

ASML Holding N.V.

Litografia dla AI: ile wzrostu jest już w cenie?

ASML | Euronext Amsterdam | Holandia

Szczegółowy raport analityczny i model FCFF

10 października 2026 r. | waluta wyceny: EUR

Kurs odniesienia	DCF bazowy	Bear - bull
1 610,20 EUR	1 216,83 EUR/akcję	580,04 - 2 281,74 EUR

Pytanie modelowe: czy wyjątkowa pozycja ASML i inwestycje w AI uzasadniają kurs, gdy jawnie uwzględnimy koszt kapitału, cykliczność zamówień oraz reinwestycje? Scenariusz bazowy daje -24,4% względem kursu odniesienia. To rezultat warunkowych założeń, nie cena docelowa.

Ramy	Podstawa
Okres jawny	2027E-2036E plus stub 10.10-31.12.2026
Ostatni pełny rok	2025, audytowany
Najnowszy okres	H1 2026 do 28.06.2026, nieaudytowany i nieprzeglądany
Kurs	zamknięcie 09.10.2026; Euronext Amsterdam
Status	screen-grade; pełna ścieżka FCFF, nie pełny model trzech sprawozdań

Materiał analityczny i edukacyjny. Nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani indywidualnej porady inwestycyjnej.

Źródła: [S01] · [S02] · [S03] · [S05] · [S06]

01 / SYNTEZA

Teza w pięciu punktach

Wniosek	Co naprawdę trzeba monitorować
Moat pozostaje wyjątkowy	Własność technologiczna nie eliminuje cyklu klientów ani ograniczeń łańcucha dostaw.
2026 ma być rokiem skoku	Guidance 43–45 mld EUR sprzedaży i 54–56% marży brutto jest kotwicą, nie prognozą na dekadę.
Serwis poprawia jakość miksu	Rosnąca baza zainstalowana zwiększa powtarzalność, ale zależy od wykorzystania narzędzi i upgrade'ów.
Gotówka H1 wygląda słabo z powodów bilansowych	CFO -0,5 mld EUR odzwierciedla należności i zaliczki; nie ekstrapolujemy go mechanicznie.
Cena wymaga więcej niż baza	Kurs 1 610,20 EUR przewyższa bazowy DCF 1 216,83 EUR; reverse DCF pokazuje wymagany wzrost lub niższy WACC.

Interpretacja

ASML może jednocześnie być jednym z najwyższej jakości aktywów przemysłowo-technologicznych i oferować niską tolerancję na rozczarowanie. Wycena jest szczególnie wrażliwa na tempo dostaw EUV/High-NA, wykorzystanie mocy u klientów, marżę brutto oraz koszt kapitału.

Scenariusze nie mają przypisanych prawdopodobieństw. Określenia bear/base/bull opisują spójne zestawy parametrów, nie rekomendacje.

Model biznesowy i źródła przewagi

Warstwa	Ekonomika	Test przewagi
EUV / High-NA EUV	Najwyższa wartość systemu i krytyczna rola w węzłach leading-edge.	Przepustowość, dostępność, koszt ekspozycji i terminy kwalifikacji.
DUV immersion	Duża baza produkcyjna w logice i pamięci; komplementarna wobec EUV.	Udział alternatywnych technologii, miks Chin i ceny.
Metrologia i inspekcja	Zwiększa kompletność rozwiązania i sprzężenie danych procesu.	Adopcja pakietów i wartość na warstwę/wafer.
Installed Base Management	Serwis, części, software i upgrade'y skalują się z bazą oraz wykorzystaniem.	Wzrost organiczny, marża i intensywność użycia narzędzi.
Ekosystem dostawców	Długoletnia współpraca z kluczowymi partnerami umożliwia skrajnie złożony produkt.	Wąskie gardła optyki/źródeł, jakość i koszt zwiększania mocy.

Spółka raportuje jeden segment. Dla DCF rozbijamy sprzedaż na trzy ekonomiczne silniki; to analityczna prezentacja, a nie zmiana segmentacji emitenta.

