

FLASH NOTE

Vercom SA - Accumulate - Last update: 29.07.2025

Target Price: PLN 143.00 | Close as of 01/09/2025: PLN 114.60

Analyst:

Krzysztof Tkocz,
 +48 22 257 57 52
 krzysztof.tkocz@erstegroup.com

EBITDA za 3Q'25 zbliżona do oczekiwań

Wyniki Vercomu za 3Q'25 okazały się zbliżone do naszych oczekiwań i oczekiwań rynku na poziomie przychodów, skoryg. EBITDA/EBIT. Nieco niższy zysk netto wynika z wyższego ujemnego wyniku na działalności finansowej (efekt różnic kursowych) oraz efektywnej stawki podatkowej.

Wyniki za 3Q'25 vs nasze oczekiwania

Dane skonsolidowane (PLN, mn)	Zaraportowane			Oczekiwane		Zaraportowane		Zaraportowane		r/r
	Q3'24	Q3'25	r/r	Erste	Cons.	vs. Erste	vs. Cons.	1-3Q'24	1-3Q'25	
Przychody	145.1	116.5	-19.7%	115.0	115.6	1.3%	0.8%	365.6	341.4	-6.6%
Przychody z platform	135.2	105.8	-21.8%	104.4	-	1.4%	-	335.6	309.3	-7.8%
Usługi komplementarne	9.9	10.8	8.9%	10.7	-	1.1%	-	30.0	32.0	6.7%
EBITDA	28.5	31.4	10.1%	30.8	30.8	2.2%	2.2%	78.8	93.0	18.1%
Skoryg. EBITDA	28.5	35.2	23.4%	34.5	-	2.2%	-	78.8	100.8	28.0%
EBIT	24.5	27.7	12.9%	26.6	26.9	4.0%	3.2%	66.7	81.5	22.2%
Zysk netto	19.4	19.9	2.7%	21.3	21.5	-6.5%	-7.3%	54.1	65.0	20.1%
marża EBITDA	19.7%	27.0%		26.8%	26.6%			21.5%	27.2%	
marża EBITDA skoryg.	19.7%	30.2%		30.0%	-			21.5%	29.5%	
marża EBIT	16.9%	23.8%		23.2%	23.2%			18.2%	23.9%	
marża netto	13.4%	17.1%		18.5%	18.6%			14.8%	19.0%	

Przychody spadły o 20% r/r do 117 mln PLN w 3Q'25. W podziale na kraje przychody w Polsce spadły o 44% r/r do 52 mln PLN w 3Q'25 (spadek w wyniku niższej sprzedaży w kanale SMS), w Czechach wzrosły o 20% r/r do 18.5 mln PLN, a na pozostałych rynkach zanotowały wzrost o 28% r/r do 45.6 mln PLN w 3Q'25. Liczba klientów w kwartale wzrosła o 11.1 tys. (wobec 4.3 tys. w 3Q'24 i 2.4 tys. w 2Q'25), a na koniec 3Q'25 spółka miała 111.5 tys. klientów (+22% r/r).

Zysk brutto ze sprzedaży wzrósł o 15% r/r do 64 mln PLN w 3Q'25, a marża zysku brutto wzrosła o 16.6 pp. r/r do 54.9% w 3Q'25 (+0.9 pp. q/q). Szacowany wpływ kursów walutowych na zysk brutto ze sprzedaży w 3Q'25 wynosi około -1.4 mln PLN (łącznie wpływ za okres 1-3Q'25 to około -3.6 mln PLN).

Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wzrosły o 15% r/r do 36 mln PLN w 3Q'25 (+11% q/q), natomiast udział kosztów SG&A w relacji do przychodów wzrósł o 9.4 pp. r/r do 31.0% w 3Q'25. Wzrost kosztów G&A (+12% r/r) wynika z ujęcia kosztów programu ESOP. Po skorygowaniu o koszty programu ESOP, koszty G&A spadły o 7% r/r. Spodziewany jest wzrost budżetu marketingowego w 4Q'25 w związku ze zbliżającym się szczytem sezonu sprzedażowego.

Saldo działalności finansowej w 3Q'25 wyniosło -2.3 mln PLN w porównaniu z -0.9 mln PLN w 3Q'24. Efektywna stawka podatkowa wyniosła 20% w 3Q'25 (+1.1 pp. r/r).

W 3Q'25 **przepływy pieniężne z działalności operacyjnej** wyniosły 29.4 mln PLN w porównaniu z 25.1 mln PLN w 3Q'24, natomiast wskaźnik OCF/EBITDA w 3Q'25 wyniósł 83% vs 88% w 3Q'24.

Liczba płacących klientów – 11.5 tys. klientów pozyskanych tylko w 3Q'25, czyli trzy razy więcej niż średnia z poprzednich czterech kwartałów. Tak wyraźna poprawa to zasługa kilku czynników: 1) skrócenia weryfikacji nowych klientów z wykorzystaniem AI; 2) optymalizacja procesu obsługi klientów, przekładająca się na wzrost konwersji we wszystkich planach subskrypcyjnych; 3) zmiany w planie freemium – redukcja maksymalnej liczby subskrybentów z 1000 do 500 oraz skrócenie okresu próbnego z 30 do 14 dni (odpowiada za ok. 50% nowych klientów). W Q3'25 spółka utrzymała również wysoką dynamikę wzrostu liczby rejestracji nowych kont w MailerLite (70% r/r). W październiku spółka utrzymuje podobne tempo pozyskiwania klientów co w Q3'25.

MCP (Model Context Protocol) - w Q3'25 uruchomiono nowe narzędzie MCP, które umożliwia bezpieczne podłączenie narzędzi AI takich jak np. ChatGPT do platformy MailerLite. Narzędzie może być wykorzystywane do tworzenia kampanii, zarządzania grupami odbiorców oraz analizowania wyników zrealizowanych wysyłek.

P&L (PLN mn)	Q3'24	Q4'24	Q1'25	Q2'25	Q3'25	R/R	Q/Q
Przychody	145.1	130.6	110.8	114.1	116.5	-20%	2%
COGS	89.5	69.7	52.2	52.5	52.6	-41%	0%
Zysk brutto na sprzedaży	55.6	60.9	58.6	61.6	64.0	15%	4%
Koszty sprzedaży	12.5	14.5	16.1	15.6	14.9	19%	-5%
G&A	18.9	18.6	17.9	17.1	21.3	12%	24%
Inne przychody/ koszty	0.4	-1.2	0.2	0.2	-0.1		
EBITDA	28.5	30.8	28.8	32.8	31.4	10%	-4%
EBITDA skoryg.	28.5	30.8	28.8	32.8	35.2	23%	7%
EBIT	24.5	26.6	24.8	29.0	27.7	13%	-5%
Wynik z działalności finansowej	-0.9	-0.9	0.7	-2.5	-2.3		
Zysk brutto	23.6	25.7	25.5	26.5	25.4	7%	-4%
Podatek	3.9	3.1	2.8	3.7	5.1	30%	38%
Zysk netto	19.4	22.4	22.5	22.6	19.9	3%	-12%
Marża brutto	38%	47%	53%	54%	55%		
Marża EBITDA	20%	24%	26%	29%	27%		
Marża EBITDA skoryg.	20%	24%	26%	29%	30%		
Marża EBIT	17%	20%	22%	25%	24%		
Marża netto	13%	17%	20%	20%	17%		

Main BS items	Q3'24	Q4'24	Q1'25	Q2'25	Q3'25	R/R	Q/Q
OCF	25.1	40.7	18.0	25.2	29.4	17%	17%
OCF/adj. EBITDA ratio	88%	132%	63%	77%	83%		
FCF	22.0	37.2	14.0	21.3	25.4		
Aktywa ogółem	594.9	626.4	603.1	559.0	552.6	-7%	-1%
Dług netto (gotówka)	73.3	106.2	112.2	81.3	73.0	0%	-10%
Equity	375.5	419.9	423.5	381.9	377.3	0%	-1%

Opinia. **LEKKO POZYTYWNE.** Wyniki VRC za 3Q'25 okazały się zbliżone do naszych oczekiwań i oczekiwań rynku na poziomie przychodów, skoryg. EBITDA i EBIT. Nieco niższy wynik netto wynika z wyższego ujemnego wyniku z działalności finansowej (efekt różnic kursowych = 0.8 mln PLN) oraz efektywnej stawki podatkowej. Przychody spadły o 20% r/r w wyniku niższej sprzedaży w kanale SMS. Czynnikiem ten przełożył się na wzrost marży brutto r/r w 3Q'25. Tempo wzrostu skoryg. EBITDA r/r przyspieszyło do 23% w porównaniu z 21% w 2Q'25. VRC wygenerowało o 17% wyższy OCF r/r, przy wskaźniku OCF/EBITDA na poziomie 83% w 3Q'25 w porównaniu z 88% w 3Q'24. Spółka zanotowała najwyższy wzrost q/q nowych płacących klientów od momentu przejścia MailerLite, na poziomie 11.5tsd (+22% q/q). Tak wyraźna poprawa to zasługa kilku czynników: 1) skrócenia weryfikacji nowych klientów z wykorzystaniem AI; 2) optymalizacja procesu obsługi klientów, przekładająca się na wzrost konwersji we wszystkich planach subskrypcyjnych; 3) zmiany w planie freemium – redukcja maksymalnej liczby subskrybentów z 1000 do 500 oraz skrócenie okresu próbnego z 30 do 14 dni (odpowiada za ok. 50% nowych klientów). W Q3'25 spółka utrzymała również wysoką dynamikę wzrostu liczby rejestracji nowych kont w MailerLite (70% r/r). W

październiku spółka utrzymuje podobne tempo pozyskiwania klientów co w Q3'25. Wspomiane liczby napawają nas optymizmem co do kolejnych kwartałów. Zakładamy, że inwestorzy zwrócą większą uwagę na dynamikę pozyskiwania nowych klientów niż na niewielkie odchylenia zysku netto względem konsensusu, dlatego spodziewamy się lekko pozytywnej reakcji rynku na wyniki za Q3'25.

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

Company	ISIN	1 ECB/affiliates holdings exceed 5% of the share capital of issuer or vice versa	2 market maker or liquidity provider for issuer/instrumen ts	3 agreement for the provision of services of investment firms over the previous 12 months	4a Agreement with the covered company about the production of analyses	4b Agreement with a third party about the production of analyses	5 Managed or co- managed a public offering over the previous 12 months	6 Draft of report disclosed to issuer prior its publication	7 Analyst has a position in the issued share capital of the issuer	8 Net Long Position exceeding 0.5% of the issued share capital of issuer	9 Net Short Position exceeding 0.5% of the issued share capital of issuer
Vercom SA	PLVRM000016										

The above specific disclosures (marked with “Y” if applicable), are valid at the time of publication of this report.
 September 02 2025

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 jakiejkolwiek 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 Dokumentacie mają charakter ogólny. Niniejszy Dokument nie ma na celu zapewnienia kompleksowego przeglądu jakiejkolwiek 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 jakiejkolwiek umowy lub zobowiązania. W związku z tym Inwestorzy powinni skonsultować się ze swoimi doradcami (w szczególności doradcami prawnymi i podatkowymi) przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej, aby upewnić się, że - niezależnie od informacji zawartych w niniejszym Dokumentacie - 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 jakiejkolwiek 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 Dokumentacie są dokładne, a prognozy, opinie i oczekiwania zawarte w niniejszym dokumentacie 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 dokumentacie 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 jakiejkolwiek 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 Dokumentacie.

Erste Group, a także jej przedstawiciele i pracownicy mogą, w zakresie dozwolonym przez prawo, posiadać pozycję w określonych instrumentach finansowych lub powiązanych instrumentach finansowych i mogą zapewniać wsparcie handlowe lub w inny sposób angażować się w transakcje dotyczące tych instrumentów finansowych i/lub powiązanych instrumentów finansowych. Ponadto, Erste Group oraz jej przedstawiciele i pracownicy mogą zasadniczo oferować usługi bankowości inwestycyjnej lub doradztwo na rzecz spółki lub emitenta, o których mowa w niniejszym Dokumencie, lub mogą sprawować funkcje zarządcze w takiej spółce lub emitencie. Niniejszy dokument został sporządzony zgodnie z prawem polskim, obowiązującym dla terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Przekazywanie niniejszego dokumentu, jak również wprowadzanie do obrotu instrumentów finansowych lub powiązanych instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie jest ograniczone lub zabronione w niektórych jurysdykcjach. Dotyczy to między innymi Stanów Zjednoczonych, Kanady, Szwajcarii, Australii, Korei i Japonii. W szczególności, ani niniejszy Dokument, ani jakkolwiek 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 obszernie 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.

Lista kontrolna ujawnień

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.

Opis poszczególnych ujawnień

Definicje ocen Erste Group

Kup

Akumuluj

Trzymaj

Redukuj

Sprzedaj

> +20% od ceny docelowej

+10% < cena docelowa < +20%

0% < cena docelowa < +10%

-10% < cena docelowa < 0%

< -10% od ceny docelowej

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

Historia wszystkich rekomendacji w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem:
Research Disclaimer | Erste Group Bank AG

Wyjaśnienie parametrów wyceny i oceny ryzyka

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

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

Szczegółowe informacje na temat wyceny i metodologii badań inwestycyjnych Erste Group Bank AG znajdują się pod następującym linkiem: https://www.erstegroup.com/legal/Bewertungsmethoden_and_Valuations.pdf

Planowana częstotliwość aktualizacji rekomendacji

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

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

Jeśli w niniejszej publikacji dokonano zmiany rekomendacji, prosimy o zapoznanie się z poniższym linkiem w celu uzyskania szczegółowego przeglądu poprzednich rekomendacji:
<https://www.erstegroup.com/en/research/research-legal>

Odnośniki

Erste Group może udostępniać hiperłącza do stron internetowych podmiotów wymienionych w tym dokumencie, jednak dołączenie linku nie oznacza, że Erste Group popiera, rekomenduje lub zatwierdza jakiegokolwiek 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

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