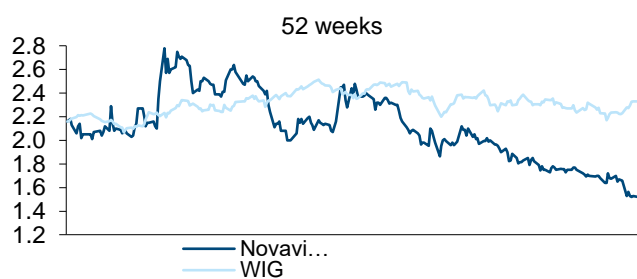


RAPORT ANALITYCZNY

Novavis Group

Kupuj (bez zmian)

(mn PLN)	2023	2024e	2025e	2026e
Przychody	10.6	4.5	16.7	26.0
EBITDA	6.5	-0.9	7.5	14.7
EBIT	6.5	-0.9	7.4	14.7
Zysk netto	5.1	-1.7	6.0	11.8
EPS (PLN)	0.1	0.0	0.2	0.3
CEPS (PLN)	0.1	0.0	0.2	0.3
BVPS (PLN)	0.2	0.1	0.3	0.5
DPS (PLN)	0.0	0.1	0.0	0.1
EV/EBITDA (x)	7.5	-56.0	6.6	3.2
P/E (x)	9.7	-28.2	8.2	4.2
P/CE (x)	9.6	-28.9	8.1	4.1
Dividend yield	0.0%	4.3%	0.0%	9.8%



Zmiana ceny akcji	12m	6m	3m	1m
w PLN	-35.2%	-43.5%	-27.5%	-17.4%

Cena akcji (PLN)	1.40	Reuters	NVGP.WA	Free float	36.5%
Liczba akcji (mn)	35.0	Bloomberg	NVG.PW	Akcjonariusze	Fundacja Stachura
Wartość rynkowa (PLN mn)	49	Dzien dywidendy			Rubicon Partners
Wartość przedsiębiorstwa (PLN mn)	49	Cena docelowa	2.08	Strona internetowa	https://novavisgroup.pl/

Analyst:

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

Poprawa wyników później, ale nastąpi...

Obniżamy nasze prognozy dla Novavis na latach 2024-26 z uwagi na skalę odmów do przyłączenia do sieci ze strony Operatorów Systemu Dystrybucji. Obniżamy naszą wycenę z 3.3 PLN do 2.08 PLN/akcja (głównie z uwagi na niższą wycenę w grupie porównawczej). Tym niemniej oczekiwane inwestycje w sieci przesyłowe oraz cele produkcji energii z OZE w Unii Europejskiej sprawiają, że długoterminowe perspektywy dla spółki pozostają silne, dlatego podtrzymujemy naszą rekomendację Kupuj dla Novavis.

Obecnie największym wyzwaniem dla Spółki są odmowy OSD na przyłączenia do sieci dla projektów OZE, które w bieżącym roku mogą sięgnąć ponad 95% mocy składanych wniosków. Mimo tego Novavis udało się uzyskać przyłączenia do sieci w 2024 roku dla dwóch projektów PV (NG10) o łącznej mocy 2,14MW i potencjalnej wartości rynkowej 1mn PLN (prawdopodobna sprzedaż w 2025 roku). Jeszcze do końca 2024 roku powinno się rozstrzygnąć pozwolenie na przyłącze dla projektu NG PV 3 o mocy 20MW, a w Q1'25 czterech projektów o łącznej mocy 146MW (NG1, NG2m NG5m NG15), co mogłoby się przełożyć na rozpoznanie 48mn przychodów w przypadku pozytywnego rozstrzygnięcia. Novavis również rozszerza działalność o magazyny energii (10 projektów magazynowych o mocy 50-60MW o wartości rynkowej ~8,5mn PLN każdy) oraz projekt z uzyskanym przyłączeniem do sieci dla 1MW mocy i 2MWh pojemności magazynowej.

Umowa deweloperska z Iberdrola obowiązuje do końca 2027 roku. Mimo, że oczekujemy, że monetyzacja projektów PV nastąpi później, to wciąż fundamenty Novavis pozostają silne z wciąż praktycznie zerowym zadłużeniem na bilansie.

Czynniki ryzyka

Problemy z nowymi przyłączeniami do systemu energetycznego są obecnie najwyraźniej spowalniającym czynnikiem dla rozwoju energetyki solarnej w Polsce. Obecnie na terenie kraju przyłączonych jest ponad 13GW mocy w fotowoltaice, a kolejne 11GW przyłączy jest zarezerwowane pod energetykę wiatrową na morzu. W ostatnich latach rośnie liczba odmów na przyłączenie wydawanych przez operatorów sieci energetycznych z uwagi na wieloletnie zaniedbania w zakresie inwestycji oraz konieczność przebudowy sieci pod wyższe wykorzystanie OZE oraz uwzględnienie nowych punktów konsumpcji, jak na przykład stacje ładowania samochodów EV.

Zmiany w zakresie regulacji maksymalnych cen energii, zamrożenie cen energii dla gospodarstw domowych wprowadzają niepewność w branży w zakresie okresu zwrotu inwestycji w OZE oraz utrudniają zdobycie finansowania pod projekty. Dwa lata temu roku KE wprowadziła maksymalną cenę sprzedaży energii elektrycznej na poziomie 180 EUR/MWh dla źródeł OZE. Niektóre kraje, jak Rumunia zdecydowały się na jeszcze drastyczniejsze limity cen energii dla OZE. W Polsce w 2023 roku Rząd zamroził ceny energii w taryfie G (gospodarstwa domowe) na poziomie cen z 2022 roku. Mrożenie cen w kolejnych latach może być utrzymane.

Wysokie stopy procentowe negatywnie wpływają na atrakcyjność inwestycyjną OZE oraz utrudniają zdobycie kapitału pod budowę. Z naszych kalkulacji wynika, że na umowie z odbiorcą przemysłowym (PPA) obecnie przy cenach 400-500 PLN/MWh projekty fotowoltaiczne spłacają się w 8-10 lat. Natomiast wyższe stopy procentowe i oprocentowanie w bankach zwiększa konkurencję o środki na budowę nowych projektów OZE.

Dostępność podzespołów do budowy farm fotowoltaicznych może być problemem dla branży w przyszłości. W 2021-2022 z uwagi na poprzerywane łańcuchy dostaw z Azji oraz galopujące ceny frachtu dalekomorskiego ceny podzespołów (inwertery, panele PV) wyraźnie drożały, a ich dostępność była utrudniona. Chiny obecnie dostarczają ponad 70% modułów PV na świecie. W ostatnim czasie Chiny również zagroziły wprowadzeniem barier celnych na eksport półprzewodników, które również są wykorzystywane w farmach PV.

Opóźnienie w przekazaniu aktywów energetyki węglowej do NABE wydłuża proces transformacji energetycznej w Polsce. Obecnie władze wspierają sektor górniczy i energetykę węglową niechętnie rozważając wyłączenie kłopotliwych bloków np. w Turowie. Mimo wyraźnych tendencji do dekarbonizacji w UE w ostatnich latach w Polsce zostało przeprowadzonych szereg inwestycji w bloki energetyczne jak Opole, czy Jaworzno. Grupa Azoty buduje prawdopodobnie ostatni nowy blok węglowy w Puławach. Łagodniejsze spojrzenie na energetykę odnawialną w Polsce prawdopodobnie przyspieszyłoby proces transformacji sektora.

Wydłużenie procesów przygotowania gruntów pod farmy obok warunków przyłączenia do sieci są największym hamulcem w rozwoju branży. Aby przygotować projekt farmy fotowoltaicznej niezbędne są pozwolenia na budowę i warunki zabudowy. Praktycznie niemożliwe w Polsce staje się wznoszenie farm na gruntach rolnych. Perspektywicznie wydaje się wznoszenie farm na

terenach przemysłowych, które z jednej strony mają już często zapewnione podłączenie do sieci, z drugiej zaś wymagają dodatkowych nakładów na rekultywację (są źródła mówiące o 1mn ha terenów przemysłowych w Polsce możliwych do zagospodarowania przez energetykę solarną i wiatrową).

Ryzyko utraty kluczowego klienta. Obecnie Novavis prowadzi development farm skoncentrowany na jednym kliencie - Iberdrola w formule płatności za każdy zrealizowany etap projektowy (kamień milowy). Utrata kluczowego klienta mogłaby spowodować konieczność szukania alternatywnego kupującego na rynku, bądź formy finansowania dewelopmentu.

Ryzyko płynności. Przy bieżącej skali działalności Novavis musi w procesie pozyskiwania przyłączenia do sieci wpłacić kaucję do OSD (30 000 PLN/MW). Kaucja nie jest oprocentowana. Znaczne zwiększenie działalności może się wiązać ze znaczącym zapotrzebowaniem na wolne środki.

W czym tkwi problem?

Głównym powodem spadku wyników finansowych Novavis w 2024 roku są **odmowy Operatorów Dystrybucji Sieci odnośnie przyłączy dla nowych projektów farm fotowoltaicznych** w Polsce. Szacunki na 2024 rok mówią nawet, że ponad 95% wniosków zostanie przez OSD odrzucone (niektórzy sugerują nawet 99%). Głównym powodem odmowy jest słaby stan sieci energetycznej oraz rezerwacja mocy pod morską energetykę wiatrową i elektrownie nuklearną.

Obecnie Novavis posiada portfel **ponad 650 MW projektów farm fotowoltaicznych**, na które złożył i opłacił **wniosek o przyłączenie do sieci dla prawie 180MW**. Zdecydowana większość projektów ma już podpisane umowy dzierżawy gruntu, przyznaną decyzję środowiskową i warunki zabudowy. Kluczowym kamieniem milowym jest pozyskanie warunków przyłączenia do sieci, które otwiera drogę do monetyzacji projektu. **W 2024 roku Novavis uzyskał przyłączenie do sieci dla dwóch projektów (NG PV 10) o łącznej mocy 2,14MW. Po wydaniu pozwolenia na budowę farmy PV i przyłącza spółka wystawi na sprzedaż powyższe projekty, których wartość rynkowa wynosi obecnie ~1mn PLN.** Niestety jednak w 2024 roku żaden z projektów przygotowywanych dla Iberdrola (łącznie ponad 450MW) nie uzyskał prawa do przyłączenia, lub wnioski odrzucano. W niektórych przypadkach zdecydowano się również na rozbudowę projektu o magazyn energii, tak aby stanowił on mniejsze obciążenie dla sieci.

Umowa Novavis z Iberdrola obowiązuje do końca 2027 roku. W czarnym scenariuszu, gdyby Iberdrola zrezygnowała ze współpracy z Novavis (co jest naszym zdaniem raczej mało prawdopodobne) nie ma ryzyka potrącenia opłat za już wypracowane kamienie milowe (jak decyzje środowiskowe i warunki zabudowy), a niedokończone projekty farm pozostają własnością Novavis. Obecnie w ramach umowy zakładamy, że Iberdrola płaci Novavis 85tsd EUR za MW projektu farmy fotowoltaicznej oraz 35tsd EUR za MW projektu magazynu energii.

Do sukcesów Novavis w 2024 roku trzeba zaliczyć **zdobycie warunków przyłączeniowych do sieci dla projektu magazynu energii na 1MW i pojemności 2MWh w Zgorzelcu** (o szacowanej przez nas wartości rynkowej ~35tsd PLN). Dodatkowo Novavis **rozpoczął prace nad 10 magazynami energii o mocy 50-60MW** każdy (łączny potencjał przychodowy ~8.5mn PLN każdy).

Zarząd Novavis również nie zaprzestaje prac nad poszerzeniem ilości dewelopowanych projektów farm fotowoltaicznych. Zwiększenie moce realizowanych projektów naszym zdaniem może wynieść nawet kilkadziesiąt MW mocy farm w 2025 roku. Z takim zastrzeżeniem jednak, że obecnie znaczący kupujący są zainteresowani projektami z już przyznanymi warunkami przyłączenia do sieci.

Według naszej analizy **jeszcze w 2024 roku OSD prawdopodobnie zdecyduje nad warunkami przyłączenia do sieci dla projektu o mocy 20MW (NG PV 3 – realizowany dla Iberdrola). W 1Q25 naszym zdaniem może zapaść decyzja o przyłączu dla czterech projektów o łącznej mocy 146MW (NG PV 1, NG PV 2, NG PV 5, NG PV 15 – wszystkie dla Iberdrola). Łączny przychód dla Novavis z przyznania przyłączenia dla powyższych farm, to nawet 48mn PLN!**

Sieci energetyczne głównym wyzwaniem OZE

Wiążący unijny cel udziału energii ze źródeł odnawialnych w końcowym zużyciu energii to 42,5% do 2030 roku. W 2021 roku udział OZE w UE wynosił 21,8%, co oznacza, że około połowa celu jest już spełniona. Ze względu na podział wysiłków między państwami UE, **polski cel OZE do 2030 roku wynosi 31,5%**.

