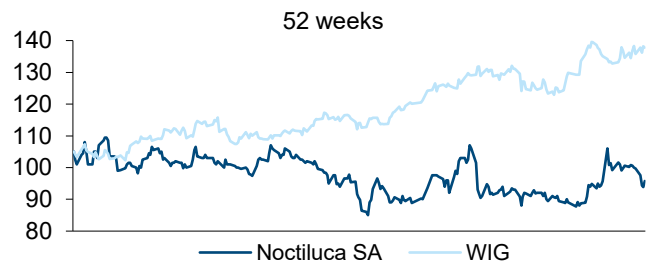


RAPORT ANALITYCZNY

Noctiluca SA

Kupuj (bez zmian)

(mn PLN)	2025	2026e	2027e	2028e
Przychody	3.6	7.0	12.0	37.4
EBITDA	-3.6	-1.4	1.8	13.8
EBIT	-4.1	-2.3	0.7	12.6
Zysk netto	-4.3	-2.3	0.5	11.3
EPS (PLN)	-2.1	-1.2	0.3	5.8
CEPS (PLN)	-1.8	-0.7	0.8	6.4
BVPS (PLN)	4.7	3.5	3.7	9.5
DPS (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA (x)	-	-	106.8	13.6
P/E (x)	-	-	349.5	16.6
P/CE (x)	-	-	115.7	15.0
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



Zmiana ceny akcji w PLN	12m	6m	3m	1m
	-8.8%	10.9%	5.3%	0.8%

Cena akcji (PLN)	95.80	Reuters	NCLP.WA	Free float	70.5%
Liczba akcji (mn)	2.0	Bloomberg	NCL.PW	Akcjonariusze	Synthex Tech.
Wartość rynkowa (PLN mn)	188	Dzian dywidendy			Impera Invest
Wartość przedsiębiorstwa (PLN mn)	183	Cena docelowa	147.3	Strona internetowa	noctiluca.eu

Analyst:

Jakub Szkopek

+48 22 257 5753

jakub.szkopek@erstegroup.com

Zwiększenie tempa rozwoju branży OLED

Obniżamy naszą cenę docelową dla Noctiluca do 147,3 zł (z 155,5 zł poprzednio) ze względu na wyższą stopę wolną od ryzyka. Utrzymujemy naszą rekomendację Kupuj bez zmian.

Podtrzymujemy, że rok 2026 może być przełomowy dla Noctiluca pod względem monetyzacji opracowanych rozwiązań i przejścia weryfikacji na poziomie działów produkcyjnych klientów.

Najbardziej znaczącą innowacją OLED w 2025 r. był przełom LG Display w dziedzinie niebieskich fosforescencyjnych OLED (PHOLED), stając się pierwszą firmą, która zweryfikowała wydajność na poziomie komercyjnym na masowej linii produkcyjnej (ale nadal muszą wykazać jej komercjalizację). Chiński producent paneli Visionox poczynił dwa znaczące postępy: architektura stosu emisyjnego pT5F 4. generacji, poprawiająca wydajność o 12% i żywotność o 20%, oraz bezmaskowa technologia osadzania fotolitograficznego ViP osiagająca do 1700 ppi - kończąc trwającą dziesięciolecie zależność branży od drobnych masek metalowych. Samsung Display inwestuje prawie 3 mld USD w pierwszą na świecie linię produkcyjną AMOLED 8,6-gena w Korei Południowej, z pierwszą produkcją przeznaczoną wyłącznie dla MacBooka Pro firmy Apple w 2026 roku.

Na froncie fuzji i przejęć, Universal Display Corporation nabyła ponad 300 patentów emisyjnych OLED od Merck KGaA za ~ 50 mln USD w przełomowej transakcji IP, jednocześnie nawiązując wieloletnią współpracę nad zaawansowanymi stosami PHOLED. Firma LORDIN, będąca na wczesnym etapie rozwoju, rozpoczęła proces IPO na giełdzie KOSDAQ, po zweryfikowaniu komercyjnego zastosowania swojej zastrzeżonej platformy niebieskich emiterów fosforescencyjnych w grudniu 2025 r.

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 kadry 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

Najważniejsze innowacje OLED w 2025 roku

Przełom w dziedzinie niebieskich diod PHOLED ma zdecydowanie największe znaczenie - daje szansę na rozwiązanie problemu, nad którym branża pracowała przez ponad 20 lat i otwiera drogę do tańszych, jaśniejszych i trwalszych paneli OLED nowej generacji we wszystkich kategoriach urządzeń.

Niebieski PHOLED - przełomowy "OLED marzeń"

Najbardziej znacząca innowacja roku. LG Display stała się pierwszą na świecie firmą, która pomyślnie zweryfikowała wydajność na poziomie komercjalizacji niebieskich fosforescencyjnych paneli OLED na masowej linii produkcyjnej. Osiągnięcie to nastąpiło około osiem miesięcy po nawiązaniu współpracy z UDC w celu opracowania niebieskiej fosforescencji i jest uważane za znaczący krok w kierunku realizacji wyświetlacza "Dream OLED" - takiego, który osiąga fosforescencję dla wszystkich trzech kolorów podstawowych: czerwonego, zielonego i niebieskiego.



Dlaczego ma to znaczenie? Firma LG Display rozwiązała ten problem za pomocą hybrydowej struktury Tandem OLED z dwoma stosami, z niebieską fluorescencją w dolnym stosie i niebieską fosforescencją w górnym stosie. Łącząc stabilność fluorescencji z niższym zużyciem energii fosforescencji, panele zużywają około 15% mniej energii przy zachowaniu podobnego poziomu stabilności do istniejących paneli OLED. Czerwone i zielone piksele OLED od lat wykorzystują fosforescencję - niebieski był ostatnim brakującym elementem. Ryzykiem dla tej technologii jest wysoki koszt materiałów, co może utrudnić jej wdrożenie przy 15% oszczędności w zużyciu energii.

pTSF - Nowa architektura stosu emisyjnego

Firma Visionox wdrożyła technologię OLED czwartej generacji z wykorzystaniem mechanizmu pTSF, łącząc doskonałą czystość kolorów emiterów fluorescencyjnych, 100% wykorzystanie ekscytonów w hostach TADF i wydajny transfer energii z fosforyzujących domieszek wspomagających. Urządzenia OLED oparte na pTSF osiągnęły wysoką czystość kolorów z FWHM 21-27 nm, do 12% poprawę wydajności i 20% poprawę żywotności w porównaniu do istniejących struktur komercyjnych.

Platforma pTSF firmy Visionox reprezentuje pierwszą prawdziwą fragmentację receptur stosów OLED w historii branży - oznaczając koniec ery jednolitości technologicznej w produkcji OLED.

Wszystko to sprawia, że Visionox konkuruje jako lider innowacji, a nie lider kosztów.

Osadzanie bezmaskowe - koniec monopolu na cienkie maski metalowe

Visionox zaprezentował technologię ViP (Visionox Intelligent Pixelization), która wykorzystuje fotolitografię do tworzenia wzorów pikseli, eliminując ograniczenia tradycyjnych drobnych masek metalowych. Technologia ta osiąga gęstość pikseli do 1700 ppi i współczynnik apertury na poziomie 69%, a w połączeniu z urządzeniami Tandem stacked pozwala diodom OLED osiągnąć 4-krotnie większą jasność lub 6-krotnie dłuższą żywotność. Pozwala to również na mniejsze marnotrawstwo materiałów i odchodzi od zależnego od Korei IP dla procesów produkcyjnych, które przez lata tłumiły konkurencję - patrz bitwa BOE vs. Samsung IP rozstrzygnięta w 2025 roku.

Branża podzieliła się obecnie na co najmniej sześć różnych paradygmatów produkcyjnych działających równolegle: tradycyjny FMM w Gen-6, FMM nowej generacji w Gen-8.6, OLED bezmaskowy oparty na fotolitografii (ViP, eLEAP, MAX OLED), RGB OLED z nadrukiem atramentowym oraz WOLED i QD-OLED do osadzania na dużych powierzchniach.

Jest to bardzo ważne, ponieważ pęknięty paradygmat produkcji zmusza producentów paneli do otwarcia się na nowych graczy na rynku, zarówno w obszarze producentów sprzętu, jak i twórców materiałów - wraz z wycofywaniem starych konfiguracji istnieje rzeczywista potrzeba nowych rozwiązań na wielu frontach. Wymaga to również nowych inwestycji w badania i rozwój, co jeszcze bardziej odcisnie piętno na producentach z Japonii i Tajwanu.

Generacja 8.6 - Poważna zmiana skali produkcji

Samsung Display inwestuje prawie 3 mld USD w pierwszą w branży linię produkcyjną AMOLED generacji 8.6 (A6) w Asan w Korei Południowej, ukierunkowaną na zastosowania IT - laptopy, tablety i monitory. Pierwszymi produktami z nowej linii będą panele AMOLED do laptopów przeznaczone dla Apple, w ramach wyłącznej umowy na produkcję dotykowych wyświetlaczy AMOLED dla nadchodzącego MacBooka Pro z 2026 roku (zarówno 14-, jak i 16-calowego modelu).

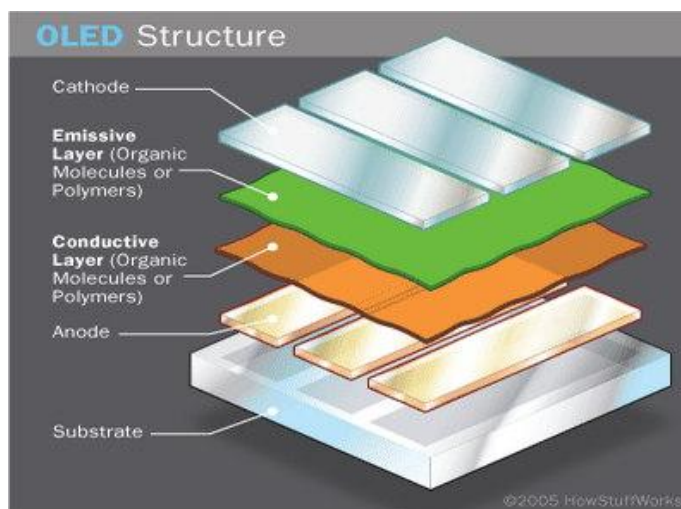


Inkjet RGB OLED - druk zapowiada się na masową produkcję

Firma Visionox podkreśliła postępy w zakresie alternatywnych metod osadzania dzięki pakietowi technologii inteligentnej pikselizacji (ViP), wykorzystując cykl trzech procesów fotolitografii parowania w smartfonach, smartwatchach i wyświetlaczach IT. TCL CSOT rozpoczyna masową produkcję drukowanych atramentowo wyświetlaczy RGB OLED, początkowo skierowanych do segmentu monitorów, co oznacza pierwsze rzeczywiste komercyjne wdrożenie tej technologii.

Tandem WOLED czwartej generacji - rekordowa jasność dla telewizorów

Podczas targów Display Week 2025 firma LG Display zaprezentowała panele WOLED czwartej generacji, w których zastosowano układ tandemowy, pozwalający osiągnąć jasność do 4000 nitów, przy mniej więcej takiej samej poprawie efektywności energetycznej.



Należy na to spojrzeć przez pryzmat dzisiejszych najpopularniejszych wyświetlaczy, które wykorzystują 400 nitów jasności roboczej, co pokazuje, że branża nie rozwija się liniowo, ale dąży do wykładniczego wzrostu parametrów.

Najważniejsze nowe produkty OLED w 2026 r.

Smartfony

Pierwszy składany iPhone firmy Apple spodziewany jest we wrześniu 2026 roku wraz z iPhone'em 18 Pro. Oczekuje się, że będzie on wyposażony w 7,76-calowy wewnętrzny wyświetlacz OLED o proporcjach 4: 3 po otwarciu i ~ 5,49-calowy wyświetlacz pokrywy. Samsung Display podpisał trzyletnią umowę na wyłączność z Apple na dostawę składanych paneli OLED, przy czym szacuje się, że w 2026 roku wyprodukowanych zostanie 3 mln paneli. Panele wykorzystują technologię Color Filter on Encapsulation (CoE), która usuwa polaryzatory i integruje filtry kolorów bezpośrednio z warstwą hermetyzacji, zmniejszając straty światła i poprawiając jasność.



Apple finalizuje zatwierdzanie paneli OLED dla iPhone'a 18 Pro i Pro Max, przy czym oczekuje się, że Samsung Display i LG Display zdominują

dostawy paneli. Modele Pro będą wyposażone w wyświetlacze LTPO+, umożliwiające dokładniejszą kontrolę emisji światła OLED i potencjalnie dłuższą żywotność baterii. Technologia podczerwieni pod ekranem od Samsunga może pozwolić komponentom Face ID poruszać się pod wyświetlaczem, zmniejszając dynamiczną wyspę.

Laptopy

Oczekuje się, że MacBook Pro zostanie zaktualizowany o wyświetlacz OLED, gdy zostanie przeprojektowany w 2026 roku, zyskując również funkcjonalność ekranu dotykowego. Samsung Display podpisał wyłączną umowę na dostawę dotykowych wyświetlaczy AMOLED dla 14- i 16-calowych modeli MacBook Pro, które będą produkowane na nowej linii produkcyjnej Samsung A6 8.6-Gen



"UT One" firmy Samsung Display to pierwszy panel OLED do laptopów i tabletów, który obsługuje zmienne odświeżanie od 1 Hz do 120 Hz za pośrednictwem płyty montażowej Oxide, umożliwiając o 30% niższe zużycie energii. Panel jest tak cienki jak sześć kartek papieru, a Samsung dostarcza marki, w tym Apple, ASUS, Dell, Lenovo i Sony - spodziewaj się znacznie smuklejszych laptopów od 2026 roku.



LG wprowadza na rynek linię laptopów Gram na rok 2026 z panelami Tandem OLED zoptymalizowanymi pod kątem laptopów AI, z nowym 16-calowym panelem Tandem OLED zaprezentowanym podczas SID Display Week 2026, specjalnie zoptymalizowanym pod kątem laptopów AI.



Monitory

W 2026 roku na rynku monitorów po raz pierwszy pojawią się zarówno QD-OLED, jak i WOLED z pikselami w paski RGB, a także QD-OLED z ulepszoną folią antyrefleksyjną, więcej błyszczących opcji i więcej modeli z DisplayPort 2.1.

ASUS ROG zaprezentował na targach CES 2026 pierwszy na świecie monitor gamingowy RGB OLED - ROG Swift OLED PG34WCDN, 34-calowy panel WQHD QD-OLED z częstotliwością odświeżania 360 Hz i czasem reakcji 0,03 ms, wraz z nową folią ROG BlackShield oferującą 2,5-krotnie lepszą odporność na zarysowania i o 40% głębszą czerń. Zapowiedziano również ROG Swift OLED PG27UCWM - 26,5-calowy monitor Tandem RGB Stripe OLED oferujący tryb Dual Mode: 4K@240Hz lub FHD@480Hz.



Telewizory

Samsung Display zaprezentował model telewizora 2026 QD-OLED z nowo zoptymalizowanymi materiałami organicznymi i szczytową jasnością 4500 nitów, co jest jednym z najwyższych poziomów jasności osiągniętych dla wyświetlacza samoprzylepnego.



Panel telewizyjny OLED firmy LG Display z technologią Primary RGB Tandem 2.0 osiąga szczytową jasność 4500 nitów przy bardzo niskim współczynniku odbicia 0,3% - najniższym wśród istniejących wyświetlaczy.

Gaming

LG Display zaprezentuje 27-calowy panel OLED do gier z częstotliwością odświeżania 720 Hz, uznany za wyświetlacz roku przez SID Display Week 2026, a także pierwszy na świecie 39-calowy zakrzywiony panel OLED o ultrawysokiej rozdzielczości 5K2K.



Motoryzacja

Tandem OLED trzeciej generacji firmy LG Display do zastosowań motoryzacyjnych zapewnia jasność 1200 nitów, żywotność ponad 15 000 godzin i o 18% lepsze zużycie energii. LG twierdzi, że rozpocznie produkcję tych paneli do końca 2026 roku, a następnie rozszerzy ją na laptopy i tablety.



Najważniejsze fuzje i przejęcia OLED w 2025 i 2026 roku

W 2025 i 2026 r. rynek emiterów OLED obfitował w wydarzenia związane z nabywaniem patentów lub całych firm badawczych.

Przejęcia i transakcje dotyczące własności intelektualnej

Universal Display Corporation ogłosiła w listopadzie 2025 r. zawarcie ostatecznej umowy nabycia aktywów patentowych dotyczących emiterów OLED od Merck KGaA. Portfolio obejmuje ponad 300 wydanych i oczekujących patentów w ponad 110 unikalnych rodzinach patentów, obejmujących zaawansowane struktury urządzeń emisyjnych OLED i powiązane komponenty materiałowe, o średnim pozostałym okresie użytkowania wynoszącym około 10 lat. Transakcja została zamknięta w styczniu 2026 roku. Wraz z nabyciem patentów obie firmy zawarły nową wieloletnią umowę o współpracy obejmującą zielone i żółte emitory fosforescencyjne UDC oraz materiały transportowe i nośne Merck KGaA w celu opracowania zaawansowanych stosów PHOLED. Jest to najbardziej znacząca umowa dotycząca emiterów w tym okresie. Podsumowując: 50 mln USD za ponad 300 patentów, czyli około 165 000 USD za patent - zakup własności intelektualnej, a nie firmy. To jeszcze bardziej ogranicza liczbę niezależnych twórców materiałów na rynku.

Inwestycje strategiczne

OLEDWorks ogłosiło w lutym 2025 r. strategiczną inwestycję Japan Display Inc. z planami utworzenia światowej klasy zaawansowanej fabryki wyświetlaczy mikro-OLED w Stanach Zjednoczonych. Nowy zakład skupi się na wysokowydajnych wyświetlaczach do zastosowań obronnych, motoryzacyjnych i medycznych i będzie pierwszym tego typu na półkuli zachodniej.

Xi'an Manareco dokonało prywatnej emisji o wartości około 10 mln USD na rzecz Idemitsu Electronic Materials (Chiny), koncentrując się na dostawach

materiałów OLED dostosowanych do rosnącego popytu na wyświetlacze AR / VR i wysokiej klasy IT. Transakcja na przełomie 2024/2025 roku.

Transakcje licencyjne

Kyulux podpisał umowę licencyjną z SK Materials JNC na swoje zielone materiały OLED, na mocy której SKMJ rozpocznie dostarczanie próbek do głównych producentów paneli OLED w 2026 r., a masowa produkcja planowana jest na 2027 r.

Potencjalne IPO

Firma LORDIN, zajmująca się opracowywaniem materiałów OLED, oficjalnie rozpoczęła proces IPO, planując wejście na giełdę KOSDAQ i pozyskanie 25 mln USD na wprowadzenie na rynek swojej platformy fosforyzujących niebieskich materiałów OLED. Wniosek o przegląd ogniowy planowany jest na pierwszą połowę 2027 roku. LORDIN ogłosił w grudniu 2025 r., że zweryfikował komercyjną rentowność swojego niebieskiego emitera OLED i buduje łańcuch dostaw w Indiach we współpracy z Laurus Labs.

Od 2024 r. LORDIN prowadzi rundę finansowania pre-IPO o wartości 25 mln USD, którą planuje zakończyć w 2026 roku. Łączna kwota pozyskanych do tej pory środków to ponad 6 mln USD (z wcześniejszych rund z lat 2020-21).

Należy zauważyć, że koreańskie spółki publiczne są strukturalnie niedowartościowane ze względu na tak zwane "koreańskie dyskonto", napędzane słabymi zwrotami dla akcjonariuszy, nieprzejrzystym ładem korporacyjnym (takim jak krzyżowe udziały chaebol) i niskimi wypłatami dywidend. LORDIN jest dobrym punktem odniesienia dla Noctiluca, ale tylko do pewnego stopnia, ponieważ akcje spoza Korei zwykle wykazują lepsze wyniki i mają większą płynność.

Zmiana prognoz

Nie zmieniamy naszych prognoz na kolejne lata dla Noctiluca.

	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Przychody	-8.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA	+11.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Zysk netto	+1.8%	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 (m ln PLN)	2024	2025	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 (m ln PLN)	2024	2025	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	-4.0	-2.3	0.7	12.6	26.7
dz. fin.	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk brutto	-5.5	-4.0	-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	-4.0	-2.3	0.5	11.3	23.5
Skor. EBITDA	-5.0	-3.6	-1.4	1.8	13.8	28.0
Skor. ZN	-6.0	-4.3	-2.3	0.5	11.3	23.5

Wskaźniki

	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
P/E	-27.7	-46.6	-80.4	-	16.6	8.0
P/E skor.	-25.3	-44.0	-80.4	-	16.6	8.0
EV/EBITDA	-35.2	-55.3	-140.0	106.8	13.6	6.4
EV/EA skor.	-30.6	-50.8	-140.0	106.8	13.6	6.4
P/S	61.6	51.7	26.9	15.6	5.0	2.8
P/BV	1077.5	20.6	27.7	25.7	10.1	5.2
Marża EBITDA	-	-90.5%	-19.4%	14.8%	36.9%	41.9%
Zm. EBITDA r/r	15%	-24%	-59%	-232%	674%	103%
Marża netto	-	-	-33.5%	4.5%	30.3%	35.1%
Zm. EPS r/r	7%	-26%	-42%	-123%	2001%	107%
Cena (PLN)	95.80	95.80	95.80	95.80	95.80	95.80
L. akcji (mln)	1.6	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
MCap	152	188	188	188	188	188
EV	153	183	190	190	187	178