Źródła: [S01] · [S03]

03 / PRZYCHODY 2025

Baza produktowa: od systemu do sterownika modelu

Silnik	2025A, mln EUR	Udział	Zakres
Zaawansowana litografia	21 914,1	67,1%	EXE, NXE i ArF immersion
Pozostałe systemy i metrologia	2 560,2	7,8%	ArF dry, KrF, i-line, M&I
Installed Base Management	8 193,0	25,1%	serwis i opcje polowe
Razem	32 667,3	100,0%	uzgodnione do przychodów

Technologia systemowa 2025	Sztuki	Sprzedaż, mln EUR
EXE	4	1 156,9
NXE	44	10 445,8
ArF immersion	131	10 311,4
Pozostałe DUV + i-line	148	1 735,6
Metrology & Inspection	208	824,6

Źródła: [S01]. Własne zgrupowanie danych produktowych emitenta; bez podwójnego liczenia.

04 / 2023-2025A

Historia finansowa: wysoka marża, nierówny cash flow

mIn EUR, chyba że wskazano	2023A	2024A	2025A
Przychody	27 558,5	28 262,9	32 667,3
Zysk brutto	13 774,4	14 283,8	16 931,4
EBIT	9 511,9	9 937,1	12 054,0
Zysk netto	8 115,2	8 349,0	10 213,0
CFO	6 536,2	12 369,7	13 826,5
CAPEX rzeczowy	2 155,6	2 067,2	1 573,6
D&A	1 047,5	1 200,1	1 432,8
SBC	139,8	182,1	215,4
Marża EBIT	34,5%	35,2%	36,9%
Akcje rozwodnione, mln	394,1	393,6	388,9

CFO 2023 był obciążony zapasami i zmianami zaliczek klientów; 2024-2025 pokazują, dlaczego pojedynczy rok nie jest dobrą bazą normalizacji. Model FCFF zaczyna się od NOPAT i jawnie prognozuje D&A, CAPEX oraz NWC.

Źródła: [S01]

05 / NAJNOWSZE DANE

H1 2026: popyt rośnie szybciej niż wynik operacyjny

Pozycja	H1 2025	H1 2026	Zmiana
Przychody	15 433,2	18 093,4	+17,2%
Systemy	11 336,5	12 844,2	+13,3%
Serwis i opcje	4 096,7	5 249,2	+28,1%
Zysk brutto	8 223,4	9 205,4	+11,9%
EBIT	5 875,8	6 124,5	+4,2%
CFO	1 287,4	-481,5	n/m
Akcje rozwodnione, mln	390,4	385,3	-1,3%

Marża EBIT EU-IFRS spadła do 33,8%, m.in. przy wzroście R&D; o 40%. Jednocześnie spółka w kwartalnym US GAAP pokazała Q2 o marży operacyjnej 37,1%. Raport nie miesza tych baz w jednej serii; prognoza marży jest normalizacją autora.

Źródła: [\[S02\]](#) · [\[S03\]](#)

06 / KAPITAŁ OBROTOWY

Bilans i jakość gotówki: zaliczki klientów mają znaczenie

28.06.2026	mln EUR	Ujęcie
Cash	6 671,9	nieoperacyjne w moście EV
Short-term investments	909,6	nieoperacyjne w moście EV
Należności handlowe	7 252,6	NWC operacyjny
Zapasy	11 739,5	NWC operacyjny
Contract assets	492,0	NWC operacyjny
AP	3 731,0	NWC operacyjny
Accrued liabilities	2 422,1	proxy NWC
Contract liabilities	17 428,6	finansowanie od klientów
Wąski NWC proxy	-4 097,6	aktywa minus zobowiązania powyżej

Ujemny NWC może zwiększać FCFF, ale nie jest trwałym, bezwarunkowym źródłem finansowania. Zmiana terminów wysyłki, akceptacji i przedpłat potrafi gwałtownie zmienić CFO. W bazie NWC normalizuje się od -10% do -8% sprzedaży.

Źródła: [S02]

07 / PUNKT STARTOWY

Most do 2026E: guidance, nie konsensus

Silnik	2025A	Wzrost 2026E	2026E
Zaawansowana litografia	21 914,1	+45,0%	85 497,2
Pozostałe systemy	2 560,2	-5,0%	3 701,5
Installed Base	8 193,0	+20,0%	24 029,2
Razem	32 667,3	+34,8%	44 039,2

Wyliczone 44,03 mld EUR mieści się w oficjalnym zakresie 43–45 mld EUR. Q3 guidance wynosi 11–12 mld EUR przy marży brutto 55–57%. Wzrost zaawansowanej litografii jest wartością wynikową potrzebną do zbudowania midpointu i nie jest ujawnioną prognozą produktową spółki.

Źródła: [S03]

08 / REJESTR ZAŁOŻEŃ

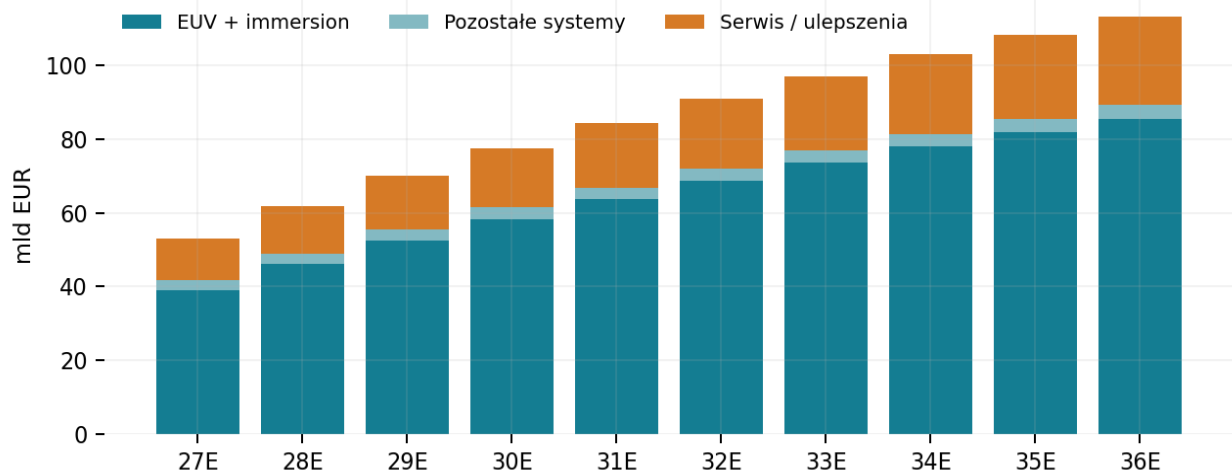
Założenia operacyjne: ścieżka bazowa

Parametr	2027E	2031E	2036E	Komentarz
Wzrost advanced lithography	23,0%	9,0%	4,5%	capacity ramp, potem normalizacja
Wzrost mature + metrology	8,0%	4,0%	3,0%	cykl dojrzałych narzędzi
Wzrost Installed Base	16,0%	9,0%	5,5%	baza, wykorzystanie, upgrade'y
Marża EBIT	39,5%	41,3%	43,5%	skala i miks, poniżej górnego pułapu GM
D&A / sprzedaż	4,0%	3,7%	3,4%	proxy ekonomicznego zużycia
CAPEX / sprzedaż	5,0%	4,6%	4,1%	utrzymanie mocy i R&D infrastructure
NWC / sprzedaż	-10,0%	-9,1%	-8,0%	częściowa normalizacja zaliczek
Podatek NOPAT	17,8%	17,8%	17,8%	zgodny z H1 estimate, stały
WACC / terminal g	8,4% / 2,5%	—	8,4% / 2,5%	nominalnie w EUR

Wszystkie pozycje poza oficjalnym guidance 2026 są założeniami autora. Brak bieżącego płatnego konsensusu.

