

Trzymaj, 57,00 PLN

Podtrzymana

10 września 2025 r., 07:30

Jeszcze będzie czas

Podtrzymujemy nasze neutralne nastawienie do Text z ceną docelową 57 PLN (7% upside). Po serii słabszych kwartałów (nawet oczyszczając wyniki o wpływ FX), podzielamy opinię inwestorów, którzy obecnie oceniają perspektywę jako stabilne – 3Y średni C/Z 11x, DY 8,5%.

Spółka zareagowała na trudniejsze otoczenie integracją swoich produktów w jedną platformę (TextApp) z większym wykorzystaniem AI. Dostrzegamy w tym pewną szansę, ale wydaje się, że ten projekt na razie będzie raczej obciążeniem przez koszty rozwoju/migracji, a na potencjalny sukces będzie trzeba poczekać. Uważamy, że profil zysk/ryzyko jest w tym momencie dość zbilansowany.

Dotychczasowy model wzrostu stracił parę

Teoretycznie Text spełnia tzw. 'Rule of 40', które w biznesie SaaS oznacza zdrowo prowadzone spółki (wzrost przychodów + marża EBITDA > 40%). Jednocześnie spółka wynikowo jest na poziomie sprzed około 2-3 lat (w zależności od waluty). Wyeksploatowany dotychczasowy model biznesu (oparty o świetne SEO, przede wszystkim LiveChata) uzasadnia dzisiejszą wycenę. Stopniowo uruchamiana platforma TextApp ma przywrócić ścieżkę wzrostu, jednak naszym zdaniem pierwsze oznaki potencjalnego sukcesu otrzymamy najwcześniej w 2026.

AI, czyli każdy kij ma dwa końce

Najgorętszy trend ostatnich miesięcy stanowi jednocześnie zagrożenie, jak i szansę. Zagrożenia są oczywiste – spadający ruch w Internecie, zmniejszająca się rola człowieka w procesie zakupowym i konsolidacja e-commerce. Szansą jest umiejętne wpasowanie technologii w swoje rozwiązania (wspomniany już TextApp), m.in. rozwój obecnie marginalnego (i niezbyt jakościowego) rynku chatbotów (wg. Bloomberg'a w tempie 75% rocznie) czy bardziej rozwinięta analityka danych. Zwracamy tu uwagę, że biznes Text od wielu lat postrzegany jest jako model z niskimi barierami wejścia, jednak spółka sprawnie utrzymuje się na powierzchni.

8,5% stopa dywidendy to solidne wsparcie

Text oferuje jedną z najwyższych stóp dywidendowych na GPW, w najbliższych latach szacujemy ją na ok. 8,5%, a potrzeby kapitałowe spółki są obecnie umiarkowane (CAPEX ok. 30-35 mln PLN rocznie). Powinno stanowić to pewien bufor dla potencjalnych ryzyk w dół, choć ścieżka wynikowa zapowiada się na dość wyboistą (MRR na koniec sierpnia był wyższy r/r, ale niższy kw/kw).

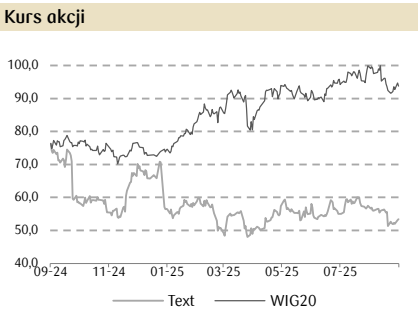
mln PLN	23/24	24/25	25P/26P	26P/27P	27P/28P
Przychody	335	354	329	343	377
EBITDA	198	202	156	156	172
EBIT	178	177	130	129	143
Zysk netto	166	165	121	120	133
P/E	19,0	11,2	11,4	11,5	10,4
EV/EBITDA	11,3	6,4	8,3	8,3	7,5
EPS	6,45	6,39	4,70	4,65	5,16
DPS	5,95	5,98	6,06	4,46	4,42
FCF	-	161	113	112	125
CAPEX	30	31	33	35	37

Informacje	
Kurs akcji (PLN)	53,45
Upside	7%
Liczba akcji (mn)	25,75
Kapitalizacja (mln PLN)	1 376,34
Free float	59%
Free float (mln PLN)	808
Free float (mln USD)	223
EV (mln PLN)	1 290,01
Dług netto (mln PLN)	-86,32

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	11,3%
Odciecie dywidendy	-

Akcjonariusze	% Akcji
Shareholders' agreement	41,27
Allianz OFE	9,43
NN OFE	6,17
-	-

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa	
Trzymaj	24-04-25	56,50
Sprzedaj	04-10-24	56,50



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	-6,1%	-7,0%
3 miesiące	3,8%	-3,0%
6 miesięcy	7,3%	5,2%
12 miesięcy	21,7%	-29,0%
Min 52 tyg. PLN		48,00
Max 52 tyg. PLN		76,30
Średni dzienny obrót mln PLN		4,16

Analityk	
Andrzej Rembelski, CFA	
+48 666 820 870	
andrzej.rembelski@pkobp.pl	

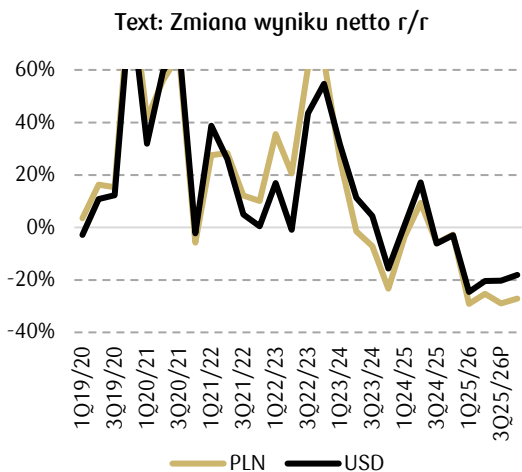
Adres:	
BM PKO BP	
ul. Świętokrzyska 36	
00-116 Warszawa	

P - Prognozy DM PKO BP

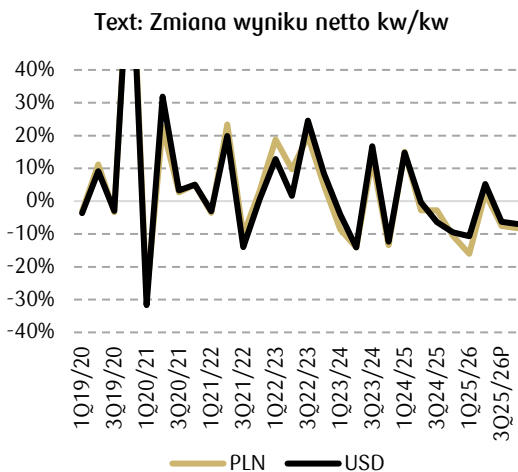
Argumenty inwestycyjne

- Nic nie może przecież wiecznie trwać

Rynek raczej słusznie ocenia, że model wzrostu Text w dotychczasowej formie się wyczerpał (a przynajmniej złapał bardzo solidną zadyszkę). Słabsze wyniki jedynie częściowo mogą być tłumaczone zmianami FX, problem wydaje się być bardziej strukturalny. Niestety nie zapowiada się, aby odbicie wynikowe było tuż za rogiem.



