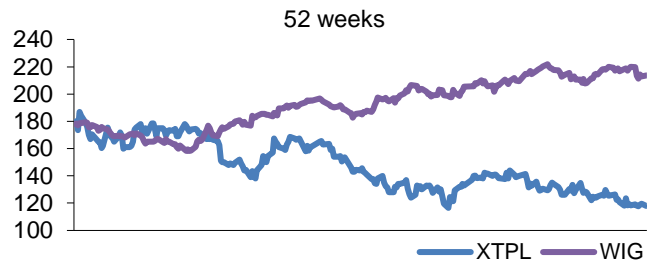


RAPORT AKTUALIZUJĄCY

# XTPL

Kupuj

(mIn PLN)	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	15.5	15.0	35.9	101.0
EBITDA	-3.0	-12.0	3.2	27.3
EBIT	-4.8	-14.9	0.2	24.2
Zysk netto dla jedn. dominującej	-4.9	-14.9	0.2	24.2
Zysk na akcję (PLN)	-2.06	-6.34	0.09	10.28
Zysk gotówkowy na akcję (PLN)	-1.28	-5.09	1.38	11.61
Wartość księgowa na akcję (PLN)	14.30	7.95	8.04	18.32
Dywidenda na akcję (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA (x)	-94.1	-22.9	85.0	9.4
P/E (x)	nm	nm	nm	nm
P/CE (x)	-101.5	-23.1	85.3	10.1
Stopa dywidendy	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Cena akcji (PLN) na zamknięciu w dniu 22.07.2024			117.80	
Liczba akcji (mln)			2.3	
Wartość rynkowa (mln PLN)			277	
Wartość przedsiębiorstwa (mln PLN)			274	



Zmiana kursu	12M	6M	3M	1M
w PLN	-37.2%	-18.2%	-14.5%	-5.8%
Reuters	XTP.WA	Akcje w wolnym obrocie		44.8%
Bloomberg	XTP.PW	Akcyonariat: Deutsche Balaton Group (14.3%)		
Dzień dywidendy		Filip Granek (14.0%)		
<b>Cena docelowa</b>	<b>152.00</b>	Strona internetowa:	<a href="http://www.xtpl.com.pl">www.xtpl.com.pl</a>	

**Analyst:**

Piotr Bogusz  
+48 22 257 5755  
Piotr.Bogusz@erstegroup.com

## W oczekiwaniu na pierwsze wdrożenie przemysłowe

**Aktualizujemy naszą rekomendację pozostawiając zalecenie kupuj przy obniżonej cenie docelowej do 152 PLN.** Obniżamy naszą cenę docelową ze względu na przyjęcie bardziej konserwatywnych założeń odnośnie sprzedaży w latach 2024-25 oraz uwzględnienie wyższych kosztów operacyjnych. Nadal wierzymy, że pierwsze wdrożenie przemysłowe pozwoli spółce na przeskalowanie skali działalności.

**Niższa od zakładanej sprzedaż w 2024 roku.** XTPL sprzedało 6 urządzeń DPS w 1H'24, co jest wolniejszym tempem niż wcześniej zakładaliśmy, dlatego obniżamy naszą prognozę sprzedaży urządzeń w całym 2024 roku z 18 do 15 drukarek DPS. Oczekujemy wzrostu liczby zamówień drukarek w 2H'24, co powinno być wspierane m.in. przez pozyskanie nowych dystrybutorów. Oczekujemy, że pierwsze wdrożenie przemysłowe wesprze wyniki 2025 roku (vs. wcześniej zakładany 2024). Pozytywnie oceniamy coraz więcej zamówień na moduły przemysłowe od kontrahentów, co zwiększa szanse na kolejny proces wdrożenia przemysłowego.

**Wyższe niż oczekiwane koszty** związane ze zwiększeniem skali działalności oraz poprawieniem tempa komercjalizacji oferowanych rozwiązań. Podnosimy nasze oczekiwania dotyczące kosztów, jednocześnie zaznaczając, że po Q2'24 kwartalne koszty powinny pozostać na relatywnie zbliżonym poziomie. Biorąc pod uwagę zakładane przyśpieszenie sprzedaży w 2H'24 i 2025 roku, uważamy, że tempo konsumowania środków pieniężnych przez spółkę powinno istotnie spowolnić w kolejnych kwartałach.

**Zmiana w prognozach.** Uwzględniając nasze zmiany założeń, obniżamy naszą prognozę EBITDA'24 z 5.7 mln PLN do -12.0 mln PLN w 2024 roku oraz z 15.2 mln PLN do 3.2 mln PLN w 2025 roku.

## 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. Potencjalna słabsza niż oczekiwana sprzedaż urządzeń DPS lub opóźnienie w przeprowadzeniu planowanych wdrożeń przemysłowych może wymusić na spółce tymczasowe cięcia w bieżących kosztach biznesu lub może doprowadzić do potencjalnej emisji akcji.
- 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.
- 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).
- 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 152 PLN za akcję, 29% powyżej obecnej wyceny rynkowej, co implikuje rekomendację kupuj.

	Waga	Cena
Wycena porównawcza	0%	137.6
Wycena DCF	100%	152.0
<b>12M cena docelowa na akcję (PLN)</b>		<b>152.0</b>

Source: Company, 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 2025-26, ponieważ w 2024 roku zgodnie z naszymi prognozami spółka odnotuje stratę na poziomie EBITDA/zysku netto.

	Mcap (mln USD)	P/E			EV/EBITDA		
		2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
KLA Corporation	108 992	34.8	28.2	24.0	26.2	22.3	19.1
ASML Holding	376 113	46.0	28.5	24.3	36.0	22.7	19.7
Lam Research	127 737	32.8	26.7	21.2	26.8	22.0	17.9
ASM International	36 667	49.1	36.7	30.6	34.6	26.1	21.3
Applied Materials	185 028	26.6	23.0	20.5	22.2	19.1	17.2
Entegris	20 134	40.5	29.9	24.1	24.0	19.2	16.1
Axcelis Technologies	4 454	21.6	15.7	n.a	15.9	12.0	n.a
Amkor Technology	10 140	24.1	17.2	12.7	8.2	6.6	n.a
Tokyo Electron Limited	93 056	41.8	30.7	23.5	27.8	21.0	15.8
Median: Total		34.8	28.2	23.7	26.2	21.0	17.9
Implikowana wartość na akcję		-221.0	2.6	244.2	-132.5	29.4	216.6
Waga		0%	25%	25%	0%	25%	25%
Premia/dyskonto		0%					
Wartość firmy na akcję (PLN)		<b>123.2</b>					
<b>12m wartość firmy na akcję (PLN)</b>		<b>137.6</b>					

Source: Bloomberg, Erste Group Research

## Wycena DCF:

- 5-cio letni okres prognozy.
- Stopa wolna od ryzyka 5.75% (rentowności 10-letnich obligacji skarbowych)
- W wycenie bierzemy dług netto z końca 2024 roku. W wycenie DCF nie uwzględniamy FCFF z 2024 roku
- Wzrost FCF po okresie prognozy 2,5%

### Szacunki WACC

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	TV
Stopa wolna od ryzyka	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
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
<b>Koszt kapitału</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>
Koszt długu	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
Efektyw na stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
<b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>
Udział kapitału w wycenie	100%	100%	100%	100%	100%	100%
<b>WACC</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>

### Wycena DCF

(mln PLN)	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	TV
<i>Wzrost sprzedaży r/r</i>	-3.3%	139.6%	181.7%	33.0%	23.4%	2.5%
EBIT	-14.9	0.2	24.2	34.9	44.9	44.3
<i>marża EBIT</i>	-99.6%	0.6%	23.9%	26.0%	27.0%	26.0%
<i>Stopa podatkowa</i>	-0.5%	0.0%	10.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Opodatkowanie EBIT	-0.1	0.0	-2.4	0.0	0.0	0.0
<b>NOPLAT</b>	<b>-15.0</b>	<b>0.2</b>	<b>21.7</b>	<b>34.9</b>	<b>44.9</b>	<b>44.3</b>
+ Amortyzacja	2.9	3.0	3.1	3.2	3.3	1.8
CAPEX / Amortyzacja	275.6%	183.7%	185.3%	184.0%	180.0%	100.0%
Zmiana w kapitale obrotowym	-0.7	1.0	-1.5	-0.8	-0.7	-0.6
<i>Zmiana w kapitale obrotowym / zmiana sprzedaży</i>	137.4%	4.6%	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-14.5%
- CAPEX	-8.1	-5.6	-5.8	-5.9	-6.0	-1.8
<b>FCFF</b>	<b>-20.9</b>	<b>-1.4</b>	<b>17.6</b>	<b>31.5</b>	<b>41.5</b>	<b>43.7</b>
<i>Wzrost FCFF po okresie prognozy</i>						2.5%
Wartość rezydualna (TV)						484.2
Zdyskontowana wartość rezydualna	-18.7	-1.1	12.6	20.2	23.8	277.8
<b>Wartość przedsiębiorstwa (EV)</b>	<b>333.3</b>					
Udziały i mniejszości	0.0					
Aktywa nieoperacyjne	0.0					
Dług netto	-2.3					
Inne	0.0					
<b>Wartość firmy</b>	<b>335.7</b>					
Liczba akcji (mln)	2.3					
Koszt kapitału	11.8%					
<b>12M cena docelowa na akcję (PLN)</b>	<b>152.0</b>					
Bieżąca cena akcji (PLN)	117.8					
<i>Potencjał wzrostu / spadku</i>	29.0%					



Źródło: Erste Group Research

		marża EBIT				
		20.0%	23.0%	26.0%	29.0%	32.0%
<b>W A C C</b>	10.8%	140.0	158.0	175.0	192.0	209.0
	11.3%	131.0	147.0	163.0	179.0	195.0
	11.8%	123.0	137.0	<b>152.0</b>	167.0	182.0
	12.3%	115.0	129.0	143.0	156.0	170.0
	12.8%	109.0	121.0	134.0	147.0	159.0
		Wzrost FCFF po okresie prognozy				
		1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
<b>W A C C</b>	10.8%	158.0	166.0	175.0	185.0	197.0
	11.3%	148.0	155.0	163.0	172.0	182.0
	11.8%	139.0	145.0	<b>152.0</b>	160.0	169.0
	12.3%	131.0	136.0	143.0	149.0	157.0
	12.8%	123.0	128.0	134.0	140.0	147.0

## Postępy w komercjalizacji technologii

**Wzrost liczby dystrybutorów.** W ostatnich miesiącach spółka konsekwentnie realizowała kroki w celu dalszej komercjalizacji posiadanej technologii. Obecnie spółka posiada 13 dystrybutorów swoich urządzeń na całym świecie, a od Q4'23 podpisano umowy z 8 dystrybutorami. Zwiększa to szanse na przyspieszenie sprzedaży urządzeń XTPL na kolejnych rynkach.

### Dystrybutorzy urządzeń XTPL na poszczególnych rynkach

USA	EMEA	ASIA	
CWI Technical Sales	Semitronics (UK & Ireland)	Vertex (India)	YI XIN (China and Hong Kong)
Ontos Equipment System	Merconics (Germany, France, Austria, Switzerland)	Trident Electronics Technologies (Singapore)	3H Corporation (South Korea)
	CDS Electronique (France)	Detekt Technology (Taiwan)	YES01, Youngil Education System (South Korea)
	Vector Technologies (Greece)	Sigma Technology Corporation (Taiwan, China)	

Źródło: Spółka, Erste Group Research

**Rozwój na rynku US.** Od Q4'24 XTPL podpisało umowy z dwoma dystrybutorami na rynku w US. Od początku 2024 roku został zatrudniony doświadczony dyrektor sprzedaży na rynek US (16 lat doświadczenia na tym rynku), a w 2H'24 ma zostać otwarte centrum sprzedażowo-demonstracyjne XTPL zlokalizowane w Bostonie. Do US dotychczas sprzedano 4 urządzenia DPS, a podjęte inicjatywy powinny przełożyć się na wzrost wolumenu sprzedaży na tym rynku.

**Zwiększona aktywność marketingowa.** W okresie styczeń-maj 2024 roku przedstawiciele spółki wzięli udział w 7 międzynarodowych wydarzeniach branżowych starając się promować technologię oferowaną przez XTPL (vs. 18 wydarzeń w 2023 roku). Spółka zintensyfikowała działania marketingowe wykorzystując m.in. zewnętrzne portale branżowe, serwis LinkedIn, własną stronę.

## Prowadzone projekty wdrożeń przemysłowych

**Na koniec Q1'24 spółka prowadziła cztery projekty wdrożeń przemysłowych w 4 fazie** (5 faza to wdrożenie przemysłowe) związanych z technologią drukowania oraz zakończyła 4 etap prac rozwojowych w ramach fazy technologicznej z Nano Dimension (segment HPM; ustalono kontynuację wspólnego definiowania kolejnych faz współpracy komercyjnej). **W 2024 roku XTPL pozyskało jeden projekt wdrożenia przemysłowego, w którym kontrahent z Chin zdecydował się przejść od razu do czwartej fazy** z pominięciem poprzednich faz. Szczegóły poszczególnych projektów zostały wymienione poniżej:

- **Korea Południowa – wyświetlacze FPD** (start 4 etapu Q2'23), klient końcowy – wiodący producent wyświetlaczy FPD na świecie z Korei Południowej. W 2024 roku złożone zostało drugie zamówienie na moduł przemysłowy od HB Technology z Korei Południowej, a pierwsze urządzenie prototypowe zostało

umieszczone na linii pilotażowej klienta końcowego. W Q1'24 zintensyfikowano testy w ramach 4 etapu.

- **Chiny – wyświetlacze FPD (start od 4 etapu Q2'24 – nowy klient)**, klient końcowy – wiodący producent maszyn dla przemysłu nowoczesnych wyświetlaczy z Chin
- **USA – wyświetlacze FPD i półprzewodniki** (start 4 etapu Q2'23), klient końcowy – notowany na Nasdaq 100 czołowy producent maszyn przemysłowych z USA.
- **Tajwan – półprzewodniki - advanced packaging** (start 4 etapu Q3'22), klient końcowy – czołowy producent półprzewodników z Tajwanu.

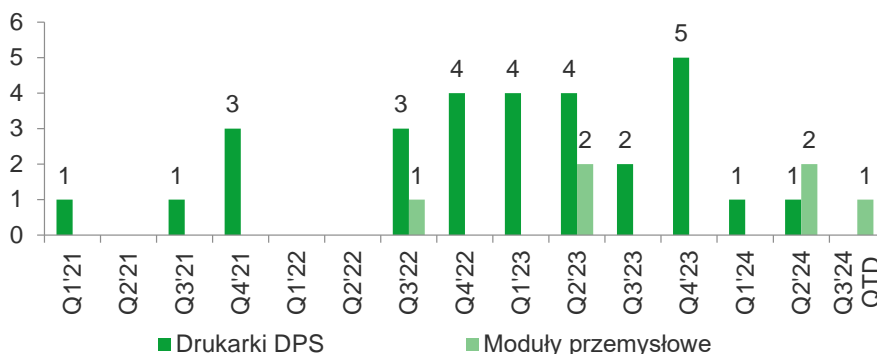
Poza wymienionymi najbardziej zaawansowanymi procesami spółka prowadzi jeszcze 5 innych procesów będących minimalnie na 2 etapie. Zgodnie z komentarzem MB dwa wdrożenia przemysłowe są w stanie wygenerować 50 mln PLN przychodów rocznie zakładanych w 2026 roku.

## Wolniejsza niż zakładana sprzedaż w 1H'24, ale potencjalne odbicie w 2H'24

W 1H'24 spółka zaksięgowwała sprzedaż 6 drukarek DPS (vs. 5 w analogicznym okresie 2023 roku) oraz 2 modułów przemysłowych (vs. brak sprzedaży w 1H'23). **Przychody z tytułu sprzedaży produktów i usług wyniosły 5.5 mln PLN w 1H'24 (płasko y/y), niemniej należy podkreślić, że w 1H'24 spółka rozpoznała jednorazowe przychody z usług R&D w kwocie 1.6 mln PLN w 1H'23** (wartość sprzedaży z tytułu urządzeń wyniosła 3.9 mln PLN w 1'23). Pozytywnie oceniamy pojawienie się kolejnych zamówień na moduły przemysłowe, które pochodzą od klientów komercyjnych i stwarzają szanse na kolejne wdrożenie przemysłowe technologii XTPL.

**Liczba zamówień na urządzenia DPS w YTD w 2024 roku jest znacznie niższa niż w poprzednim roku.** Słabszy wynik w 1H'24 zarząd tłumaczy powrotem sprzedaży do sezonowych trendów. **Zarząd wskazuje, że ożywienie w zamówieniach na urządzenia XTPL powinno nastąpić w mocniejszym sezonowo 2H'24.** Powinno po być wspierane pozyskaniem znacznie większej liczby dystrybutorów na świecie (od 3Q'23 pozyskano 8 z 13 dystrybutorów), inwestycje w dział sprzedaży oraz działania marketingowe. XTPL zainwestowało również w skrócenie czasu potrzebnego na dostawę zamówionego urządzenia, co zgodnie z naszymi szacunkami może trwać nawet krócej niż 90 dni (wcześniej realizacja zamówienia trwała 1-2 kwartały).

### Ilość zakontraktowanych drukarek DPS oraz modułów przemysłowych w poszczególnych kwartałach



Źródło: Spółka, Erste Group Research

**Biorąc pod uwagę wolniejsze niż oczekiwane tempo pozyskiwania nowych umów na drukarki DPS YTD, obniżamy nasze oczekiwania**

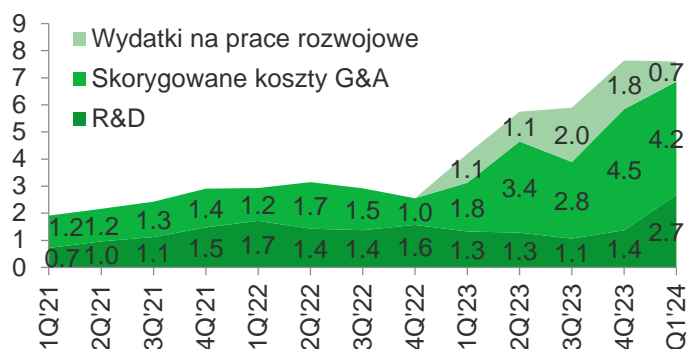
**dotyczące sprzedaży tych urządzeń do 15 (vs. 18 oczekiwane wcześniej), co by oznaczało konieczność zakontraktowania przez spółkę jeszcze 9 urządzeń DPS do początku Q4'24 (przy założeniu skrócenia czasu produkcji przez spółkę do mniej niż 3 miesięcy).**

W naszych założeniach nie prognozujemy większej sprzedaży modułów przemysłowych niż zaraportowana YTD w 2024 roku. Oczekujemy, że pierwsze wdrożenie przemysłowe będzie miało wpływ na wyniki finansowe w 2025 roku..

## Wyższe niż zakładane koszty operacyjne

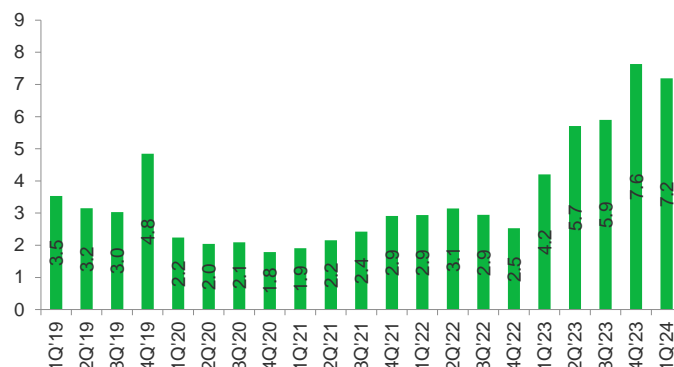
Spółka poczyniła w ostatnich kwartałach istotne inwestycje m.in. w poprawienie zdolności produkcyjnych, poprawienie zdolności R&D oraz zwiększyła wydatki na marketing. Znaczne inwestycje są częścią przyjętej przez XTPL strategii rozwoju do roku 2026 roku. Niemniej, tempo wzrostu kosztów jest szybsze niż wcześniej przez nas zakładane. **Zgodnie z komentarzem MB spółka poniosła już niezbędne inwestycje w kluczowych obszarach i tempo wzrostu bazy kosztowej powinno spowolnić.**

**Koszty R&D, skorygowane G&A oraz wydatki na prace rozwojowe**



Źródło: Spółka, Erste Group Research

**Całkowite koszty (Koszty R&D, G&A oraz nakłady na prace rozwojowe) skorygowane o koszty programu motywacyjnego**



Źródło: Spółka, Erste Group Research

Oczekujemy, że baza kosztowa rozumiana jako koszty R&D, G&A oraz nakłady na prace rozwojowe, nie powinna się zwiększać w kolejnych kwartałach. Jednocześnie podnosimy w naszych prognozach nasze założenia dotyczące kosztów.

## Oczekiwane przyśpieszenie tempa sprzedaży zmniejsza ryzyko kolejnej emisji akcji

Zarząd XTPL podkreśla, że środki pozyskane z ostatniej emisji powinny być wystarczające na realizację celów wyznaczonych w strategii do 2026 roku i nie widzą potrzeby przeprowadzania kolejnej emisji. W ostatnich kwartałach poziom środków pieniężnych zmniejszył się w dynamicznym tempie, co miało związek z inwestycjami we wzrost skali biznesu oraz w przyśpieszenie komercjalizacji oferowanych rozwiązań.

**Zgodnie z zaraportowanymi wstępnymi danymi za Q2'24, wartość środków pieniężnych zmniejszyła się o 5 mln PLN q/q w Q2'24. Jest to spowolnienie tempa konsumpcji nadwyżek finansowych względem poprzednich kwartałów.** Oczekujemy, że spółka dokonała niższych inwestycji w kapitał obrotowy w Q2'24 q/q (wcześniej wzrost zapasów był związany z przygotowaniem do przyśpieszenia realizowania dostaw na



zamówione urządzenia) oraz rozpoznała niższy capex niż w poprzednich kwartałach ze względu na założenie rozpoznania większej części kosztów nakładów na prace rozwojowe w P&L niż to miało miejsce w poprzednich kwartałach.

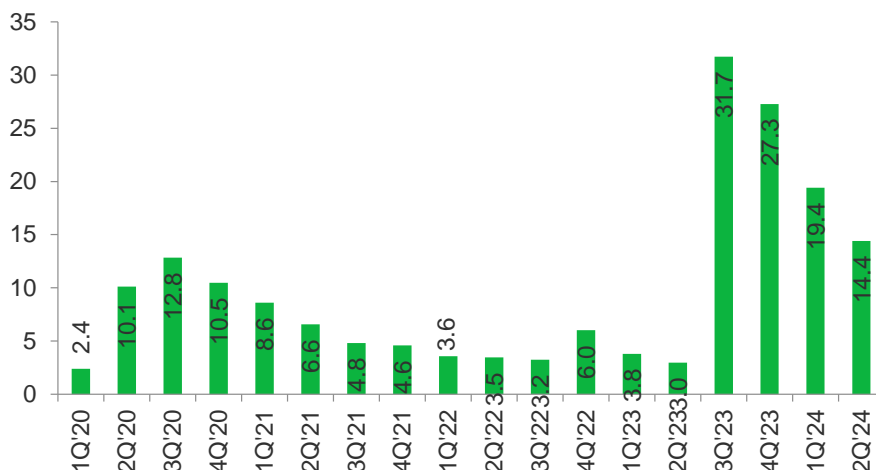
### Dekompozycja FCF kwartalnie

	3Q'23	4Q'23	Q1'24	2Q'24P
Zysk przed opodatkowaniem	-0.8	-2.2	-5.7	-4.6
Amoryzacja	0.6	0.6	0.7	0.7
Zmiana w kapitale obrotowym	-3.2	-0.4	-0.7	-0.2
inne	1.0	0.4	0.3	0.3
Capex	-2.7	-2.7	-1.7	-1.1
FCF	<b>-5.1</b>	<b>-4.4</b>	<b>-7.2</b>	<b>-5.0</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	<b>31.7</b>	<b>27.3</b>	<b>19.4</b>	<b>14.4</b>

Źródło: Spółka, Erste Group Research

**Podsumowując, w Q2'24 widoczne jest mniejsze zapotrzebowanie na kapitał, a zgodnie z komentarzem MB większość inwestycji w rozwój biznesu zostało już poniesionych.** Biorąc pod uwagę zakładany wzrost sprzedaży w 2H'24 wspierany m.in. przez pozyskanie nowych dystrybutorów oraz sezonowość, oczekujemy spowolnienia tempa konsumowania nadwyżek pieniężnych przez XTPL w 2H'24. Jednocześnie oczekujemy, że w 2025 roku spółka będzie w stanie wygenerować dodatnie przepływy z działalności operacyjnej. W scenariuszu zakładającym brak poprawy sprzedaży, brak pierwszego wdrożenia przemysłowego oraz utrzymanie poziomu konsumpcji gotówki na poziomie 5 mln PLN kwartalnie, spółka miałaby środki na prowadzenie działalności do końca Q1'25 (przy założeniu braku działań mających na celu optymalizację kosztów). Taki scenariusz mocno odbiega od naszego scenariusza bazowego i w naszej ocenie ma niskie szanse na zmaterializowanie.

### Środki pieniężne oraz depozyty w banku kwartalnie



Źródło: Spółka, Erste Group Research

## Prognoza wyników na Q2'24

**Przychody.** Oczekujemy, że przychody spadną o 11% r/r do 2.9 mln PLN w Q2'24. Szacujemy sprzedaż produktów i usług zgodnie ze wstępnymi szacunkami opublikowanymi przez spółkę. W linii dotacji zakładamy rozpoznanie około 0,15 mln PLN w 2Q'24, na co składa się bieżąca dotacja oraz rozliczenie dotacji, które spółka otrzymała w poprzednich okresach.

**Koszty.** Zakładamy wzrost kosztów R&D r/r (płasko k/k; głównie ze względu na wzrost skali działalności r/r) oraz oczekujemy wzrostu kosztów sprzedanych produktów ze względu na zakładany wyższy udział sprzedaży



produktów w miksie sprzedażowym. Oczekujemy, że koszty ogólnego zarządu wzrosną o 15% r/r do 3.8 mln PLN, co powinno wynikać ze zwiększenia skali działalności (zakładamy podobną bazę kosztową k/k).

**Zysk netto.** W 2Q'24 oczekujemy straty netto na poziomie 4,2 mln PLN vs. 1,4 mln PLN straty netto w Q2'23. Zakładamy saldo na działalności finansowej na poziomie 0,1 mln PLN w Q2'24 (głównie odsetki od posiadanych środków pieniężnych) vs. -0.1 mln PLN w 2Q'23.

#### Prognoza wyników Q2'24

RZIS (mln PLN)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	R/R	K/K
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>3.3</b>	<b>3.9</b>	<b>4.6</b>	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>	-11%	3%
Produkty i usługi	2.6	3.6	4.2	2.7	2.8	9%	2%
Dotacje	0.8	0.3	0.4	0.1	0.2	-80%	27%
<b>Koszt własny sprzedaży</b>	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>	<b>2.6</b>	<b>4.5</b>	<b>3.4</b>	84%	-24%
Koszty badań i rozwoju	1.3	1.1	1.4	2.7	2.6	100%	-4%
Koszt własny sprzedanych produktów	0.6	1.0	1.2	1.8	0.8	47%	-53%
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>1.5</b>	<b>1.9</b>	<b>2.1</b>	<b>-1.6</b>	<b>-0.4</b>	-131%	-72%
Koszty ogólnego zarządu	3.3	2.8	4.5	3.8	3.8	15%	1%
Pozostała działalność operacyjna	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
<b>EBITDA</b>	<b>-0.9</b>	<b>-0.4</b>	<b>-1.8</b>	<b>-4.7</b>	<b>-3.6</b>		
EBIT	-1.3	-0.9	-2.4	-5.4	-4.3		
Działalność finansowa	-0.1	0.1	0.2	0.0	0.1		
<b>Zysk (strata) przed opodatkowaniem</b>	<b>-1.4</b>	<b>-0.8</b>	<b>-2.2</b>	<b>-5.3</b>	<b>-4.2</b>		
Podatek dochodowy	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>-1.4</b>	<b>-0.8</b>	<b>-2.3</b>	<b>-5.3</b>	<b>-4.2</b>		

Źródło: Spółka, Erste Group Research

#### Prognozy finansowe

Obniżamy nasze szacunki dotyczące sprzedaży urządzeń DPS oraz modułów przemysłowych latach 2024 i 2025. W przypadku modułów przemysłowych zakładamy efekt przychodowy pierwszego wdrożenia przemysłowego w 2025 roku (vs. 2024 zakładany wcześniej). Przyjęliśmy również bardziej konserwatywne założenie dotyczące sprzedaży HPM (High Performance Materials) oraz przychodów z dotacji. Uwzględniamy wyższy poziom bazy kosztowej (zarówno koszty R&D oraz G&A) w okresie prognozy, co efektywnie wpływa na obniżenie zakładanej w prognozach rentowności biznesu.

	2022	2023	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>12.8</b>	<b>15.5</b>	<b>15.0</b>	<b>35.9</b>	<b>101.0</b>
<i>zmiana r/r (%)</i>	173%	21%	-3%	140%	182%
Badania i rozwój	6.7	2.2	0.6	1.3	1.9
Delta Printing System	3.0	10.6	11.7	18.4	24.5
Moduły przemysłowe	0.0	0.0	1.2	13.1	50.0
High Performance Materials	0.4	0.6	0.9	2.5	24.2
Dotacje	2.8	2.1	0.6	0.5	0.5
<b>Koszt własny sprzedaży</b>	<b>6.8</b>	<b>8.4</b>	<b>13.0</b>	<b>18.2</b>	<b>45.5</b>
Badania i rozwój	6.1	5.0	7.8	6.6	9.3
Koszt własny sprzedanych produktów	0.8	3.4	5.2	11.6	36.2
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>6.0</b>	<b>7.0</b>	<b>2.0</b>	<b>17.6</b>	<b>55.5</b>
<i>marża (%)</i>	46.7%	45.5%	13.3%	49.1%	54.9%
<b>Koszty ogólnego zarządu</b>	<b>7.8</b>	<b>11.9</b>	<b>16.9</b>	<b>17.4</b>	<b>31.3</b>
<b>EBIT</b>	<b>-1.8</b>	<b>-4.8</b>	<b>-14.9</b>	<b>0.2</b>	<b>24.2</b>
<i>marża (%)</i>	-14%	-31%	-100%	1%	24%
<b>EBITDA</b>	<b>-0.8</b>	<b>-3.0</b>	<b>-12.0</b>	<b>3.2</b>	<b>27.3</b>
<i>marża (%)</i>					
<b>Saldo na działalności finansowej</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>Zysk (strata) przed opodatkowaniem</b>	<b>-2.1</b>	<b>-4.8</b>	<b>-14.9</b>	<b>0.2</b>	<b>24.2</b>
<b>Podatek dochodowy</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>-2.1</b>	<b>-4.9</b>	<b>-14.9</b>	<b>0.2</b>	<b>24.2</b>
<i>marża (%)</i>	-16.7%	-31.3%	-99.6%	0.6%	23.9%
Zakładana zafakturowana sprzedaż urządzeń DPS (szt.)	3	13	15	23	28
<i>zmiana r/r (%)</i>	50%	333%	15%	53%	22%
Zakładana cena urządzenia DPS (mln EUR)	0.211	0.180	0.183	0.189	0.206
<i>zmiana r/r (%)</i>	-3%	-15%	2%	3%	9%
Zakładana sprzedaż modułów przemysłowych (szt.)			3	33	123
<i>zmiana r/r (%)</i>				1000%	273%
Zakładana cena modułów przemysłowych (mln EUR)			0.09	0.09	0.10
<i>zmiana r/r (%)</i>				3%	2%
Liczba zamówień HPM	38	35	47	115	1 006
<i>zmiana r/r (%)</i>	90%	-8%	33%	147%	773%
Zakładana średnia wartość zamówienia	9.95	16.43	18.89	21.44	24.05
<i>zmiana r/r (%)</i>	114%	65%	15%	14%	12%

Źródło: Spółka, Erste Group Research

## Zmiana naszych prognoz

(mIn PLN)	2024P			2025P			2026P		
	Nowe	Stare	diff.	Nowe	Stare	diff.	Nowe	Stare	diff.
Przychody	15.0	30.6	-51.2%	35.9	53.9	-33.5%	101.0	104.0	-2.9%
Skor. EBITDA	-12.0	5.7		3.2	15.2	-78.6%	27.3	41.2	-33.8%
EBIT	-14.9	3.8		0.2	12.6	-98.3%	24.2	37.6	-35.8%
Zysk netto	-14.9	3.1		0.2	10.1	-97.9%	24.2	30.4	-20.6%
Marża skor. EBITDA	-0.6%	0.3%		9%	28%		27.0%	39.6%	
Marża EBIT	-0.7%	0.2%		1%	23%		23.9%	36.2%	
Marża netto	-0.7%	0.2%		1%	19%		23.9%	29.3%	

Źródło: Erste Group Research

Skonsolidowane sprawozdanie z wyniku	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
PLN mm	2021-12-30	2022-12-30	2023-12-31	2024-12-30	2025-12-30	2026-12-30
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>4.70</b>	<b>12.82</b>	<b>15.48</b>	<b>14.97</b>	<b>35.86</b>	<b>101.02</b>
Koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów	4.78	6.83	8.43	12.97	18.23	45.52
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>-0.08</b>	<b>5.99</b>	<b>7.05</b>	<b>1.99</b>	<b>17.62</b>	<b>55.50</b>
Koszty sprzedaży i administracyjne	6.27	7.78	11.86	16.90	17.41	31.34
Pozostałe przychody z uwzględnieniem rewaluacji	0.07	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
Pozostałe koszty z uwzględnieniem rewaluacji	0.03	0.01	0.04	0.00	0.00	0.00
<b>Zysk operacyjny powiększony o amortyzację EBITDA</b>	<b>-5.74</b>	<b>-0.80</b>	<b>-3.00</b>	<b>-11.97</b>	<b>3.25</b>	<b>27.29</b>
Amortyzacja	0.59	1.00	1.84	2.94	3.03	3.12
<b>Zysk operacyjny - EBIT</b>	<b>-6.32</b>	<b>-1.80</b>	<b>-4.84</b>	<b>-14.91</b>	<b>0.21</b>	<b>24.16</b>
Przychody i koszty finansowe	-0.25	-0.32	0.01	0.00	0.00	0.00
Pozostałe przychody/koszty	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Zysk przed opodatkowaniem	-6.57	-2.12	-4.83	-14.91	0.21	24.16
Podatek dochodowy	0.00	0.02	0.02	0.00	0.00	0.00
Wynik na działalności niekontynuowanej	-6.57	-2.14	-4.85	-14.91	0.21	24.16
Zyski przypadające na udziały niekontrolujące	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>Zysk przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej</b>	<b>-6.57</b>	<b>-2.14</b>	<b>-4.85</b>	<b>-14.91</b>	<b>0.21</b>	<b>24.16</b>
<b>Skonsolidowany bilans</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
PLN mm						
Rzeczowe aktywa trwałe z uwzględnieniem nieruchomości inwestycyjnych	2.62	4.30	5.07	5.76	3.82	2.00
Wartości niematerialne	2.78	3.44	9.55	14.03	18.51	22.99
Pozostałe aktywa trwałe	0.03	0.04	0.03	0.03	0.03	0.03
<b>Razem aktywa trwałe</b>	<b>5.43</b>	<b>7.78</b>	<b>14.65</b>	<b>19.82</b>	<b>22.36</b>	<b>25.03</b>
Zapasy	0.56	0.95	1.83	3.57	2.65	7.47
Należności	1.37	0.79	1.20	1.94	2.20	6.20
Inne aktywa obrotowe	0.61	1.98	2.98	2.98	2.98	2.98
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	4.58	6.01	27.28	6.33	4.96	24.97
<b>Razem aktywa obrotowe</b>	<b>7.12</b>	<b>9.73</b>	<b>33.29</b>	<b>14.82</b>	<b>12.79</b>	<b>41.62</b>
<b>RAZEM AKTYWA</b>	<b>12.55</b>	<b>17.51</b>	<b>47.94</b>	<b>34.64</b>	<b>35.15</b>	<b>66.64</b>
<b>Kapitał własny przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej</b>	<b>4.98</b>	<b>3.98</b>	<b>33.59</b>	<b>18.68</b>	<b>18.90</b>	<b>43.06</b>
<b>Udziały niekontrolujące</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
Zobowiązanie finansowe odsetkowe	0.24	3.57	0.17	0.00	0.00	0.00
Rezerwy z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Depozyty otrzymane	0	0	0	0	0	0
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	1.37	2.87	4.80	4.80	4.80	4.80
<b>Razem zobowiązania długoterminowe</b>	<b>1.62</b>	<b>6.45</b>	<b>4.97</b>	<b>4.80</b>	<b>4.80</b>	<b>4.80</b>
Zobowiązanie finansowe odsetkowe	3.38	0.34	3.98	3.98	3.98	3.98
Zobowiązania handlowe	1.12	1.44	1.96	3.73	4.03	11.36
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	1.45	5.31	3.44	3.44	3.44	3.44
<b>Razem zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>5.95</b>	<b>7.09</b>	<b>9.38</b>	<b>11.16</b>	<b>11.46</b>	<b>18.78</b>
<b>RAZEM ZOBOWIĄZANIA i KAPITAŁ WŁASNY</b>	<b>12.55</b>	<b>17.51</b>	<b>47.94</b>	<b>34.64</b>	<b>35.15</b>	<b>66.64</b>
<b>Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
PLN mm						
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	-3.80	4.72	-4.82	-12.67	4.20	25.80
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-1.62	-2.44	-7.50	-8.11	-5.57	-5.79
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	-0.47	-0.83	33.56	-0.17	0.00	0.00
<b>ZMIANA STANU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH</b>	<b>-5.90</b>	<b>1.46</b>	<b>21.24</b>	<b>-20.95</b>	<b>-1.37</b>	<b>20.01</b>
<b>Marże i wskaźniki</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
Wzrost przychodów rdr	105.0%	172.6%	20.7%	-3.3%	139.6%	181.7%
Marża brutto na sprzedaży	-1.7%	46.7%	45.5%	13.3%	49.1%	54.9%
Marża EBITDA	-122.0%	-6.2%	-19.4%	-80.0%	9.1%	27.0%
Marża EBIT	-134.4%	-14.1%	-31.3%	-99.6%	0.6%	23.9%
Marża zysku netto	-139.8%	-16.7%	-31.3%	-99.6%	0.6%	23.9%
ROE	-85.5%	-47.7%	-2.4%	-7.7%	22.0%	22.0%
ROA	-52.4%	-12.2%	-10.1%	-43.0%	0.6%	36.3%
Wskaźnik kapitału własnego	40%	23%	73%	77%	78%	78%
Dług netto	-0.96	-2.10	-23.13	-2.35	-0.98	-20.99
Dług netto do aktywów ogółem	-0.08	-0.12	-0.48	-0.07	-0.03	-0.31
Dług netto do kapitałów własnych	-0.19	-0.53	-0.69	-0.13	-0.05	-0.49

Źródło: dane Spółki, Erste Group estimates

## Group Research

Head of Group Research Friedrich Mostböck, CEFA®, CESGA®	+43 (0)5 0100 11902	Institutional Equity Sales Czech Republic 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
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 Jelic 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 Przemyslaw Nowosad Maciej Senderek	+48 22 257 5711 +48 22 257 5715 +48 22 257 5714 +48 22 257 5712 +48 22 257 5713
Czech Republic David Navratil (Head) Jiri Polansky Michal Skorepa	+420 956 765 439 +420 956 765 192 +420 956 765 172	Institutional Equity Sales Romania Valerian Ionescu	+40 3735 16541
Hungary Orsolya Nyeste János Nagy	+361 268 4428 +361 272 5115	Group Markets Retail and Agency Business Head: Christian Reiss	+43 (0)5 0100 84012
Romania Ciprian Dascalu (Head) Eugen Sinca Dorina Ilasco Vlad Nicolae Ionita	+40 3735 10108 +40 3735 10435 +40 3735 10436 +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: Gudrun Egger, CEFA® Ralf Burchert, CEFA®, CESGA® (Sub-Sovereigns & Agencies) Hans Engel (Global Equities) 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) Rainer Singer (Euro, US) Bernadett Povazsai-Römhild, CEFA®, CESGA® (Corporate Bonds) Elena Statelov, CIAA® (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 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 17331 +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 Ebkuchen Daniel Lion, CIAA® (Technology, Ind. Goods&Services) Michael Marschallinger, CFA® Nora Nagy (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	Corporate Treasury Prod. Distribution Head: Martina Kranzl-Carvell	+43 (0)5 0100 84147
Croatia/Serbia Mladen Dodig (Head) Boris Pevalek, CFA® Marko Plastic Matej Pretkovic Bruno Barbic Davor Spoljar, CFA® Magdalena Basic	+381 11 22 09178 +385 99 237 2201 +385 99 237 5191 +385 99 237 7519 +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 Bystřický	+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 Frieberthäuser Bernd Bollhof Andreas Goll Mathias Gindele Ulrich Inhofner Sven Kienzle Rene Klasen 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 +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 Krzysztof Kawa, CIAA® Jakub Szkopek	+48 22 257 5751 +48 22 257 5755 +48 22 257 5754 +48 22 257 5752 +48 22 257 5753	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
Group Institutional & Retail Sales		Czech Republic Head: Ondrej Čech Milan Bartoš Jan Porvich Pavel Zdichynec	+420 2 2499 5577 +420 2 2499 5562 +420 2 2499 5566 +420 2 2499 5590
Group Institutional Equity Sales Head: Michal Rizek	+420 224 995 537	Croatia Head: Antun Burić Zvonimir Tukač Natalija Zujic	+385 (0)7237 2439 +385 (0)7237 1787 +385 (0)7237 1638
Cash Equity Sales 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	Hungary Head: Peter Csizmadia Gábor Bálint Gergő Szabo	+36 1 237 8211 +36 1 237 8205 +36 1 237 8209
Institutional Equity Sales Croatia Matija Tkalicanac	+385 72 37 21 14	Romania Head: Octavian Florin Munteanu	+40 746128914
		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
		Group Fixed Income Securities Markets Head: Goran Hoblaj	+43 (0)50100 84403
		FISM Flow Head: Gorjan Hoblaj 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
		Poland 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 dostarczenia 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 korzyści, 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 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 dłożono 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 jakkolwiek 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. Jakiegokolwiek nieprzebranie 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 obszernie 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 rekomendacjami 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).

#### **Odnosniki**

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 Romana 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)