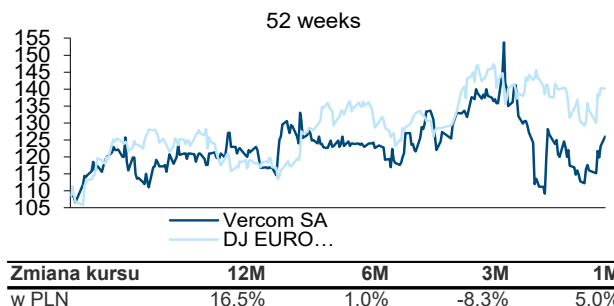


COMPANY REPORT

Vercom SA

Kupuj

PLN mn	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody	471.2	574.0	667.1	747.9
EBITDA	127.7	168.4	202.0	236.7
EBIT	112.3	151.6	183.6	217.3
Zysk netto n.j.d.	89.9	124.3	152.1	181.0
EPS (PLN)	4.04	5.6	6.85	8.15
CEPS (PLN)	4.68	6.35	7.67	9.02
BVPS (PLN)	18.08	21.13	24.6	28.71
DPS (PLN)	2.03	2.54	3.38	4.04
EV/EBITDA (x)	20.2	16.1	13.0	10.7
P/E (x)	28.9	22.5	18.4	15.5
P/CE (x)	25.0	19.8	16.4	14.0
DY	1.7%	2.0%	2.7%	3.2%



Cena akcji (PLN) na zamknięciu w dniu 13.04.2026	126.0 Reuters	VRCP.WA Akcje w wolnym obrocie	30.4%
Liczba akcji (mln)	22.2 Bloomberg	Ver PW Główni akcjonariusze:	cyber_Folks 49.5%
Wartość rynkowa (mln PLN)	2 800 Dzień dywidendy	Allianz OFE	6.76%
Wartość przedsiębiorstwa (mln PLN)	2 710 Cena docelowa	153.0 Strona internetowa	www.vercom.pl

Analitik:

Krzysztof Tkocz

+48 22 257 57 52

krzysztof.tkocz@erstegroup.com

AI wiatrem w żagle Vercomu, akwizycja jako dodatkowy upside

Podnosimy naszą rekomendację na Vercom do Kupuj jednocześnie podnosząc cenę docelową do 153 PLN, co implikuje 21% potencjał wzrostu. W ostatnich tygodniach sektor spółek software'owych znalazł się pod wyraźną presją, co było związane z nasileniem obaw inwestorów o

wpływ rozwoju AI na modele biznesowe firm technologicznych. Fala wyprzedaży objęła również warszawski parkiet, w tym akcje VRC. W naszej ocenie reakcja rynku wobec spółki jest jednak zbyt daleko idąca. AI nie osłabia bowiem pozycji Vercomu, lecz wzmacnia użyteczność jego produktów, zwiększa atrakcyjność oferty i poszerza rynek adresowalny grupy. Co więcej, efekty wdrożeń AI są już widoczne w wynikach operacyjnych - skrócono proces weryfikacji nowych klientów, zoptymalizowano obsługę klienta i poprawiono konwersję we wszystkich planach subskrypcyjnych. W rezultacie liczba kwartalnie pozyskiwanych płacących klientów wzrosła blisko trzykrotnie, przy czym ok. 50% tego przyrostu było efektem zmian w planie freemium.

MailerLite jest już obecny w marketplace PrestaShop, choć na rynku francuskim nadal dominuje lokalne rozwiązanie. Zakładamy jednak, że spółka będzie stopniowo zwiększać ekspozycję MailerLite i przekierowywać część popytu na własną platformę. Z perspektywy strategicznej istotne jest, że PrestaShop i Sylius zapewniają VRC dostęp do ok. 240 tys. sklepów, co w naszej ocenie stanowi atrakcyjny kanał pozyskiwania klientów i podobnie jak partnerstwa z Microsoft Azure i Google Cloud powinno wspierać dalszy wzrost bazy użytkowników grupy.

Choć 2025 r. zakończył się bez finalizacji transakcji, z obecnej perspektywy oceniamy to umiarkowanie pozytywnie. Spadek wycen w sektorze software'owym, przy potencjale akwizycyjnym Vercomu wynoszącym ok. 600 mln PLN z uwzględnieniem długu, zwiększa dziś elastyczność spółki i otwiera drogę do analizy większych i atrakcyjniejszych aktywów. Uważamy, że prawdopodobieństwo akwizycji w 2026 r. jest wysokie, choć nie uwzględniamy jej w prognozach. Potencjalna transakcja mogłaby być zarówno impulsem do dalszego wzrostu, jak i istotnym czynnikiem ryzyka.

W naszej ocenie globalne trendy będą nadal wspierać wzrost VRC. Poza pozytywnym wpływem AI, oczekujemy dalszego dynamicznego rozwoju kanałów RCS i OTT, które w 2025 r. podwoiły wolumen i zysk brutto. Ich wyższa rentowność względem tradycyjnego SMS powinna stopniowo wspierać poprawę miksu produktowego i marż grupy.

Przestrzeń do poprawy ARPU

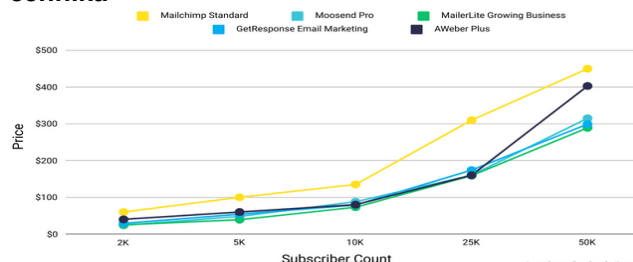
Na tle konkurencyjnych ofert MailerLite pozostaje obecnie najtańszym rozwiązaniem, przy czym jedynie nieznacznie droższy pozostaje Mailchimp (Intuit). W naszej ocenie takie pozycjonowanie cenowe wskazuje, że spółka nadal dysponuje przestrzenią do potencjalnej optymalizacji cen w przyszłości.

Porównanie dostawców CPaaS

MailerLite VERCOM	Klaviyo	Mailchimp intuit	HubSpot	Capterra
★★★★★ 4,7 (2 254)	★★★★★ 4,6 (522)	★★★★★ 4,5 (17 545)	★★★★★ 4,5 (6 184)	Ocena
★ 4,6	★ 4,5	★ 4,4	★ 4,3	Łatwość korzystania
★ 4,8	★ 4,3	★ 4,2	★ 4,4	Obsługa klienta
★ 4,5	★ 4,6	★ 4,4	★ 4,4	Zakres usług
★ 4,7	★ 4,3	★ 4,4	★ 4,2	Stosunek jakości do ceny
\$10,00	\$20,00	\$13,00	\$15,00	Najtańszy pakiet

Źródło: Spółka, Erste Group Research

Porównanie dostawców CPaaS pod względem cennika



W Q3'25 spółka skróciła czas onboardingu oraz wdrożyła nowe funkcjonalności, w tym m.in. integrację z modelami LLM. **Ulepszenia te zwiększają wartość oferowanego rozwiązania i w przyszłości mogą stanowić uzasadnienie dla podniesienia cen.** Pierwsze działania w tym kierunku były już widoczne w Q3'25 - mimo braku nominalnych podwyżek cen spółka ograniczyła zakres darmowych pakietów, dążąc do szybszej konwersji użytkowników bezpłatnej wersji na klientów płatnych.

Choć zarówno atrakcyjne pozycjonowanie cenowe względem konkurencji, jak i rozwój funkcjonalności pozostawiają przestrzeń do potencjalnej rewizji cen w przyszłości, nie zakładamy realizacji takiego scenariusza w krótkim terminie. **W naszej ocenie obecnym priorytetem spółki pozostaje dalsze zwiększanie liczby płacących użytkowników**, podczas gdy bardziej zdecydowane działania w obszarze monetyzacji mogą zostać podjęte na kolejnym etapie rozwoju.

Dodatkowo rozwój działalności klientów VRC powinien przekładać się na stopniowy wzrost popytu na oferowane usługi oraz wspierać dosprzedaż rozwiązań dodatkowych, co w efekcie powinno pozytywnie wpływać na wzrost średniego przychodu na klienta. **W naszych prognozach przyjmujemy jednak konserwatywne założenia, zakładając utrzymanie ARPU na relatywnie stabilnym poziomie w kolejnych latach.** Jednocześnie postrzegamy ten obszar jako potencjalne źródło pozytywnego zaskoczenia względem obecnych oczekiwań.

Wysokie prawdopodobieństwo akwizycji w 2026 r.

Choć 2025 r. zakończył się bez finalizacji transakcji, z obecnej perspektywy oceniamy ten fakt umiarkowanie pozytywnie. Spadek wycen w sektorze software'owym, przy jednoczesnym wzroście potencjału akwizycyjnego Vercomu do ok. 600 mln PLN z uwzględnieniem długu, zwiększa dziś elastyczność spółki i otwiera możliwość analizy podmiotów o większej skali oraz atrakcyjniejszym profilu, które wcześniej pozostawały poza zasięgiem grupy.

Zakładamy, że potencjalnym celem akwizycyjnym VRC mogą być podmioty komplementarne względem obecnej oferty grupy, oferujące wyraźny potencjał cross-sellowy oraz możliwość wygenerowania dodatkowych synergii. Preferowanym profilem wydają się spółki skoncentrowane na segmencie małych i średnich przedsiębiorstw, dysponujące odpowiednią skalą działalności oraz szeroką bazą klientów, a jednocześnie mogące wspierać kolejny etap skalowania biznesu.

W naszej ocenie istotnym elementem logiki strategicznej potencjalnej transakcji byłoby dalsze zwiększanie dywersyfikacji grupy, zwłaszcza w ujęciu geograficznym. Obecnie spółka analizuje kilka potencjalnych celów akwizycyjnych, przy czym **bardziej prawdopodobny wydaje się scenariusz realizacji dwóch mniejszych transakcji niż jednego dużego przejęcia**. VRC ocenia jednocześnie, jak potencjalne cele radzą sobie w warunkach szybko zmieniającego się otoczenia technologicznego, w tym postępującej adopcji rozwiązań AI, a także pozostaje zainteresowany segmentem cyberbezpieczeństwa.

W naszych prognozach nie uwzględniamy wpływu potencjalnej akwizycji. Jednocześnie podkreślamy, że ewentualna transakcja pozostaje istotnym czynnikiem ryzyka, szczególnie w kontekście wysokich oczekiwań rynku po udanym przejęciu MailerLite.

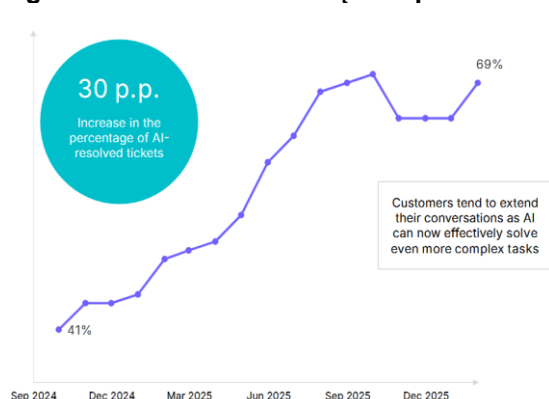
AI jako czynnik wzmacniający użyteczność platform i skalę biznesu

W naszej ocenie rozwój rozwiązań opartych na AI nie stanowi zagrożenia dla modelu biznesowego Vercomu, lecz wzmacnia atrakcyjność oferty grupy i poszerza jej rynek adresowalny. Spółka konsekwentnie podkreśla, że sztuczna inteligencja nie zastępuje warstwy CPaaS, ale zwiększa jej użyteczność, upraszcza proces wdrożenia oraz obniża bariery wejścia po stronie klientów.

Najbardziej wymierne efekty wdrożeń AI widoczne są dziś w MailerLite. Średni czas aktywacji nowego klienta został skrócony z 28 godzin do mniej niż 1 godziny, a czas do uruchomienia pierwszej kampanii spadł z 3 dni i 3 godzin do 1 dnia i 1 godziny. Jednocześnie udział zgłoszeń obsługiwanych wyłącznie przez AI wzrósł z 41% do 69-70%, a średni czas zamknięcia zgłoszenia mailowego skrócił się z 66 do 44 minut, co przełożyło się na szybszą obsługę klienta i poprawę efektywności operacyjnej.

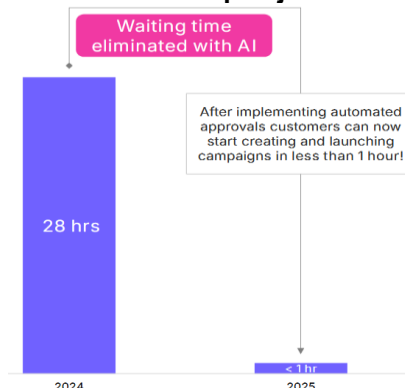
Co ważne w 2025 r., przychody na jeden etat wzrosły o ok. 35% r/r, a większa efektywność oznacza, że spółka nie musi znacząco zwiększać zatrudnienia. **Liczymy, że ten trend (poprawy efektywności pracownika) będzie widoczny również w kolejnych latach, tym samym przyczyni się on do dalszego uwalniania efektu dźwigni operacyjnej i dalszej stopniowej ekspansji marż w kolejnych latach, co uwzględniamy w naszym modelu.**

Zgłoszenia czatowe rozwiązane przez AI

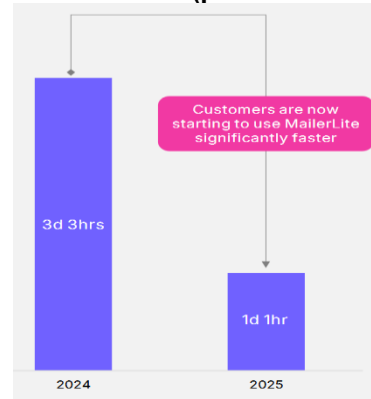


Źródło: Spółka

Średni czas akceptacji klienta



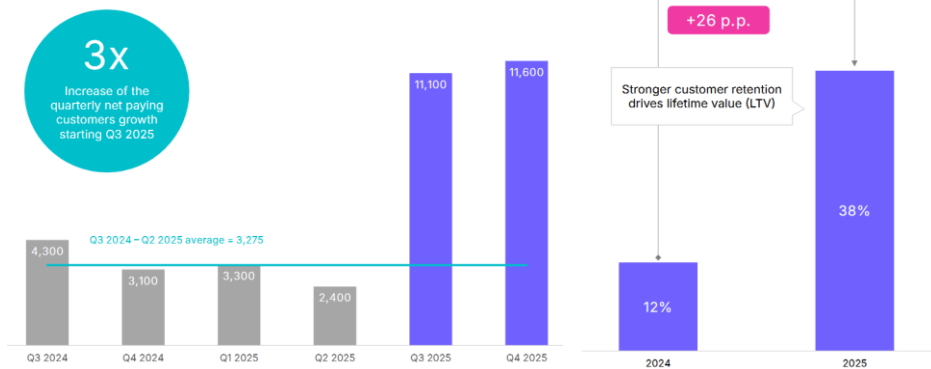
Time to value (pierwsza kampania)



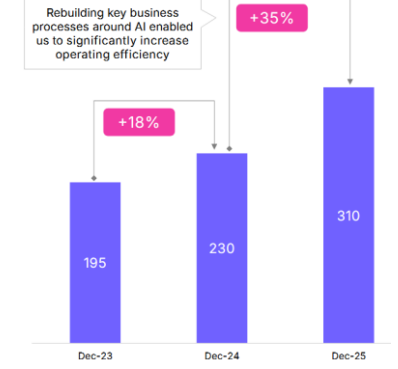
Dane raportowane przez spółkę wskazują, że wykorzystanie AI - obejmujące m.in. skrócenie procesu weryfikacji nowych klientów oraz optymalizację obsługi klienta (wspierającą wzrost konwersji we wszystkich planach subskrypcyjnych), już znajduje odzwierciedlenie w kluczowych KPI biznesowych. Liczba kwartalnie pozyskiwanych płaćących klientów wzrosła blisko trzykrotnie, przy czym ok. 50% tego przyrostu było efektem zmian w planie freemium, obejmujących redukcję maksymalnej liczby subskrybentów z 1 000 do 500 oraz skrócenie okresu próbnego z 30 do 14 dni. Jednocześnie spółka odnotowała wyraźną poprawę LTV, którego dynamika wzrosła z 12% do 38%, a także wzrost wskaźnika Revenue per FTE do 310 tys. USD, tj. o 35% r/r.

Co istotne, podwyższony poziom konwersji utrzymuje się również na początku 2026 r., co wspiera oczekiwania kontynuacji tego trendu w kolejnych miesiącach. W naszej ocenie czynnik ten powinien istotnie wspierać realizację celów wynikowych spółki na 2026 r.

Kwartalny przyrost płaćących klientów netto **Wzrost LTV r/r**



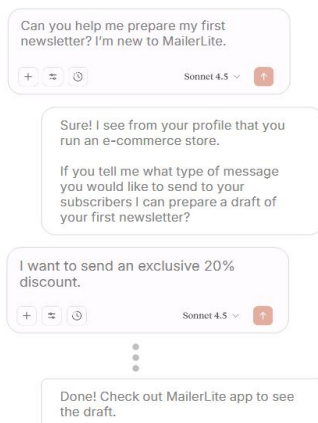
Przychody na etat (tys. USD)



Źródło: Spółka

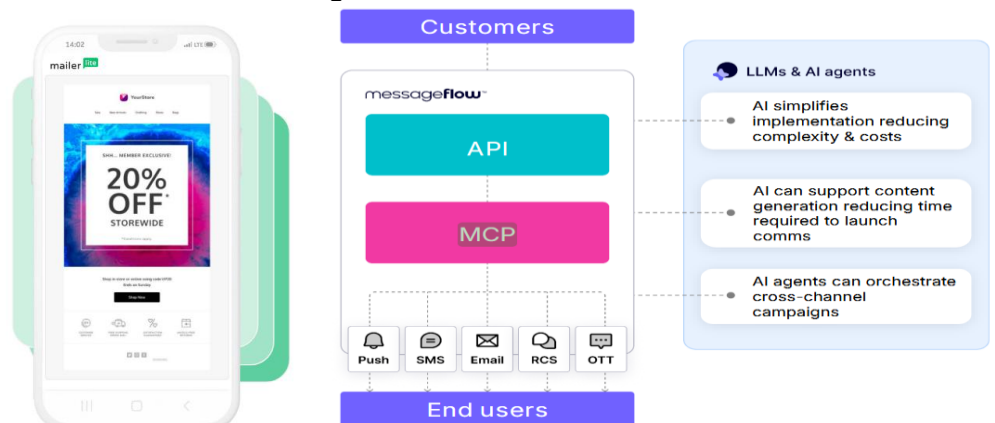
Istotnym krokiem produktowym było również wdrożenie **MCP (Model Context Protocol)** w MailerLite. Rozwiązanie to umożliwia bezpieczną integrację platformy z popularnymi modelami AI, takimi jak ChatGPT czy Claude, dzięki czemu użytkownik może zlecać modelowi m.in. analizę kampanii, przygotowanie treści czy konfigurację automatyzacji i uruchamianie wysyłek. Rozwiązanie to przekłada się na uproszczenie obsługi narzędzia, obniżenie bariery wejścia dla mniejszych firm oraz wzrost efektywności pracy klientów, którzy przy tym samym nakładzie czasu mogą realizować więcej kampanii marketingowych i prowadzić je na wyższym poziomie. **W naszej ocenie wdrożenie MCP, wraz z wcześniejszymi funkcjami AI, istotnie zwiększa użyteczność MailerLite i czyni platformę bardziej przystępną dla szerokiej grupy użytkowników.**

Automatyzacja zadań z wykorzystaniem MailerLite MCP



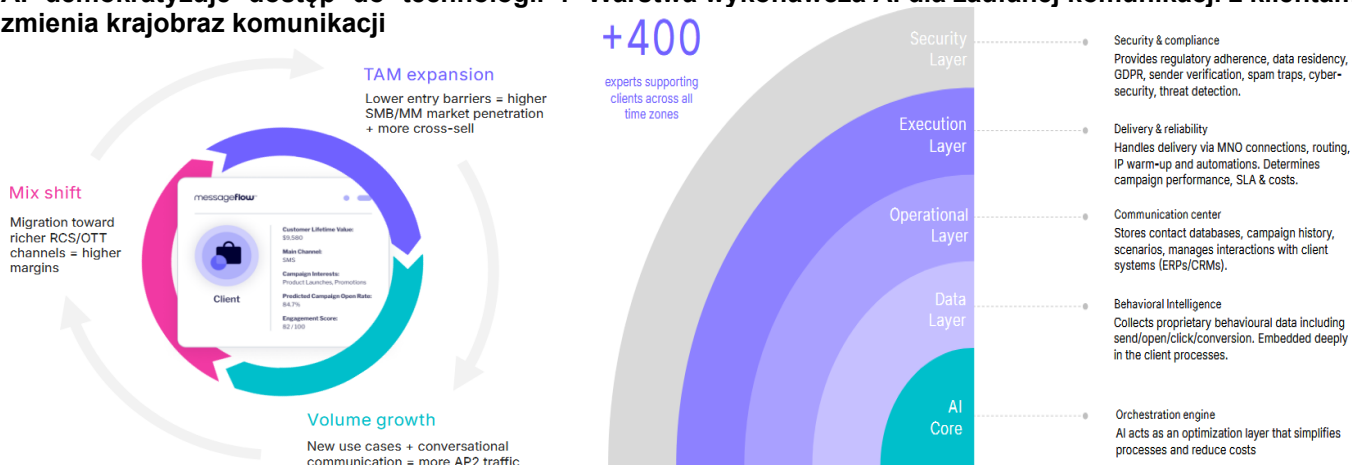
Źródło: Spółka

TAM rośnie, ponieważ AI obniża bariery wejścia i ograniczenia wdrożeniowe



W szerszym ujęciu połączenie AI i CPaaS powinno wspierać wzrost Vercomu w kilku kluczowych obszarach. Po pierwsze, **AI poszerza rynek adresowalny**, upraszczając wdrożenie komunikacji wielokanałowej i obniżając barierę wejścia dla klientów, którzy wcześniej nie zdecydowali się na tego typu rozwiązania ze względu na ich złożoność lub koszt implementacji. Po drugie, **łatwiejsze tworzenie kampanii i automatyzacji** powinno sprzyjać wzrostowi wolumenu komunikacji przypadającego na jednego klienta. Po trzecie, **rosnący udział bardziej zaawansowanych kanałów**, takich jak RCS i OTT, może z czasem wspierać poprawę mixu produktowego oraz rentowności grupy.

AI demokratyzuje dostęp do technologii i Warstwa wykonawcza AI dla zaufanej komunikacji z klientami zmienia krajobraz komunikacji



Źródło: Spółka

W naszej ocenie szczególnie istotny może okazać się wpływ AI na segment enterprise oraz platformę MessageFlow. Wraz z przesuwaniem się komunikacji klientów w stronę modelu omnichannel i bardziej konwersacyjnych zastosowań rośnie znaczenie warstwy infrastrukturalnej, obejmującej integrację kanałów, dostarczalność, routing, bezpieczeństwo danych, zgodność regulacyjną oraz analitykę. **To właśnie te kompetencje są trudne do replikacji przez prostych dostawców narzędzi AI i stanowią naturalny obszar przewagi platform CPaaS. Z tego względu uważamy, że rozwój agentów AI w dłuższym terminie nie powinien osłabiać, lecz raczej wzmacniać strategiczną pozycję Vercomu jako dostawcy infrastruktury komunikacyjnej dla klientów z segmentu SME i enterprise.**

Partnerstwa z Microsoft Azure i Google Cloud

W 2025 r. Vercom nawiązał współpracę z Microsoft Azure oraz Google Cloud, **co w naszej ocenie stanowi istotny krok w kierunku wzmocnienia kanałów dystrybucji oraz budowy obecności na rynkach zagranicznych.** W ramach partnerstwa z Microsoftem rozwiązanie enterprise'owe grupy, MessageFlow, zostało udostępnione w Azure Marketplace, natomiast MailerLite funkcjonuje na zbliżonych zasadach w Google Cloud Marketplace. **Obecność w ekosystemach globalnych dostawców chmury zwiększa widoczność oferty, upraszcza proces zakupowy po stronie klienta i może wspierać komercjalizację rozwiązań bez konieczności ponoszenia istotnych nakładów na lokalne struktury sprzedażowe.**

Strategiczne partnerstwo z Azure Marketplace

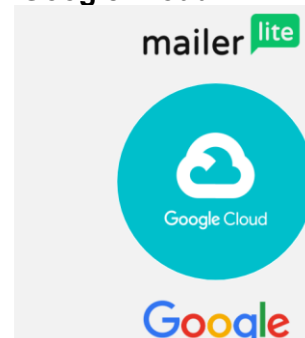
- Note
- ✓ A strategic partnership agreement with Microsoft was signed in Q1 2025 – MessageFlow is now available on Azure Marketplace
 - ✓ By joining Azure Marketplace, MessageFlow is now visible to global customer base of Microsoft Azure and can benefit from dedicated marketing support
 - ✓ Microsoft Azure provides access to over 130,000 potential customers in the EMEA and more than 350,000 customers globally
 - ✓ Opportunity to leverage Microsoft demand generation platform with marketing intensity growing in line with MessageFlow popularity and performance
 - ✓ Microsoft will support Vercom's technology platform and its artificial intelligence development initiatives

Źródło: Spółka



Strategiczne partnerstwo z Google Cloud

- Note
- ✓ A partnership agreement with Google Cloud was signed at the beginning of Q2 2025
 - ✓ MailerLite will gain visibility among the global user base of Google Cloud services and may become a significant source of additional leads
 - ✓ Google Cloud customers can now easily integrate transactional communication services offered by MailerLite via API
 - ✓ The partnership with Google will contribute to greater brand recognition and credibility
 - ✓ The partnership is based on a commission-based model with attractive terms for both sides

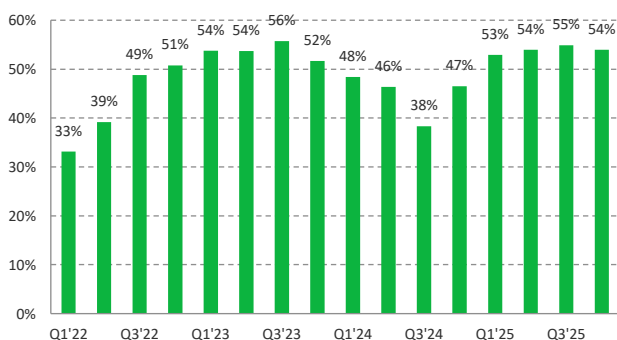


W naszej ocenie znaczenie tych partnerstw należy oceniać przede wszystkim przez pryzmat wartości pozyskiwanych kontraktów, a nie samej liczby klientów. W przypadku Azure spółka wskazuje na ok. 100 leadów miesięcznie dla MessageFlow, jednak ze względu na enterprise'owy charakter rozwiązania efekty tego kanału powinny być widoczne przede wszystkim w pozyskiwaniu bardziej wartościowych wdrożeń. W szerszym ujęciu partnerstwa te wpisują się w strategię budowy dodatkowej ścieżki wzrostu, wspierają ekspansję geograficzną i mogą z czasem pozytywnie wpływać zarówno na skalę działalności, jak i rentowność biznesu.

Sprzyjające trendy i otoczenie

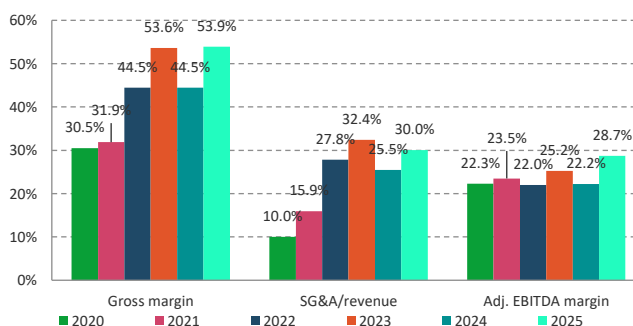
W naszej ocenie globalne trendy będą w kolejnych latach sprzyjać dalszemu rozwojowi biznesu Vercomu. Oprócz pozytywnego wpływu AI oczekujemy również dalszego dynamicznego wzrostu komunikacji w kanałach RCS i OTT, które w 2025 r. odnotowały dwukrotny wzrost zarówno wolumenu, jak i zysku brutto. Co istotne, **kanały te charakteryzują się wyższą rentownością niż tradycyjny SMS, co powinno stopniowo wspierać poprawę miksu produktowego oraz rentowności grupy.**

Marża brutto Q1'22-Q4'25 [%]



Źródło: Spółka, Erste Group Research

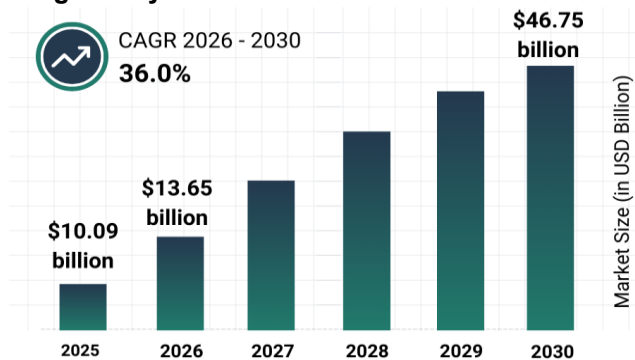
Wskaźnik kosztów SG&A do przychodów, marża brutto na sprzedaży i marża EBIT [%]



Dodatkowym czynnikiem wspierającym wzrost może być zbliżające się ukończenie prac nad platformą **RCS Flow Studio**. Rozwiązanie to powinno uprościć korzystanie z funkcjonalności RCS, a zarazem umożliwić projektowanie bardziej zaawansowanych scenariuszy komunikacji. W połączeniu z możliwością integracji agentów AI stwarza to przestrzeń do szerszego wykorzystania komunikacji konwersacyjnej, co może dodatkowo zwiększać atrakcyjność oferty spółki zarówno dla obecnych, jak i nowych klientów.

Perspektywy tego segmentu pozostają naszym zdaniem bardzo korzystne. Zgodnie z szacunkami Research and Markets rynek RCS ma rosnać do 2030 r. w tempie ok. 36% rocznie. W naszej ocenie trend ten powinien wspierać dalszy wzrost skali działalności Vercomu, a jednocześnie sprzyjać stopniowej poprawie marż w kolejnych latach.

Prognoza rynku RCS na lata 2025-2030

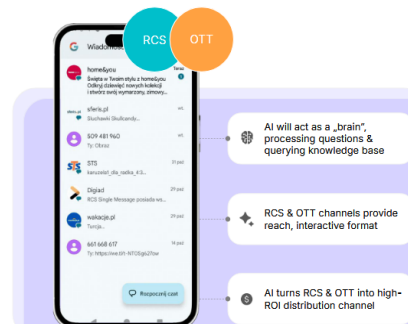


Źródło: research&markets

Klienci stopniowo przechodzą do bardziej zaawansowanych kanałów komunikacji

- ✓ Accelerating adoption visible in both new registrations & usage statistics
- ✓ 2x increase in gross profit from RCS & OTT channel in 2025 confirm growing adoption of new communication channels
- ✓ New client wins with top consumer brands such as Rossmann, Douglas & Inglot
- ✓ Adoption should further accelerate as iOS is expected to support RCS A2P natively from 2026 (in Poland)
- ✓ Rapid progress in AI ecosystems leading to more AI-native workflows is expected to fuel traffic in the mid and long-term

Źródło: Spółka



W 2025 r. umocnienie PLN względem USD wywarło negatywny wpływ na wyniki spółki, obniżając zysk brutto o ok. 6 mln PLN. Mimo tej presji Vercom zrealizował założone cele wynikowe. Obecnie sytuacja walutowa kształtuje się korzystniej - w warunkach podwyższonej niepewności geopolitycznej, w tym napięć na Bliskim Wschodzie, USD istotnie umocnił się względem PLN. Jeśli kurs amerykańskiej waluty utrzyma się na obecnych poziomach, czynnik ten powinien, odwrotnie niż w 2025 r., wspierać wyniki spółki w 2026 r.

Dodatkowo zwracamy uwagę, że wraz z wejściem w 2026 r. wygasa efekt wysokiej bazy porównawczej. W 2024 r., na skutek intensywnej konkurencji cenowej pomiędzy Lidlem i Biedronką, spółka odnotowała ponadprzeciętny wzrost popytu na niskomarżowe usługi SMS. W efekcie w 2026 r. oczekujemy, pozytywnej dynamiki zarówno na poziomie przychodów jak i na pozostałych liniach rachunku wyników.

Czynniki wzrostu EBITDA



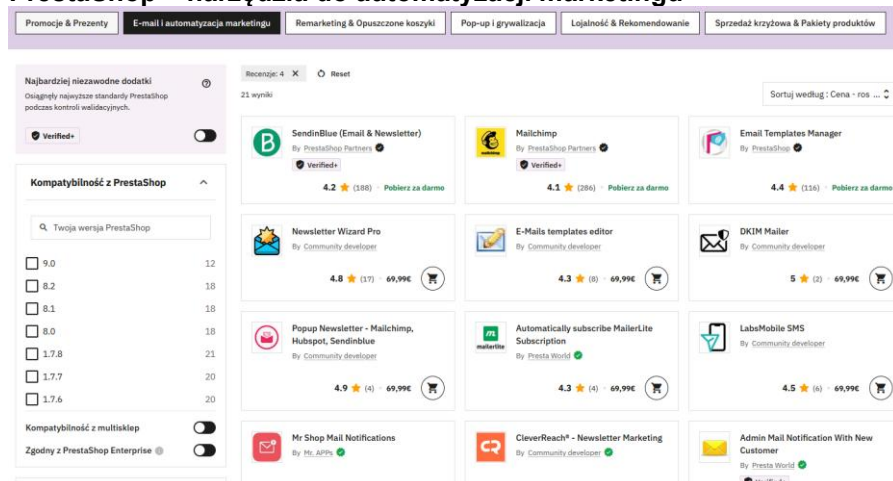
Źródło: Spółka

PrestaShop jako atrakcyjny kanał pozyskiwania klientów

MailerLite jest już obecny w marketplace PrestaShop, choć na rynku francuskim silniejszą pozycję nadal utrzymuje lokalne rozwiązanie. **Zakładamy jednak, że spółka będzie stopniowo zwiększać widoczność MailerLite w tym kanale i przekierowywać część popytu na własną platformę.**

Z perspektywy strategicznej istotne jest również to, że PrestaShop i Sylius zapewniają VRC ekspozycję na ok. 240 tys. sklepów korzystających z tych ekosystemów. W naszej ocenie stanowi to atrakcyjny kanał pozyskiwania klientów, który podobnie jak partnerstwa z Microsoft Azure i Google Cloud powinien wspierać dalszy wzrost bazy użytkowników grupy.

PrestaShop – narzędzia do automatyzacji marketingu



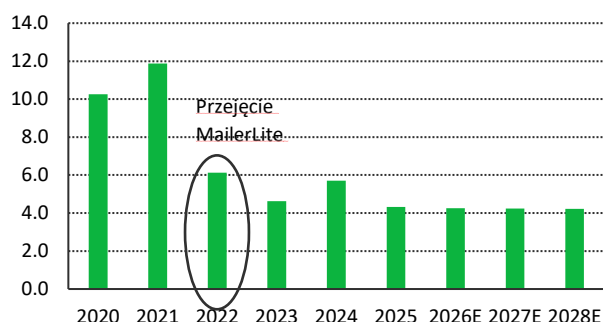
Źródło: Spółka

Nasze prognozy

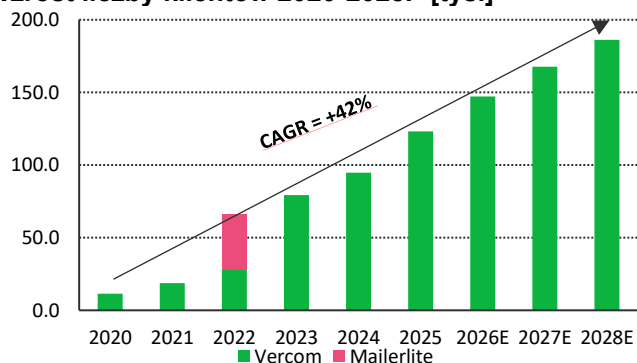
Dzięki wykorzystaniu AI oraz zmianom w planie freemium liczba nowo pozyskiwanych płaćących klientów wyraźnie przyspieszyła - w samym 2H'25 spółka pozyskała ich 23 tys., wobec 28 tys. łącznie w latach 2023-24. Co istotne, podwyższony poziom konwersji utrzymuje się również na początku 2026 r., co wspiera oczekiwania kontynuacji tego trendu w kolejnych miesiącach. Z czasem zakładamy jednak jego stopniową normalizację, dlatego w naszych prognozach przyjmujemy organiczny wzrost bazy klientów Vercomu o ok. 20-24 tys. rocznie w latach 2026-27 i 15-18 tys. w latach 2028-30. W naszej ocenie czynnik ten powinien istotnie wspierać realizację celów wynikowych spółki.

Jednocześnie uwzględniamy, że napływ nowych klientów może przejściowo wywierać lekko rozładniający wpływ na ARPU. Z drugiej strony dalszy rozwój działalności klientów VRC powinien przekładać się na wzrost popytu na oferowane usługi oraz wspierać dosprzedaż rozwiązań dodatkowych, co w efekcie powinno pozytywnie oddziaływać na średni przychód na klienta. Spółka posiada także przestrzeń do ewentualnej rewizji cennika w górę, co mogłoby stanowić dodatkowy impuls dla ARPU, jednak takiego scenariusza nie uwzględniamy w naszych prognozach. W rezultacie przyjmujemy założenie utrzymania ARPU na relatywnie stabilnym poziomie w kolejnych latach.

Zmiana średniego ARPU w latach 2020-28P



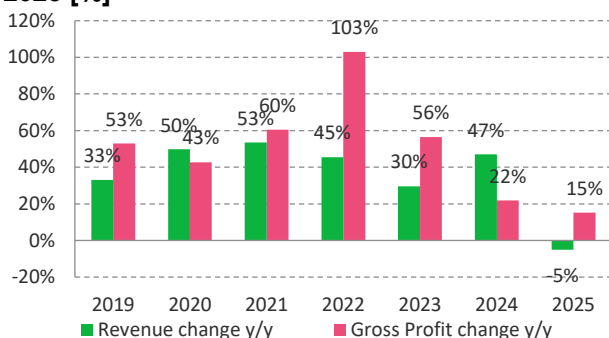
Wzrost liczby klientów 2020-2028P [tys.]



Źródło: Spółka, Erste Group Research

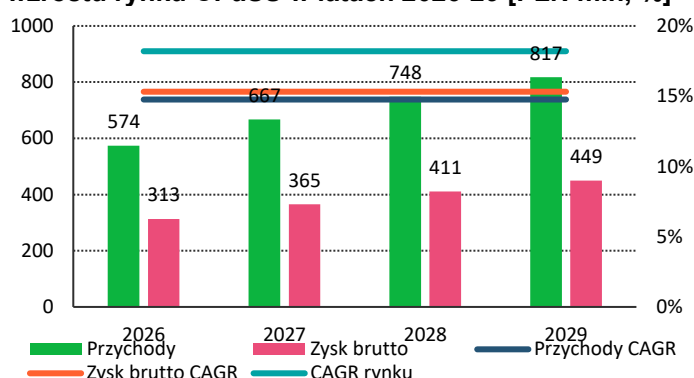
Oczekujemy, że w całym 2026 r. przychody spółki wzrosną o 22% r/r, do 574 mln PLN, natomiast zysk brutto na sprzedaży zwiększy się o ok. 23% r/r, do 313 mln PLN. W prognozach zakładamy wyraźny wzrost wydatków marketingowych oraz umiarkowany wzrost kosztów G&A. Uwzględniamy również kwartalny koszt programu motywacyjnego na poziomie 1.3 mln PLN. W efekcie prognozujemy, że w 2026 r. skorygowana EBITDA ukształtuje się ok. 5% powyżej celu spółki, osiągając ok. 174 mln PLN, co oznacza wzrost o 28% r/r. Jednocześnie oczekujemy, że zysk netto wyniesie ok. 124 mln PLN, co implikuje wzrost o 38% r/r.

Zmiana przychodów i zysku brutto r/r 2019-2025 [%]



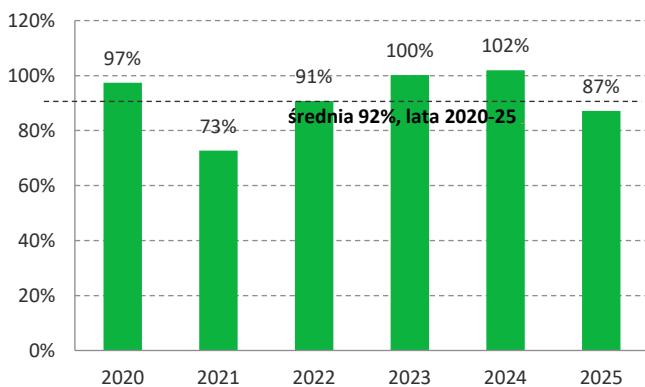
Źródło: Spółka, Erste Group Research

Prognoza wzrostu przychodów i zysku brutto na tle wzrostu rynku CPaaS w latach 2026-29 [PLN mln, %]



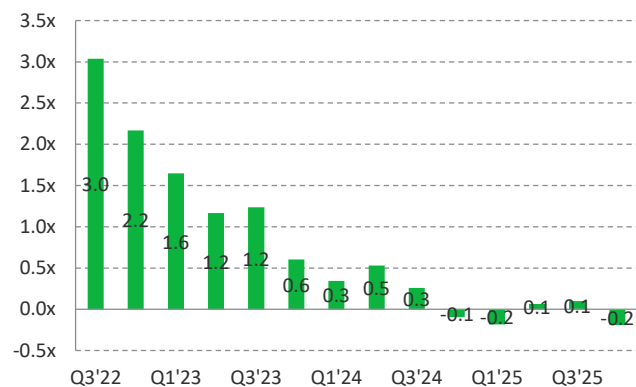
Subskrypcyjny charakter działalności, oparty na płatnościach z góry za oferowane rozwiązania, przekłada się na wysoką zdolność do generowania gotówki dla biznesu Vercom. Średni wskaźnik OCF/EBITDA wyniósł 92% w latach 2020-25, a w samym 2025 r. wyniósł 87%. Oczekujemy, że również w kolejnych latach konwersja utrzyma się w okolicach 90%.

OCF/ adj. EBITDA ratio [%]



Źródło: Spółka, Erste Group Research

ND/ EBITDA



Vercom - kluczowe założenia dotyczące przychodów i EBITDA w latach 2026-2030

(PLN m)	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody	260.3	337.4	495.9	471.2	574.0	667.1	747.9	817.3	878.2
<i>zmiana r/r</i>	<i>45.5%</i>	<i>29.6%</i>	<i>47.0%</i>	<i>-5.0%</i>	<i>21.8%</i>	<i>16.2%</i>	<i>12.1%</i>	<i>9.3%</i>	<i>7.5%</i>
Przychody z platform komunikacji	235.9	297.6	454.8	426.6	525.6	617.2	698.0	768.3	829.6
<i>zmiana r/r</i>	<i>46.9%</i>	<i>26.1%</i>	<i>52.8%</i>	<i>-6.2%</i>	<i>23.2%</i>	<i>17.4%</i>	<i>13.1%</i>	<i>10.1%</i>	<i>8.0%</i>
Średnia liczba klientów [tsd]	66.3	79.4	94.7	123.1	147.1	167.7	186.1	201.5	216.1
<i>zmiana r/r</i>	<i>253.6%</i>	<i>19.8%</i>	<i>19.3%</i>	<i>30.0%</i>	<i>19.5%</i>	<i>14.0%</i>	<i>11.0%</i>	<i>8.2%</i>	<i>7.2%</i>
Srednie ARPU	6.1	4.6	5.7	4.3	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
<i>zmiana r/r</i>	<i>-48.5%</i>	<i>-24.3%</i>	<i>23.0%</i>	<i>-24.1%</i>	<i>-1.8%</i>	<i>-0.2%</i>	<i>-0.2%</i>	<i>-0.2%</i>	<i>-0.2%</i>
Usługi komplementarne	24.4	39.8	41.1	44.6	48.4	49.9	50.0	49.0	48.7
<i>zmiana r/r</i>	<i>33.1%</i>	<i>63.0%</i>	<i>3.2%</i>	<i>8.4%</i>	<i>8.6%</i>	<i>3.1%</i>	<i>0.1%</i>	<i>-2.0%</i>	<i>-0.6%</i>
Adj. EBITDA	57.2	85.2	110.2	135.2	173.6	204.5	237.7	264.2	282.7
<i>zmiana r/r</i>	<i>36.0%</i>	<i>48.9%</i>	<i>29.4%</i>	<i>22.6%</i>	<i>28.4%</i>	<i>17.8%</i>	<i>16.3%</i>	<i>11.1%</i>	<i>7.0%</i>
Marża adj. EBITDA	22.0%	25.2%	22.2%	28.7%	30.2%	30.7%	31.8%	32.3%	32.2%

Źródło: Spółka, Erste Group Research

Nasze prognozy vs cele ESOP

W naszym prognozach zakładamy, że spółce uda się w bieżącym roku przekroczyć cele programu motywacyjnego o ok. 5%. W kolejnych latach prognozy oczekujemy, że pozytywna różnica względem założonych celów będzie oscylować w okolicach 4-5%.

Nasze prognozy w porównaniu z celami ESOP na lata 2023-2028

(PLN m)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Vercom						
Prognoza Erste	85	110	135	174	204	238
Cele ESOP	60	75	135	165	195	230
<i>różnica</i>	<i>42.0%</i>	<i>46.9%</i>	<i>0.1%</i>	<i>5.2%</i>	<i>4.9%</i>	<i>3.4%</i>

Źródło: Spółka, Erste Group Research

Nasze prognozy na tle konsensusu rynkowego

Obecny konsensus rynkowy nie zakłada, że spółka w 2026 r. zrealizuje cele programu motywacyjnego, a w latach 2027-28 implikuje ich osiągnięcie jedynie na granicy wymaganych poziomów. W naszych prognozach przyjmujemy bardziej optymistyczne założenia i oczekujemy, że Vercom będzie w stanie przekroczyć te cele z nadwyżką rzędu 4-5%.

Nasze prognozy na tle konsensusu rynkowego

(PLN, mn)	2026P			2027P			2028P		
	kons.	Erste	różnica	kons.	Erste	różnica	kons.	Erste	różnica
Przychody	562.2	574.0	2.1%	647.3	667.1	3.1%	716.7	747.9	4.4%
Adj. EBITDA	163.2	173.6	6.4%	196.3	204.5	4.2%	231.0	237.7	2.9%
EBIT	144.8	151.6	4.7%	176.3	183.6	4.1%	207.0	217.3	5.0%
Zysk netto	121.2	124.3	2.6%	148.8	152.1	2.3%	178.3	181.0	1.5%
Marża EBITDA	29.0%	30.2%		30.3%	30.7%		32.2%	31.8%	
Marża EBIT	25.8%	26.4%		27.2%	27.5%		28.9%	29.1%	
Marża netto	21.6%	21.7%		23.0%	22.8%		24.9%	24.2%	

Źródło: Spółka, Bloomberg

Zmiany w naszych prognozach

W związku z pozytywnym wpływem zmian w planie freemium oraz wykorzystania AI na tempo pozyskiwania klientów, podnosimy nasze założenia dotyczące wzrostu bazy użytkowników w kolejnych latach. Jednocześnie obniżamy oczekiwania w zakresie ARPU. W rezultacie rewidujemy w górę prognozy przychodów na następne lata. Nieznacznie podwyższamy również nasze założenia dotyczące wydatków marketingowych oraz kosztów G&A (efekt uwzględnienia kosztów programu motywacyjnego), przy jednoczesnym niewielkim obniżeniu prognoz amortyzacji. Z kolei wyższa zakładana efektywna stawka podatkowa oraz uwzględnienie wspomnianego kosztów programu motywacyjnego prowadzą do nieznacznego obniżenia naszych prognoz zysku netto w kolejnych latach.

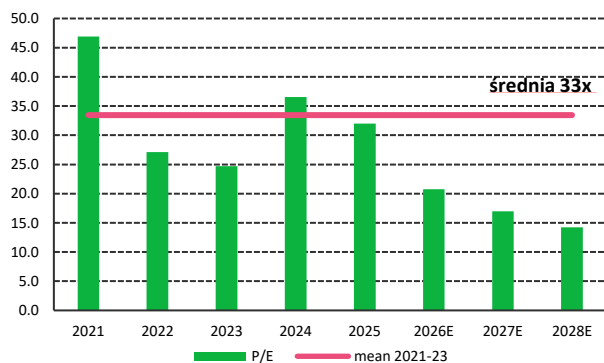
(PLN, mn)	2026P			2027P			2028P		
	Stare	Nowe	Różnica	Stare	Nowe	Różnica	Stare	Nowe	Różnica
Przychody	561.2	574.0	2.3%	641.8	667.1	3.9%	730.2	747.9	2.4%
Adj. EBITDA	167.6	173.6	3.6%	198.0	204.5	3.3%	232.3	237.7	2.4%
EBIT	149.8	151.6	1.2%	178.4	183.6	2.9%	210.8	217.3	3.1%
Zysk netto	128.1	124.3	-2.9%	154.9	152.1	-1.8%	184.4	181.0	-1.8%
Marża EBITDA	29.9%	30.2%		30.9%	30.7%		31.8%	31.8%	
Marża EBIT	26.7%	26.4%		27.8%	27.5%		28.9%	29.1%	
Marża netto	22.8%	21.7%		24.1%	22.8%		25.3%	24.2%	

Źródło: Erste Group Research

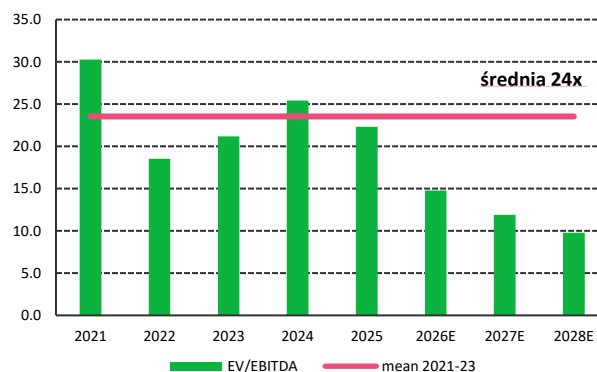
Wskaźniki P/E i EV/ EBITDA (średnie 12-miesięczne) oraz historyczne P/E i EV/EBITDA (obliczane na podstawie cen na koniec okresu).

Zarówno wartość wskaźnika P/E'26, jak i EV/EBITDA'26 znajduje się poniżej średniej dla tych wskaźników obliczonych w latach 2021-25, co sugeruje potencjalne dyskonto w wycenie.

Historyczna wartość wskaźnika P/E



Historyczna wartość wskaźnika EV/EBITDA



Źródło: Erste Group Research

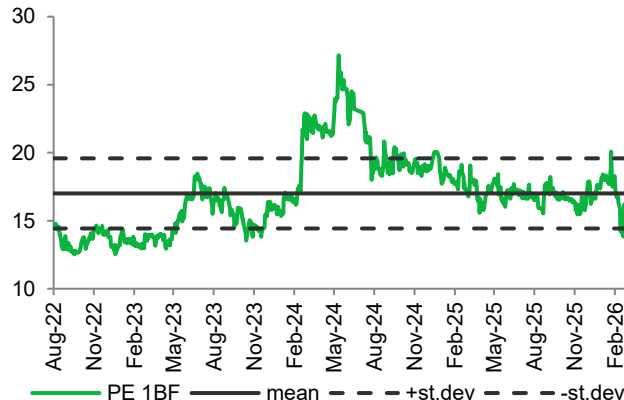
Wskaźniki 12M blended forward P/E oraz 12M blended forward EV/EBITDA spadły ostatnio w okolice poziomu -1 odchylenia standardowego względem historycznych średnich.

P/E 12M blended forward ratio



Źródło: Erste Group Research, Bloomberg

EV/EBITDA 12M blended forward ratio



Wycena

Nasza wycena VRC opiera się na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (100% udział). Metodę wyceny porównawczej prezentujemy wyłącznie w celach informacyjnych. **Na podstawie naszych prognoz, wycena godziwa akcji wynosi 153 PLN, czyli o 21% więcej niż obecna cena rynkowa, co implikuje rekomendację Kupuj.**

	Waga	Cena
Wycena porównawcza	0%	112
Wycena DCF	100%	153
12M cena docelowa (PLN)		153

Zródło: Erste Group Research

Założenia DCF:

- Stopa wolna od ryzyka = 5.5% w prognozowanym okresie (rentowności 10-letnich obligacji skarbowych).
- Stopa wolna od ryzyka = 4% w okresie rezydualnym.
- Premia za ryzyko rynkowe = 5%.
- Wzrost FCF po okresie prognozy 3%.
- W nakładach inwestycyjnych uwzględniamy leasing, który następnie nie jest ujmowany w kalkulacji długu netto.

Wycena porównawcza:

W ramach wyceny porównawczej przedstawiamy wartość godziwą obliczoną na podstawie median wskaźników P/E oraz EV/EBITDA dla lat 2026-2028, przy założeniu równych wag dla obu wskaźników w każdym roku. Metodę wyceny porównawczej prezentujemy wyłącznie w celach informacyjnych.

	P/E			EV/EBITDA		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
Klaviyo	27	21	18	24	27	17
Atlassian	16	12	10	10	8	6
Intuit	17	15	13	12	11	10
HubSpot	20	16	13	12	9	7
Sinch	127	32	19	8	7	6
Twilio	23	21	18	16	15	12
Link Mobility Group Holding	38	18	15	10	8	6
Dotdigital Group	9	10	8	4	5	4
Median: Total	21.6	17.1	13.8	11.1	8.7	6.6
Implied valuation per share	120.6	116.8	112.4	90.5	87.7	82.7
Weight	17%	17%	17%	17%	17%	17%
Premium/Discount	0%					
Weighted valuation per share	101.8					
12M value per share	112.5					

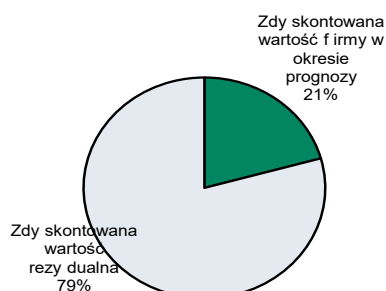
Zródło: Erste Group Research, Bloomberg

Szacunki WACC

	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	TV
Stopa wolna od ryzyka	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	4.0%
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt kapitału	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	9.0%
Koszt długu	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	5.0%
Efektywna stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt długu po opodatkowaniu	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	4.1%
Udział kapitału w wycenie	89.8%	92.5%	94.2%	95.4%	96.2%	100.0%
WACC	10.0%	10.1%	10.2%	10.3%	10.3%	9.0%

Wycena DCF

(mln PLN)	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	TV
<i>Wzrost sprzedaży r/r</i>	21.8%	16.2%	12.1%	9.3%	7.5%	3.0%
EBIT	151.6	183.6	217.3	242.9	259.3	266.2
<i>marża EBIT</i>	26.4%	27.5%	29.1%	29.7%	29.5%	29.4%
<i>Stopa podatkowa</i>	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%
Opodatkowanie EBIT	-22.9	-27.7	-32.8	-36.7	-39.2	-40.2
NOPLAT	128.7	155.8	184.4	206.2	220.2	226.0
+ Amortyzacja	16.8	18.4	19.4	21.4	23.4	38.3
<i>CAPEX / Amortyzacja</i>	157.9%	155.9%	158.3%	153.1%	148.9%	100.0%
Zmiana w kapitale obrotowym	-1.7	-2.2	-1.6	-1.4	-1.2	-3.8
<i>Zmiana w kapitale obrotowym / zmiana sprzedaży</i>	-1.6%	-2.3%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-14.5%
- CAPEX	-26.5	-28.7	-30.8	-32.7	-34.8	-38.3
FCFF	117.3	143.4	171.5	193.5	207.5	222.2
<i>Wzrost FCFF po okresie prognozy</i>						3.0%
Wartość rezydualna (TV)						3 813.9
Zdyskontowana wartość rezydualna	106.7	118.4	128.6	131.5	127.9	2 350.4
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	2 963.4					
Udziałowcy mniejszościowi	1.7					
Aktywa nieoperacyjne	0.0					
Dług netto	-33.0					
Inne	0.0					
Wartość firmy	2 994.7					
Liczba akcji (mln)	22.2					
Koszt kapitału	10.5%					
12M cena docelowa na akcję (PLN)	153.0					
Bieżąca cena akcji (PLN)	126.0					
<i>Potencjał wzrostu / spadku</i>	21%					


marża EBIT

	28.4%	28.9%	29.4%	29.9%	30.4%
9.0%	180	183	185	188	190
W 9.5%	163	166	168	170	172
A 10.0%	149	151	153	156	158
C 10.5%	137	139	141	143	145
C 11.0%	127	129	131	133	134

Wzrost FCFF po okresie prognozy

	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
9.0%	159	171	185	203	225
W 9.5%	146	156	168	182	199
A 10.0%	135	144	153	165	179
C 10.5%	126	133	141	151	162
C 11.0%	118	124	131	139	148

Skonsolidowane sprawozdanie z wyniku	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
PLN mn						
Przychody	337.38	495.89	471.15	574.03	667.08	747.91
Koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Zysk brutto	181.00	220.61	254.15	313.21	365.04	410.63
Koszty sprzedaży i administracyjne	-109.30	-126.29	-141.49	-161.63	-181.48	-193.35
Pozostałe przychody operacyjne	0.19	0.29	0.10	0.00	0.00	0.00
Pozostałe koszty operacyjne	-2.91	-1.54	-0.50	0.00	0.00	0.00
EBITDA	84.51	109.25	127.71	168.39	201.95	236.71
Amortyzacja	-15.52	-16.18	-15.45	-16.81	-18.40	-19.43
EBIT	68.98	92.95	112.29	151.58	183.56	217.28
Wynik na działalności finansowej	10.86	-4.50	-4.53	-2.44	-2.26	-1.53
Wynik nadzwyczajny	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EBT	79.84	88.45	107.76	149.15	181.29	215.75
Podatek	-9.22	-11.58	-16.84	-22.54	-27.39	-32.60
Wynik z działalności zaniechanej	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Udziały niekontrolujące i koszt kapitału hybryd.	0.23	0.59	1.06	2.28	1.79	2.13
Zysk netto n.j.d.	70.40	76.29	89.87	124.33	152.11	181.02
Skonsolidowany bilans	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
PLN mn						
Wartości niematerialne	439.92	451.37	417.17	419.13	422.97	426.35
Rzeczowe aktywa trwałe	14.82	15.2	16.63	20.37	16.43	19.56
Aktywa finansowe	1.26	0.15	0.65	0.67	0.67	0.67
Razem aktywa trwałe	456	466.73	434.44	440.17	440.07	446.58
Zapasy	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Należności i inne aktywa obrotowe	39.79	53.41	55.43	64.65	76.61	85.28
Pozostałe aktywa	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	63.26	106.24	105.52	159.82	232.51	315.31
Razem aktywa obrotowe	103.05	159.65	160.95	224.47	309.12	400.59
RAZEM AKTYWA	559.06	626.38	595.39	664.64	749.19	847.18
Kapitał własny przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej	365.91	417.94	401.70	469.59	546.56	637.89
Kapitał hybrydowy i inne rezerwy	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Zobowiązania emerytalne i inne długoterminowe świadczenia pracownicze	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Rezerwy długoterminowe	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Oprocentowane zobowiązania długoterminowe	93.97	73.21	58.60	48.65	34.31	27.04
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	14.55	14.61	13.36	13.36	13.36	13.36
Razem zobowiązania długoterminowe	108.52	87.82	71.96	62.01	47.67	40.40
Oprocentowane zobowiązania krótkoterminowe	20.24	22.51	22.33	19.11	21.86	21.90
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	62.65	96.32	97.67	112.2	131.37	145.27
Razem zobowiązania krótkoterminowe	82.89	118.83	120.00	131.31	153.23	167.17
RAZEM ZOBOWIĄZANIA I KAPITAŁ WŁASNY	559.06	626.38	595.39	664.64	749.19	847.18
Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
PLN mn						
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	85.51	112.36	117.84	148.87	179.98	207.21
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	14.86	-6.54	-14.87	-16.94	-12.87	-20.48
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	-83.76	-63.17	-99.88	-77.63	-94.41	-103.93
ZMIANA STANU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH	14.43	42.97	-0.72	54.30	72.69	82.8
Marże i wskaźniki	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Wzrost przychodów rdr	29.6%	47.0%	-5.0%	21.8%	16.2%	12.1%
Marża EBITDA	25.0%	22.0%	27.1%	29.3%	30.3%	31.6%
Marża EBIT	20.4%	18.7%	23.8%	26.4%	27.5%	29.1%
Marża zysku netto	20.9%	15.5%	19.3%	22.1%	23.1%	24.5%
ROE	19.5%	19.5%	21.9%	28.5%	29.9%	30.6%
ROCE	13.4%	18.9%	23.2%	32.8%	40.1%	47.8%
Wskaźnik kapitału własnego	65.8%	67.0%	67.8%	70.9%	73.2%	75.5%
Dług netto	50.9	-10.5	-24.6	-92.1	-176.3	-266.4
Kapitał obrotowy	-22.9	-42.9	-42.2	-47.6	-54.8	-60.0
kapitał operacyjny	433.1	423.8	392.2	392.6	385.3	386.6
Wskaźnik rotacji zapasów	nm	nm	nm	nm	nm	nm

Zródło: Spółka, 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 EGB/affiliates holdings exceed 5% of the share capital of issuer or vice versa	2 market maker or liquidity provider for issuer/instruments	3 agreement for the provision of services of investment firms over the previous 12 months	4a Agreement with the covered company about the production of analyses	4b Agreement with a third party about the production of analyses	5 Managed or co-managed a public offering over the previous 12 months	6 Draft of report disclosed to issuer prior its publication	7 Analyst has a position in the issued share capital of the issuer	8 Net Long Position exceeding 0.5% of the issued share capital of issuer	9 Net Short Position exceeding 0.5% of the issued share capital of issuer
Vercom SA						Y					

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

[PublicationDate]

For a more detailed and an up-to-date overview of conflicts of interests for all analysed companies and/or financial instruments by Erste Group, which are updated regularly upon changes, please follow below link:

[Disclosure | Erste Group Bank AG](#)

Zastrzeżenia prawne

Niniejsza rekomendacja ("Dokument") została przygotowana przez Erste Securities Polska S.A., spółkę zależną od Erste Group Bank AG (razem ze skonsolidowanymi spółkami zależnymi „Erste Group”) w sposób niezależny i obiektywny w celu dostarczenia dodatkowych informacji ekonomicznych na temat analizowanej spółki lub spółek. Dokument opiera się na uzasadnionej wiedzy analityka Erste Group odpowiedzialnego za sporządzenie Dokumentu na dzień jego sporządzenia i może być okresowo zmieniany. Służy on wyłącznie do dostarczania niewiążących informacji i nie stanowi doradztwa inwestycyjnego ani komunikacji marketingowej.

Vercom 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 Vercom. 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 Dokumentcie 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 Dokumentcie - zamierzona transakcja instrumentu finansowego lub powiązanego instrumentu finansowego jest odpowiednia dla potrzeb i intencji Inwestora, że Inwestor zrozumiał wszystkie ryzyka i że po należytej analizie Inwestor zdecydował się na dokonanie inwestycji i jest w stanie ponieść ekonomiczne skutki takiej inwestycji. Inwestorów odsyła się na przykład do testu odpowiedniości i zaleca się zapoznanie się z informacjami dla klientów zgodnie z austriacką ustawą o nadzorze nad papierami wartościowymi z 2018 r. oraz zgodnie z polską ustawą o obrocie instrumentami finansowymi z 2005 r. Wyniki inwestycji są pomniejszane o prowizje, opłaty i inne obciążenia, które zależą od indywidualnej sytuacji Inwestora. W wyniku wahań kursów walut wynik inwestycji może wzrosnąć lub spaść.

Badania inwestycyjne są opracowywane przez dział analiz inwestycyjnych Erste Group w ramach obowiązujących przepisów prawa. Opinie zawarte w analizach dotyczących instrumentów kapitałowych i dłużnych mogą się różnić. Inwestorzy inwestujący w instrumenty udziałów mogą realizować inne interesy niż inwestorzy inwestujący w instrumenty dłużne, związane z tym samym emitentem. Analityk nie jest upoważniony do składania jakichkolwiek oświadczeń lub gwarancji w imieniu analizowanej spółki lub emitenta, Erste Group, jednej z jej spółek lub jakiegokolwiek innej osoby. Dołożono wszelkich starań, aby wszystkie istotne źródła informacji były jasno i wyraźnie wskazane. Chociaż dołożono wszelkich starań, aby zapewnić, że fakty przedstawione w niniejszym Dokumentcie są dokładne, a prognozy, opinie i oczekiwania zawarte w niniejszym dokumentcie 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 dokumentcie od interpretacji, szacunków, opinii i innych rodzajów informacji niebędących faktami. Ani Erste Group, ani żaden z jej dyrektorów zarządzających, członków rady nadzorczej, członków zarządu, dyrektorów, członków kadry kierowniczej lub innych pracowników nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek koszty, straty lub szkody (w tym szkody następcze, szkody pośrednie i utracone zyski) w jakikolwiek sposób wynikające z wykorzystania lub polegania na niniejszym Dokumentcie.

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 zapewnić 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 Dokumentcie, 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 dokumentcie 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 Dokumentcie w dowolnym momencie. Erste Group zastrzega sobie również prawo do nieaktualizowania jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym Dokumentcie 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 zaświadczenia, że: (1) poglądy wyrażone w niniejszym Dokumencie dokładnie odzwierciedlają ich osobiste poglądy na temat jakichkolwiek lub wszystkich przedmiotowych instrumentów finansowych, o których mowa w niniejszym Dokumencie, (2) żadna część ich wynagrodzenia nie była, nie jest ani nie będzie, bezpośrednio lub pośrednio, związana z konkretną rekomendacją lub poglądami wyrażonymi w niniejszym Dokumencie.

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

Ważne informacje

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

Ogólne informacje

Wszystkie rekomendacje udzielane przez dział analiz inwestycyjnych Erste Group są niezależne, obiektywne i opierają się na najnowszych publicznie dostępnych informacjach dotyczących spółek, branży i innych ogólnych informacjach, które Erste Group uznaje za wiarygodne; jednakże Erste Group nie oświadcza ani nie przyjmuje żadnej odpowiedzialności za kompletność lub dokładność takich informacji lub rekomendacji. Erste Group dokłada wszelkich starań, aby uniknąć błędów i/lub nieprawidłowości. Na rating i/lub cenę docelową nie ma wpływu ani spółka objęta badaniem, ani inne wewnętrzne działy Erste Group. Każde badanie sporządzone przez analityka jest weryfikowane przez pracownika wyższego szczebla z działu analiz lub uzgadniane z starszym analitykiem wyższego szczebla/jego zastępcą (zasada 4 oczu). Erste Group wdrożyła obszerny 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 odzwierciedlił 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) (Sonnenmanstraße 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 Română 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