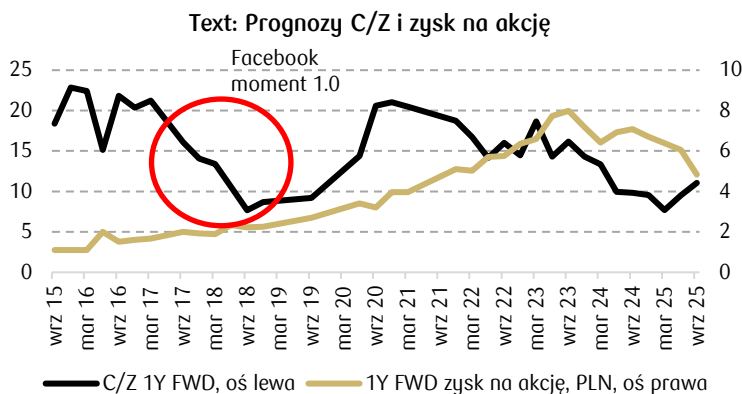
Źródło: BM PKO BP, Text



Źródło: BM PKO BP, Text

- 'Facebook moment' 2.0?

Dzisiejsza sytuacja może nieco przypominać czasy, kiedy na rynek wszedł darmowy chat zintegrowany z Facebookiem/Messengerem, co miało miejsce w 2017 r., a rynek zareagował wówczas przeceną akcji o 20%. Zarząd, podobnie jak dziś, mocno wierzył w swój produkt i jak czas pokazał, miał rację – wyniki znacząco się poprawiły (szacowany wynik netto 25/26P 2.5x wyższy niż 17/18). Z drugiej strony, rynek wówczas raczej wyceniał ryzyko (które się nie zmaterializowało), podczas gdy dziś bardziej wymagające otoczenie wydaje się być bardziej namacalne.

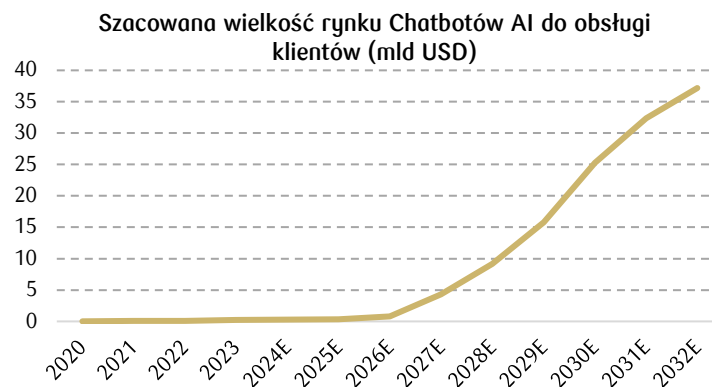


Źródło: Bloomberg, BM PKO BP

- Text App – odpowiedź na nowe trendy

Konkurenci Text coraz bardziej integrują swoje rozwiązania oraz rozwijają zastosowania AI. Spółka dostrzegła, że jej poprzednia oferta nie uwypukla potencjału wszystkich aplikacji, co powoduje również trudności w przebiciu się u większych klientów.

Rozwój Text App to podwójna szansa – po pierwsze, możliwość przyciągnięcia większych (oraz po prostu więcej) użytkowników. Po drugie, płatności bardziej powiązane z faktycznym wykorzystaniem usług mogą zwiększyć przychód na licencji.



Źródło: Bloomberg, IDC, eMarketer

Projekt wydaje się być dość ciekawy i ambitny, jednak obecnie korzysta z niego testowo ponad 700 klientów (ok. 2% bazy klientów), a aktywny marketing planowany jest na 4Q25. Przed Text również największe wyzwanie, czyli przesunięcie klientów na nowe cenniki. Nowy model sprzedażowy może przekładać się na niższe marże, jednak zarząd liczy na większy efekt ze wzrostu przychodów.

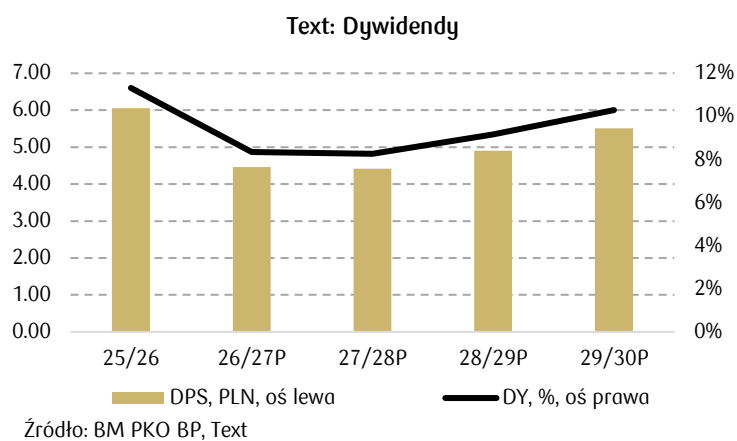
Text App: Nowe podejście do cennika

LiveChat	Text App
-Opłata miesięczna za agenta, rabaty przy płatności rocznej	-bardziej złożony model opłat, oparty na modelu za użytkownika, z dodatkowymi opłatami za zużycie AI
-od 24 USD/mies. (20 USD przy rocznej płatności)	-od 25 USD/mies. (19 USD przy rocznej płatności)
-Funkcje AI wliczone	-Rozwiązania AI Agenta: plany zawierają określoną liczbę "rozwiązań AI Agenta" miesięcznie, dodatkowe rozliczane są po USD 0.99 za każde
-Brak dodatkowych płatności za użycie ani za przechowywanie danych	-Dodatkowi użytkownicy: dodatkowi użytkownicy w planach Growth i Enterprise są rozliczani osobno -Rozliczanie API „pay-as-you-go” (płać za użycie) -Opłaty za określone funkcje AI: w każdym planie zawarta jest określona liczba funkcji, dodatkowe opłaty za przekroczenie tych limitów -Limity przechowywania danych

Źródło: BM PKO BP, Text

- **Solidna stopa dywidendy powinna być pewnym buforem**

Model biznesowy Text raczej nie jest kapitałochłonny, stąd spółka hojnie dzieli się z akcjonariuszami. Uważamy, że stopa dywidendy w granicach 8-9% w najbliższych latach stanowi pewien bufor w trudniejszym momencie w historii spółki.



Kluczowe ryzyka

Ryzyko FX – Text 95% swoich przychodów realizuje w USD, stąd kurs USDPLN ma bardzo duże przełożenie na raportowane wyniki. Spółka nie zabezpiecza swojej ekspozycji walutowej, natomiast ok. 40-50% kosztów w USD stanowi pewnego rodzaju naturalny hedging.

Ryzyko jednoproduktowego modelu działalności – zarząd próbuje zdywersyfikować strukturę przychodową, jednak nadal ok. 85-90% sprzedaży stanowi Livechat. Jeżeli ten produkt straci swoją pozycję rynkową, może się to boleśnie odbić na wynikach spółki.

Ryzyko konkurencji (technologiczne) – segment rozwiązań do komunikacji tekstowej zmienia się bardzo dynamicznie, w szczególności w związku z rozwojem sztucznej inteligencji. Text jest jednym z globalnych liderów tego rynku, jednak tak duża strukturalna zmiana zawsze stanowi wyzwanie technologiczne. Jednocześnie dość niskie bariery wejścia zachęcają kolejne podmioty do wejścia na rynek, choć budowa jakościowego rozwiązania okazuje się być trudniejsza niż wydaje się to na pierwszy rzut oka.

Ryzyko trendów w e-commerce – klienci spółki to głównie szeroki przekrój biznesów związanych z e-commerce, stąd Text jest eksponowany na trendy w tym sektorze. Konsolidacja, zmniejszony ruch w Internecie i zwiększona rola AI w procesach zakupowych to potencjalnie największe ryzyka dla biznesu Text.

