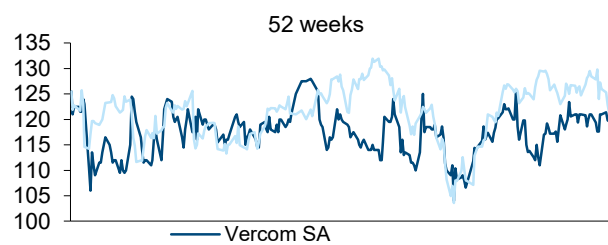


## COMPANY REPORT

# Vercom SA

## Akumuluj

PLN mn	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	496.2	481.4	561.2	641.8
EBITDA	109.6	135.2	167.6	198.0
EBIT	93.3	118.6	149.8	178.4
Zysk netto n.j.d.	76.6	101.9	128.1	154.9
EPS (PLN)	3.45	4.58	5.77	6.97
CEPS (PLN)	4.22	5.26	6.57	7.85
BVPS (PLN)	18.9	20.61	23.69	27.3
DPS (PLN)	1.6	2.03	2.68	3.37
EV/EBITDA (x)	24.3	19.4	15.2	12.4
P/E (x)	35	26.4	21	17.4
P/CE (x)	28.6	23	18.4	15.4
DY	1.3%	1.7%	2.2%	2.8%



Zmiana kursu	12M	6M	3M	1M
w PLN	0.0%	1.3%	5.6%	0.8%

Cena akcji (PLN) na zamknięciu w dniu 25.07.2025	121.0 Reuters	CBF.WA Akcje w wolnym obrocie	30.4%
Liczba akcji (mln)	22.2 Bloomberg	CBF.PW Główni akcjonariusze:	cyber_Folks 50.0%
Wartość rynkowa (mln PLN)	2 689 Dzień dywidendy	Allianz OFE	6.8%
Wartość przedsiębiorstwa (mln PLN)	2 620 Cena docelowa	143.0 Strona internetowa	www.vercom.pl

### Analitik:

Krzysztof Tkocz

+48 22 257 57 52

krzysztof.tkocz@erstegroup.com

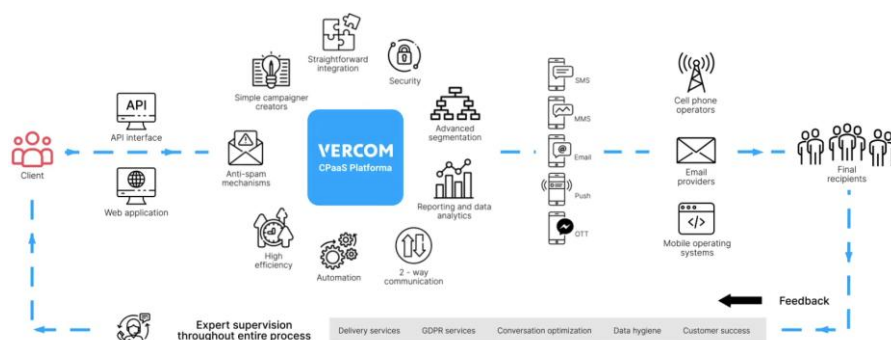
## W oczekiwaniu na kolejną akwizycję

**Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla spółki Vercom z zaleceniem Akumuluj i ceną docelową 143 PLN (18% potencjału).** Na przestrzeni ostatnich czterech lat Vercom rozwijał się w imponującym tempie, osiągając skumulowany roczny wzrost EBITDA na poziomie 43% (CAGR 2020-24) – znacznie przewyższając dynamikę globalnego rynku CPaaS, który w tym okresie rósł w tempie ok. 25-30% rocznie (CAGR 2020-24). Skala tego wzrostu nie umknęła uwadze inwestorów – od momentu debiutu giełdowego kurs akcji wzrósł o ok. 160%. Nowy program motywacyjny zarządu, opierający się wyłącznie na wzroście organicznym, zakłada utrzymanie skumulowanego tempa wzrostu skorygowanej EBITDA na poziomie około 20% w latach 2024-2028P. Biorąc pod uwagę aktualne uwarunkowania rynkowe (m.in. silny PLN) oraz dotychczasową skuteczność realizacji celów operacyjnych (MB dowodził więcej niż obiecywał), uważamy że postawione cele są ambitne, ale osiągalne. W zakresie wzrostu organicznego identyfikujemy szereg czynników wspierających dalszą poprawę wyników spółki. Dostrzegamy przestrzeń do rewizji cennika w ramach platformy MailerLite i zmniejszenia luki cenowej względem konkurencji, która systematycznie podnosi swoje stawki. Liczymy, na poprawę miksu sprzedażowego dzięki rosnącemu udziałowi wyżej marżowych rozwiązań (RCS/OTT), na synergie wynikające ze współpracy z Shoperem oraz dodatkowy impuls wynikający z partnerstw z Microsoftem i Google, które mają potencjał zwiększyć bazę klientów zarówno w segmencie enterprise, jak i SME. Ponadto oczekujemy, że wdrażane rozwiązania oparte o AI zwiększające efektywność pracowników (programistów/ obsługi klienta), będą realnie przekładały się na uwolnienie efektu dźwigni operacyjnej w nadchodzących latach. Po trzech latach od przejęcia MailerLite – transakcji, która znacząco przyspieszyła rozwój całej grupy, spółka ponownie aktywnie działa w obszarze M&A. Mimo pewnych opóźnień w realizacji strategii akwizycyjnej, zakładamy, że kolejna duża transakcja (rzędu wielkości – 100-125 mln USD) zostanie sfinalizowana w nadchodzących kwartałach i będzie istotnym katalizatorem dla cen akcji spółki. Według naszych prognoz Vercom handlowany jest na mnożnikach EV/EBITDA 19x na rok 2025P i 15x na rok 2026P, tj. z dyskontem do spółek porównawczych.

## Model biznesowy i strategia

Głównym przedmiotem działalności spółki Vercom jest świadczenie usług umożliwiających integrację wielu kanałów komunikacji w celu automatyzacji części procesów biznesowych w obszarze sprzedaży, marketingu oraz obsługi klienta. Grupa oferuje możliwość przesyłania wiadomości i komunikatów w oparciu o wszystkie powszechnie stosowane kanały komunikacji elektronicznej, w tym w szczególności sms, email, push oraz voice.

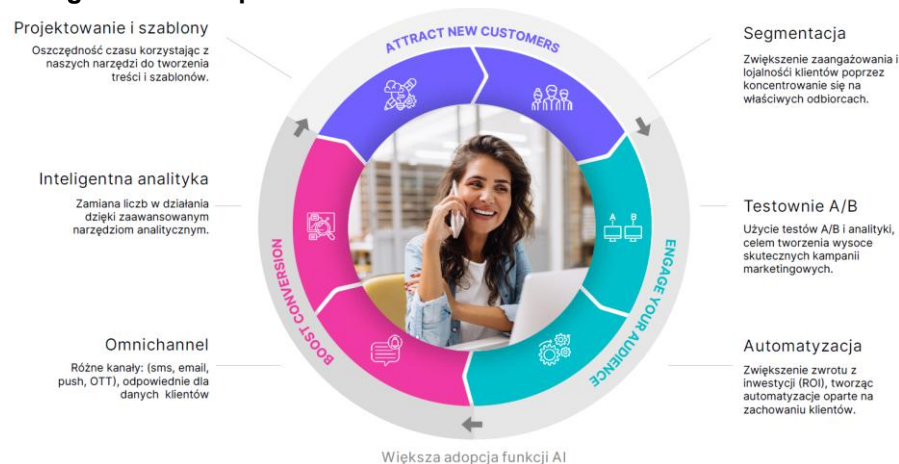
## Vercom - sposób działania platformy CPaaS



Źródło: Spółka

Poza realizacją wysyłek wiadomości, w każdym ze wskazanych kanałów komunikacji grupa zapewnia dodatkowe funkcjonalności obejmujące, między innymi personalizację i weryfikację danych, optymalizację ścieżki przesyłu, szyfrowanie oraz zaawansowane raportowanie. Narzędzia oferowane przez Vercom są stosowane zarówno do automatyzacji komunikacji transakcyjnej, obejmującej np. potwierdzenia zamówień, autentykację płatności, powiadomienia o statusie dostawy, jak również do obsługi komunikacji marketingowej.

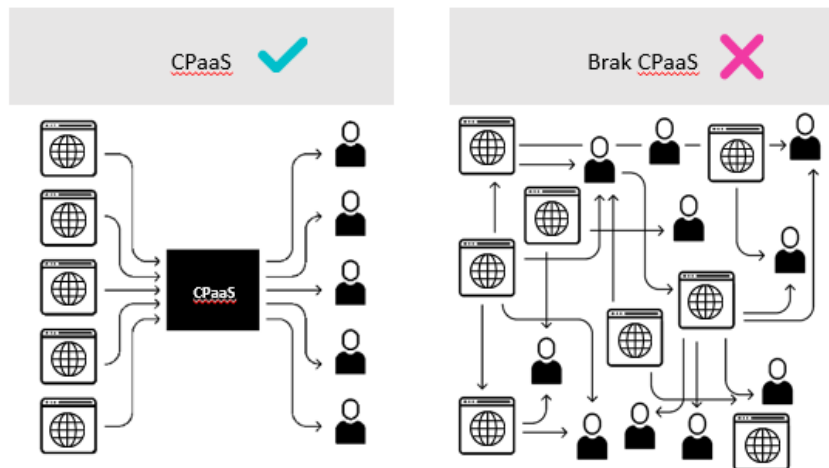
## Usługi oferowane przez Vercom



Źródło: Spółka

Rozwiązania grupy są oferowane w formie usługi komunikacji w chmurze (CPaaS - Communication Platform as a Service). W zależności od indywidualnych potrzeb klientów i planowanego kontekstu wykorzystania, dostęp do Platformy Vercom jest realizowany przez autorski interfejs API lub aplikacje webowe udostępniane poprzez jeden z dedykowanych paneli klienta. Grupa Vercom prowadzi działalność w segmencie CPaaS.

### Vercom – model biznesowy



Źródło: Spółka

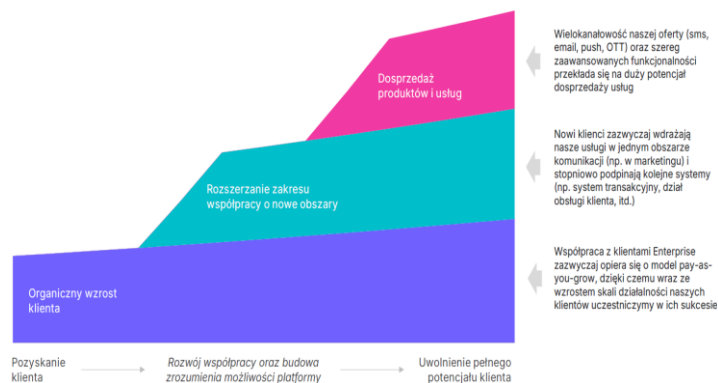
### Cele spółki

Zarząd Vercomu wyznaczył sobie ambitny cel osiągnięcia miliona płacących klientów, co w praktyce oznacza koncentrację na segmencie małych i średnich przedsiębiorstw. Uzyskanie takiej skali działalności jest możliwe przede wszystkim poprzez akwizycje na rynkach zagranicznych - celem Vercomu w obszarze M&A będą duże podmioty z imponującym portfelem klientów i wysokimi kompetencjami.

