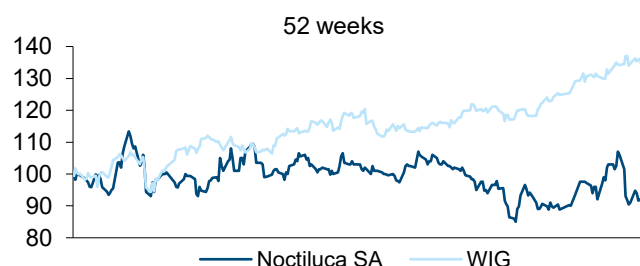


COMPANY REPORT

Noctiluca SA

Kupuj (bez zmian)

(mn PLN)	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	4.0	7.0	12.0	37.4
EBITDA	-3.2	-1.4	1.8	13.8
EBIT	-4.1	-2.3	0.7	12.6
Zysk netto	-4.2	-2.3	0.5	11.3
EPS (PLN)	-2.1	-1.2	0.3	5.8
CEPS (PLN)	-1.7	-0.7	0.8	6.4
BVPS (PLN)	4.7	3.6	3.8	9.6
DPS (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA (x)	-	-	102.2	12.9
P/E (x)	-	-	338.6	16.1
P/CE (x)	-	-	112.1	14.6
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



Zmiana ceny akcji	12m	6m	3m	1m
w PLN	-6.6%	-9.9%	-2.9%	0.9%

Cena akcji (PLN)	92.80	Reuters	NCLP.WA	Free float	70.5%
Liczba akcji (mn)	2.0	Bloomberg	NCL.PW	Akcjonariusze	Synthex Tech.
Wartość rynkowa (PLN mn)	182	Dziennik			Impera Invest
Wartość przedsiębiorstwa (PLN mn)	175	Cena docelowa	155.46	Strona internetowa	noctiluca.eu

Analyst:

Jakub Szkopek
+48 22 257 5753
jakub.szkopek@erstegroup.com

Rok szans przed nami...

Podwyższamy naszą wycenę Noctiluca do 155,5 PLN/akcja (wcześniej 154,8 PLN/akcja) oraz podtrzymujemy rekomendację Kupuj.

W 2025 roku Noctiluca udowodniła skuteczności technologii na poziomie działów B+R. Naszym zdaniem 2026 rok może być dla Noctiluca przełomowy pod względem monetyzacji wypracowanych rozwiązań i przejścia weryfikacji na poziomie działów produkcyjnych klientów, a pierwszy znaczny kamień milowy związany z weryfikacją wejścia na linię produkcyjną u największego na świecie producenta urządzeń telekomunikacyjnych z Chin może nastąpić już w maju. Szacujemy, że wejście na pojedynczą linię u powyższego klienta mogłoby oznaczać docelowe kilka do 10 mln EUR sprzedaży rocznie. Zakwalifikowanie oznaczałoby również wejście do poddostawców, którzy dziś odpowiadają za produkcję ~80% wyświetlaczy w Chinach oraz 50% na świecie. Pozytywna weryfikacja znacząco ułatwiłaby wejście na linię do kolejnego chińskiego giganta z którym obecnie Noctiluca ma umowę JDP (znacznym graczem na rynku wyświetlaczy OLED na świecie). Noctiluca obecnie prowadzi zaawansowane rozmowy z wiodącym producentem PMOLED z Tajwanu (uznany dostawca OEM monochromatycznych wyświetlaczy do AGD i urządzeń wearables). Możliwa weryfikacja materiałów Noctiluca u tego partnera mogłaby mieć miejsce w Q2, a docelowy potencjał klienta po weryfikacji może wynieść 1 mln EUR sprzedaży rocznie.

Równolegle 15 producentów wyświetlaczy na świecie testuje obecnie materiały Noctiluca. Równolegle do dużych klientów Noctiluca wdraża i sprzedaje swoje materiały do mniejszych graczy na bazie czego zakłada osiągnięcie miesięcznego break-even na poziomie EBITDA w końcu 2026 roku.

Czynniki ryzyka

1. **Ryzyko zmiany technologicznej.** Technologia OLED, choć obecnie uznawana za wiodące rozwiązanie w zakresie nowoczesnych wyświetlaczy, nie jest wolna od ryzyka związanego z pojawieniem się nowych, konkurencyjnych rozwiązań. OLED dynamicznie zwiększa swój udział w rynku, a globalni liderzy branży nieustannie inwestują w pozyskiwanie innowacji, które mogą zapewnić przewagę rynkową w kolejnych generacjach urządzeń. W związku z tym nie można wykluczyć, że w średnim lub długim horyzoncie czasowym pojawią się technologie wyświetlaczy charakteryzujące się wyższą jasnością, trwałością czy efektywnością energetyczną, które mogłyby zagrozić pozycji OLED jako standardu rynkowego.

