

czwartek, 11 września 2025 | update

cyber_Folks: kupuj (podtrzymana)

CBF PW; CBF.WA | TMT, Polska

Cyfrowy ekosystem gotowy na dalsze wzrosty

cyber_Folks (CBF) to szybko rozwijający się holding spółek technologicznych w Europie Środkowo-Wschodniej, aktywny w obszarach hostingu, e-commerce oraz komunikacji CPaaS. Grupa obsługuje blisko 400 tys. klientów w ponad 100 krajach. Od debiutu giełdowego w grudniu 2017 r. jej przychody wzrosły ponad dziesięciokrotnie, a stopa zwrotu z akcji znacząco przewyższyła benchmark WIG (ponad >1020% vs. 66%).

Niedawne przejęcie Shopera umożliwiło stworzenie unikalnego ekosystemu 360°, zapewniającego klientom kompleksową obecność w sieci – od infrastruktury serwerowej i rejestracji domen, przez platformy e-commerce, po narzędzia marketingowe i komunikacyjne. cyber_Folks wyróżnia się też zdywersyfikowaną i lojalną bazą klientów oraz wysoką efektywnością operacyjną (konwersja EBITDA na gotówkę operacyjną ~90%). Biorąc pod uwagę rosnącą obecność międzynarodową oraz skalowalność modelu biznesowego, dostrzegamy duży potencjał do dalszego wzrostu.

Cyber_Folks od lat konsekwentnie wzmacnia swoją pozycję rynkową poprzez akwizycje, które – obok rozwoju organicznego – stanowią kluczowy filar strategii wzrostu. Na przestrzeni ostatniej dekady spółka zrealizowała ponad 30 transakcji, w tym udane przejęcia takich podmiotów jak Shoper czy MailerLite. Bogate doświadczenie oraz udany track record zarówno w realizacji transakcji, jak i w skutecznej integracji nabytych spółek, potwierdzają że cyber_Folks posiada kompetencje niezbędne do osiągania synergii z przejęć. Stąd spodziewamy się pozytywnych efektów kolejnych akwizycji, w szczególności w obszarach: rozbudowy bazy klienckiej, rozwoju sprzedaży krzyżowej, ekspansji międzynarodowej oraz optymalizacji kosztowej.

Akcje CBF są obecnie wyceniane na poziomie EV/EBITDA'26 = 14,0x, co – mimo ostatniego wzrostu notowań – pozostaje naszym zdaniem atrakcyjnym poziomem. W związku z aktualizacją założeń modelu (w tym poziomu RFR) oraz prognoz wyników grupy (wyższe prognozy dla segmentu hostingu i domen), podnosimy cenę docelową do 210,80 PLN i podtrzymujemy rekomendację „kupuj”.

Emisja i wzrost przez przejęcia

We wrześniu 2025 r. cyber_Folks pozyskała 204 mln PLN z emisji akcji, przeznaczonych na finansowanie przejęć. Spółka analizuje obecnie 5 celów akwizycyjnych o wartości 15–150 mln EUR, a łączna wartość inwestycji może sięgnąć nawet 1 mld PLN. Dzięki emisji spółka zyskała elastyczność finansową, umożliwiającą realizację ambitnej agendy M&A, co może znacząco zwiększyć skalę działalności.

Wykorzystanie AI i transformacja Shopera

cyber_Folks intensywnie wdraża sztuczną inteligencję zarówno w swoich produktach, jak i w procesach wewnętrznych. W sty'25 uruchomiono kreator stron Now 2.0 oraz szablony e-commerce z automatycznym doбором treści i grafik. W strukturach wewnętrznych działa środowisko AI cyber_Mind, które wspiera zespoły operacyjne. Grupa planuje dalszy rozwój narzędzi AI w kierunku większej automatyzacji obsługi oraz predykcji potrzeb użytkowników. Równolegle Shoper przechodzi transformację w kierunku rozwiązania klasy Premium, obsługującego także większe marki oraz dostarczającego zaawansowaną analitykę.

(mln PLN)	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	479,9	657,0	918,3	1 028,8	1 181,1
Skor EBITDA	141,2	176,0	296,0	361,3	416,6
Marża	29,4%	26,8%	32,2%	35,1%	35,3%
EBIT	104,6	134,3	212,1	285,7	336,5
Zysk netto	50,8	116,8	68,3	104,6	130,4
P/E	49,9	21,7	39,5	25,6	20,6
P/S	5,3	3,9	3,2	2,7	2,3
P/BV	11,4	7,8	5,2	4,6	4,0
EV/EBITDA Skor.	29,5	22,9	17,7	14,0	11,7
DPS	0,93	1,50	2,00	2,27	3,49
DY	0,5%	0,8%	1,1%	1,3%	1,9%

cena bieżąca*	179,00 PLN
cena docelowa	210,80 PLN
kapitalizacja	2,74 mld** PLN
free float	0,7 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	1,3 mln PLN

*Cena z 10 września 2025 r., godz. 17:00; ** uwzględniając emisję akcji serii E

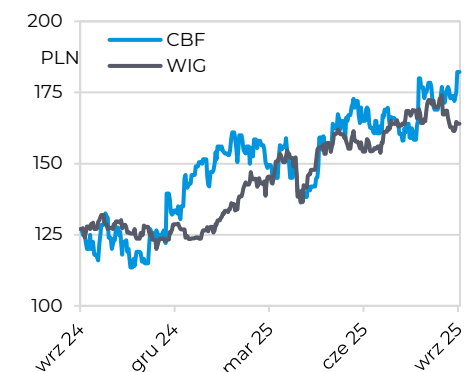
Struktura akcjonariatu

Jacek Duch	27,6%
Jakub Dwernicki	17,0%
Robert Dwernicki	7,1%
PTE Allianz Polska	5,7%
Aegon PTE	5,5%
TFI Allianz Polska	5,1%
Pozostali	32,0%

Profil spółki

cyber_Folks (dawniej R22) została założona w 1999 r. jako jedna z pierwszych firm hostingowych w Polsce. Obecnie Spółka obsługuje >400 000 klientów i generuje >880 mln zł przychodów rocznie. cyber_Folks skupia podmioty technologiczne z obszaru cyfryzacji biznesu, wspierające przedsiębiorstwa w ich obecności online, automatyzacji procesów biznesowych, komunikacji, marketingu i sprzedaży. Do grupy należą m. in. Vercom, MailerLite, Shoper FreshMail, PushPushGo czy SellIntegro.

cyber_Folks vs WIG



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
cyber_Folks	210,80	167,20	kupuj	kupuj
spółka	cena bieżąca		cena docelowa	potencjał zmiany
cyber_Folks	179,00		210,80	+17,8%
Aktualizacja prognoz			2026P	2027P
Przychody			-13,5%	-12,4%
EBITDA			6,2%	8,0%
EBIT			3,7%	7,0%
Zysk netto			14,3%	19,8%

Analityk:

Paweł Szpigiel
Ekspert ds. analiz
+48 509 603 258
pawel.szpigiel@mbank.pl

Czynniki ryzyka

Ryzyko braku możliwości podniesienia cen

Zakładamy, że cyber_Folks będzie w stanie sukcesywnie podnosić ceny we wszystkich swoich segmentach, co jest kluczowym założeniem dla realizacji naszej prognozy wzrostu przychodów i marż. W przypadku braku przestrzeni do rewizji cenników (np. ze względu na presję konkurencyjną lub ograniczoną elastyczność klientów), konieczna będzie korekta naszych założeń modelowych, co może skutkować rewizją w dół prognoz EBITDA oraz FCF.

Nadmierna zależność od dostawców

Vercom, operujący w ramach segmentu Vercom, współpracuje z operatorami sieci komórkowych oraz dostawcami usług e-mail bez zawierania długoterminowych kontraktów, co wynika z charakterystyki rynku. Brak zabezpieczenia warunków handlowych w dłuższym horyzoncie czasowym naraża spółkę na ryzyko pogorszenia warunków współpracy (np. wzrost stawek jednostkowych, ograniczenie dostępności usług), co mogłoby negatywnie wpłynąć na marże brutto i rentowność operacyjną. Dodatkowo, komunikacja push realizowana jest za pośrednictwem systemów operacyjnych mobilnych (iOS, Android), których właściciele mogą wprowadzać zmiany w politykach prywatności i zasadach komunikacji marketingowej. Tego typu zmiany mogą ograniczyć efektywność kampanii i przełożyć się na spadek wolumenów oraz przychodów.

Ryzyko technologicznego zapóźnienia

Rynek usług komunikacyjnych i marketing automation charakteryzuje się wysoką dynamiką innowacji. Obserwujemy rosnącą adopcję zintegrowanych platform CRM/CDP/CEP z komponentami AI, które oferują klientom szeroki zakres funkcjonalności. Brak inwestycji w rozwój technologiczny lub opóźnienia w adaptacji do nowych trendów mogą skutkować utratą konkurencyjności, presją cenową oraz odpływem klientów do bardziej zaawansowanych dostawców.

Ryzyko kadrowe

Zespół cyber_Folks cechuje się wysoką specjalizacją, co z jednej strony stanowi przewagę kompetencyjną, ale z drugiej zwiększa ryzyko operacyjne w przypadku rotacji kluczowych pracowników. Trudności w szybkim zastąpieniu ekspertów mogą prowadzić do opóźnień w realizacji projektów, pogorszenia jakości usług oraz negatywnego wpływu na reputację spółki. W kontekście rynku IT, gdzie konkurencja o talenty jest intensywna, ryzyko to należy uznać za istotne.

Rosnące koszty usług IT

Koszty związane z wynagrodzeniami, usługami podwykonawców oraz infrastrukturą IT stanowią istotną część kosztów operacyjnych. W warunkach utrzymującej się presji płacowej w sektorze technologicznym, cyber_Folks może być zmuszony do absorpcji części wzrostu kosztów, jeśli nie będzie w stanie skutecznie przenieść ich na klientów. Taka sytuacja mogłaby prowadzić do kompresji marż operacyjnych i pogorszenia wskaźników rentowności.

Ryzyko stóp procentowych

Na koniec czerwca 2025 roku cyber_Folks wykazywał podwyższony poziom zadłużenia (dług netto >2,3x* skorygowanego EBITDA proforma) z istotną ekspozycją na zmienną stopę WIBOR. W przypadku podwyżek stóp procentowych przez RPP lub brak obniżek w oczekiwanym terminie, koszty obsługi długu będą wysokie, co negatywnie wpłynie na wynik netto oraz przepływy pieniężne. Dodatkowo, wyceny spółek technologicznych są szczególnie wrażliwe na zmiany stóp procentowych ze względu na ich charakter wzrostowy i długoterminowy profil przepływów.

Ryzyko związane z działalnością M&A

Spółka posiada bogate doświadczenie w realizacji transakcji M&A, jednak każda kolejna akwizycja niesie ze sobą ryzyko operacyjne i finansowe. Do najważniejszych zagrożeń należą: przeplacenie za cel akwizycyjny, przeszacowanie synergii, niedostateczna analiza due diligence, trudności integracyjne, ryzyka związane z bezpieczeństwem danych oraz nieprzewidziane koszty transakcyjne. W przypadku materializacji tych ryzyk, może dojść do pogorszenia rentowności, wzrostu zadłużenia oraz spadku wartości dla akcjonariuszy.

*obliczone na podstawie danych proforma - z uwzględnieniem EBITDA Shoper za 2024 r.

Wycena

Wartość spółki cyber_Folks szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 12 miesięcy wynosi 210,80 PLN.

Wycena porównawcza

Wskaźniki wyceny cyber_Folks porównaliśmy ze wskaźnikami trzech grup porównawczych. Zastosowane wskaźniki to P/E i EV/EBITDA.

Ze względu na fakt, że cyber_Folks dzieli swoją działalność na trzy segmenty, opieramy naszą wycenę na mieszanych wskaźnikach z trzech grup porównawczych.

Podsumowanie wyceny

(PLN)	Waga	Cena
Wycena porównawcza	0%	151,72
Wycena DCF	100%	192,47
	cena	192,47
Cena docelowa za 12 m-cy		210,80

Źródło: mBank

Każdej grupie porównawczej przypisujemy wagę odzwierciedlającą udział poszczególnych segmentów w całkowitej EBITDA skor. Wagi na lata 2025, 2026 i 2027 przypisaliśmy następująco: 0%, 50%, 50%.

Do wyceny opartej o EV/EBITDA dodajemy wartość pozostałych aktywów nieoperacyjnych (głównie akcje własne i SellIntegro).

Wycena porównawcza

	EV/EBITDA			P/E		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Hosting						
GODADDY INC - CLASS A	14,7	13,2	11,9	24,5	20,6	17,6
IOMART GROUP PLC	3,7	4,4	4,3	5,0	-	42,8
RACKSPACE TECHNOLOGY INC	13,0	10,7	8,0	-	-	7,2
DATA STORAGE CORP	18,6	9,3	-	-	23,2	-
VERISIGN INC	23,9	22,6	20,5	32,2	30,0	26,0
Maksimum	23,9	22,6	20,5	32,2	30,0	42,8
Minimum	3,7	4,4	4,3	5,0	20,6	7,2
Mediana	14,7	10,7	9,9	24,5	23,2	21,8
Vercom						
LINK MOBILITY GROUP HOLDING	12,6	9,4	8,5	33,5	19,1	15,1
SINCH AB	9,7	8,7	8,0	32,5	22,8	17,0
DOTDIGITAL GROUP PLC	6,2	5,7	5,2	14,2	13,3	12,1
TWILIO INC - A	14,7	12,8	10,8	23,4	20,5	17,5
BANDWIDTH INC-CLASS A	7,3	5,7	4,9	9,5	6,9	6,4
Maksimum	14,7	12,8	10,8	33,5	22,8	17,5
Minimum	6,2	5,7	4,9	9,5	6,9	6,4
Mediana	9,7	8,7	8,0	23,4	19,1	15,1
e-Commerce						
HUBSPOT INC	35,6	56,2	42,9	103	84,8	63,8
SALESFORCE INC	15,4	14,8	13,1	28	24,1	20,3
SHOPER SA	18,0	15,9	12,9	32,1	24,5	19,1
Maksimum	35,6	56,2	42,9	103,0	84,8	63,8
Minimum	15,4	14,8	12,9	28,0	24,1	19,1
Mediana	18,0	15,9	13,1	32,1	24,5	20,3
Wycena mieszana						
	13,2	11,1	9,8	25,8	21,6	18,3
cyber_Folks	17,7	14,0	11,7	39,5	25,6	20,6
Premia (dyskonto)	34%	27%	20%	53%	19%	13%

Implikowana wycena

Implikowana wycena na akcję	92,7	109,1	126,6	117,1	150,9	158,7
Waga wskaźnika		50%			50%	
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
Wartość jednej akcji CBF (PLN)	151,7					

Źródło: Bloomberg, mBank

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę sporządziliśmy w oparciu o prognozy FCF w okresie 2H25-2034.
- Przyszłe przepływy operacyjne dyskontowane są na koniec sierpnia 2025 r. Przy uwzględnianiu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec czerwca 2025 r.