Ryzyko kosztów modelu dystrybucyjnego – dotychczas spółka ponosiła bardzo ograniczone koszty dystrybucji swoich produktów (głównie dzielenie się przychodami z partnerami afiliacyjnymi). Zmiany w otoczeniu konkurencyjnym i sposobie korzystania z Internetu mogą negatywnie odbić się na kosztach sprzedaży. Dodatkowo, spółka rozwija swoje struktury, które mają być odpowiedzialne za lepsze dotarcie do większych klientów – ten projekt może również nie przynieść oczekiwanych zwrotów.

Ryzyko wycen w sektorze technologicznym – wyceny rynkowe w sektorze technologicznym cechują się dużą zmiennością i raczej optymistycznymi założeniami dotyczącymi przyszłości. Globalne nastroje mogą mieć wpływ również na rynkowe postrzeganie Text.

Wycena

Nasza wycena bazuje na modelu DCF. Dodatkowo, dla celów ilustracyjnych, zaprezentowaliśmy wycenę porównawczą uwzględniając spółki porównywalne notowane w USA.

Według naszych obliczeń cena docelowa Text to 57 PLN na akcję.

DCF model

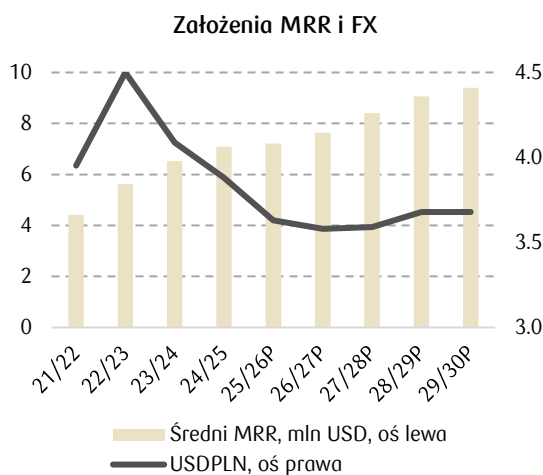
Model DCF jest złożony z dwóch faz. W fazie pierwszej w latach 2025/26P-2029/30P szczegółowo prognozujemy wszystkie kluczowe parametry potrzebne do wyceny spółki, a w szczególności MRR, kurs USDPLN, koszty w układzie rodzajowym, nakłady inwestycyjne oraz pozycje bilansowe.

Faza druga trwa od 2029/30P i zakładamy, że spółka będzie kontynuowała swoją działalność w nieskończoność.

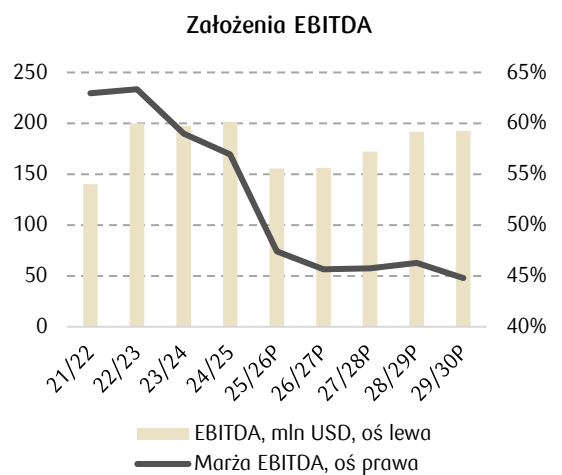
W drugiej fazie zakładamy stałą stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 1,0% rocznie.

Używamy stopy dyskontującej opartej na WACC. Stopa wolna od ryzyka jest przyjęta na poziomie 5,5%. Beta jest założona na poziomie 1,2x. Premię za ryzyko rynkowe przyjęliśmy na poziomie 5,5%. 7% stopa podatkowa odzwierciedla ulgę IP Box.

Dyskontujemy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla firmy na dzień 31 marca 2025 i odejmujemy prognozowany dług netto (dodajemy gotówkę netto).



Źródło: BM PKO BP, Text



Źródło: BM PKO BP, Text

WACC							
	2024/25	2025/26P	2026/27P	2027/28P	2028/29P	2029/30P	2029/30P<
Stopa wolna od ryzyka	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Premia rynkowa	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Premia za ryzyko długu	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Stopa podatkowa	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Koszt kapitału własnego	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%
Koszt długu	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Waga kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Waga długu	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
WACC	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%

Źródło: prognozy DM PKO BP

Model DCF							
mIn PLN	2024/25	2025/26P	2026/27P	2027/28P	2028/29P	2029/30P	2029/30P<
EBIT	177.4	130.1	128.8	142.8	160.6	159.2	160.8
Stopa podatkowa	7%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
NOPLAT	165.0	121.0	119.8	132.8	149.3	148.1	149.6
CAPEX	-30.8	-32.8	-34.9	-37.1	-39.4	-41.9	-40.0
Amortyzacja	24.3	25.7	27.5	29.4	31.3	33.2	40.0
Kapitał obrotowy	4.1	0.2	0.5	1.3	1.5	0.6	0.0
Leasing	-1.1	-1.2	-1.3	-1.5	-1.6	-1.8	-1.5
FCF	161.5	112.9	111.7	125.0	141.1	138.3	148.1
WACC	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%
Współczynnik dyskonta	0.00	0.89	0.80	0.71	0.63	0.56	
DFCF	0.0	100.7	88.9	88.7	89.3	78.1	
Wzrost w fazie II	1.0%						
Suma DFCF - Faza I	445.7						
Suma DFCF - Faza II	753.6						
Wartość Firmy (EV)	1,199.3						
Dług / gotówka netto (bez leasingu)	-78.1						
Udziały mniejszości & pozostałe aktywa	0.0						
Wartość godziwa na 31.03.2025	1,277.4						
Rozwodniona liczba akcji (mln szt.)	25.8						
Wartość godziwa na akcję	49.6						
Odcięte dywidendy	1.5						
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	57.0						
Cena bieżąca	53.5						
Oczekiwana stopa zwrotu	6.7%						

Źródło: prognozy DM PKO BP

Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	11.1%	57.0	58.6	60.4	62.3	64.5
	11.6%	55.5	57.0	58.6	60.4	62.3
	12.1%	54.2	55.5	57.0	58.6	60.4
	12.6%	52.9	54.2	55.5	57.0	58.6
	13.1%	51.8	52.9	54.2	55.5	57.0

Źródło: DM PKO BP

Wskaźnik	2025/26P
EPS, GAAP (PLN)	4,70
Przychody (mn PLN)	328,6
Marża Brutto %	67,4%
EBIT (mn PLN)	130,1
EBITDA (mn PLN)	155,8
Zysk netto, GAAP (mn PLN)	121,0
Dług netto (mn PLN)	-86,3
BPS (PLN)	5,61
DPS (PLN)	6,06
Rentowności kapitału własnego %	83,8%
Wskaźnik rentowności aktywów %	51,4%
Deprecjacja (mn PLN)	25,7
Amortyzacja (mn PLN)	0,0
Wolne przepływy pieniężne (mn PLN)	112,9
CAPEX (mn PLN)	32,8

Źródło: BM PKO BP

Wycena porównawcza

Spółka	C/Z			EV/EBITDA			EV/Sprzedaż		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
LivePerson	-	-	-	-	107.1	-	2.0	2.2	-
HubSpot	52.8	44.0	35.9	36.1	29.8	23.8	8.1	7	6.0
Salesforce	25.1	22.2	19.9	15.7	13.8	12.6	6.2	5.7	5.3
Freshworks	22.8	20.1	16.9	16.7	12.4	8.5	3.6	3.2	2.9
Domo	-	-	-	164.9	32.6	25.7	2.3	2.3	2.2
Intapp	50.2	40.6	33.5	39.5	30.7	25.7	6.8	6.0	5.3
Riskified	38.8	22.4	19.9	21.8	11.8	7.9	1.5	1.4	1.2
Mediana	38.8	22.4	19.9	28.9	29.8	18.2	3.6	3.2	4.1
Livechat	11.4	11.5	10.4	8.3	8.3	7.5	4.0	3.8	3.4
premia/dyskonto	-71%	-49%	-48%	-71%	-72%	-59%	9%	18%	-15%

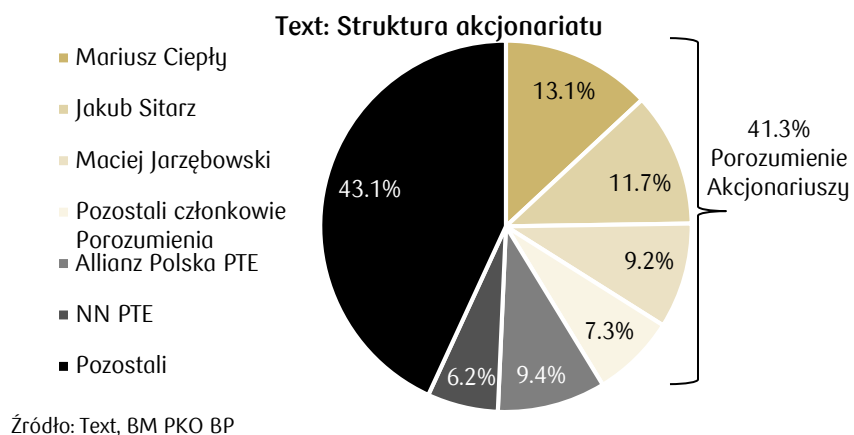
Model biznesowy

Ogólny opis

Założona w 2002 r. spółka Text (pierwotna nazwa – LiveChat Sp. z o.o.) skupia swoją działalność na dostarczaniu firmom oraz instytucjom rozwiązań w modelu SaaS (Software-as-a-Service), wspierających prowadzenie komunikacji online, w szczególności tekstowej, z ich klientami, partnerami oraz innymi interesariuszami. Flagowy produkt Text to LiveChat, który w czasie rzeczywistym obsługuje ruch przez czaty na stronach internetowych. Inne rozwiązania proponowane przez spółkę to m.in. ChatBot (aplikacja pozwalająca na łatwe tworzenie zautomatyzowanych scenariuszy rozmów), HelpDesk (obsługa spraw zgłaszanych przez klientów) czy KnowledgeBase (bazy wiedzy zarówno dla pracowników, jak i klientów).

Akcjonariat

Od 2014 r. Text notowany jest na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Spółka obecnie jest kontrolowana przez Porozumienie Akcjonariuszy, które łącznie posiada 41,3% głosów. Wśród Porozumienia największe pakiety akcji mają CEO Mariusz Ciepły (13,1%), oraz inni współzałożyciele spółki – wiceprzewodniczący RN Jakub Sitarz (11,7%) i przewodniczący RN Maciej Jarzębowski (9,2%). W przeszłości zarząd miał plany listowania spółki w Stanach Zjednoczonych, jednak ten projekt nie został zrealizowany i obecnie akcje Text handlowane są wyłącznie na warszawskim parkiecie.



Zarząd

Obecnie zarząd jest dwuosobowy:

Mariusz Ciepły – CEO – jeden z założycieli spółki w 2002 r., aktualnie posiadający największy pakiet akcji (13,1%). Od 2010 pełniący funkcję prezesa zarządu. Ukończył studia magisterskie informatyczne na Wydziale Elektroniki Politechniki Wrocławskiej.

Urszula Jarzębowska – CFO – ze spółką związana również od samego początku, czyli 2002 r. W 2010 r. została powołana do zarządu. Posiada tytuł magistra uzyskany w Katedrze Rachunkowości i Controllingu Przedsiębiorstw Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, a także absolwentka studiów podyplomowych z zakresu controllingu i standardów rachunkowości.

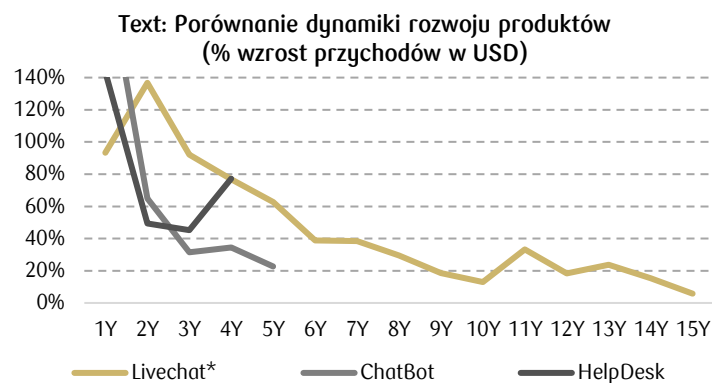
Ponadto, w Text funkcjonuje obecnie 4 innych menadżerów w randze CXO (chief officers), jednak nie są oni członkami zarządu spółki. Wszyscy to wieloletni pracownicy.

Przychody i oferta produktowa

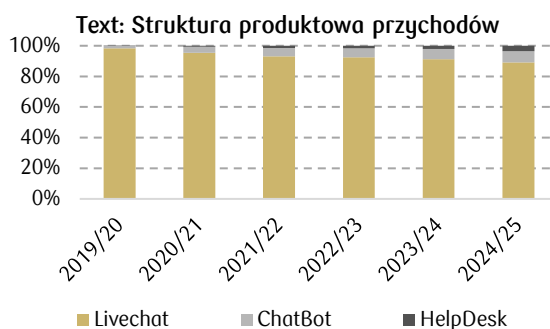
Oferta produktowa Text nie jest szczególnie rozbudowana, a struktura przychodowa zdominowana (ok. 85-90%) przez pierwszy produkt spółki, czyli Livechat. Od premier kolejnych rozwiązań upłynęło już kilka lat:

- KnowledgeBase – 2017 r.;
- ChatBot – 2018 r.;
- HelpDesk – 2019 r.;

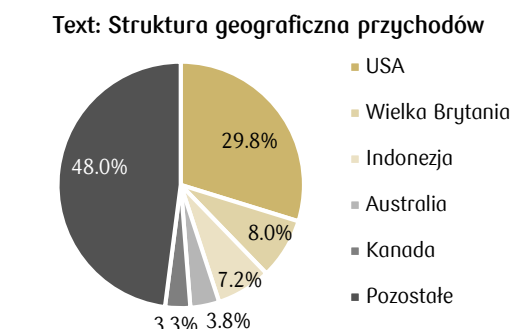
Jednak dywersyfikacja postępuje bardzo stopniowo, a według naszych analiz nowe produkty rosną wolniej niż Livechat w porównywalnym momencie rozwoju (oferowany w modelu SaaS od 2010). Dodatkowo, w 2022 r. udostępniony został darmowy OpenWidget.



Źródło: BM PKO BP, Text; * - dla Livechat jako pierwszy rok przyjęty 2010



Źródło: BM PKO BP, Text



Źródło: BM PKO BP, Text

Pomimo zdywersyfikowanej struktury geograficznej przychodów, **około 95% sprzedaży jest dokonywana w USD**, stąd kurs USDPLN jest jedną z kluczowych zmiennych makroekonomicznych mających wpływ na wyniki finansowe Text.