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%	147.34
cena docelowa za 12 m-cy		147.34

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	-80.4	349.5	16.6	-140.0	106.8	13.6	0.0%	0.0%	0.0%
premija (dyskonto)	-341%	1288%	-53%	-750%	514%	-35%	-100%	-100%	-100%

Wartość firmy na akcję (PLN) -
12m wartość firmy na akcję (PLN) -

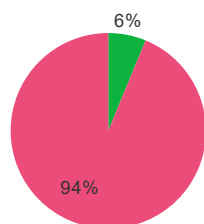
Źródło: Erste Group Research

Wycena DCF

- - Zakładamy **dług netto z końca 2025 roku.**

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

Szacunki WACC						
	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TV
Stopa wolna od ryzyka	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Koszt kapitału	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
Koszt długu	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
Efektowna stopa podatkowa	0.0%	20.0%	10.0%	12.0%	20.0%	20.0%
Udział kapitału w wycenie	99%	99%	100%	100%	100%	100%
WACC	11.5%	11.4%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
Wycena DCF						
(mn PLN)	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TV
Wzrost sprzedaży	92.3%	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	-5	-3	
Inne	0	0	0	0	0	
FCF	-6	-1	3	15	16	37
Zdyskontowane przepływy	-6	-1	2	10	10	20
Wzrost FCF po okresie prognozy	2.0%					
Wartość rezydualna (TV)	394					
Zdyskontowana wartość w okresie prognozy	16					
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	255					
Udziałowcy mniejszościowi	0					
Dług netto	-5					
Inne	0					
Wartość firmy	260					
Liczba akcji (mn)	2.0					
Koszt kapitału	11.5%					
12 miesięczna cena docelowa	147.34					
Potencjał wzrostu / spadku	54%					



■ Wartość firmy w okresie prognozy

■ Wartość firmy w nieskończoności

Wzrost w nieskończoności

	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	5.0%
+1,0 p.p.	110.3	118.9	129.1	141.5	176.2
+0,5 p.p.	116.7	126.3	137.7	151.8	191.8
+0,0 p.p.	123.8	134.4	147.3	163.3	209.9
-0,5 p.p.	131.5	143.5	158.1	176.3	231.1
-1,0 p.p.	140.0	153.5	170.1	191.1	256.2

Źródło: Erste Group Research

Disclosure of particular interests or indications of conflicts of interest according to delegated Regulation (EU) 958/2016 supplementing Article 20 of Regulation (EU) 596/2014 (MAR):

Company	ISIN	1 EGB/affiliates holdings exceed 5% of the share capital of issuer or vice versa	2 market maker or liquidity provider for issuer/instruments	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 pożytków, 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 odpowiedniości i zaleca się zapoznanie się z informacjami dla klientów zgodnie z austriacką ustawą o nadzorze nad papierami wartościowymi z 2018 r. oraz zgodnie z polską ustawą o obrocie instrumentami finansowymi z 2005 r. Wyniki inwestycji są pomniejszane o prowizje, opłaty i inne obciążenia, które zależą od indywidualnej sytuacji Inwestora. W wyniku wahań kursów walut wynik inwestycji może wzrosnąć lub spaść.

Badania inwestycyjne są opracowywane przez dział analiz inwestycyjnych Erste Group w ramach obowiązujących przepisów prawa. Opinie zawarte w analizach dotyczących instrumentów kapitałowych i dłużnych mogą się różnić. Inwestorzy inwestujący w instrumenty udziałów mogą realizować inne interesy niż inwestorzy inwestujący w instrumenty dłużne, związane z tym samym emitentem. Analityk nie jest upoważniony do składania jakichkolwiek oświadczeń lub gwarancji w imieniu analizowanej spółki lub emitenta, Erste Group, jednej z jej spółek lub 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 następcze, 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 zaświadcniają, że: (1) poglądy wyrażone w niniejszym Dokumencie dokładnie

odzwierciedlają ich osobiste poglądy na temat jakichkolwiek lub wszystkich przedmiotowych instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym Dokumencie, (2) żadna część ich wynagrodzenia nie była, nie jest ani nie będzie, bezpośrednio lub pośrednio, związana z konkretną rekomendacją lub poglądami wyrażonymi w niniejszym Dokumencie.

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

Ważne informacje

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

Ogólne informacje

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

© 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