Według Polityka Insight wąskim gardłem transformacji energetycznej pozostają sieci energetyczne. Według BloombergNEF osiągnięcie przez świat neutralności klimatycznej konieczne wymaga inwestycji rzędu 21,4 bln USD. W Polsce w przypadku **pięciu największych operatorów sieci dystrybucyjnych poziom wydatków inwestycyjnych od 2018 roku zwiększył się dwukrotnie, z 6,2 mld do 11,7 mld PLN w 2023 roku**. Skok inwestycji to m.in. efekt wdrożenia przez prezesa Urzędu Regulacji Energetyki w listopadzie 2022 roku. W projekcie Planu Rozwoju Sieci Przesyłowej na lata 2025–2034 operator przesyłowy założył wydatki łącznie 64 mld PLN. Dla porównania poprzedni plan na lata 2023–2032 przewidywał niemal dwukrotnie niższe wydatki, na poziomie 36,6 mld PLN. **Szacowane przez rząd koszty rozbudowy sieci do 2040 roku na poziomie 500 mld PLN oznaczają, że roczne wydatki, jakie ponoszą operatorzy na inwestycje, musiałyby wzrosnąć z 13,5 mld do 25–30 mld PLN, czyli co najmniej dwukrotnie**. Ministerstwo Klimatu i Środowiska zapowiedziało na razie udostępnienie operatorom ponad 15 mld PLN dotacji z polityki spójności, Krajowego Planu Odbudowy i Funduszu Modernizacyjnego oraz około 70 mld PLN pożyczek z Funduszu Wsparcia Energetyki.

O ile w 2019 roku inwestorzy otrzymali 476 odmownych decyzji o wydanie warunków przyłączenia do sieci dla instalacji o mocy 5,7 GW, o tyle cztery lata później liczba tego rodzaju odmów wzrosła ponad 15-krotnie, do 7,4 tys. przypadków dotyczących instalacji o mocy aż 83,6 GW. Głównym powodem odmów było niespełnianie warunków technicznych przyłączenia sieci. Gwałtowny wzrost tych wniosków jest też efektem spekulacji – inwestorzy składają je jednocześnie w różnych miejscach

Według danych na koniec pierwszego kwartału 2023 łączna dostępna dla inwestorów moc przyłączeniowa na najbliższe pięć lat (2023–2028) będzie nieznacznie rosła (z 3,8 do 4,4 GW), ale w porównaniu z planami wydanymi przez OSD i OSP rok temu (1Q22 roku) jest to spadek o 41%. Obrazuje to pogarszający się stan i spadającą wydolność sieci elektroenergetycznej. Plany wolnych mocy przyłączeniowych na 2025 rok w ciągu roku spadły z 7 GW do 4,2 GW dostępnej mocy. Warto zwrócić uwagę na fakt, że Energa Operator na 2022 rok nie wskazała żadnych wolnych mocy przyłączeniowych i uzasadniła to uwzględnieniem w planach rozwoju sieci wartości mocy morskich farm wiatrowych. Podobną argumentację przytacza PSE.

Potencjał przyłączania nowych mocy wytwórczych nie jest równomiernie rozłożony na terenie kraju. Województwa z największym potencjałem przyłączeniowym należą do Enea Operator, który jednocześnie wydaje najwięcej warunków przyłączenia.

Zmniejszanie się wielkości dostępnych mocy przyłączeniowych dla farm PV w perspektywie najbliższych pięciu lat pozostaje w ścisłej zależności z mnogością bieżących odmów przez Operatorów Sieci Dystrybucyjnej wydania warunków przyłączenia do sieci dla nowych projektów. Znamienne jest, że zapotrzebowanie klientów wyrażane w formie wniosków o wydanie warunków przyłączenia nie znajduje odzwierciedlenia w stosownej modyfikacji planów rozwoju sieci.

Zmiana prognoz

Obniżamy nasze prognozy na lata 2024-2026 z uwagi na niską wartość wydawanych pozwoleń na przyłączyć do sieci przez OSD, co jest kluczowym kamieniem milowym do osiągnięcia przez deweloperów projektów OZE.

Zakładamy, że w 2025 roku Novavis nie wypłaci dywidendy z zysku.

Perspektywy lat 2027-2028 wydają się wciąż niezagrażone ze względu na planowane wydatki na modernizację sieci przez OSD i PSE oraz cele wytwarzania energii elektrycznej w Unii Europejskiej.

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	-75.7%	-74.3%	-55.9%	-12.3%	-21.0%
EBITDA	-107.9%	-75.0%	-44.2%	+25.3%	-1.7%
Zysk netto	-119.3%	-74.9%	-44.2%	+25.3%	-1.7%
DPS	0.0%	-100.0%	-59.8%	-16.2%	+61.2%

Wycena

Wycenę Grupy Novavis bazujemy w 50% na metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz w 50% na wycenie porównawczej.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena porównawcza (PLN)	50%	1.24
Wycena DCF (PLN)	50%	2.91
	cena docelowa za 12 m-cy	2.08

Wycena porównawcza

W wycenie porównawczej staramy się zestawić wyniki Novavis do spółek działalności w branży źródeł odnawialnych, zajmujących się dewelopowaniem projektów fotowoltaicznych i wiatrowych. W Grupie porównawczej znajdują się podmioty o skali światowej i długiej historii, dlatego decydujemy się na 50% dyskonto do spółek notowanych z branży. Wiele ryzyk odnośnie harmonogramu projektów jest poza Novavis (np. pozwolenia środowiskowe, przyłączenia do sieci, pozwolenia budowlane).

	P/E			EV/EBITDA			Dyid		
	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
ABO WIND AG	4.9	2.6	3.6	8.2	4.6	5.9	4.3%	4.8%	5.3%
CLOUDBERRY CLEAN	-	-	-	-	-	24.0	-	-	-
ECOENER SA	33.9	27.4	-	27.3	21.1	-	-	-	-
EOLUS VIND AB- B	22.9	8.5	7.0	15.0	7.1	5.6	-	-	0.0
GREENERGY RENOVAB	15.5	10.6	8.8	11.0	8.6	7.4	1.6%	1.8%	1.8%
INOX WIND LTD	-	-	-	-	-	-	-	-	-
LHYFE SAS	36.6	13.8	10.2	9.5	6.1	5.1	0.8%	2.3%	3.3%
NORDEX SE	22.7	9.0	4.9	12.8	7.3	5.2	0.0	0.0	-
OX2 AB	40.5	230.8	88.2	18.2	19.3	15.0	0.0	-	-
TECHNO ELECTRIC	246.7	17.3	12.1	7.7	4.7	3.9	-	-	-
VESTAS WIND SYST	31.0	23.3	-	25.1	17.2	15.3	-	-	-
MIN	4.9	2.6	3.6	7.7	4.6	3.9	0.6%	0.6%	1.1%
MAX	246.7	230.8	88.2	27.3	21.1	24.0	4.3%	4.8%	5.3%
Median	31.0	13.8	8.8	12.8	7.3	5.9	0.8%	2.0%	2.6%
Novavis	-	8.2	4.2	-	6.6	3.2	4.3%	0.0%	9.8%
Premium/Discount	-	-41%	-53%	-	-9%	-47%	428%	-100%	281%
Implikowana wycena									
Mediana	31.0	13.8	8.8	12.8	7.3	5.9			
Dyskonto	50%	50%	50%	50%	50%	50%			
Waga wskaźnika		50%			50%				
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%			
Wartość firmy na akcję (PLN)	1.18								
12m wartość firmy na akcję (PLN)	1.24								

Wycena DCF

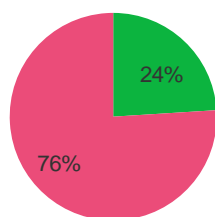
- 5-cio letni okres prognozy
- Stopa wolna od ryzyka 5.75% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych)
- Beta 1.2. Ryzyko opóźnienia pozwolenia środowiskowego, przyłączenia do sieci, pozwolenia budowlanego.

Szacunki WACC

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TV
Stopa wolna od ryzyka	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
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	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%
Koszt długu	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
Efektywna stopa podatkowa	-107.4%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Udział kapitału w wycenie	100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%

Wycena DCF

(mn PLN)	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TV
Wzrost sprzedaży	-57.8%	274.5%	55.5%	10.8%	-1.8%	64.7%
EBIT	-1	7	15	16	16	25
marża EBIT	3.9%	7.0%	8.5%	9.2%	9.6%	9.8%
Stopa podatkowa	20.1%	8.9%	11.3%	11.4%	11.1%	10.6%
Opodatkowanie EBIT	1	1	3	3	3	5
NOPAT	-2	6	12	13	12	20
Amortyzacja	0	0	0	0	0	
CAPEX	0	0	0	0	0	
Kapitał obrotowy	3	-6	-4	-1	0	
Inne	0	0	0	0	0	
FCF	1	0	7	12	13	11
Zdyskontowane przepływy	1	0	6	8	8	6
Wzrost FCF po okresie prognozy	2.0%					
Wartość rezydualna (TV)	115					
Zdyskontowana wartość rezydualna:	23					
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	97					
Udziałowcy mniejszościowi	1					
Dług netto	-1					
Inne	0					
Wartość firmy	96					
Liczba akcji (mn)	35					
Koszt kapitału	5.7%					
12 miesięczna cena docelowa	2.91					
Potencjał wzrostu / spadku	98%					



- Wartość firmy w okresie prognozy
- Wartość firmy w nieskonczoności

Wzrost w nieskonczoności

	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	5.0%
+1,0 p.p.	2.3	2.4	2.6	2.8	3.4
+0,5 p.p.	2.4	2.6	2.8	3.0	3.6
+0,0 p.p.	2.5	2.7	2.9	3.2	3.9
-0,5 p.p.	2.7	2.8	3.1	3.4	4.2
-1,0 p.p.	2.8	3.0	3.3	3.6	4.6

RZiS (mln PLN)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Przychody	10	9	11	4	17	26
Bieżące projekty			10	4	16	24
Przyszłościowe projekty			0	2	5	9
Koszty			4	5	9	11
Amortyzacja			0	0	0	0
Zużycie materiałów i energii			0	0	0	0
Usługi obce, w tym			2	3	7	8
EBIT	-1	3	6	-1	7	15
dz. fin.	0	-2	0	0	0	0
Zysk brutto	-1	3	6	-1	7	15
Podatek doch.	0	1	2	1	1	3
Mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	-1	2	5	-2	6	12
Skor. EBITDA	-2	5	7	-1	7	15
Skor. ZN	-1	2	5	-2	6	12

Źródło: Novavis Group, prognozy Erste Group Research

Bilans (mln PLN)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Aktywa trwałe	4	11	22	22	22	22
Rzeczowe	0	0	0	0	0	0
Niematerialne	0	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0	0
Rozliczenia międzyokresowe	3	11	22	22	22	22
Aktywa obrot.	5	7	9	5	10	17
Zapasy	0	0	0	0	0	0
Należności	3	2	5	2	8	12
Gotówka	1	2	2	1	1	4
Kapitały wł.	1	4	8	4	10	17
Mniejszości	3	2	1	1	1	1
Zob. długo.	0	0	0	0	0	0
Kredyty	0	0	0	0	0	0
Zob. krótko.	4	12	21	21	21	21
Kredyty	1	0	0	0	0	0
Zob. handlowe	2	12	21	21	21	21
Dług netto	1	-2	-2	-1	-1	-4
DN/EBITDA	-0.3	-0.4	-0.3	0.7	-0.1	-0.2
DN/EA skor.	-0.3	-0.4	-0.3	0.7	-0.1	-0.2

Źródło: Novavis Group, prognozy Erste Group Research

**Rachunek CF
(mIn PLN)**

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
CF oper.	-1	4	0	1	0	7
Kapitał obrot.	0	2	-7	3	-6	-4
CF inw.	1	-4	0	0	0	0
CAPEX	0	0	0	0	0	0
CF fin.	0	1	0	-2	0	-5
Dywidenda	0	0	0	-2	0	-5
CF	0	1	0	-1	0	3
CFO/EBITDA	52%	87%	2%	-86%	4%	51%
FCFF	-1	4	0	1	0	8
FCFF/EV	-2%	8%	0%	2%	1%	16%
FCFE	-1	4	0	1	0	7
FCFE/MCAP	-3%	8%	0%	1%	0%	15%
DPS	0.00	0.00	0.00	0.06	0.00	0.14
Wsk. wypłaty	-	0%	0%	42%	0%	80%
DYield	0.0%	0.0%	0.0%	4.3%	0.0%	9.8%

Wskaźniki

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E	-39.0	22.5	9.7	-28.2	8.2	4.2
P/E skor.	-39.0	22.5	9.7	-28.2	8.2	4.2
EV/EBITDA	-28.8	10.4	7.5	-56.0	6.6	3.2
EV/EA skor.	-28.8	10.4	7.5	-56.0	6.6	3.2
P/S	4.8	5.2	4.6	11.0	2.9	1.9
P/BV	39.2	13.9	5.9	11.0	4.7	2.8
Marża EBITDA	-17.8%	49.7%	61.5%	-19.9%	44.6%	56.6%
Zm. EBITDA r/r	-	-359%	38%	-114%	-938%	98%
Marża netto	-12.3%	23.1%	47.8%	-38.9%	35.8%	45.3%
Zm. EPS r/r	-	-274%	132%	-134%	-444%	97%
Cena (PLN)	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40
L. akcji (mln)	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0
MCap	49	49	49	49	49	49
EV	52	49	48	50	50	47

Źródło: Novavis Group, prognozy Erste Group Research

Income Statement	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
(IAS, PLN mn, 31/12)	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026
Net sales	10.19	9.45	10.58	4.47	16.74	26.03
Cost of goods sold	8.12	4.75	4.08	5.40	9.35	11.37
Gross profit	2.08	4.70	6.50	-0.93	7.39	14.66
SG&A						
Other operating revenues	3.90	0.05	0.04	0.00	0.00	0.00
Other operating expenses	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA	-1.81	4.70	6.51	-0.89	7.46	14.74
Depreciation/amortization	-0.00	-0.05	-0.05	-0.04	-0.07	-0.08
EBIT	-1.82	4.65	6.46	-0.93	7.39	14.66
Financial result	0.50	-1.65	-0.20	0.09	0.09	0.09
Extraordinary result	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EBT	-1.32	2.99	6.26	-0.84	7.48	14.75
Income taxes	0.03	0.81	1.54	0.90	1.50	2.95
Result from discontinued operations						
Minorities and cost of hybrid capital	0.00	0.00	0.33	0.00	0.00	0.00
Net result after minorities	-1.26	2.18	5.06	-1.74	5.98	11.80
Balance Sheet	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
(IAS, PLN mn, 31/12)						
Intangible assets	0.16	0.13	0.08	0.14	0.17	0.18
Tangible assets	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Financial assets	0.08	0.12	0.09	0.09	0.09	0.09
Total fixed assets	3.61	11.17	22.33	22.39	22.42	22.43
Inventories	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Receivables and other current assets	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Other assets	0.04	1.83	1.56	1.56	1.56	1.56
Cash and cash equivalents	0.82	2.01	2.05	0.68	1.00	3.68
Total current assets	5.52	9.06	10.38	6.10	12.05	19.05
TOTAL ASSETS	9.09	18.40	31.15	26.92	32.91	39.92
Shareholders'equity	1.25	3.53	8.29	4.45	10.43	17.45
Minorities	2.63	1.74	1.40	1.40	1.40	1.40
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	0.09	0.13	0.10	0.10	0.10	0.10
Other LT liabilities	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Total long-term liabilities	0.09	0.13	0.10	0.10	0.10	0.10
Interest-bearing ST debts	1.45	0.13	0.02	0.00	0.00	0.00
Other ST liabilities	3.67	12.88	21.33	20.97	20.97	20.97
Total short-term liabilities	3.92	11.82	21.15	20.92	20.92	20.92
TOTAL LIAB. , EQUITY	9.09	18.40	31.15	26.92	32.91	39.92
Cash Flow Statement	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
(IAS, PLN mn, 31/12)						
Cash flow from operating activities	-0.95	4.08	0.10	0.76	0.32	7.48
Cash flow from investing activities	0.86	-3.50	0.27	-0.10	-0.10	-0.10
Cash flow from financing activities	0.28	0.60	-0.33	-2.03	0.09	-4.70
CHANGE IN CASH , CASH EQU.	0.19	1.19	0.05	-1.37	0.32	2.69
Margins & Ratios	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Sales growth		-7.3%	12.0%	-57.8%	274.5%	55.5%
EBITDA margin	-17.8%	49.7%	61.5%	-19.9%	44.6%	56.6%
EBIT margin	-17.8%	49.2%	61.0%	-20.8%	44.1%	56.3%
Net profit margin	-12.3%	23.1%	47.8%	-38.9%	35.8%	45.3%
ROE		91.4%	85.6%	-27.3%	80.4%	84.6%
ROCE		106.3%	171.5%	-46.6%	110.4%	113.3%
Equity ratio	-15.2%	9.7%	22.1%	11.3%	27.4%	40.2%
Net debt	0.7	-1.7	-1.9	-0.6	-0.9	-3.6
Working capital	1.6	-4.6	-12.3	-16.4	-10.4	-3.4
Capital employed	-0.7	0.1	5.0	2.5	8.1	12.5
Inventory turnover		nm	nm	nm	nm	nm

Source: Company data, Erste Group estimates

Zastrzeżenia prawne

Niniejsza rekomendacja („Dokument”) została przygotowana przez Erste Securities Polska S.A., spółkę zależną od Erste Group Bank AG (razem ze skonsolidowanymi spółkami zależnymi „Erste Group”) niezależnie i obiektywnie w celu dostarczenia dodatkowych informacji ekonomicznych o analizowanej spółce lub spółkach („Spółka lub Spółki”). Novavis Group została objęta niniejszą rekomendacją w ramach Programu Wsparcia Analitycznego Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie („Program”). **Program zakłada, że za objęcie pokryciem analitycznym Novavis Group Erste Securities Polska S.A. otrzyma wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie. W powyższym zakresie Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie przysługują jako zamawiającemu autorskie prawa majątkowe do raportu.**

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

opcjach, warrantach lub prawach do papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych) analizowanej Spółki.

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

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

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

Ważne Ujawnienia

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

Ogólne ujawnienia

Wszystkie rekomendacje wydane przez Erste Group Research są niezależne, obiektywne i oparte na najnowszych informacjach o Spółce, branży i innych ogólnych publicznie dostępnych informacjach, które Erste Group Research uważa za wiarygodne; jednakże nie gwarantujemy ani nie przyjmujemy żadnej odpowiedzialności za kompletność lub dokładności takich informacji lub naszych rekomendacji. W celu uniknięcia błędów i / lub zniekształceń staramy się dochować należytej staranności i rzetelności. Spółka lub inne wewnętrzne działy Erste Group nie mają wpływu na rating lub cenę docelową rekomendacji. Każda rekomendacja opracowywana przez analityka jest weryfikowana przez pracownika wyższego szczebla z działu analiz lub uzgadniana z analitykiem wyższego szczebla / jego zastępcą (zasada 4 oczu). Erste Group wdrożyło obszerne zasady compliance dotyczące transakcji osobistych analityków (patrz „Konflikty interesów”). Analitycy nie mogą angażować się w jakąkolwiek odpłatną działalność związaną ze spółkami objętymi pokryciem analitycznym, chyba że zostało to odpowiednio ujawnione. Żadna część wynagrodzenia analityków nie była, nie jest lub nie będzie bezpośrednio lub pośrednio związana z konkretnymi rekomendacją(mi) lub opiniami wyrażonymi przez nich w niniejszym dokumencie. Erste Group może angażować się w transakcje instrumentami finansowymi, zawierającymi na rachunek własny lub w inny sposób, które są sprzeczne z poglądami przyjętym w niniejszym raporcie analitycznym. Ponadto inne osoby należące do Erste Group, w tym strategdy i pracownicy działu sprzedaży, mogą wyrażać poglądy niezgodne z poglądami przyjętymi w niniejszym raporcie analitycznym.

Konflikty interesów

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

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

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

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

https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Umgang_mit_Interessenskonflikten/index.phtml

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

https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Recommendations_Distribution/index.phtml

Wszystkie ujawnienia dotyczące konfliktów interesów, mające zastosowanie do niniejszej publikacji, zachowują swoją ważność w takim samym zakresie dla Erste Group Bank AG i Erste Securities Polska S.A.

Definicje ocen Erste Group

Kup > +20% od ceny docelowej
Akumuluj +10% < cena docelowa < +20%
Trzymaj 0% < cena docelowa < +10%
Redukuj -10% < cena docelowa < 0%
Sprzedaj < -10% od ceny docelowej

Nasze ceny docelowe są ustalane poprzez ustalenie wartości godziwej akcji, z uwzględnieniem dodatkowych czynników fundamentalnych i istotnych wiadomości dla ceny akcji (takich jak: fuzje i przejęcia, przyszłe istotne transakcje na akcjach, pozytywny / negatywny sentyment dla sektora/akcji, inne wiadomości) i odniesienie do przyszłych 12 miesięcy. Wszystkie rekomendacje należy rozumieć w odniesieniu do naszej bieżącej podstawowej wyceny akcji. Rekomendacje nie wskazują względnych zachowań kursu akcji w stosunku do benchmarku regionalnego lub sektorowego.

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

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

Wyjaśnienie parametrów wyceny i oceny ryzyka

O ile nie zaznaczono inaczej w treści raportu analitycznego, ceny docelowe w publikacji oparte są na wycenie metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych i / lub porównaniu wskaźników wyceny z firmami postrzeganymi przez analityka jako porównywalne lub kombinacją obu metod. Wynik tej fundamentalnej wyceny jest korygowany, aby odzwierciedlić poglądy analityka na prawdopodobny przebieg nastrojów inwestorów. Niezależnie od zastosowanej metody wyceny istnieje znaczne ryzyko, że cena docelowa nie zostanie osiągnięta w oczekiwanych ramach czasowych. Czynniki ryzyka obejmują nieprzewidziane zmiany presji konkurencyjnej lub 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://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Bewertungsmethoden/index.phtml>

Planowana częstotliwość aktualizowania rekomendacji

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

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

Odnośniki

Erste Group może udostępniać hiperłącza do stron internetowych podmiotów wymienionych w tym dokumencie, jednak dołączenie linku nie oznacza, że Erste Group popiera, rekomenduje lub zatwierdza jakiegokolwiek 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) (Sonnemannstraße 22, D-60314 Frankfurt nad Menem, Niemcy) oraz przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) (Otto-Wagner Platz 5, A-1090, Wiedeń, Austria).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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