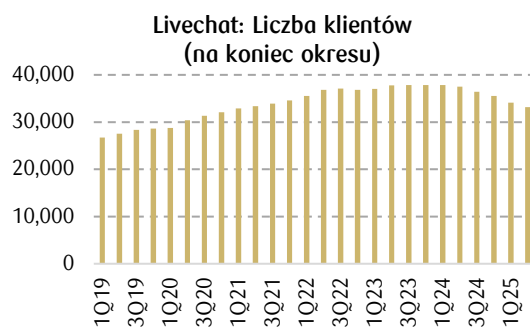
Poniżej przedstawiamy bardziej szczegółowy opis produktów spółki:

UWAGA: Text poinformował, że w kwartale kończącym się 30 czerwca 2025 (1Q25/26) po raz ostatni zaprezentował liczbę klientów oraz średni przychód na sprzedaną licencję w podziale na produkty. Poniżej korzystamy z danych historycznych.

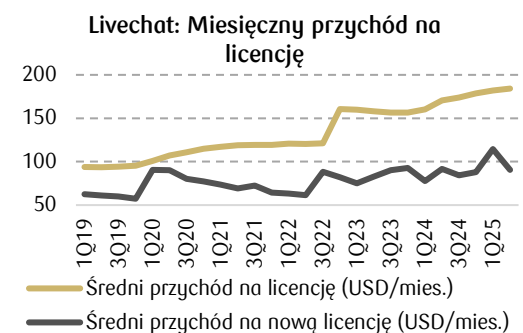
- **Livechat**

Platforma pozwalająca prowadzenie rozmów z odwiedzającymi stronę internetową w czasie rzeczywistym. Obsługuje wiele kanałów (np. e-mail, media społecznościowe), może być zintegrowana z narzędziami CRM, a przy pomocy ChatBota również częściowo automatyzować obsługę. Livechat posiada również panel analityczny, a także wspiera sprzedaż np. poprzez automatyczne wywoływanie rozmowy po określonym zachowaniu klienta.

Rozwiązanie oferowane jest w wersji mobilnej, desktop oraz przez przeglądarkę internetową.



Źródło: BM PKO BP, Text



Źródło: BM PKO BP, Text

Fundament rozwoju Text, który swoją nazwę z LiveChat Software zmienił dopiero w 2023 r. Oprócz dobrze ocenianego produktu, jego siłą jest też niezwykle sprytna strategia sprzedażowa – rozwiązanie nazywało się dokładnie tak, jak cała kategoria *livechat*. Powodowało to bardzo korzystne pozycjonowanie dla wyszukiwania tego typu oprogramowania.

Jak widać na powyższym wykresie, nawet najlepsze modele z czasem napotykają na bariery – przy nieco zwiększonym *churn* (wskaźnik odejść klientów), który zwykle kształtuje się w granicy 3-4%, Text nie jest w stanie generować wystarczających przyrostów brutto, które zapewniłyby dalszy wzrost bazy klientów. Spółka stara się kompensować to wzrostem cen i bardziej szczerłą polityką sprzedażową, jednak te czynniki mają swoje ograniczenia.

Livechat: Porównanie planów dla klientów

Plan	Starter	Team	Business	Enterprise
Cena (USD/osobę/miesiąc)	20	41	59	indywidualna
Kluczowe funkcje	- Co-pilot AI	Plan Starter +:	Plan Team +:	Plan Business +:
	- Obsługa do 100 klientów	- Obsługa do 400 klientów	- Obsługa do 1000 klientów	- Negocjowana obsługiwana liczba klientów
	- 60-dni historii czatu	- Nielimitowana historia czatu	- Planowanie pracy agentów	- Indywidualny opiekun klienta
	- wsparcie 24/7/365	- Podstawowa analityka danych	- Analityka danych na żądanie	- Wsparcie programistów
	- 1 użytkownik	- Nielimitowana liczba użytkowników	- Nielimitowana liczba użytkowników	- Zwiększone bezpieczeństwo (HIPAA)

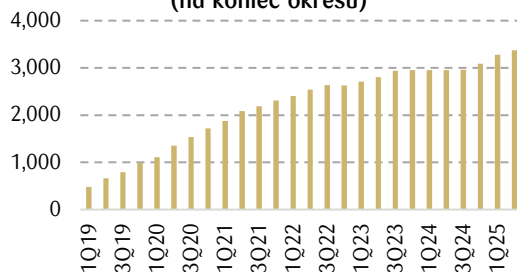
Źródło: BM PKO BP, Text

- ChatBot

Produkt generujący ok. 7-8% przychodów. ChatBot w swoim początkowym stadium służył do ręcznego przygotowywania zautomatyzowanych scenariuszy rozmów z klientami, jednak ewolucja technologiczna pozwoliła na wskazywanie aplikacji źródeł danych, na podstawie których sama potrafi prowadzić konwersację z klientami. Użytkownik nadal może ręcznie poprawiać odpowiedzi przygotowane przez AI, a najbardziej skomplikowane przypadki mogą być przekazywane do rzeczywistego agenta.

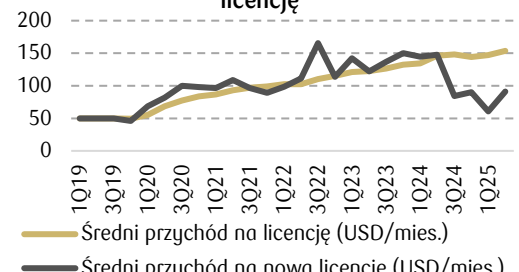
Rozwiązanie może być używane jako „nakładka” na Livechat, Shopify, Messengera, Slacka czy inne popularne platformy oraz komunikatory.

ChatBot: Liczba klientów (na koniec okresu)



Źródło: BM PKO BP, Text

ChatBot: Miesięczny przychód na licencję

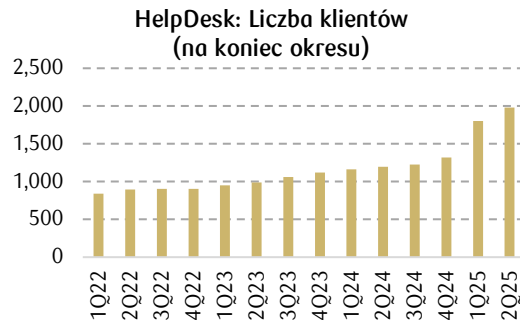


Źródło: BM PKO BP, Text

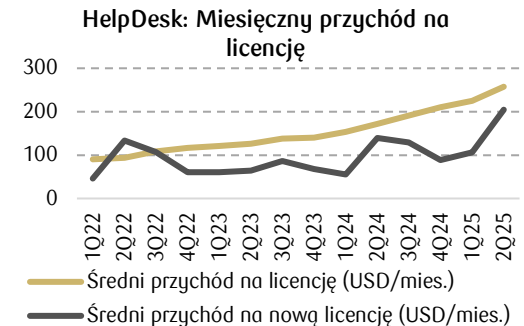
Cennik zaczyna się od 52 USD/miesiąc (12k chatów/rok) i kończy na 424 USD miesięcznie (300k chatów/rok). Każdy chat po przekroczeniu limitu wyceniony jest na 0.03 USD.

- HelpDesk

Aplikacja wspomagająca zarządzanie sprawami zgłoszonymi przez klientów, które wymagają obsługi. Stanowi ok. 5-6% przychodów, jednak należy zauważyć, że dopiero niedawno Text zdecydował się na wyłączenie podobnego (uproszczonego) systemu wbudowanego w produkt Livechat.