- Przy obliczaniu wartości rezydualnej, zrównujemy wielkość nakładów inwestycyjnych do poziomu amortyzacji.
- Stopa wolna od ryzyka = 4,5%, beta=1x.
- Stopę wzrostu FCF po 2034 r. przyjmujemy na 4,5%.
- W ramach pozostałych aktywów uwzględniamy środki netto z wrześniowej emisji akcji (200 mln PLN).

Model DCF

(mln PLN)	2H'25P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	+
Przychody	462,4	1 028,8	1 181,1	1 331,2	1 477,3	1 616,1	1 746,6	1 868,9	1 982,8	2 088,6	
zmiana		18,9%	14,8%	12,7%	11,0%	9,4%	8,1%	7,0%	6,1%	5,3%	
EBITDA	153,3	354,8	413,6	469,0	519,9	568,3	614,0	657,1	697,5	733,9	
Marża EBITDA	33,2%	34,5%	35,0%	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%	35,1%	
Amortyzacja	34,0	69,2	77,1	86,0	95,0	103,7	111,7	119,8	127,7	133,9	
EBIT	119,4	285,7	336,5	383,1	424,9	464,6	502,3	537,3	569,8	600,0	
Opodatkowanie EBIT	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
NOPLAT	96,7	231,4	272,6	310,3	344,2	376,3	406,9	435,2	461,5	486,0	
CAPEX i leasing	-39,6	-80,5	-88,2	-96,0	-103,5	-110,5	-117,0	-122,9	-128,3	-133,3	
Kapitał obrot.	-13,3	3,1	2,3	1,4	1,9	1,7	1,2	0,7	0,2	1,2	
FCF	77,8	223,1	263,8	301,6	337,6	371,2	402,7	432,8	461,2	487,9	509,8
WACC	8,7%	9,3%	10,3%	10,8%	11,2%	11,0%	11,5%	11,9%	12,0%	12,2%	
Współczynnik dyskonta	0,97	0,89	0,81	0,73	0,65	0,59	0,53	0,47	0,42	0,38	
PV FCF	75,7	198,5	212,8	219,6	221,0	218,9	213,0	204,6	194,6	183,5	
WACC	8,7%	9,3%	10,3%	10,8%	11,2%	11,0%	11,5%	11,9%	12,0%	12,2%	10,0%
Koszt długu	4,9%	5,2%	5,8%	6,3%	6,7%	6,5%	7,0%	7,4%	7,5%	7,7%	5,5%
Stopa wolna od ryzyka	3,9%	4,2%	4,8%	5,3%	5,7%	5,5%	6,0%	6,4%	6,5%	6,7%	4,5%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna st. podatku	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	12,8%	7,1%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału	9,4%	9,7%	10,3%	10,8%	11,2%	11,0%	11,5%	11,9%	12,0%	12,2%	10,0%
Premia za ryzyko	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	4,5%
Wartość rezydualna (TV)	9 270
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	3 486
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 942
Wartość firmy (EV)	5 428
Dług netto (MSR 17)	578
Udziały mniejszościowe	2 139
Pozostałe aktywa (w tym środki netto z emisji akcji)	236
Wartość firmy	2 948
liczba akcji (mln)*	15,3
Wartość firmy na akcję (PLN)	192,5
12-to miesięczny koszt kapitału własnego	9,5%
Cena docelowa (PLN)	210,8

EV/EBITDA ('26) dla ceny docelowej	15,3
P/E ('26) dla ceny docelowej	27,5
Udział TV w EV	64%

Źródło: mBank, * uwzględniając emisję akcji serii E

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF po okresie prognozy				
	3,50%	4,00%	4,50%	5,00%	5,50%
Beta = 0 8	241,9	271,3	307,4	352,8	411,5
Beta = 0 9	202,9	226,0	253,8	287,9	330,6
Beta = 1 0	170,3	188,8	210,8	237,1	269,4
Beta = 1 1	142,6	157,8	175,4	196,3	221,2
Beta = 1 2	118,9	131,4	145,8	162,6	182,3

Model biznesowy i strategia

O grupie cyber_Folks

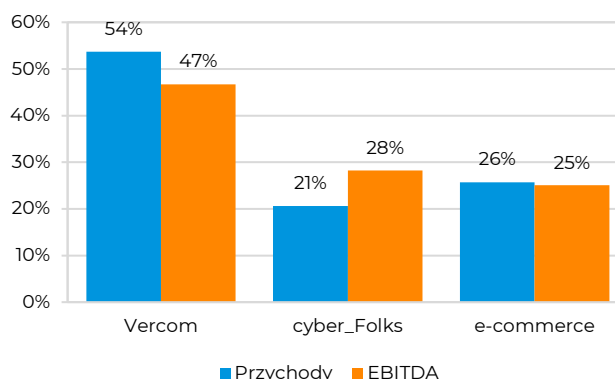
Grupa cyber_Folks jest wiodącym holdingiem technologicznym specjalizującym się w cyfryzacji procesów biznesowych, dostarczającym kompleksowe rozwiązania umożliwiające przedsiębiorstwom zwiększenie obecności w Internecie, automatyzację procesów operacyjnych oraz dynamiczny rozwój w obszarze handlu elektronicznego. Spółki wchodzące w skład Grupy obejmują swoim zakresem działalności praktycznie całą wartość łańcucha operacji biznesowych w środowisku online, dostarczając zarówno autorskie rozwiązania technologiczne oraz ich obsługę techniczną, jak i zapewniając wsparcie w zakresie sprzedaży, komunikacji z klientami oraz integracji procesów biznesowych.

Portfolio grupy koncentruje się na produktach oferowanych w modelu abonamentowym, które zapewniają przewidywalne, powtarzalne strumienie przychodów oraz wysoką skalowalność działalności. Grupa obsługuje obecnie ponad czterysta tysięcy klientów na całym świecie, generując przychody na poziomie blisko PLN 900 mln zł rocznie.

Struktura operacyjna Grupy obejmuje trzy główne segmenty:

- **Vercom** – koncentruje się na umożliwianiu wielokanałowej komunikacji pomiędzy przedsiębiorstwami a ich klientami końcowymi, wykorzystując zintegrowane kanały komunikacji obejmujące wiadomości SMS, pocztę elektroniczną, powiadomienia push w aplikacjach mobilnych i przeglądarkach internetowych, komunikację głosową, a także nowoczesne rozwiązania w postaci kanałów RCS oraz OTT.
- **cyber_Folks** – oferuje usługi hostingu, rejestracji i transferu domen, a także zaawansowane narzędzia umożliwiające tworzenie i zarządzanie stronami internetowymi oraz sklepami internetowymi. W ramach tego segmentu rozwijane są również produkty oparte na sztucznej inteligencji, takie jak kreator stron now czy rozproszona sieć CDN skracająca czas ładowania stron internetowych. Dzięki przejęciu spółki Hosterion cyber_Folks stał się wiodącym dostawcą usług hostingowych w Rumunii oraz jednym z liderów rynku w regionie Europy Środkowo-Wschodniej.
- **e-commerce** – obejmuje jedną z wiodących w Polsce platform SaaS dla e-commerce (Shoper), oferującą przedsiębiorcom kompleksowy ekosystem rozwiązań w zakresie tworzenia i prowadzenia sklepów internetowych, integracji logistycznych i płatniczych, narzędzi marketingowych, a także automatyzacji sprzedaży w kanałach omnichannel dzięki rozwiązaniom Apilo oraz SellIntegro.

Podział przychodów i EBITDA według segmentów w cyber_Folks w Q2'25



Źródło: cyber_Folks mBank

Największym segmentem Grupy pozostaje Vercom, który (wg danych za 2Q'25) odpowiada za 54% przychodów Grupy. Segment cyber_Folks generuje około 21% sprzedaży, natomiast segment e-commerce odpowiada za ok. 26% kwartalnych przychodów.

Grupa prowadzi działalność na ponad stu globalnych rynkach, jednak Polska pozostaje jej największym rynkiem, generującym obecnie ponad połowę przychodów. Drugie miejsce zajmują Czechy z istotną obecnością w segmencie Vercom, natomiast Rumunia jest kluczowym rynkiem dla segmentu hostingowego. Dzięki akwizycji spółki MailerLite przez Vercom w 2022 roku Grupa znacząco zwiększyła swoją obecność na rynkach Stanów Zjednoczonych i Europy Zachodniej, dywersyfikując strukturę geograficzną przychodów i uzyskując dostęp do nowych segmentów klientów korporacyjnych.

Globalna struktura przychodów cyber_Folks



Źródło: cyber_Folks

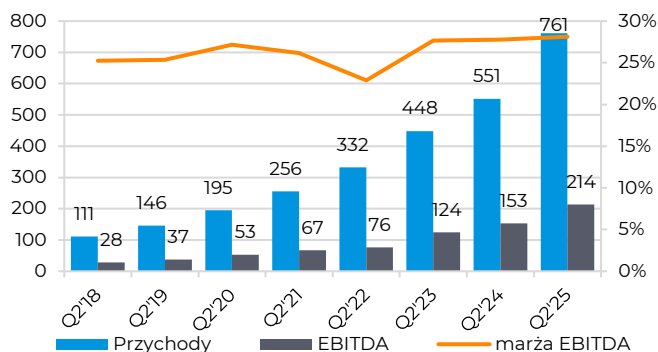
Geograficzny zasięg działalności Grupy cyber_Folks



Źródło: cyber_Folks

Grupa cyber_Folks odnotowała dynamiczny rozwój w ciągu ostatnich sześciu lat, zwiększając swoje przychody ponad dziesięciokrotnie dzięki wzrostowi organicznemu oraz serii przejęć. Transakcje M&A zrealizowane przez spółki należące do cyber_Folks w ostatnich latach obejmowały takie firmy jak MailerLite, Freshmail, PushPushGo, SellIntegro, Zenbox oraz Shoper.

Wzrost wyników grupy cyber_Folks (mln PLN)



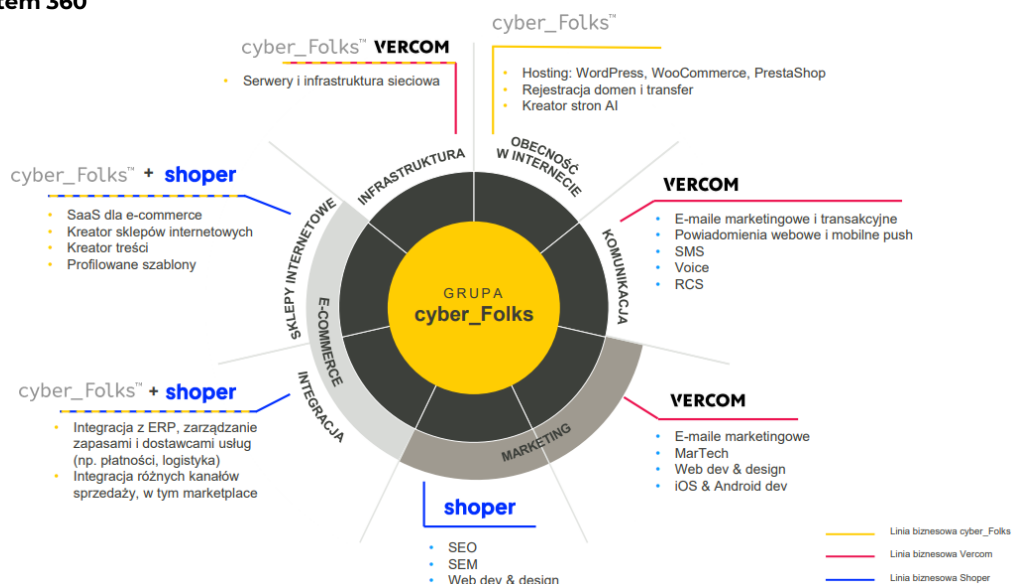
Źródło: cyber_Folks

Ekosystem e-commerce

Ekosystem 360° grupy cyber_Folks stanowi kompleksowe środowisko integrujące wszystkie kluczowe elementy niezbędne do prowadzenia i skalowania działalności e-commerce: od infrastruktury technicznej (serwery, hosting dla WordPress, WooCommerce, PrestaShop, rejestracja i utrzymanie domen, narzędzia AI), poprzez narzędzia do tworzenia i zarządzania sklepami internetowymi (SaaS, integracja z ERP, płatności, logistyka, marketplace'y), aż po komunikację z klientem (e-mail marketing, powiadomienia SMS, push, marketing automation) i działania marketingowe (SEO, SEM, web design, rozwój aplikacji mobilnych).

Taki model ma strategiczne znaczenie dla firm działających w środowisku cyfrowym – konsolidacja usług w jednym ekosystemie pozwala znacząco ograniczyć koszty operacyjne, minimalizuje ryzyko związane z rozproszeniem danych i dostawców oraz zapewnia wyższą efektywność procesów sprzedażowych i marketingowych.

cyber_Folks ecosvstem 360



Źródło: cyber_Folks

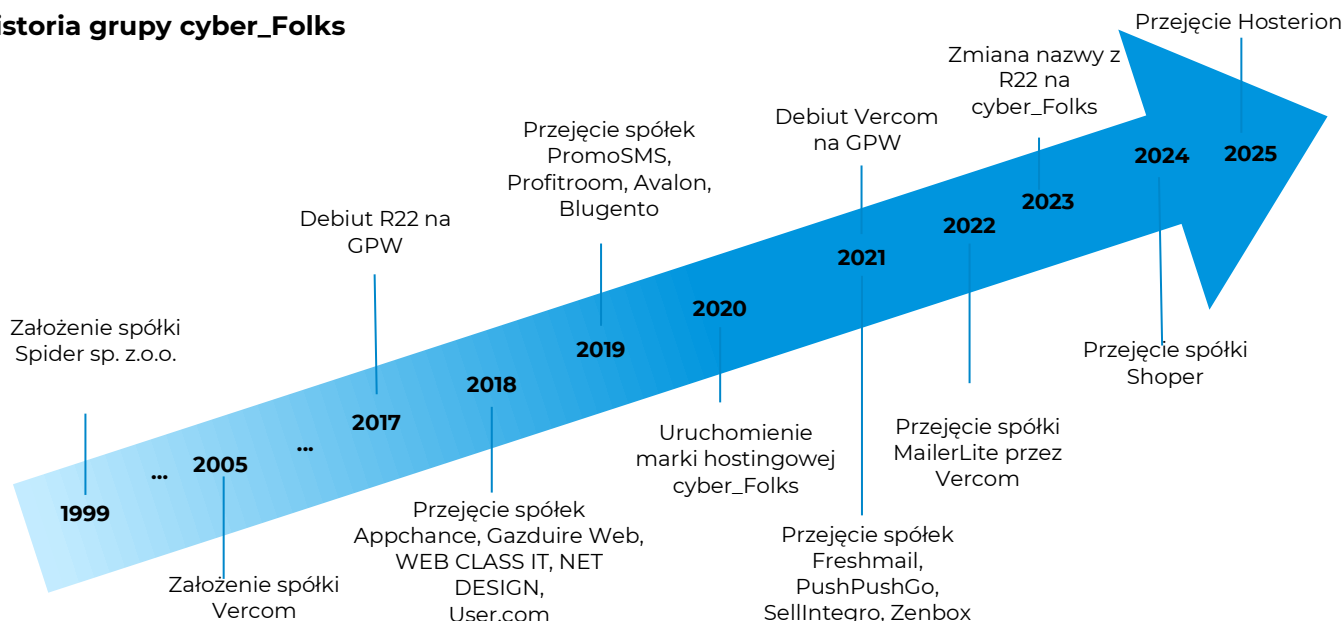
Oferta Grupy skierowana jest zarówno do małych i średnich przedsiębiorstw, jak i do dużych korporacji, obejmując zdywersyfikowaną bazę klientów z wielu sektorów gospodarki. Wśród nich znajdują się m.in. podmioty z branży handlu detalicznego (np. LPP, Jeronimo Martins, Dino), e-commerce (np. Allegro, AliExpress), logistyki (np. InPost), usług płatniczych (np. Blik), czy technologii (np. Asseco, Samsung). Tak szeroka dywersyfikacja sektorowa i geograficzna ogranicza ryzyko koncentracji przychodów, jednocześnie wzmacniając potencjał do dalszej ekspansji rynkowej oraz cross-sellingu produktów i usług w różnych segmentach działalności Grupy.

Klienci grupy cyber_Folks



Źródło: cyber_Folks, mBank

Historia grupy cyber_Folks



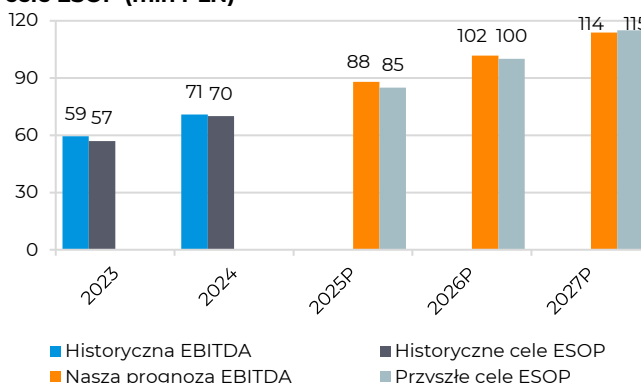
Źródło: cyber_Folks, mBank

Grupa cyber_Folks składa się z kilkudziesięciu spółek z siedzibą zarówno w Polsce, jak i za granicą. Po dokonaniu sądowej rejestracji połączenia R22 S.A. z cyber_Folks S.A., Grupa zmieniła nazwę z R22 na cyber_Folks. W ramach segmentu Vercom, Grupa kontroluje około dwudziestu spółek (w tym PromoSMS, ProfiSMS, Freshmail, MailerLite, Oxyllion) za pośrednictwem Vercom S.A., przy czym w większości przypadków posiada ponad 50% udziałów. W segmencie cyber_Folks spółka kontroluje sześć podmiotów (w tym Hosterion), posiadając w nich udziały na poziomie od 84% do 100%. W segmencie SaaS Grupa posiada 49,90% udziałów w każdej z czterech spółek: Shoper, Blugento, Apilo oraz Shoplo. Jedynym wyjątkiem jest Blugento, w której Grupa posiada 45,84% udziałów.

Program menedżerski

cyber_Folks prowadzi program akcji pracowniczych (ESOP), który jest skierowany do pracowników spółki, a jego realizacja uzależniona jest od celów ekonomicznych i lojalnościowych. Program został skierowany do około 100 osób, które w przypadku realizacji celów mogą objąć maksymalnie akcje stanowiące 1,11% kapitału zakładowego tej spółki.

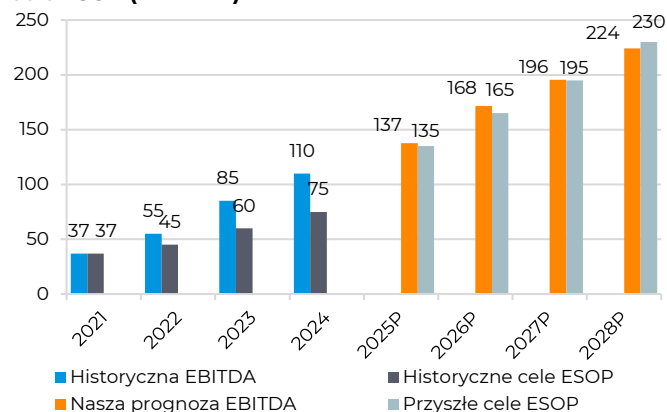
Historyczna EBITDA cyber_Folks z naszymi prognoząmi oraz cele ESOP (mln PLN)



Źródło: cyber_Folks, mBank

Program akcji pracowniczych prowadzi również spółka zależna Vercom S.A. Jest on skierowany do pracowników Grupy Vercom, a jego realizacja uzależniona jest od osiągnięcia celów rynkowych i wynikowych Grupy Vercom.

Historyczna EBITDA Vercom z naszymi prognozami oraz cele ESOP (mln PLN)

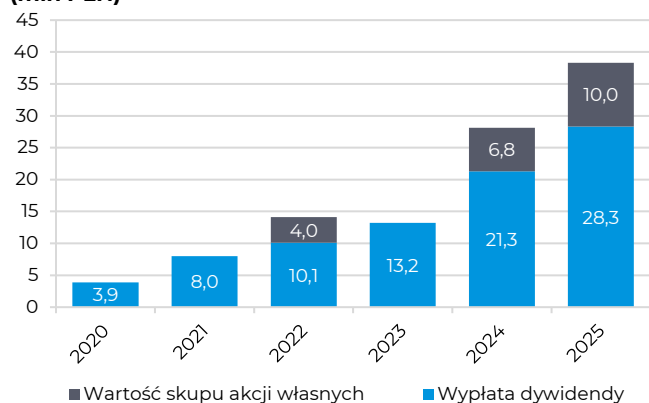


Źródło: cyber_Folks, mBank

Polityka dywidendowa

Cyber_Folks S.A. od 2019 r. realizował politykę dywidendową zakładającą wypłatę co najmniej 30% skonsolidowanego zysku netto przy jednoczesnym wzroście dywidendy na akcję; obowiązywała ona do podziału zysku za 2023 r. W ostatnich latach dywidenda systematycznie rosła – z 1,50 PLN na akcję w 2024 r. (21,3 mln PLN łącznie) do rekordowych 2,00 PLN w 2025 r. (ok. 28,3 mln PLN), a dodatkowo realizowany był skup akcji własnych, co podniosło łączny transfer do akcjonariuszy do ok. 38,3 mln PLN. Zarząd deklaruje dalsze utrzymywanie atrakcyjnej polityki dla akcjonariuszy, mimo że formalna polityka wygasła wraz z zyskiem za 2023 r.

Dywidenda oraz program skupu akcji własnych (mln PLN)

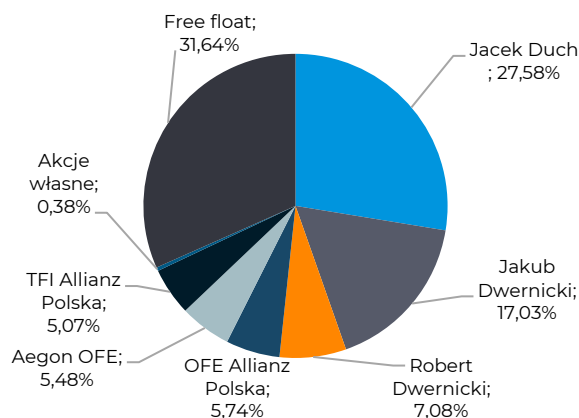


Źródło: cyber_Folks, mBank

Akcjonariat

W strukturze akcjonariatu cyber_Folks dominującą pozycję zajmują członkowie zarządu oraz rady nadzorczej, posiadając ponad 51% udziałów. Największym udziałowcem, posiadającym nieco ponad 27,5% udziałów, jest przewodniczący rady nadzorczej Jacek Duch, wraz z podmiotem zależnym. Bardzo istotny udział ma również prezes zarządu – Jakub Dwernicki, który dysponuje 17% akcji. Free float na poziomie powyżej 31% zapewnia spory udział inwestorów giełdowych, zwiększając potencjalną płynność na papierze na rynku.

Struktura akcjonariatu cyber_Folks

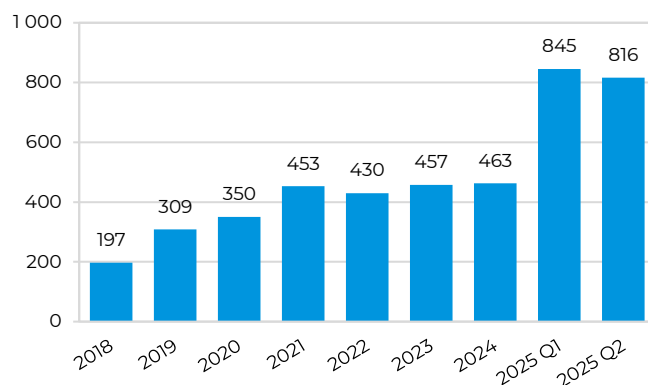


Źródło: cyber_Folks, mBank

Zarząd i Rada Nadzorcza

Grupa cyber_Folks zatrudniała niemal 820 osób na koniec czerwca 2025 roku. W poprzednich latach liczba pracowników rosła zgodnie z dynamicznym rozwojem organicznym oraz przejęciami. Jednak w 2025 roku nastąpił gwałtowny wzrost zatrudnienia dzięki konsolidacji spółki Shoper.

Liczba pracowników Grupy cyber_Folks



Źródło: cyber_Folks, mBank

Zarząd cyber_Folks składa się z pięciu osób:

- Jakub Dwernicki, Prezes Zarządu oraz założyciel Grupy. Odpowiada za strategię oraz akwizycje.
- Robert Stasik, Członek Zarządu, Dyrektor Finansowy. Z grupą cyber_Folks związany od 2014 roku. Odpowiada za finanse, controlling oraz akwizycje.
- Katarzyna Juskiewicz. Członkini Zarządu. Odpowiada za planowanie i nadzór nad działalnością operacyjną.
- Artur Pajkert, Członek Zarządu. Od 2008 roku odpowiada za sprzedaż, komunikację produktową oraz marketing w grupie cyber_Folks.
- Konrad Kowalski, Członek Zarządu. Z grupą związany od 2017 roku. Odpowiada za rozwój strategii cenowej oraz przygotowanie i monitorowanie realizacji planów finansowych segmentu.

Zarząd Grupy cyber_Folks (od lewej: Jakub Dwernicki; Robert Stasik; Katarzyna Juskiewicz; Artur Pajkert; Konrad Kowalski)



Źródło: cyber_Folks

Segmenty biznesowe

cyber_Folks

Segment cyber_Folks generuje przychody z szerokiego zakresu usług cyfrowych, skoncentrowanych wokół infrastruktury internetowej, e-commerce oraz rozwiązań wspierających obecność klientów w sieci. Kluczowym obszarem działalności jest hosting, realizowany w dwóch głównych formułach:

- hosting współdzielony, polegający na udostępnianiu klientom przestrzeni serwerowej na serwerach Grupy (własnych lub dzierżawionych),
- VPS (Virtual Private Server), czyli hosting w chmurze, który zapewnia klientowi dostęp do zwirtualizowanego serwera dedykowanego, umożliwiającego pełną kontrolę i wykonywanie operacji analogicznych do tych na fizycznym serwerze.

Drugim istotnym źródłem przychodów jest sprzedaż domen internetowych oraz ich transferowanie, co stanowi podstawowy element budowania tożsamości online klientów.

Istotnym obszarem segmentu jest także sprzedaż sklepów internetowych, czyli gotowych rozwiązań e-commerce, umożliwiających szybkie uruchomienie działalności handlowej online. Uzupełnieniem tej oferty jest kreator stron internetowych, który dzięki wsparciu sztucznej inteligencji pozwala użytkownikom na intuicyjne i szybkie tworzenie estetycznych stron www bez konieczności znajomości programowania.

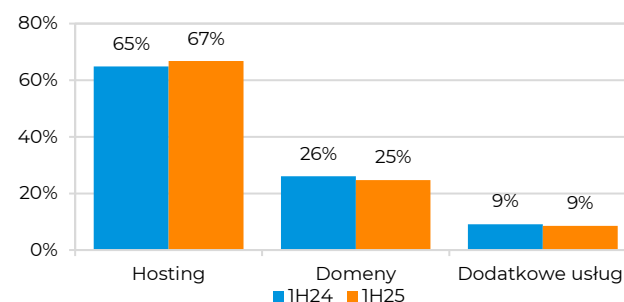
Dodatkowo, cyber_Folks świadczy w ramach segmentu szereg usług dodatkowych (VAS – Value Added Services), które zwiększają wartość podstawowej oferty. Wśród nich znajdują się m.in.:

- sprzedaż certyfikatów SSL, zapewniających bezpieczne przesyłanie danych, poufność i integralność transmisji w Internecie,
- optymalizacja stron pod kątem wyszukiwarek (SEM), czyli działania zwiększające widoczność stron w wynikach wyszukiwania,
- zarządzanie kampaniami reklamowymi w systemie Google Ads, wspierające klientów w efektywnym pozyskiwaniu ruchu i konwersji.

Całość działalności segmentu cyber_Folks koncentruje się na dostarczaniu kompleksowych rozwiązań cyfrowych, które wspierają obecność klientów w Internecie, rozwój ich biznesów online oraz bezpieczeństwo i efektywność działań w sieci.