Jednocześnie warto podkreślić, że w wielu kluczowych segmentach – takich jak wyświetlacze transparentne, zakrzywione, zginalne czy zwijane – OLED pozostaje obecnie technologią bez realnej konkurencji. Jej unikalne właściwości fizyczne, takie jak elastyczność, niska grubość, możliwość emisji światła bez potrzeby podświetlenia oraz wysoka jakość odwzorowania kolorów, czynią ją niezastąpioną w zastosowaniach wymagających nietypowych form i integracji z niestandardowymi powierzchniami. Dotyczy to m.in. elektroniki ubieralnej (wearables), inteligentnych etykiet, opakowań, ekranów head-up display (HUD) w motoryzacji oraz wielu rozwiązań IoT, gdzie alternatywne technologie wyświetlaczy nie oferują porównywalnej funkcjonalności.

Wpływ: Średni Prawdopodobieństwo: Niskie

2. **Ryzyko braku zainteresowania rozwiązaniem przez kontrahentów.** Nawet podpisanie MTA nie gwarantuje, że koncern zdecyduje się na wykorzystanie dostarczonej technologii w swoich wyświetlaczach. Aby minimalizować, to ryzyko Noctiluca dywersyfikuje swój portfel klientów. Duży zasób umów z kontrahentami może być w przyszłości przesłanką do próby zablokowania technologii dla innych graczy przez przejęcie całej firmy.

Wpływ: Średni Prawdopodobieństwo: Średnie

3. **Ryzyko spadku koniunktury.** Zwiększenie barier celnych negatywnie przekłada się na obroty w globalnym handlu i utrudnia wzrost wydatków konsumenckich. Spadek koniunktury może skłonić duże koncerny do szukania oszczędności i wstrzymywanie nakładów na wydatki na R&D oraz pozyskiwanie nowych patentów. Taka sytuacja mogłaby opóźnić potencjalny proces komercjalizacji w przypadku spółek materiałowych. W przypadku materiałów Noctiluca, proces komercjalizacji oparty jest o wieloletnie plany rozwoju technologii przez wiodących graczy globalnych (np. Samsung ma budżet na R&D większy niż cała Polska), którzy wykorzystują przewagę technologiczną jako kluczowy wyróżnik rynkowy, dlatego ograniczenie inwestycji w R&D na tym odcinku jest mało prawdopodobne. Ponadto z racji tego, że odbiorcy NCL znajdują się przeważnie poza Polską, to wystawia faktury w USD lub EUR, w przypadku spadku koniunktury, zmiana kursy PLN/USD będzie działała na korzyść NCL nawet przy okresowym zmniejszeniu wolumenu sprzedaży.

Wpływ: Mały Prawdopodobieństwo: Średnie

4. **Utrata czołowych pracowników.** Działalność Noctiluca opiera się na pracy interdyscyplinarnego zespołu ponad 20 wysoko wykwalifikowanych naukowców i ekspertów technologicznych zatrudnionych bezpośrednio w strukturach Spółki. Ich odejście lub zatrudnienie przez inne konkurencyjne firmy mogłoby być wyzwaniem dla dalszego tempa prowadzonej działalności badawczej. W celu mitygacji tego ryzyka Noctiluca daje możliwość kluczowej kadrze na skorzystanie z programu motywacyjnego, gdzie 250 tys. akcji serii F może być objęte po 0,15 PLN/akcja (zachowując 4 letni lock-up + reverse vesting), a także oferuje szeroki wachlarz innych działań mających na celu wieloletnie utrzymywanie zatrudnienia, m.in. oferuje realizację doktoratów wdrożeniowych w Spółce.