Źródło: BM PKO BP, Text



Źródło: BM PKO BP, Text

Korzystanie z platformy kosztuje od 29 USD/miesiąc za użytkownika dla mniejszych klientów, podczas gdy najbardziej za popularne rozwiązanie biznesowe trzeba zapłacić 50 USD/miesiąc za każde konto.

- **KnowledgeBase**

Marginalny udział w przychodach. Platforma pozwalająca na tworzenie własnych baz wiedzy, zarówno dla własnych pracowników, jak i klientów. Cena KnowledgeBase wynosi 49 USD/miesiąc przy płatności na rok z góry lub 59 USD przy płatnościach miesięcznych.

- **OpenWidget**

Darmowy program pozwalający na wyświetlanie użytkownikowi niewielkich interaktywnych elementów graficznych (tzw. widżetów). Według informacji spółki, w przyszłości może on uzyskać płatną wersję premium lub stanowić kanał dystrybucji dla innych produktów.

- **TextApp (Suite)**

Obecnie flagowy projekt, który pochłania większość zasobów i uwagi zespołu. TextApp ma za zadanie zintegrować istniejące rozwiązania oraz dodać więcej elementów AI. Na ten moment z rozwiązania testowo korzysta ok. 700 użytkowników (w większości korzystających wcześniej z innych aplikacji), którzy nadal płacą stawki jak za używanie podstawowej wersji produktu lub produktów.

TextApp udostępniony jest już także w formule „soft launch”, czyli z umożliwionym zakładaniem nowych kont, jednak nie są prowadzone aktywne działania marketingowe.

Text ciągle pracuje nad wyceną usługi TextApp, która ma stopniowo zmierzać w stronę bardziej uzależnionej od wykorzystania produktu (podobnie do istniejącego rozwiązania w ChatBot). Obecnie prezentowany cennik prezentuje się następująco:

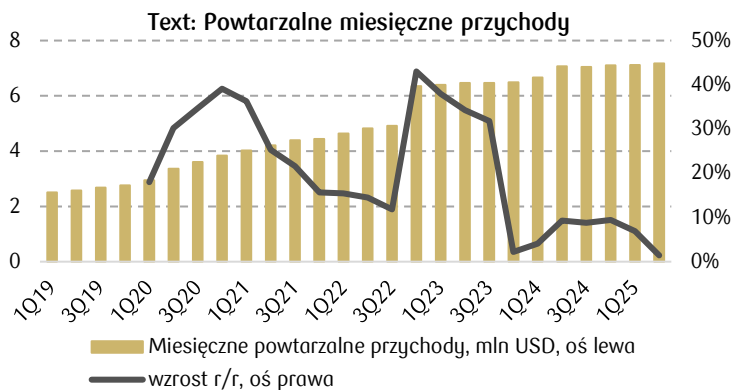
TextApp: Porównanie planów dla klientów

Plan	Essential	Growth	Enterprise
Cena	1) 19 USD/mies. (1 konto) 2) +0,99 USD/interakcja ponad plan 3) +0,17 USD/1000 wywołań API ponad plan	1) 1 499 USD/mies. (5 kont) 2) 85 USD/mies. (dod. konta) 3) +0,99 USD/interakcja ponad plan 4) +0,17 USD/1000 wywołań API ponad plan	1) od 3 999 USD/mies. (10 kont) 2) 135 USD/mies. (dod. konta) 3) +0,99 USD/interakcja ponad plan 4) +0,17 USD/1000 wywołań API ponad plan
	- Agent AI (10 interakcji/mies) - Podstawowe funkcje AI (podpowiedzi, edycja tekstu) - Obsługa do 50 klientów - Automatyzacja do 3 powtarzalnych procesów - Wbudowany system obsługi spraw klientów ("ticketów") - 20k wywołań API/mies.	Plan Essential +: - Agent AI (500 interakcji/mies) - Rozbudowane funkcje AI (podsumowanie i analiza chatów) - Obsługa do 400 klientów - Automatyzacja do 10 powtarzalnych procesów - Automatyczne przydzielanie czatów i ticketów do agentów - 200k wywołań API/mies.	Plan Growth +: - Agent AI (2 000 interakcji/mies) - Zaawansowane funkcje AI (rozbudowane podpowiedzi i sugestie) - Negocjowana liczba klientów - Automatyzacja do 30 powtarzalnych procesów - Własne dashboards - 1 mln wywołań API/mies.

Źródło: BM PKO BP, Text

Klienci korzystający z więcej niż jednego rozwiązania odpowiadali na koniec czerwca za ok. 35% (+11 p.p r/r) miesięcznych powtarzalnych przychodów.

Spółka jednocześnie stara się kierować swoją ofertę do coraz większych przedsiębiorstw oraz rozszerzać portfolio dla istniejących kont. Udział klientów przynoszących miesięcznie ponad 500 USD wzrósł na koniec czerwca 2025 do blisko 50% wobec 40% rok wcześniej.

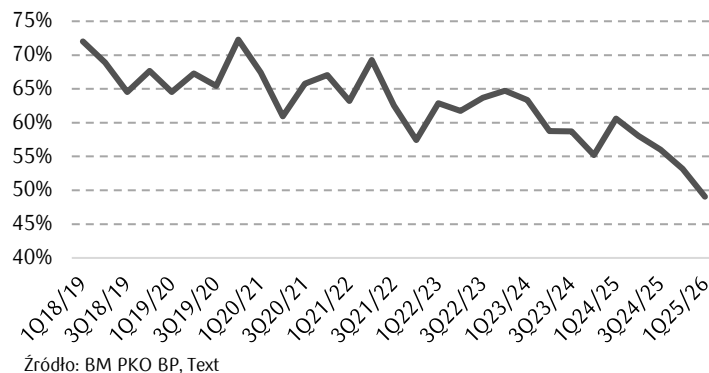


Źródło: BM PKO BP, Text

Struktura kosztów

Działalność Text charakteryzuje się nadal bardzo dobrą rentownością, jednak należy zauważyć wyraźnie spadkowy trend w ostatnich latach. Marża EBITDA spadła z 70% w 2018/19 do poniżej 50% w 1Q25/26 (z wyraźnym przyspieszeniem w ostatnich kwartałach).

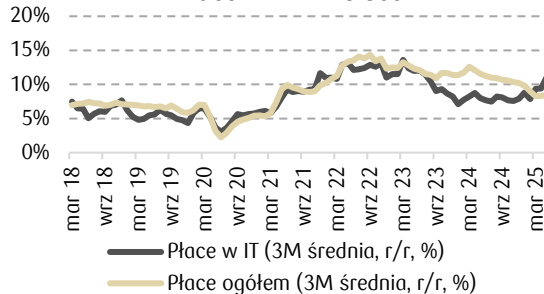
Text: Marża EBITDA



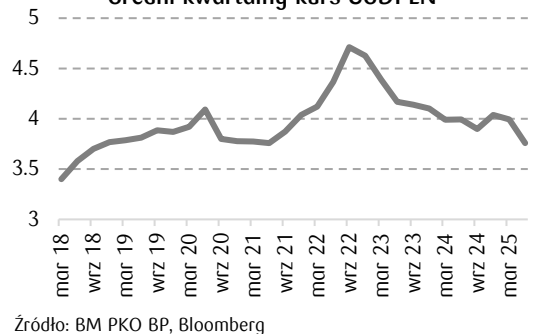
Naszym zdaniem nie ma jednego czynnika, który zadecydował o tym trendzie. Uważamy, że rozważyć trzeba kombinację następujących czynników:

