

RAPORT AKTUALIZUJĄCY

XTPL

Trzymaj

| (mln PLN) | 2025 | 2026P | 2027P | 2028P |
|--|-------|-------|-------|-------|
| Przychody | 15.6 | 19.6 | 53.5 | 91.1 |
| EBITDA | -16.3 | -11.1 | 4.4 | 18.7 |
| EBIT | -22.3 | -17.2 | -1.9 | 12.2 |
| Zysk netto dla jedn. dominującej | -23.3 | -18.4 | -3.2 | 8.6 |
| Zysk na akcję (PLN) | -8.80 | -6.95 | -1.19 | 3.23 |
| Zysk gotówkowy na akcję (PLN) | -6.56 | -4.63 | 1.19 | 5.69 |
| Wartość księgowa na akcję (PLN) | 7.32 | 6.62 | 5.55 | 8.45 |
| Dywidenda na akcję (PLN) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| EV/EBITDA (x) | -12.4 | -16.2 | 42.3 | 9.6 |
| P/E (x) | nm | nm | nm | 18.1 |
| P/CE (x) | -11.1 | -12.6 | 49.2 | 10.3 |
| Stopa dywidendy | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| Cena akcji (PLN) na zamknięciu w dniu 18.05.2026 | | | | 58.50 |
| Liczba akcji (mln) | | | | 2.9 |
| Wartość rynkowa (mln PLN) | | | | 173 |
| Wartość przedsiębiorstwa (mln PLN) | | | | 179 |



| Zmiana kursu | 12M | 6M | 3M | 1M |
|--------------|--------|--------|-------|--------|
| w PLN | -42.4% | -17.1% | -5.6% | -14.8% |

| | | | |
|----------------------|--------------|--|-------|
| Reuters | XTP.WA | Akcje w wolnym obrocie | 46.3% |
| Bloomberg | XTP.PW | Akcjonariat: Deutsche Balaton Group (13.3%) | |
| Dzień dywidendy | | Filip Granek (11.2%) | |
| Cena docelowa | 64.00 | Strona internetowa: www.xtpl.com.pl | |

Analyst:

Piotr Bogusz

+48 22 257 5755

Piotr.Bogusz@erstegroup.com

Wolniejsze niż zakładane tempo komercjalizacji technologii

Podtrzymujemy naszą rekomendację Trzymaj oraz obniżamy cenę docelową do 64 PLN. Obniżamy naszą cenę docelową ze względu na obniżenie naszych prognoz odnośnie sprzedaży urządzeń w latach 2026-28 (obniżenie założeń sprzedaży dla DPS, ODRA oraz dla modułów przemysłowych). Uwzględniamy w naszych prognozach ostatnią emisję akcji, pozyskanie dotacji oraz przeprowadzoną optymalizację kosztową.

Obniżenie prognoz dla 2026 rok. Tempo zamówień urządzeń DPS w końcu 2025 roku oraz od początku 2026 roku jest poniżej naszych założeń. Obniżamy również nasze prognozy sprzedaży dla urządzeń ODRA biorąc pod uwagę dotychczas pozyskane zamówienia oraz komentarz Zarządu dotyczący okresu potrzebnego do przygotowania zamówienia. W przypadku modułów przemysłowych tempo realizacji dotychczasowego zamówienia oraz tempo pozyskiwania kolejnych zamówień jest wolniejsze niż zakładane przez nas, co skłania nas do przyjęcia bardziej konserwatywnych prognoz.

Wolniejsze tempo komercjalizacji technologii. Z jednej strony tempo pozyskiwania kolejnego zamówienia na moduły przemysłowe jest wolniejsze niż pierwotnie zakładaliśmy (spółka powinna otrzymać kolejne zamówienie w kolejnych miesiącach), a z drugiej strony postęp w prowadzonych procesach wdrożeń przemysłowych jest wolniejszy niż zakładany. Zarząd tłumaczy, że drugi czynnik wynika po części z przesunięć w harmonogramie prac nad produktami po stronie klientów. Finalnie powyższe czynniki wpływają na wolniejsze budowanie bazy przychodowej przez spółkę.

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 poprzednich okresach. W ostatnim czasie spółka przeprowadziła kolejną emisję akcji zabezpieczając środki na kolejne kwartały działalności. Jednocześnie dostosowana została baza kosztowa, spółka stara się pozyskać dotacje, dodatkowe środki od inwestora strategicznego (prowadzone są negocjacje) oraz podejmowane są działania mające na celu zwiększenie sprzedaży. Pozyskane w 2026 roku środki finansowe powinny pozwolić na kontynuowanie działalności spółki przynajmniej przez kolejny rok, a biorąc pod uwagę potencjał do wzrostu sprzedaży uważamy, że ryzyko kolejnej emisji jest raczej niskie.
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 latach 2025-26.
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 sprzedaje swoje urządzenia oraz świadczy usługi dla podmiotów 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 64 PLN za akcję, 9% powyżej obecnej wyceny rynkowej, co implikuje rekomendację trzymaj.