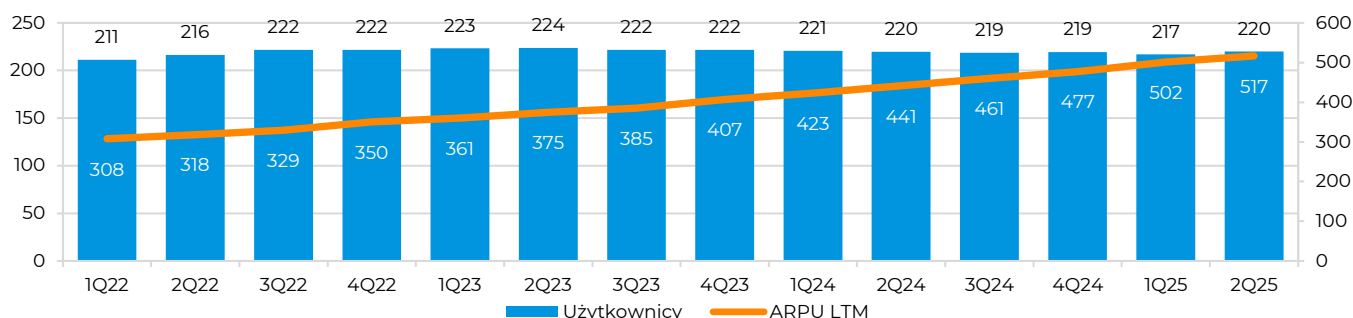
W 1H'25 segment cyber_Folks wygenerował większość swoich przychodów z usług hostingowych, które stanowiły 67% całości. Domeny były drugim co do wielkości źródłem przychodów, odpowiadając za 25% wyniku segmentu. Pozostałe usługi stanowiły 9% przychodów.

Struktura przychodów cyber_Folks



Źródło: cyber_Folks, mBank

Liczba klientów hostingowych cyber_Folks (w tysiącach, oś lewa) oraz ARPU LTM (PLN, oś prawa)

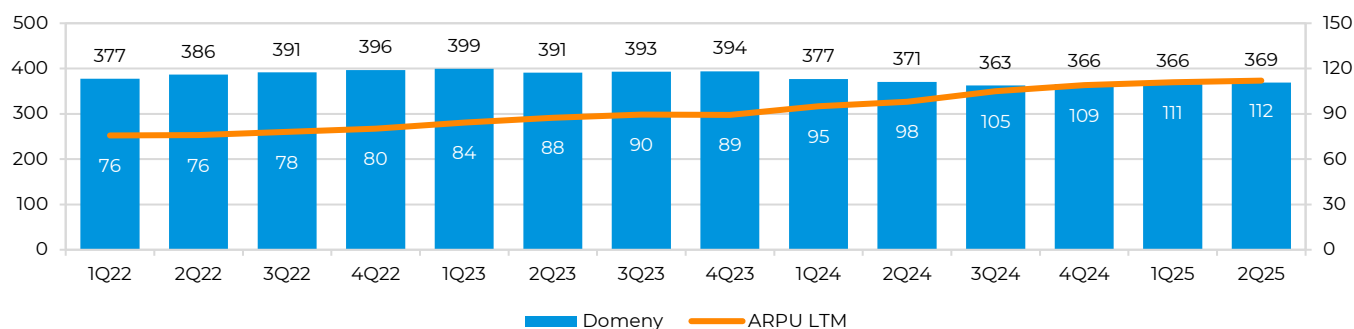


Źródło: cyber_Folks, mBank

W ramach działalności hostingowej Grupa cyber_Folks utrzymuje stabilną bazę klientów, liczącą około 220 tys. użytkowników, a liczba ta nadal rośnie. Wzrost ARPU LTM jest znaczący – przekracza 60% w ciągu ostatnich trzech lat.

Segment domen Grupy cyber_Folks również utrzymuje stabilną pozycję od kilku kwartałów pod względem liczby domen – na koniec 2Q'25 segment ten obejmował niemal 370 tys. domen. ARPU LTM ze sprzedaży domen wykazuje stały trend wzrostowy – wzrost sięgnął niemal 50% w ciągu ostatnich trzech lat.

Liczba domen (w tysiącach, oś lewa) oraz ARPU LTM (PLN, oś prawa) dla segmentu domen Grupy cyber_Folks



Źródło: cyber_Folks, mBank

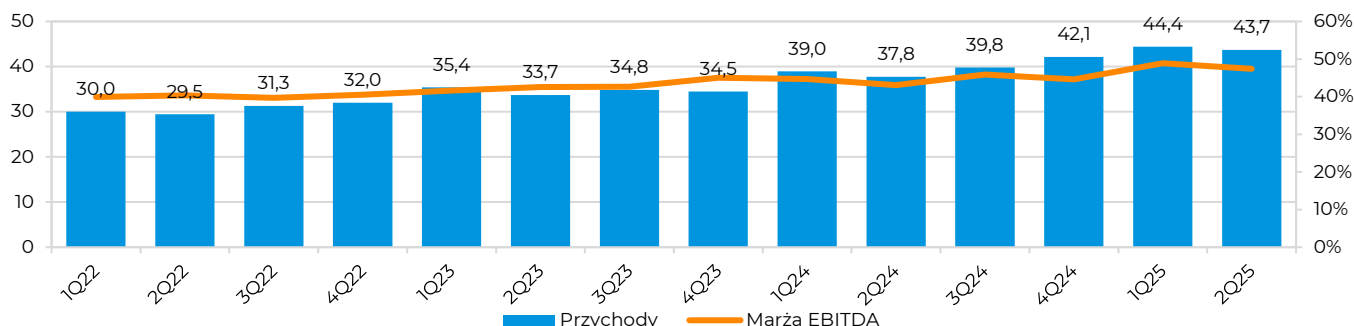
W ramach działu hostingowego Grupa cyber_Folks prowadzi działalność w Polsce, Rumunii i Chorwacji. Grupa konsekwentnie buduje pozycję lidera technologii dla e-commerce w CEE. W 2025 roku Spółka nabyła udziały w rumuńskim dostawcy usług hostingowych o nazwie Hosterion, a łączna wartość transakcji wyniosła 6,7 mln EUR. Przejęcie dodatkowo wzmocniło pozycję Grupy na rynku rumuńskim. Hosterion specjalizuje się w usługach hostingu internetowego, obsługując ponad 12 tys. kont hostingowych oraz około 13 tys. aktywnych klientów. Spółka oferuje również usługi rejestracji domen, zarządzając ponad 19 tys. domenami. Jej roczne przychody wynoszą blisko 2,1 mln EUR.

Grupa cyber_Folks zawiera umowy na świadczenie usług hostingowych w modelu subskrypcyjnym. Opłaty za te usługi są zazwyczaj uiszczane z góry za cały rok, choć w niektórych

przypadkach – szczególnie w odniesieniu do VPS oraz serwerów dedykowanych – mogą być regulowane w cyklu miesięcznym. Wysokość opłat subskrypcyjnych zależy od zakresu usług zawartych w danym pakiecie.

Umowy dotyczące sprzedaży i utrzymania domen internetowych obejmują opłaty związane z zakupem, rejestracją oraz odnawianiem domen. Przychody są rozpoznawane już w pierwszym roku, tj. w roku zakupu domeny przez klienta. Opłata rejestracyjna za domenę jest zmienna i zależy od jej atrakcyjności rynkowej oraz kosztów pozyskania ponoszonych przez cyber_Folks. Wyjątek stanowią bezpłatne rejestracje domen oferowane jako dodatek do płatnych usług hostingowych – w takich przypadkach opłata rejestracyjna jest zniesiona, jednak obowiązuje standardowa opłata za coroczne odnawianie domeny.

Przychody (mln PLN, oś lewa) oraz marża EBITDA (oś prawa) segmentu cyber_Folks



Źródło: cyber_Folks, mBank

W ostatnich latach segment cyber_Folks odnotował istotny wzrost przychodów. Dane historyczne wskazują na powtarzające się spadki przychodów w drugim kwartale każdego roku. Marża EBITDA utrzymuje się na poziomie ponad 40% i wykazuje powolny wzrost.

W Q2'25 cyber_Folks był najszybciej rosnącym segmentem w grupie (+27% na linii EBITDA), co wynika z intensywnego rozwoju produktowego oraz wdrażania technologii AI.

Wyniki finansowe segmentu cyber_Folks

	2Q24	2Q25	zmiana	1H24	1H25	zmiana
Przychody	37.8	43.7	16%	76.7	88.1	15%
EBIT	11.7	14	19%	24.9	30.6	23%
Amortyzacja	-3.9	-5.8	50%	-7.5	-10.4	38%
EBITDA	15.6	19.8	27%	32.4	41.0	26%
Operacyjna						
Koszty jednorazowe	0.7	0.9	40%	1.2	1.5	21%
EBITDA skorygowana	16.3	20.7	27%	33.7	42.5	26%
Marża	43.10%	47.44%		0.4	0.5	
CAPEX	6	6.2	4%	10.0	15.3	54%
CAPEX/przychody %	15.80%	14.2%		0.1	0.2	

Źródło: cyber_Folks, mBank

W ostatnich kwartałach wprowadzono szereg produktów komplementarnych w ramach segmentu, w tym -now – kreator stron oparty na sztucznej inteligencji, umożliwiający szybkie tworzenie stron internetowych bez kodowania. Narzędzie jest skalowalne i wspiera automatyzację procesów. Do oferty dodano również CDN (Content Delivery Network) – rozproszony system serwerów, który znacząco skraca czas ładowania stron (nawet 13-krotnie) i poprawia ich pozycję w wynikach wyszukiwania Google.

W obszarze operacyjnym wdrożono nowy panel użytkownika – cyber_Admin, który usprawnia zarządzanie usługami hostingowymi i poprawia doświadczenie użytkownika. Segment osiągnął także pierwsze synergie sprzedażowe z Shoper, m.in. poprzez sprzedaż sklepów internetowych Shoper na stronie cyber_Folks oraz wspólną sprzedaż nowych domen.

Dodatkowo, cyber_Folks intensywnie wykorzystuje technologie AI w działalności operacyjnej – szczególnie w obszarze obsługi klienta. Implementacja rozwiązań takich jak Copilot dla zespołu BOK pozwala na redukcję spamu, skrócenie czasu odpowiedzi, optymalizację kosztów oraz wdrożenie autonomicznych odpowiedzi na wybrane tematy.

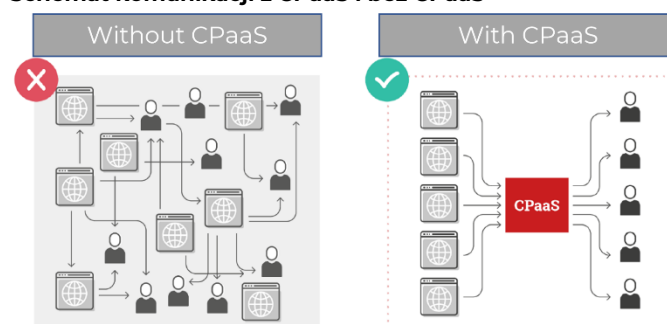
Vercom

Segment Vercom obejmuje działalność grupy kapitałowej Vercom, która specjalizuje się w świadczeniu usług umożliwiających integrację wielu kanałów komunikacji elektronicznej, co pozwala na automatyzację procesów

biznesowych w obszarach sprzedaży, marketingu oraz obsługi klienta. Spółka oferuje możliwość przesyłania wiadomości i komunikatów za pośrednictwem wszystkich najczęściej stosowanych kanałów, w tym wiadomości SMS, poczty elektronicznej, komunikatów push, połączeń głosowych, a także kanałów OTT oraz RCS.

Model biznesowy Vercom oparty jest na formule CPaaS (Communication Platform as a Service), czyli dostarczaniu usług komunikacyjnych w chmurze. Klienci mają dostęp do platformy poprzez autorskie API lub dedykowane aplikacje webowe, co pozwala na elastyczne dopasowanie rozwiązania do specyfiki ich działalności i potrzeb technologicznych.

Schemat komunikacji z CPaaS i bez CPaaS



Source: Vercom, mBank

Usługi oferowane przez Vercom pozwalają skutecznie angażować klientów



Źródło: cyber_Folks

Oprócz samej wysyłki wiadomości, Vercom zapewnia dodatkowe funkcjonalności obejmujące personalizację i weryfikację danych, optymalizację ścieżki transmisji, szyfrowanie oraz zaawansowane raportowanie. Rozwiązania te wykorzystywane są zarówno w komunikacji transakcyjnej, takiej jak potwierdzenia zamówień, uwierzytelnienia płatności czy powiadomienia o statusie dostawy, jak również w szeroko rozumianej komunikacji marketingowej. Spółka rozwija dwa strategiczne produkty:

MailerLite – to platforma do e-mail marketingu, skierowana głównie do sektora małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP). Jej rozwój koncentruje się na poszerzaniu funkcjonalności, poprawie doświadczeń użytkownika (UX) oraz wzmacnianiu

pozycji marki na rynkach międzynarodowych. MailerLite umożliwia tworzenie kampanii e-mailowych, zarządzanie bazami subskrybentów, automatyzację komunikacji oraz analizę wyników działań marketingowych.

MessageFlow – to narzędzie umożliwiające szybkie i intuicyjne integrowanie wielu kanałów komunikacji, takich jak SMS, e-mail, push, OTT i RCS. Platforma została zaprojektowana z myślą o mniejszych firmach, które często nie są w pełni obsługiwane przez dużych dostawców technologii komunikacyjnych. MessageFlow pozwala na centralne zarządzanie komunikacją, konfigurację scenariuszy automatyzacji oraz monitorowanie skuteczności działań.

Jednym z kluczowych obszarów rozwoju Grupy Kapitałowej Vercom jest segment nowoczesnych kanałów komunikacji, w szczególności RCS (Rich Communication Services) oraz OTT (Over-the-Top). Technologie te stanowią istotne uzupełnienie tradycyjnych form przesyłania wiadomości, oferując znacznie większe możliwości w zakresie interaktywności, personalizacji oraz zaangażowania odbiorcy.