- 1) Rosnąca konkurencja o pracowników w IT, ale także rozrastający się zespół;
- 2) Zwiększająca się presja kosztowa ze strony infrastruktury;
- 3) Niekorzystne zachowanie USDPLN – niemal jednostajny spadek kursu z niemal 5x pod koniec 2022, do okolic 3,6-3,7x obecnie;
- 4) W ostatnich kwartałach również rozwój produktu Suite;

Płace w IT w Polsce

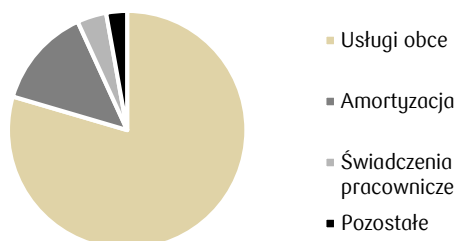


Średni kwartalny kurs USDPLN

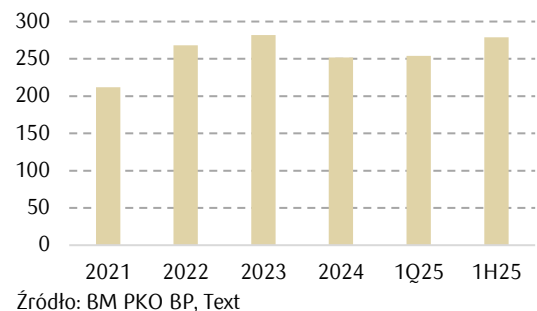


Jeśli chodzi o samą strukturę kosztów, to największą pozycję stanowią koszty usług obcych, na które składają się głównie koszty pracownicze (B2B), koszty infrastruktury oraz dystrybucji przez podmioty zewnętrzne.

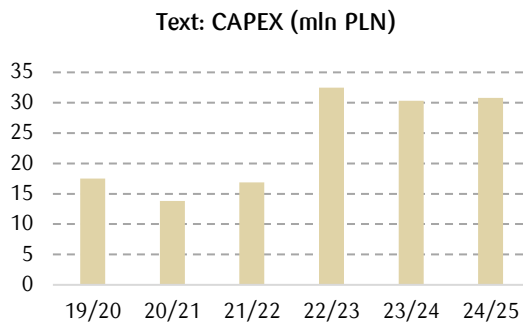
Text: Koszty według rodzaju



Text: Wielkość zespołu



Jak prawie każda spółka IT, Text kapitalizuje część kosztów wynagrodzeń jako nakłady rozwojowe. W naszej opinii w przypadku Text nie powoduje to jednak nadmiernie pozytywnego obrazu rachunku zysków i strat (roczny CAPEX wynosi ok. 30 mln PLN), choć zwraca uwagę skok z kilkunastu mln PLN rocznie w 21/22 do obecnych poziomów.



Źródło: BM PKO BP, Text

Otoczenie rynkowe

Dla Text dzisiaj kluczowa jest przede wszystkim sytuacja na rynku livechat, jednak rozwój oferty produktowej może spowodować, że spółka będzie w stanie zwiększać swój udział rynkowy w innych kategoriach (help desk, chat bot, rozwiązania zintegrowane).

Według firmy badawczej Datanyze, na rynku istnieje ponad 200 rozwiązań typu livechat, z czego większość próbuje budować skalę w modelu freemium (podstawowa wersja za darmo, bardziej zaawansowane elementy płatne). Cały rynek wart jest dziś ok. 1 mld USD, a w najbliższych latach według analityków ma rosnąć o 8-11%.

Z kolei Bloomberg (we współpracy z IDC) szacuje, że rynek chatbotów AI może rozwijać się w tempie 75% z dzisiejszych 0,3 mld USD. Text podaje w swoim sprawozdaniu wielkość rynku chatbotów w bardzo szerokim przedziale 0,7 – 7 mld USD z tempem wzrostu spodziewanym przez analityków na 22-28%.

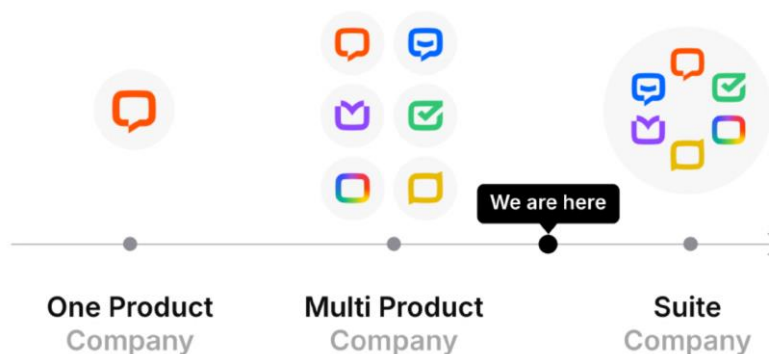
Wreszcie rynek helpdesk ma szacowaną wielkość ok. 10-13 mld USD i będzie rozwijał się prawdopodobnie najwolniej, w tempie 7-10%.

Kluczowi konkurenci Text to rozwiązania oferowane przez takie firmy jak Intercom, Zendesk, Freshworks, LiveAgent, ZohoDesk, Tawk.to czy HubSpot.

Strategia

Mottem Text jest „wspieranie organizacji w osiągnięciu lepszej jakości obsługi klienta poprzez analitykę, wzbogacanie i automatyzację komunikacji tekstowej”.

Spółka przeszła drogę od jednego produktu (Livechat) do wieloproduktowej (choć nadal z dominującym udziałem jednego rozwiązania). Następnym krokiem ma być stworzenie rozwiązania *suite*, które będzie łączyło potencjał wszystkich wypracowanych aplikacji, a dodatkowo starało się wykorzystać potencjał AI.

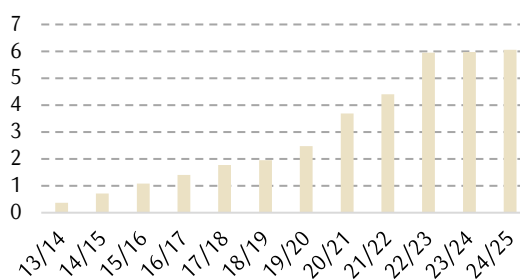


Źródło: Text

Text zawsze pozycjonował się jako rozwiązanie o bardzo wysokiej jakości, co wiązało się zwykle z nieco droższymi planami niż u konkurencji. Jednocześnie spółka przyjęła bardzo intrygujący model dystrybucji, w dużej mierze oparty o dobre pozycjonowanie w wyszukiwarkach (nazwa produktu *LiveChat* była kluczowa w tym procesie), co pomagało uzyskać wysokie marże. Przekierowanie do platformy Suite oraz chęć rozszerzenia zasięgu wśród większych klientów będzie prawdopodobnie nakładała presję na koszty sprzedaży.

Zarząd w ostatnich latach nie był zbyt aktywny w zakresie przejęć i preferował wypłatę wysokich dywidend. Jednocześnie model finansowy pozostaje konserwatywny i Text regularnie może pochwalić się nadwyżkami gotówkowymi (ponad 100 mln PLN na koniec 2Q25).

