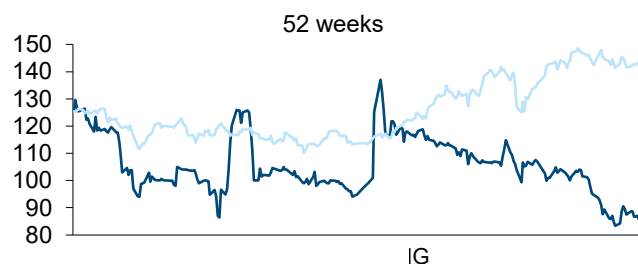


RAPORT AKTUALIZUJĄCY

XTPL

Trzymaj

(mln PLN)	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	13.7	15.7	41.4	68.9
EBITDA	-17.2	-15.0	1.3	12.8
EBIT	-21.7	-20.8	-4.6	6.7
Zysk netto dla jedn. dominującej	-22.1	-21.1	-4.6	5.2
Zysk na akcję (PLN)	-8.33	-7.96	-1.75	1.98
Zysk gotówkowy na akcję (PLN)	-6.62	-5.80	0.49	4.28
Wartość księgowa na akcję (PLN)	15.30	12.21	10.64	12.42
Dywidenda na akcję (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA (x)	-19.3	-12.5	152.5	15.1
P/E (x)	nm	nm	nm	35.7
P/CE (x)	-20.1	-12.2	145.7	16.5
Stopa dywidendy	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Cena akcji (PLN) na zamknięciu w dniu 13.10.2025				70.70
Liczba akcji (mln)				2.9
Wartość rynkowa (mln PLN)				209
Wartość przedsiębiorstwa (mln PLN)				189



Zmiana kursu	12M	6M	3M	1M
w PLN	-43.4%	-33.8%	-9.4%	-13.8%

Reuters	XTP.WA	Akcje w wolnym obrocie	43.4%
Bloomberg	XTP.PW	Akcyonariat: Deutsche Balaton Group (14.8%)	
Dzień dywidendy		Filip Granek (12.47%)	
Cena docelowa	71.00	Strona internetowa:	www.xtpl.com.pl

Analyst:

Piotr Bogusz

+48 22 257 5755

Piotr.Bogusz@erstegroup.com

Przesunięcie celu strategicznego na 2028 rok

Podtrzymujemy naszą rekomendację Trzymaj oraz obniżamy cenę docelową do 71 PLN. Obniżamy naszą cenę docelową ze względu na przyjęcie bardziej konserwatywnych założeń odnośnie sprzedaży w latach 2025-27 (obniżenie założeń sprzedaży dla DPS, DPS+ oraz niższe założenia dotyczące sprzedaży modułów przemysłowych). Uwzględniamy również efekt optymalizacji kosztowej.

Obniżenie prognoz dla 2025 rok. Tempo zamówień urządzeń DPS jest poniżej naszych założeń oraz oczekiwań Zarządu, który wskazuje, że na tempo zamówień częściowo wpłynęła trudniejsza dostępność grantów dla instytucji naukowych w USA. Biorąc pod uwagę relatywnie niski wolumen sprzedaży tych urządzeń YTD, obniżamy nasze szacunki do 11 sztuk w 2025 roku (vs. 17 sztuk zakładane wcześniej).

Postępująca komercjalizacja technologii XTPL, na co wskazują zamówienia modułów przemysłowych przez kolejne podmioty. Obecnie w IV fazie wdrożenia przemysłowego jest 5 podmiotów, z czego dwa dołączyły w ostatnich 30 dniach. Kolejne podmioty zainteresowane technologią zwiększają szansę na kolejne wdrożenia przemysłowe w średnim terminie oraz na przyspieszenie tempa sprzedaży modułów przemysłowych. Biorąc pod uwagę wolniejsze niż zakładane tempo zamówień modułów przemysłowych obniżamy nasze założenia sprzedaży UPD z 43 sztuk w 2026 roku do 18 sztuk.

Uwzględnienie założeń nowej strategii. Biorąc pod uwagę wolniejszą od oczekiwań komercjalizację technologii oraz wyższe niż oczekiwane koszty, obniżamy nasze prognozy lata 2025-27 i zakładamy wypracowanie 100 mln PLN przychodów w 2028 roku. Zakładamy również emisję 0.3 mln akcji w 2025 roku w celu pozyskania finansowania na zidentyfikowaną przez spółkę lukę kapitałową.

Czynniki ryzyka

1. **Ryzyko związane z finansowaniem bieżącej działalności.** Spółka dokonała wielu inwestycji mających na celu przygotowanie do zwiększenia skali działalności w kolejnych kwartałach. Wolniejsze tempo komercjalizacji oferowanej technologii niż spółka zakładała wpłynęło na zmaterializowanie się tego ryzyka w poprzednim roku oraz na zidentyfikowanie dalszych potrzeb pozyskania kapitału w najbliższej przyszłości. Powyższe ryzyko się zmaterializowało, a spółka pozyskała dodatkowe środki do kontynuacji działalności z emisji akcji. Jednocześnie zaznaczamy, że brak przyspieszenia tempa budowy przychodów w 2026 roku może sprawić, że nawet po pozyskaniu środków finansowych spółka będzie miała problem z finansowaniem w kolejnych okresach. Obecnie najistotniejszym czynnikiem dla spółki będzie zabezpieczenie finansowania w związku z zidentyfikowaną luką kapitałową w 1H'26.
2. **Niepowodzenie w projektach wdrożenia przemysłowego technologii UPD** (ang. Ultra Precise Deposition), znacznie mniejsza liczba wdrożeń przemysłowych niż zakładane lub wolniejsze tempo wdrożeń przemysłowych niż zakładane mogą przełożyć się na wyniki generowane przez spółkę w przyszłości oraz na realizację założonych celów. Należy mieć na uwadze, że w projektach wdrożeń przemysłowych technologia XTPL podlega ciągłej ewaluacji i nie ma gwarancji zakończenia takich projektów z sukcesem. Również sam proces wdrożenia przemysłowego może się przeciągać w czasie nie z winy spółki, co może wpłynąć na prognozy finansowe. Ostatni czynnik ryzyka częściowo się zmaterializował w 2025 roku.
3. **Umocnienie się PLN względem innych walut** może negatywnie wpłynąć na wysokość rozpoznawalnego przychodu. Spółka ponosi dużą część swoich kosztów w PLN, natomiast większość sprzedaży jest generowana w walutach obcych (głównie EUR i USD). Umocnienie się PLN względem innych walut w ostatnim czasie ma lekko negatywne przełożenie na generowane przychody. PLN umacniał się względem innych walut w ostatnich miesiącach, przez co częściowo zmaterializowało się wymienione ryzyko.
4. **Ryzyko związane z otoczeniem makroekonomicznym oraz sytuacją geopolityczną.** XTPL prowadzi sprzedaż produktów i świadczenie usług przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych, Azji i Europie Zachodniej. Pogorszenie się otoczenia makroekonomicznego może wpłynąć na ograniczenie skłonności do konsumpcji i inwestycji. Również napięcia na tle geopolitycznym mogą wpływać negatywnie na popyt na urządzenia spółki (m.in. zamrożenie środków przeznaczonych na granty). Może to wpływać na osiągnięte przez spółkę wyniki oraz na realizację strategii rozwoju.
5. **Ryzyko związane z rozwojem nowych technologii.** Istnieje ryzyko, że w przypadku zmiany aktualnych trendów rynkowych, XTPL będzie zmuszone do poszukania nowych zastosowań technologii poza obszarem uważanym za core business lub do poniesienia dodatkowych nakładów na dotychczasowe rozwiązania celem zwiększenia ich konkurencyjności. XTPL nie może również wykluczyć, że w przyszłości zostanie opracowana nowa technologia, w obliczu której rozwiązania proponowane przez XTPL przestaną być atrakcyjne dla potencjalnych odbiorców.

Wycena

Nasza wycena XTPL jest oparta w pełni na metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Wycena porównawcza jest przedstawiona wyłącznie w celach prezentacyjnych. Naszym zdaniem trudno jest znaleźć podmioty o podobnym profilu biznesowym oraz w podobnej fazie rozwoju co XTPL. Uwzględniając nasze prognozy, wyznaczamy 12 miesięczną cenę docelową na poziomie 71 PLN za akcję, 0.4% powyżej obecnej wyceny rynkowej, co implikuje rekomendację trzymaj.

	Waga	Cena
Wycena porównawcza	0%	76.0
Wycena DCF	100%	71.0
12M cena docelowa na akcję (PLN)		71.0

Źródło: Spółka, Erste Group Research

Wycena porównawcza

W wycenie porównawczej dobraliśmy spółki działające w szeroko pojętej branży elektroniki użytkowej. Zwracamy uwagę, że żadna ze spółek nie jest w podobnej fazie rozwoju co XTPL. Wszystkie wybrane podmioty mają znacznie większą skalę biznesu niż XTPL. W wyliczeniu wartości spółki na akcję uwzględniamy 2027, ponieważ w 2025 roku zgodnie z naszymi prognozami spółka odnotuje stratę na poziomie EBITDA oraz stratę netto w latach 2025/26.

	Mcap (mln USD)	2025P	P/E 2026P	2027P	2025P	EV/EBITDA 2026P	2027P
KLA Corporation	134 977	44.1	31.6	29.0	32.4	24.4	23.0
ASML Holding	382 193	44.7	35.5	33.4	33.9	27.2	25.8
Lam Research	173 783	46.3	34.3	30.5	36.5	27.6	24.5
ASM International	30 121	39.8	36.2	31.7	25.8	22.2	20.3
Applied Materials	174 847	25.7	23.5	23.1	20.6	19.4	19.1
Entegris	13 934	31.2	32.7	26.0	19.0	19.3	16.6
Axcelis Technologies	2 558	13.9	19.7	19.3	9.1	14.8	13.7
Amkor Technology	7 528	22.0	26.8	19.8	7.0	6.7	5.7
Tokyo Electron Limited	88 222	38.6	24.5	27.2	25.6	17.2	18.4
Median: Total		38.6	31.6	27.2	25.6	19.4	19.1
Implikowana wartość na akcję		-276.1	-49.6	48.5	-123.9	12.7	87.9
Waga		0%	0%	50%	0%	0%	50%
Premia/dyskonto		0%					
Wartość firmy na akcję (PLN)		68.2					
12m wartość firmy na akcję (PLN)		76.0					

Źródło: Bloomberg, Erste Group Research

Wycena DCF:

- 5-cio letni okres prognozy.
- Stopa wolna od ryzyka 5.5% (rentowności 10-letnich obligacji skarbowych)
- W wycenie bierzemy dług netto z końca 2025 roku i nie uwzględniamy FCF z 2025 roku.
- W naszej wycenie uwzględniamy emisję akcji po cenie 63.2 PLN (około 10% dyskonta względem ostatniej wyceny) co implikuje emisję 300 tys. akcji.
- Wzrost FCF po okresie prognozy 2,5%

Szacunki WACC

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	TV
Stopa wolna od ryzyka	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt kapitału	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
Koszt dugu	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
Efektywna stopa podatkowa	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
Koszt długu po opodatkowaniu	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
Udział kapitału w wycenie	100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%

Wycena DCF

(mln PLN)	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	TV
Wzrost sprzedaży r/r	14.6%	163.5%	66.5%	50.3%	23.5%	2.5%
EBIT	-20.8	-4.6	6.7	21.2	30.7	30.1
marża EBIT	-132.4%	-11.2%	9.8%	20.5%	24.0%	23.0%
Stopa podatkowa	-0.5%	0.0%	10.0%	0.0%	22.0%	22.0%
Opodatkowanie EBIT	-0.1	0.0	-0.7	0.0	-6.8	-6.6
NOPLAT	-20.9	-4.6	6.1	21.2	23.9	23.5
+ Amortyzacja	5.7	5.9	6.1	6.3	6.5	3.6
CAPEX / Amortyzacja	54.2%	57.1%	58.0%	57.2%	56.3%	100.0%
Zmiana w kapitale obrotowym	0.9	-5.3	-5.7	-7.2	-5.1	-0.5
Zmiana w kapitale obrotowym / zmiana sprzedaży	45.0%	-20.7%	-20.7%	-20.7%	-20.7%	-14.5%
- CAPEX	-3.1	-3.4	-3.5	-3.6	-3.6	-3.6
FCFF	-17.4	-7.4	2.9	16.7	21.7	23.0
Wzrost FCFF po okresie prognozy						2.5%
Wartość rezydualna (TV)						262.5
Zdyskontowana wartość rezydualna	-15.6	-6.0	2.1	10.8	12.6	152.3
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	171.9					
Udziały i mniejszości	0.0					
Aktywa nieoperacyjne	0.0					
Dług netto	-19.8					
Inne	0.0					
Wartość firmy	191.7					
Liczba akcji (mln)	2.9					
Koszt kapitału	11.5%					
12M cena docelowa na akcję (PLN)	71.0					
Bieżąca cena akcji (PLN)	70.7					
Potencjał wzrostu / spadku	0.4%					



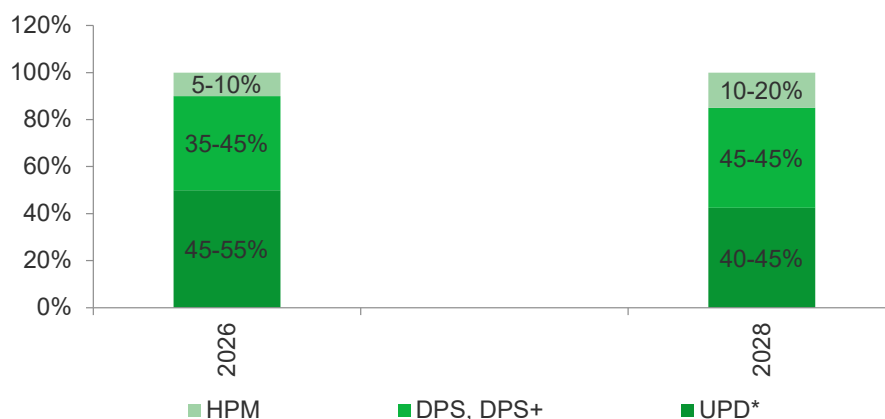
Źródło: Erste Group Research

		marża EBIT				
		17.0%	20.0%	23.0%	26.0%	29.0%
W A C C	10.5%	64.0	72.0	81.0	90.0	99.0
	11.0%	59.0	68.0	76.0	84.0	92.0
	11.5%	56.0	63.0	71.0	78.0	86.0
	12.0%	53.0	60.0	67.0	74.0	80.0
	12.5%	50.0	56.0	63.0	69.0	76.0
		Wzrost FCFF po okresie prognozy				
		1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
W A C C	10.5%	73.0	77.0	81.0	86.0	91.0
	11.0%	69.0	72.0	76.0	80.0	85.0
	11.5%	65.0	68.0	71.0	74.0	79.0
	12.0%	61.0	64.0	67.0	70.0	73.0
	12.5%	58.0	60.0	63.0	66.0	69.0

Zaktualizowanie strategii spółki

Spółka zdecydowała się na aktualizację swojej strategii przy okazji publikacji wyników za Q2'25 ze względu na wolniejsze niż zakładane tempo komercjalizacji oferowanej technologii. Jednocześnie zmaterializowało się ryzyko, na które wskazywaliśmy w naszej ostatniej rekomendacji. Zarząd spółki zdecydował się na przesunięcie celu przychodowego na poziomie 100 mln PLN z 2026 roku na 2028 rok przy zakładanej rentowności EBITDA na poziomie przynajmniej 20%. Nieznacznej zmianie uległ podział przychodów w docelowym roku strategii – nieznacznie obniżono zakładamy udział przychodów ze sprzedaży modułów przemysłowych oraz urządzeń DPS i DPS+ (wolumenowa sprzedaż zakładana na zbliżonym poziomie) oraz nieznacznie podniesiono udział sprzedaży HPM (High Performance Materials).

Dekompozycja 100 mln przychodów zakładanych w strategii do 2026 roku i po aktualizacji strategii do 2028 roku



Źródło: Spółka, Erste Group Research; *Ultra Precise Deposition – moduły przemysłowe

Wraz z publikacją nowej strategii, spółka poinformowała, że zidentyfikowała lukę kapitałową na 1H'26 oraz potrzebuje dodatkowego finansowania rzędu 15-20 mln PLN. Spółka wskazała, że dodatkowe finansowanie może zostać pozyskane z długu, dotacji, pozyskania inwestora strategicznego na mniejszościowy pakiet akcji lub przez emisję akcji. W naszej ocenie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest emisja akcji, co uwzględniamy w naszej rekomendacji (emisja 300 tysięcy akcji z 10% dyskontem względem ceny z publikacji raportu). Biorąc pod uwagę dostosowanie bazy kosztowej do obecnej fazy komercjalizacji technologii, potencjalne kolejne wdrożenia przemysłowe w 2026 roku, wzrost sprzedaży urządzeń DPS r/r oraz rozpoczęcie sprzedaży urządzeń DPS+ o znacznie wyższej cenie jednostkowej w 2026 roku, uważamy że poza zakładanym pozyskaniem funduszy w 2025 roku, spółka nie będzie potrzebowała przeprowadzać kolejnych emisji akcji.

Pierwsze wdrożenie przemysłowe i większe zainteresowanie technologią

Wraz z początkiem roku klient XTPL z Chin zdecydował się na przejście do fazy wdrożenia przemysłowego, co nastąpiło po relatywnie krótkim procesie ewaluacji technologii XTPL (została rozpoczęta w 2024 roku i trwała kilka miesięcy). Pierwsze wdrożenie uwiarygadnia technologię oferowaną przez XTPL w oczach innych klientów oraz potencjalnych nowych klientów. Pod koniec września kolejny podmiot z Chin złożył zamówienie na moduł produkcyjny i rozpoczął budowę prototypowego urządzenia (klientami partnera są chińscy producenci nowoczesnych wyświetlaczy FPD oraz półprzewodników). Na początku października spółka poinformowała, że podmiot z Hiszpanii zdecydował się na zamówienie głowicy produkcyjnej, a współpraca z klientem została zakwalifikowana przez spółkę od razu do IV etapu procesu wdrożenia przemysłowego. W październiku łącznie 5 podmiotów było w IV etapie wdrożenia przemysłowego (V etap to wdrożenie przemysłowe), co może wskazywać, że w 2026 roku spółka powinna poinformować o kolejnych wdrożeniach przemysłowych (zakładamy ogłoszenie wdrożeń z dwoma kolejnymi podmiotami).

Cena jednostkowa w modułu przemysłowego w pierwszym zamówieniu była niższa niż komunikowane 100 tys. EUR, co mogło być podyktowane skoncentrowaniem się na doprowadzeniu do końca wdrożenia przemysłowego, które powinno mieć dużo większą wartość do promocji komercjalizowanej technologii niż skoncentrowanie się nie na zarobku. Jednocześnie zwracamy uwagę, że wielkość zamówień w pierwszym wdrożeniu przemysłowym była niższa niż zakładaliśmy, dlatego przyjmujemy bardziej konserwatywne podejście do szacowania sprzedaży w przypadku kolejnych wdrożeń przemysłowych.

Relatywnie słaba sprzedaż urządzeń DPS w 2025 roku

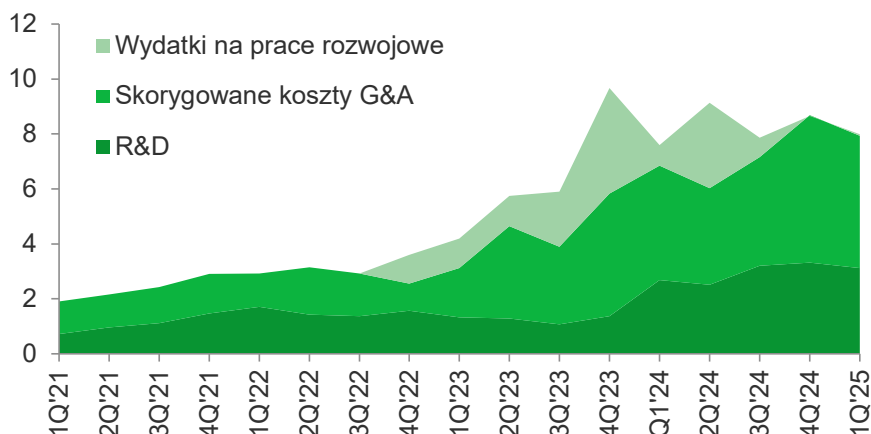
Do października spółka otrzymała łącznie 9 zamówień na urządzenia DPS, z czego 8 zamówień miało miejsce w 9M'25. Skala zamówień jest poniżej założeń Zarządu oraz naszych założeń. Zarząd tłumaczy wolniejsze tempo zamrożeniem części dotacji dla instytucji naukowych, co skutecznie zablokowało składanie zamówień przez te instytucje. Biorąc pod uwagę dotychczasowe tempo zamówień przez klientów obniżamy nasze prognozy dotyczące ilości sprzedanych sztuk urządzeń DPS do 11 w 2025 roku (vs. 12 w 2024 roku).

Dostosowanie bazy kosztowej do tempa budowania przychodów

W ostatnich kwartałach istotnie wzrosła baza kosztowa, która była napędzana przez inwestycje w dalszą komercjalizację oferowanej przez XTPL technologii. Wolniejsze niż zakładane tempo składania zamówień przez klientów i w efekcie niższe od zakładanych przychody, zmusiły XTPL do zmniejszenia bazy kosztowej, co

częściowo zostało zrealizowane przez redukcję zatrudnienia. Biorąc pod uwagę poszczególne koszty w ujęciu kwartalnym, nie widać jeszcze efektów optymalizacji kosztów w 1H'25. Niemniej oczekujemy stopniowego zmniejszania się bazy kosztowej od Q3'25.

Poszczególne kategorie kosztowe w ujęciu kwartalnym (mln PLN)



Źródło: Spółka, Erste Group Research;

Wyniki za Q2'25

Przychody ze sprzedaży produktów i usług były wyższe niż wcześniej opublikowane wstępne szacunki (+0.3 mln PLN) i wyniosły 3.1 mln PLN w 2Q'25 (+7% r/r). Przychody ze sprzedaży produktów wzrosły o 1% r/r do 2.7 mln PLN, linia R&D zanotowała 0.4 mln PLN przychodów w Q2'25 (vs. 0.22 mln PLN w Q2'24), a przychody z dotacji wzrosły o 39% r/r do 0,87 mln PLN. Sprzedaż i wynajem drukarek wygenerowały 2.4 mln PLN przychodów w 2Q'25 (-2% r/r), a sprzedaż HPM (High Performance Materials) wygenerowała 0.32 mln PLN przychodów w 2Q'25 (+83% r/r).

Koszt własny sprzedanych produktów wyniósł 1,6 mln PLN w Q2'25 (płasko r/r), co implikuje 50% marży brutto na sprzedaży produktów (-5pp y/y). Koszty badań i rozwoju wzrosły o 10% r/r do 1,6 mln PLN, co miało prawdopodobnie związek z pracami wykonanymi w związku z prowadzonymi procesami wdrożeń przemysłowych (-12% k/k). Koszty ogólnego zarządu wzrosły o 8% r/r do 2.7 mln PLN w 2Q'25, a koszty marketingu wzrosły o 98% r/r do 1.9 mln PLN.

Saldo na działalności finansowej wyniosło -0.3 mln PLN w 2Q'25 vs -0,2 mln PLN rok wcześniej. Podatek dochodowy wyniósł 0 mln PLN, co przełożyło się na **stratę netto** w wysokości 5,6 mln PLN w 2Q'25 wobec straty netto na poziomie 4,6 mln PLN w 2Q'24.

Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej wyniosły -4.2 mln PLN w 2Q'25 (vs. -3,0 mln PLN w 2Q'24), na co negatywnie wpłynął spadek wyników r/r oraz spadek zobowiązań. Nakłady inwestycyjne wyniosły -0.3 mln PLN w 2Q'25 vs. -2.2 mln PLN w Q2'24. Środki pieniężne i ekwiwalenty wyniosły 15.8 mln PLN na koniec 2Q'25 (-4.4 mln PLN k/k).

Wyniki finansowe w Q2'25

RZIS (mln PLN)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	R/R	K/K
Przychody ze sprzedaży	3.2	1.2	6.4	2.4	3.6	11%	48%
Produkty i usługi	2.9	1.0	5.6	2.0	3.1	7%	54%
Dotacje	0.3	0.1	0.8	0.4	0.5	39%	20%
Koszt własny sprzedaży	4.1	4.7	5.1	4.8	4.3	5%	-10%
Koszty badań i rozwoju	2.5	3.2	3.3	3.1	2.8	10%	-12%
Koszt własny sprzedanych produktów	1.6	1.5	1.8	1.7	1.6	-3%	-8%
Zysk brutto na sprzedaży	-0.9	-3.5	1.3	-2.4	-0.7	-17%	-70%
Koszty marketingu	1.0	1.4	3.5	1.9	1.9	98%	2%
Koszty ogólnego zarządu	2.5	2.5	1.8	2.9	2.7	8%	-6%
Pozostała działalność operacyjna	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1		
EBITDA	-3.5	-5.9	-2.7	-5.9	-3.8		
EBIT	-4.4	-7.5	-4.0	-7.2	-5.3		
Działalność finansowa	-0.2	-0.3	0.0	0.0	-0.3		
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	-4.6	-7.7	-4.0	-7.3	-5.6		
Podatek dochodowy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
Zysk (strata) netto	-4.6	-7.7	-4.0	-7.3	-5.6		

Źródło: Spółka, Erste Group Research;

Prognozy finansowe

Obniżamy nasze szacunki dotyczące sprzedaży urządzeń DPS, DPS+ oraz modułów przemysłowych w latach 2025, 2026 i 2027. W przypadku urządzeń DPS zakładamy mniejszą sprzedaż ze względu na relatywnie mało zamówień w 9M'25, natomiast dla DPS+ przyjmujemy bardziej konserwatywne założenia dotyczące sprzedaży urządzeń w 2026 roku. Biorąc pod uwagę dotychczasowe zamówienia na moduły przemysłowe, które są mniejsze niż wcześniej zakładaliśmy, obniżamy również nasze prognozy dla sprzedaży tych urządzeń. W efekcie obniżamy naszą prognozę przychodów dla lat 2025-27, a w 2028 roku zakładamy sprzedaż nieznacznie powyżej 100 mln PLN wyznaczone w celach strategicznych spółki. Jednocześnie w naszych prognozach zakładamy pozyskanie przez spółkę dodatkowych środków finansowych przez emisję 300 tys. akcji w 2026 roku (zakładane wpływy brutto to 19 mln PLN).

	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	15.5	13.7	15.7	41.4	68.9
<i>zmiana r/r (%)</i>	21%	-11%	15%	163%	66%
Badania i rozwój	2.2	0.7	0.8	2.4	2.4
Delta Printing System	10.6	9.5	9.8	12.6	15.0
Delta Printing System Plus			0.0	15.0	17.7
Moduły przemysłowe	0.0	1.2	2.0	5.7	24.6
High Performance Materials	0.6	0.9	1.3	3.7	7.1
Dotacje	2.1	1.4	1.8	2.0	2.1
Koszt własny sprzedaży	8.4	18.4	18.2	27.3	40.0
Badania i rozwój	5.0	11.7	11.4	11.9	12.0
Koszt własny sprzedanych produktów	3.4	6.7	6.8	15.4	28.0
Zysk brutto na sprzedaży	7.0	-4.7	-2.5	14.1	28.8
<i>marża (%)</i>	45.5%	-34.1%	-15.9%	34.0%	41.9%
Koszty ogólnego zarządu	11.9	17.0	18.5	18.7	22.1
EBIT	-4.8	-21.7	-21.0	-4.6	6.7
<i>marża (%)</i>	-31%	-158%	-134%	-11%	10%
EBITDA	-3.0	-17.2	-15.0	1.3	12.8
<i>marża (%)</i>	-19%	-125%	-96%	3%	19%
Saldo na działalności finansowej	0.0	-0.4	-0.3	0.0	0.0
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	-4.8	-22.1	-21.1	-4.6	6.7
Podatek dochodowy	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5
Zysk (strata) netto	-4.9	-22.1	-21.1	-4.6	5.2
<i>marża (%)</i>	-31.3%	-161.1%	-134.4%	-11.2%	7.6%
Zakładana zafakturowana sprzedaż urządzeń DPS (szt.)	13	12	11	13	15
<i>zmiana r/r (%)</i>	333%	-8%	-8%	18%	15%
Zakładana cena urządzenia DPS (mln EUR)	0.180	0.183	0.209	0.228	0.235
<i>zmiana r/r (%)</i>	-15%	2%	14%	9%	3%
Zakładana zafakturowana sprzedaż urządzeń DPS PLUS (szt.)				7	10
<i>zmiana r/r (%)</i>					43%
Zakładana cena modułów przemysłowych (mln EUR)			0.50	0.51	0.52
<i>zmiana r/r (%)</i>				1%	3%
Zakładana sprzedaż modułów przemysłowych (szt.)		3	8	18	68
<i>zmiana r/r (%)</i>			167%	125%	278%
Zakładana cena modułów przemysłowych (mln EUR)		0.09	0.06	0.07	0.09
<i>zmiana r/r (%)</i>			-35%	25%	15%
Liczba zamówień HPM	85	107	152	409	743
<i>zmiana r/r (%)</i>	123%	26%	43%	168%	81%
Zakładana średnia wartość zamówienia	6.77	8.72	8.72	9.16	9.57
<i>zmiana r/r (%)</i>	-32%	29%	0%	5%	4%

Źródło: Spółka, Erste Group Research

Zmiana naszych prognoz

(mln PLN)	2025P			2026P			2027P		
	Nowe	Stare	różnica	Nowe	Stare	różnica	Nowe	Stare	różnica
Przychody	15.7	22.4	-30.0%	41.4	57.3	-27.8%	68.9	81.6	-15.5%
Skor. EBITDA	-15.0	-13.6		1.3	7.5		12.8	20.2	-36.6%
EBIT	-20.8	-18.2		-4.6	2.7		6.7	15.3	-56.0%
Zysk netto	-21.1	-18.2		-4.6	2.1		5.2	11.9	-56.0%
Marża skor. EBITDA	-0.7%	-0.7%		3%	13%		18.6%	24.8%	
Marża EBIT	-1.0%	-0.9%		-11%	5%		9.8%	18.8%	
Marża netto	-1.0%	-0.9%		-11%	4%		7.6%	14.6%	

Źródło: Erste Group Research

Skonsolidowane sprawozdanie z wyniku	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
PLN mm	2022-12-30	2023-12-31	2024-12-31	2025-12-31	2026-12-31	2027-12-31
Przychody ze sprzedaży	12.82	15.48	13.70	15.70	41.38	68.89
Koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów	6.83	8.43	18.38	18.20	27.32	40.05
Zysk brutto ze sprzedaży	5.99	7.05	-4.67	-2.50	14.05	28.84
Koszty sprzedaży i administracyjne	7.78	11.86	17.01	18.50	18.69	22.11
Pozostałe przychody z uwzględnieniem rewaluacji	0.00	0.01	0.12	0.20	0.00	0.00
Pozostałe koszty z uwzględnieniem rewaluacji	0.01	0.04	0.14	0.00	0.00	0.00
Zysk operacyjny powiększony o amortyzację EBITDA	-0.80	-3.00	-17.19	-15.05	1.29	12.83
Amortyzacja	1.00	1.84	4.53	5.75	5.92	6.10
Zysk operacyjny - EBIT	-1.80	-4.84	-21.71	-20.80	-4.63	6.73
Przychody i koszty finansowe	-0.32	0.01	-0.35	-0.30	0.00	0.00
Pozostałe przychody/koszty	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Zysk przed opodatkowaniem	-2.12	-4.83	-22.06	-21.10	-4.63	6.73
Podatek dochodowy	0.02	0.02	0.01	0.01	0.00	1.48
Wynik na działalności kontynuowanej	-2.14	-4.85	-22.07	-21.11	-4.63	5.25
Zyski przypadające na udziały niekontrolujące	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Zysk przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej	-2.14	-4.85	-22.07	-21.11	-4.63	5.25
Skonsolidowany bilans	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
PLN mm						
Rzeczowe aktywa trwałe z uwzględnieniem nieruchomości inwestycyjnych	4.30	5.07	11.08	6.66	2.33	-2.01
Wartości niematerialne	3.44	9.55	12.10	13.88	15.67	17.46
Pozostałe aktywa trwałe	0.04	0.03	0.49	0.49	0.49	0.49
Razem aktywa trwałe	7.78	14.65	23.67	21.03	18.49	15.93
Zapasy	0.95	1.83	4.42	2.48	6.53	10.87
Należności	0.79	1.20	2.87	2.22	5.84	9.72
Inne aktywa obrotowe	1.98	2.98	1.79	1.79	1.79	1.79
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	6.01	27.28	27.69	26.70	19.29	21.40
Razem aktywa obrotowe	9.73	33.29	36.76	33.18	33.44	43.78
RAZEM AKTYWA	17.51	47.94	60.43	54.22	51.94	59.71
Kapitał własny przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej	3.98	33.59	40.55	36.03	31.40	36.65
Udziały niekontrolujące	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Zobowiązanie finansowe odsetkowe	3.57	0.17	5.73	5.73	5.73	5.73
Rezerwy z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Depozyty otrzymane	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	2.87	4.80	4.62	4.62	4.62	4.62
Razem zobowiązania długoterminowe	6.45	4.97	10.34	10.34	10.34	10.34
Zobowiązanie finansowe odsetkowe	0.34	3.98	1.15	1.15	1.15	1.15
Zobowiązania handlowe	1.44	1.96	3.13	1.44	3.79	6.31
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	5.31	3.44	5.25	5.25	5.25	5.25
Razem zobowiązania krótkoterminowe	7.09	9.38	9.53	7.84	10.19	12.71
RAZEM ZOBOWIĄZANIA I KAPITAŁ WŁASNY	17.51	47.94	60.43	54.22	51.94	59.71
Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
PLN mm						
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	4.72	-4.82	-18.11	-14.46	-4.03	5.65
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-2.44	-7.50	-6.03	-3.11	-3.38	-3.54
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	-0.83	33.56	24.56	16.59	0.00	0.00
ZMIANA STANU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH	1.46	21.24	0.41	-0.98	-7.41	2.11
Marże i wskaźniki	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Wzrost przychodów rdr	172.6%	20.7%	-11.4%	14.6%	163.5%	66.5%
Marża brutto na sprzedaży	46.7%	45.5%	-34.1%	-15.9%	34.0%	41.9%
Marża EBITDA	-6.2%	-19.4%	-125.4%	-95.8%	3.1%	18.6%
Marża EBIT	-14.1%	-31.3%	-158.4%	-132.4%	-11.2%	9.8%
Marża zysku netto	-16.7%	-31.3%	-161.0%	-134.4%	-11.2%	7.6%
ROE	-47.7%	-2.4%	-7.7%	22.0%	22.0%	22.0%
ROA	-12.2%	-10.1%	-36.5%	-38.9%	-8.9%	8.8%
Wskaźnik kapitału własnego	23%	73%	77%	78%	78%	78%
Dług netto	-2.10	-23.13	-20.81	-19.82	-12.41	-14.52
Dług netto do aktywów ogółem	-0.12	-0.48	-0.34	-0.37	-0.24	-0.24
Dług netto do kapitałów własnych	-0.53	-0.69	-0.51	-0.55	-0.40	-0.40

Źródło: dane Spółki, Erste Group Research

Disclosure of particular interests or indications of conflicts of interest according to delegated Regulation (EU) 958/2016 supplementing Article 20 of Regulation (EU) 596/2014 (MAR):

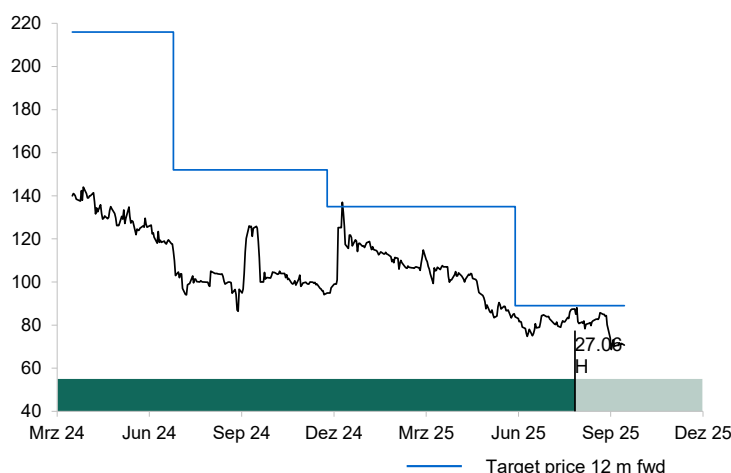
Company	ISIN	1 EGB/affiliates holdings exceed 5% of the share capital of issuer or vice versa	2 market maker or liquidity provider for issuer/instrument s	3 agreement for the provision of services of investment firms over the previous 12 months	4a Agreement with the covered company about the production of analyses	4b Agreement with a third party about the production of analyses	5 Managed or co- managed a public offering over the previous 12 months	6 Draft of report disclosed to issuer prior its publication	7 Analyst has a position in the issued share capital of the issuer	8 Net Long Position exceeding 0.5% of the issued share capital of issuer	9 Net Short Position exceeding 0.5% of the issued share capital of issuer
XTPL	PLXTPL000018				Y						

The above specific disclosures (marked with “Y” if applicable), are valid at the time of publication of this report.
October 14 2025

For a more detailed and an up-to-date overview of conflicts of interests for all analysed companies and/or financial instruments by Erste Group, which are updated regularly upon changes, please follow below link:

[Disclosure | Erste Group Bank AG](#)

XTPL



Rating history

Date	Rating	Price	Target Price	Action
27. Jun 25	Hold	83.80	71.00	
23. Dec 24	Buy	94.90	135.00	
24. Jul 24	Buy	114.20	152.00	

Company description

XTPL is a technology company founded in 2015 that offers unique technology to the printed electronics market. The company has completed the development stage of the technology and is now focusing on commercializing the solutions it offers.

A history of all recommendations for covered issuers/financial instruments within the last 12 months is provided under the following link:
<https://produkte.erstegroup.com/Retail/en/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml>.

Zastrzeżenia prawne

Niniejsza rekomendacja ("Dokument") została przygotowana przez Erste Securities Polska S.A., spółkę zależną od Erste Group Bank AG (razem ze skonsolidowanymi spółkami zależnymi „Erste Group”) w sposób niezależny i obiektywny w celu dostarczenia dodatkowych informacji ekonomicznych na temat analizowanej spółki lub spółek. Dokument opiera się na uzasadnionej wiedzy analityka Erste Group odpowiedzialnego za sporządzenie Dokumentu na dzień jego sporządzenia i może być okresowo zmieniany. Służy on wyłącznie do dostarczania niewiążących informacji i nie stanowi doradztwa inwestycyjnego ani komunikacji marketingowej.

[nazwa spółki] została objęta niniejszą rekomendacją w ramach Programu Wsparcia Analitycznego Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. ("Program"). Program zakłada otrzymywanie przez Erste Securities Polska S.A. wynagrodzenia od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z tytułu objęcia analizą [nazwa spółki]. W powyższym zakresie autorskie prawa majątkowe do raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. jako zamawiającemu.

Niniejszy Dokument nie stanowi ani nie tworzy części oferty i nie powinien być interpretowany jako oferta, zalecenie lub zaproszenie do subskrypcji lub zakupu jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub powiązanego instrumentu finansowego, a ani niniejszy Dokument, ani żadne zawarte w nim informacje nie mogą stanowić podstawy ani stanowić zachęty do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub włączenia instrumentu finansowego lub powiązanego instrumentu finansowego do strategii inwestycyjnej. Niniejszy Dokument nie stanowi również prospektu emisyjnego w rozumieniu rozporządzenia w sprawie prospektu emisyjnego, austriackiej ustawy o rynku kapitałowym z 2019 r. ani porównywalnych przepisów prawa. Wszystkie informacje, analizy i wnioski zawarte w niniejszym Dokumentcie mają charakter ogólny. Niniejszy Dokument nie ma na celu zapewnienia kompleksowego przeglądu jakiegokolwiek inwestycji, potencjalnego ryzyka i wyników, ani nie uwzględnia indywidualnych potrzeb inwestora ("Inwestor") w odniesieniu do korzyści, aspektów podatkowych, świadomości ryzyka i adekwatności instrumentu finansowego lub powiązanych instrumentów finansowych. W związku z tym niniejszy dokument nie zastępuje żadnej oceny związanej z inwestowaniem ani kompleksowego ujawnienia ryzyka; każdy instrument finansowy ma inny poziom ryzyka. Publikacje wyników i przykładowe obliczenia nie stanowią żadnych wskazówek dla przyszłych wyników instrumentu finansowego lub powiązanych instrumentów finansowych. Informacje o wynikach osiągniętych w przeszłości niekoniecznie gwarantują pozytywne wyniki w przyszłości, a inwestycje w instrumenty finansowe, w tym powiązane instrumenty

finansowe, mogą mieć charakter ryzykowny i spekulacyjny. Wszystkie projekcje, prognozy i docelowe ceny są jasno i wyraźnie oznaczone jako takie, a istotne założenia przyjęte przy ich tworzeniu lub wykorzystywaniu są jasno wskazane. Prognozy przyszłego rozwoju sytuacji opierają się wyłącznie na szacunkach i założeniach. Rzeczywisty rozwój sytuacji w przyszłości może różnić się od prognozowanego. Prognozy nie są zatem wiarygodnym wskaźnikiem przyszłych wyników i rozwoju sytuacji. Im słabsza jest zdolność kredytowa Spółki, tym wyższe będzie ryzyko inwestycji. Nie każda inwestycja jest odpowiednia dla każdego inwestora. Ani niniejszy Dokument, ani żaden z jego elementów nie stanowią podstawy jakiegokolwiek umowy lub zobowiązania. W związku z tym Inwestorzy powinni skonsultować się ze swoimi doradcami (w szczególności doradcami prawnymi i podatkowymi) przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej, aby upewnić się, że - niezależnie od informacji zawartych w niniejszym Dokumencie - zamierzona transakcja instrumentu finansowego lub powiązanego instrumentu finansowego jest odpowiednia dla potrzeb i intencji Inwestora, że Inwestor zrozumiał wszystkie ryzyka i że po należytej analizie Inwestor zdecydował się na dokonanie inwestycji i jest w stanie ponieść ekonomiczne skutki takiej inwestycji. Inwestorów odsyła się na przykład do testu odpowiedniości i zaleca się zapoznanie się z informacjami dla klientów zgodnie z austriacką ustawą o nadzorze nad papierami wartościowymi z 2018 r. oraz zgodnie z polską ustawą o obrocie instrumentami finansowymi z 2005 r. Wyniki inwestycji są pomniejszane o prowizje, opłaty i inne obciążenia, które zależą od indywidualnej sytuacji Inwestora. W wyniku wahań kursów walut wynik inwestycji może wzrosnąć lub spaść.

Badania inwestycyjne są opracowywane przez dział analiz inwestycyjnych Erste Group w ramach obowiązujących przepisów prawa. Opinie zawarte w analizach dotyczących instrumentów kapitałowych i dłużnych mogą się różnić. Inwestorzy inwestujący w instrumenty udziałów mogą realizować inne interesy niż inwestorzy inwestujący w instrumenty dłużne, związane z tym samym emitentem. Analityk nie jest upoważniony do składania jakichkolwiek oświadczeń lub gwarancji w imieniu analizowanej spółki lub emitenta, Erste Group, jednej z jej spółek lub jakiegokolwiek innej osoby. Dłożono wszelkich starań, aby wszystkie istotne źródła informacji były jasno i wyraźnie wskazane. Chociaż dłożono wszelkich starań, aby zapewnić, że fakty przedstawione w niniejszym Dokumencie są dokładne, a prognozy, opinie i oczekiwania zawarte w niniejszym dokumencie są uczciwe i uzasadnione, Erste Group (w tym jej przedstawiciele i pracownicy) nie udziela wyrażnej ani milczącej gwarancji ani nie przyjmuje żadnej odpowiedzialności za aktualność, kompletność i poprawność treści niniejszego Dokumentu. Fakty są wyraźnie odróżnione w dokumencie od interpretacji, szacunków, opinii i innych rodzajów informacji niebędących faktami. Ani Erste Group, ani żaden z jej dyrektorów zarządzających, członków rady nadzorczej, członków zarządu, dyrektorów, dyrektorów kadry kierowniczej lub innych pracowników nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek koszty, straty lub szkody (w tym szkody następne, szkody pośrednie i utracone zyski) w jakikolwiek sposób wynikające z wykorzystania lub polegania na niniejszym Dokumencie.

Erste Group, a także jej przedstawiciele i pracownicy mogą, w zakresie dozwolonym przez prawo, posiadać pozycję w określonych instrumentach finansowych lub powiązanych instrumentach finansowych i mogą zapewniać wsparcie handlowe lub w inny sposób angażować się w transakcje dotyczące tych instrumentów finansowych i/lub powiązanych instrumentów finansowych. Ponadto, Erste Group oraz jej przedstawiciele i pracownicy mogą zasadniczo oferować usługi bankowości inwestycyjnej lub doradztwo na rzecz spółki lub emitenta, o których mowa w niniejszym Dokumencie, lub mogą sprawować funkcje zarządcze w takiej spółce lub emitencie.

Niniejszy dokument został sporządzony zgodnie z prawem polskim, obowiązującym dla terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Przekazywanie niniejszego dokumentu, jak również wprowadzanie do obrotu instrumentów finansowych lub powiązanych instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie jest ograniczone lub zabronione w niektórych jurysdykcjach. Dotyczy to między innymi Stanów Zjednoczonych, Kanady, Szwajcarii, Australii, Korei i Japonii. W szczególności, ani niniejszy Dokument, ani jakakolwiek jego kopia nie mogą być wwożone, przekazywane lub rozpowszechniane, bezpośrednio lub pośrednio, na terytorium Stanów Zjednoczonych lub wśród osób amerykańskich (zgodnie z definicją zawartą w Amerykańskiej Ustawie o Papierach Wartościowych z 1933 r., z późniejszymi zmianami), chyba że obowiązujące przepisy prawa Stanów Zjednoczonych lub niektórych stanów federalnych Stanów Zjednoczonych przewidują odpowiednie wyłączenia. Nieprzestrzeganie tych ograniczeń może stanowić naruszenie przepisów prawa obowiązującego w innej jurysdykcji. Osoby wchodzące w posiadanie niniejszego Dokumentu są zobowiązane do zapoznania się z takimi ograniczeniami i do ich przestrzegania. Przyjmując niniejszy Dokument, odbiorca wyraża zgodę na przestrzeganie powyższych ograniczeń i stosowanie się do obowiązujących przepisów. Dokument nie może być powielany ani rozpowszechniany wśród innych osób bez zgody Erste Group. Dalsze informacje mogą zostać przekazane przez Erste Group na żądanie. Niniejszy Dokument oraz zawarte w nim informacje, analizy, komentarze i wnioski stanowią materiał chroniony prawem autorskim. Erste Group zastrzega sobie prawo do zmiany wszelkich opinii i informacji zawartych w niniejszym Dokumencie w dowolnym momencie. Erste Group zastrzega sobie również prawo do nieaktualizowania jakiegokolwiek informacji zawartych w niniejszym Dokumencie lub do zaprzestania aktualizacji w ogóle. Zastrzega się prawo do pomyłek i błędów drukarskich.

Uwaga dla odbiorców w Stanach Zjednoczonych Ameryki: Niniejszy Dokument został sporządzony poza Stanami Zjednoczonymi przez Erste Securities Polska S.A., spółkę zależną od Erste Group Bank AG (razem ze skonsolidowanymi spółkami zależnymi „Erste Group”). Erste Group nie jest zarejestrowana w Amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd jako broker-dealer w Stanach Zjednoczonych ani nie jest członkiem Urzędu Regulacji Instytucji Finansowych („FINRA”). Ponadto, niniejszy Dokument został przygotowany i zweryfikowany przez analityków zatrudnionych przez Erste Group, którzy nie są zarejestrowani ani nie posiadają kwalifikacji analityków w FINRA i nie podlegają zasadom FINRA. Niniejszy Dokument może być rozpowszechniany w Stanach Zjednoczonych wyłącznie wśród „Dużych Amerykańskich Inwestorów Instytucjonalnych” (zgodnie z definicją zawartą w zasadzie 15a-6 Amerykańskiej Ustawy o Giełdach Papierów Wartościowych z 1934 r. i pismach o niepodejmowaniu działań na jej podstawie). Zlecenia dotyczące kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego Dokumentu mogą być przekazywane przez Erste Group wyłącznie do Baader Helvea Inc. w charakterze depozytariusza.

Oświadczenie odpowiedzialnego analityka (odpowiedzialnych analityków): Analitycy wymienieni w niniejszym raporcie zaświadcza, że: (1) poglądy wyrażone w niniejszym Dokumencie dokładnie odzwierciedlają ich osobiste poglądy na temat jakiegokolwiek lub wszystkich przedmiotowych instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym Dokumencie, (2) żadna część ich wynagrodzenia nie była, nie jest ani nie będzie, bezpośrednio lub pośrednio, związana z konkretną rekomendacją lub poglądami wyrażonymi w niniejszym Dokumencie.

Jeśli jedna z klauzul przewidzianych w niniejszym wyłączeniu odpowiedzialności zostanie uznana za niezgodną z prawem, niemożliwą do zastosowania lub niewykonalną, klauzula ta musi być traktowana oddzielnie od innych klauzul przewidzianych w niniejszym wyłączeniu odpowiedzialności w najszerszym możliwym zakresie. W każdym przypadku niedozwolona, niemożliwa do zastosowania lub niewykonalna klauzula nie wpływa na legalność, stosowalność lub wykonalność innych klauzul.

Ważne informacje

NINIEJSZY DOKUMENT NIE MOŻE BYĆ WWOŻONY DO STANÓW ZJEDNOCZONYCH AMERYKI, KANADY, SZWAJCARII, AUSTRALII, KOREI LUB JAPONII, PRZEKAZYWANY JAKIEJKOLWIEK OSOBE BĘDĄCEJ OBYWATELEM TYCH PAŃSTW ANI WYSYŁANY LUB ROZPOWSZECHNIANY W JAKICHKOLWIEK MEDIACH W KTÓRYMKOLWIEK Z TYCH PAŃSTW.

Wszystkie rekomendacje udzielane przez dział analiz inwestycyjnych Erste Group są niezależne, obiektywne i opierają się na najnowszych publicznie dostępnych informacjach dotyczących spółek, branży i innych ogólnych informacjach, które Erste Group uznaje za wiarygodne; jednakże Erste Group nie oświadcza ani nie przyjmuje żadnej odpowiedzialności za kompletność lub dokładność takich informacji lub rekomendacji. Erste Group dokłada wszelkich starań, aby uniknąć błędów i/lub nieprawidłowości. Na rating i/lub cenę docelową nie ma wpływu ani spółka objęta badaniem, ani inne wewnętrzne działy Erste Group. Każde badanie sporządzone przez analityka jest weryfikowane przez pracownika wyższego szczebla z działu analiz lub uzgadniane z starszym analitykiem wyższego szczebla/jego zastępcą (zasada 4 oczu). Erste Group wdrożyła obszerne ramy zgodności dotyczące osobistych transakcji analityków (patrz "Konflikty interesów"). Analitycy nie mogą angażować się w jakąkolwiek odpłatną działalność związaną ze spółkami objętymi pokryciem analitycznym, chyba że zostało to odpowiednio ujawnione. Żadna część ich wynagrodzenia nie była, nie jest ani nie będzie bezpośrednio lub pośrednio związana z konkretnymi rekomendacjami lub poglądami wyrażonymi przez nich w niniejszym Dokumencie. Erste Group może angażować się w transakcje instrumentami finansowymi, zawierającymi na rachunek własny lub w inny sposób, które są sprzeczne z poglądami przyjętym w niniejszym raporcie analitycznym. Ponadto inne osoby w ramach Erste Group, w tym stratedzy i pracownicy działu sprzedaży, mogą wyrażać poglądy niezgodne z poglądami zawartymi w niniejszym raporcie analitycznym.

Konflikt interesów

Erste Group Bank AG zapewnia za pomocą wewnętrznych polityk, że konflikty interesów są zarządzane w sposób uczciwy i rozsądny. Polityka "Zarządzanie konfliktem interesów w związku z badaniami inwestycyjnymi" jest dostępna pod poniższym linkiem:

https://www.erstegroup.com/legal/Managing_Conflicts_of_Interest_-_Umgang_mit_IK.pdf

Ujawnienia potencjalnych konfliktów interesów dotyczących Erste Group Bank AG i spółek powiązanych, a także odpowiednich pracowników i przedstawicieli w odniesieniu do emitenta (emitentów) lub instrumentów finansowych są aktualizowane codziennie. Przegląd konfliktów interesów dla wszystkich spółek analizowanych przez Erste Group Research znajduje się pod poniższym linkiem:

[Disclosure | Erste Group Bank AG.](#)

Dystrybucja wszystkich rekomendacji oraz dystrybucja rekomendacji, w odniesieniu do których świadczone były usługi inwestycyjne, jest dostępna pod poniższym linkiem:

https://www.erstegroup.com/legal/Recommendations_Distribution.pdf

Wszystkie ujawnienia konfliktów interesów, mające zastosowanie do niniejszej publikacji, obowiązują w takim samym zakresie dla Erste Group Bank AG i Erste Securities Polska S.A.

Definicje ocen Erste Group

Kup	> +20% od ceny docelowej
Akumuluj	+10% < cena docelowa < +20%
Trzymaj	0% < cena docelowa < +10%
Redukuj	-10% < cena docelowa < 0%
Sprzedaj	< -10% od ceny docelowej

Nasze ceny docelowe są ustalane poprzez ustalenie wartości godziwej akcji, z uwzględnieniem dodatkowych czynników fundamentalnych i istotnych wiadomości dla ceny akcji (takich jak: fuzje i przejęcia, przyszłe istotne transakcje na akcjach, pozytywny / negatywny sentyment dla sektora/akcji, inne wiadomości) i odniesienie do przyszłych 12 miesięcy. Wszystkie rekomendacje należy rozumieć w odniesieniu do naszej bieżącej podstawowej wyceny akcji. Rekomendacje nie wskazują względnych zachowań kursu akcji w stosunku do benchmarku regionalnego lub sektorowego.