| | Waga | Cena |
|---|------|-------------|
| Wycena porównawcza | 0% | 138.1 |
| Wycena DCF | 100% | 64.0 |
| 12M cena docelowa na akcję (PLN) | | 64.0 |

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 2028 rok, ponieważ w latach 2026/27 zgodnie z naszymi prognozami spółka odnotuje stratę na poziomie zysku netto oraz stratę na poziomie EBITDA w 2026 roku.

| | Mcap (mln USD) | P/E | | | EV/EBITDA | | |
|---|-------------------|--------------|-------|-------|-----------|-------|-------|
| | | 2026P | 2027P | 2028P | 2026P | 2027P | 2028P |
| KLA Corporation | 236 612 | 55.8 | 48.8 | 36.0 | 42.5 | 37.9 | 28.7 |
| ASML Holding | 590 349 | 52.2 | 41.4 | 31.6 | 40.5 | 32.5 | 24.8 |
| Lam Research | 361 715 | 72.0 | 51.0 | 36.8 | 57.7 | 41.8 | 29.9 |
| ASM International | 49 010 | 57.8 | 39.1 | 31.7 | 35.5 | 27.2 | 21.6 |
| Applied Materials | 342 205 | 46.1 | 38.6 | 30.1 | 38.0 | 32.5 | 25.0 |
| Entegris | 22 160 | 53.6 | 40.3 | 31.5 | 29.0 | 25.8 | 21.3 |
| Axcelis Technologies | 4 968 | 35.9 | 42.2 | 33.3 | 31.3 | 54.4 | 31.4 |
| Amkor Technology | 18 206 | 58.4 | 34.9 | 28.8 | 16.8 | 13.8 | 11.9 |
| Tokyo Electron Limited | 152 197 | 44.3 | 42.8 | 34.5 | 31.2 | 33.9 | 24.1 |
| Median: Total | | 53.6 | 41.4 | 31.7 | 35.5 | 32.5 | 24.8 |
| Implikowana wartość na akcję | | -334.3 | -44.4 | 92.1 | -135.3 | 44.0 | 154.5 |
| Waga | | 0% | 0% | 50% | 0% | 0% | 50% |
| Premia/dyskonto | | 0% | | | | | |
| Wartość firmy na akcję (PLN) | | 123.3 | | | | | |
| 12m wartość firmy na akcję (PLN) | | 138.1 | | | | | |

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.
- W naszej wycenie uwzględniamy emisję 300 tys. akcji po cenie 65 PLN.
- Uwzględniamy wskaźnik Beta na poziomie 1.3x uwzględniające wyższe ryzyko biznesowe.
- 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 | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| Beta | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| Koszt kapitału | 12.0% | 12.0% | 12.0% | 12.0% | 12.0% | 12.0% |
| Koszt długu | 6.5% | 6.5% | 6.5% | 6.5% | 6.5% | 6.5% |
| Efektyn 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 | 12.0% | 12.0% | 12.0% | 12.0% | 12.0% | 12.0% |

Wycena DCF

| (mln PLN) | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | TV |
|---|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <i>Wzrost sprzedaży r/r</i> | 25.4% | 173.4% | 70.2% | 26.7% | 18.4% | 2.5% |
| EBIT | -17.2 | -1.9 | 12.2 | 20.6 | 24.5 | 23.7 |
| <i>marża EBIT</i> | -87.8% | -3.6% | 13.4% | 17.9% | 18.0% | 17.0% |
| <i>Stopa podatkowa</i> | -0.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| Opodatkowanie EBIT | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| NOPLAT | -17.3 | -1.9 | 12.2 | 20.6 | 24.5 | 23.7 |
| + Amortyzacja | 6.1 | 6.3 | 6.5 | 6.7 | 6.9 | 1.5 |
| <i>CAPEX / Amortyzacja</i> | 22.2% | 22.5% | 22.2% | 21.8% | 21.5% | 100.0% |
| Zmiana w kapitale obrotowym | -0.9 | -8.0 | -8.8 | -5.7 | -5.0 | -0.5 |
| <i>Zmiana w kapitale obrotowym / zmiana sprzedaży</i> | -23.5% | -23.5% | -23.5% | -23.5% | -23.5% | -14.5% |
| - CAPEX | -1.4 | -1.4 | -1.4 | -1.5 | -1.5 | -1.5 |
| FCFF | -13.4 | -5.0 | 8.4 | 20.2 | 25.0 | 23.2 |
| <i>Wzrost FCFF po okresie prognozy</i> | | | | | | 2.5% |
| Wartość rezydualna (TV) | | | | | | 250.7 |
| Zdyskontowana wartość rezydualna | -12.0 | -4.0 | 6.0 | 12.8 | 14.2 | 142.2 |
| Wartość przedsiębiorstwa (EV) | 171.2 | | | | | |
| Udziałowcy mniejszościowi | 0.0 | | | | | |
| Aktywa nieoperacyjne | 0.0 | | | | | |
| Dług netto | 10.1 | | | | | |
| Inne | 0.0 | | | | | |
| Wartość firmy | 161.2 | | | | | |
| Liczba akcji (mln) | 2.9 | | | | | |
| Koszt kapitału | 12.0% | | | | | |
| 12M cena docelowa na akcję (PLN) | 64.0 | | | | | |
| Bieżąca cena akcji (PLN) | 58.5 | | | | | |
| <i>Potencjał wzrostu / spadku</i> | 9.4% | | | | | |



Źródło: Erste Group Research

| | | marża EBIT | | | | |
|------------------|-------|---------------------------------|-------|-------------|-------|-------|
| | | 11.0% | 14.0% | 17.0% | 20.0% | 23.0% |
| W A C C | 11.0% | 50.0 | 62.0 | 74.0 | 86.0 | 98.0 |
| | 11.5% | 47.0 | 58.0 | 69.0 | 80.0 | 91.0 |
| | 12.0% | 44.0 | 54.0 | 64.0 | 74.0 | 84.0 |
| | 12.5% | 41.0 | 50.0 | 60.0 | 69.0 | 79.0 |
| | 13.0% | 38.0 | 47.0 | 56.0 | 65.0 | 74.0 |
| | | Wzrost FCFF po okresie prognozy | | | | |
| | | 1.5% | 2.0% | 2.5% | 3.0% | 3.5% |
| W A C C | 11.0% | 67.0 | 70.0 | 74.0 | 79.0 | 84.0 |
| | 11.5% | 62.0 | 65.0 | 69.0 | 73.0 | 77.0 |
| | 12.0% | 58.0 | 61.0 | 64.0 | 67.0 | 71.0 |
| | 12.5% | 55.0 | 57.0 | 60.0 | 63.0 | 66.0 |
| | 13.0% | 51.0 | 54.0 | 56.0 | 59.0 | 62.0 |

Zabezpieczenie finansowania

W Q1'26 spółka zabezpieczyła finansowania na dalszą działalność pozyskując 19.5 mln PLN brutto z emisji 300 tys. akcji po cenie 65 PLN za akcję. Koszty emisji wyniosły 976 tys. PLN. Przeprowadzona emisja oraz optymalizacja kosztów powinna pozwolić na zapewnienie stabilnej działalności spółki w kolejnych kwartałach. W Q2'26 spółka poinformowała o pozyskaniu dotacji od NCBiR w wysokości 10 mln PLN (wartość całkowita projektu 18.3 mln PLN), która będzie wypłacana w okresie od maja 2026 do grudnia 2029. Zgodnie z wcześniejszymi deklaracjami Zarząd spółki prowadzi rozmowy w sprawie pozyskania inwestora strategicznego, co mogłoby dodatkowo wesprzeć kondycję finansową spółki. Podjęte w 2026 działania powinny zapewnić finansowanie dla spółki na kolejne kwartały, co w połączeniu w oczekiwaną dalszą komercjalizacją oferowanej technologii istotnie zmniejsza ryzyko przeprowadzenia kolejnej emisji akcji w średnim terminie.

Oczekiwane kolejne zamówienie we wdrożeniu przemysłowym oraz potencjalne kolejne wdrożenie przemysłowe

Na początku 2026 roku spółka zrealizowała pierwsze zamówienie na 6 modułów przemysłowych otrzymane od partnera chińskiego w ramach pierwszego wdrożenia przemysłowego (otrzymane na początku 2025 roku). Zarząd spółki spodziewa się otrzymania kolejnego zamówienia na moduły przemysłowe od tego partnera w kolejnych miesiącach (prawdopodobnie będzie to większe zamówienie niż na 6 sztuk). Jednocześnie Zarząd poinformował, że partner z Chin analizuje obecnie dwa dodatkowe zastosowania dla technologii XTPL w ramach swojej działalności. Może to przyczynić się do złożenia kolejnych zamówień na moduły przemysłowe.

W pozostałych procesach wdrożeń przemysłowych na IV etapie (etap przed wdrożeniem przemysłowym) najbardziej zaawansowany jest proces prowadzony z innym chińskim partnerem, który naszym zdaniem ma szansę wejść w fazę V (wdrożenie przemysłowe) w 2026 roku. W przypadku pozostałych zaawansowanych procesów wdrożeniowych widzimy cały czas wolniejszy postęp, co częściowo może wynikać z przesuwania harmonogramów wprowadzania produktów przy których produkcji miała być wykorzystana technologia XTPL lub ze względu na dłuższy okres ewaluacji technologii przez partnerów. Zarząd XTPL wskazuje, że we wszystkich 5 procesach znajdujących się na IV etapie zaawansowania widoczne są postępy, niemniej dynamika części z nich jest wolniejsza niż można było pierwotnie zakładać. Jednocześnie spółka wskazuje, że potencjał komercyjny potencjalnych wdrożeń jest wyższy niż wdrożenia przemysłowego rozpoczętego w 2025 roku.