Text: Dywidenda (PLN/akcję)



Źródło: BM PKO BP, Text

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25	25P/26P	26P/27P	27P/28P	28P/29P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	179	223	316	335	354	329	343	377	415
EBITDA	117	140	199	198	202	156	156	172	192
Zysk z działalności operacyjnej	107	128	185	178	177	130	129	143	161
Zysk przed opodatkowaniem	107	128	185	178	178	130	129	143	161
Podatek dochodowy	-7	-9	-13	-12	-13	-9	-9	-10	-11
Zysk (strata) netto	100	119	172	166	165	121	120	133	149
Bilans	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25	25P/26P	26P/27P	27P/28P	28P/29P
Aktywa Trwałe	37	42	60	76	89	96	103	111	119
Wartości niematerialne i prawne	33	39	57	69	77	84	91	99	107
Rzeczowe aktywa trwałe	4	3	3	2	6	6	6	6	6
Inwestycje	0	1	1	5	6	6	6	6	6
Aktywa Obrotowe	85	96	137	134	138	139	138	150	167
Zapasy	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Należności	26	39	40	48	58	51	53	59	65
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	0	0	1	1	2	2	2	2	2
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	59	56	96	85	78	86	82	90	101
Aktywa razem	122	138	197	210	227	236	241	262	286
Kapitał Własny	107	125	175	127	136	144	149	168	191
Kapitały mniejszości	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania	15	13	22	84	91	91	92	93	95
Zobowiązania długoterminowe	2	1	0	2	6	6	6	6	6
Kredyty i pożyczki	2	0	0	0	0	0	0	0	0
Zobowiązania handlowe i pozostałe	0	1	0	2	6	6	6	6	6
Zobowiązania krótkoterminowe	13	13	22	81	84	85	85	87	89
Kredyty i pożyczki	-1	0	0	0	0	0	0	0	0
Zaliczki	5	0	5	1	0	0	0	0	0
Zobowiązania handlowe i pozostałe	7	11	15	12	14	15	15	17	19
Pasywa razem	122	138	197	210	227	236	241	262	286
Rachunek Przepływów Pieniężnych	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25	25P/26P	26P/27P	27P/28P	28P/29P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	106	115	195	178	180	155	147	160	178
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-14	-17	-32	-30	-31	-33	-35	-37	-39
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-72	-97	-114	-158	-156	-114	-116	-115	-128
Wskaźniki (%)	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25	25P/26P	26P/27P	27P/28P	28P/29P
ROE	107,7%	102,7%	114,7%	110,0%	125,1%	86,2%	81,6%	83,6%	83,0%
Dług netto	-56,9	-55,7	-95,8	-84,9	-77,7	-86,3	-82,3	-89,8	-100,6

Źródło: prognozy DM PKO BP

KONTAKTY

Biurowe Analiz Rynkowych

Emil Łobodziński	(doradca inwestycyjny)	(022) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Konrad Maślankiewicz	(analityk)	(022) 521 52 04	konrad.maslankiewicz@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Andrzej Rembelski	(energetyka, IT)	(022) 521 79 03	andrzej.rembelski@pkobp.pl

Biurowe Strategicznych Klientów Indywidualnych

Paweł Kodym	(dyrektor)	(022) 521 80 14	pawel.kodym@pkobp.pl
Michał Petruczeńko		(022) 521 79 69	michal.petruczenko@pkobp.pl
Ewa Kalinowska		(022) 521 79 88	ewa.kalinowska.2@pkobp.pl
Grzegorz Klepacki		(022) 521 78 76	grzegorz.klepacki@pkobp.pl
Joanna Makowska		(022) 342 99 34	joanna.makowska@pkobp.pl
Jacek Gaszewski		(022) 342 99 28	jacek.gaszewski@pkobp.pl
Ewald Wyszołmirski		(022) 521 78 39	ewald.wyszołmirski@pkobp.pl
Przemysław Lasota		(022) 580 33 14	przemyslaw.lasota@pkobp.pl
Tomasz Zabrocki		(022) 521 82 13	tomasz.zabrocki@pkobp.pl

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza rekomendacja (dalej: „Rekomendacja”) została opracowana przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego (dalej: „BM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującą), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyłącznie na potrzeby klientów BM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następnych dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Niniejsza rekomendacja została sporządzona na indywidualne zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., za wynagrodzeniem. Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. przysługują autorskie prawa tych raportów.

Ileokroć w rekomendacji mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się rekomendacja. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków BM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinii zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta.

Rekomendacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak BM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Rekomendacji były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nieprawidłowe. BM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. BM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchyla się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Rekomendacji. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należytą starannością oraz rzetelnością. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Rekomendacji w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Rekomendacji. BM PKO BP może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Rekomendacji. Takie rekomendacje odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. BM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

BM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. BM PKO BP zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Niniejsza rekomendacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony BM PKO BP, Analitycy nie otrzymują żadnych innych świadczeń od Emitenta, ani innych osób trzecich za sporządzane rekomendacje. Analitycy sporządzający rekomendacje otrzymują wynagrodzenie zmienne, zależne pośrednio od wyników finansowych BM PKO BP, które mogą zależeć m.in. od wyniku osiągniętego przez BM PKO BP w zakresie świadczonych usług maklerskich.

BM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie BM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego”, jak również umową o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym przez BM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad BM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni
kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji
EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja BM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modele zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

Rekomendacje stosowane przez BM PKO BP

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacji może zostać nadany status „W TRAKCIE REWIZJI”, który oznacza, że na skutek nieoczekiwanego zdarzenia wydana rekomendacja przestaje obowiązywać, a BM PKO BP prowadzi badania inwestycyjne, zmierzające do jej aktualizacji. Efektem badań inwestycyjnych będzie wydanie nowej rekomendacji.

Rekomendacji może zostać nadany status „ZAWIESZONA”, który oznacza, że BM PKO BP wstrzymał prowadzenie Badań inwestycyjnych. Po wznowieniu Badań inwestycyjnych aktualna staje się ostatnio wydana Rekomendacja.

Rekomendacje wydawane przez BM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. BM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

Podmioty powiązane z BM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). BM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

BM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
TEXT	1: NIE, 2: NIE, 3: NIE, 4: NIE, 5: NIE, 6: NIE, 7: NIE, 8: NIE, 9: NIE

Objaśnienia:

- W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
- BM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
- BM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
- BM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
- BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- PKO BP posiada pozycję dług netto przekraczającą 0,5% kapitału zakładowego emitenta.
- PKO BP posiada pozycję krótką netto przekraczającą 0,5% kapitału zakładowego emitenta.
- Pracownicy zaangażowani w pracę nad rekomendacją posiadają pozycję dług netto lub pozycję krótką netto przekraczającą 0,5% kapitału zakładowego emitenta.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z BM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Rekomendacji.

Ujawnienia

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

Pozostałe ujawnienia

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

W BM PKO BP obowiązują regulacje wewnętrzne służące zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne oraz ograniczenia w zakresie przepływu informacji uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami BM PKO BP, w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji, w szczególności wdrożona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna BM PKO BP zapewnia rozdzielenie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy BM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą rekomendację a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania.

Data i godzina podana na pierwszej stronie raportu jest datą i godziną zakończenia sporządzenia rekomendacji.

Data pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji jest tożsama z datą podaną na pierwszej stronie raportu. Godzina pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji to 7:40.

Ilekoć w treści rekomendacji podaje się cenę instrumentu finansowego, należy przyjąć, że jest to cena z poprzedniego dnia notowań, z godziny 17:58.

Poniżej wykaz wszystkich rekomendacji sporządzonych przez BM PKO BP w okresie ostatnich 12 miesięcy w ramach „Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 5.0”:

Spółka	Rekomendacja	Data rekomendacji	Cena docelowa	Cena odnośna*	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E			EV/EBITDA			Analityk
						2024	2025P	2026P	2024	2025P	2026P	
Oponeo	Kupuj	2025-08-25	120,00	92,40	1006,7	8,9	11,6	9,8	6,3	7,7	5,8	Piotr Łopaciuk
Text	Trzymaj	2025-09-10	57,00	53,45	1367,33	11,2	11,3	11,4	6,4	8,2	8,2	Andrzej Rembelski

*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu