

# XTPL - Kupuj

Cena docelowa: PLN 216.00 | Cena zamknięcia z 19/09/2023: PLN 173.50

## Analityk:

Cezary Bernatek / Piotr Bogusz,  
 +48 22 257 5755  
 Piotr.Bogusz@erstegroup.com



## Wynik EBITDA w Q2'23 zgodny z oczekiwaniami

**Wyniki Q2'23 są zgodne z naszymi oczekiwaniami na poziomie EBIT/EBITDA.** Przychody ze sprzedaży były powyżej naszych oczekiwań (+0.3 mln PLN) głównie ze względu na rozpoznanie wyższej kwoty dotacji niż podano we wstępnych szacunkach sprzedaży. Spółka rozpoznała wyższe niż zakładane koszty własne sprzedaży (+0.15 mln PLN) oraz koszty ogólnego zarządu (+0.19 mln PLN), co finalnie przełożyło się na wynik zgodny z naszymi szacunkami. Różnica na wyniku netto jest efektem rozpoznania straty na działalności finansowej vs. zakładany przez nas zysk.

### Wyniki vs. nasze oczekiwania

Dane skonsolidowane (mln PLN)	Zaraportowane		Oczekiwane Erste	Zaraportowane vs. Erste
	2Q23	2Q22		
Przychody ze sprzedaży	3.3	3.0	11%	11%
EBIT	-1.3	-1.3		
EBITDA	-1.0	-1.0		
Net income	-1.4	-1.2		
Marża EBITDA	-31%	-33%		
Marża EBTI	-40%	-42%		
Marża netto	-44%	-39%		

Źródło: Dane spółki, Erste Group Research

**Przychody ze sprzedaży.** Przychody ze sprzedaży produktów i usług były zgodne z opublikowanymi wstępnymi szacunkami (+25% r/r do 2.6 mln PLN w Q2'23). Całość przychodów w tej kategorii zostało wygenerowane w linii sprzedaży produktów (+316% y/y do 2.6 mln PLN w Q2'23), a w linii B+R nie rozpoznano przychodów. Sprzedaż i wynajem drukarek wygenerowała 2.4 mln PLN przychodów w Q2'23 (+355% r/r), a sprzedaż nanotuszy wygenerowała 0.15 mln PLN przychodów w Q2'23 (+76% y/y).

**Koszty.** Po stronie kosztów własnych sprzedaży koszty badań i rozwoju były utrzymane na podobnym poziomie k/k, natomiast wzrosły koszty własne sprzedanych produktów (wraz ze wzrostem sprzedaży produktów). Koszty ogólnego zarządu wzrosły r/r i k/k w Q2'23 głównie ze względu na zintensyfikowanie działań mających na celu komercjalizację wytworzonej technologii.

**Działalność finansowa oraz zysk netto.** Saldo na działalności finansowej wyniosło -0.1 mln PLN w Q2'23 vs. 0 mln PLN w Q2'22). Podatek dochodowy wyniósł 0 mln PLN i w efekcie zysk netto wyniósł -1.4 mln PLN w Q2'23 vs. 0 mln PLN w Q2'22.

**Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej** wyniosły 0.4 mln PLN w Q2'23 (płasko r/r), na co pozytywny wpływ miał ruch na należnościach oraz wzrost zobowiązań. Capex wyniósł -1.2 mln PLN (płasko k/k oraz -0.7 mln PLN vs. Q2'22)

Oczekiwana reakcja rynku: **NEUTRALNA**. Oczekujemy neutralnej reakcji na wyniki spółki, które są zbliżone do naszych oczekiwań i naszym zdaniem mają mało istotny wpływ na equity story spółki. Zwracamy uwagę, że w przychodach dominuje sprzedaż i wynajem drukarek, co jest potwierdzeniem skutecznej komercjalizacji oferowanej technologii. W 1H'23 spółka rozpoznała przychody ze sprzedaży 5 drukarek, a w całym roku oczekuje rozpoznania przychodów ze sprzedaży kilkunastu drukarek, co jest zgodne z naszymi oczekiwaniami (zakładana sprzedaż 11 drukarek w 2023 roku). W kolejnych miesiącach spółka planuje opublikowanie średnioterminowej strategii oraz kontynuację komercjalizacji oferowanych produktów, co przełoży się na stronę kosztową i obciąży wyniki w krótkim terminie. Spółka prowadzi obecnie 9 projektów wdrożeń komercyjnych stworzonej technologii, z czego 4 projekty są w zaawansowanej fazie. Oczekujemy pierwszego wdrożenia komercyjnego pod koniec 2024 roku, co powinno istotnie wesprzeć wyniki spółki.