09 / PROGNOZA DRIVERÓW

Przychody w modelu: miks przesuwają się ku serwisowi



mIn EUR	2027E	2029E	2031E	2033E	2036E
Advanced	39 084	52 576	63 611	73 509	85 497
Mature + metrology	2 627	2 924	3 162	3 387	3 701
Installed Base	11 405	14 561	17 459	20 176	24 029
Razem	53 115	70 061	84 232	97 072	113 228

Wzrost nie jest równomierny: największa część wartości powstaje w rampie zaawansowanej litografii w pierwszej połowie prognozy. To podnosi ryzyko opóźnień, kwalifikacji narzędzi i koncentracji klientów.

10 / MODEL JAWNY

FCFF 2027-2031: okres największej rampy

mIn EUR	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Przychody	53 115	61 905	70 061	77 417	84 232
EBIT	20 981	24 727	28 297	31 612	34 769
NOPAT	17 246	20 326	23 260	25 985	28 580
D&A	2 125	2 435	2 709	2 942	3 145
CAPEX	2 656	3 033	3 363	3 639	3 875
Zmiana NWC	-908	-741	-642	-531	-449
FCFF	17 622	20 469	23 248	25 819	28 299
Marża EBIT	39,5%	39,9%	40,4%	40,8%	41,3%

FCFF = NOPAT + D&A; - CAPEX - zmiana NWC. SBC pozostaje kosztem EBIT i nie jest dodawane ponownie. Wartości zaokrąglone; model JSON zachowuje pełną precyzję.

11 / MODEL JAWNY

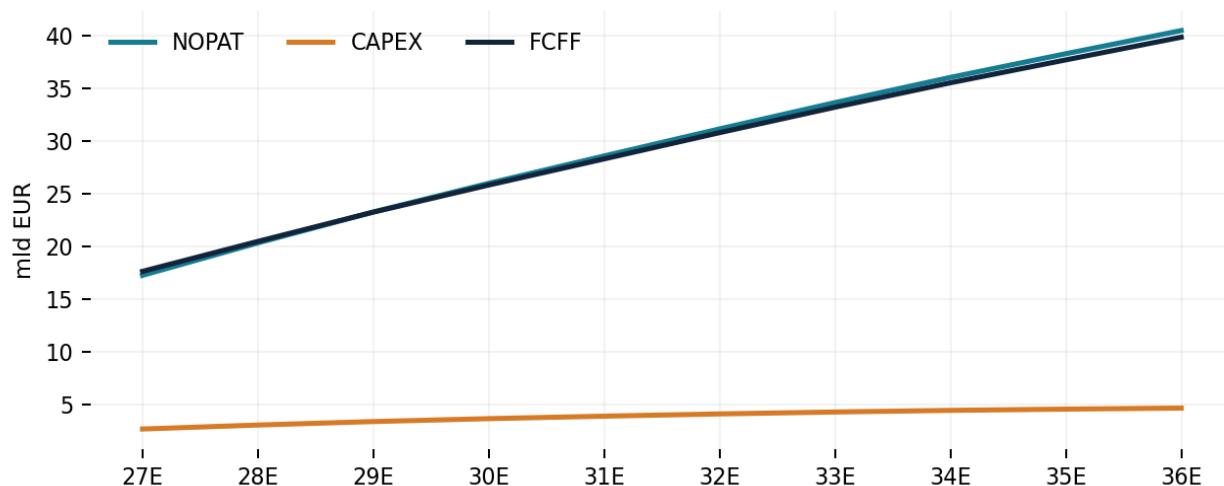
FCFF 2032-2036: przejście do dojrzałości

mIn EUR	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
Przychody	90 829	97 072	102 896	108 186	113 228
EBIT	37 896	40 932	43 845	46 580	49 254
NOPAT	31 150	33 646	36 041	38 289	40 487
D&A	3 330	3 495	3 636	3 750	3 850
CAPEX	4 087	4 271	4 425	4 544	4 642
Zmiana NWC	-399	-339	-276	-206	-163
FCFF	30 793	33 209	35 528	37 702	39 857
Marża EBIT	41,7%	42,2%	42,6%	43,1%	43,5%

FCFF = NOPAT + D&A; - CAPEX - zmiana NWC. SBC pozostaje kosztem EBIT i nie jest dodawane ponownie. Wartości zaokrąglone; model JSON zachowuje pełną precyzję.

