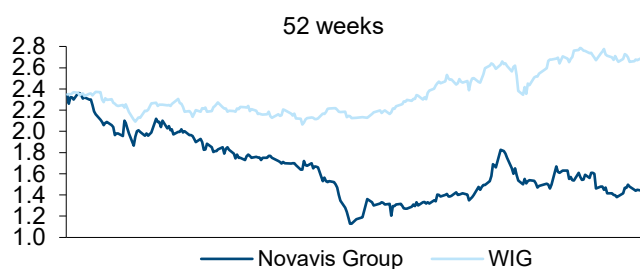


COMPANY REPORT

Novavis Group

Z Kupuj do Trzymaj

(mn PLN)	2024	2025e	2026e	2027e
Przychody	4.0	17.4	13.0	16.8
EBITDA	-1.2	7.8	6.0	8.3
EBIT	-1.3	7.8	5.9	8.2
Zysk netto	-1.8	6.2	4.6	6.4
EPS (PLN)	-0.1	0.2	0.1	0.2
CEPS (PLN)	0.0	0.2	0.1	0.2
BVPS (PLN)	0.1	0.3	0.3	0.4
DPS (PLN)	-0.1	0.0	0.1	0.1
EV/EBITDA (x)	-41.8	6.4	8.3	5.8
P/E (x)	-28.0	8.0	10.7	7.7
P/CE (x)	-28.6	8.0	10.6	7.6
Dividend yield	-4.3%	0.0%	10.0%	8.4%



Zmiana ceny akcji	12m	6m	3m	1m
w PLN	-40.7%	20.7%	-14.9%	-3.4%

Cena akcji (PLN)	1.41	Reuters	NVGP.WA Free float	39.5%
Liczba akcji (mn)	35.0	Bloomberg	NVG.PW Akcjonariusze	Fundacja Stachura
Wartość rynkowa (PLN mn)	49	Dziennik		Rubicon Partners
Wartość przedsiębiorstwa (PLN mn)	49	Cena docelowa	1.42	Strona internetowa https://novavisgroup.pl/

Analyst:

Jakub Szkopek

+48 22 257 5753

jakub.szkopek@erstegroup.com

Niepewna współpraca z Iberdrola rzutuje na prognozy

Obniżamy nasze prognozy oraz cenę docelową Novavis do 1,42 PLN/akcja (wcześniej 2,08 PLN/akcja) oraz rekomendację do Trzymaj (wcześniej Kupuj).

Po odstąpieniu od realizacji projektu ManowoWyszebórz (53,7 MW), mimo uzyskania warunków przyłączenia do sieci, **dalsza współpraca z Iberdrola wydaje się bardziej ryzykowana**, a prognozy przyszłych wyników Novavis trudniejsze do oszacowania. Według naszych informacji Iberdrola w Polsce spowolniła inwestycje w odnawialne źródła energii, co stwarza ryzyko, że w przypadku kolejnych projektów PV również może zdecydować się na rezygnację z budowy mimo zdobycia przez Novavis kolejnych kamieni milowych.

Obecnie Novavis prowadzi **proces sprzedaży projektu ManowoWyszebórz na rzecz inwestorów, a transakcja może zostać sfinalizowana w 2H'25**. Naszym zdaniem wartość rynkowa projektu może sięgać 16-23mn PLN, z czego w przypadku finalizacji transakcji Novavis będzie musiał oddać Iberdrola ~4mn PLN zaliczek wynikających ze zdobytych dotychczas kamieni milowych.

Obniżamy naszą prognozę wyników w latach 2026-2028 oraz zakładamy wyższe wyniki w 2025 roku z uwagi na oczekiwaną sprzedaż projektu ManowoWyszebórz. Naszym zdaniem Novavis może w 2026 roku wypłacić 0.14 PLN dywidendy z zysku po domknięciu sprzedaży projektu ManowoWyszebórz.

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 20GW mocy w fotowoltaice, a kolejne 11GW przyłączy jest zarezerwowane pod energię 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. Trzy lata temu roku KE wprowadziła maksymalną cenę sprzedaży energii elektrycznej na poziomie 180 EUR/MW 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.

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 energię 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 kończy prawdopodobnie ostatni nowy blok węglowy w Puławach. Łagodniejsze spojrzenie na energię 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. Perspektywiczne 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.

Iberdrola rezygnuje z projektu, co dalej

22 maja Iberdrola, główny partner Novavis Group, zdecydował się na **odstąpienie od realizacji projektu farmy fotowoltaicznej ManowoWyszebórz, mimo uzyskania warunków przyłączenia** (o mocy 53,7 MW). W efekcie Novavis mimo osiągnięcia kluczowego kamienia milowego nie może zaksięgować znacznych przychodów (8mn PLN) wynikających ze zdobycia warunków przyłączenia. W związku z odstąpieniem od realizacji powyższej farmy Novavis zachowa płatności wynikające z dotychczas zrealizowanych kamieni milowych jak uzyskanie prawa i warunków do zabudowy oraz podpisania umowy dzierżawy gruntu. Odstąpienie od realizacji projektu wzbudza jednak niepewność odnośnie dalszej współpracy z Iberdrola. Obecnie Novavis posiada blisko 400 MW projektów PV we współpracy z Iberdrola na różnym etapie uzyskiwania pozwoleń. **Obecnie spółki energetyczne preferują projekty wiatrowe względem fotowoltaicznych** z uwagi na niskie ceny energii elektrycznej w momencie wysokiego nasłonecznienia oraz znikome zdolności w zakresie magazynowania wytworzonej energii. W efekcie **europejskie koncerny decydują się na ograniczenie wydatków na inwestycje w OZE** (przykład Orsted, czy Equinor), a dodatkowo projektom OZE przeszkadza polityka Donalda Trumpa ułatwiająca wytwarzanie energii z paliw kopalnianych.

W Polsce Iberdrola aktualnie posiada portfolio 5 lądowych farm wiatrowych o łącznej mocy zainstalowanej wynoszącej 212,8 MW i pracuje nad budową kolejnych. Według naszych informacji wiele z realizowanych projektów została spowolniona. Według nas **Iberdrola mogła zrezygnować z projektu farmy dostarczanej przez Novavis ze względu na ograniczenia budżetowe**. Ryzykiem jest, że Iberdrola w przyszłości może ponownie odstąpić od realizacji kolejnych projektów dewelopowanych przez Novavis. Wówczas Spółka będzie musiała szukać alternatywnego kupca na spółki projektowe z warunkami przyłączeniowymi.

Obecnie Novavis negocjuje z innymi partnerami nad sprzedażą całego projektu ManowoWyszebórz. Tego typu procesy, to kwestia bardziej kilku miesięcy, a **wartość rynkowa obecnie oscyluje wokół 70-100tysd EUR za MW mocy** (wartość rynkowa ~16-23mn PLN). W przypadku odsprzedaży projektu do innego podmiotu, Novavis będzie musiał zwrócić wartość zaliczek wynikających z osiągnięcia kamieni milowych do Iberdrola. Obecnie dla projektu ManowoWyszebórz zaliczki szacujemy na około 4mn PLN.

Zmiana prognoz

Podwyższamy nasze prognozy na 2025 roku z uwagi na wysokie szanse na sprzedaż projektu ManowoWyszebórz, która zakładamy, że wydarzy się w drugiej połowie 2025 roku. Łączny wpływ ze sprzedaży projektu zakładamy na 16,4mn PLN na co składa się zwrot 4mn PLN zaliczek do Iberdrola. Pozy tym projektem zakładamy dodatkowo 1mn PLN sprzedaży wynikającej z osiągnięcia kamieni milowych na innych pozostałych projektach realizowanych we współpracy z Iberdrola. Nie zakładamy wypłaty dywidendy w 2025 roku, choć Zarząd zadeklarował, że w przypadku finalizacji zbycia projektu ManowoWyszebórz wypłaci dywidendę z zysku dla akcjonariuszy.

	2025e	2026e	2027e	2028e
Przychody	+18.8%	-50.0%	-41.6%	-22.1%
EBITDA	+25.4%	-59.6%	-49.5%	-26.8%
Zysk netto	+22.9%	-61.0%	-50.8%	-28.2%
DPS	-	+22.9%	-61.0%	-50.8%

W latach 2026-2028 obniżamy wartość oczekiwanych przychodów z uwagi na wciąż utrzymującą się niepewność w zakresie przyznawanych warunków przyłączeniowych dla nowych projektów PV oraz niepewność związaną z dalszą współpracą z Iberdrola. Zakładamy, że dywidenda w wysokości 0.14 PLN/akcja nastąpi w 2026 roku po sfinalizowaniu sprzedaży projektu ManowoWyszebórz.

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%	1.17
Wycena DCF (PLN)	50%	1.68
	cena docelowa za 12 m-cy	1.42

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			Dyiel		
	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
ABO WIND AG	3.5	5.1	4.7	3.6	4.7	5.5	4.6%	4.9%	5.0%
CLOUDBERRY CLEAN	-	-	13.4	-	62.5	-	-	-	-
ECOENER SA	29.4	-	-	21.1	20.4	-	0.0	-	-
EOLUS VIND AB- B	17.6	19.8	11.0	12.1	10.7	6.7	-	0.0	0.0
GREENERGY RENOVAB	10.0	8.0	6.9	7.6	6.3	5.6	1.9%	2.0%	2.2%
INOX WIND LTD	-	-	-	-	-	-	-	-	-
LHYFE SAS	18.2	12.6	10.1	6.3	5.3	4.6	1.5%	2.2%	3.0%
NORDEX SE	33.5	18.0	12.2	14.2	10.1	7.7	0.0	-	-
OX2 AB	-	69.4	31.9	19.5	11.1	-	-	-	-
TECHNO ELECTRIC	24.4	16.6	13.9	6.7	5.6	5.0	-	0.0	0.0
VESTAS WIND SYST	19.4	16.5	-	12.2	10.9	11.4	-	-	-
MIN	3.5	5.1	4.7	3.6	4.7	4.6	0.4%	0.2%	0.5%
MAX	33.5	69.4	31.9	21.1	62.5	11.4	4.6%	4.9%	5.0%
Median	18.8	16.6	11.6	12.1	10.4	5.6	1.5%	2.0%	2.2%
Novavis	-28.0	8.0	10.7	-41.8	6.4	8.3	-4.3%	0.0%	10.0%
Premium/Discount	-249%	-52%	-7%	-444%	-39%	48%	-375%	-100%	353%
Implikowana wycena									
Mediana	18.8	16.6	11.6	12.1	10.4	5.6			
Dyskonto	50%	50%	50%	50%	50%	50%			
Waga wskaźnika		50%			50%				
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%			
Wartość firmy na akcję (PLN)	1.10								
12m wartość firmy na akcję (PLN)	1.17								

Źródło: Erste Group Research

Wycena DCF

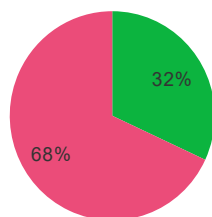
- 5-cio letni okres prognozy
- Stopa wolna od ryzyka 5.7% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych)
- Beta 1.2. Ryzyko opóźnienia pozwolenia środowiskowego, przyłączenia do sieci, pozwolenia budowlanego.

Szacunki WACC

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TV
Stopa wolna od ryzyka	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%
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	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%
Koszt długu	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
Efektywna stopa podatkowa	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Udział kapitału w wycenie	100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%

Wycena DCF

(mn PLN)	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TV
Wzrost sprzedaży	339.8%	-25.2%	29.5%	31.1%	-14.7%	29.7%
EBIT	8	6	8	11	6	9
marża EBIT	2.2%	6.1%	8.0%	9.0%	9.5%	9.8%
Stopa podatkowa	8.8%	8.9%	9.6%	10.2%	6.1%	7.5%
Opodatkowanie EBIT	2	1	2	2	1	2
NOPAT	6	5	7	9	5	7
Amortyzacja	0	0	0	0	0	
CAPEX	0	0	0	0	0	
Kapitał obrotowy	-4	1	-1	-1	0	
Inne	0	0	0	0	0	
FCF	2	5	6	8	5	7
Zdyskontowane przepływy	2	4	4	5	3	3
Wzrost FCF po okresie prognozy	2.0%					
Wartość rezydualna (TV)	69					
Zdyskontowana wartość rezydualna	19					
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	58					
Udziałowcy mniejszościowi	1					
Dług netto	1					
Inne	0					
Wartość firmy	56					
Liczba akcji (mn)	35					
Koszt kapitału	5.6%					
12 miesięczna cena docelowa	1.68					
Potencjał wzrostu / spadku	19%					



■ 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.	1.3	1.4	1.5	1.6	1.9
+0,5 p.p.	1.4	1.5	1.6	1.7	2.1
+0,0 p.p.	1.5	1.6	1.7	1.8	2.2
-0,5 p.p.	1.6	1.7	1.8	1.9	2.4
-1,0 p.p.	1.6	1.8	1.9	2.1	2.6

Źródło: Erste Group Research

RZiS

(mln PLN)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Przychody	9	11	4	17	13	17
Bieżące projekty		10	4	17	13	13
Przyszłościowe projekty		0	0	4	7	7
Koszty		4	5	10	7	9
Amortyzacja		0	0	0	0	0
Zużycie materiałów i energii		0	0	0	0	0
Usługi obce, w tym		2	3	7	4	5
EBIT	3	6	-1	8	6	8
dz. fin.	-2	0	0	0	0	0
Zysk brutto	3	6	-1	8	6	8
Podatek doch.	1	2	1	2	1	2
Mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	2	5	-2	6	5	6
Skor. EBITDA	5	7	-1	8	6	8
Skor. ZN	2	5	-2	6	5	6

Źródło: Novavis Group, prognozy Erste Group Research
Bilans

(mln PLN)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Aktywa trwałe	11	22	26	26	27	27
Rzeczowe	0	0	0	0	0	0
Niematerialne	0	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0	0
Rozliczenia międzyokresowe	11	22	26	26	26	26
Aktywa obrot.	7	9	8	14	13	15
Zapasy	0	0	0	0	0	0
Należności	2	5	4	8	7	8
Gotówka	2	2	2	3	4	5
Kapitały wł.	4	8	4	11	10	13
Mniejszości	2	1	1	1	1	1
Zob. długo.	0	0	0	0	0	0
Kredyty	0	0	0	0	0	0
Zob. krótko.	12	21	28	28	28	28
Kredyty	0	0	3	3	3	3
Zob. handlowe	12	21	25	25	25	25
Dług netto	-2	-2	1	-1	-1	-2
DN/EBITDA	-0.4	-0.3	-1.0	-0.1	-0.1	-0.3
DN/EA skor.	-0.4	-0.3	-1.0	-0.1	-0.1	-0.3

Źródło: Novavis Group, prognozy Erste Group Research

**Rachunek CF
(mIn PLN)**

	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
CF oper.	4	0	-1	2	5	6
Kapitał obrot.	2	-7	-6	-4	1	-1
CF inw.	-4	0	0	0	0	0
CAPEX	0	0	0	0	0	0
CF fin.	1	0	1	0	-5	-4
Dywidenda	0	0	2	0	-5	-4
CF	1	0	0	2	0	2
CFO/EBITDA	87%	2%	103%	26%	91%	72%
FCFF	4	0	-1	2	6	6
FCFF/EV	8%	0%	-3%	4%	11%	13%
FCFE	4	0	-1	2	6	6
FCFE/MCAP	8%	0%	-3%	4%	11%	12%
DPS	0.00	0.00	-0.06	0.00	0.14	0.12
Wsk. wypłaty	0%	0%	-42%	0%	80%	90%
DYield	0.0%	0.0%	-4.3%	0.0%	10.0%	8.4%

Wskaźniki

	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
P/E	22.6	9.8	-28.0	8.0	10.7	7.7
P/E skor.	22.6	9.8	-28.0	8.0	10.7	7.7
EV/EBITDA	10.5	7.5	-41.8	6.4	8.3	5.8
EV/EA skor.	10.5	7.5	-41.8	6.4	8.3	5.8
P/S	5.2	4.7	12.5	2.8	3.8	2.9
P/BV	14.0	6.0	11.1	4.7	4.8	3.9
Marża EBITDA	49.7%	61.5%	-31.3%	45.1%	45.8%	49.1%
Zm. EBITDA r/r	-359%	38%	-119%	-734%	-24%	39%
Marża netto	23.1%	47.8%	-44.6%	35.4%	35.4%	38.3%
Zm. EPS r/r	-274%	132%	-135%	-449%	-25%	40%
Cena (PLN)	1.41	1.41	1.41	1.41	1.41	1.41
L. akcji (mln)	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0
MCap	49	49	49	49	49	49
EV	49	49	52	50	50	48

Źródło: Novavis Group, prognozy Erste Group Research

Income Statement	2021	2022	2023	2024	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	3.95	17.39	13.00
Cost of goods sold	8.12	4.75	4.08	5.14	9.56	7.11
Gross profit	2.08	4.70	6.50	-1.19	7.83	5.89
SG&A						
Other operating revenues	3.90	0.05	0.04	0.09	0.00	0.00
Other operating expenses	0.00	0.00	0.00	0.24	0.00	0.00
EBITDA	-1.81	4.70	6.51	-1.24	7.85	5.95
Depreciation/amortization	-0.00	-0.05	-0.05	-0.04	-0.02	-0.06
EBIT	-1.82	4.65	6.46	-1.28	7.83	5.89
Financial result	0.50	-1.65	-0.20	-0.19	-0.13	-0.13
Extraordinary result	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EBT	-1.32	2.99	6.26	-1.47	7.69	5.76
Income taxes	0.03	0.81	1.54	0.59	1.54	1.15
Result from discontinued operations						
Minorities and cost of hybrid capital	0.00	0.00	0.33	-0.30	0.00	0.00
Net result after minorities	-1.26	2.18	5.06	-1.76	6.16	4.61
Balance Sheet	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e
(IAS, PLN mn, 31/12)						
Intangible assets	0.16	0.13	0.08	0.04	0.12	0.16
Tangible assets	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Financial assets	0.08	0.12	0.09	0.05	0.05	0.05
Total fixed assets	3.61	11.17	22.33	26.42	26.49	26.53
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	2.44	2.44	2.44
Cash and cash equivalents	0.82	2.01	2.05	1.62	3.43	3.72
Total current assets	5.52	9.06	10.38	10.11	15.98	15.62
TOTAL ASSETS	9.09	18.40	31.15	34.09	40.03	39.71
Shareholders' equity	1.25	3.53	8.29	4.44	10.60	10.28
Minorities	2.63	1.74	1.40	1.11	1.11	1.11
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	0.00	0.00	0.00
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	0.00	0.00	0.00
Interest-bearing ST debts	1.45	0.13	0.02	2.90	2.90	2.90
Other ST liabilities	3.67	12.88	21.33	25.64	25.42	25.42
Total short-term liabilities	3.92	11.82	21.15	28.21	28.21	28.21
TOTAL LIAB. , EQUITY	9.09	18.40	31.15	34.09	40.03	39.71
Cash Flow Statement	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e
(IAS, PLN mn, 31/12)						
Cash flow from operating activities	-0.95	4.08	0.10	-1.27	2.05	5.44
Cash flow from investing activities	0.86	-3.50	0.27	0.11	-0.10	-0.10
Cash flow from financing activities	0.28	0.60	-0.33	0.73	-0.13	-5.06
CHANGE IN CASH , CASH EQU.	0.19	1.19	0.05	-0.44	1.82	0.28
Margins & Ratios	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e
Sales growth		-7.3%	12.0%	-62.6%	339.8%	-25.2%
EBITDA margin	-17.8%	49.7%	61.5%	-31.3%	45.1%	45.8%
EBIT margin	-17.8%	49.2%	61.0%	-32.3%	45.0%	45.3%
Net profit margin	-12.3%	23.1%	47.8%	-44.6%	35.4%	35.4%
ROE		91.4%	85.6%	-27.7%	81.9%	44.1%
ROCE		106.3%	171.5%	-39.9%	84.8%	48.6%
Equity ratio	-15.2%	9.7%	22.1%	9.8%	23.7%	23.1%
Net debt	0.7	-1.7	-1.9	1.3	-0.5	-0.8
Working capital	-3.7	-12.9	-21.2	-25.4	-25.4	-25.4
Capital employed	-0.7	0.1	5.0	4.6	9.0	8.4
Inventory turnover		nm	nm	nm	nm	nm

Source: Company data, Erste Group estimates

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

Company	ISIN	1 ECB/affiliates holdings exceed 5% of the share capital of issuer or vice versa	2 market maker or liquidity provider for issuer/instrumen ts	3 agreement for the provision of services of investment firms over the previous 12 months	4a Agreement with the covered company about the production of analyses	4b Agreement with a third party about the production of analyses	5 Managed or co- managed a public offering over the previous 12 months	6 Draft of report disclosed to issuer prior its publication	7 Analyst has a position in the issued share capital of the issuer	8 Net Long Position exceeding 0.5% of the issued share capital of issuer	9 Net Short Position exceeding 0.5% of the issued share capital of issuer
Novavis Group	PLNFI0500012				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](#)

Novavis Group

PLNFI0500012

Date	Rating	FX	Close Price *	Target Price **	Analyst	Editor
16.12.2024	Buy	PLN	1.28	2.08	Jakub Szkopek	Henning Esskuchen
30.07.2024	Buy	PLN	2.1	3.29	Jakub Szkopek	Henning Esskuchen
29.02.2024	Accumulate	PLN	2.5	3.12	Jakub Szkopek	Henning Esskuchen
19.07.2023	Buy	PLN	2.19	3.89	Jakub Szkopek	Henning Esskuchen

* Close Price on the Publication Date, ** 12 Month Forward Target Price.

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.

Novavis Group 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 [nazwa spółki]. 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 jakiegokolwiek 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 jakiegokolwiek inwestycji, potencjalnego ryzyka i wyników, ani nie uwzględnia indywidualnych potrzeb inwestora ("Inwestor") w odniesieniu do korzyści, aspektów podatkowych, świadomości ryzyka i adekwatności instrumentu finansowego lub powiązanych instrumentów finansowych. W związku z tym niniejszy dokument nie zastępuje żadnej oceny związanej z inwestowaniem ani kompleksowego ujawnienia ryzyka; każdy instrument finansowy ma inny poziom ryzyka. Publikacje wyników i przykładowe obliczenia nie stanowią żadnych wskazówek dla przyszłych wyników instrumentu finansowego lub powiązanych instrumentów finansowych. Informacje o wynikach osiągniętych w przeszłości niekoniecznie gwarantują pozytywne wyniki w przyszłości, a inwestycje w instrumenty finansowe, w tym powiązane instrumenty finansowe, mogą mieć charakter ryzykowny i spekulacyjny. Wszystkie projekcje, prognozy i docelowe ceny są jasno i wyraźnie oznaczone jako takie, a istotne założenia przyjęte przy ich tworzeniu lub wykorzystywaniu są jasno wskazane. Prognozy przyszłego rozwoju sytuacji opierają się wyłącznie na szacunkach i założeniach. Rzeczywisty rozwój sytuacji w przyszłości może różnić się od prognozowanego. Prognozy nie są zatem wiarygodnym wskaźnikiem przyszłych wyników i rozwoju sytuacji. Im słabsza jest zdolność kredytowa Spółki, tym wyższe będzie ryzyko inwestycji. Nie każda inwestycja jest odpowiednia dla każdego inwestora. Ani niniejszy Dokument, ani żaden z jego elementów nie stanowią podstawy jakiegokolwiek umowy lub zobowiązania. W związku z tym Inwestorzy powinni skonsultować się ze swoimi doradcami (w szczególności doradcami prawnymi i podatkowymi) przed podjęciem jakiegokolwiek 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 odesła się na przykład do testu odpowiedzialności 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 jakiegokolwiek innej osoby. Dłożono wszelkich starań, aby wszystkie istotne źródła informacji były jasno i wyraźnie wskazane. Chociaż dłożono wszelkich starań, aby zapewnić, że fakty przedstawione w niniejszym Dokumencie są dokładne, a prognozy, opinie i oczekiwania zawarte w niniejszym dokumencie są uczciwe i uzasadnione, Erste Group (w tym jej przedstawiciele i pracownicy) nie udziela wyraźnej ani milczącej gwarancji ani nie przyjmuje żadnej odpowiedzialności za aktualność, kompletność i poprawność treści niniejszego Dokumentu. Fakty są wyraźnie odróżnione w dokumencie od interpretacji, szacunków, opinii i innych rodzajów informacji niebędących faktami. Ani Erste Group, ani żaden z jej dyrektorów zarządzających, członków rady nadzorczej, członków zarządu, dyrektorów, członków kadry kierowniczej lub innych pracowników nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek koszty, straty lub szkody (w tym szkody następne, szkody pośrednie i utracone zyski) w jakikolwiek sposób wynikające z wykorzystania lub polegania na niniejszym Dokumencie.

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

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

Konflikt interesów

Erste Group Bank AG zapewnia za pomocą wewnętrznych polityk, że konflikty interesów są zarządzane w sposób uczciwy i rozsądny. Polityka "Zarządzanie konfliktem interesów w związku z badaniami inwestycyjnymi" jest dostępna pod poniższym linkiem:

https://www.erstegroup.com/legal/Managing_Conflicts_of_Interest_-_Umgang_mit_IK.pdf

Ujawnienia potencjalnych konfliktów interesów dotyczących Erste Group Bank AG i spółek powiązanych, a także odpowiednich pracowników i przedstawicieli w odniesieniu do emitenta (emitentów) lub instrumentów finansowych są aktualizowane codziennie. Przegląd konfliktów interesów dla wszystkich spółek analizowanych przez Erste Group Research znajduje się pod poniższym linkiem:

[Disclosure | Erste Group Bank AG](#).

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

https://www.erstegroup.com/legal/Recommendations_Distribution.pdf

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

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>

Odnosniki

Erste Group może udostępniać hiperłącza do stron internetowych podmiotów wymienionych w tym dokumencie, jednak dołączenie linku nie oznacza, że Erste Group popiera, rekomenduje lub zatwierdza jakiegokolwiek materiały na połączonej stronie lub dostępne z niej. Erste Group nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie materiały, w szczególności za kompletność i dokładność, ani za jakiegokolwiek konsekwencje ich wykorzystania.

Dodatkowe uwagi dla czytelników w następujących krajach:

Austria: Erste Group Bank AG jest zarejestrowany w Rejestrze Handlowym w Sądzie Gospodarczym w Wiedniu pod numerem FN 33209m. Erste Group Bank AG jest autoryzowany i regulowany przez Europejski Bank Centralny (EBC) (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: Banka Comerciala Romana jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Rumunii przez rumuńską Narodową Komisję Papierów Wartościowych (CNVM).

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

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

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

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

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

Opublikowano przez:

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

oraz

Erste Group Bank AG
Group Research
1100 Vienna, Austria, Am Belvedere 1
Siedziba: Wiedeń
Nr Rejestru Handlowego: FN 33209m
Sąd Gospodarczy w Wiedniu
Strona internetowa Erste Group Bank AG: www.erstegroup.com