### Wyniki finansowe w Q2'23

RZIS (mln PLN)	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	R/R	K/K
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>3.2</b>	<b>3.7</b>	<b>4.3</b>	<b>3.6</b>	<b>3.3</b>	4%	-8%
Produkty i usługi	2.0	3.7	3.4	3.0	2.6	25%	-14%
Dotacje	1.1	0.1	0.9	0.6	0.8	-33%	24%
Koszt własny sprzedaży	1.5	1.5	1.9	1.8	2.0	36%	13%
Koszty badań i rozwoju	1.4	1.4	1.6	1.3	1.3	-12%	-7%
Koszt własny sprzedanych produktów	0.1	0.2	0.3	0.4	0.8	1317%	76%
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>1.7</b>	<b>2.2</b>	<b>2.4</b>	<b>1.8</b>	<b>1.3</b>	-24%	-28%
Koszty ogólnego zarządu	1.7	1.6	2.1	2.0	2.6	51%	30%
Pozostała działalność operacyjna	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
<b>EBITDA</b>	<b>0.2</b>	<b>0.9</b>	<b>0.6</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.9</b>		
EBIT	0.0	0.6	0.3	-0.2	-1.3		
Działalność finansowa	0.0	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1		
<b>Zysk (strata) przed opodatkowaniem</b>	<b>0.0</b>	<b>0.5</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.3</b>	<b>-1.4</b>		
Podatek dochodowy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>0.0</b>	<b>0.5</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.3</b>	<b>-1.4</b>		

## Group Research

<b>Head of Group Research</b> Friedrich Mostböck, CEFA®, CESGA®	+43 (0)5 0100 11902	
<b>CEE Macro/Fixed Income Research</b> Head: Juraj Kotlan (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	
<b>Croatia/Serbia</b> Alen Kovac (Head) Mate Jelić Ivana Rogić	+385 72 37 1383 +385 72 37 1443 +385 72 37 2419	
<b>Czech Republic</b> David Navratil (Head) Jiri Polansky Michal Skorepa	+420 956 765 439 +420 956 765 192 +420 956 765 172	
<b>Hungary</b> Orsolya Nyeste János Nagy	+361 268 4428 +361 272 5115	
<b>Romania</b> Ciprian Dascalu (Head) Eugen Sinca Dorina Ilasco Vlad Nicolae Ionita	+40 3735 10108 +40 3735 10435 +40 3735 10436 +40 7867 15618	
<b>Slovakia</b> Mária Valachyova (Head) Matej Hornak	+421 2 4862 4185 +421 902 213 591	
<b>Major Markets &amp; Credit Research</b> Head: Gudrun Egger, CEFA® Ralf Burchert, CEFA® (Sub-Sovereigns & Agencies) Hans Engel (Global Equities) Margarita Grushanina (Austria, Quant Analyst) Peter Kaufmann, CFA® (Corporate Bonds) Heiko Langer (Financials & Covered Bonds) Stephan Lingnau (Global Equities) Carmen Riefler-Kowarsch (Financials & Covered Bonds) Rainer Singer (Euro, US) Bernadett Povazsai-Römhild, CEFA®, CESGA® (Corporate Bonds) Elena Statelov, CIIA® (Corporate Bonds) Gerald Walek, CFA® (Euro, CHF)	+43 (0)5 0100 11909 +43 (0)5 0100 16314 +43 (0)5 0100 19835 +43 (0)5 0100 11957 +43 (0)5 0100 11183 +43 (0)5 0100 85509 +43 (0)5 0100 16574 +43 (0)5 0100 19632 +43 (0)5 0100 17331 +43 (0)5 0100 17203 +43 (0)5 0100 19641 +43 (0)5 0100 16360	
<b>CEE Equity Research</b> Head: Henning Eßkuchen Daniel Lion, CIIA® (Technology, Ind. Goods&Services) Michael Marschallinger, CFA® Nora Nagy (Telecom) Christoph Schultes, MBA, CIIA® (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	
<b>Croatia/Serbia</b> Mladen Dodig (Head) Boris Pevalek, CFA® Marko Plastic Matej Pretkovic Iva Tomić Bruno Barbic Davor Spoljar, CFA®	+381 11 22 09178 +385 99 237 2201 +385 99 237 5191 +385 99 237 7519 +385 99 237 1662 +385 99 237 1041 +385 72 37 2825	
<b>Czech Republic</b> Petr Bartek (Head, Utilities) Jan Safranek	+420 956 765 227 +420 956 765 218	
<b>Hungary</b> József Miró (Head) András Nagy Tamás Pletser, CFA®	+361 235 5131 +361 235 5132 +361 235 5135	
<b>Poland</b> Cezary Bernatek (Head) Piotr Bogusz Łukasz Jańczak Krzysztof Kawa Jakub Szkopek	+48 22 257 5751 +48 22 257 5755 +48 22 257 5754 +48 22 257 5752 +48 22 257 5753	
<b>Romania</b> Caius Rapanu	+40 3735 10441	
<b>Group Institutional &amp; Retail Sales</b>		
<b>Group Institutional Equity Sales</b> Head: Michal Rizek	+420 224 995 537	
<b>Cash Equity Sales</b> 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	
<b>Institutional Equity Sales Croatia</b> Matija Tkalicanac	+385 72 37 21 14	
<b>Institutional Equity Sales Czech Republic</b> Head: Michal Rizek Pavel Krabicka Martin Havlan Jiri Feres	+420 224 995 537 +420 224 995 411 +420 224 995 551 +420 224 995 554	
<b>Institutional Equity Sales Hungary</b> Levente Nándori Balázs Zánkay Krisztián Kandik	+361 235 5141 +361 235 5156 +361 235 5140	
<b>Institutional Equity Sales Poland</b> Jacek Jakub Langer (Head) Tomasz Galanciak Wojciech Wysocki Przemyslaw Nowosad Grzegorz Stepień	+48 22 257 5711 +48 22 257 5715 +48 22 257 5714 +48 22 257 5712 +48 22 257 5713	
<b>Institutional Equity Sales Romania</b> Liviu George Avram	+40 3735 16569	
<b>Group Markets Retail and Agency Business</b> Head: Christian Reiss	+43 (0)5 0100 84012	
<b>Markets Retail Sales AT</b> Head: Markus Kaller	+43 (0)5 0100 84239	
<b>Group Markets Execution</b> Head: Kurt Gerhold	+43 (0)5 0100 84232	
<b>Retail &amp; Sparkassen Sales</b> Head: Uwe Kolar	+43 (0)5 0100 83214	
<b>Corporate Treasury Prod. Distribution</b> Head: Martina Kranzl-Carvell	+43 (0)5 0100 84147	
<b>Group Securities Markets</b> Head: Thomas Einramhof	+43 (0)50100 84432	
<b>Institutional Distribution Core</b> Head: Jürgen Niemeier	+49 (0)30 8105800 5503	
<b>Institutional Distribution DACH+</b> Head: Marc Friebertshäuser Bernd Bollhof Andreas Goll Mathias Gindele Ulrich Inhofner Sven Kienzle Rene Klasen Christopher Lampe-Traupe Michael Schmotz Klaus Vossele	+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 +49 (0)30 8105800 5523 +43 (0)5 0100 85542 +49 (0)711 810400 5560	
<b>Slovakia</b> Šariota Šipulová Monika Směliková	+421 2 4862 5619 +421 2 4862 5629	
<b>Institutional Distribution CEE &amp; Insti AM CZ</b> Head: Antun Burić Jaromir Malak	+385 (0)7237 2439 +43 (0)5 0100 84254	
<b>Czech Republic</b> Head: Ondrej Čech Milan Bartoš Jan Porvich	+420 2 2499 5577 +420 2 2499 5562 +420 2 2499 5566	
<b>Croatia</b> Head: Antun Burić Zvonimir Tukač Natalija Zujic	+385 (0)7237 2439 +385 (0)7237 1787 +385 (0)7237 1638	
<b>Hungary</b> Head: Peter Csizmadia Gábor Bálint Ádám Szőnyi	+36 1 237 8211 +36 1 237 8205 +36 1 237 8213	
<b>Romania and Bulgaria</b> Head: Octavian Florin Munteanu	+40 746128914	
<b>Institutional Asset Management Czech Republic</b> 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	
<b>Group Fixed Income Securities Markets</b> Head: Goran Hoblaj	+43 (0)50100 84403	
<b>FISM Flow</b> Head: Gorjan Hoblaj Margit Hrasček Bernd Thaler Ciprian Mitu Christian Kiensberger 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	
<b>Poland:</b> Pawel Kielek Michal Jarmakowicz	+48 22 538 6223 +43 50100 85611	

## 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”) niezależnie i obiektywnie w celu dostarczenia dodatkowych informacji ekonomicznych o analizowanej spółce lub spółkach („Spółka lub Spółki”). Spółka XTPL została objęta niniejszą rekomendacją w ramach Programu Wsparcia Analitycznego Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie („Program”). Program zakłada, że za objęcie pokryciem analitycznym XTPL, Erste Securities Polska S.A. otrzyma wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie. W powyższym zakresie Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie przysługują jako zamawiającemu autorskie prawa majątkowe do raportu. Dokument sporządzony został w oparciu o możliwie najlepszy stan wiedzy analityka Erste Group odpowiedzialnego za sporządzenie Dokumentu na datę jego wydania i może podlegać okresowym zmianom bez powiadomienia. Dokument ma na celu jedynie do dostarczania niewiążących informacji i nie stanowi doradztwa inwestycyjnego ani osobistej rekomendacji inwestycyjnej. Niniejszy Dokument nie stanowi ani nie tworzy części oferty i nie powinien być interpretowany jako oferta, zalecenie lub zaproszenie do subskrypcji lub nabycia jakichkolwiek papierów wartościowych, zarówno niniejszy Dokument, lub cokolwiek co zostało w nim zawarte nie stanowią podstawy lub zachęty do zawarcia jakiejkolwiek umowy lub włączenia papierów wartościowych lub produktu finansowego do strategii inwestycyjnej. Wszystkie informacje, analizy i wnioski przedstawione w niniejszym dokumencie mają charakter ogólny. Niniejszy dokument nie ma na celu dostarczenia wyczerpującego przeglądu jakichkolwiek inwestycji, potencjalnych ryzyk i spodziewanych wyników, jak również nie uwzględnia indywidualnych potrzeb inwestora („Inwestor”) w odniesieniu do pożytków, aspektów podatkowych, świadomości ryzyka i adekwatności papieru wartościowego lub produktu finansowego. W związku z tym niniejszy Dokument nie zastępuje jakiejkolwiek oceny związanej z inwestorem i inwestycjami ani żadnych kompleksowych ujawnień dotyczących ryzyka; każdy papier wartościowy lub produkt finansowy ma inny poziom ryzyka. Publikacje wyników i przykładowe obliczenia nie stanowią żadnych wskazówek dotyczących przyszłych wyników papierów wartościowych lub produktu finansowego. Informacje o wynikach osiągniętych w przeszłości niekoniecznie gwarantują pozytywne wyniki w przyszłości, a inwestycje w papiery wartościowe lub produkty finansowe związane są z ryzykiem i mogą być przedmiotem spekulacji. Im słabsza jest zdolność kredytowa Spółki, tym większe będzie ryzyko inwestycji. Nie każda inwestycja jest odpowiednia dla każdego inwestora. Dlatego Inwestorzy powinni skonsultować się ze swoimi doradcami (w szczególności doradcami prawnymi i podatkowymi) przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej, aby upewnić się, że - niezależnie od informacji zawartych w niniejszym dokumencie - zamierzony zakup papieru wartościowego lub produktu finansowego jest odpowiedni do potrzeb i zamiaru Inwestora, Inwestor zrozumiał wszystkie ryzyka i po należytej analizie Inwestor doszedł do wniosku, że jest w stanie udźwignąć ekonomiczny rezultat takiej inwestycji. Zaleca się, aby inwestorzy zwrócili uwagę na informacje przekazywane klientom zgodnie austriacką ustawą o nadzorze nad papierami wartościowymi z 2018 r. oraz zgodnie z polską ustawą o obrocie instrumentami finansowymi z 2005 r., z późniejszymi zmianami. Badania inwestycyjne są opracowywane przez dział analiz inwestycyjnych Erste Group w ramach przewidzianych przez obowiązujące przepisy prawa. Opinie zawarte w analizach dotyczących instrumentów udziałowych i dłużnych mogą się różnić. Inwestorzy inwestujący w instrumenty udziałowe mogą mieć różne interesy w porównaniu z inwestorami inwestującymi w instrumenty dłużne tego samego emitenta. Analityk nie ma żadnych uprawnień do składania jakichkolwiek oświadczeń lub gwarancji w imieniu analizowanej Spółki, Erste Group lub jakiejkolwiek innej osoby. Chociaż dołożono wszelkich uzasadnionych starań, aby zapewnić, że podane tu fakty są dokładne i że prognozy, opinie i oczekiwania zawarte w niniejszym dokumencie są uczciwe i rozsądne, Erste Group (w tym jej przedstawiciele i pracownicy) nie udziela, wyrażnie lub domniemanie, żadnej gwarancji, ani nie przyjmuje na siebie odpowiedzialność za aktualność, kompletność i poprawność treści niniejszego Dokumentu. Ani Erste Group, ani żaden z jej poszczególnych dyrektorów zarządzających, członków rady nadzorczej, członków zarządu, dyrektorów, lub innych pracowników nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek koszty, straty lub szkody (w tym późniejsze szkody, szkody pośrednie i utracone korzyści) w jakiegokolwiek sposób wynikające z polegania na tym dokumencie lub wykorzystania tego dokumentu. Erste Group, spółki powiązane, a także przedstawiciele i pracownicy mogą, w zakresie dozwolonym przez prawo, posiadać pozycję w papierach wartościowych (lub opcjach, warrantach lub prawach do papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych) analizowanej Spółki.

---

---

Ponadto Erste Group, spółki powiązane, a także przedstawiciele i pracownicy mogą oferować Spółce usługi inwestycyjne lub mogą sprawować funkcje zarządcze w Spółce. Niniejszy dokument został opracowany zgodnie z prawem polskim, obowiązującym na terytorium Rzeczypospolitej Polski. Przekazywanie tego dokumentu, jak również marketing produktów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie są ograniczone lub zabronione w niektórych jurysdykcjach. Dotyczy to w szczególności Stanów Zjednoczonych, Kanady, Szwajcarii, Australii, Korei i Japonii. W szczególności niniejszy dokument, ani żadna jego kopia nie mogą być pobierane, przesyłane lub rozpowszechniane, bezpośrednio lub pośrednio w Stanów Zjednoczonych lub osobom z USA (zgodnie z definicją w amerykańskiej Ustawie o papierach wartościowych z 1933 r., z późniejszymi zmianami), chyba że obowiązujące przepisy prawa Stanów Zjednoczonych lub niektórych stanów federalnych USA przewidują odpowiednie zwolnienia. Jakikolwiek nieprzestrzeganie tych ograniczeń może stanowić naruszenie praw tego rodzaju jurysdykcji. Osoby otrzymujące ten dokument są zobowiązane do zapoznania się z wszelkimi tego rodzaju ograniczeniami i do ich przestrzegania. Akceptując niniejszy dokument obiorca zgadza się przestrzegać powyższych ograniczeń i przestrzegać obowiązujących przepisów. Dalsze informacje mogą być dostarczone przez Erste Group na żądanie. Niniejszy dokument oraz informacje, analizy, komentarze i wnioski zawarte w niniejszym dokumencie są materiałem chronionym prawem autorskim.

---

Erste Group zastrzega sobie prawo do zmiany wszelkich opinii i informacji zawartych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez wcześniejszego powiadomienia. Erste Group zastrzega sobie ponadto prawo do nie aktualizowania jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym dokumencie lub do całkowitego zaprzestania aktualizacji. Wszystkie informacje zawarte w niniejszym dokumencie są niewiążące. Istnieje możliwość wystąpienia błędów drukarskich i błędów przedruku.

---

Jeśli jedna z klauzul zawartych w niniejszym oświadczeniu zostanie uznana za niezgodną z prawem, niemożliwa do zastosowania lub niewykonalna, klauzula musi być traktowana w jak największym możliwym stopniu jako oddzielna klauzula w stosunku do innych klauzul przewidzianych w niniejszym oświadczeniu. W każdym przypadku niedozwolona, niemożliwa do zastosowania lub niewykonalna klauzula nie wpływa na legalność, możliwość zastosowania lub wykonalność innych klauzul.

#### Ważne Ujawnienia

**NINIEJSZY DOKUMENT NIE MOŻE BYĆ PRZEKAZYWANY, PRZESYŁANY LUB ROZPOWSZECHNIANY W STANACH ZJEDNOCZONYCH, KANADZIE, SZWAJCarii, AUSTRALII, KOREA LUB JAPONII LUB DO JAKIEJKOLWIEK TZW. US PERSON, LUB JAKIEJKOLWIEK OSOBY FIZYCZNEJ POZA KANADĄ, AUSTRALIĄ, SZWAJCARIĄ, KOREĄ LUB JAPONIĄ, KTÓR JEST REZYDENTEM STANÓW ZJEDNOCZONYCH, KANADY, SZWAJCarii, AUSTRALII, KOREI LUB JAPONII ALBO PRASIE W TYCH KRAJACH.**

#### Ogólne ujawnienia

Wszystkie rekomendacje wydane przez Erste Group Research są niezależne, obiektywne i oparte na najnowszych informacjach o Spółce, branży i innych ogólnych publicznie dostępnych informacjach, które Erste Group Research uważa za wiarygodne; jednakże nie gwarantujemy ani nie przyjmujemy żadnej odpowiedzialności za kompletność lub dokładności takich informacji lub naszych rekomendacji. W celu uniknięcia błędów i / lub zniekształceń staramy się dochować należytej staranności i rzetelności. Spółka lub inne wewnętrzne działy Erste Group nie mają wpływu na rating lub cenę docelową rekomendacji. Każda rekomendacja opracowywana przez analityka jest weryfikowana przez pracownika wyższego szczebla z

działu analiz lub uzgadniana z analitykiem wyższego szczebla / jego zastępcą (zasada 4 oczu). Erste Group wdrożyło obszerne zasady compliance dotyczące transakcji osobistych 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 wynagrodzenia analityków nie była, nie jest lub nie będzie bezpośrednio lub pośrednio związana z konkretnymi rekomendacją(mi) lub opiniami 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 należące do Erste Group, w tym stratedzy i pracownicy działu sprzedaży, mogą wyrażać poglądy niezgodne z poglądami przyjętymi w niniejszym raporcie analitycznym.

#### Konflikty interesów

Ujawnienia dotyczące potencjalnych konfliktów interesów związanych z Erste Group Bank AG, jej podmiotami powiązаныmi lub oddziałami oraz odpowiednimi przedstawicielami i pracownikami w odniesieniu do emitentów, instrumentów finansowych i / lub papierów wartościowych będących przedmiotem niniejszego dokumentu są aktualizowane codziennie.

Aby zapoznać się z przeglądem konfliktów interesów dla wszystkich analizowanych spółek przez Erste Group w ramach Equity Research, proszę kliknąć następujący link:

<https://www.erstegroup.com/de/disclosure>

Erste Group Bank AG zapewnia wewnętrzną polityką, że konflikty interesów są zarządzane w uczciwy sposób. Polityka „Zarządzania konfliktem interesów w związku z badaniami inwestycyjnymi” znajduje się pod następującym linkiem:

[https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Umgang\\_mit\\_Interessenskonflikten/index.phtml](https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Umgang_mit_Interessenskonflikten/index.phtml)

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

[https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Recommendations\\_Distribution/index.phtml](https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Recommendations_Distribution/index.phtml)

Wszystkie ujawnienia dotyczące konfliktów interesów, mające zastosowanie do niniejszej publikacji, zachowują swoją ważność 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.

Historia wszystkich rekomendacji w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem:

<https://www.erstegroup.com/en/research/research-legal>

Wyjaśnienie parametrów wyceny i oceny ryzyka

O ile nie zaznaczono inaczej w treści raportu analitycznego, ceny docelowe w publikacji oparte są na wycenie metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych i / lub porównaniu wskaźników wyceny z firmami postrzeganymi przez analityka jako porównywalne lub kombinacją obu metod. Wynik tej fundamentalnej wyceny jest korygowany, aby odzwierciedlić poglądy analityka na prawdopodobny przebieg nastrojów inwestorów. Niezależnie od zastosowanej metody wyceny istnieje znaczne ryzyko, że cena docelowa nie zostanie osiągnięta w oczekiwanych ramach czasowych. Czynniki ryzyka obejmują nieprzewidziane zmiany presji konkurencyjnej lub poziomu popytu na produkty spółki. Takie zmiany popytu mogą wynikać ze zmian w technologii, ogólnego poziomu aktywności gospodarczej lub, w niektórych przypadkach, ze zmian wartości społecznych. Na wyceny mogą także wpływać zmiany w opodatkowaniu, kursach walut, nastrojach na rynku kapitałowym oraz przepisach regulacyjnych. Inwestowanie w rynki zagraniczne i instrumenty, takie jak ADR, może skutkować zwiększonym ryzykiem z powodu takich czynników, jak kursy wymiany, kontrola wymiany, opodatkowanie, warunki polityczne, gospodarcze i społeczne.

Wszystkie ceny rynkowe w tej publikacji są cenami zamknięcia poprzedniego dnia sesyjnego (chyba że w publikacji podano inaczej).

Szczegółowe informacje na temat wyceny i metodologii badań inwestycyjnych Erste Group Bank AG znajdują się pod następującym linkiem:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Bewertungsmethoden/index.phtml>

Planowana częstotliwość aktualizowania rekomendacji

Docelowe ceny dla poszczególnych akcji mają być cenami docelowymi przez 12 miesięcy, począwszy od daty publikacji. Ceny docelowe i rekomendacje są weryfikowane zazwyczaj po opublikowaniu raportów kwartalnych lub zawsze, gdy wymagają tego okoliczności.

Okresowe publikacje są identyfikowane przez ich odpowiednie nazwy produktowe, co samo w sobie wskazuje częstotliwość aktualizacji (np. raport kwartalny). Rekomendacje wymienione w tych publikacjach są aktualizowane zgodnie z częstotliwością, chyba że zaznaczono inaczej (np. 12M TP nie jest aktualizowana co miesiąc, nawet jeśli jest to wymienione w podsumowaniu produktu miesięcznego / kwartalnego).

Odnośniki

Erste Group może udostępniać hiperłącza do stron internetowych podmiotów wymienionych w tym dokumencie, jednak dołączenie linku nie oznacza, że Erste Group popiera, rekomenduje lub zatwierdza jakiegokolwiek materiały na połączonej stronie lub dostępne z niej. Erste Group nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie materiały, w szczególności za kompletność i dokładność, ani za jakiegokolwiek konsekwencje ich wykorzystania.

Dodatkowe uwagi dla czytelników w następujących krajach:

**Austria:** Erste Group Bank AG jest zarejestrowany w Rejestrze Handlowym w Sądzie Gospodarczym w Wiedniu pod numerem FN 33209m. Erste Group Bank AG jest autoryzowany i regulowany przez Europejski Bank Centralny (EBC) (Sonnemannstraße 22, D-60314 Frankfurt nad Menem, Niemcy) oraz przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) (Otto-Wagner Platz 5, A-1090, Wiedeń, Austria).