12 / NOPAT → FCFF

Reinwestycje: wzrost nie jest darmowy



Kontrola	2027E	2036E
NOPAT	17 246	40 487
CAPEX - D&A	531	793
Zmiana NWC	-908	-163
FCFF	17 622	39 857

Model nie kapitalizuje R&D; jako osobnego aktywa i nie dodaje SBC do przepływu. To konserwatywna konwencja dla kosztów wynagrodzeń, ale uproszczenie w analizie ekonomicznego kapitału technologicznego.

13 / WACC

Koszt kapitału: WACC w EUR

Składnik	Wartość	Status
Stopa wolna od ryzyka	2,90%	kotwica EUR; krzywa ECB, parametr autora
Equity risk premium	4,40%	rynek rozwinięty; Damodaran
Beta	1,25	założenie autora, nie regresja z raportu
Koszt kapitału własnego	8,40%	$RF + \beta \times ERP$
Koszt długu brutto	3,60%	założenie
Wartość rynkowa kapitału	620,4 mld EUR	$\text{kurs} \times 385,3 \text{ mln akcji}$
Dług ekonomiczny proxy	4,0 mld EUR	borrowings + lease proxy
WACC obliczony	8,36%	ważenie rynkowe
WACC użyty	8,40%	zaokrąglony, sensitivity $\pm 100 \text{ pb}$

Źródła: [S02] · [S06] · [S07] · [S08]

14 / WARTOŚĆ

Terminal i most EV → kapitał własny

Terminal 2037E	Wartość
NOPAT 2037	41 499 mln EUR
g	2,5%
ROIC nowych inwestycji	18,0%
Stopa reinwestycji g/ROIC	13,9%
Reinwestycje	5 764 mln EUR
FCFF terminalny	35 735 mln EUR
Wartość terminalna	605 683 mln EUR

Most	mln EUR
PV stub + FCFF 2027-2036	188 475
PV wartości terminalnej	275 307
Enterprise value	463 782
- dług i lease proxy	4 020
+ cash i krótkie inwestycje	7 582
+ inwestycje nieoperacyjne, haircut	1 500
Kapitał własny	468 844
Akcje rozwodnione, mln	385,3
Wartość / akcję	1 216,83 EUR

PV terminalne stanowi 59,4% EV. Inwestycje nieoperacyjne ujęto w wysokości 1,5 mld EUR, poniżej wartości księgowej equity investments + associates; to haircut autora.

15 / BEAR • BASE • BULL

Scenariusze: różne ścieżki operacyjne i kapitałowe

Parametr	Bear	Base	Bull
Wartość / akcję	580,04 EUR	1 216,83 EUR	2 281,74 EUR
Wobec kursu	-64,0%	-24,4%	41,7%
Przychody 2036	72,1 mld	113,2 mld	158,9 mld
Marża EBIT 2036	37,0%	43,5%	47,0%
WACC	9,5%	8,4%	7,5%
g / terminal ROIC	2,0% / 13,0%	2,5% / 18,0%	3,0% / 23,0%
TV / EV	46,9%	59,4%	69,6%

• Bear: wolniejsza adopcja, ujemne odchylenie wzrostu -4,5 pp rocznie, marża 37% w dojrzałości, wyższy CAPEX i WACC.

• Base: 2026 na midpoint guidance, wygaszanie wzrostu trzech driverów, marża EBIT 43,5%, ROIC terminalny 18%.

• Bull: odchylenie +3,5 pp, szybsza monetyzacja High-NA i usług, marża 47%, niższy koszt kapitału.

Bull łączy kilka korzystnych założeń i nie jest niezależną prognozą prawdopodobieństwa. Bear nie zakłada utraty technologicznej pozycji spółki.

16 / TEST MODELU

Wrażliwość WACC × wzrost terminalny

WACC \ g	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
7,4%	1 352	1 405	1 469	1 547	1 645
7,9%	1 241	1 282	1 331	1 390	1 461
8,4%	1 146	1 179	1 217	1 261	1 315
8,9%	1 065	1 091	1 120	1 155	1 196
9,4%	994	1 014	1 038	1 065	1 096

Wartość na akcję w EUR. Ścieżka operacyjna jest stała; przy zmianie g model zmienia również terminalną stopę reinwestycji g/ROIC. Dzięki temu wyższy wzrost nie jest darmową poprawą mianownika Gordona.

Jedna zmiana	Efekt jakościowy
WACC +100 pb	niższa PV całej dekady i terminala
Terminal g +50 pb	wyższy TV, ale również wyższe reinwestycje
Marża EBIT -200 pb	spadek NOPAT i FCFF każdego roku
CAPEX/sprzedaż +100 pb	bezpośrednio niższy FCFF
Normalizacja zaliczek	dodatnia zmiana NWC obciąża gotówkę

17 / CENA JAKO RÓWNANIE

Reverse DCF: jakie wymagania niesie kurs

Przy zachowaniu bazowych marż, nakładów, NWC, WACC i terminala kurs 1 610,20 EUR można odtworzyć przez zwiększenie rocznego wzrostu każdego z trzech driverów o około 3,45 pp w każdym roku 2026–2036.

Alternatywnie, przy niezmienionej ścieżce operacyjnej, kurs odpowiada WACC około 6,97% zamiast bazowych 8,4%.

Odczyt	Znaczenie	Czego nie dowodzi
Wzrost +3,45 pp	spółka utrzymuje szybszą rampę przez całą dekadę	rynek nie musi zakładać identycznego wzrostu w każdej linii
WACC 6,97%	niższa wymagana stopa zwrotu podnosi PV	nie jest obserwowalnym kosztem kapitału wszystkich inwestorów
Kurs > baza	mała tolerancja na opóźnienie lub marżę poniżej planu	nie oznacza automatycznie przewartościowania

Reverse DCF ma wiele rozwiązań: miks, marża, CAPEX, podatki, ROIC i bilans mogą zastąpić zmianę wzrostu. To test warunków, nie opis konsensusu.

18 / MONITORING

Ryzyka i katalizatory z przypisaniem do modelu

Zdarzenie	Linia modelu	Weryfikowalny sygnał
Wolniejsza kwalifikacja High-NA	advanced revenue, marża	liczba systemów, akceptacje klienta, miks
Ograniczenia Zeiss / źródeł / poddostawców	przychody, zapasy, CAPEX	moce, lead times, zapasy i zaliczki
Kontrole eksportowe i Chiny	mature tools, miks	sprzedaż geograficzna, zakres licencji
Cykl pamięci i foundry	system revenue	capex klientów, zamówienia i wykorzystanie
Szybszy Installed Base	service revenue, marża	wzrost usług i field options
Wysokie R&D i koszty rampy	EBIT margin	R&D/sprzedaż, GM, koszty warranty
Buyback powyżej wartości	akcje i net cash	cena odkupu, liczba akcji, gotówka
Stopy i premia ryzyka	WACC	krzywa EUR i ERP

Źródła: [S01] · [S02] · [S03]

19 / DYSZYPLINA

Testy falsyfikacji i aktualizacja modelu

Hipoteza bazowa	Próg ponownej oceny
2026 blisko 44 mld EUR	guidance obniżony poniżej 43 mld albo marża brutto poniżej 54%
Advanced +23% w 2027	capacity ramp nie przekłada się na wysyłki/akceptacje
Installed Base rośnie dwucyfrowo	dwa kolejne okresy wyraźnie poniżej bazy przy stabilnej bazie narzędzi
Marża EBIT wraca powyżej 40%	R&D i koszty rampy utrzymują marżę poniżej 38%
NWC pozostaje źródłem finansowania	zaliczki spadają, AR/zapasy rosną i CFO odstaje od NOPAT
ROIC terminalny 18%	CAPEX i koszty odtworzenia rosną szybciej od NOPAT

Model powinien być aktualizowany po wynikach Q3 2026. Zmiana samego kursu nie falsyfikuje ekonomiki; zmienia jedynie relację ceny do warunkowej wartości modelowej.

Nie wyznaczamy poziomu zakupu, sprzedaży, wielkości pozycji ani ratingu.

20 / AUDYTOWALNOŚĆ

Metodyka, ograniczenia i kontrole

Warstwa	Kontrola / ograniczenie
Źródła	Dokumenty ASML/SEC jako baza; kurs z dwóch publicznych odczytów rynkowych.
Rachunkowość	Historia 2023–2025 i H1 2026 w EU-IFRS; kwartalne US GAAP tylko jako kontekst, bez mieszania w szeregu.
Model	Dziesięć lat FCFF, trzy drivery, NOPAT, D&A, CAPEX, NWC, stub, WACC i reinwestycja terminalna.
Bilans	28.06.2026; lease debt proxy 0,3 mld EUR i haircut inwestycji nieoperacyjnych są założeniami.
Akcje	385,3 mln z H1 2026; brak prognoz przyszłych buybacków i nowych grantów.
Kontrole	13 testów arytmetycznych, 0 błędów: sumy driverów, guidance, WACC, FCFF, terminal i most EV.
Gotowość	screen-grade; nie pełny model trzech sprawozdań, nie konsensus, nie materiał decyzyjny bez własnej weryfikacji.

- Brak wyników Q3 2026 przed datą raportu.
- Wieloletni miks produktowy i średnie ceny nie są w pełni ujawnione.
- WACC, beta, lease proxy i haircut inwestycji są parametrami autora.
- Prognoza nie obejmuje osobnego modelu walut, emerytur ani wszystkich pozycji podatkowych.

21 / ŹRÓDŁA

Rejestr źródeł

S01 ASML 2025 Annual Report / Form 20-F

audytowane wyniki 2023-2025, produkty, cash flow, akcje, ryzyka

Stan / data: 2026-02-25

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/937966/000162828026011377/asml-2025xannualxreportx.htm>

S02 ASML Statutory Interim Report H1 2026

EU-IFRS H1 2026, bilans, cash flow, geografia i akcje

Stan / data: 2026-07-15; okres do 2026-06-28

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/937966/000162828026048235/statutoryinterimreport20.htm>

S03 ASML Q2 2026 results and outlook

guidance 2026 i Q3, moce EUV/DUV, buyback

Stan / data: 2026-07-15

<https://www.investor.asml.com/news-releases/news-release-details/q2-2026-financial-results>

S04 ASML 2025 Annual Report - financials

kluczowe KPI i długoterminowe ramy

Stan / data: 2026-02-25

<https://www.asml.com/investors/annual-report/2025/financials>

S05 ASML Euronext Amsterdam listing

identyfikacja instrumentu i rynku

Stan / data: 2026-10-09

<https://live.euronext.com/en/product/equities/NL0010273215-XAMS>

Linki są klikalne. Dane raportowane, guidance i założenia autora są rozdzielone w treści.

21 / ŹRÓDŁA

Rejestr źródeł — ciąg dalszy

S06 ASML.AS historical quote

kurs zamknięcia; cross-check z Investing.com

Stan / data: 2026-10-09 17:38 CEST

<https://finance.yahoo.com/quote/ASML.AS/history/>

S07 ECB euro area yield curves

kotwica stopy wolnej od ryzyka EUR

Stan / data: 2026-10-09

https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_area_yield_curves/html/index.en.html

S08 Damodaran data - country risk premium

premia rynku rozwiniętego; parametr zewnętrzny

Stan / data: 2026

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

S09 MSCI market classification

Holandia jako rynek rozwinięty

Stan / data: 2026

<https://www.msci.com/indexes/index-resources/market-classification>

Linki są klikalne. Dane raportowane, guidance i założenia autora są rozdzielone w treści.