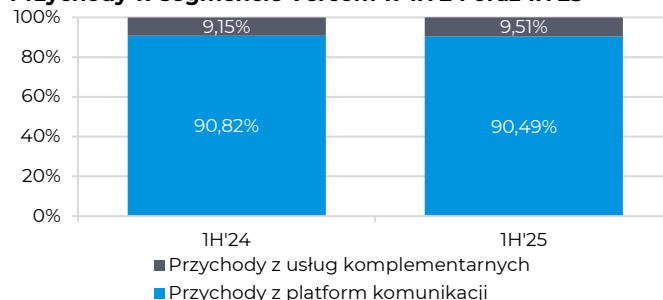
RCS to rozwijający się standard komunikacji mobilnej, który łączy funkcjonalność wiadomości tekstowych z możliwościami takimi jak przesyłanie multimediów, interaktywne przyciski, potwierdzenia odczytu czy prowadzenie rozmów grupowych. Dzięki temu RCS staje się atrakcyjnym narzędziem dla firm, które chcą prowadzić bardziej angażującą i efektywną komunikację z klientami. Z punktu widzenia Vercom, rozwój RCS otwiera nowe możliwości biznesowe, w tym perspektywę generowania wyższych marż oraz przyspieszenia tempa wzrostu. Według prognoz, wartość globalnego rynku RCS ma wzrosnąć z obecnych 300 mln USD do 3 mld USD w 2028 roku. Do tego czasu technologia ma być dostępna na 3,6 miliarda urządzeń na całym świecie, a jej udział w przychodach operatorów telekomunikacyjnych przewyższy wpływ z tradycyjnych wiadomości SMS.

Równolegle Vercom rozwija kompetencje w zakresie komunikacji OTT, czyli przesyłania wiadomości za pośrednictwem aplikacji takich jak WhatsApp, Messenger czy Viber. Kanały OTT charakteryzują się wysokim poziomem zaangażowania użytkowników, dużą elastycznością w zakresie formatów treści oraz możliwością prowadzenia dwustronnej komunikacji w czasie rzeczywistym.

Przychody segmentu Vercom dzielą się na dwie główne kategorie. Pierwszą stanowią przychody z platform komunikacji, czyli z usług wielokanałowej komunikacji elektronicznej obejmujących wiadomości SMS, e-mail, push, voice, OTT oraz RCS, oferowanych w modelu CPaaS. Drugą

kategorię stanowią przychody z usług komplementarnych, które umożliwiają wykorzystanie platform komunikacji do realizacji kampanii marketingowych i sprzedażowych, usług performance marketingu oraz innych usług wspierających, w tym dostępu do Internetu czy dodatkowych usług telekomunikacyjnych kierowanych głównie do klientów detalicznych.

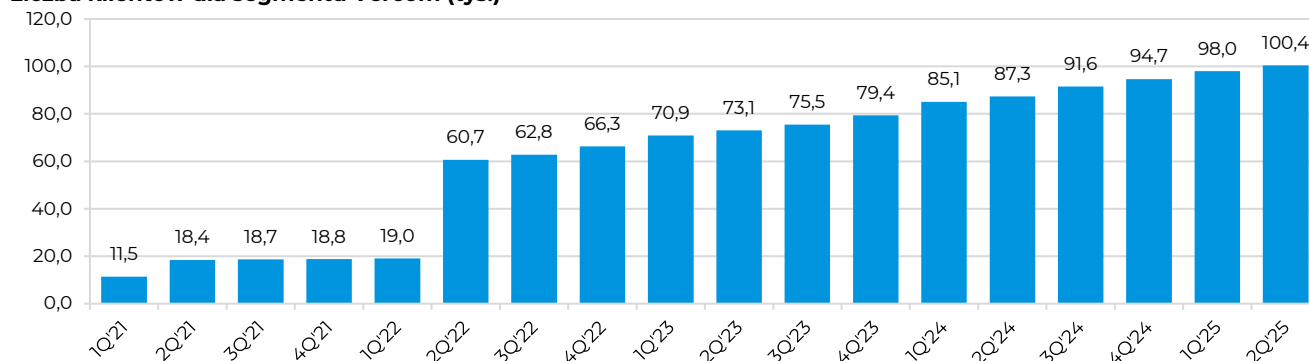
Przychody w segmencie Vercom w 1H'24 oraz 1H'25



Źródło: cyber_Folks, mBank

W 1Q'25 Vercom podpisał umowę partnerską z Microsoft, na mocy której platforma MessageFlow została udostępniona w Azure Marketplace. Dzięki temu rozwiązanie uzyskało natychmiastową widoczność wśród potencjalnych klientów międzynarodowych korzystających z infrastruktury Microsoft Azure oraz wsparcie marketingowe ze strony Marketplace. Partnerstwo to zapewnia dostęp do ponad 130 tysięcy potencjalnych klientów w regionie EMEA oraz 350 tysięcy klientów na całym świecie. Współpraca umożliwia wykorzystanie platformy Microsoft do generowania popytu i intensyfikacji działań marketingowych wraz ze wzrostem popularności MessageFlow. Ponadto Microsoft wspiera rozwój technologiczny Vercom, w tym projekty związane ze sztuczną inteligencją i rozwojem nowych funkcjonalności platformy.

Liczba klientów dla segmentu Vercom (tys.)



Źródło: Vercom, mBank

W ostatnich czterech lat segment Vercom odnotował imponujący wzrost liczby klientów – do ponad 100 tys. na koniec 2Q'25, w dużej mierze dzięki przejęciom. Szczególnie istotne były akwizycje Freshmail i PushPushGo w 3Q'21, które przyniosły Vercomowi około 6,6 tys. nowych klientów. Następnie, w 2Q'22, spółka znacząco wzmocniła swoją pozycję poprzez przejęcie MailerLite, zyskując ponad 38 tys. klientów i tym samym potrajając ich liczbę.

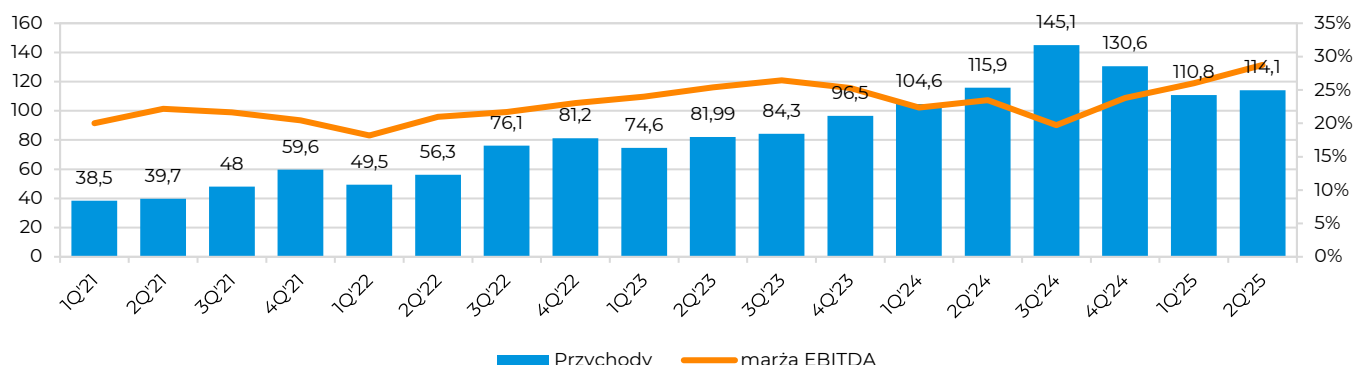
W portfolio klientów znajdują się czołowe firmy z różnych branż, od gigantów e-commerce, takich jak Allegro i Olx, po firmy kurierskie, takie jak InPost i DPD, liderów branży odzieżowej CCC i LPP, banki, w tym ING, mBank i BNP Paribas, sieci spożywcze, takie jak Żabka, firmy telekomunikacyjne, takie jak Orange, Play czy T-Mobile, oraz znane na całym świecie marki, takie jak Volkswagen i Unilever.

Główni klienci segmentu Vercom



Źródło: Vercom,

Przychody z segmentu Vercom (PLN m, po lewej) oraz marża EBITDA (po prawej)



Źródło: cyber_Folks, mBank.

Wzrost bazy klientów w segmencie Vercom idzie w parze ze znaczącym wzrostem przychodów oraz wyniku EBITDA.

W 2Q'25 segment Vercom odnotował spadek przychodów o 2% r/r. Jednak istotny wpływ na przychody miały wysyłki generowane przez największego klienta (10,2 mln PLN w H1'25 vs 30,1 mln zł w H1'24). Z uwagi na hurtowy charakter nie wpłynęło to na dynamikę marży brutto. Wzrost przychodów z pominięciem największego klienta w Q2'25 można szacować na +12% r/r. Dodatkowo rosnący udział usług o wysokiej marżowości oraz stabilny poziom kosztów ogólnych przełożył się na ponad 20% organiczny wzrost EBITDA.

Wyniki finansowe segmentu Vercom (mln PLN)

	2Q24	2Q25	Zmiana	1H24	1H25	Zmiana
Przychody	115,9	114,1	-2%	220,5	224,8	2%
EBIT	22,9	29,0	27%	42,1	53,8	28%
Amortyzacja	-4,1	-3,8	-6%	-8,0	-7,8	-3%
EBITDA Op.	27,1	32,8	21%	50,2	61,6	23%
Koszty jedn.	0,1	0,0	-100%	0,4	0,0	-100%
EBITDA skor.	27,2	32,8	21%	50,6	61,6	22%
Marża	24%	29%		23%	27%	
CAPEX	4,2	5,3	27%	6,9	10,2	48%
CAPEX/ przychody %	4%	5%		3%	5%	

Źródło: Vercom, mBank

e-Commerce

Segment e-commerce (wcześniej określany jako SaaS) obejmuje narzędzia dystrybuowane w modelu SaaS, które wspierają klientów w kompleksowej sprzedaży online oraz automatyzacji procesów biznesowych, takich jak sklepy internetowe, płatności online, szybkie dostawy, kampanie reklamowe czy systemy księgowo-magazynowe. Dotychczas Grupa prowadziła działalność w tym obszarze poprzez jednostkę zależną Blugento, jednostkę stowarzyszoną SellIntegro oraz sprzedaną w 2024 roku Profitroom. W bieżącym okresie sprawozdawczym segment e-commerce został istotnie rozszerzony dzięki przejęciu jednostek z grupy Shoper S.A., a obecnie działalność w tym obszarze koncentruje się głównie na rynku polskim.

Shoper jest czołowym dostawcą na polskim rynku rozwiązań typu SaaS dla sektora e-commerce. Spółka oferuje kompleksową platformę, umożliwiającą prowadzenie w relatywnie prosty sposób własnego sklepu internetowego. Doświadczenie spółki pozyskane w czasie 20 lat funkcjonowania na rynku umożliwiło jej pozyskanie pokaźnej grupy odbiorców, utwierdzając ją jako niekwestionowanego lidera rozwiązań SaaS IT, notowanych na GPW. Shoper działa w modelu subskrypcyjnym, dostarczając kompleksowe usługi,

niezbędne do prowadzenia biznesu w sieci. Poza samym oprogramowaniem firma umożliwia również swoim użytkownikom: głównie małym i średnim przedsiębiorstwom skalowanie swojej działalności w segmencie internetowym, dzięki rozwiązaniom płatności online, usługach SEM, SEO, czy pomocy na tle logistycznym. Z punktu widzenia spółki, Shoper zapewnia merchantom najbardziej optymalny model prowadzenia sprzedaży w sieci, czyli omnichannel, integrujący sklepy klientów z zewnętrznymi kanałami sprzedaży, tj. marketplace'ami.

Przychody w segmencie e-commerce dzielą się na dwie główne kategorie: przychody abonentowe oraz przychody z rozwiązań dla użytkowników platform. Przychody abonentowe pochodzą z opłat za dostęp do funkcjonalności sklepów internetowych działających na platformach Shoper i Blugento. W większości przypadków są to płatności z góry (prepaid) na okres od 1 do 24 miesięcy, a przychody są ujmowane proporcjonalnie w czasie trwania usługi. W mniejszym zakresie występują kontrakty opłacane z dołu (postpaid), które również są rozliczane zgodnie z okresem świadczenia.

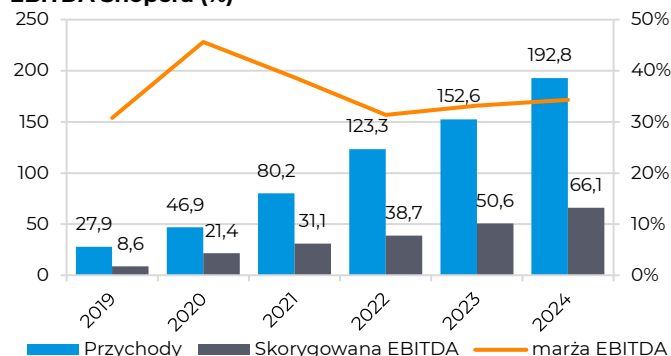
Rozwiązania dla użytkowników platform obejmują szeroki zakres usług wspierających właścicieli sklepów internetowych. Są to m.in. usługi marketingowe (zarządzanie kampaniami reklamowymi na platformach takich jak Google, Facebook, TikTok), pozycjonowanie stron internetowych, prowizje od płatności realizowanych za pomocą aplikacji Shoper, usługi finansowe (np. finansowanie zakupów klientów merchantów), usługi logistyczne (związane z wysyłką towarów), dostęp do dodatkowych aplikacji oraz wsparcie techniczne i wizualne (np. instalacja i konfiguracja platformy, projektowanie strony sklepu, sprzedaż regulaminów i polityk). Przychody z tych usług są rozpoznawane w momencie realizacji świadczenia lub zgodnie z modelem rozliczeniowym – np. na podstawie liczby kliknięć, efektywności kampanii, rodzaju aplikacji (abonentowa vs jednorazowa) czy wykonania konkretnej usługi.

Grupa Shoper rozszerzyła swój ekosystem e-commerce poprzez przejęcia Apilo i Sempire. Apilo to platforma omnichannel umożliwiająca zintegrowane zarządzanie sprzedażą online z jednego interfejsu, łącząca Shoper z marketplace'ami (Allegro, eBay, Amazon) oraz systemami magazynowymi i księgowymi. Przejęcie Apilo ma strategiczne znaczenie dla dalszego rozwoju platformy i umocnienia pozycji Grupy. Sempire to poznańska agencja marketingu cyfrowego specjalizująca się w SEO/SEM dla e-commerce. Dzięki tej akwizycji klienci Shoper zyskują dostęp do zaawansowanych usług reklamowych i platformy SEO, co wspiera wzrost sprzedaży sklepów internetowych. Integracja obu podmiotów wzmacnia kompleksowość oferty Shoper na rynku e-commerce.

Shoper sukcesywnie z roku na rok generuje coraz wyższe przychody oraz wynik EBITDA, osiągając w 2024 roku odpowiednio 192,8 mln PLN oraz 66,1 mln PLN w tych liniach. Na przestrzeni lat 2019-2024 Shoper wygenerował wysoki CAGR przychodów na poziomie 47%, natomiast w przypadku EBITDA CAGR osiągnął nawet 50%.

Marża EBITDA wahała się w tym okresie od 31% do 46%, osiągając najwyższy poziom w 2020 roku (46%). W kolejnych latach marża nieco spadła, stabilizując się w okolicach 31–34%, po debiucie giełdowym spółki oraz jej przejęciu przez grupę cyber_Folks.

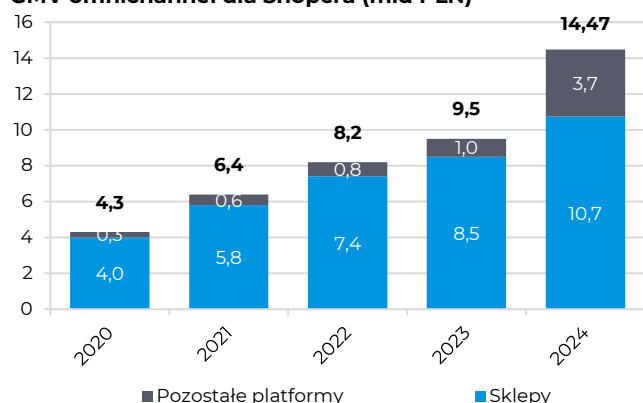
Przychody, skorygowana EBITDA (mln PLN) oraz marża EBITDA Shopera (%)



Źródło: Shoper, mBank

W latach 2020–2024 GMV Omnichannel Shopera wzrosło z 4,3 mld PLN do 14,5 mld PLN, a GMV sklepów internetowych zwiększyło się w tym czasie do 10,7 mld PLN, wskazując na utrzymującą się siłę własnych platform sprzedażowych jako fundamentu działalności. GMV Omnichannel gwałtownie wzrosło w samym 224 r. (z 1,0 do 3,7 mld PLN), dzięki intensyfikacji współpracy platformy z marketplace'ami.

GMV omnichannel dla Shopera (mld PLN)



Źródło: Shoper, mBank

W 2Q'25 segment e-commerce Grupy odnotował czysto organiczny wzrost przychodów o 17%, z największą dynamiką w obszarze usług logistycznych, płatności oraz platformy Apilo. Dzięki rozwojowi skalowalnych usług przy stabilnych kosztach ogólnych i sprzedaży, EBITDA wzrosła o około 24%. Rentowność EBITDA wzrosła o 2 punkty procentowe rok do roku, osiągając poziom 36,2%.

Wyniki finansowe segmentu Shoper za 1H25 (mln PLN)

	2Q24	2Q25	Zmiana	1H24	1H25	Zmiana
Przychody	46,1	53,7	17,0%	90,3	105,4	17,0%
EBITDA skor.	15,8	19,4	24,0%	30,7	38,0	24,0%
Rentowność	34,2%	36,2%		34,0%	36,0%	
Zysk brutto skor.	11,4	13,8	22,0%	22,3	27,5	23,0%
Rentowność	24,5%	25,7%		24,7%	26,1%	
Zysk netto skor.	9,2	11,4	23,0%	18,2	22,4	23,0%
Rentowność	20,0%	21,2%		20,1%	21,2%	

Źródło: cyber_Folks, mBank

Wyniki finansowe segmentu e-commerce za 1H25 (mln PLN)

	2Q24	2Q25	1H24	1H25
Przychody	0,6	54,5	1,2	90,0
EBIT	0,2	9,8	0,3	13,1
Amortyzacja	-0,1	-7,8	-0,2	-12,8
EBITDA Op.	0,3	17,6	0,5	26,0
Koszty jednorazowe	0,0	2,2	0,0	6,6
EBITDA skor.	0,3	19,8	0,5	32,6
Marża	23,5%	28,7%	23,0%	27,4%
CAPEX	0,0	5,2	0,0	7,7
CAPEX/ przychody %	0,8%	9,5%	1,3%	8,6%

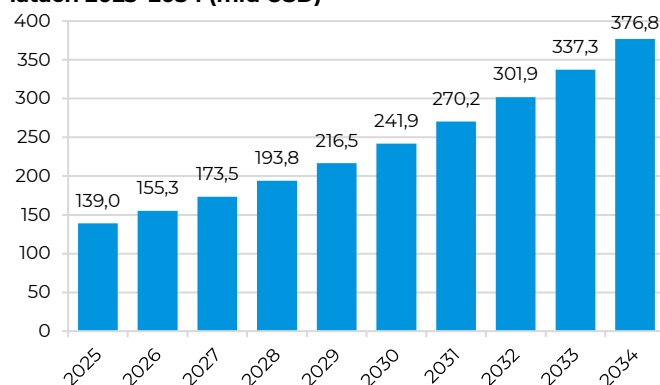
Źródło: Shoper, mBank

Otoczenie rynkowe (za Precedence Research)

Rynek usług przetwarzania i hostingu danych

Globalny rynek usług przetwarzania i hostingu danych był wart 124,40 mld USD w 2024 r. i ma wzrosnąć z 138,98 mld USD w 2025 r. do 376,82 mld USD w 2034 r., rozwijając się w tempie CAGR 11,7%.

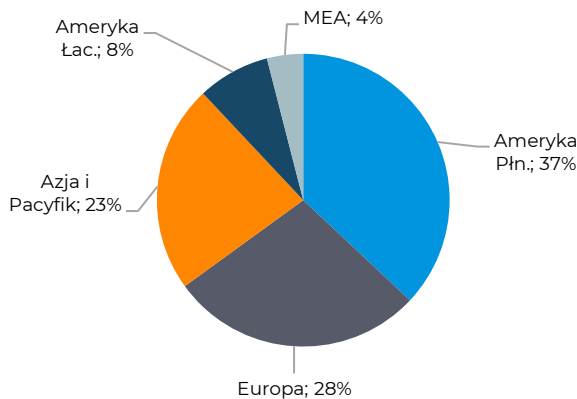
Wielkość rynku usług przetwarzania danych i hostingu w latach 2025–2034 (mld USD)



Źródło: Precedence Research, mBank

Liderem pozostaje Ameryka Północna (37% udziału w 2024 r.), a najszybszy wzrost odnotuje region Azji i Pacyfiku dzięki dynamicznej cyfryzacji i rosnącej liczbie użytkowników Internetu.

Udział w rynku usług przetwarzania danych i hostingu według regionów, 2024 (%)



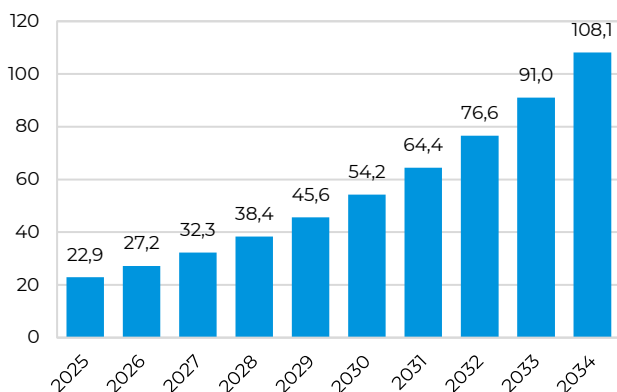
Źródło: Precedence Research, mBank

Segment usług hostingowych odpowiadał za 52% rynku w 2024 r., ale to segment usług przetwarzania danych będzie rość szybciej (CAGR 12,42%). Duże przedsiębiorstwa odpowiadały za 60% rynku, lecz MŚP notują najwyższe tempo wzrostu (CAGR 13,02%), napędzane przez transformację cyfrową i chmurę. Główne czynniki wzrostu rynku to: rosnące wykorzystanie AI, IoT i big data, outsourcing infrastruktury IT, rozwój e-commerce i aplikacji mobilnych, a także strategie multi-cloud i hybrydowe. Wiodącymi graczami są m.in. AWS, IBM, Oracle, SAP, Salesforce, Teradata, GoDaddy, HostGator, Bluehost i Hostingor.

Rynek CPaaS

Globalny rynek Communication Platform as a Service (CPaaS) osiągnął wartość 19,26 mld USD w 2024 r. i wzrośnie z 22,89 mld USD w 2025 r. do 108,12 mld USD w 2034 r., rozwijając się w tempie CAGR 18,8%.

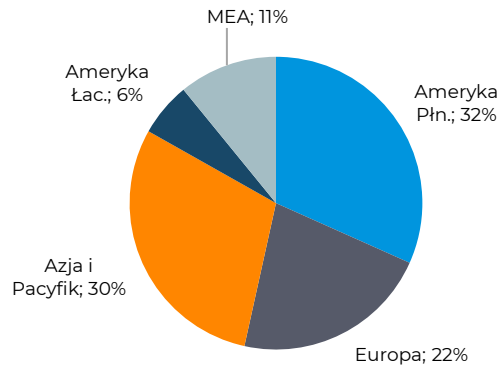
Wielkość rynku usług typu Cpaas w latach 2025–2034 (mld USD)



Źródło: Precedence Research, mBank

Liderem pozostaje Ameryka Północna (32% udziału w 2024 r.), wspierana przez AI i 5G, najszybciej rozwija się region Azji i Pacyfiku (CAGR 31,62%), a Europa rośnie w tempie 25,7%, dzięki potrzebie bezpiecznych i zgodnych rozwiązań.

Udział w rynku CPaaS według regionów, 2024 (%)



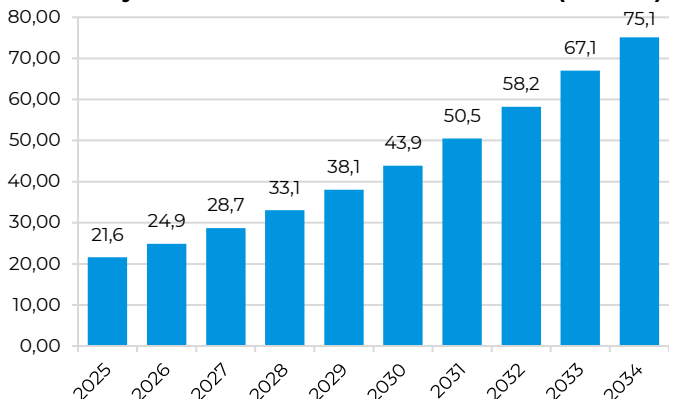
Źródło: Precedence Research, mBank

W 2024 r. dominował segment rozwiązań (86%), a usługi notują najszybszy wzrost; duże przedsiębiorstwa pozostają głównym użytkownikiem, natomiast MŚP przyspieszają adopcję dzięki chmurze i low-code/no-code. Największym odbiorcą jest sektor bankowości i ubezpieczeń, zaś najszybciej rośnie sektor ochrony zdrowia dzięki telemedycynie i komunikacji z pacjentami. Kluczowym motorem innowacji jest sztuczna inteligencja, która wspiera automatyzację, personalizację, inteligentne routowanie, analitykę, wykrywanie oszustw oraz chatboty i asystentów głosowych, czyniąc interakcje bardziej naturalnymi i bezpiecznymi. Wzrost rynku napędza rosnące zapotrzebowanie na komunikację w czasie rzeczywistym, omnichannel, mobilne aplikacje i API-friendly rozwiązania w chmurze, choć wyzwaniem pozostają bezpieczeństwo danych oraz presja cenowa. Duży potencjał tkwi w rosnącej adopcji przez startupy i MŚP oraz trendzie hiperpersonalizacji kontaktu z klientem.

Rynek e-commerce

Globalny rynek e-commerce osiągnął wartość 18,77 bln USD w 2024 r. i wzrośnie z 21,62 bln USD w 2025 r. do 75,12 bln USD w 2034 r., rozwijając się w tempie CAGR 14,9%.

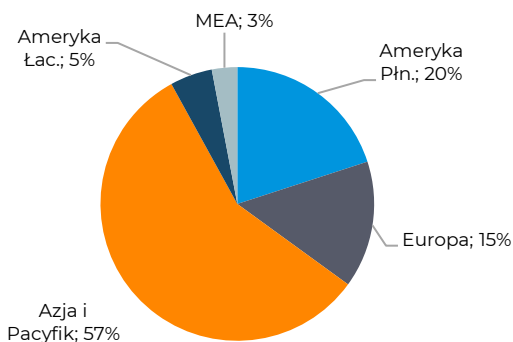
Wielkość rynku e-commerce w latach 2025–2034 (bln USD)



Źródło: Precedence Research, mBank

Liderem jest region Azji i Pacyfiku (57% udziału w 2024 r.), głównie dzięki Chinom, które generują największą sprzedaż e-commerce na świecie, a także dynamicznej urbanizacji, rozwojowi 5G, rosnącej liczbie użytkowników Internetu i inicjatywom rządowym wspierającym cyfryzację. Ameryka Północna utrzymuje znaczący udział dzięki rozwiniętej infrastrukturze cyfrowej i dominacji takich graczy jak Amazon (37,8% udziału w retail e-commerce w USA), Walmart i eBay, a pandemia COVID-19 dodatkowo przyspieszyła wzrost sprzedaży online w regionie.

Udział w rynku e-commerce według regionów (%)



Źródło: Precedence Research, mBank

Pod względem modelu biznesowego dominuje B2B (65% udziału w 2024 r.), obejmujący zamówienia hurtowe, usługi subskrypcyjne i platformy branżowe, a segment B2C dynamicznie się rozwija dzięki modzie, produktom lifestyle i rosnącej liczbie użytkowników smartfonów. W ujęciu aplikacyjnym znaczący udział przypada na AGD, ale najszybszy wzrost notuje segment mody, który napędza cyfrowa sprzedaż odzieży, obuwnia i akcesoriów.

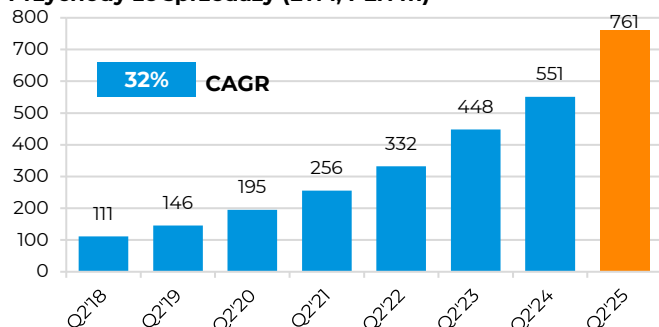
Do głównych czynników wzrostu należą: rosnąca penetracja Internetu i smartfonów (np. w Indiach liczba aktywnych użytkowników Internetu wzrośnie do 900 mln w 2025 r.), rozwój płatności mobilnych, innowacje w logistyce i systemach płatności, a także integracja technologii AI, VR, AR, blockchain i voice commerce (asystenci głosowi, płatności bezdotykowe).

Wiodące firmy to m.in. Amazon, Apple, JD.com, Flipkart, Shopify, eBay, Best Buy, IKEA, Home Depot.

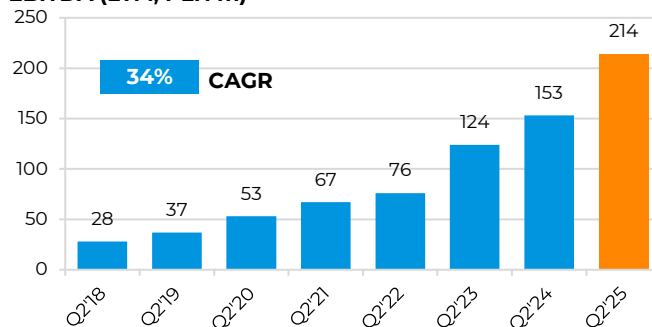
Prognozy finansowe

Grupa cyber_Folks notowała wysokie wzrosty wyników finansowych w ostatnich latach. W 2024 roku przychody wzrosły o 37% r/r do poziomu 657,0 mln PLN, a EBITDA przekroczyła poziom 176 mln PLN, po wzroście o 25%. Na te wyniki wpływ czysto organiczny wzrost w obu głównych segmentach: Vercom i cyber_Folks.

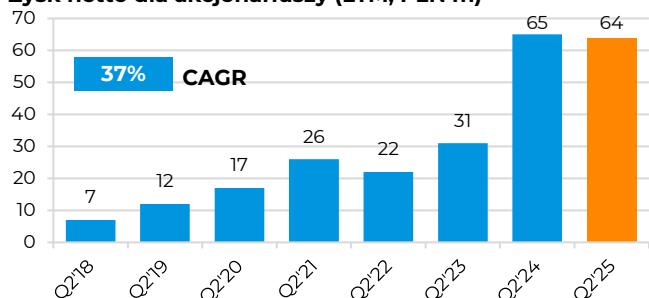
Przychody ze sprzedaży (LTM, PLN m)



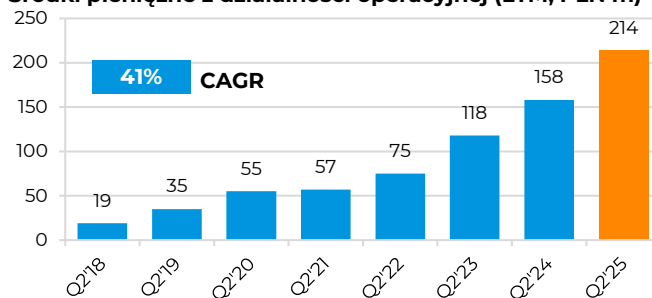
EBITDA (LTM, PLN m)



Zysk netto dla akcjonariuszy (LTM, PLN m)



Środki pieniężne z działalności operacyjnej (LTM, PLN m)



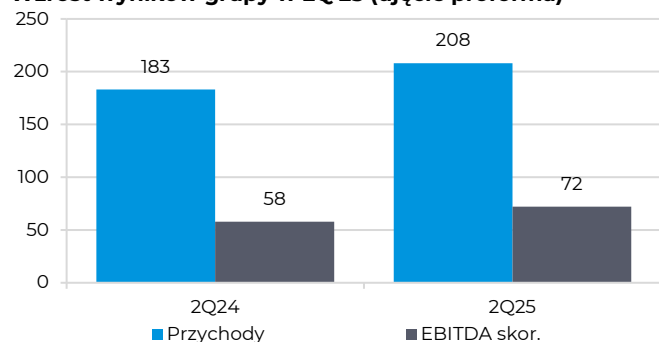
Źródło: cyber_Folks, mBank, Dane zaprezentowane w ujęciu ostatnich 12 miesięcy

W 1H'25 grupa kontynuowała wzrosty wyników, a w samym 2Q'25 odnotowała rekordowe wyniki finansowe. Przychody przekroczyły 200 mln PLN. Rentowność operacyjna znacząco wzrosła – marża EBITDA osiągnęła poziom 33,9%, co oznacza wzrost o 6,5 pp rok do roku. Wzrost przychodów i EBITDA był efektem zarówno silnego wzrostu organicznego w segmentach Vercom i cyber_Folks, jak i efektów synergii wynikających z przejęcia Shoper oraz konsolidacji rumuńskiej spółki Hosterion (od czerwca 2025 r.). Segment cyber_Folks osiągnął bardzo dobre wyniki dzięki wdrożeniu nowych produktów (Now, CDN), kontynuacji ekspansji na rynku rumuńskim, integracji z ekosystemem Shoper oraz implementacji rozwiązań opartych na sztucznej inteligencji. Te działania przełożyły się na wzrost efektywności operacyjnej i

dalsze umacnianie pozycji rynkowej. Dynamika przychodów segmentu Vercom została częściowo ograniczona przez spadek sprzedaży do największego klienta, wynikający z wysokiej bazy porównawczej z 2024 roku. Ze względu na hurtowy charakter tych wysyłek, sytuacja ta nie miała istotnego wpływu na marżę brutto ani na poziom zysków.

Zwracamy uwagę, że na wyniki wpływ miała konsolidacja rezultatów finansowych spółki Shoper. W ujęciu proforma cyber_Folks odnotowała około 15% dynamikę przychodów. Dzięki stabilnemu poziomowi kosztów oraz rosnącej automatyzacji procesów, możliwe było osiągnięcie efektu dźwigni operacyjnej, co przełożyło się na ponad 20% wzrost zysku EBITDA w każdym z segmentów.

Wzrost wyników grupy w 2Q'25 (ujęcie proforma)

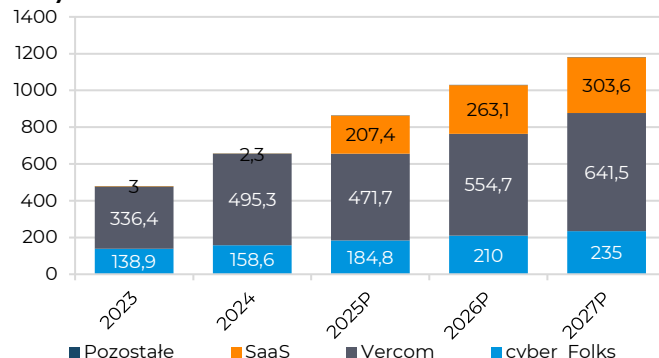


Źródło: cyber_Folks, mBank

W kolejnych kwartałach grupa planuje dalszy wzrost przychodów poprzez rozwój nowych produktów, optymalizacji oferty oraz ekspansji rynkowej. Kluczowym czynnikiem będzie wzrost ARPU, wspierany przez wdrażanie własnych rozwiązań technologicznych, takich jak kreator stron internetowych _Now oparty na AI, kreator domen, narzędzia mailingowe oraz antyspamowe (SendGuard). Ujednolicenie oferty i cennika po przejściu Shopera pozwoli na lepsze zarządzanie sprzedażą i efektywniejsze wykorzystanie potencjału cross-sell i up-sell w ramach ekosystemu Grupy. Rozwój usług dodatkowych, takich jak CDN, RCS, płatności, logistyka czy aplikacje wspierające e-commerce (_Stores, SellIntegro), stanowi kolejny motor wzrostu. Grupa komercjalizuje swoje rozwiązania na rynkach międzynarodowych, wykorzystując spółki portfelowe (Appchance, MailerLite) do dystrybucji nowych produktów. Dodatkowo, rozwój komunikatorów (Viber, WhatsApp, RCS) z wykorzystaniem chatbotów oraz platform wspierających działania marketingowe (e-mail, retargeting, lead generation) zwiększa wartość oferowanych usług. Wszystkie te działania prowadzą do zwiększenia wartości koszyka usług na klienta, poprawy efektywności operacyjnej oraz wzrostu skali działalności, co w konsekwencji powinno przełożyć się na dynamiczny wzrost przychodów w najbliższych okresach. Liczymy także na efekty synergii z grupą Shoper. Dotychczas uruchomiono już sprzedaż sklepów internetowych Shoper bezpośrednio na stronie cyber_Folks, a także rozpoczęto sprzedaż nowych domen przez platformę Shoper, co przyczyniło się do wzajemnego zwiększenia zasięgu ofert i potencjału sprzedażowego obu firm.

W perspektywie lat 2025–2027 prognozujemy średnioroczny wzrost przychodów na poziomie 16,9%, a w 2027 roku cyber_Folks ma osiągnąć blisko 1,2 mld przychodów.

Wzrost przychodów grupy cyber_Folks 2023-2027P (mln PLN)



Source: cyber_Folks, mBank

Poniżej prezentujemy szczegóły naszych prognoz finansowych dla poszczególnych segmentów:

Prognozy przychodów i EBITDA dla segmentu cyber_Folks na lata 2024–2027P

(PLN m)	2024	2025P	2026P	2027P
przychody	158,6	184,8	210,0	235,0
hosting	104,7	122,4	139,6	157,1
Domeny	39,7	47,1	54,1	60,8
VAS	14,0	15,4	16,3	17,1
EBITDA Skor.	70,9	88,1	101,7	113,9
marża	43,5%	43,5%	43,5%	43,5%

Źródło: mBank

Prognozy przychodów i EBITDA dla segmentu Vercom na lata 2024–2027P

(PLN m)	2024	2025P	2026P	2027P
przychody	495,3	471,7	554,7	641,5
Platformy komunikacyjne	455,1	429,4	511,3	597,2
Inne usługi	40,1	42,3	43,4	44,4
EBITDA Skor.	110,2	137,0	168,1	196,4
marża	22,3%	29,1%	30,3%	30,6%

Źródło: mBank

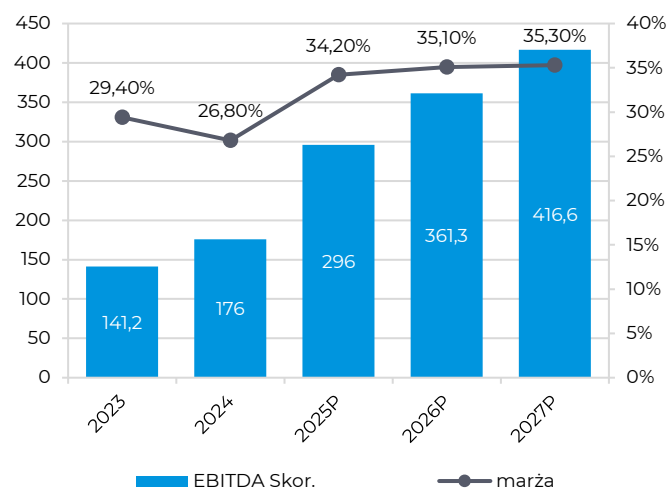
Prognozy przychodów i EBITDA dla segmentu e-commerce na lata 2024–2027P

(PLN m)	2024	2025P	2026P	2027P
przychody	2,3	207,4	263,1	303,6
EBITDA Skor.	0,7	75,5	96,0	110,9
marża	31,1%	36,4%	36,5%	36,5%

Źródło: mBank

W latach 2025–2027 prognozowany jest wzrost EBITDA Skor. w ujęciu CAGR na poziomie 18,6%. Zakładamy stopniowe zwiększanie rentowności operacyjnej, z marżą EBITDA osiągnącą 35,3% w 2027 roku, a następnie stabilizację na tym poziomie w kolejnych latach. Poprawa EBITDA w części będzie wynikać z rosnącego wykorzystania sztucznej inteligencji w organizacji cyber_Folks, zwłaszcza w obszarze obsługi klienta, gdzie zastosowanie robo-asystentów oraz wsparcia typu Copilot dla zespołu BOK pozwala znacząco ograniczyć liczbę nieistotnych zgłoszeń, skrócić czas odpowiedzi na pytania użytkowników oraz zautomatyzować udzielanie odpowiedzi na wybrane tematy. Obniżenie kosztów operacyjnych odbędzie się także poprzez automatyzację i lepsze wykorzystanie zasobów. Grupa powinna odczuć wpływ serwerów nowej generacji oferującym lepszy stosunek wydajności do kosztów utrzymania.

Skor. EBITDA (mln PLN, po lewej) oraz marża EBITDA (% , po prawej) Grupy cyber_Folks, 2023-2027P

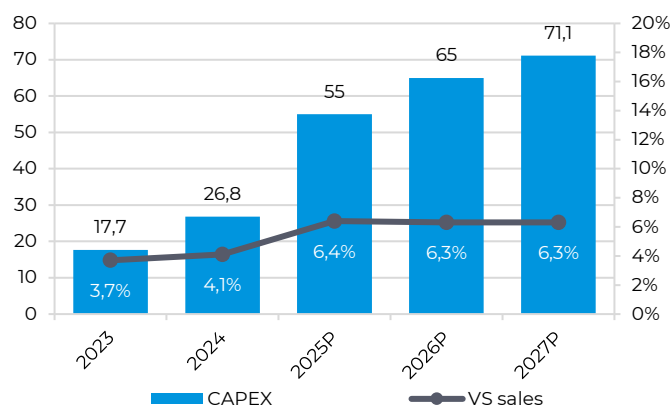


Source: cyber_Folks, mBank

Generacja gotówki i bilans

cyber_Folks dysponuje istotnym potencjałem generowania gotówki, wynikającym przede wszystkim z wysokich marż operacyjnych. Jednocześnie spółka charakteryzuje się niskim zapotrzebowaniem na kapitał obrotowy, co wynika ze specyfiki modelu biznesowego – znaczna część działalności hostingowej oparta jest na systemie przedpłat, co pozytywnie wpływa na cykl konwersji gotówki. Dodatkowo biznes cyber_Folks jest relatywnie niskokapitałochłonny.

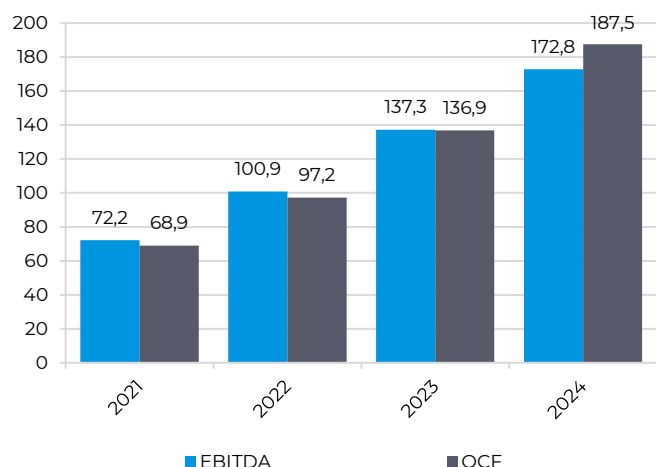
Prognoza CAPEX (mln PLN, po lewej) oraz CAPEX jako % sprzedaży (% , po prawej) dla cyber_Folks w latach 2025-2027P



Źródło: mBank

cyber_Folks osiąga bardzo wysokie wskaźniki konwersji EBITDA na przepływy pieniężne z działalności operacyjnej – w latach 2021-2024 wskaźnik EBITDA / CFO wyniósł średnio 100,2%.

EBITDA oraz środki pieniężne z działalności operacyjnej Grupy cyber_Folks w latach 2021-24 (mln PLN)



Źródło: cyber_Folks, mBank

W 2023 i 2024 roku cyber_Folks wygenerował wysokie wolne przepływy pieniężne, a według naszych prognoz Spółka pozostanie silnie generująca gotówkę również w kolejnych latach.

Prognoza FCFF na lata 2025-27P

(PLN m)	2023	2024	2025P	2026P	2027P
CFO	136,9	187,5	225,9	312,5	360,4
CAPEX	-17,7	-26,8	-55,0	-65,0	-71,1
Płatności leasingowe	-11,1	-12,3	-13,6	-15,5	-17,1
FCFF	108,1	148,4	157,3	232,0	272,1

Źródło: mBank

Na koniec 2Q'25 zadłużenie netto cyber_Folks (wraz z leasingami) wyniosło 612 mln PLN, co odpowiada wskaźnikowi dług netto/skorygowana EBITDA na poziomie 2,3x (pro forma z uwzględnieniem Shoper). Spodziewamy się, że dzięki wysokiej generacji gotówki Spółka będzie stopniowo obniżać poziom zadłużenia w kolejnych kwartałach. Zakładamy również, że w nadchodzących latach Spółka będzie wypłacać dywidendy.

Emisja akcji serii E i działalność akwizycyjna

We wrześniu'25 cyber_Folks przeprowadziła z sukcesem emisję akcji w ramach przyspieszonej budowy księgi popytu. Spółka wyemituje 1 134 400 nowych akcji, co stanowi około 8% obecnego kapitału zakładowego przy cenie 180 PLN /akcję. Środki pozyskane z emisji zostaną przeznaczone wyłącznie na finansowanie przejęć, z zamiarem realizacji jednej lub kilku transakcji w ciągu najbliższych dwunastu miesięcy. Obecnie cyber_Folks analizuje pięć potencjalnych celów przejęć – podpisano już umowy o poufności. Wartość poszczególnych transakcji szacowana jest w przedziale od 15 do 150 mln EUR, natomiast łączna wartość potencjalnych inwestycji kapitałowych może sięgnąć nawet 1 mld PLN w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Przejęcia te wyceniane są na poziomie wysokich jednocyfrowych do kilkunastu wskaźników EV/EBITDA, według prognoz na 2026 rok, uwzględniających synergii.

Podsumowując, cyber_Folks realizuje ambitną strategię ekspansji poprzez przejęcia, a emisja akcji zapewni naszym zdaniem elastyczność finansową i może przyspieszyć negocjacje. Spółka zamierza wykorzystać sprzyjające warunki rynkowe, aby wzmocnić swoją pozycję i stać się jednym z czołowych graczy na europejskim rynku usług cyfrowych i e-commerce. Choć emisja oznacza rozwodnienie udziałów obecnych akcjonariuszy, stanowi fundament dla realizacji ambitnej agendy M&A, która może przełożyć się na istotny wzrost przychodów oraz dalszą ekspansję międzynarodową. Biorąc pod uwagę dobry track record spółki w przejęciach (Shoper, MailerLite) uważamy, że wiadomości o kolejnych przejęciach będą przyjmowane przez rynek z entuzjazmem.

Prognozy i wskaźniki finansowe Grupy cyber_Folks*

RZiS						Rachunek CF					
(mln PLN)	2023	2024	2025P	2026P	2027P	(mln PLN)	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	479,9	657,0	864,9	1 028,8	1 181,1	CF oper.	136,9	187,5	225,9	312,5	360,3
cyber_Folks	138,9	158,6	184,8	210,0	235,0	Zysk netto	50,8	116,8	135,4	198,9	242,2
Vercom	336,4	495,3	471,7	554,7	641,5	Amortyzacja	32,8	34,5	65,9	69,2	77,1
eCommerce	3,0	2,3	207,4	263,1	303,6	Koszty odsetek	18,3	15,2	46,1	41,3	38,8
EBITDA skor.	141,2	176,0	296,0	361,3	416,6	Kapitał obrot.	13,4	24,8	0,1	3,1	2,3
Marża	29,4%	26,8%	34,2%	35,1%	35,3%	Inne	21,6	-3,8	-21,6	0,0	0,0
EBITDA	137,3	172,8	278,0	354,8	413,6	CF inwest.	3,9	15,4	-538,6	-65,0	-71,1
Marża	28,6%	26,3%	32,1%	34,5%	35,0%	CAPEX	-17,7	-26,8	-55,0	-65,0	-71,1
Amortyzacja	32,8	34,5	65,9	69,2	77,1	Inne	21,6	42,2	-483,6	0,0	0,0
EBIT	104,6	134,3	212,1	285,7	336,5	CF fin.	-122,4	-130,6	575,5	-91,5	-109,4
Marża	21,8%	20,4%	24,5%	27,8%	28,5%	Koszty odsetkowe	-26,2	-19,1	-46,1	-41,3	-38,8
Przychody/koszty finansowe	-5,6	43,5	-46,1	-41,3	-38,8	Leasing	-11,1	-12,3	-13,6	-15,5	-17,1
Zysk rozliczany metodą praw własności	2,7	1,2	1,2	1,2	1,2	Kredyty	-62,9	-46,5	501,1	0,0	0,0
Zysk brutto	101,7	178,9	167,2	245,6	299,0	Wypłacone dywidendy	-13,2	-21,3	-28,3	-34,7	-53,5
Podatek doch.	-14,3	-24,5	-31,8	-46,7	-56,8	Inne	-9,0	-31,3	162,4	0,0	0,0
Zysk netto	87,4	154,4	135,4	198,9	242,2	Przepływy pieniężne	18,4	72,3	262,9	155,9	179,8
Udziałowcy mniejszościowi	36,6	37,6	65,9	91,9	109,2						
Zysk netto jednostki dominującej	50,8	116,8	69,5	107,0	132,9						
						CFO/skor. EBITDA	100%	108%	81%	88%	87%
						FCFF	108,1	148,4	157,3	232,0	272,1
Bilans						FCFF/EV	2,6%	3,7%	3,0%	4,6%	5,6%
(mln PLN)	2023	2024	2025P	2026P	2027P	FCFE	81,9	129,2	111,2	190,7	233,4
Aktywa trwałe	722,6	702,8	1 367,2	1 378,6	1 389,7	FCFE/MCAP	3,2%	5,1%	4,1%	7,0%	8,5%
WNiP	610,3	621,5	1 250,2	1 250,2	1 250,2	ROIC	14,1%	18,2%	18,7%	19,2%	22,4%
Rzeczowe AT	37,4	36,7	59,5	59,5	59,5	ROCE	10,4%	12,5%	12,9%	12,7%	13,8%
Inne	75,0	44,6	57,6	68,9	80,0						
Aktywa obrot.	110,3	239,9	484,9	648,2	838,5	DPS	0,93	1,50	2,00	2,27	3,49
Należności	35,4	51,9	68,4	75,7	86,2	Dyield	0,5%	0,8%	1,1%	1,3%	1,9%
Środki pieniężne	70,3	142,9	405,8	561,8	741,6						
Inne	4,6	45,0	10,7	10,7	10,7						
						Wskaźniki finansowe					
							2023	2024	2025P	2026P	2027P
Kapitał wł.	223,0	323,8	528,5	600,8	680,2	P/E	49,9	21,7	39,5	25,6	20,6
Udziałowcy mniejszościowi	201,7	223,0	325,8	417,7	526,9	EV/EBITDA Skor.	29,5	22,9	17,7	14,0	11,7
Zob. długot.	235,3	195,4	700,4	700,4	700,4						
Kredyty	193,0	153,1	613,1	613,1	613,1	P/S	5,3	3,9	3,2	2,7	2,3
Leasing	27,1	26,2	43,7	43,7	43,7	P/BV	11,4	7,8	5,2	4,6	4,0
Inne	15,2	16,1	43,6	43,6	43,6	P/CFO	18,5	13,5	12,1	8,8	7,6
Zob. krótkot.	172,9	200,4	297,5	307,9	320,7	P/FCFE	31,0	19,6	24,6	14,4	11,7
Kredyty	53,2	39,5	80,7	80,7	80,7						
Leasing	10,5	10,9	18,0	18,0	18,0	Zmiana EBITDA R/R	36,1%	25,8%	60,9%	27,6%	16,6%
Zob. handlowe	42,0	63,8	65,9	71,9	77,8	Marża netto	10,6%	17,8%	8,0%	10,4%	11,3%
Zobowiązania z tytułu umów z klientami	50,3	67,8	82,2	86,6	93,5	Zmiana zysku netto R/R	111,7%	129,8%	-40,5%	54,1%	24,2%
Inne	17,0	18,4	50,7	50,7	50,7						
Dług netto	213,5	86,8	349,6	193,7	13,8	Cena (PLN)	179,00	179,00	179,00	179,00	179,00
DN/EBITDA	1,6x	0,5x	1,3x	0,5x	0,0x	L. akcji (mln)	14,2	14,2	15,3	15,3	15,3
						Kapitalizacja*	2 538	2 538	2 741	2 741	2 741
						EV	4 164	4 037	5 230	5 074	4 894

Źródło: mBank; * uwzględniając środki netto z emisji akcji serii E oraz podwyższoną liczbę akcji od 2025r.

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV: wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalenty; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgowa), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing)

PRZEWAŻAJ (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

RÓWNOWAŻ (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

NIEDOWAŻAJ (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 12 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od 0% do +10%

SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę

W uzasadnionych przypadkach może zostać podjęta decyzja o odstąpieniu od wyżej prezentowanych zasad w szczególności w sytuacji dużej zmienności cen akcji spółki będącej przedmiotem rekomendacji w okresie bezpośrednio poprzedzającym moment wydania rekomendacji.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 12 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Prostej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółki Auto Partner S.A., Cyber_Folks S.A., Newag S.A. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek Auto Partner S.A., Cyber_Folks S.A., Newag S.A., mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Jest możliwe, że BM jako wyodrębniona jednostka organizacyjna Banku, na podstawie pełnomocnictw udzielonych przez Klientów, w imieniu i na rzecz klienta nabywa lub zbywa, może nabywać lub zbywać lub w przeszłości nabywało lub zbywało instrument finansowy, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub instrument z nim powiązany.

Jest możliwe, że mTFI posiada, może posiadać lub w przeszłości posiadało pozycję w instrumencie finansowym, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub w instrumencie z nim powiązanym w portfelach inwestycyjnych funduszy, których organem jest lub którego portfelem inwestycyjnym zarządza mTFI.

Jest możliwe, że Bank posiada, może posiadać lub w przeszłości posiadał pozycję w instrumencie finansowym, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub w instrumencie z nim powiązanym w portfelach handlowych lub bankowych zarządzanych przez Bank.

Jest możliwe, że Bank lub inne spółki z grupy kapitałowej Banku posiadają, mogą posiadać lub w przeszłości posiadały pozycję w instrumencie finansowym, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub w instrumencie z nim powiązanym w portfelach przez siebie zarządzanych.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.

W Biurze maklerskim mBanku S.A. („BM”) obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne, ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Poszczególne rodzaje działalności maklerskiej zostały rozdzielone w ramach wewnętrznej struktury organizacyjnej BM, w szczególności departament sporządzający analizy został wydzielony od innej działalności maklerskiej. Stworzono „chińskie mury”, czyli bariery informacyjne uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi komórkami organizacyjnym lub pracownikami BM.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pobiera wynagrodzenie od GPW za sporządzanie materiałów analitycznych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.

Emitent jest klientem Biura maklerskiego mBanku.

Emitent jest klientem mBank S.A.

Emitent jest kontrahentem mBank S.A.

mBank S.A. działający poprzez Biuro maklerskie mBanku jest stroną umowy z emitentem w zakresie oferowania.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 11.09.2025 r. o godzinie 8:51.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 11.09.2025 r. o godzinie 9:10.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A. Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: <https://mdm.pl/bm/analizy>

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę Klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych przychodów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:

[cyber_Folks \(Pawel Szpigiel\)](#)

rekomendacja	kupuj	trzymaj	kupuj
data wydania	2024-12-23	2024-12-02	2024-09-02
cena docelowa (PLN)	167,20	143,00	144,50
kurs z dnia rekomendacji	143,00	139,50	127,00

mBank S.A.

Prosta 18
00-850 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Beata Szparaga-Waśniewska, CFA
dyrektorka
+48 510 929 021
beata.szparaga-wasniewska@mbank.pl
biotechnologia, ochrona zdrowia

Michał Konarski
+48 515 025 640
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Janusz Pięta
+48 506 065 659
janusz.pieta@mbank.pl
handel, e-commerce

Mateusz Krupa, CFA
wicedyrektor
+48 571 608 973
mateusz.krupa@mbank.pl
strategia

Mikołaj Lemańczyk, CFA
+48 501 663 511
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse, deweloperzy

Jakub Sargsyan
+48 519 419 895
marlen.sargsyan@mbank.pl
przemysł, surowce

Paweł Szpigiel
+48 509 603 258
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja, e-commerce

Piotr Poniąkowski
+48 509 603 046
piotr.poniakowski@mbank.pl
gaming, wypoczynek

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 698 832 853 | +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Andrzej Kowalczyk
+48 789 868 634 | +48 22 697 47 44
andrzej.kowalczyk@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 605 848 003 | +48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Paweł Cylikowski
wicedyrektor
+48 503 684 130 | +48 22 697 47 31
pawel.cylkowski@mbank.pl

Karol Kułaj
+48 509 602 984 | +48 22 697 49 85
karol.kulaj@mbank.pl

Łukasz Płaska
+48 784 449 962 | +48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

Piotr Brożyna
+48 512 756 702 | +48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Patryk Gniadek
tel. +48 505 116 638 | +48 22 697 48 82
patryk.gniadek@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektorka
+48 696 427 249
marzena.lempicka-wilim@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Maciej Sokołowski
dyrektor
maciej.sokolowski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl