

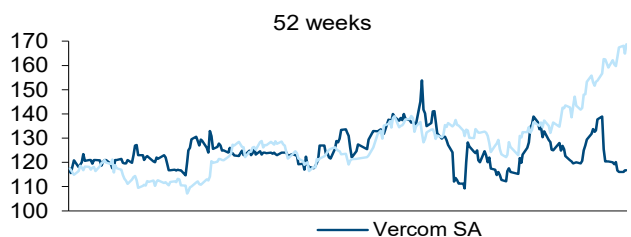
COMPANY REPORT

Vercom SA

Kupuj

| PLN mn | 2025 | 2026P | 2027P | 2028P |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody | 471.2 | 577.2 | 682.9 | 767.5 |
| EBITDA | 127.7 | 169.4 | 204.4 | 240.3 |
| EBIT | 112.3 | 153.1 | 186.3 | 221.0 |
| Zysk netto n.j.d. | 89.9 | 125.1 | 154.2 | 183.9 |
| EPS (PLN) | 4.04 | 5.63 | 6.94 | 8.28 |
| CEPS (PLN) | 4.68 | 6.38 | 7.75 | 9.14 |
| BVPS (PLN) | 18.08 | 21.54 | 25.07 | 29.26 |
| DPS (PLN) | 2.03 | 2.73 | 3.4 | 4.09 |
| EV/EBITDA (x) | 20.2 | 14.5 | 11.6 | 9.5 |
| P/E (x) | 28.9 | 20.4 | 16.6 | 13.9 |
| P/CE (x) | 25.0 | 18 | 14.8 | 12.6 |
| DY | 1.7% | 2.4% | 3.0% | 3.6% |

| | | | |
|--|------------------------------|--------------------------------|-------------------|
| Cena akcji (PLN) na zamknięciu w dniu 19.06.2026 | 115.0 Reuters | VRCP.WA Akcje w wolnym obrocie | 50.5% |
| Liczba akcji (mln) | 22.2 Bloomberg | Ver PW Główni akcjonariusze: | cyber_Folks 30.0% |
| Wartość rynkowa (mln PLN) | 2,556 / ,600 Dzień dywidendy | Allianz OFE | 6.76% |
| Wartość przedsiębiorstwa (mln PLN) | 2,461 / ,578 Cena docelowa | 155.0 Strona internetowa | www.vercom.pl |



| Zmiana kursu | 12M | 6M | 3M | 1M |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| w PLN | -0.5% | -5.7% | -5.7% | -4.6% |

Analitik:

Krzysztof Tkocz

+48 22 257 57 52

krzysztof.tkocz@erstegroup.com

Podwyżka cen impulsem na H2'26, cybersecurity nowym kierunkiem rozwoju

Podtrzymujemy rekomendację Kupuj, jednocześnie lekko podnosząc cenę docelową do 155 PLN, co implikuje 35% potencjału wzrostu. Po przecenie z początku roku, wywołanej nasileniem obaw inwestorów o wpływ rozwoju AI na modele biznesowe spółek technologicznych, notowania VRC zaczęły stopniowo odbudowywać się po publikacji wyników za ostatnie kwartały. Rynek zaczął dostrzegać, że spółka skutecznie wykorzystuje AI jako element przewagi konkurencyjnej, co było widoczne m.in. w wysokiej dynamice pozyskiwania nowych klientów. Ostatnia sprzedaż przez cyber_Folks pakietu odpowiadającego ok. 20% udziałów w Vercomie ponownie wywołała jednak presję na kurs. W efekcie notowania VRC cofnęły się do poziomów wyraźnie niższych niż przed rozpoczęciem tzw. „SaaS apocalypse”.

Biorąc pod uwagę perspektywy biznesowe spółki, obecne poziomy cenowe uważamy za atrakcyjne. Najbliższym istotnym impulsem wynikowym powinna być planowana podwyżka cennika MailerLite, prawdopodobnie na początku 3Q'26. Zakładamy, że będzie to pierwsza istotna zmiana cen od ok. trzech lat, a jej skala wyniesie ok. 10-20%. Ostateczny wpływ na wyniki 2H'26 będzie zależał głównie od sposobu wdrożenia podwyżki, natomiast pełny efekt szacujemy na ok. 15 mln PLN przychodów, z czego w 2H'26 oczekujemy ok. 7.5 mln PLN.

Vercom rozwija nowy produkt w obszarze cybersecurity, który może stanowić interesujące uzupełnienie obecnego portfolio. Spółka nie przedstawiła jeszcze szczegółów projektu, jednak zakładamy, że rozwiązanie może być kierowane głównie do większych klientów i oferowane w modelu subskrypcyjnym. W naszej ocenie tworzyłoby to potencjał cross-sellingu, szczególnie wśród klientów o wyższych wymaganiach w zakresie bezpieczeństwa i compliance.

Sprzedaż przez CBF ok. 20% udziałów w VRC powinna mieć istotnego wpływu na działalność operacyjną spółki. VRC od lat funkcjonuje jako autonomiczny, oddzielnie zarządzany podmiot, a współpraca biznesowa między spółkami ma być kontynuowana. Transakcja zwiększa free float do ok. 60%, co powinno wspierać płynność akcji. Ryzyko kolejnych ABB w dłuższym terminie ogranicza natomiast 720-dniowy lock-up na pozostały pakiet CBF. Dodatkowo dalsza rozbudowa ekosystemu CBF może w średnim terminie zwiększać potencjał cross-sellingu produktów VRC.

Podwyżka cennika w MailerLite

Podczas konferencji wynikowej za 1Q'26 spółka zasygnalizowała, że pracuje nad podwyższeniem cennika w MailerLite. Zakładamy, że zmiana może zostać wprowadzona na początku 3Q'26, a jej skala będzie oscylować w okolicach 10-20%. Byłaby to pierwsza istotna podwyżka cen w MailerLite od ok. trzech lat.

Wpływ podwyżki na wyniki 2H'26 będzie zależał przede wszystkim od sposobu jej wdrożenia. Największy efekt pojawiłby się w scenariuszu jednoczesnego objęcia zmianą całej bazy klientów, natomiast stopniowe wdrażanie nowych cen dla wybranych kohort lub nowych użytkowników oznaczałoby bardziej rozłożony w czasie wpływ na przychody. Według naszych szacunków pełny roczny efekt podwyżki może wynieść ok. 15 mln PLN przychodów, z czego w 2H'26 oczekujemy ok. 7.5 mln PLN.

Jednocześnie zakładamy, że ewentualne nadwyżki wynikowe ponad poziomy niezbędne do realizacji celu rocznego będą reinwestowane w dalszy rozwój, przede wszystkim w marketing, rozwiązania AI oraz nowe produkty. W efekcie, mimo wyraźnie pozytywnego wpływu podwyżki na przychody i zysk brutto na sprzedaży, jej przełożenie na adj. EBITDA w krótkim i średnim terminie może być mniej widoczne. W dłuższym terminie podwyżka cennika oraz reinwestycje w rozwój powinny jednak wspierać dalszą poprawę wyników, co uwzględniamy w naszym modelu poprzez podniesienie prognoz na lata po zakończeniu obecnego programu motywacyjnego.

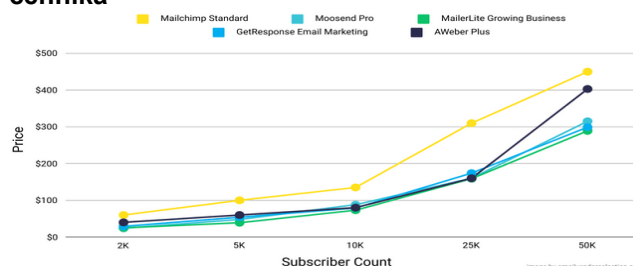
Liczymy się również z przejściowym wzrostem churnu, nie powinien być on jednak wysoki, gdyż podwyżka została poprzedzona ulepszeniami produktu, które zwiększają wartość oferowanego rozwiązania dla klientów. Dodatkowo nawet po rewizji cennika, MailerLite pozostanie jednym z najtańszych rozwiązań na tle konkurencji (wyraźnie tańszym niż Mailchimp).

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



Nowy kierunek rozwoju w obszarze cybersecurity

Vercom rozwija nowy produkt w obszarze cybersecurity, w którym według deklaracji zarządu, posiada istotne kompetencje technologiczne. Na tym etapie spółka nie przedstawiła jeszcze szczegółów dotyczących funkcjonalności, modelu monetyzacji ani potencjalnego terminu komercyjnego wdrożenia, jednak liczymy, że więcej informacji na temat tej inicjatywy zostanie przedstawione przy okazji najbliższej konferencji wynikowej.