Wpływ: Mały Prawdopodobieństwo: Niskie

5. **Ryzyko rozwodnienia akcjonariuszy.** Historia podobnych do Noctiluca Spółek pokazuje, że w przeszłości firmy wraz z rozwojem potrzebowały dodatkowych środków na zwiększenie działalności, co wiązało się z koniecznością pozyskania dodatkowego finansowania. W przypadku Noctiluca nie można wykluczyć w przyszłości takiego ryzyka. Spółka miała uchwalone upoważnienie Zarządu do podwyższenia kapitału zakładowego o 173 tys. sztuk. W całości zostało wykorzystane - 24.000 objęte we IX'024 przez Rubicon Partners po 96 PLN/akcja oraz 149.000 wyemitowane i objęte w VI'25 po 90 PLN/akcja. Obecnie nie ma już wolnych akcji w kapitale docelowym.

Wpływ: Średni Prawdopodobieństwo: Niskie

6. **Ryzyko ataku Chin na Tajwan.** W ostatnich latach konflikt między Chinami i Tajwanem przybiera na sile. W przypadku ataku na Tajwan można się spodziewać problemów z dostępnością półprzewodników, a tym samym problemów w produkcji szeroko pojętej elektroniki. Możliwe w takim scenariuszu jest nałożenie przez kraje zachodu sankcji na Chiny. Wówczas można by się spodziewać spadku produkcji wyświetlaczy i spowolnienia w rozwoju technologii przez koncerny. W przypadku takiego scenariusza konieczne będzie odtworzenie mocy produkcyjnych w zakresie elektroniki, w tym wyświetlaczy w Europie i USA (poprzez poszerzenie obecnego potencjału tych krajów), a w konsekwencji zbudowanie nowych łańcuchów wartości których Noctiluca jest częścią. Warto podkreślić, że związki chemiczne opracowywane i produkowane przez Noctiluca nie zawierają metali ziem rzadkich, których ponad 90% globalnej produkcji znajduje się pod kontrolą Chin i Rosji.

Wpływ: Duży Prawdopodobieństwo: Niskie

Podsumowanie 2025 roku

Dla Noctiluca rok 2025 był rokiem wysiłku nad udowodnieniem skuteczności technologii i modelu biznesowego. Wśród osiągniętych kamieni milowych można wymienić:

- **Weryfikacja przemysłowa w Chinach i na Tajwanie.** Noctiluca przeszła od wyników czysto akademickich do mocnych, rzeczywistych danych z wiodącymi partnerami azjatyckimi w ich działach B+R.
- **Udowodniony 100% wzrost żywotności na stackach typu smartfon u największego producenta sprzętu telekomunikacyjnego w Chinach** (OLED emitujący najwięcej światła).
- **Udowodniony ~130% wzrost żywotności w urządzeniach PMOLED u wiodącego tajwańskiego producenta.**
- Poszerzenie bazy partnerów w Azji.
- **Rozszerzenie portfolio patentów do 11 wniosków patentowych i jednej rodziny patentów chronionych w 22 krajach,** obejmujących zarówno klasyczne emitery, jak i zaawansowane emitery TADF.
- **Spółka pozyskała pięć projektów finansowanych z dotacji o łącznej wartości przekraczającej 10mn PLN,** z czego około 6,8 mln PLN to finansowanie nierozwadniające.
- **W czerwcu 2025 roku Noctiluca zakończyła udaną rundę kapitałową w wysokości ok. 13mn PLN,** przeznaczoną na budowanie potencjału inżynieryjnego i wspieranie ekspansji handlowej, szczególnie w Azji (Chiny/Tajwan).

Wyniki te stanowią podstawę do dyskusji o kolejnych JDP i potencjalnych testów przedprodukcyjnych/liniowych w 2026 roku. **Materiały EIL/NCEIL są obecnie testowane lub zaplanowane do testowania u 15 partnerów na całym świecie,** ze szczególnie silną koncentracją w Chinach i na Tajwanie. Oprócz istniejącej umowy JDP z Guangdong Juhua/TCL Group, Noctiluca podpisała drugą umowę JDP z chińskim producentem mikro-wyświetlaczy SiOLED - bezpośrednio odnosząc się do segmentu AR/VR/XR o wysokiej jasności.

Noctiluca w 2025 roku rozpoczęła przejście od obiecującego innowatora w skali laboratoryjnej do wiarygodnego partnera w zakresie materiałów przemysłowych dla wiodących producentów paneli.

Szanse na 2026 rok

Naszym zdaniem rok 2026 może być dla Noctiluca przełomowy pod względem zakwalifikowania materiałów do prowadzonych projektów.

Prawdopodobnie **2026 przyniesie weryfikację wejścia na linię produkcyjną u największego na świecie producenta urządzeń telekomunikacyjnych z Chin** (Klient 1). Czołowy gracz przygotowuje materiał EIL Noctiluca do wdrożenia na linii produkcyjnej nowego modelu smartphona. Obecnie strony posiadają wiążącą umowę MTA+ o wymianie materiału. Zakwalifikowanie oznaczałoby również **wejście do poddostawców, którzy dziś odpowiadają za produkcję ~80% wyświetlaczy w Chinach oraz 50% na świecie.** Kwalifikacja zwiększa szanse na transfer materiału na inne produkty. Obecnie, po weryfikacji R&D trwa dostosowanie produktu do standardu dostawców. Od momentu kwalifikacji czas oczekiwania na zamówienie materiału trwa do około 9-18 miesięcy i uzależnione jest od planów produkcyjnych i sprzedażowych nowego modelu smartphona. **Wejście na pojedynczą linię u powyższego klienta mogłoby oznaczać kilka do 10mn EUR sprzedaży rocznie.**

Pozytywna weryfikacja u klienta 1 znacząco ułatwiłaby **wejście na linie do kolejnego chińskiego giganta (klienta 2), który obecnie ma umowę JDP z Noctiluca**. Klient 2 jest wiodącym dostawcą wyświetlaczy OLED dla klienta 1. Klient 2 poza smartphone jest znaczącym graczem na rynku wyświetlaczy OLED na świecie, co zwiększa szanse na migrację materiałów Noctiluca na inne urządzenia (przede wszystkim IT OLED – tj. monitory i laptopy). Klienta 2 ma około 8 linii produkcyjnych, z których każda mogłaby na Noctiluca generować kilka do 10mn EUR sprzedaży rocznie. Naszym zdaniem sprzedaż do klienta 2, to raczej perspektywa 2027 roku. **Potencjalna weryfikacja materiałów Noctiluca u klienta 2 mogłaby mieć miejsce w drugiej połowie 2026 roku.**

Noctiluca obecnie prowadzi **zaawansowane rozmowy z wiodącym producentem OEM z Tajwanu (klient 3; uznany dostawca OEM monochromatycznych wyświetlaczy do pralek, lodówek i urządzeń wearables)**. **Możliwa weryfikacja materiałów Noctiluca u tego partnera mogłaby mieć miejsce w Q2 co zostanie potwierdzone podczas marcowego spotkania w ich siedzibie, a docelowy potencjał klienta po weryfikacji może wynieść 1 mln EUR sprzedaży rocznie.**

Abstrahując od trzech prawdopodobnych powyższych weryfikacji równolegle **15 producentów wyświetlaczy testuje aktualnie materiał Noctiluca**. Zarząd w 2026 roku ma zaplanowane trzy miesiące wyjazdów do Azji i Ameryki Północnej w celu wdrożenia i negocjacji dostaw materiałów Noctiluca. **Równolegle do dużych klientów Noctiluca wdraża i sprzedaje swoje materiały do mniejszych graczy** na bazie czego zakłada osiągnięcie miesięczny break-even na poziomie EBITDA w końcu 2026 roku.

Prognozy 4Q25

W 4Q25 według naszych szacunków **przychody ze sprzedaży Noctiluca** wyniosą 1,3mn PLN, z czego 1,1mn PLN przypadać będzie na sprzedaż produktów i usług. Tym samym 4Q25 będzie rekordowym w historii spółki kwartałem pod względem realizowanej sprzedaży. Obecnie w strukturze sprzedaży dominują głównie mniejsi gracze z branży OLED, a 2026 roku rok może przynieść zwiększenie sprzedaży do światowych liderów OLED.

(m n PLN)	4Q25e	4Q'24	r/r	2025e	YTD
Przychody	1.3	0.1	940%	4.0	91%
EBITDA	-0.7	-2.4	-	-3.2	102%
marża EBITDA	-				
EBIT	-0.8	-3.0	-	-4.1	91%
Zysk netto	-0.9	-2.8	-	-4.2	97%

EBITDA w 4Q25 według nas wyniesie -0,7mn PLN, co stanowi wyraźne zmniejszenie straty z roku ubiegłego. W całym roku EBITDA nie powinna odbiegać od naszych całorocznych prognoz.

Zysk netto w 4Q25 naszym zdaniem wyniesie -0,9mn PLN i również w całym roku nie powinien odbiegać od naszych prognoz.

Zmiana prognoz

Nie zmieniamy naszych prognoz na kolejne lata dla Noctiluca.

	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Zysk netto	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
DPS	-	-	-	-

Prognozy, założenia do prognoz

Poniżej prezentujemy prognozę przychodów w oparciu o listę realizowanych projektów z uwagi na zaawansowanie oraz prawdopodobieństwo powodzenia.

RZiS (mIn PLN)	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Przychody	2	4	7	12	37	67
Projekty mniejsze		4	6	9	13	17
Projekty główne		0	1	3	24	50

RZiS (mIn PLN)	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Koszty	8.4	7.2	8.4	10.3	23.6	38.8
Amortyzacja	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3
Zużycie materiałów i energii	0.4	0.5	0.7	1.0	3.0	5.3
Usługi obce	4.0	3.0	3.5	4.3	14.0	24.9
Podatki i opłaty	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Wynagrodzenia	2.2	2.0	2.2	2.6	3.6	4.7
Ubezpieczenia społeczne i inne	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.8
Pozostałe koszty rodzajowe	0.4	0.4	0.5	0.7	1.2	1.7
EBIT	-5.5	-4.2	-2.3	0.7	12.6	26.7
dz. fin.	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk brutto	-5.5	-4.2	-2.3	0.7	12.6	26.7
Podatek doch.	0.0	0.0	0.0	0.1	1.3	3.2
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	-5.5	-4.2	-2.3	0.5	11.3	23.5
Skor. EBITDA	-5.0	-3.2	-1.4	1.8	13.8	28.0
Skor. ZN	-6.0	-4.2	-2.3	0.5	11.3	23.5

Bilans

(m In PLN)	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Aktywa trwałe	2	1	5	6	10	13
Rzeczow e	1	0	4	5	8	12
Niematerialne	0	0	0	0	0	0
Goodw ill	0	0	0	0	0	0
Rozliczenia międzyokresow e	1	1	1	1	1	1
Aktywa obrot.	1	9	4	6	20	42
Zapasy	0	1	1	3	8	15
Należności	1	1	1	2	7	13
Gotów ka	0	7	1	1	4	14
Kapitały wł.	0	9	7	8	19	37
Mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zob. długo.	2	0	0	1	0	0
Kredyty	2	0	0	1	0	0
Zob. krótko.	1	0	2	3	9	17
Kredyty	0	0	0	0	0	0
Zob. handlow e	1	0	2	3	9	17
Dług netto	1	-7	-1	0	-4	-14
DN/EBITDA	-0.3	2.1	0.7	-0.2	-0.3	-0.5
DN/EA skor.	-0.3	2.1	0.7	-0.2	-0.3	-0.5

Rachunek CF

(m In PLN)	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF oper.	-5	-4	-1	1	9	20
Kapitał obrot.	-1	-1	0	-1	-4	-4
CF inw.	0	-1	-5	-2	-5	-5
CAPEX	0	-1	-5	-2	-5	-5
CF fin.	4	11	0	0	-1	-6
Dyw idenda	0	0	0	0	0	-6
CF	-2	6	-6	0	3	10
CFO/EBITDA	110%	139%	77%	55%	64%	73%
FCFF	-5	-4	4	2	14	25
FCFF/EV	-4%	-2%	2%	1%	8%	15%
FCFE	-5	-4	-1	1	9	20
FCFE/MCAP	-4%	-2%	-1%	1%	5%	11%
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.88
Wsk. w ypłaty	0%	0%	0%	0%	0%	50%
DYield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%

Wskaźniki

	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
P/E	-26.6	-43.0	-77.2	-	16.0	7.7
P/E skor.	-24.3	-43.0	-77.2	-	16.0	7.7
EV/EBITDA	-33.8	-53.6	-132.9	101.3	12.8	6.0
EV/EA skor.	-29.4	-53.6	-132.9	101.3	12.8	6.0
P/S	59.2	45.3	25.8	15.0	4.8	2.7
P/BV	1034.8	19.4	25.9	24.0	9.6	4.9
Marża EBITDA	-203.4%	-81.3%	-19.4%	14.8%	36.9%	41.9%
Zm. EBITDA r/r	15%	-25%	-58%	-232%	674%	103%
Marża netto	-	-	-33.5%	4.5%	30.3%	35.1%
Zm. EPS r/r	7%	-23%	-44%	-123%	2001%	107%
Cena (PLN)	92.00	92.00	92.00	92.00	92.00	92.00
L. akcji (mln)	1.6	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
MCap	146	181	181	181	181	181
EV	147	174	180	180	177	167

Wycena

Wycenę Noctiluca bazujemy w 100% na metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz w 0% na wycenie porównawczej. Noctiluca przez najbliższe trzy lata naszym zdaniem odnotuje wyraźny wzrost przychodów ze sprzedaży, ale wyższe wyniki pojawią się dopiero w dłuższym terminie.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena porównawcza (PLN)	0%	0.00
Wycena DCF (PLN)	100%	155.46
cena docelowa za 12 m-cy		155.46

Wycena porównawcza

W wycenie porównawczej staramy się zestawić wyniki Noctiluca do producentów materiałów OLED oraz dostawców dla producentów elektroniki użytkowej.

	P/E			EV/EBITDA			Dyid		
	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e	2026e	2027e	2028e
UNIVERSAL DISPLA	23.1	19.9	-	16.8	14.7	-	1.5%	1.9%	-
SOLUS ADVANCED M	-	30.1	13.8	30.8	10.4	9.7	0.1%	0.1%	0.5%
DUK SAN NEOLUX C	14.4	12.6	-	10.1	9.3	-	-	-	-
DIODES INC	32.2	21.3	17.4	12.3	10.6	8.3	-	-	-
VISHAY INTERTECH	36.8	15.8	-	7.4	6.2	-	2.1%	2.1%	-
IPG PHOTONICS	87.8	62.2	47.4	35.0	27.8	22.4	-	-	-
COHERENT CORP	24.5	-	-	15.7	20.0	-	0.0%	-	-
RAMBUS INC	34.4	29.1	23.6	26.3	22.8	19.3	-	-	-
SITIME CORP	82.2	64.5	50.3	67.4	53.3	49.6	-	-	-
PHOTRONICS INC	18.2	17.5	-	-	-	-	-	-	-
SILICON LABS	76.2	50.0	46.9	48.6	33.9	32.9	-	-	-
MIN	14.4	12.6	13.8	7.4	6.2	8.3	0.0%	0.1%	0.5%
MAX	87.8	64.5	50.3	67.4	53.3	49.6	2.1%	2.1%	0.5%
Mediana	33.3	25.2	35.3	21.5	17.4	20.9	0.8%	1.9%	0.5%
Noctiluca	-77.2	335.6	16.0	-132.9	101.3	12.8	0.0%	0.0%	0.0%
premia (dyskonto)	-332%	1233%	-55%	-717%	482%	-39%	-100%	-100%	-100%

Implikowana wycena

Mediana	33.3	25.2	35.3	21.5	17.4	20.9
Dyskonto	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Waga wskaźnika	0%			0%		
Waga roku	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Wartość firmy na akcję (PLN) -

12m wartość firmy na akcję (PLN) -

Źródło: Erste Group Research

Wycena DCF

- - Zakładamy **dług netto z końca 2025 roku**, uwzględniający pozyskanie środków w VI'25.

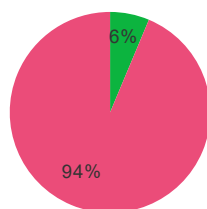
- **Beta 1.2** (spółka R&D – podwyższone ryzyko). **Stopa wolna od ryzyka 5,25%**.

Szacunki WACC

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TV
Stopa wolna od ryzyka	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Koszt kapitału	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%
Koszt długu	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
Efektywna stopa podatkowa	0.0%	20.0%	10.0%	12.0%	20.0%	20.0%
Udział kapitału w wycenie	100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%

Wycena DCF

(mn PLN)	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TV
Wzrost sprzedaży	75.4%	72.2%	210.4%	78.5%	29.4%	127.8%
EBIT	-2	1	13	27	35	79
marża EBIT	-33.5%	5.8%	33.7%	39.9%	40.5%	40.1%
Stopa podatkowa	0.0%	1.1%	3.4%	4.8%	8.1%	8.0%
Opodatkowanie EBIT	0	0	1	3	7	16
NOPAT	-2	1	11	23	28	63
Amortyzacja	1	1	1	1	1	
CAPEX	-5	-2	-5	-5	-10	
Kapitał obrotowy	0	-1	-4	-4	-3	
Inne	0	0	0	0	0	
FCF	-6	-1	4	15	16	39
Zdyskontowane przepływy	-6	0	3	10	10	21
Wzrost FCF po okresie prognozy	2.0%					
Wartość rezydualna (TV)	420					
Zdyskontowana wartość w okresie prognozy	17					
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	268					
Udziałowcy mniejszościowi	0					
Dług netto	-7					
Inne	0					
Wartość firmy	275					
Liczba akcji (mn)	2.0					
Koszt kapitału	11.3%					
12 miesięczna cena docelowa	155.46					
Potencjał wzrostu / spadku	69%					



		Wzrost w nieskończoności				
		0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	5.0%
■ Wartość firmy w okresie prognozy	+1,0 p.p.	115.7	124.8	135.7	149.0	186.5
	+0,5 p.p.	122.6	132.8	145.1	160.1	203.6
	+0,0 p.p.	130.2	141.6	155.5	172.7	223.6
	-0,5 p.p.	138.6	151.4	167.1	186.9	247.1
	-1,0 p.p.	147.8	162.3	180.2	203.2	275.2
■ Wartość firmy w nieskończoności						

Źródło: Erste Group Research

Income Statement	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
(IAS, PLN mn, 31/12)	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027
Net sales	1.03	0.75	2.46	3.99	7.00	12.05
Cost of goods sold	3.44	4.88	7.06	8.13	9.34	11.36
Gross profit	-2.41	-4.13	-4.60	-4.14	-2.34	0.69
SG&A	3.30	4.46	6.60	5.36	6.10	7.46
Other operating revenues	0.40	1.04	0.69	0.00	0.00	0.00
Other operating expenses	0.01	0.03	0.04	0.00	0.00	0.00
EBITDA	-2.39	-3.77	-4.35	-3.24	-1.35	1.78
Depreciation/amortization	-0.42	-1.40	-0.95	-0.90	-0.99	-1.09
EBIT	-2.81	-5.17	-5.30	-4.14	-2.34	0.69
Financial result	-0.04	0.05	-0.19	-0.07	0.00	-0.02
Extraordinary result	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EBT	-2.86	-5.12	-5.49	-4.21	-2.34	0.67
Income taxes	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.13
Result from discontinued operations						
Minorities and cost of hybrid capital	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Net result after minorities	-2.86	-5.12	-5.47	-4.21	-2.34	0.54
Balance Sheet	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
(IAS, PLN mn, 31/12)						
Intangible assets	0.71	0.90	0.67	0.27	4.28	4.69
Tangible assets	0.59	0.85	0.19	0.19	0.19	0.19
Financial assets	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Total fixed assets	1.30	1.75	1.82	1.40	5.41	5.82
Inventories	0.00	0.00	0.16	0.60	1.40	2.53
Receivables and other current assets	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Other assets	1.42	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
Cash and cash equivalents	0.91	2.03	0.47	6.95	0.91	0.87
Total current assets	3.91	2.86	1.43	8.77	3.94	6.04
TOTAL ASSETS	3.79	4.59	3.23	10.16	9.33	11.85
Shareholders' equity	1.98	3.31	0.14	9.33	6.98	7.52
Minorities	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Hybrid capital and other reserves	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Pension and other LT personnel accruals	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
LT provisions	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Interest-bearing LT debts	0.00	0.00	1.87	0.00	0.00	0.50
Other LT liabilities	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Total long-term liabilities	1.28	0.33	1.93	0.00	0.00	0.50
Interest-bearing ST debts	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Other ST liabilities	1.78	1.28	1.22	0.83	2.35	3.83
Total short-term liabilities	0.53	0.95	1.16	0.40	1.75	3.01
TOTAL LIAB. , EQUITY	3.79	4.59	3.23	10.16	9.33	11.85
Cash Flow Statement	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
(IAS, PLN mn, 31/12)						
Cash flow from operating activities	-3.06	-4.94	-5.49	-4.50	-1.04	0.99
Cash flow from investing activities	-0.05	-0.35	-0.05	-0.50	-5.00	-1.50
Cash flow from financing activities	-0.05	6.42	3.96	11.48	0.00	0.48
CHANGE IN CASH , CASH EQU.	-3.16	1.13	-1.58	6.48	-6.04	-0.03
Margins & Ratios	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Sales growth	83.3%	-27.0%	226.1%	62.3%	75.4%	72.2%
EBITDA margin	-231.6%	-499.8%	-176.8%	-81.3%	-19.4%	14.8%
EBIT margin	-272.3%	-685.5%	-215.4%	-103.8%	-33.5%	5.8%
Net profit margin	-276.4%	-678.5%	-222.4%	-105.5%	-33.5%	4.5%
ROE	-83.8%	-193.5%	-317.4%	-88.9%	-28.7%	7.4%
ROCE	-136.4%	-264.9%	-354.1%	-214.9%	-55.5%	7.8%
Equity ratio	52.3%	72.0%	4.4%	91.8%	74.8%	63.5%
Net debt	-0.9	-2.0	1.4	-6.9	-0.9	-0.4
Working capital	-0.2	-0.2	-0.7	0.2	-0.3	-0.5
Capital employed	2.3	1.6	1.6	2.4	6.1	7.1
Inventory turnover	nm	-2,155.8	-87.9	-21.6	-9.4	-5.8

Source: Company data, Erste Group estimates

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
Noctiluca SA	PLNCTLC00018					Y					

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

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](#)

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.

Noctiluca 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 Noctiluca. W powyższym zakresie autorskie prawa majątkowe do raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. jako zamawiającemu.

Niniejszy Dokument nie stanowi ani nie tworzy części oferty i nie powinien być interpretowany jako oferta, zalecenie lub zaproszenie do subskrypcji lub zakupu jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub powiązanego instrumentu finansowego, a ani niniejszy Dokument, ani żadne zawarte w nim informacje nie mogą stanowić podstawy ani stanowić zachęty do zawarcia jakiejkolwiek umowy lub włączenia instrumentu finansowego lub powiązanego instrumentu finansowego do strategii inwestycyjnej. Niniejszy Dokument nie stanowi również prospektu emisyjnego w rozumieniu rozporządzenia w sprawie prospektu emisyjnego, austriackiej ustawy o rynku kapitałowym z 2019 r. ani porównywalnych przepisów prawa. Wszystkie informacje, analizy i wnioski zawarte w niniejszym Dokumencie mają charakter ogólny.

Niniejszy Dokument nie ma na celu zapewnienia kompleksowego przeglądu jakiejkolwiek inwestycji, potencjalnego ryzyka i wyników, ani nie uwzględnia indywidualnych potrzeb inwestora ("Inwestor") w odniesieniu do korzyści, aspektów podatkowych, świadomości ryzyka i adekwatności instrumentu finansowego lub powiązanych instrumentów finansowych. W związku z tym niniejszy dokument nie zastępuje żadnej oceny związanej z inwestowaniem ani kompleksowego ujawnienia ryzyka; każdy instrument finansowy ma inny poziom ryzyka. Publikacje wyników i przykładowe obliczenia nie stanowią żadnych 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 jakiejkolwiek umowy lub zobowiązania. W związku z tym 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 - 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 odpowiedności 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 jakiejkolwiek innej osoby. Dołożono wszelkich starań, aby wszystkie istotne źródła informacji były jasno i wyraźnie wskazane. Chociaż dołożono wszelkich starań, aby zapewnić, że fakty przedstawione w niniejszym Dokumencie są dokładne, a prognozy, opinie i oczekiwania zawarte w niniejszym dokumencie są uczciwe i uzasadnione, Erste Group (w tym jej

przedstawiciele i pracownicy) nie udziela wyraźnej ani milczącej gwarancji ani nie przyjmuje żadnej odpowiedzialności za aktualność, kompletność i poprawność treści niniejszego Dokumentu. Fakty są wyraźnie odróżnione w dokumencie od interpretacji, szacunków, opinii i innych rodzajów informacji niebędących faktami. Ani Erste Group, ani żaden z jej dyrektorów zarządzających, członków rady nadzorczej, członków zarządu, dyrektorów, członków kadry kierowniczej lub innych pracowników nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek koszty, straty lub szkody (w tym szkody następne, szkody pośrednie i utracone zyski) w jakikolwiek sposób wynikające z wykorzystania lub polegania na niniejszym Dokumencie.

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

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

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

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

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

Ważne informacje

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

Ogólne informacje

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

Lista kontrolna ujawnień

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.

Opis poszczególnych ujawnień

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:
Research Disclaimer | Erste Group Bank AG

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 poziom 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://www.erstegroup.com/legal/Bewertungsmethoden_and_Valuations.pdf

Planowana częstotliwość aktualizacji 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).

Jeśli w niniejszej publikacji dokonano zmiany rekomendacji, prosimy o zapoznanie się z poniższym linkiem w celu uzyskania szczegółowego przeglądu poprzednich rekomendacji:

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

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: Banka Comerciala 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.

© Erste Group Bank AG oraz Erste Securities Polska S.A. 2025. 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

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