Relatywnie słaba sprzedaż urządzeń DPS w Q4'25 oraz Q1'26 roku

Niepokojące może być spowolnienie tempa sprzedaży urządzeń DPS w ostatnich kwartałach, gdzie w Q4'25 dostarczono 3

urządzenia, a w Q1'26 jedno urządzenie. Mniejsza ilość zamówień może mieć związek m.in. z ograniczeniem grantów czy niepewnością związaną z sytuacją geopolityczną. Zarząd wskazuje, że dynamika zamówień na urządzenia DPS powinna przyspieszyć w 2H'26. Niemniej, biorąc pod uwagę dotychczasowe tempo zamówień oraz ilość zamówień urządzeń DPS w ostatnich kwartałach przyjmujemy bardziej konserwatywne założenie dotyczące sprzedaży.

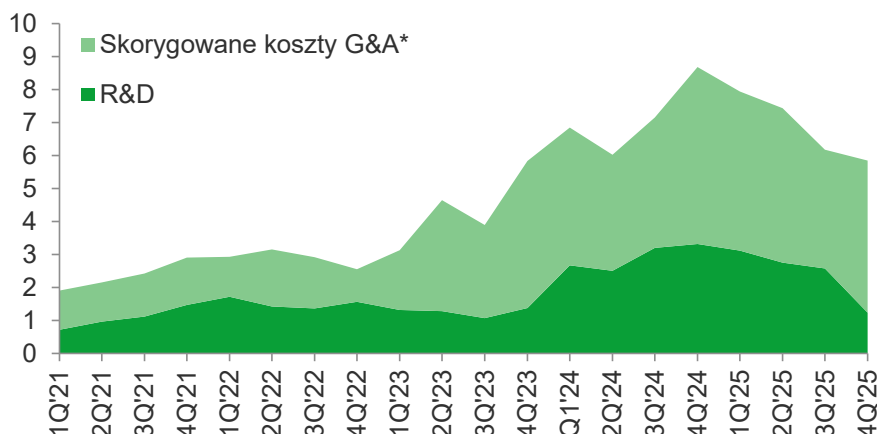
Rozpoczęcie sprzedaży urządzenia Odra

Możliwe jest również, że urządzenie DPS odpowiada potrzebom specyficznej grupy klientów (raczej projekty badawcze lub w mniejszych seriach), która została już w pewnym stopniu zutilizowana. Odpowiedzią na potrzeby potencjalnych nowych klientów jest urządzenie Odra (pierwotnie DPS+) pozwalające na tworzenie projektów w mniejszych seriach. Pierwsze zamówienie na to urządzenie zostało już złożone, a dostawa do klienta powinna mieć miejsce w Q4'26 ze względu na dłuższy okres realizacji zamówienia niż w przypadku urządzeń DPS. Potencjalne kolejne zamówienia będą zasilają sprzedaż w 2027 roku.

Dostosowanie bazy kosztowej do tempa budowania przychodów oraz częściowa optymalizacja kapitału obrotowego

Bardziej wymagająca sytuacja związana z finansowaniem biznesu wymusiła dostosowania bazy kosztowej (głównie przez redukcję zatrudnienia) oraz poszukiwania sposobów na optymalizację kapitału obrotowego. Efekty przeprowadzonych działań optymalizacyjnych są widoczne od Q3'25. Od tego okresu średniomiesięczne koszty R&D oraz skorygowane koszty G&A zmniejszyły się z poziomu 2.5-2.6 mln PLN w 1H'25 do około 2-2.1 mln PLN w 2H'26. Naszym zdaniem baza kosztowa w kolejnych kwartałach powinna pozostać na podobnym poziomie co w 2H'25, a ewentualnego wzrostu kosztów spodziewalibyśmy się w 2027 roku wraz z przyspieszeniem komercjalizacji oferowanej technologii. Pod koniec 2025 roku Zarząd spółki zdecydował się na outsourcing produkcji urządzeń DPS do partnera technologicznego z Estonii, co powinno pozwolić na optymalizację poziomu zapasów przy zachowaniu relatywnie wysokiej rentowności.

Poszczególne kategorie kosztowe w ujęciu kwartalnym (PLN mn)



Źródło: Spółka, Erste Group Research; *skorygowane o koszty programu motywacyjnego

Prognoza wyników Q1'26 oraz wstępne wyniki sprzedażowe za Q1'26

Wstępne wyniki sprzedażowe za Q1'26. Zgodnie ze wstępnymi szacunkami przychody ze sprzedaży produktów i usług wyniosły 1.2 mln PLN w Q1'26 (szacowana sprzedaż jednego urządzenia DPS oraz dwóch modułów przemysłowych) vs. 2.0 mln PLN w Q1'25. Spółka nie pozyskała środków z dotacji w Q1'26, niemniej od Q2'26 powinna zacząć otrzymywać środki z dotacji z NCBiR. XTPL miało 2.3 mln PLN gotówki na koniec Q1'26 (vs. 7.3 mln PLN na koniec Q4'25). Spółka poinformowała, że prowadzi zaawansowane negocjacje związane z dostawami kolejnej partii modułów przemysłowych do partnera z Chin, co powinno wspierać sprzedaż w kolejnych kwartałach 2026 roku.

Prognoza wyników Q1'26. XTPL opublikuje wyniki za 1Q'25 dnia 27 maja 2026. Oczekujemy spadku przychodów r/r oraz spadku k/k. Oczekujemy, że koszt własny sprzedaży będzie niższy r/r (niższa zakładana sprzedaż produktów). Jednocześnie zakładamy spadek kosztów ogólnego zarządu r/r w związku wprowadzonymi działaniami optymalizacyjnymi oraz kosztów marketingu y/y. Uwzględniając powyższe oczekujemy zmniejszenia straty na poziomie EBITDA r/r w Q1'26.

Przychody. Oczekujemy, że przychody będą niższe r/r na poziomie 1.6 mln PLN w Q1'26 (zgodnie ze wstępnymi szacunkami powiększonymi o szacowane rozliczenia z dotacji). Szacujemy, że spółka sprzedała w kwartale jedno urządzenie DPS oraz dwa moduły przemysłowe. W linii dotacji zakładamy rozpoznanie około 0,4 mln PLN w Q1'26, na co składa się rozliczenie dotacji, które spółka otrzymała w poprzednich okresach.

Koszty. Zakładamy spadek kosztów R&D r/r (głównie ze względu na optymalizację kosztową) oraz oczekujemy podobnych kosztów sprzedanych produktów r/r ze względu na zakładaną podobną sprzedaż r/r. Oczekujemy, że koszty ogólnego zarządu spadną o 14% r/r do 2.5 mln PLN, co powinno wynikać ze zwiększenia skali

biznesu w ciągu roku. Koszty marketingu zakładamy na niższym poziomie r/r.

Zysk netto. W Q1'26 oczekujemy straty netto na poziomie 5.5 mln PLN (zmniejszenie straty r/r). Zakładamy saldo na działalności finansowej na poziomie 0 mln PLN w Q1'26 (płasko r/r).

Prognoza wyników Q1'26

| RZIS (mln PLN) | Q1'25 | Q2'25 | Q3'25 | Q4'25 | Q1'25P | R/R | K/K |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------|-------|
| Przychody ze sprzedaży | 2.4 | 3.6 | 5.5 | 4.1 | 1.6 | -34% | -61% |
| Produkty i usługi | 2.0 | 3.1 | 5.1 | 3.4 | 1.2 | -41% | -65% |
| Dotacje | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.6 | 0.4 | 1% | -38% |
| Koszt własny sprzedaży | 4.8 | 4.3 | 4.8 | 3.5 | 3.1 | -36% | -12% |
| Koszty badań i rozwoju | 3.1 | 2.8 | 2.6 | 1.2 | 2.0 | -36% | 62% |
| Koszt własny sprzedanych produktów | 1.7 | 1.6 | 2.3 | 2.2 | 1.1 | -36% | -52% |
| Zysk brutto na sprzedaży | -2.4 | -0.7 | 0.7 | 0.6 | -1.5 | -38% | -353% |
| Koszty marketingu | 1.9 | 1.9 | 1.1 | 1.6 | 0.9 | -53% | -44% |
| Koszty ogólnego zarządu | 2.9 | 2.7 | 2.5 | 5.1 | 2.5 | -14% | -51% |
| Pozostała działalność operacyjna | 0.0 | 0.1 | 0.0 | -0.7 | 0.0 | | |
| EBITDA | -5.9 | -3.8 | -1.4 | -5.2 | -3.3 | | |
| EBIT | -7.2 | -5.3 | -2.9 | -6.9 | -4.9 | | |
| Działalność finansowa | 0.0 | -0.3 | -0.4 | -0.3 | 0.0 | | |
| Zysk (strata) przed opodatkowaniem | -7.3 | -5.6 | -3.3 | -7.2 | -4.9 | | |
| Podatek dochodowy | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | |
| Zysk (strata) netto | -7.3 | -5.6 | -3.3 | -7.2 | -4.9 | | |

Źródło: Spółka, Erste Group Research;

Prognozy finansowe

Obniżamy nasze szacunki dotyczące sprzedaży urządzeń DPS, ODRA oraz modułów przemysłowych w latach 2026, 2027 oraz 2028. W przypadku urządzeń DPS zakładamy mniejszą sprzedaż ze względu na relatywnie mało zamówień w Q4'25 oraz w 2026 roku YTD. Dla urządzeń ODRA przyjmujemy bardziej konserwatywne założenia dotyczące sprzedaży urządzeń w 2026 roku uwzględniając dotychczasową ilość zamówień, czas przygotowania zamówienia oraz komentarz Zarządu. Biorąc pod uwagę dotychczasowe tempo realizacji zamówień na moduły przemysłowe oraz wolniejsze niż zakładane tempo pozyskiwania kolejnych zamówień na te moduły, obniżamy nasze prognozy dla sprzedaży tych urządzeń. W efekcie obniżamy naszą prognozę przychodów dla lat 2025-28, a w 2028 roku zakładamy sprzedaż poniżej strategicznego celu 100 mln PLN. Jednocześnie w naszych prognozach zakładamy pozyskanie przez spółkę dodatkowych środków finansowych przez emisję 300 tys. akcji w 2026 roku (zakładane wpływy netto to 18.5 mln PLN).

| | 2024 | 2025 | 2026P | 2027P | 2028P |
|---|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| Przychody ze sprzedaży | 13.7 | 15.6 | 19.6 | 53.5 | 91.1 |
| <i>zmiana r/r (%)</i> | -11% | 14% | 25% | 173% | 70% |
| Badania i rozwój | 0.7 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| Delta Printing System | 9.5 | 9.1 | 8.4 | 10.2 | 12.1 |
| Delta Printing System Plus | | | 1.9 | 7.9 | 18.3 |
| Moduły przemysłowe | 1.2 | 2.5 | 4.6 | 27.6 | 48.1 |
| High Performance Materials | 0.9 | 1.2 | 1.9 | 4.0 | 8.6 |
| Dotacje | 1.4 | 1.9 | 1.7 | 2.8 | 2.9 |
| Koszt własny sprzedaży | 18.4 | 17.5 | 19.6 | 35.3 | 54.3 |
| Badania i rozwój | 11.7 | 9.7 | 10.2 | 10.3 | 10.4 |
| Koszt własny sprzedanych produktów | 6.7 | 7.8 | 9.4 | 25.0 | 43.9 |
| Zysk brutto na sprzedaży | -4.7 | -1.8 | 0.0 | 18.2 | 36.8 |
| <i>marża (%)</i> | -34.1% | -11.8% | 0.0% | 34.0% | 40.4% |
| Koszty ogólnego zarządu | 17.0 | 19.8 | 17.2 | 20.2 | 24.6 |
| EBIT | -21.7 | -21.7 | -17.2 | -1.9 | 12.2 |
| <i>marża (%)</i> | -158% | -139% | -88% | -4% | 13% |
| EBITDA | -17.2 | -16.3 | -11.1 | 4.4 | 18.7 |
| <i>marża (%)</i> | -125% | -105% | -56% | 8% | 21% |
| Saldo na działalności finansowej | -0.4 | -1.1 | -1.2 | -1.2 | -1.2 |
| Zysk (strata) przed opodatkowaniem | -22.1 | -23.3 | -18.4 | -3.2 | 11.0 |
| Podatek dochodowy | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 2.4 |
| Zysk (strata) netto | -22.1 | -23.3 | -18.4 | -3.2 | 8.6 |
| <i>marża (%)</i> | -161.1% | -149.5% | -94.0% | -5.9% | 9.4% |
| Zakładana zafakturowana sprzedaż urządzeń DPS (szt.) | 12 | 13 | 11 | 13 | 15 |
| <i>zmiana r/r (%)</i> | -8% | 8% | -15% | 18% | 15% |
| Zakładana cena urządzenia DPS (mln EUR) | 0.183 | 0.165 | 0.180 | 0.185 | 0.190 |
| <i>zmiana r/r (%)</i> | 2% | -10% | 9% | 3% | 3% |
| Zakładana zafakturowana sprzedaż urządzeń ODRA (szt.) | | | 1 | 4 | 9 |
| <i>zmiana r/r (%)</i> | | | | 300% | 125% |
| Zakładana cena urządzeń ODRA (mln EUR) | | 0.50 | 0.45 | 0.46 | 0.48 |
| <i>zmiana r/r (%)</i> | | | -10% | 3% | 3% |
| Zakładana sprzedaż modułów przemysłowych (szt.) | 3 | 8 | 12 | 62 | 94 |
| <i>zmiana r/r (%)</i> | | 167% | 50% | 417% | 52% |
| Zakładana cena modułów przemysłowych (mln EUR) | 0.09 | 0.07 | 0.09 | 0.10 | 0.12 |
| <i>zmiana r/r (%)</i> | | -20% | 25% | 15% | 15% |
| Zakładana liczba zamówień HPM | 107 | 125 | 156 | 299 | 577 |
| <i>zmiana r/r (%)</i> | | 26% | 17% | 25% | 92% |
| Zakładana średnia wartość zamówienia | 8.72 | 9.85 | 12.06 | 13.51 | 14.97 |
| <i>zmiana r/r (%)</i> | | 29% | 13% | 23% | 12% |

Źródło: Spółka, Erste Group Research

Zmiana naszych prognoz

| (m In PLN) | 2026P | | | 2027P | | | 2028P | | |
|--------------------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|
| | Nowe | Stare | różnica | Nowe | Stare | różnica | Nowe | Stare | różnica |
| Przychody | 19.6 | 41.4 | -52.7% | 53.5 | 68.9 | -22.3% | 91.1 | 103.6 | -12.1% |
| Skor. EBITDA | -11.1 | 1.3 | | 4.4 | 12.8 | | 18.7 | 27.5 | -32.1% |
| EBIT | -17.2 | -4.6 | | -1.9 | 6.7 | | 12.2 | 21.2 | -42.6% |
| Zysk netto | -18.4 | -4.6 | | -3.2 | 5.2 | | 8.6 | 16.6 | -48.3% |
| Marża skor. EBITDA | -0.5% | 0.1% | | 8% | 19% | | 20.5% | 26.6% | |
| Marża EBIT | -0.8% | -0.2% | | -4% | 10% | | 13.4% | 20.5% | |
| Marża netto | -0.9% | -0.2% | | -6% | 8% | | 9.4% | 16.0% | |

Źródło: Erste Group Research

| Skonsolidowane sprawozdanie z wyniku | 2023 | 2024 | 2025 | 2026P | 2027P | 2028P |
|---|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| PLN mm | 2023-12-31 | 2024-12-31 | 2025-12-31 | 2026-12-31 | 2027-12-31 | 2028-12-31 |
| Przychody ze sprzedaży | 15.48 | 13.70 | 15.61 | 19.57 | 53.51 | 91.06 |
| Koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów | 8.43 | 18.38 | 17.45 | 19.57 | 35.30 | 54.26 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 7.05 | -4.67 | -1.84 | 0.00 | 18.21 | 36.80 |
| Koszty sprzedaży i administracyjne | 11.86 | 17.01 | 19.85 | 17.18 | 20.15 | 24.60 |
| Pozostałe przychody z uwzględnieniem rewaluacji | 0.01 | 0.12 | 0.17 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Pozostałe koszty z uwzględnieniem rewaluacji | 0.04 | 0.14 | 0.76 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Zysk operacyjny powiększony o amortyzację EBITDA | -3.00 | -17.19 | -16.33 | -11.05 | 4.37 | 18.70 |
| Amortyzacja | 1.84 | 4.53 | 5.95 | 6.13 | 6.32 | 6.51 |
| Zysk operacyjny - EBIT | -4.84 | -21.71 | -22.28 | -17.19 | -1.94 | 12.19 |
| Przychody i koszty finansowe | 0.01 | -0.35 | -1.05 | -1.22 | -1.22 | -1.22 |
| Pozostałe przychody/koszty | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Zysk przed opodatkowaniem | -4.83 | -22.06 | -23.33 | -18.40 | -3.16 | 10.97 |
| Podatek dochodowy | 0.02 | 0.01 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 2.41 |
| Wynik na działalności kontynuowanej | -4.85 | -22.07 | -23.33 | -18.40 | -3.16 | 8.56 |
| Zyski przypadające na udziały niekontrolujące | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Zysk przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej | -4.85 | -22.07 | -23.33 | -18.40 | -3.16 | 8.56 |
| Skonsolidowany bilans | 2023 | 2024 | 2025 | 2026P | 2027P | 2028P |
| PLN mm | | | | | | |
| Rzeczowe aktywa trwałe z uwzględnieniem nieruchomości inwestycyjnych | 5.07 | 11.08 | 18.89 | 13.36 | 7.70 | 1.88 |
| Wartości niematerialne | 9.55 | 12.10 | 11.05 | 11.81 | 12.57 | 13.33 |
| Pozostałe aktywa trwałe | 0.03 | 0.49 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| Razem aktywa trwałe | 14.65 | 23.67 | 30.94 | 26.17 | 21.28 | 16.21 |
| Zapasy | 1.83 | 4.42 | 4.25 | 5.33 | 14.58 | 24.81 |
| Należności | 1.20 | 2.87 | 3.05 | 3.82 | 10.45 | 17.78 |
| Inne aktywa obrotowe | 2.98 | 1.79 | 2.13 | 2.13 | 2.13 | 2.13 |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty | 27.28 | 27.69 | 6.64 | 10.60 | 4.36 | 9.17 |
| Razem aktywa obrotowe | 33.29 | 36.76 | 16.07 | 21.88 | 31.51 | 53.88 |
| RAZEM AKTYWA | 47.94 | 60.43 | 47.01 | 48.05 | 52.79 | 70.09 |
| Kapitał własny przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej | 33.59 | 40.55 | 19.40 | 19.52 | 16.36 | 24.92 |
| Udziały niekontrolujące | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Zobowiązanie finansowe odsetkowe | 0.17 | 5.73 | 14.13 | 14.13 | 14.13 | 14.13 |
| 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 | 4.80 | 4.62 | 2.99 | 2.99 | 2.99 | 2.99 |
| Razem zobowiązania długoterminowe | 4.97 | 10.34 | 17.12 | 17.12 | 17.12 | 17.12 |
| Zobowiązanie finansowe odsetkowe | 3.98 | 1.15 | 2.58 | 2.58 | 2.58 | 2.58 |
| Zobowiązania handlowe | 1.96 | 3.13 | 3.63 | 4.56 | 12.46 | 21.20 |
| Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe | 3.44 | 5.25 | 4.27 | 4.27 | 4.27 | 4.27 |
| Razem zobowiązania krótkoterminowe | 9.38 | 9.53 | 10.48 | 11.40 | 19.31 | 28.05 |
| RAZEM ZOBOWIĄZANIA I KAPITAŁ WŁASNY | 47.94 | 60.43 | 47.01 | 48.05 | 52.79 | 70.09 |
| Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych | 2023 | 2024 | 2025 | 2026P | 2027P | 2028P |
| PLN mm | | | | | | |
| Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej | -4.82 | -18.11 | -17.67 | -13.20 | -4.82 | 6.25 |
| Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej | -7.50 | -6.03 | -1.08 | -1.36 | -1.42 | -1.44 |
| Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej | 33.56 | 24.56 | -2.33 | 18.52 | 0.00 | 0.00 |
| ZMIANA STANU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH | 21.24 | 0.41 | -21.08 | 3.96 | -6.24 | 4.81 |
| Marże i wskaźniki | 2023 | 2024 | 2025 | 2026P | 2027P | 2028P |
| Wzrost przychodów rdr | 20.7% | -11.4% | 13.9% | 25.4% | 173.4% | 70.2% |
| Marża brutto na sprzedaży | 45.5% | -34.1% | -11.8% | 0.0% | 34.0% | 40.4% |
| Marża EBITDA | -19.4% | -125.4% | -104.6% | -56.5% | 8.2% | 20.5% |
| Marża EBIT | -31.3% | -158.4% | -142.7% | -87.8% | -3.6% | 13.4% |
| Marża zysku netto | -31.3% | -161.0% | -149.5% | -94.0% | -5.9% | 9.4% |
| ROE | -2.4% | -7.7% | 22.0% | 22.0% | 22.0% | 22.0% |
| ROA | -10.1% | -36.5% | -49.6% | -38.3% | -6.0% | 12.2% |
| Wskaźnik kapitału własnego | 73% | 77% | 78% | 78% | 78% | 78% |
| Dług netto | -23.13 | -20.81 | 10.07 | 6.12 | 12.35 | 7.55 |
| Dług netto do aktywów ogółem | -0.48 | -0.34 | 0.21 | 0.13 | 0.23 | 0.11 |
| Dług netto do kapitałów własnych | -0.69 | -0.51 | 0.52 | 0.31 | 0.76 | 0.30 |