Kolejnym istotnym elementem strategii jest umacnianie pozycji Vercomu jako jednego z wiodących dostawców technologii CPaaS w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, przy jednoczesnym zwiększaniu ekspozycji globalnej. Grupa planuje ekspansję na kolejne rynki zagraniczne, zarówno poprzez kolejne przejęcia, jak i rozwój organiczny, także poza Europą.

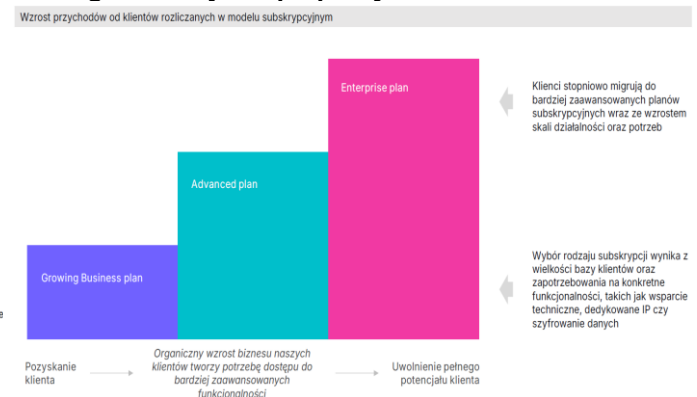
Celem finansowym spółki jest co najmniej podwojenie znormalizowanego wyniku EBITDA do końca 2028 r.

### Strategia rozwoju współpracy z klientami Enterprise



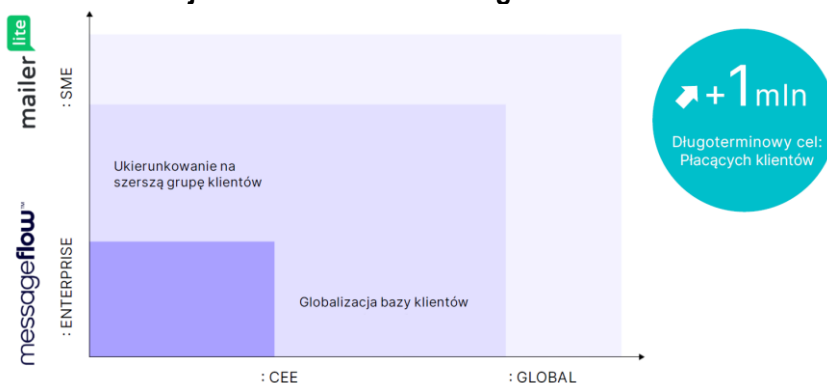
Źródło: Spółka

### Strategia rozwoju współpracy z klientami SME



Spółka konsekwentnie rozwija swoje dwa kluczowe produkty, MailerLite oraz MessageFlow, w oparciu o jasno zdefiniowane kierunki strategiczne. MailerLite, jako platforma do e-mail marketingu, koncentruje się na dalszym zwiększaniu bazy klientów MŚP poprzez rozbudowę funkcjonalności, poprawę UX oraz umacnianie pozycji globalnej marki. Równolegle rozwijany jest MessageFlow, platforma CPaaS stworzona z myślą o firmach poszukujących narzędzia do szybkiej i intuicyjnej integracji kanałów komunikacyjnych, takich jak SMS, e-mail, push, OTT czy RCS. Jej rozwój ukierunkowany jest na klientów z segmentu small business, których potrzeby często są pomijane przez większych dostawców. Obie marki mają w pełni komplementarne pozycjonowanie i pozwalają spółce na realizację strategii skalowania działalności w sposób zrównoważony – zarówno poprzez akwizycje, jak i wzrost organiczny.

### Kierunki rozwoju MailerLite oraz MessageFlow



Źródło: Spółka

Jednym z kluczowych kierunków rozwoju spółki jest komunikacja RCS oraz OTT. RCS to nowa usługa, która otwiera przed grupą szanse na dodatkowe marże i jeszcze szybszy wzrost. Według prognoz wartość rynku RCS ma osiągnąć 3 mld USD do 2028 roku, co oznacza 9-krotny wzrost w porównaniu do obecnych 300 mln USD.

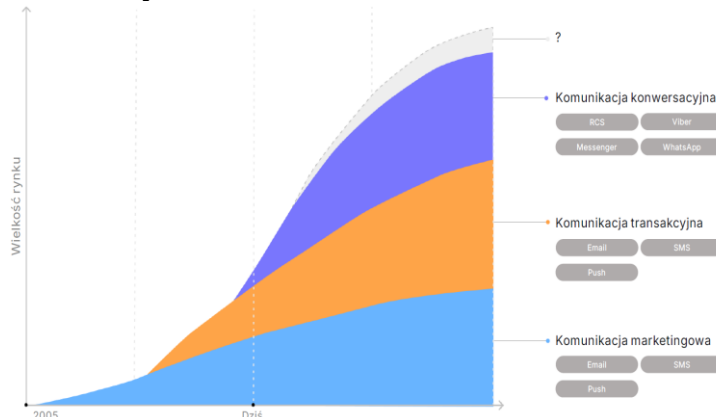
W dynamicznym wzroście tego rynku pomaga fakt znaczącego przyspieszenia wdrażania RCS przez operatorów mobilnych w Ameryce Północnej i Europie oraz wdrażania tej usługi na urządzeniach iOS, co dodatkowo zwiększa bazę obsługiwanych użytkowników.

Prognozy wskazują, że do końca 2028 r. RCS dostępny na 3,6 mld urządzeń na całym świecie, a udział RCS w przychodach operatorów przekroczy udział kanału SMS.

### Wartość rynku RCS [mld USD]



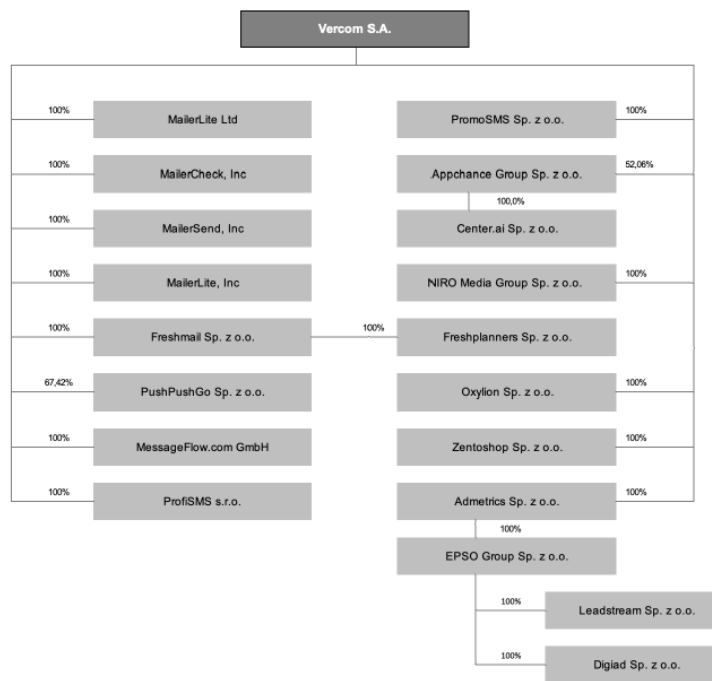
### Wielkość rynku RCS



## Struktura Grupy Vercom

Struktura Grupy Vercom jest złożona, ale większość spółek zależnych nie ma istotnego wpływu na wyniki Grupy.

### Struktura grupy Vercom



Źródło: Spółka

### Vercom – struktura akcjonariatu

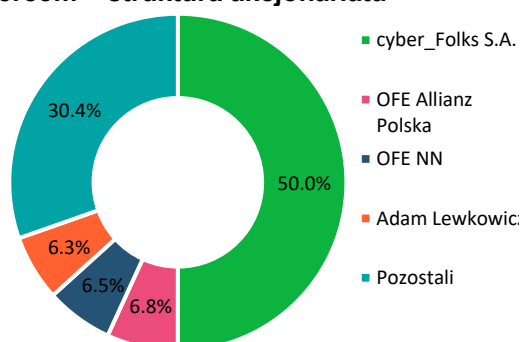
Aktualnie kapitał zakładowy spółki wynosi 444.5tsd PLN i dzieli się na 22.2mn akcji o wartości nominalnej 0,02 PLN każda. Na koniec 1Q'25 spółka posiadała 60,9 tys. akcji własnych, co stanowi 0,3% kapitału zakładowego. Największym udziałowcem spółki jest cyber\_Folks, posiadający około 50,01% akcji.

#### Vercom – akcjonariat

Akcjonariusz	Liczba akcji	% kapitału zakładowego
cyber_Folks S.A.	11 114 380	50.0%
OFE Allianz Polska	1 516 888	6.8%
OFE NN	1 436 452	6.5%
Adam Lewkowicz	1 404 750	6.3%
Pozostali	6 751 315	30.4%
<b>Łącznie</b>	<b>22 223 785</b>	<b>100.0%</b>

Źródło: Spółka, Erste Group Research

#### Vercom – struktura akcjonariatu

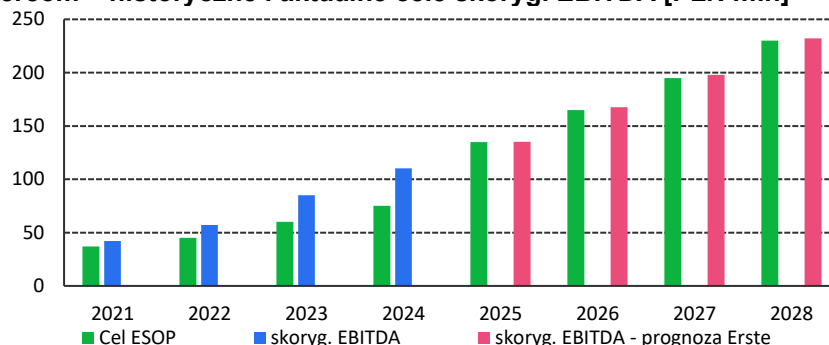


### Program Motywacyjny

W maju 2025 roku Zwyczajne Walne Zgromadzenie spółki podjęło uchwałę o uruchomieniu nowego programu motywacyjnego na lata obrotowe 2025-2028. Program skierowany jest do pracowników pozostających w stosunku zatrudnienia z Vercom S.A. lub innymi spółkami z grupy kapitałowej (maksymalnie 149 osób). Przewidziano łącznie do 211.9 tys. uprawnień, z czego pula podstawowa obejmuje 184.9 tys. uprawnień, a pula dodatkowa 27tsd. Cena nabycia jednej akcji odpowiada jej wartości nominalnej (1 uprawnienie = 1 akcja).

Realizacja programu uzależniona jest od spełnienia trzech kluczowych warunków: osiągnięcia celu wynikowego w postaci znormalizowanej EBITDA, realizacji celów indywidualnych oraz spełnienia kryterium lojalnościowego, czyli utrzymania zatrudnienia przez co najmniej 12 miesięcy.