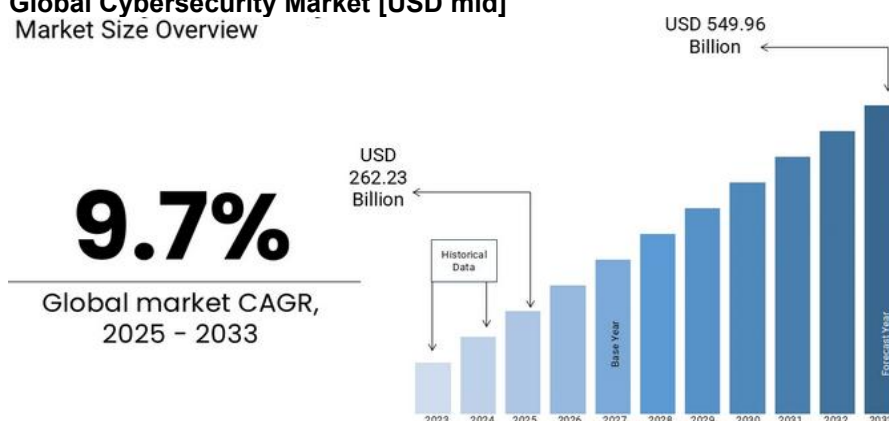
Naszym zdaniem rozwiązanie może być kierowane przede wszystkim do większych klientów i oferowane w modelu subskrypcyjnym. W naszej ocenie może to oznaczać rozwój produktu zbliżonego do modeli Security-as-a-Service lub Pentest-as-a-Service, czyli cyklicznej usługi obejmującej m.in. monitoring bezpieczeństwa, identyfikację podatności, testy penetracyjne, raportowanie oraz rekomendacje działań naprawczych.

Naszym zdaniem inicjatywa ta może być interesującym uzupełnieniem obecnego portfolio produktowego spółki. Vercom posiada dużą bazę klientów, doświadczenie w sprzedaży rozwiązań SaaS/CPaaS oraz kompetencje w obszarze komunikacji cyfrowej, gdzie kwestie bezpieczeństwa, takie jak ochrona domen, reputacja nadawcy, phishing, spoofing czy bezpieczeństwo danych, stają się coraz ważniejsze. W przypadku udanego wdrożenia produkt cybersecurity mógłby więc stanowić dodatkowe źródło cross-sellingu, szczególnie wśród większych klientów o wyższych wymaganiach w zakresie bezpieczeństwa i compliance.

Na obecnym etapie nie uwzględniamy tej inicjatywy w naszym modelu ze względu na ograniczoną ilość informacji dotyczącej tego projektu. Traktujemy ją jednak jako potencjalne źródło upside'u do naszych prognoz w kolejnych latach.

Według danych Market Data Forecast, globalny rynek cybersecurity ma wzrosnąć z ok. USD 262.2bn w 2025 r. do ok. USD 549.96bn w 2033 r., co oznacza 9.7% CAGR w latach 2025-2033.

Global Cybersecurity Market [USD mld] Market Size Overview



Źródło: Market Data Forecast Analysis

Zmniejszenie zaangażowania ze strony CBF

Na początku czerwca 2026 r. cyber_Folks zmniejszył swoje zaangażowanie w Vercom z ok. 50% do 30%, sprzedając w procesie ABB pakiet 4.34 mln akcji VRC. Transakcja była związana z przygotowaniem cyber_Folks do największej akwizycji w historii grupy, która ma wzmocnić jej pozycję na europejskim rynku e-commerce. Zarząd CBF wskazywał, że nie zamierza dalej rozwadniać akcjonariuszy spółki, dlatego częściowa monetyzacja pakietu Vercom została uznana za najlepszą opcję pozyskania środków na planowaną akwizycję.

Po transakcji cyber_Folks pozostaje istotnym akcjonariuszem Vercomu, posiadającym 30% udziału w kapitale zakładowym i głosach. Co ważne, pozostały pakiet akcji został objęty 720-dniowym lock-upem, co istotnie ogranicza ryzyko kolejnej sprzedaży akcji w krótkim terminie. Utrzymanie 30% zaangażowania pozwala również cyber_Folks zachować osobiste uprawnienie do powoływania dwóch członków Rady Nadzorczej Vercomu. W praktyce oznacza to, że cyber_Folks nadal będzie miał strategiczny wpływ na VRC.

Sama transakcja nie powinna mieć istotnego wpływu na działalność operacyjną Vercomu. Spółka od wielu lat funkcjonuje jako autonomiczny, oddzielnie zarządzany podmiot, a cyber_Folks nie był bezpośrednio zaangażowany w jej bieżące zarządzanie operacyjne. Zgodnie z komunikacją zarządu CBF, zespoły obu spółek mają nadal współpracować, wymieniać know-how oraz wspierać się w wielu obszarach. Produkty Vercomu mają pozostać preferowanymi i promowanymi rozwiązaniami w ramach ekosystemu cyber_Folks, a jesienią grupa planuje zaprezentować nowy produkt, w którym rozwiązania VRC mają odgrywać istotną rolę.

Z jednej strony transakcja zwiększa free float do ok. 60%, co powinno pozytywnie wpłynąć na płynność akcji. Z drugiej strony, częściowa sprzedaż pakietu przez głównego akcjonariusza może być odbierana jako czynnik ryzyka, szczególnie w kontekście ewentualnych kolejnych ABB w dłuższym terminie. Ryzyko to jest jednak ograniczone przez dwuletni lock-up na pozostały pakiet cyber_Folks.

W średnim terminie dalszy rozwój cyber_Folks poprzez akwizycje, głównie w segmencie e-commerce, może być także pozytywny dla Vercomu. Rozbudowa ekosystemu CBF może zwiększać potencjał cross-sellingu produktów Vercomu.

Mniejsza akwizycja możliwa jeszcze w 2026 r.

Akwizycje pozostają jednym z istotnych elementów strategii rozwoju Vercomu. Tak jak wskazywaliśmy w naszej poprzedniej rekomendacji, uważamy, że istotnym elementem logiki strategicznej potencjalnej transakcji byłoby dalsze zwiększanie dywersyfikacji grupy, zwłaszcza w ujęciu geograficznym. W naszej ocenie najbardziej atrakcyjne byłyby cele akwizycyjne wzmacniające pozycję Vercomu na rynku europejskim, zwłaszcza w obszarze Enterprise (MessageFlow).

Obecnie spółka analizuje kilka potencjalnych celów akwizycyjnych, przy czym bardziej prawdopodobny wydaje się nam scenariusz realizacji kilku mniejszych transakcji niż jednego dużego przejęcia.

Naszym zdaniem istnieje wysoka szansa, że Vercom sfinalizuje co najmniej jedną mniejszą akwizycję jeszcze w 2026 r. W przypadku realizacji takiego scenariusza transakcja mogłaby stanowić dodatkowy impuls wzrostowy dla wyników w kolejnych latach. Na obecnym etapie nie uwzględniamy jednak dodatkowego efektu M&A w naszym modelu bazowym.

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 | 577.2 | 682.9 | 767.5 | 839.8 | 903.7 |
| <i>zmiana r/r</i> | <i>45.5%</i> | <i>29.6%</i> | <i>47.0%</i> | <i>-5.0%</i> | <i>22.5%</i> | <i>18.3%</i> | <i>12.4%</i> | <i>9.4%</i> | <i>7.6%</i> |
| Przychody z platform komunikacji | 235.9 | 297.6 | 454.8 | 426.6 | 528.8 | 632.1 | 716.5 | 789.8 | 853.9 |
| <i>zmiana r/r</i> | <i>46.9%</i> | <i>26.1%</i> | <i>52.8%</i> | <i>-6.2%</i> | <i>23.9%</i> | <i>19.5%</i> | <i>13.4%</i> | <i>10.2%</i> | <i>8.1%</i> |
| Średnia liczba klientów [tsd] | 66.3 | 79.4 | 94.7 | 123.1 | 149.2 | 171.1 | 190.3 | 206.4 | 221.8 |
| <i>zmiana r/r</i> | <i>253.6%</i> | <i>19.8%</i> | <i>19.3%</i> | <i>30.0%</i> | <i>21.2%</i> | <i>14.7%</i> | <i>11.2%</i> | <i>8.5%</i> | <i>7.5%</i> |
| Srednie ARPU | 6.1 | 4.6 | 5.7 | 4.3 | 4.2 | 4.3 | 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>-2.0%</i> | <i>0.6%</i> | <i>-0.4%</i> | <i>-0.3%</i> | <i>-0.3%</i> |
| Usługi komplementarne | 24.4 | 39.8 | 41.1 | 44.6 | 48.5 | 50.9 | 51.0 | 50.0 | 49.8 |
| <i>zmiana r/r</i> | <i>33.1%</i> | <i>63.0%</i> | <i>3.2%</i> | <i>8.4%</i> | <i>8.8%</i> | <i>4.9%</i> | <i>0.3%</i> | <i>-1.9%</i> | <i>-0.5%</i> |
| Adj. EBITDA | 57.2 | 85.2 | 110.2 | 135.2 | 174.6 | 206.9 | 241.3 | 270.1 | 290.4 |
| <i>zmiana r/r</i> | <i>36.0%</i> | <i>48.9%</i> | <i>29.4%</i> | <i>22.6%</i> | <i>29.2%</i> | <i>18.5%</i> | <i>16.6%</i> | <i>12.0%</i> | <i>7.5%</i> |
| Marża adj. EBITDA | 22.0% | 25.2% | 22.2% | 28.7% | 30.2% | 30.3% | 31.4% | 32.2% | 32.1% |

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. 6%. W kolejnych latach prognozy oczekujemy, że pozytywna różnica względem założonych celów będzie oscylować w okolicach 5-6%.

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 | 175 | 207 | 241 |
| Cele ESOP | 60 | 75 | 135 | 165 | 195 | 230 |
| <i>różnica</i> | <i>42.0%</i> | <i>46.9%</i> | <i>0.1%</i> | <i>5.8%</i> | <i>6.1%</i> | <i>4.9%</i> |

Źródło: Spółka, Erste Group Research

Nasze prognozy na tle konsensusu rynkowego

Różnica na poziomie przychodów względem konsensusu wynika przede wszystkim z uwzględnienia przez nas planowanej podwyżki cennika MailerLite na początku 3Q'26. Z kolei wyższe prognozy na poziomie EBITDA, EBIT i zysku netto wynikają z założenia, że spółka nie będzie w stanie w pełni reinwestować nadwyżek wynikowych ponad poziomy wymagane do realizacji celów programu motywacyjnego, m.in. w działania marketingowe oraz rozwój nowych projektów.

| (PLN, mn) | 2026P | | | 2027P | | | 2028P | | |
|---------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------------|
| | kons. | Erste | różnica | kons. | Erste | różnica | kons. | Erste | różnica |
| Przychody | 553.5 | 577.2 | 4.3% | 629.0 | 682.9 | 8.6% | 720.2 | 767.5 | 6.6% |
| EBITDA | 164.3 | 169.4 | 3.1% | 198.0 | 204.4 | 3.2% | 232.2 | 240.3 | 3.5% |
| EBIT | 145.9 | 153.1 | 4.9% | 178.4 | 186.3 | 4.4% | 211.7 | 221.0 | 4.4% |
| Zysk netto | 120.9 | 125.1 | 3.5% | 149.3 | 154.2 | 3.3% | 178.7 | 183.9 | 2.9% |
| Marża EBITDA | 29.7% | 29.3% | | 31.5% | 29.9% | | 32.2% | 31.3% | |
| Marża EBIT | 26.4% | 26.5% | | 28.4% | 27.3% | | 29.4% | 28.8% | |
| Marża netto | 21.8% | 21.7% | | 23.7% | 22.6% | | 24.8% | 24.0% | |

Źródło: Spółka, Bloomberg

Zmiany w naszych prognozach

W związku z planowaną podwyżką cennika MailerLite podnosimy nasze prognozy przychodowe na kolejne lata. Jednocześnie zakładamy, że większość ewentualnych nadwyżek wynikowych ponad poziomy niezbędne do realizacji celu rocznego będzie reinwestowana w dalszy rozwój, przede wszystkim w marketing, rozwiązania AI oraz nowe produkty. W efekcie, mimo pozytywnego wpływu podwyżki na przychody i zysk brutto na sprzedaży, jej przełożenie na adj. EBITDA w krótkim i średnim terminie może być mniej widoczne. Z tego względu zakładana marżowość ulega lekkiej regresji względem naszych poprzednich prognoz. W dłuższym terminie podwyżka cennika MailerLite oraz reinwestycje w rozwój powinny jednak wspierać dalszą poprawę wyników, co uwzględniamy w modelu poprzez podniesienie prognoz na lata po zakończeniu obecnego programu motywacyjnego.

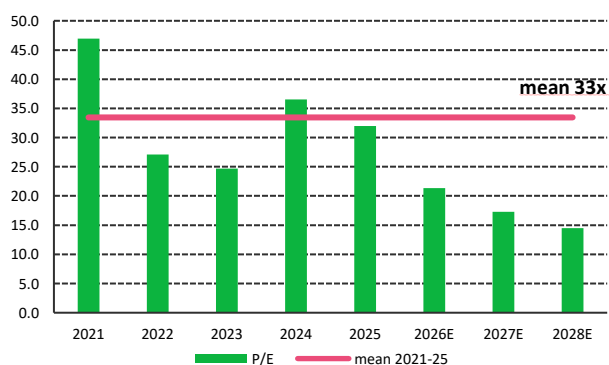
| (PLN, mn) | 2026P | | | 2027P | | | 2028P | | |
|--------------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|
| | Stare | Nowe | Różnica | Stare | Nowe | Różnica | Stare | Nowe | Różnica |
| Przychody | 574.0 | 577.2 | 0.6% | 667.1 | 682.9 | 2.4% | 747.9 | 767.5 | 2.6% |
| Adj. EBITDA | 173.6 | 174.6 | 0.6% | 204.5 | 206.9 | 1.2% | 237.7 | 241.3 | 1.5% |
| EBIT | 151.6 | 153.1 | 1.0% | 183.6 | 186.3 | 1.5% | 217.3 | 221.0 | 1.7% |
| Zysk netto | 124.3 | 125.1 | 0.7% | 152.1 | 154.2 | 1.4% | 181.0 | 183.9 | 1.6% |
| Marża EBITDA | 30.2% | 30.2% | | 30.7% | 30.3% | | 31.8% | 31.4% | |
| Marża EBIT | 26.4% | 26.5% | | 27.5% | 27.3% | | 29.1% | 28.8% | |
| Marża netto | 21.7% | 21.7% | | 22.8% | 22.6% | | 24.2% | 24.0% | |

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

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 155 PLN, czyli o 35% więcej niż obecna cena rynkowa, co implikuje rekomendację Kupuj.**

| | Waga | Cena |
|--------------------|--------------------------------|------------|
| Wycena porównawcza | 0% | 111 |
| Wycena DCF | 100% | 155 |
| | 12M cena docelowa (PLN) | 155 |

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 | 20 | 16 | 13 | 16 | 12 | 9 |
| Atlassian | 23 | 15 | 13 | 15 | 11 | 9 |
| Intuit | 13 | 11 | 10 | 9 | 8 | 7 |
| HubSpot | 18 | 13 | 11 | 10 | 8 | 6 |
| Sinch | 175 | 42 | 23 | 10 | 9 | 8 |
| Twilio | 37 | 32 | 27 | 27 | 22 | 19 |
| Link Mobility Group Holding | 38 | 18 | 15 | 10 | 8 | 6 |
| Dotdigital Group | 9 | 9 | 8 | 4 | 5 | 4 |
| Median: Total | 21.5 | 15.3 | 13.3 | 10.2 | 8.6 | 7.4 |
| Implied valuation per share | 120.8 | 106.0 | 109.8 | 84.5 | 88.1 | 92.9 |
| Weight | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% |
| Premium/Discount | 0% | | | | | |
| Weighted valuation per share | 100.4 | | | | | |
| 12M value per share | 110.9 | | | | | |

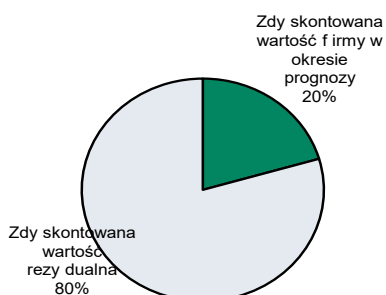
Zródło: Erste Group Research, Bloomberg

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 | 89.9% | 92.6% | 94.3% | 95.5% | 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> | 22.5% | 18.3% | 12.4% | 9.4% | 7.6% | 3.0% |
| EBIT | 153.1 | 186.3 | 221.0 | 249.0 | 267.2 | 274.3 |
| <i>marża EBIT</i> | 26.5% | 27.3% | 28.8% | 29.6% | 29.6% | 29.5% |
| <i>Stopa podatkowa</i> | 15.1% | 15.1% | 15.1% | 15.1% | 15.1% | 15.1% |
| Opodatkowanie EBIT | -23.1 | -28.2 | -33.4 | -37.6 | -40.4 | -41.5 |
| NOPLAT | 129.9 | 158.1 | 187.6 | 211.3 | 226.8 | 232.8 |
| + Amortyzacja | 16.3 | 18.1 | 19.3 | 21.2 | 23.2 | 38.3 |
| <i>CAPEX / Amortyzacja</i> | 163.2% | 158.6% | 159.9% | 154.7% | 150.4% | 100.0% |
| Zmiana w kapitale obrotowym | -2.1 | -2.1 | -1.7 | -1.4 | -1.3 | -3.9 |
| <i>Zmiana w kapitale obrotowym / zmiana sprzedaży</i> | -2.0% | -1.9% | -2.0% | -2.0% | -2.0% | -14.5% |
| - CAPEX | -26.6 | -28.7 | -30.8 | -32.7 | -34.8 | -38.3 |
| FCFF | 117.6 | 145.4 | 174.4 | 198.4 | 213.9 | 228.9 |
| <i>Wzrost FCFF po okresie prognozy</i> | | | | | | 3.0% |
| Wartość rezydualna (TV) | | | | | | 3 929.5 |
| Zdyskontowana wartość rezydualna | 106.9 | 120.1 | 130.7 | 134.8 | 131.8 | 2 421.1 |
| Wartość przedsiębiorstwa (EV) | 3 045.4 | | | | | |
| Udziałowcy mniejszościowi | 1.7 | | | | | |
| Aktywa nieoperacyjne | 0.0 | | | | | |
| Dług netto | 27.1 | | | | | |
| Inne | 0.0 | | | | | |
| Wartość firmy | 3 016.6 | | | | | |
| Liczba akcji (mln) | 22.2 | | | | | |
| Koszt kapitału | 10.5% | | | | | |
| 12M cena docelowa na akcję (PLN) | 155.0 | | | | | |
| Bieżąca cena akcji (PLN) | 115.0 | | | | | |
| <i>Potencjał wzrostu / spadku</i> | 35% | | | | | |



marża EBIT

| | 28.5% | 29.0% | 29.5% | 30.0% | 30.5% |
|----------------|-------|-------|------------|-------|-------|
| 9.0% | 182 | 185 | 187 | 190 | 193 |
| W 9.5% | 165 | 167 | 169 | 172 | 174 |
| A 10.0% | 150 | 152 | 155 | 157 | 159 |
| C 10.5% | 138 | 140 | 142 | 144 | 146 |
| C 11.0% | 128 | 129 | 131 | 133 | 135 |

Wzrost FCFF po okresie prognozy

| | 2.0% | 2.5% | 3.0% | 3.5% | 4.0% |
|----------------|------|------|------------|------|------|
| 9.0% | 160 | 172 | 187 | 205 | 228 |
| W 9.5% | 147 | 157 | 169 | 184 | 202 |
| A 10.0% | 136 | 144 | 155 | 166 | 181 |
| C 10.5% | 126 | 133 | 142 | 152 | 164 |
| C 11.0% | 118 | 124 | 131 | 140 | 149 |

| Skonsolidowane sprawozdanie z wyniku | 2023 | 2024 | 2025 | 2026P | 2027P | 2028P |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| PLN mn | | | | | | |
| Przychody | 337.38 | 495.89 | 471.15 | 577.23 | 682.92 | 767.48 |
| Koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów | -156.38 | -275.28 | -217.00 | -255.49 | -301.51 | -337.52 |
| Zysk brutto | 181.00 | 220.61 | 254.15 | 321.74 | 381.41 | 429.95 |
| Koszty sprzedaży i administracyjne | -109.30 | -126.29 | -141.49 | -168.53 | -195.07 | -208.90 |
| Pozostałe przychody operacyjne | 0.19 | 0.29 | 0.10 | 0.19 | 0.04 | 0.04 |
| Pozostałe koszty operacyjne | -2.91 | -1.65 | -0.47 | -0.32 | -0.10 | -0.10 |
| EBITDA | 84.51 | 109.25 | 127.71 | 169.37 | 204.37 | 240.26 |
| Amortyzacja | -15.52 | -16.29 | -15.42 | -16.29 | -18.10 | -19.26 |
| EBIT | 68.98 | 92.95 | 112.29 | 153.08 | 186.27 | 221.00 |
| Wynik na działalności finansowej | 10.86 | -4.50 | -4.53 | -3.23 | -2.48 | -1.75 |
| Wynik nadzwyczajny | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| EBT | 79.84 | 88.45 | 107.76 | 149.85 | 183.79 | 219.24 |
| Podatek | -9.22 | -11.58 | -16.84 | -22.65 | -27.78 | -33.14 |
| 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 | -2.08 | -1.82 | -2.17 |
| Zysk netto n.j.d. | 70.40 | 76.29 | 89.87 | 125.12 | 154.19 | 183.94 |

| 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 | 16.99 | 20.29 |
| Aktywa finansowe | 1.26 | 0.15 | 0.65 | 0.80 | 0.80 | 0.80 |
| Razem aktywa trwałe | 456 | 466.73 | 434.44 | 440.3 | 440.75 | 447.44 |
| Zapasy | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Należności i inne aktywa obrotowe | 39.79 | 53.41 | 55.43 | 67.97 | 79.26 | 88.33 |
| 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 | 163.88 | 237.24 | 321.82 |
| Razem aktywa obrotowe | 103.05 | 159.65 | 160.95 | 231.85 | 316.5 | 410.15 |
| RAZEM AKTYWA | 559.06 | 626.38 | 595.39 | 672.15 | 757.25 | 857.59 |
| Kapitał własny przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej | 365.91 | 417.94 | 401.70 | 478.58 | 557.18 | 650.21 |
| Udziały niekontrolujące | 1.73 | 1.79 | 1.73 | 1.95 | 1.95 | 1.95 |
| 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 | 13.65 | 13.65 | 13.65 |
| Razem zobowiązania długoterminowe | 108.52 | 87.82 | 71.96 | 62.3 | 47.96 | 40.69 |
| Oprocentowane zobowiązania krótkoterminowe | 20.24 | 22.51 | 22.33 | 19.11 | 21.86 | 21.90 |
| Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe | 62.65 | 96.32 | 97.67 | 110.2 | 128.29 | 142.84 |
| Razem zobowiązania krótkoterminowe | 82.89 | 118.83 | 120.00 | 129.31 | 150.16 | 164.73 |
| RAZEM ZOBOWIĄZANIA I KAPITAŁ WŁASNY | 559.06 | 626.38 | 595.39 | 672.15 | 757.25 | 857.59 |

| 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 | 145.55 | 181.58 | 210.42 |
| Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej | 14.86 | -6.54 | -14.87 | -5.64 | -13.15 | -20.53 |
| Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej | -83.76 | -63.17 | -99.88 | -82.59 | -95.07 | -105.31 |
| ZMIANA STANU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH | 14.43 | 42.97 | -0.72 | 57.32 | 73.36 | 84.58 |

| Marże i wskaźniki | 2023 | 2024 | 2025 | 2026P | 2027P | 2028P |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Wzrost przychodów rdr | 29.6% | 47.0% | -5.0% | 22.5% | 18.3% | 12.4% |
| Marża EBITDA | 25.0% | 22.0% | 27.1% | 29.3% | 29.9% | 31.3% |
| Marża EBIT | 20.4% | 18.7% | 23.8% | 26.5% | 27.3% | 28.8% |
| Marża zysku netto | 20.9% | 15.5% | 19.3% | 22.0% | 22.8% | 24.2% |
| ROE | 19.5% | 19.5% | 21.9% | 28.4% | 29.8% | 30.5% |
| ROCE | 13.4% | 18.9% | 23.2% | 32.9% | 40.0% | 47.8% |
| Wskaźnik kapitału własnego | 65.8% | 67.0% | 67.8% | 71.5% | 73.8% | 76.0% |
| Dług netto | 50.9 | -10.5 | -24.6 | -96.1 | -181.1 | -272.9 |
| Kapitał obrotowy | -22.9 | -42.9 | -42.2 | -42.2 | -49 | -54.5 |
| kapitał operacyjny | 433.1 | 423.8 | 392.2 | 398.1 | 391.7 | 392.9 |
| Wskaźnik rotacji zapasów | nm | nm | nm | nm | nm | nm |

Źródło: 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.

June 23 2026

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 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 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 Dokumencie są dokładne, a prognozy, opinie i oczekiwania zawarte w niniejszym dokumencie są uczciwe i uzasadnione, Erste Group (w tym jej przedstawiciele i pracownicy) nie udziela wyraźnej ani milczącej gwarancji ani nie przyjmuje żadnej odpowiedzialności za aktualność, kompletność i poprawność treści niniejszego Dokumentu. Fakty są wyraźnie odróżnione w dokumencie od interpretacji, szacunków, opinii i innych rodzajów informacji niebędących faktami. Ani Erste Group, ani żaden z jej dyrektorów zarządzających, członków rady nadzorczej, członków zarządu, dyrektorów, członków kadry kierowniczej lub innych pracowników nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek koszty, straty lub szkody (w tym szkody następcze, szkody pośrednie i utracone zyski) w jakikolwiek sposób wynikające z wykorzystania lub polegania na niniejszym Dokumencie.

Erste Group, a także jej przedstawiciele i pracownicy mogą, w zakresie dozwolonym przez prawo, posiadać pozycję w określonych instrumentach finansowych lub powiązanych instrumentach finansowych i mogą 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 Dokumencie, lub mogą sprawować funkcje zarządcze w takiej spółce lub emitencie.

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

Uwaga dla odbiorców w Stanach Zjednoczonych Ameryki: Niniejszy Dokument został sporządzony poza Stanami Zjednoczonymi przez Erste Securities Polska S.A., spółkę zależną od Erste Group Bank AG (razem ze skonsolidowanymi spółkami zależnymi „Erste Group”). Erste Group nie jest zarejestrowana w Amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd jako broker-dealer w Stanach Zjednoczonych ani nie jest członkiem Urzędu Regulacji Instytucji Finansowych („FINRA”). Ponadto, niniejszy Dokument został przygotowany i zweryfikowany przez analityków zatrudnionych przez Erste Group, którzy nie są zarejestrowani ani nie posiadają kwalifikacji analityków w FINRA i nie podlegają zasadom FINRA. Niniejszy Dokument może być rozpowszechniany w Stanach Zjednoczonych wyłącznie wśród "Dużych Amerykańskich Inwestorów Instytucjonalnych" (zgodnie z definicją zawartą w zasadzie 15a-6 Amerykańskiej Ustawy o Giełdach Papierów Wartościowych z 1934 r. i pismach o niepodejmowaniu działań na jej podstawie). Zlecenia dotyczące kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych będących przedmiotem niniejszego Dokumentu mogą być przekazywane przez Erste Group wyłącznie do Baader Helvea Inc. w charakterze depozytariusza.

Oświadczenie odpowiedzialnego analityka (odpowiedzialnych analityków): Analitycy wymienieni w niniejszym raporcie 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