źródło: dane Spółki, Erste Securities Polska

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):

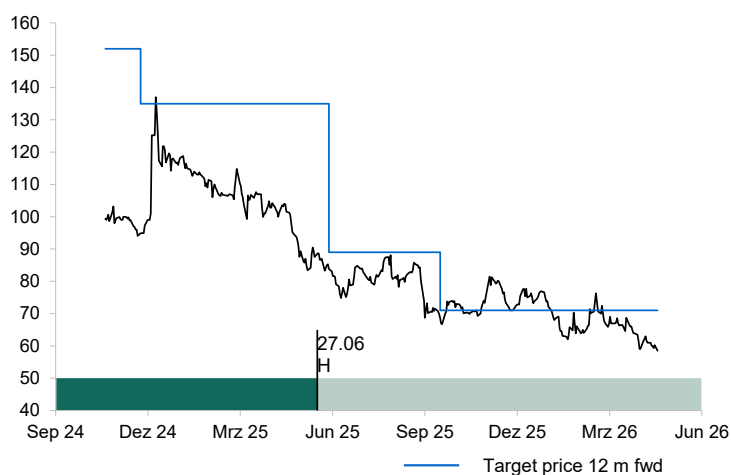
| Company | ISIN | 1 ECB/affiliates holdings exceed 5% of the share capital of issuer or vice versa | 2 market maker or liquidity provider for issuer/instrumen ts | 3 agreement for the provision of services of investment firms over the previous 12 months | 4a Agreement with the covered company about 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 |
|------------|--------|--------|--------------|--------|
| 15. Oct 25 | Hold | 68.50 | 71.00 | |
| 27. Jun 25 | Hold | 83.80 | 89.00 | |
| 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:
[Research Disclaimer | Erste Group Bank AG.](#)

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 Dokumentcie - 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 Dokumentcie są dokładne, a prognozy, opinie i oczekiwania zawarte w niniejszym dokumentcie 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 dokumentcie 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 następcze, szkody pośrednie i utracone zyski) w jakikolwiek sposób wynikające z wykorzystania lub polegania na niniejszym Dokumentcie.

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 Dokumentcie, lub mogą sprawować funkcje zarządcze w takiej spółce lub emittencie.

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 dokumentcie 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 obowiązujących 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 Dokumentcie w dowolnym momencie. Erste Group zastrzega sobie również prawo do nieaktualizowania jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym Dokumentcie 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 obszerny 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.