### Vercom – historyczne i aktualne cele skoryg. EBITDA [PLN mln]

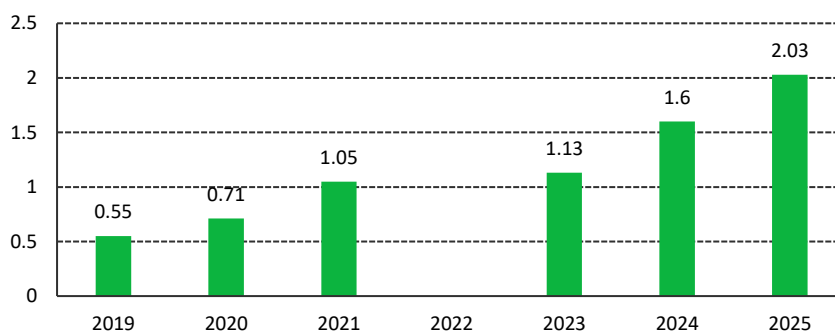


Źródło: Spółka, Erste Group Research

### Polityka dywidendowa

Polityka dywidendowa spółki zakłada coroczną dystrybucję co najmniej 50% skonsolidowanego zysku netto grupy.

### DPS w latach 2019-2025 [PLN]



Źródło: Spółka, Erste Group Research

### Zarząd spółki

Zarząd Vercom tworzą doświadczeni menedżerowie: Krzysztof Szyszka (CEO) odpowiada za rozwój i kierunki strategiczne grupy, Adam Lewkowicz (CTO) nadzoruje obszar technologiczny, Tomasz Pakulski (COO Enterprise) zarządza segmentem klientów korporacyjnych, a Indre Sizovaite (COO SME) odpowiada za działalność operacyjną w segmencie MŚP. Nadzór właścicielski sprawuje sześciuosobowa Rada Nadzorcza, której przewodniczy Jakub Dwernicki – założyciel i prezes grupy cyber\_Folks.

### Zarząd spółki Vercom

	Krzysztof Szyszka	Adam Lewkowicz	Tomasz Pakulski	Indre Sizovaite <sup>(2)</sup>
	CEO, Founder	CTO, Founder	Członek zarządu	Członek zarządu
Lata w branży	>25	>25	>17	>11
Lata w Vercom	>20	>20	>17	>8 <sup>(3)</sup>
Udział w kapitale zakładowym <sup>(1)</sup>	4,59%	6,32%	0,65%	0,09%

Źródło: Spółka

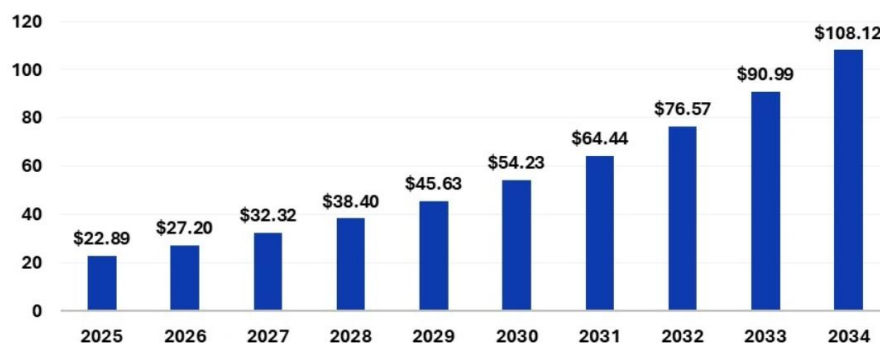
## Kluczowe ryzyka

1. **Ryzyko wzrostu kosztów zakupu wiadomości SMS oraz dostępu do systemów poczty elektronicznej i push** – Vercom hurtowo kupuje SMS-y i korzysta z krótkoterminowych (często bezpłatnych) umów na usługi e-mail i push, co oznacza, że wzrost cen SMS-ów lub wprowadzenie opłat za e-mail/push może znacząco obniżyć marżę grupy.
2. **Ryzyko wprowadzenia ograniczeń w wysyłce wiadomości e-mail oraz push** – Vercom jest zależny od operatorów poczty i dostawców systemów mobilnych; zmiany regulaminów tych platform (np. wprowadzenie limitów lub blokad adresów IP) mogą czasowo lub trwale ograniczyć liczbę lub treść przesyłanych wiadomości.
3. **Ryzyko niewłaściwej alokacji kapitału** – Strategia spółki zakłada dynamiczny wzrost wspierany akwizycjami. Dotychczasowe przejęcia (np. MailerLite) zakończyły się sukcesem, jednak przyszłe duże transakcje mogą wiązać się z ryzykiem. Niewłaściwa alokacja kapitału może negatywnie wpłynąć na wyniki finansowe i perspektywy rozwoju firmy.
4. **Ryzyko ograniczenia współpracy z kluczowymi klientami** – Choć baza klientów Vercom jest zdywersyfikowana, pewna grupa istotnych klientów generuje znaczącą część przychodów. Znaczące zmniejszenie zamówień lub rezygnacja tych klientów mogłaby obniżyć wolumen wysyłanych komunikatów i negatywnie wpłynąć na przychody oraz rentowność grupy.
5. **Ryzyko konkurencji** – Vercom działa na rynku o wysokim poziomie konkurencyjności i szybkim tempie zmian technologicznych. Ciągłe dostosowywanie się do nowych technologii i zmieniających się oczekiwań klientów zwiększa profil ryzyka spółki.
6. **Ryzyko zachowania konkurencyjności oferty usług** – W związku z szybkim rozwojem technologii i pojawianiem się nowych kanałów komunikacji (np. RCS) Vercom musi stale rozwijać ofertę. Jeśli spółka nie nadąży za zmianami lub nie uzyska dostępu do nowych kanałów, jej dotychczasowe usługi mogą stracić na atrakcyjności dla klientów.
7. **Ryzyka związane z zespołem ludzkim** – Sukces Vercom zależy od wysoko wykwalifikowanych inżynierów i ekspertów IT. Utrata kluczowych pracowników (np. z powodu braku konkurencyjnych wynagrodzeń) lub trudności w rekrutacji nowych specjalistów może osłabić zdolność spółki do realizacji projektów i wdrażania innowacji.
8. **Ryzyko ataków na infrastrukturę własną i klientów Grupy** – Vercom jest narażony na cyberataki (np. próby nieautoryzowanego dostępu do danych czy ataki DDoS na serwery). Choć spółka stosuje mechanizmy zabezpieczające, skuteczny atak mógłby utrudnić realizację usług i skutkować utratą zaufania klientów.

## Rynek

Wartość globalnego rynku CPaaS wyniosła w 2024 r. 19,3 mld USD. Prognozy wskazują, że w tym roku rynek urośnie o ok. 19% do 22.9 mld USD, natomiast skumulowane roczne tempo wzrostu (CAGR) między 2025 rokiem a 2034 r. wyniesie 18.8%. Wzrost ten w głównej mierze będzie wynikał ze zwiększonego popytu na skalowalne, działające w czasie rzeczywistym i oparte na interfejsie API rozwiązania komunikacyjne w różnych branżach.

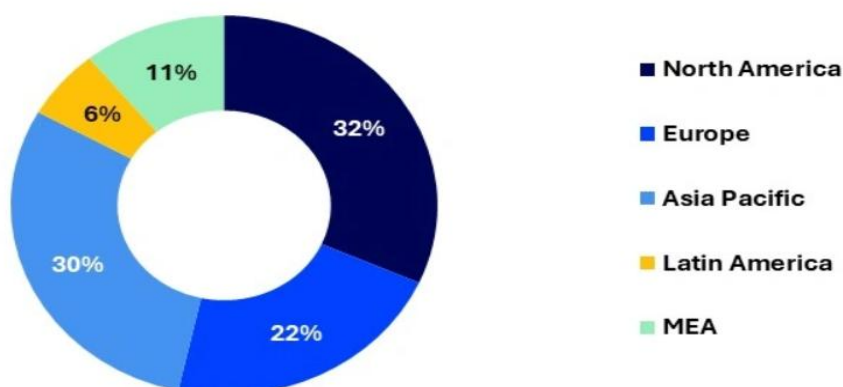
### Prognoza wartości rynku CPaaS w latach 2025-2034 [mld USD]



Źródło: [precedenceresearch.com](https://precedenceresearch.com)

Ameryka Północna miała największy udział w rynku wynoszący 32% w 2024 r. (4.6 mld USD), co wynikało m.in. z zaawansowanej infrastruktury telekomunikacyjnej, wysokiego wskaźnika adopcji chmury i dużych firm technologicznych, które napędzają innowacje. Prognozy wskazują, że rynek ten będzie rozwijał się w średniorocznym tempie ok. 19.1% (między 2025 a 2034 r.). Obszar ten zyskuje dzięki znacznym budżetom na IT, dużej bazie wczesnych użytkowników i pro-cyfrowym ramom regulacyjnym transformacji. Silny popyt ze strony ważnych sektorów, takich jak handel detaliczny, opieka zdrowotna i BFSI, również przyczynia się do ekspansji rynku. Adopcja i rozwój rozwiązań CPaaS w wielu branżach są również przyspieszane przez ciągły postęp Ameryki Północnej w technologiach AI i 5G.

### Udział poszczególnych rynków w rynku CPaaS [2024 r.]



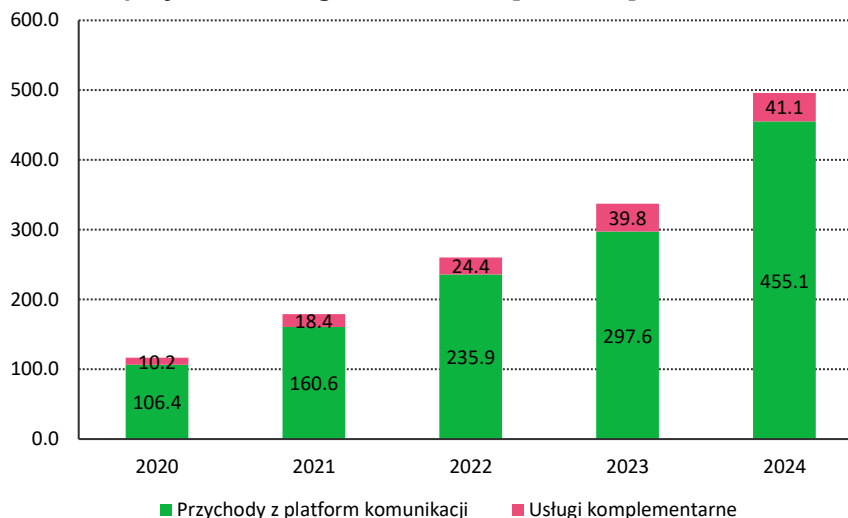
Źródło: [precedenceresearch.com](https://precedenceresearch.com)

Oczekuje się, że region Azji i Pacyfiku będzie rozwijał się najszybciej w okresie prognozowania, tj. w tempie 31,6% (CAGR 2025-2034), w efekcie przyspieszającej transformacji cyfrowej, rosnącemu wykorzystaniu usług w chmurze i rosnącej penetrację urządzeń mobilnych i internetowych. Średnioroczny wzrost w Europie natomiast wyniesie ok. 25.7% i będzie wspierany przez ugruntowany ekosystem IT i surowe przepisy dotyczące ochrony danych.

## Główne obszary działalności

Przychody segmentu CPaaS generowane są przede wszystkim przez platformy komunikacyjne, które odpowiadają za około 90% łącznych przychodów tego segmentu. Platformy te umożliwiają komunikację wielokanałową i stanowią podstawę dla kampanii marketingowych oraz sprzedażowych. Pozostałe około 10% przychodów pochodzi z usług komplementarnych, do których należą m.in. dostęp do Internetu, połączenia telefoniczne oraz dostęp do telewizji.

### Struktura przychodów segmentu CPaaS [mln PLN]



Źródło: Spółka, Erste Group Research

Rozwiązania CPaaS znajdują zastosowanie w wielu typowych interakcjach komunikacyjnych. Przykładowe zastosowania obejmują:

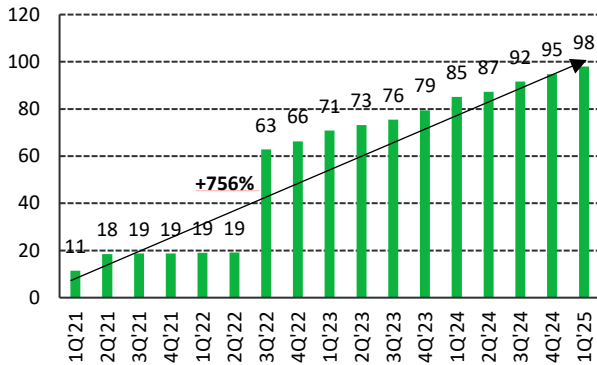
- potwierdzenia zakupów i składanie zamówień,
- powiadomienia o wystawieniu faktury oraz autoryzacje płatności,
- aktualizacje statusu dostawy,
- przypomnienia o płatnościach i terminach spotkań,
- wysyłkę ofert promocyjnych.

### Klienci

W ciągu ostatnich czterech lat segment CPaaS odnotował imponujący, prawie 9-krotny wzrost bazy klientów do prawie 98 tys. na koniec 1Q'25. Tak znacząca ekspansja wynikała głównie z przeprowadzonych akwizycji.

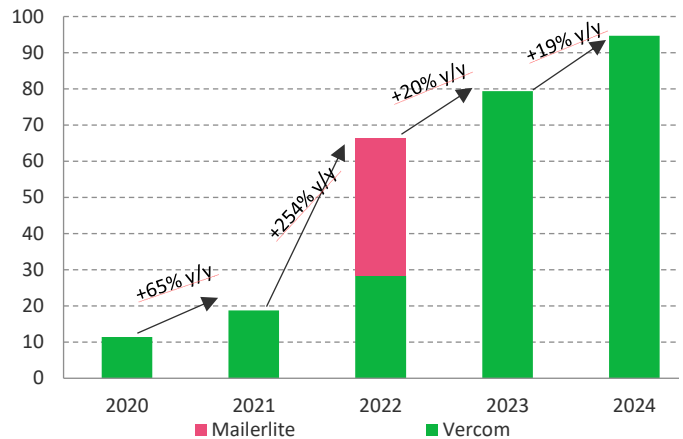
Dzięki przejęciom w 2Q'21 spółek FreshMail i PushPushGo spółka pozyskała około 6,6 tys. dodatkowych klientów, co przełożyło się na zwiększenie bazy klientów o około 60% q/q. Rok później (2Q'22) spółka jeszcze bardziej umocniła swoją pozycję rynkową, przejmując spółkę MailerLite, dzięki czemu potroiła bazę swoich klientów (+38 tys. klientów) i znacznie zwiększyła ekspozycję na globalny rynek Cpaas.

**Liczba klientów segmentu CPaaS - kwartalnie [tys.]**



Źródło: Spółka, Erste Group Research

**Liczba klientów segmentu CPaaS - rocznie [tys.]**

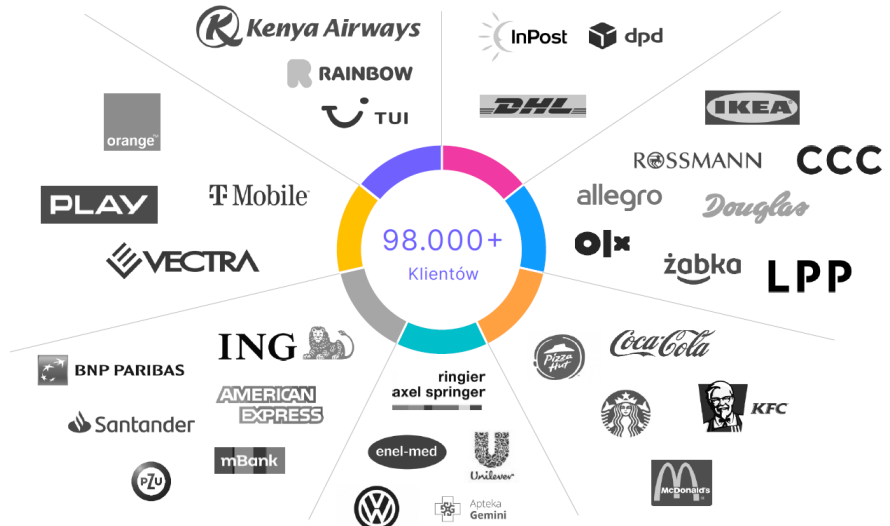


Firma oferuje swoje usługi od 2005 roku i współpracuje z największymi przedsiębiorstwami w swoich branżach. Największą grupę klientów Vercom stanowią firmy powiązane z branżą e-commerce, które potrzebują skutecznego, bezpiecznego i optymalnego pod względem kosztów systemu do komunikacji z ich klientami. Obecnie z usług Vercom korzysta ponad 98 tys. firm oraz prywatnych przedsiębiorców na 180 rynkach (dzięki przejęciu MailerLite, Vercom stał się w pełni międzynarodowym podmiotem.), w tym takie podmioty jak IKEA, Rossman, American Express, DHL, Coca-Cola oraz BNP Paribas. Zespół Vercom obejmuje ponad 400 osób skupionych w 30 lokalizacjach na całym świecie, m.in. w San Francisco, Nowym Jorku, Berlinie, Pradze, Poznaniu oraz Warszawie

Portfolio klientów Vercom obejmuje czołowe firmy z różnych branż. Wśród nich znajdują się m.in. **giganci e-commerce** (Allegro, OLX), **firmy kurierskie** (InPost, DPD), **liderzy sektora obuwniczego** (CCC, eobuwie), **banki** (ING, mBank, BNP Paribas), **sieci detaliczne** (Auchan, Żabka), **operatorzy telekomunikacyjni** (Orange, Play, T-Mobile) oraz **globalne marki** (Philip Morris, Unilever).

W 2024 r. przychody z platform komunikacji od jednego, największego klienta przekroczyły poziom 10% łącznych przychodów grupy i wynosiły 90 mln PLN.

**Wybrani klienci Vercomu**

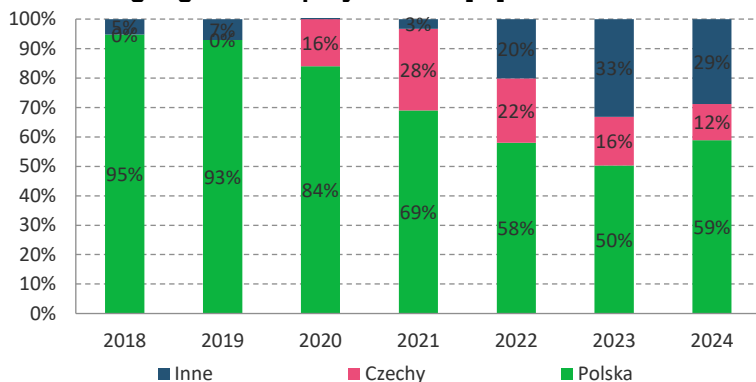


Źródło: Spółka

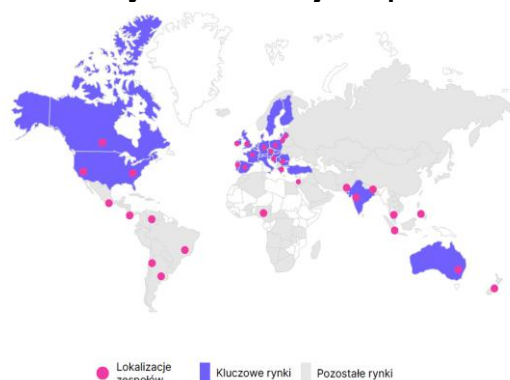
## Ekspansja geograficzna segmentu CPaaS

Do 2020 roku Vercom prowadził działalność w segmencie CPaaS głównie na rynku polskim. Przejęcie czeskiej spółki ProfiSMS w 2020 roku zapewniło spółce ekspozycję na rynek czeski. W 2022 roku spółka przejęła platformę MailerLite, co umożliwiło dostęp do klientów w ponad 100 krajach, w tym w Europie Zachodniej i Stanach Zjednoczonych. W wyniku tej ekspansji geograficznej dominującym rynkiem pozostaje Polska, generująca około 60% łącznych przychodów grupy, natomiast rynek czeski odpowiada za około 12% sprzedaży (według danych za 2024 rok).

### Struktura geograficzna przychodów [%]



### Kluczowe rynki i lokalizacja zespołów

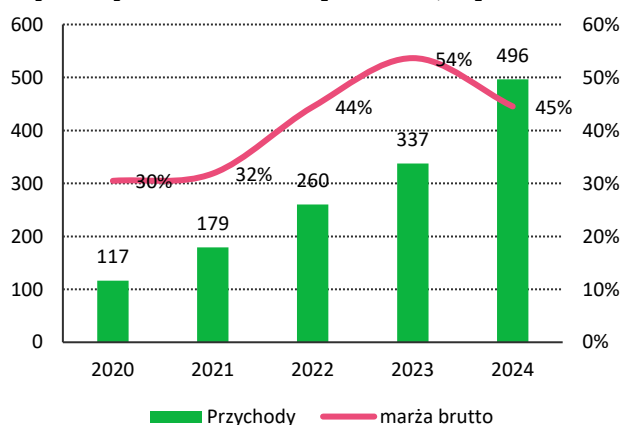


Źródło: Spółka, Erste Group Research

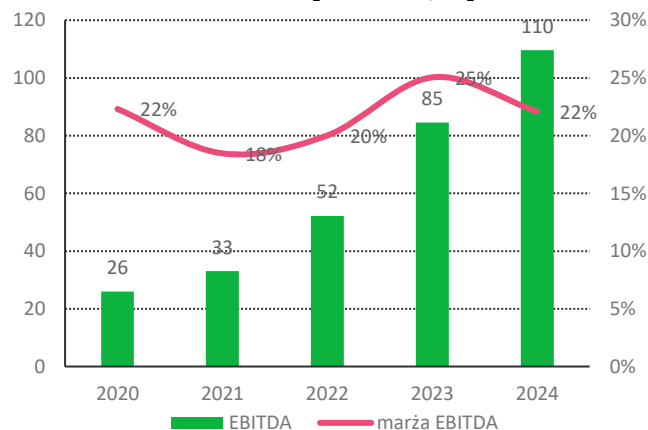
## Dynamika wyników finansowych

Znaczący wzrost klientów pociągnął za sobą dynamiczną poprawę przychodów. W ciągu ostatnich czterech lat przychody wzrosły ponad czterokrotnie do blisko 500 mln PLN w 2024. Po słabszym 2021 r. pod względem marżowości, 2022 r. w związku z przejęciem wysoce marżowego biznesu MailerLite przełożył się na poprawę rentowności grupy. W efekcie skorygowana EBITDA wzrosła ponad trzykrotnie w ciągu ostatnich czterech lat.

### Przychody i marża brutto [mln PLN, %]



### EBITDA i marża EBITDA [mln PLN, %]



Źródło: Spółka, Erste Group Research

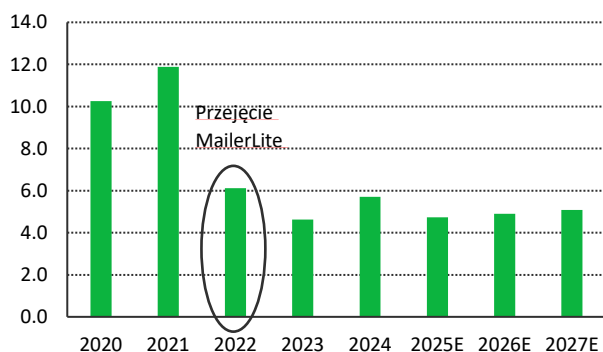
## Nasze prognozy

### Partnerstwa strategiczne - czynnik wspierający wzrost liczby klientów

Jak już wspomnieliśmy w poprzednich akapitach, wzrost liczby klientów VRC w ostatnich latach był napędzany zarówno przez przejęcia (największy wpływ w 2022 r.), jak i wzrost organiczny (+19% r/r w 2024 r.). Zwracamy uwagę, że w 2024 r. dynamika przychodów (+47% r/r) znacząco przewyższała wzrost liczby klientów (+19% r/r), co wynikało z trwającą „wojny cenowej” dwóch dużych sieci handlowych i wiązało się z wykorzystaniem większej ilości produktów niskomargowych, co doskonale widać po wzroście zysku brutto (+22%).

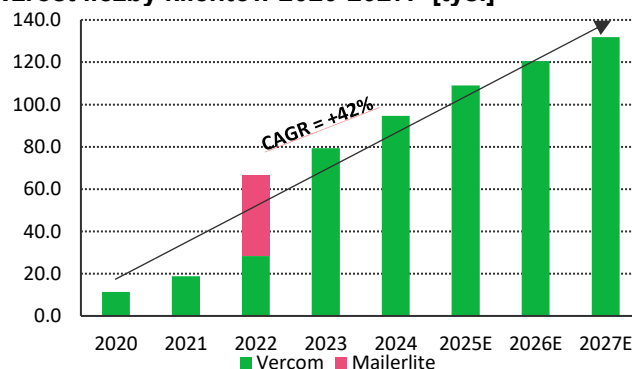
Strategicznym celem firmy jest obsługa ponad 1 mln płacących klientów w przyszłości. Chociaż obecnie cel ten może wydawać się odległy, częściowo pokazuje potencjał dalszego zwiększania bazy klientów w nadchodzących latach. Zakładany wzrost bazy klientów powinien wynikać zarówno z rozwoju organicznego (rozwój oferty, synergie z Shoper, strategiczne partnerstwa), jak i przejęć. Oczekujemy, że baza klientów Vercom będzie rosła organicznie o ok. 11 tys. klientów r/r.

### Zmiana średniego ARPU w latach 2020-27P



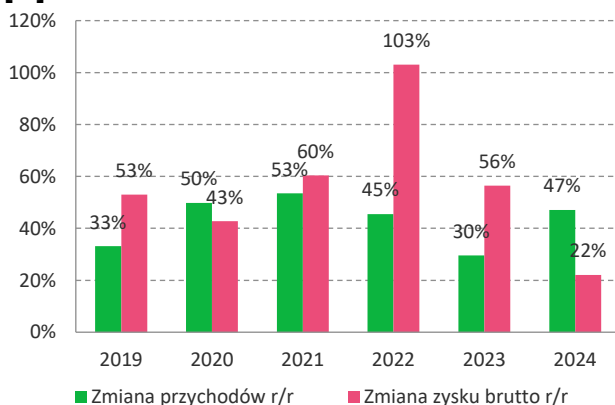
Źródło: Spółka, Erste Group Research

### Wzrost liczby klientów 2020-2027P [tys.]



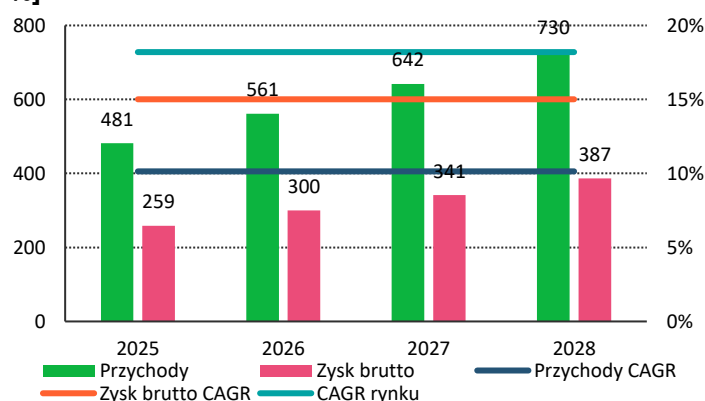
Biorąc pod uwagę performance spółki w 1Q'25 oczekujemy, że przychody VRC, w całym 2025 r. spadną o ok. 3% r/r (efekt wysokiej bazy – wojny cenowej dwóch dużych sieci handlowych, umocnienia PLN). Mając na uwadze charakter działalności i zmiany w miksie sprzedażowym, naszym zdaniem wzrost biznesu lepiej ilustruje wzrost zysku brutto na sprzedaży, którego skumulowany roczny wzrost (CAGR) między 2018 a 2024 wyniósł imponujące 62%. W 2025 r. według naszych prognoz powinien ulec zwiększeniu o 17% r/r, co oznacza, że spółka będzie rozwijała się z podobną dynamiką co rynek CPaaS.

### Zmiana przychodów i zysku brutto r/r 2019-2024 [%]



Źródło: Spółka, Erste Group Research

### Prognoza wzrostu przychodów i zysku brutto na tle wzrostu rynku CPaaS w latach 2025-2028 [PLN mln, %]



### Podwyżka cennika jako kluczowy katalizator wzrostu ARPU

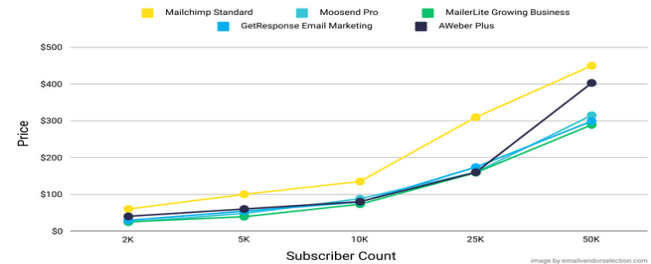
Cena różnych planów oferowanych przez MailerLite jest niższa niż w przypadku konkurencyjnych platform zarówno dla najmniejszej liczby subskrybentów (do 0,5tsd), jak i dla większej liczby subskrybentów. Polityka utrzymywania niskiej ceny powinna sprzyjać budowaniu bazy płacących klientów. Ponadto pragniemy zauważyć, że utrzymywanie stosunkowo niskiej ceny również dla większej liczby subskrybentów sprzyja utrzymaniu klientów, oraz stanowi potencjał do wzrostu ARPU wraz ze wzrostem skali ich działalności.

#### Porównanie dostawców CPaaS

MailerLite VERCOM	Klaviyo	Mailchimp intuit	HubSpot	Capterra
★★★★★ 4,7 (2 131)	★★★★★ 4,6 (475)	★★★★★ 4,5 (17 385)	★★★★★ 4,5 (6 173)	Ocena
★ 4,6	★ 4,4	★ 4,4	★ 4,3	Łatwość korzystania
★ 4,8	★ 4,3	★ 4,2	★ 4,4	Obsługa klienta
★ 4,5	★ 4,6	★ 4,4	★ 4,2	Zakres usług
★ 4,7	★ 4,3	★ 4,4	★ 4,4	Stosunek jakości do ceny
\$10,00	\$20,00	\$13,00	\$16,00	Najtańszy pakiet

Źródło: Spółka, Erste Group Research

#### Porównanie dostawców CPaaS pod względem cennika

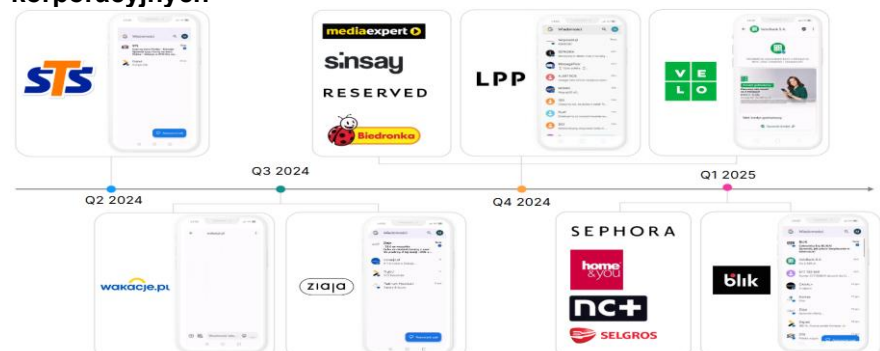


Naszym zdaniem w niedalekiej przyszłości, w związku z dalszymi podwyżkami cen konkurencyjnych platform, spółka może zdecydować się na stopniowe zmniejszanie luki cennikowej względem konkurencji. Dodatkowo, rozwój działalności klientów VRC powinien generować rosnące zapotrzebowanie na usługi oraz sprzyjać dosprzedaży rozwiązań dodatkowych, co powinno pozytywnie wpływać na wzrost średniego przychodu na klienta. W naszych prognozach zakładamy konserwatywne podejście, utrzymując ARPU na stabilnym (lekko rosnącym) poziomie w kolejnych latach. Jednocześnie uważamy, że jest to obszar, który może stanowić dla nas potencjalne źródło pozytywnego zaskoczenia.

### Poprawa miksu sprzedażowego

Oczekujemy, że rosnące wykorzystanie kanału RCS – charakteryzującego się obecnie wyższą rentownością niż tradycyjny SMS (marżowość kanału SMS na poziomie ok. 10-20%, e-mail na poziomie ok. 80-90%) powinna stopniowo przekładać się na poprawę rentowności spółki. Zwracamy jednak uwagę, że w miarę wzrostu popularności i upowszechnienia tego rozwiązania, jego rentowność może ulegać stopniowej erozji. Spółka podejmuje obecnie działania zmierzające do rozszerzenia oferty dla kluczowych klientów o kanał RCS. Umowy w tym zakresie zostały już zawarte m.in. z takimi podmiotami jak STS, BLIK, Biedronka czy LPP. O skali potencjału tego kanału świadczy m.in. dynamiczny wzrost liczby wysyłanych wiadomości - z 1 mln w 3Q'24 do 8 mln w 4Q'24, jak również pozytywne prognozy dla całego segmentu RCS/OTT, które opisujemy w poprzednich rozdziałach raportu.

### Vercom jest liderem w zakresie wdrażania RCS i OTT wśród klientów korporacyjnych



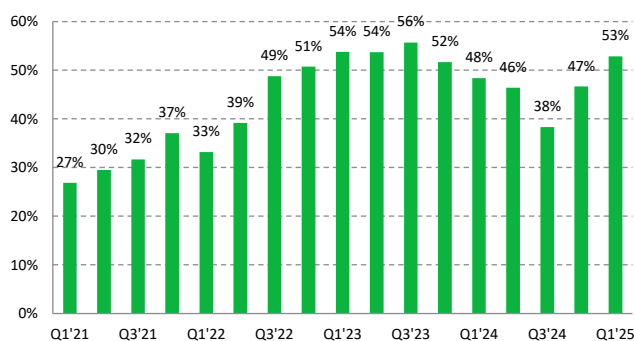
Źródło: Spółka

### Narzędzia AI - potencjał do uwolnienia efektu dźwigni operacyjnej

Koszty SG&A na przestrzeni 2024 r. uległy zwiększeniu o ok. 16%. Dekompozycja wzrostu kosztów SG&A r/r pokazuje, że baza kosztowa wzrosła głównie z powodu usług reklamowych (+34% r/r) oraz usług informatycznych/ programistycznych (+12% r/r) i usług hostingowych (+7% r/r). Wzrost kosztów SG&A był znacznie niższy niż wzrost przychodów (+47% r/r) czy zysku brutto na sprzedaży (+22% r/r).

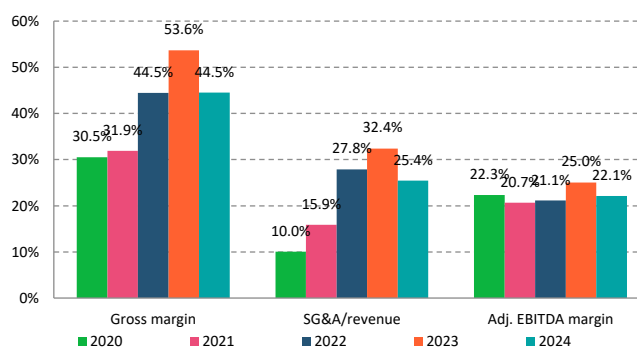
W naszej ocenie, dalszy dynamiczny rozwój biznesu przy jednoczesnym zachowaniu dyscypliny kosztowej, pierwszych, realnych efektach wykorzystania rozwiązań AI przekładających się na większą efektywność pracowników (programistów/ obsługi klienta) oraz zmianie miksu sprzedażowego (stopniowe ograniczanie sprzedaży rozwiązań niskomargowych) pozwoli na uwolnienie efektu dźwigni operacyjnej. W rezultacie spodziewamy się stopniowej ekspansji marż w kolejnych latach, co uwzględniamy w naszym modelu

#### Marża brutto Q1'21-Q1'25 [%]



Źródło: Spółka, Erste Group Research

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



### Akwizycja jako kluczowy katalizator cen akcji

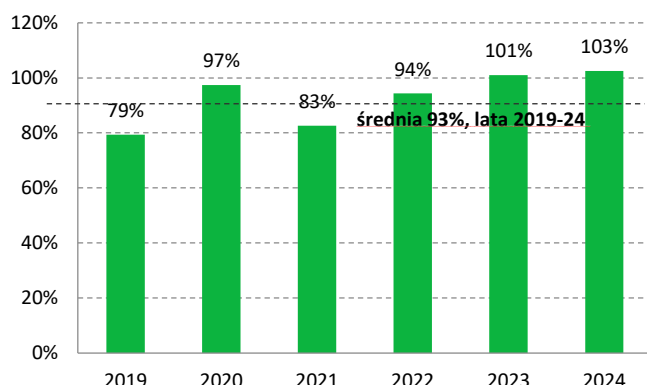
Po trzech latach od momentu przejścia MailerLite, spędzonych m.in. na integracji biznesów i redukcji długu (po akwizycji wskaźnik ND/EBITDA wyniósł 3x na koniec Q3'22, wystarczyło pięć kwartałów, aby wskaźnik ten osiągnął bezpieczny poziom 0,6x na koniec 2023 r.), spółka ponownie aktywnie działa w obszarze M&A.

Zgodnie z deklaracjami MB, długoterminowy cel pozyskania 1 mln płacących klientów ma zostać osiągnięty częściowo poprzez akwizycje. Biorąc pod uwagę rekordowo wysokie zyski VRC oraz możliwości finansowania przejęć długiem, szacujemy, że spółka jest w stanie przeznaczyć na akwizycję około 100-125 mln USD (bez uwzględnienia ewentualnej emisji akcji).

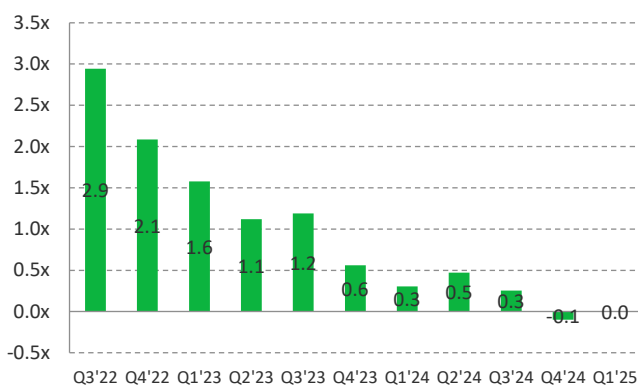
Zakładamy, że celem VRC są spółki komplementarne do oferty grupy (potencjał do cross-sellu, który może wygenerować dodatkową wartość), obsługujące głównie segment małych i średnich przedsiębiorstw. Oczekujemy, że taka transakcja powinna zostać sfinalizowana w najbliższych kwartałach. W naszych kalkulacjach nie uwzględniamy potencjalnej akwizycji. Jednocześnie pragniemy zauważyć, iż transakcja ta jest istotnym czynnikiem ryzyka (wysokie oczekiwania po sukcesie MailerLite).

Ponadto, w ciągu 4 najbliższych lat 2025-2028 spółka na cele związane z M&A będzie mogła łącznie przeznaczyć ok. 1 mld PLN, co powinno znacząco przyspieszyć jej dalszy wzrost.

### OCF/ adj. EBITDA ratio [%]



### ND/ EBITDA



Źródło: Spółka, Erste Group Research

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 93% w latach 2019-24, a w samym 2024 r. wyniósł 103%. Oczekujemy, że również w kolejnych latach konwersja utrzyma się w okolicach +90%.

Vercom - kluczowe założenia dotyczące przychodów i EBITDA w latach 2025–2027

(PLN m)	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody	260.3	337.4	496.2	481.4	561.2	641.8	730.2	825.6
zmiana r/r	45.5%	29.6%	47.1%	-3.0%	16.6%	14.4%	13.8%	13.1%
Przychody z platform komunikacji	235.9	297.6	455.1	440.4	520.4	601.3	689.9	785.7
zmiana r/r	46.9%	26.1%	53.0%	-3.2%	18.2%	15.5%	14.7%	13.9%
Średnia liczba klientów [tsd]	66.3	79.4	94.7	109.0	120.4	131.9	143.1	153.8
zmiana r/r	253.6%	19.8%	19.3%	15.1%	10.5%	9.5%	8.5%	7.5%
Srednie ARPU	6.1	4.6	5.7	4.7	4.9	5.1	5.3	5.6
zmiana r/r	-48.5%	-24.3%	23.1%	-17.1%	3.5%	4.0%	4.4%	4.7%
Usługi komplementarne	24.4	39.8	41.1	41.0	40.8	40.6	40.3	39.9
zmiana r/r	33.1%	63.0%	3.2%	-0.2%	-0.5%	-0.6%	-0.6%	-1.1%
Adj. EBITDA	57.2	85.2	110.2	135.2	167.6	198.0	232.3	261.8
zmiana r/r	36.0%	48.9%	29.4%	22.7%	24.0%	18.1%	17.3%	12.7%
Marża adj. EBITDA	22.0%	25.2%	22.2%	28.1%	29.9%	30.9%	31.8%	31.7%

Źródło: Spółka, Erste Group Research

### Nasze prognozy vs cele ESOP

Mając na uwadze obecne warunki rynkowe, oceniamy cele wyznaczone na 2025 r. jako ambitne, aczkolwiek realizowalne. W naszym prognozach zakładamy, że spółce uda się w tym roku delikatnie przekroczyć poziom 135 mln PLN skoryg. EBITDA. W kolejnych latach prognozy oczekujemy, że pozytywna różnica względem założonych celów będzie bardziej zauważalna.

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

(PLN m)	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
<b>Vercom</b>						
Prognoza Erste	85	110	135	168	198	232
Cele ESOP	60	75	135	165	195	230
różnica	42.0%	46.9%	0.1%	1.6%	1.6%	1.0%

Źródło: Spółka, Erste Group Research

## Nasze prognozy na tle konsensusu rynkowego

Różnice między naszymi prognozami na lata 2025-27 a konsensem rynkowym dotyczą głównie poziomu przychodów oraz rentowności spółki. W naszej ocenie rynek przyjmuje zbyt optymistyczne założenia dotyczące skali przychodów z kanału SMS, co jednocześnie przekłada się na niższe oczekiwania co do rentowności. Warto jednak podkreślić, że nasze szacunki na poziomie skorygowanej EBITDA są zgodne z konsensem, co naszym zdaniem odzwierciedla przekonanie rynku co do realizowalności celów przedstawionych w programie motywacyjnym.

### Nasze prognozy na tle konsensusu rynkowego

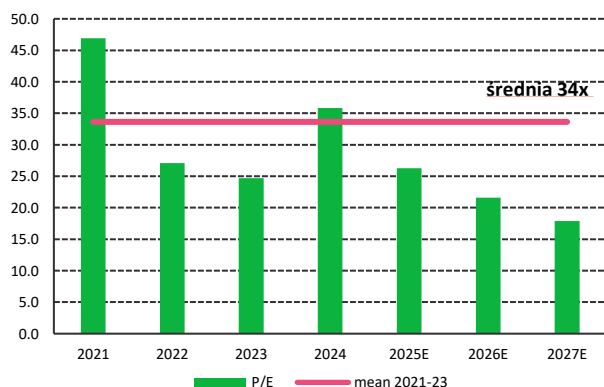
(PLN, mn)	2025P			2026P			2027P		
	kons.	Erste	różnica	kons.	Erste	różnica	kons.	Erste	różnica
Przychody	546.7	481.4	-12.0%	608.5	561.2	-7.8%	703.0	641.8	-8.7%
EBITDA	136.7	135.2	-1.1%	164.5	167.6	1.9%	196.5	198.0	0.8%
EBIT	119.0	118.6	-0.3%	147.0	149.8	1.9%	179.0	178.4	-0.3%
Zysk netto	101.2	101.9	0.7%	128.0	128.1	0.1%	156.0	154.9	-0.7%
Marża EBITDA	25.0%	28.1%		27.0%	29.9%		28.0%	30.9%	
Marża EBIT	21.8%	24.6%		24.2%	26.7%		25.5%	27.8%	
Marża netto	18.5%	21.2%		21.0%	22.8%		22.2%	24.1%	

Źródło: Spółka, Bloomberg

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

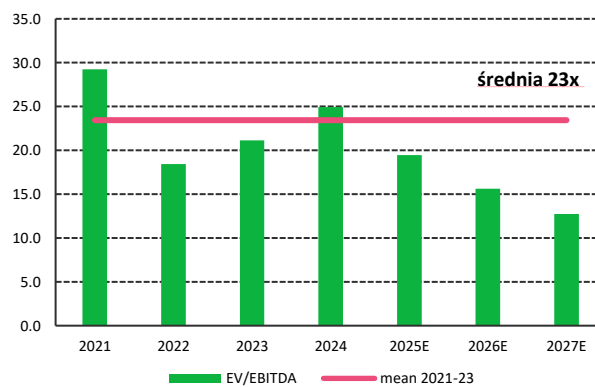
Zarówno wartość wskaźnika P/E'25, jak i EV/EBITDA'25 znajduje się poniżej średniej dla tych wskaźników obliczonych w latach 2021-24, co sugeruje potencjalne dyskonto w wycenie.

### Historyczna wartość wskaźnika P/E



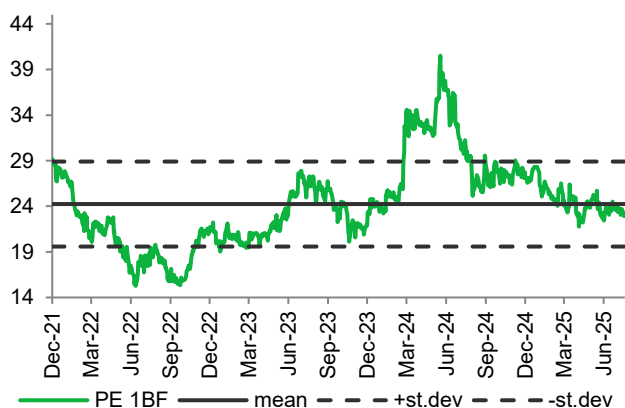
Źródło: Erste Group Research

### Historyczna wartość wskaźnika EV/EBITDA



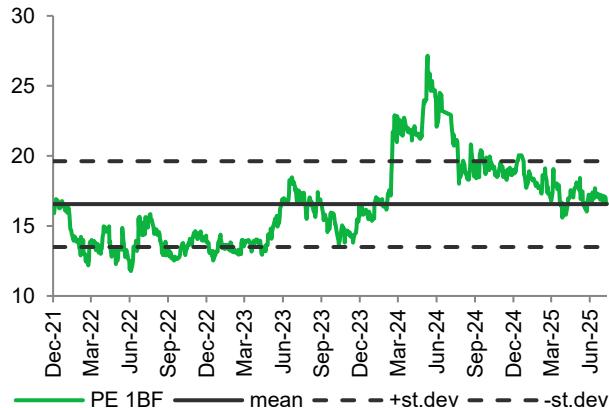
Wskaźniki 12M blended forward P/E i 12M blended forward EV/EBITDA powróciły ostatnio do swoich historycznych średnich poziomów.

### P/E 12M blended forward ratio



Źródło: Erste Group Research, Bloomberg

### EV/EBITDA 12M blended forward ratio



## Prognoza wyników 2Q'25

### Prognoza wyników 2Q'25

P&L (PLN mn)	Q2'24	Q3'24	Q4'24	Q1'25	Q2'25P	R/R	Q/Q
<b>Przychody</b>	<b>115.9</b>	<b>145.1</b>	<b>130.6</b>	<b>110.8</b>	<b>112.5</b>	<b>-3%</b>	<b>2%</b>
COGS	62.1	89.5	69.7	52.2	50.3	-19%	-4%
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>53.8</b>	<b>55.6</b>	<b>60.9</b>	<b>58.6</b>	<b>62.2</b>	<b>16%</b>	<b>6%</b>
Koszty sprzedaży	11.7	12.5	14.5	16.1	16.6	42%	3%
G&A	19.1	18.9	18.6	17.9	18.2	-4%	2%
Inne przychody/ koszty	-0.1	0.4	-1.2	0.2	0.0		
<b>EBITDA</b>	<b>27.1</b>	<b>28.5</b>	<b>30.8</b>	<b>28.8</b>	<b>31.5</b>	<b>16%</b>	<b>10%</b>
EBIT	23.0	24.5	26.6	24.8	27.4	19%	10%
Wynik z działalności finansowej	-1.9	-0.9	-0.9	0.7	-1.6		
<b>Zysk brutto</b>	<b>21.0</b>	<b>23.6</b>	<b>25.7</b>	<b>25.5</b>	<b>25.8</b>	<b>23%</b>	<b>1%</b>
Podatek	2.7	3.9	3.1	2.8	3.3	25%	20%
<b>Zysk netto</b>	<b>18.2</b>	<b>19.4</b>	<b>22.4</b>	<b>22.5</b>	<b>22.2</b>	<b>22%</b>	<b>-1%</b>
Marża brutto	46%	38%	47%	53%	55%		
Marża EBITDA	23%	20%	24%	26%	28%		
Marża EBIT	20%	17%	20%	22%	24%		
Marża netto	16%	13%	17%	20%	20%		

Źródło: Spółka, Erste Group Research

**Vercom opublikuje wyniki za 2Q'25 2 września 2025 roku.** Oczekujemy, że w 2Q'25 przychody spadną o 3% r/r, głównie ze względu na słabsze zakładane wolumeny sprzedaży w kanale SMS. Pragniemy zauważyć, że na dynamikę przychodów r/r denominowanych w PLN częściowo wpływa spadek kursu USDPLN (-6% r/r). Zakładamy, że przewidywany mniejszy udział niskomarżowej sprzedaży SMS powinien przełożyć się na wyraźny wzrost marży zarówno w ujęciu q/q jak i r/r. Solidna kontrola kosztów w połączeniu ze wzrostem r/r zysku brutto ze sprzedaży powinna przełożyć się na progresję EBITDA w 2Q'25 na poziomie 16% r/r (niższe tempo wzrostu r/r niż w poprzednich kwartałach).

- **Przychody.** Oczekujemy spadku przychodów o 3% r/r do 112.5 mln PLN w 2Q'25 (+2% q/q). Przewidywany spadek przychodów r/r wynika głównie ze słabszych zakładanych wolumenów sprzedaży w kanale SMS.
- **Zysk brutto ze sprzedaży.** Oczekujemy wzrostu zysku brutto ze sprzedaży o 16% r/r do 62.2 mln PLN w 2Q'25 (+6% q/q), przy jednoczesnym wzroście marży brutto o 9 pp. r/r (efekt mniejszego udziału niskomarżowego kanału SMS).
- **Koszty.** Oczekujemy wzrostu SG&A o 13% r/r do 35 mln PLN w 2Q'25. Oczekujemy, że koszty sprzedaży rosły w szybszym tempie niż G&A. Na poziomie pozostałej działalności operacyjnej nie zakładamy dodatkowych kosztów/ przychodów (vs -0.1 mln PLN w 2Q'24).
- **Zysk netto.** Oczekujemy -1,6 mln PLN salda z działalności finansowej w 2Q'25 (wobec -1.9 mln PLN w 2Q'24). Szacujemy efektywną stawkę podatkową na poziomie 13% w 2Q'25 (+0.2 pp. r/r). Prognozujemy, że na poziomie zysku netto spółka wypracuje 22.2 mln PLN (vs 18.2 mln PLN zysku w 2Q'24).

Opinia. **NEUTRALNA.** Zakładamy, że Vercom w 2Q'25 osiągnie niższy wzrost r/r na poziomie wyniku EBITDA (+16% r/r) w porównaniu do poprzednich kwartałów. Jednocześnie oczekujemy, że 2H'25 przyniesie poprawę dynamik, m.in. dzięki poprawie miksu sprzedażowego, pierwszym synergiom z Shoperem, efektem partnerstw z Microsoftem i Google, a także potencjalnej rewizji cennika w MailerLite. Tym samym zakładamy, że spółka będzie w stanie osiągnąć cel EBITDA na 2025 rok (135 mln PLN).

## 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 143 PLN, czyli o 18% więcej niż obecna cena rynkowa, co implikuje rekomendację Akumuluj.**

	Waga	Cena
Wycena porównawcza	0%	200
Wycena DCF	100%	143
<b>12M cena docelowa (PLN)</b>		<b>143</b>

*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 = 6%, w okresie rezydualnym = 5%.
- Wzrost FCF po okresie prognozy 3%.
- W pozostałych korektach uwzględniamy wypłaconą przez spółkę dywidendę oraz kwotę przeznaczoną na skup akcji.
- Nie zakładamy rozwodnienia akcjonariatu, przez to, że spółka w ramach skupu akcji będzie posiadała wystarczającą ilość na ten cel.

### Wycena porównawcza:

W ramach wyceny porównawczej przedstawiamy wartość godziwą obliczoną na podstawie median wskaźników P/E oraz EV/EBITDA dla lat 2025-2027, przy założeniu równych wag dla obu wskaźników w każdym roku. Metodę wyceny porównawczej prezentujemy wyłącznie w celach informacyjnych.

	P/E			EV/EBITDA		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Klaviyo	55	43	33	53	39	26
Atlassian	56	46	37	39	31	24
Intuit	38	33	29	27	24	21
HubSpot	59	49	39	41	33	25
Sinch	121	40	27	11	9	8
Twilio	28	24	20	19	16	13
Link Mobility Group Holding	30	20	16	12	9	8
Dotdigital Group	16	14	13	7	6	5
Median: Total	46.6	36.5	28.0	23.0	19.7	17.0
Implied valuation per share	213.6	210.6	195.1	142.6	155.0	161.2
Weight	17%	17%	17%	17%	17%	17%
Premium/Discount	0%					
Weighted valuation per share	<b>179.7</b>					
<b>12M value per share</b>	<b>200.3</b>					

*Zródło: Erste Group Research, Bloomberg*

**Szacunki WACC**

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	TV
Stopa wolna od ryzyka	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	4.0%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>Koszt kapitału</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>9.0%</b>
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	88.2%	92.3%	94.8%	96.4%	97.4%	100.0%
<b>WACC</b>	<b>10.8%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.2%</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.3%</b>	<b>9.0%</b>

**Wycena DCF**

(mln PLN)	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	TV
<i>Wzrost sprzedaży r/r</i>	-3.0%	16.6%	14.4%	13.8%	13.1%	3.0%
EBIT	118.6	149.8	178.4	210.8	238.6	245.7
<i>marża EBIT</i>	24.6%	26.7%	27.8%	28.9%	28.9%	28.9%
<i>Stopa podatkowa</i>	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%
Opodatkowanie EBIT	-13.5	-17.1	-20.4	-24.1	-27.2	-28.1
<b>NOPLAT</b>	<b>105.1</b>	<b>132.7</b>	<b>158.0</b>	<b>186.8</b>	<b>211.3</b>	<b>217.7</b>
+ Amortyzacja	16.3	17.8	19.6	21.4	23.2	24.9
<i>CAPEX / Amortyzacja</i>	96.6%	97.4%	97.4%	97.4%	97.5%	100.0%
Zmiana w kapitale obrotowym	-3.8	0.1	0.1	0.1	0.1	-3.6
<i>Zmiana w kapitale obrotowym / zmiana sprzedaży</i>	25.8%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	-14.5%
- CAPEX	-15.8	-17.3	-19.1	-20.9	-22.6	-24.9
<b>FCFF</b>	<b>101.8</b>	<b>133.3</b>	<b>158.7</b>	<b>187.4</b>	<b>212.0</b>	<b>214.1</b>
<i>Wzrost FCFF po okresie prognozy</i>						3.0%
Wartość rezydualna (TV)						3 674.9
Zdyskontowana wartość rezydualna	91.9	108.4	116.1	123.2	125.2	2 169.7
<b>Wartość przedsiębiorstw a (EV)</b>	<b>2 734.5</b>					
Udziałowcy mniejszościowi	1.8					
Aktywa nieoperacyjne	0.0					
Dług netto	-10.8					
Inne	74.4					
<b>Wartość firmy</b>	<b>2 669.1</b>					
Liczba akcji (mln)	22.2					
Koszt kapitału	11.5%					
<b>12M cena docelowa na akcję (PLN)</b>	<b>143.0</b>					
Bieżąca cena akcji (PLN)	121.0					
<i>Potencjał wzrostu / spadku</i>	18%					



Źródło: Erste Group Research

**marża EBIT**

	27.9%	28.4%	28.9%	29.4%	29.9%
9.8%	168	171	173	176	178
<b>W 10.3%</b>	152	154	157	159	161
<b>A 10.8%</b>	139	141	<b>143</b>	145	147
<b>C 11.3%</b>	127	129	131	133	135
<b>C 11.8%</b>	118	119	121	123	124

**Wzrost FCFF po okresie prognozy**

	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
9.8%	148	159	173	190	212
<b>W 10.3%</b>	136	145	157	170	187
<b>A 10.8%</b>	125	133	<b>143</b>	154	167
<b>C 11.3%</b>	116	123	131	140	151
<b>C 11.8%</b>	108	114	121	129	138

Skonsolidowane sprawozdanie z wyniku	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
PLN mn						
<b>Przychody</b>	<b>260.32</b>	<b>337.38</b>	<b>496.23</b>	<b>481.36</b>	<b>561.18</b>	<b>641.84</b>
Koszt sprzedanych produktów, towarów i materiałów	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>Zysk brutto</b>	<b>115.73</b>	<b>181.00</b>	<b>220.95</b>	<b>258.86</b>	<b>299.95</b>	<b>341.33</b>
Koszty sprzedaży i administracyjne	-72.50	-109.30	-126.29	-140.23	-150.13	-162.93
Pozostałe przychody operacyjne	0.38	0.19	0.29	0.03	0.00	0.00
Pozostałe koszty operacyjne	-1.19	-2.91	-1.54	-0.05	0.00	0.00
<b>EBITDA</b>	<b>52.10</b>	<b>84.51</b>	<b>109.59</b>	<b>135.19</b>	<b>167.60</b>	<b>198.02</b>
Amortyzacja	-9.67	-15.52	-16.18	-16.35	-17.79	-19.61
<b>EBIT</b>	<b>42.43</b>	<b>68.98</b>	<b>93.30</b>	<b>118.61</b>	<b>149.82</b>	<b>178.41</b>
Wynik na działalności finansowej	-5.11	10.86	-4.50	-3.04	-4.12	-2.29
Wynik nadzwyczajny	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>EBT</b>	<b>37.33</b>	<b>79.84</b>	<b>88.79</b>	<b>115.57</b>	<b>145.70</b>	<b>176.12</b>
Podatek	-5.88	-9.22	-11.63	-13.20	-16.64	-20.11
Wynik z działalności zaniechanej	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Udziały niekontrolujące i koszt kapitału hybryd.	0.03	0.23	0.59	0.74	0.94	1.13
<b>Zysk netto n.j.d.</b>	<b>31.42</b>	<b>70.40</b>	<b>76.58</b>	<b>101.87</b>	<b>128.12</b>	<b>154.88</b>
<b>Skonsolidowany bilans</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
PLN mn						
<b>Wartości niematerialne</b>	<b>470.29</b>	<b>439.92</b>	<b>451.37</b>	<b>432.78</b>	<b>431.86</b>	<b>430.83</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	14.82	14.82	15.2	15.53	15.98	16.5
Aktywa finansowe	13.94	1.26	0.15	0.76	0.76	0.76
<b>Razem aktywa trwałe</b>	<b>499.04</b>	<b>456</b>	<b>466.73</b>	<b>449.07</b>	<b>448.6</b>	<b>448.09</b>
Zapasy	0	0	0	0	0	0
Należności i inne aktywa obrotowe	38.87	39.79	53.41	48.73	56.28	63.9
Pozostałe aktywa	0	0	0	0	0	0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	49.04	63.26	106.24	137.28	190.89	263.59
<b>Razem aktywa obrotowe</b>	<b>87.91</b>	<b>103.05</b>	<b>159.65</b>	<b>186.01</b>	<b>247.17</b>	<b>327.49</b>
<b>RAZEM AKTYWA</b>	<b>586.94</b>	<b>559.06</b>	<b>626.38</b>	<b>635.08</b>	<b>695.77</b>	<b>775.58</b>
<b>Kapitał własny przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej</b>	<b>356.04</b>	<b>365.91</b>	<b>419.89</b>	<b>457.93</b>	<b>526.54</b>	<b>606.56</b>
<b>Kapitał hybrydowy i inne rezerwy</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Zobowiązania emerytalne i inne długoterminowe świadczenia pracownicze</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Rezerwy długoterminowe</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Oprocentowane zobowiązania długoterminowe	137.99	93.97	77.19	57.7	38.54	26.6
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	14.55	14.55	15.02	13.81	13.81	13.81
<b>Razem zobowiązania długoterminowe</b>	<b>152.55</b>	<b>108.52</b>	<b>92.21</b>	<b>71.51</b>	<b>52.35</b>	<b>40.41</b>
Oprocentowane zobowiązania krótkoterminowe	23.95	20.24	18.54	16.95	15.22	13.83
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	53.55	62.65	93.95	86.73	99.7	112.81
<b>Razem zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>77.49</b>	<b>82.89</b>	<b>112.49</b>	<b>103.68</b>	<b>114.92</b>	<b>126.65</b>
<b>RAZEM ZOBOWIĄZANIA i KAPITAŁ WŁASNY</b>	<b>586.94</b>	<b>559.06</b>	<b>626.38</b>	<b>635.08</b>	<b>695.77</b>	<b>775.58</b>
<b>Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
PLN mn						
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	51.87	85.51	112.36	119.38	152.9	182.26
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-220.88	14.86	-6.54	-14.46	-16.4	-18.01
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	100.92	-83.76	-63.17	-71.32	-85.44	-91.55
<b>ZMIANA STANU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH</b>	<b>-67.76</b>	<b>14.43</b>	<b>42.97</b>	<b>31.04</b>	<b>51.06</b>	<b>72.7</b>
<b>Marże i wskaźniki</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Wzrost przychodów rdr	45.5%	29.6%	47.1%	-3.0%	16.6%	14.4%
Marża EBITDA	20.0%	25.0%	22.1%	28.1%	29.9%	30.9%
Marża EBIT	16.3%	20.4%	18.8%	24.7%	26.7%	27.8%
Marża zysku netto	12.1%	20.9%	15.5%	21.3%	23.0%	24.3%
ROE	11.2%	19.5%	19.5%	23.2%	26.0%	27.3%
ROCE	11.6%	13.4%	18.9%	25.2%	32.5%	39.3%
Wskaźnik kapitału własnego	60.8%	65.8%	67.3%	72.4%	76.0%	78.5%
Dług netto	112.9	50.9	-10.5	-62.6	-137.1	-223.2
Kapitał obrotowy	-14.7	-22.9	-40.5	-38	-43.4	-48.9
kapitał operacyjny	484.4	433.1	426.2	411.1	405.2	399.2
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 ECB/affiliates holdings exceed 5% of the share capital of issuer or vice versa	2 market maker or liquidity provider for issuer/instrumen ts	3 agreement for the provision of services of investment firms over the previous 12 months	4a Agreement with the covered company about the production of analyses	4b Agreement with a third party about the production of analyses	5 Managed or co- managed a public offering over the previous 12 months	6 Draft of report disclosed to issuer prior its publication	7 Analyst has a position in the issued share capital of the issuer	8 Net Long Position exceeding 0.5% of the issued share capital of issuer	Net : exce the i capit
Vercom SA											

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 Wspierania 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. Dłożono wszelkich starań, aby wszystkie istotne źródła informacji były jasno i wyraźnie wskazane. Chociaż dłożono wszelkich starań, aby zapewnić, że fakty przedstawione w niniejszym Dokumencie są dokładne, a prognozy, opinie i oczekiwania zawarte w niniejszym dokumencie są uczciwe i uzasadnione, Erste Group (w tym jej przedstawiciele i pracownicy) nie udziela wyraźnej ani milczącej gwarancji ani nie przyjmuje żadnej odpowiedzialności za aktualność, kompletność i poprawność treści niniejszego Dokumentu. Fakty są wyraźnie odróżnione w dokumencie od interpretacji, szacunków, opinii i innych rodzajów informacji niebędących faktami. Ani Erste Group, ani żaden z jej dyrektorów zarządzających, członków rady nadzorczej, członków zarządu, dyrektorów, członków kadry kierowniczej lub innych pracowników nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek koszty, straty lub szkody (w tym szkody 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 zaświadcniają, 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](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](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**

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

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

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

[Research Disclaimer | Erste Group Bank AG](#)

**Wyjaśnienie parametrów wyceny i oceny ryzyka**

O ile nie zaznaczono inaczej w treści raportu analitycznego, ceny docelowe w publikacji oparte są na wycenie metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych i / lub porównaniu wskaźników wyceny z firmami postrzeganymi przez analityka jako porównywalne lub kombinacją obu metod. Wynik tej fundamentalnej wyceny jest korygowany, aby odzwierciedlić poglądy analityka na prawdopodobny przebieg nastrojów inwestorów. Niezależnie od zastosowanej metody wyceny istnieje znaczne ryzyko, że cena docelowa nie zostanie osiągnięta w oczekiwanych ramach czasowych. Czynniki ryzyka obejmują nieprzewidziane zmiany presji konkurencyjnej lub poziomu popytu na produkty spółki. Takie zmiany popytu mogą wynikać ze zmian w technologii, ogólnego poziomu aktywności gospodarczej lub, w niektórych przypadkach, ze zmian wartości społecznych. Na wyceny mogą także wpływać zmiany w opodatkowaniu, kursach walut, nastrojach na rynku kapitałowym oraz przepisach regulacyjnych. Inwestowanie w rynki zagraniczne i instrumenty, takie jak ADR, może skutkować zwiększonym ryzykiem z powodu takich czynników, jak kursy wymiany, kontrola wymiany, opodatkowanie, warunki polityczne, gospodarcze i społeczne.

Wszystkie ceny rynkowe w tej publikacji są cenami zamknięcia poprzedniego dnia sesyjnego (chyba że w publikacji podano inaczej).

Szczegółowe informacje na temat wyceny i metodologii badań inwestycyjnych Erste Group Bank AG znajdują się pod następującym linkiem:

[https://www.erstegroup.com/legal/Bewertungsmethoden\\_and\\_Valuations.pdf](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) (Sonnemannstraße 22, D-60314 Frankfurt nad Menem, Niemcy) oraz przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) (Otto-Wagner Platz 5, A-1090, Wiedeń, Austria).

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

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

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

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

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

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

**Rumunia:** Banca Comercială 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](http://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](http://www.erstegroup.com)