**Niemcy:** Erste Group Bank AG jest upoważniony do prowadzenia działalności inwestycyjnej w Niemczech przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) i podlega ograniczonemu nadzorowi Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

**Zjednoczone Królestwo (UK):** Erste Group Bank AG jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Wielkiej Brytanii przez Financial Conduct Authority i Prudential Regulation Authority. Niniejszy dokument skierowany jest wyłącznie do uprawnionych kontrahentów i klientów profesjonalnych. Nie jest skierowany do klientów detalicznych. Żadne osoby inne niż uprawniony kontrahent lub klient profesjonalny nie powinny czytać ani polegać na żadnych informacjach w tym dokumencie. Erste Group Bank AG nie zajmuje się ani nie doradza ani nie oferuje w żaden inny sposób usług inwestycyjnych klientom detalicznym.

Republika Czeska: Česká spořitelna, a.s. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Czechach przez Narodowy Bank Czech (CNB).

Chorwacja: Erste Bank Croatia jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Chorwacji przez Chorwacką Agencję Nadzoru Usług Finansowych (HANFA).

Węgry: Erste Bank Hungary ZRT. i Erste Investment Hungary Ltd. są regulowane w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej na Węgrzech przez Węgierski Urząd Nadzoru Finansowego (PSZAF).

Serbia: Erste Group Bank AG jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Serbii przez Komisję Papierów Wartościowych Republiki Serbii (SCRS).

Rumunia: Banca Comercială Română jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Rumunii przez rumuńską Narodową Komisję Papierów Wartościowych (CNVM).

Polska: Erste Securities Polska S.A. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Polsce przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF).

Słowacja: Slovenská sporiteľňa, a.s. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej na Słowacji przez Narodowy Bank Słowacji (NBS).

Szwajcaria: Niniejszy raport z badań nie stanowi prospektu emisyjnego ani podobnego komunikatu w związku z ofertą lub notowaniem papierów wartościowych w rozumieniu art. 652a, 752 i 1156 szwajcarskiego kodeksu zobowiązań oraz zasad notowań SWX Swiss Exchange.

Hong Kong: Ten dokument może być otrzymany w Hongkongu wyłącznie przez „profesjonalnych inwestorów” w rozumieniu Załącznika 1 do Rozporządzenia o papierach wartościowych i kontraktach terminowych na waluty (Cap.571) Hongkongu oraz wszelkich zasad w nim zawartych.

Wielka Brytania: Niniejszy dokument jest skierowany wyłącznie do inwestorów profesjonalnych (zgodnie z definicją tego terminu zawartą w art. 19(5) Ustawy o usługach i rynkach finansowych z 2000 r. (promocja finansowa) Rozporządzenie z 2005 r. ("FPO")) lub do osób, dla których jego dystrybucja byłaby w inny sposób zgodna z prawem. W związku z tym osoby, które nie mają profesjonalnego doświadczenia w kwestiach związanych z inwestycjami, nie powinny polegać na niniejszym dokumencie.

© Erste Group Bank AG oraz Erste Securities Polska S.A. 2023. Wszelkie prawa zastrzeżone.  
Opublikowano przez:

Erste Securities Polska S.A.  
Departament Analiz  
00-103 Warszawa, ul. Królewska 16  
Siedziba: Warszawa  
Krajowy Rejestr Sądowy (KRS): Numer 0000065121  
Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy  
Strona internetowa Erste Securities Polska S.A.: [www.esp.pl](http://www.esp.pl)

oraz:

Erste Group Bank AG  
Group Research  
1100 Vienna, Austria, Am Belvedere 1  
Siedziba: Wiedeń  
Nr Rejestru Handlowego: FN 33209m  
Sąd Gospodarczy w Wiedniu  
Strona internetowa Erste Group Bank AG: [www.erstegroup.com](http://www.erstegroup.com)