

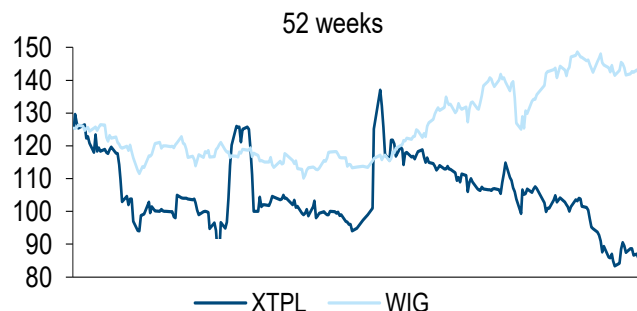
RAPORT AKTUALIZUJĄCY

XTPL

Kupuj

(mln PLN)	2024	2025P	2026P	2026P
Przychody	13.7	22.4	57.3	81.6
EBITDA	-17.2	-13.6	7.5	20.2
EBIT	-21.7	-18.2	2.7	15.3
Zysk netto dla jedn. dominującej	-22.1	-18.2	2.1	11.9
Zysk na akcję (PLN)	-8.33	-6.88	0.80	4.50
Zysk gotówkowy na akcję (PLN)	-6.62	-5.12	2.61	6.37
Wartość księgowa na akcję (PLN)	15.30	8.42	9.22	13.73
Dywidenda na akcję (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA (x)	-19.3	-16.3	30.0	10.7
P/E (x)	nm	nm	106.6	18.9
P/CE (x)	-20.1	-16.6	32.6	13.3
Stopa dywidendy	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Cena akcji (PLN) na zamknięciu w dniu 25.06.2025	85.00
Liczba akcji (mln)	2.6
Wartość rynkowa (mln PLN)	225
Wartość przedsiębiorstwa (mln PLN)	222



Zmiana kursu	12M	6M	3M	1M
w PLN	-32.2%	-10.4%	-19.4%	-10.3%

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	89.00	Strona internetowa:	www.xtpl.com.pl

Analyst:

Piotr Bogusz

+48 22 257 5755

Piotr.Bogusz@erstegroup.com

Wolniejsze tempo komercjalizacji technologii

Obniżamy naszą rekomendację z Kupuj do Trzymaj oraz obniżamy cenę docelową do 89 PLN. Obniżamy naszą cenę docelową ze względu na przyjęcie bardziej konserwatywnych założeń odnośnie sprzedaży w latach 2025-27 (głównie zmniejszenie szacunków sprzedaży dla urządzeń DPS i obniżenie szacunków dotyczących wpływów ze spodziewanych wdrożeń przemysłowych) oraz uwzględnienie wyższych kosztów operacyjnych.

Obniżenie prognoz dla 2025 rok. XTPL sprzedało 12 urządzeń DPS w 2024 roku, co było wolniejszym tempem niż nasza prognoza. Początek 2025 roku nie przyniósł poprawy w zakresie sprzedaży urządzeń DPS. Zarząd spółki wskazuje, że sprzedaż tych urządzeń powinna być wyższa r/r w 2025 roku, co częściowo powinno wynikać z zainteresowania ze strony klientów. Biorąc pod uwagę relatywnie niski wolumen sprzedaży tych urządzeń YTD, obniżamy nasze szacunki do 16 sztuk w 2025 roku (vs. 17 sztuk zakładane wcześniej).

Pierwsze wdrożenie przemysłowe jest dużym krokiem naprzód jeśli chodzi o komercjalizację oferowanej technologii oraz stanowi pewną referencję dla potencjalnych kolejnych zainteresowanych podmiotów. Niemniej, biorąc pod uwagę skalę pierwszego zamówienia (6 sztuk) obniżamy nasze zbyt optymistyczne założenia dotyczące sprzedaży do 13 modułów w 2025 roku oraz skłania nas do przyjęcia bardziej konserwatywnych założeń na kolejne lata.

Ambitne cele w strategii na 2026 rok. Biorąc pod uwagę wolniejszą od oczekiwań komercjalizację technologii oraz wyższe niż oczekiwane koszty, obniżamy nasze prognozy na 2025 rok i kolejne lata. W roku 2026 nasze prognozy implikują niższe przychody niż 100 mln PLN wyznaczone przez spółkę w strategii.

Czynniki ryzyka

1. **Ryzyko związane z finansowaniem bieżącej działalności.** Mając na celu realizację celów na 2026 rok wyznaczonych w ramach przyjętej strategii, XTPL dokonało wielu inwestycji mających na celu przygotowanie spółki do wzrostu skali działalności. Ma to bezpośrednie przełożenie na znacznie wyższy poziom kosztów operacyjnych XTPL. Powyższe ryzyko się zmaterializowało, a spółka pozyskała dodatkowe środki do kontynuacji działalności z emisji akcji. Jednocześnie zaznaczamy, że skalowanie działalności mające na celu przyspieszenie komercjalizacji oferowanej technologii przekłada się na istotne zwiększenie bazy kosztowej, co przy relatywnie niskich przychodach przekłada się na szybkie tempo konsumpcji środków pieniężnych. Bez znaczącego przyspieszenia wzrostu przychodów, widzimy potencjalne ryzyko ponownego wykorzystania przez spółkę zewnętrznych źródeł finansowania.
2. **Niepowodzenie w projektach wdrożenia przemysłowego technologii UPD** (ang. Ultra Precise Deposition) lub znacznie mniejsza liczba wdrożeń przemysłowych niż zakładane istotnie 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.
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.
4. **Ryzyko związane z otoczeniem makroekonomicznym.** XTPL planuje rozpocząć 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. 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.
6. **Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym.** XTPL działa na dynamicznie rosnącym rynku nowoczesnych technologii. Na rynku tym działalność prowadzi szereg podmiotów dysponujących znacznie większym doświadczeniem oraz zasobami kapitałowymi niż XTPL. Ze względu na dużą dynamikę rynku istnieje ryzyko pojawienia się nowego podmiotu, którego oferta będzie bardziej innowacyjna niż oferta XTPL. Obecnie, XTPL nie są znane rozwiązania, które pod względem technicznym oferowałyby lepsze parametry ultraprecyzyjnego druku nanomateriałów.

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 89 PLN za akcję, 5% powyżej obecnej wyceny rynkowej, co implikuje rekomendację trzymaj.

	Waga	Cena
Wycena porównawcza	0%	70.7
Wycena DCF	100%	89.0
12M cena docelowa na akcję (PLN)		89.0

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 lata 2026-27, ponieważ w 2025 roku zgodnie z naszymi prognozami spółka odnotuje stratę na poziomie EBITDA/zysku netto.

	Mcap (mln USD)	2025P	P/E 2026P	2027P	2025P	EV/EBITDA 2026P	2027P
KLA Corporation	113 236	26.3	25.7	23.1	20.8	20.3	18.4
ASML Holding	307 078	28.7	25.0	20.7	22.0	19.0	16.1
Lam Research	117 180	22.8	22.7	19.3	18.6	18.3	16.1
ASM International	30 333	34.9	28.5	22.8	21.5	17.7	14.5
Applied Materials	137 998	18.1	17.0	15.4	14.9	13.7	12.5
Entegris	11 502	26.3	20.3	16.7	16.2	13.6	11.7
Axcelis Technologies	2 138	20.5	18.1	n.a	14.4	12.1	n.a
Amkor Technology	5 005	19.0	13.5	12.0	4.7	4.1	n.a
Tokyo Electron Limited	79 829	21.2	20.5	17.6	14.7	14.1	12.0
Median: Total		22.8	20.5	18.5	16.2	14.1	14.5
Implikowana wartość na akcję		-157.0	16.4	83.1	-81.3	40.0	113.9
Waga		0%	25%	25%	0%	25%	25%
Premia/dyskonto		0%					
Wartość firmy na akcję (PLN)		63.4					
12m wartość firmy na akcję (PLN)		70.7					

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 2024 roku.
- 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%
Efektyw na 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	63.6%	155.8%	42.2%	28.9%	24.0%	2.5%
EBIT	-18.2	2.7	15.3	24.2	30.8	30.2
marża EBIT	-81.3%	4.7%	18.8%	23.1%	23.6%	22.6%
Stopa podatkowa	-0.5%	0.0%	10.0%	22.0%	22.0%	22.0%
Opodatkowanie EBIT	-0.1	0.0	-1.5	-5.3	-6.8	-6.6
NOPLAT	-18.3	2.7	13.8	18.9	24.0	23.6
+ Amortyzacja	4.7	4.8	4.9	5.1	5.2	3.6
CAPEX / Amortyzacja	66.8%	70.3%	71.5%	70.5%	69.4%	100.0%
Zmiana w kapitale obrotowym	-0.5	-7.2	-5.0	-4.9	-5.2	-0.5
Zmiana w kapitale obrotowym / zmiana sprzedaży	-5.6%	-20.7%	-20.7%	-20.7%	-20.7%	-14.5%
- CAPEX	-3.1	-3.4	-3.5	-3.6	-3.6	-3.6
FCFF	-17.2	-3.1	10.2	15.5	20.4	23.1
Wzrost FCFF po okresie prognozy						2.5%
Wartość rezydualna (TV)						263.1
Zdyskontowana wartość rezydualna	-15.5	-2.5	7.3	10.0	11.8	152.6
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	179.4					
Udziały mniejszości	0.0					
Aktywa nieoperacyjne	0.0					
Dług netto	-20.8					
Inne	0.0					
Wartość firmy	200.2					
Liczba akcji (mln)	2.6					
Koszt kapitału	11.5%					
12M cena docelowa na akcję (PLN)	89.0					
Bieżąca cena akcji (PLN)	85.0					
Potencjał wzrostu / spadku	4.7%					



Źródło: Erste Group Research

		marża EBIT				
		16.6%	19.6%	22.6%	25.6%	28.6%
W A C C	10.5%	80.0	91.0	101.0	112.0	123.0
	11.0%	75.0	85.0	95.0	105.0	115.0
	11.5%	71.0	80.0	89.0	98.0	107.0
	12.0%	67.0	75.0	84.0	92.0	101.0
	12.5%	63.0	71.0	79.0	87.0	95.0
		Wzrost FCFF po okresie prognozy				
		1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
W A C C	10.5%	92.0	96.0	101.0	107.0	114.0
	11.0%	86.0	90.0	95.0	100.0	105.0
	11.5%	82.0	85.0	89.0	93.0	98.0
	12.0%	77.0	80.0	84.0	88.0	92.0
	12.5%	73.0	76.0	79.0	82.0	86.0

Pierwsze wdrożenie przemysłowe

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 klientów. Może się również to przełożyć na większe zainteresowanie technologią w przyszłości oraz potencjalne skrócenie czasu potrzebnego na wdrożenie przemysłowe wśród innych klientów.

Z drugiej strony pierwsze zamówienie oraz cena jednostkowa modułu są niższe niż pierwotnie zakładaliśmy. Również tempo postępu w drugim wdrożeniu przemysłowym jest wolniejsze niż pierwotnie zakładaliśmy, co uwiadcza ryzyko związane z wdrożeniami polegające na wolniejszym niż postępie po stronie klienta. Mając powyższe na uwadze, uważamy że spółka będzie potrzebowała więcej czasu na kolejne wdrożenia niż pierwotnie zakładaliśmy. Naszym zdaniem realnym terminem na kolejne wdrożenie przemysłowe może być 2026 rok. Przy takich założeniach trudno będzie zakładać zrealizowanie celu strategicznego zakładającego wypracowanie PLN 100mn przychodów w 2026 roku.

Relatywnie słaba sprzedaż urządzeń DPS w 1H'25

Zgodnie z informacjami przekazanymi przez spółkę, zakontraktowano sprzedaż 4 urządzeń DPS w 1H'25. Nie do końca widoczny jest efekt przenoszenia części zamówień z końcówki 2024 roku. Zgodnie z oczekiwaniami zarządu, spółka powinna sprzedać więcej urządzeń DPS y/y w 2025 roku. Częściowo w osiągnięciu tego celu powinno pomóc otwarcie w 2024 roku oddziału w Bostonie. Biorąc pod uwagę dotychczasowe tempo składania zamówień, przyjmujemy bardziej konserwatywne założenia dotyczące ilości sprzedanych DPS i zakładamy sprzedaż 16 urządzeń (vs. sprzedaż 17 urządzeń zakładana wcześniej).

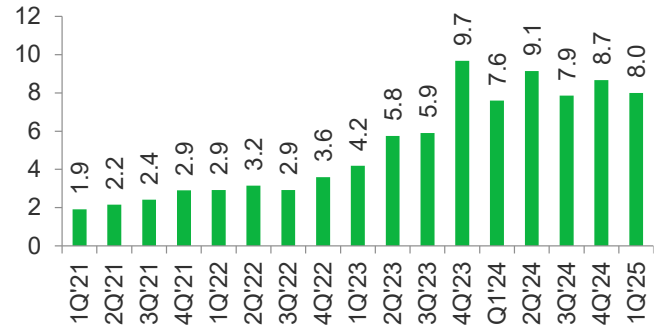
Utrzymująca się wysoka baza kosztowa

W ostatnich kwartałach istotnie wzrosła baza kosztowa, co jest pochodną m.in. zwiększenia zatrudnienia w poszczególnych działach oraz otworzenia oddziału demonstracyjno-sprzedażowego w Bostonie. Baza kosztowa liczona jako koszty B&R, koszty ogólnego zarządu oraz nakłady na prace rozwojowe utrzymuje się na relatywnie wysokim poziomie od Q4'23. W ostatnich kwartałach widoczne jest przesunięcie części kosztów z nakładów na prace rozwojowe (kapitalizowane) na koszty badań i rozwoju (rozpoznawane w RZiS). W efekcie obciążenie kosztami bieżącego wyniku wzrosło w ostatnich kwartałach. Nie wykluczamy, że plany otwarcia oddziałów demonstracyjno-sprzedażowych w kolejnych lokalizacjach mogą wpłynąć na zwiększenie się bazy kosztowej w przyszłości.

Poszczególne kategorie kosztów w ujęciu kwartalnym



Łączne koszty w ujęciu kwartalnym (Koszty R&D, G&A oraz wydatki na prace rozwojowe)



Źródło: Spółka, Erste Group Research

Prognozy finansowe

Obniżamy nasze szacunki dotyczące sprzedaży urządzeń DPS, DPS+ oraz modułów przemysłowych w latach 2025 i 2026. W przypadku urządzeń DPS zakładamy mniejszą sprzedaż ze względu na relatywnie mało zamówień w 1H'26, natomiast dla DPS+ przesuwamy oczekiwaną sprzedaż pierwszych urządzeń na 2026 rok. 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 2026 roku zakładamy sprzedaż niższą niż 100 mln PLN wyznaczone w celach strategicznych spółki. Uwzględniamy wyższy poziom bazy kosztowej (głównie koszty G&A) w okresie prognozy, co przekłada się na obniżenie zakładanej rentowności biznesu.

	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	15.5	13.7	22.4	57.3	81.6
<i>zmiana r/r (%)</i>	21%	-11%	64%	156%	42%
Badania i rozwój	2.2	0.7	2.5	2.6	2.6
Delta Printing System	10.6	9.5	13.1	17.0	22.1
Delta Printing System Plus			0.0	13.9	17.9
Moduły przemysłowe	0.0	1.2	4.0	15.3	26.0
High Performance Materials	0.6	0.9	2.3	8.0	12.4
Dotacje	2.1	1.4	0.5	0.6	0.6
Koszt własny sprzedaży	8.4	18.4	21.2	33.3	43.3
Badania i rozwój	5.0	11.7	12.3	12.9	13.0
Koszt własny sprzedanych produktów	3.4	6.7	8.9	20.4	30.3
Zysk brutto na sprzedaży	7.0	-4.7	1.3	24.1	38.3
<i>marża (%)</i>	45.5%	-34.1%	5.6%	42.0%	46.9%
Koszty ogólnego zarządu	11.9	17.0	19.5	21.4	23.0
EBIT	-4.8	-21.7	-18.2	2.7	15.3
<i>marża (%)</i>	-31%	-158%	-81%	5%	19%
EBITDA	-3.0	-17.2	-13.6	7.5	20.2
<i>marża (%)</i>	-19%	-125%	-60%	13%	25%
Saldo na działalność finansową	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	-4.8	-22.1	-18.2	2.7	15.3
Podatek dochodowy	0.0	0.0	0.0	0.6	3.4
Zysk (strata) netto	-4.9	-22.1	-18.2	2.1	11.9
<i>marża (%)</i>	-31.3%	-161.1%	-81.3%	3.7%	14.6%
Zakładana zafakturowana sprzedaż urządzeń DPS (szt.)	13	12	16	19	24
<i>zmiana r/r (%)</i>	333%	-8%	33%	19%	26%
Zakładana cena urządzenia DPS (mln EUR)	0.180	0.183	0.193	0.210	0.216
<i>zmiana r/r (%)</i>	-15%	2%	5%	9%	3%
Zakładana zafakturowana sprzedaż urządzeń DPS PLUS (szt.)				12	15
<i>zmiana r/r (%)</i>					25%
Zakładana cena modułów przemysłowych (mln EUR)			0.27	0.27	0.28
<i>zmiana r/r (%)</i>				1%	3%
Zakładana sprzedaż modułów przemysłowych (szt.)		3	13	43	73
<i>zmiana r/r (%)</i>			333%	231%	70%
Zakładana cena modułów przemysłowych (mln EUR)		0.09	0.07	0.08	0.08
<i>zmiana r/r (%)</i>			-20%	15%	0%
Liczba zamówień HPM	85	107	203	673	994
<i>zmiana r/r (%)</i>	123%	26%	89%	232%	48%
Zakładana średnia wartość zamówienia	6.77	8.72	11.34	11.90	12.44
<i>zmiana r/r (%)</i>	-32%	29%	30%	5%	4%

Źródło: Spółka, Erste Group Research

Zmiana naszych prognoz

(mIn PLN)	2025P			2026P			2027P		
	Nowe	Stare	różnica	Nowe	Stare	różnica	Nowe	Stare	różnica
Przychody	22.4	36.5	-38.5%	57.3	101.0	-43.2%	81.6	135.0	-39.6%
Skor. EBITDA	-13.6	1.1		7.5	23.8		20.2	35.0	-42.1%
EBIT	-18.2	-1.9		2.7	20.7		15.3	31.7	-51.8%
Zysk netto	-18.2	-1.9		2.1	20.7		11.9	31.7	-62.4%
Marża skor. EBITDA	-0.7%	0.1%		13%	24%		24.8%	25.9%	
Marża EBIT	-0.9%	-0.1%		5%	20%		18.8%	23.5%	
Marża netto	-0.9%	-0.1%		4%	20%		14.6%	23.5%	

Źródło: Erste Group Research

Skonsolidowane sprawozdanie z wyniku	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
PLN mm	2022-12-30	2023-12-31	2024-12-30	2025-12-30	2026-12-30	2027-12-30
Przychody ze sprzedaży	12.82	15.48	13.70	22.42	57.35	81.56
Koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów	6.83	8.43	18.38	21.16	33.27	43.31
Zysk brutto ze sprzedaży	5.99	7.05	-4.67	1.26	24.07	38.26
Koszty sprzedaży i administracyjne	7.78	11.86	17.01	19.48	21.36	22.96
Pozostałe przychody z uwzględnieniem rewaluacji	0.00	0.01	0.12	0.00	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	-13.56	7.51	20.25
Amortyzacja	1.00	1.84	4.53	4.66	4.80	4.94
Zysk operacyjny - EBIT	-1.80	-4.84	-21.71	-18.22	2.71	15.30
Przychody i koszty finansowe	-0.32	0.01	-0.35	0.00	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	-18.22	2.71	15.30
Podatek dochodowy	0.02	0.02	0.01	0.01	0.60	3.37
Wynik na działalności niekontynuowanej	-2.14	-4.85	-22.07	-18.23	2.11	11.94
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	-18.23	2.11	11.94
Skonsolidowany bilans	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
PLN mm						
Rzeczowe aktywa trwałe z uwzględnieniem nieruchomości inwestycyjnych	4.30	5.07	11.08	7.75	4.54	1.34
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	22.12	20.70	19.29
Zapasy	0.95	1.83	4.42	3.54	9.05	12.87
Należności	0.79	1.20	2.87	3.16	8.09	11.51
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	10.52	6.82	15.14
Razem aktywa obrotowe	9.73	33.29	36.76	19.00	25.74	41.30
RAZEM AKTYWA	17.51	47.94	60.43	41.12	46.44	60.59
Kapitał własny przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej	3.98	33.59	40.55	22.32	24.44	36.37
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	2.05	5.25	7.47
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	5.31	3.44	5.25	5.25	5.25	5.25
Razem zobowiązania krótkoterminowe	7.09	9.38	9.53	8.46	11.66	13.88
RAZEM ZOBOWIĄZANIA I KAPITAŁ WŁASNY	17.51	47.94	60.43	41.12	46.44	60.59
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	-14.06	-0.32	11.86
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	0.00	0.00	0.00
ZMIANA STANU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH	1.46	21.24	0.41	-17.17	-3.70	8.33
Marże i wskaźniki	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Wzrost przychodów rdr	172.6%	20.7%	-11.4%	63.6%	155.8%	42.2%
Marża brutto na sprzedaży	46.7%	45.5%	-34.1%	5.6%	42.0%	46.9%
Marża EBITDA	-6.2%	-19.4%	-125.4%	-60.5%	13.1%	24.8%
Marża EBIT	-14.1%	-31.3%	-158.4%	-81.3%	4.7%	18.8%
Marża zysku netto	-16.7%	-31.3%	-161.0%	-81.3%	3.7%	14.6%
ROE	-47.7%	-2.4%	-7.7%	22.0%	22.0%	22.0%
ROA	-12.2%	-10.1%	-36.5%	-44.3%	4.6%	19.7%
Wskaźnik kapitału własnego	23%	73%	77%	78%	78%	78%
Dług netto	-2.10	-23.13	-20.81	-3.64	0.07	-8.26
Dług netto do aktywów ogółem	-0.12	-0.48	-0.34	-0.09	0.00	-0.14
Dług netto do kapitałów własnych	-0.53	-0.69	-0.51	-0.16	0.00	-0.23

Źródło: dane Spółki, Erste Group Research

Group Research

Head of Group Research Friedrich Mostböck, CEFA®, CESGA®	+43 (0)5 0100 11902	Pavel Krabicka Martin Havlan	+420 224 995 411 +420 224 995 551
CEE Macro/Fixed Income Research Head: Juraj Kotian (Macro/FI) Katarzyna Rzentarzewska (Fixed income) Jakub Cery (Fixed income)	+43 (0)5 0100 17357 +43 (0)5 0100 17356 +43 (0)5 0100 17384	Institutional Equity Sales Hungary Levente Nándori Balázs Zánkay Krisztián Kandik	+361 235 5141 +361 235 5156 +361 235 5140
Croatia/Serbia Alen Kovac (Head) Mate Jelić Ivana Rogic	+385 72 37 1383 +385 72 37 1443 +385 72 37 2419	Institutional Equity Sales Poland Jacek Jakub Langer (Head) Tomasz Galanciak Wojciech Wysocki Przemysław Nowosad	+48 22 257 5711 +48 22 257 5715 +48 22 257 5714 +48 22 257 5712
Czech Republic David Navrátil (Head) Jiri Polansky Michal Skorepa	+420 956 765 439 +420 956 765 192 +420 956 765 172	Institutional Equity Sales Romania Adrian Barbu	+40 7305 18635
Hungary Orsolya Nyeste János Nagy	+361 268 4428 +361 272 5115	Group Markets Retail and Agency Business Head: Martin Langer	+43 (0)5 0100 11313
Romania Ciprian Dascalu (Head) Eugen Sinca Vlad Nicolae Ionita	+40 3735 10108 +40 3735 10435 +40 7867 15618	Markets Retail Sales AT Head: Markus Kaller	+43 (0)5 0100 84239
Slovakia Maria Valachyova (Head) Matej Hornak Marian Kocis	+421 2 4862 4185 +421 902 213 591 +421 904 677 274	Group Markets Execution Head: Kurt Gerhold	+43 (0)5 0100 84232
Major Markets & Credit Research Head: Rainer Singer Ralf Burchert, CEFA®, CESGA® (Sub-Sovereigns & Agencies) Hans Engel (Global Equities) Maurice Jiszda, CEFA®, CFDS® (USA, CHF) Peter Kaufmann, CFA® (Corporate Bonds) Heiko Langer (Financials & Covered Bonds) Stephan Lingnau (Global Equities) Maximilian Möstl (Credit Analyst Austria) Carmen Riefler-Kowarsch (Financials & Covered Bonds) Bernadett Povaszai-Römhild, CEFA®, CESGA® (Corporate Bonds) Elena Stelov, CIAA® (Corporate Bonds) Gerald Walek, CFA® (Eurozone)	+43 (0)5 0100 17331 +43 (0)5 0100 16314 +43 (0)5 0100 19835 +43 (0)5 0100 19630 +43 (0)5 0100 11183 +43 (0)5 0100 85509 +43 (0)5 0100 16574 +43 (0)5 0100 17211 +43 (0)5 0100 19632 +43 (0)5 0100 17203 +43 (0)5 0100 19641 +43 (0)5 0100 16360	Retail & Sparkassen Sales Head: Uwe Kolar	+43 (0)5 0100 83214
CEE Equity Research Head: Henning Eßkuchen, CESGA® Daniel Lion, CIAA® (Technology, Ind. Goods&Services) Michael Marschallinger, CFA® Nora Varga-Nagy, CFA® (Telecom) Christoph Schultes, MBA, CIAA® (Real Estate) Thomas Unger, CFA® (Banks, Insurance) Vladimira Urbankova, MBA (Pharma) Martina Valenta, MBA	+43 (0)5 0100 19634 +43 (0)5 0100 17420 +43 (0)5 0100 17906 +43 (0)5 0100 17416 +43 (0)5 0100 11523 +43 (0)5 0100 17344 +43 (0)5 0100 17343 +43 (0)5 0100 11913	Markets Corporate Sales AT Head: Martina Kranzl-Carvell	+43 (0)5 0100 84147
Croatia/Serbia Mladen Dodig (Head) Boris Pevalek, CFA® Marko Plastic Bruno Barbic, CFA® Davor Spoljar, CFA® Magdalena Basic	+381 11 22 09178 +385 99 237 2201 +385 99 237 5191 +385 99 237 1041 +385 72 37 2825 +385 99 237 1407	Group Securities Markets Head: Thomas Einramhof	+43 (0)50100 84432
Czech Republic Petr Bartek (Head, Utilities) Jan Bystrický	+420 956 765 227 +420 956 765 218	Institutional Distribution Core Head: Jürgen Niemeier	+49 (0)30 8105800 5503
Hungary József Miró (Head) András Nagy Tamás Pletser, CFA® (Oil & Gas)	+361 235 5131 +361 235 5132 +361 235 5135	Institutional Distribution DACH+ Head: Marc Frieberthshäuser Bernad Bollhof Andreas Goll Mathias Gindele Ulrich Inhofner Sven Kienzle Rene Klasen Popovic Danijel Christopher Lampe-Traupe Michael Schmotz Christoph Ungerböck Klaus Vosseler	+49 (0)711 810400 5540 +49 (0)30 8105800 5525 +49 (0)711 810400 5561 +49 (0)711 810400 5562 +43 (0)5 0100 85544 +49 (0)711 810400 5541 +49 (0)30 8105800 5521 +43 (0)5 0100 85545 +49 (0)30 8105800 5523 +43 (0)5 0100 85542 +43 (0)5 0100 85558 +49 (0)711 810400 5560
Poland Cezary Bernatek (Head) Piotr Bogusz Łukasz Jańczak Jakub Szkopek Krzysztof Tkocz	+48 22 257 5751 +48 22 257 5755 +48 22 257 5754 +48 22 257 5753 +48 22 257 5752	Slovakia Šarlota Šipulová Monika Směliková	+421 2 4862 5619 +421 2 4862 5629
Romania Caius Rapanu	+40 3735 10441	Institutional Distribution CEE & Insti AM CZ Head: Antun Burić Jaromir Malak	+385 (0)7237 2439 +43 (0)5 0100 84254
Czech Republic Petr Bartek (Head, Utilities) Jan Bystrický	+420 956 765 227 +420 956 765 218	Czech Republic Head: Ondřej Čech Milan Bartoš Jan Porvich Pavel Zdichynec	+420 2 2499 5577 +420 2 2499 5562 +420 2 2499 5566 +420 2 2499 5590
Hungary József Miró (Head) András Nagy Tamás Pletser, CFA® (Oil & Gas)	+361 235 5131 +361 235 5132 +361 235 5135	Croatia Head: Antun Burić Zvonimir Tukač Ana Tunjić Natalija Zujic	+385 (0)7237 2439 +385 (0)7237 1787 +385 (0)7237 2225 +385 (0)7237 1638
Poland Cezary Bernatek (Head) Piotr Bogusz Łukasz Jańczak Jakub Szkopek Krzysztof Tkocz	+48 22 257 5751 +48 22 257 5755 +48 22 257 5754 +48 22 257 5753 +48 22 257 5752	Hungary Head: Peter Csizmadia Gábor Bálint Balázs Papay Gergő Szabo	+36 1 237 8211 +36 1 237 8205 +36 1 237 8213 +36 1 237 8209
Romania Caius Rapanu	+40 3735 10441	Romania Catalin Marius Budur	+40 786 715650
Group Institutional Equity Sales Head: Michal Rizek	+420 224 995 537	Institutional Asset Management Czech Republic Head: Petr Holeček Petra Maděrová Martin Peřina David Petráček Blanca Weinerová Petr Valenta	+420 956 765 453 +420 956 765 178 +420 956 765 106 +420 956 765 809 +420 956 765 317 +420 956 765 140
Institutional Equity Sales Austria Werner Fuerst Viktoria Kubalcova Thomas Schneidhofer Oliver Schuster	+43 (0)5 0100 83121 +43 (0)5 0100 83124 +43 (0)5 0100 83120 +43 (0)5 0100 83119	Group Fixed Income Securities Markets Head: Goran Hobljaj	+43 (0)50100 84403
Institutional Equity Sales Croatia Matija Tkalicanac	+385 72 37 21 14	FISM Flow Head: Goran Hobljaj Margit Hraschek Bernd Thaler Ciprian Mitu Christian Kienesberger Zsuzsanna Toth	+43 (0)5 0100 84403 +43 (0)5 0100 84117 +43 (0)5 0100 84119 +43 (0)5 0100 85612 +43 (0)5 0100 84323 +36-1-237 8209
Institutional Equity Sales Czech Republic Head: Michal Rizek Jakub Brukner	+420 224 995 537 +420 731 423 294	Poland Pawel Kielek Michal Jarmakowicz	+48 22 538 6223 +43 50100 85611

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):

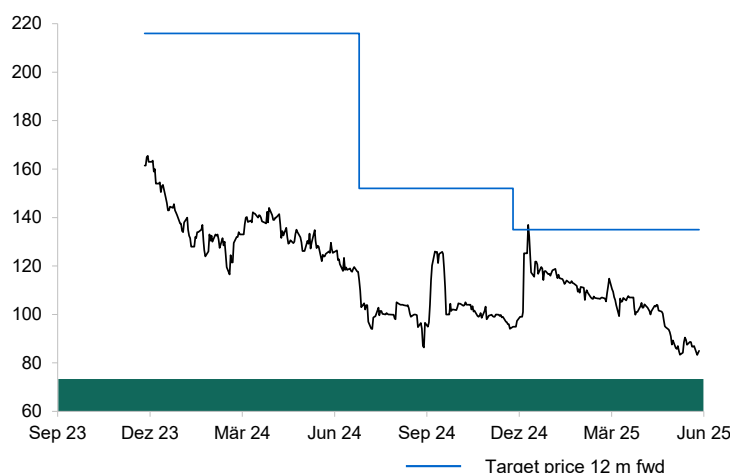
Company	ISIN	1 EGB/affiliates holdings exceed 5% of the share capital of issuer or vice versa	2 market maker or liquidity provider for issuer/instrumen ts	3 agreement for the provision of services of investment firms over the previous 12 months	4a Agreement with the covered company about the production 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.
June 26 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
26. Jun 25	Hold	85.00	89.00	
23. Dec 24	Buy	94.90	135.00	
24. Jul 24	Buy	114.20	152.00	
31. Aug 23	Buy	174.00	216.00	

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 jakiejkolwiek 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 Dokumencie mają charakter ogólny. Niniejszy Dokument nie ma na celu zapewnienia kompleksowego przeglądu jakiejkolwiek 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 wskazań 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. Dołożono wszelkich starań, aby wszystkie istotne źródła informacji były jasno i wyraźnie wskazane. Chociaż dołożono 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 wyraźnej 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, członków 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 jakichkolwiek 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 zaświadczaają, że: (1) poglądy wyrażone w niniejszym Dokumencie dokładnie odzwierciedlają ich osobiste poglądy na temat jakichkolwiek 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 OSOBIE BĘDĄCEJ OBYWATELEM TYCH PAŃSTW ANI WYSYŁANY LUB ROZPOWSZECHNIANY W JAKICHKOLWIEK MEDIACH W KTÓRYMKOLWIEK Z TYCH PAŃSTW.

Ogólne informacje

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, zawieranymi 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.