

czwartek, 20 listopada 2025 | aktualizacja raportu

## cyber\_Folks: kupuj (podtrzymana)

CBF PW; CBF.WA | TMT, Polska

### Dobre momentum wynikowe i rozwój narzędzi opartych o AI

cyber\_Folks (CBF) odnotowało kolejne rekordowe wyniki za 3Q'25. Dzięki rosnącej automatyzacji procesów i dyscyplinie kosztowej, grupa poprawia rentowność EBITDA we wszystkich segmentach operacyjnych.

Zarząd konsekwentnie realizuje strategię integracji sztucznej inteligencji w kluczowych obszarach działalności. Trwające wdrożenia AI w obsłudze klienta i zarządzaniu infrastrukturą przynoszą już wymierne oszczędności kosztowe. Autorski system RoboFolks – agent AI - rozumie kontekst, w jakim znajduje się użytkownik, analizuje jego środowisko techniczne i dostosowuje pomoc do realnej sytuacji dzięki czemu staje się potencjalnym wyróżnikiem na skalę globalną w segmencie hostingu. AI Sales Assistant, rozwijane przez grupę Shoper, samo identyfikuje okazje do generowania dodatkowej sprzedaży i wskazuje obszary wymagające optymalizacji. W ten sposób pomaga podejmować trafne decyzje, które potrafi uzasadnić w sposób zrozumiały dla sprzedawcy. Rozwój narzędzi AI będzie naszym zdaniem wspierać wyniki generowane przez cyber\_Folks w kolejnych okresach.

Po publikacji 3Q'25 dokonaliśmy niewielkiej rewizji naszych założeń dla grupy Shoper, koncentrując się przede wszystkim na podwyższeniu prognozowanej marży EBITDA dla tego podmiotu. W ten sposób nasze prognoza EBITDA Skor. dla całej grupy nieznacznie wzrosła. Po aktualizacji założeń naszego modelu wyceny o nowy poziom RFRs, podnosimy poziom ceny docelowej do 224,40 PLN, co implikuje 28% potencjał wzrostu i rekomendację „kupuj”.

Długoterminowy profil inwestycyjny grupy cyber\_Folks pozostaje dla nas atrakcyjny. Spółka wykazuje stabilny dwucyfrowy wzrost przychodów, poprawę rentowności i wyraźną przewagę technologiczną. cyber\_Folks utrzymuje bezpieczny poziom zadłużenia, co daje przestrzeń do dalszych akwizycji i wzrostu dywidend.

### 3Q'25 z kolejnym solidnym momentum wynikowym

cyber\_Folks opublikowało mocne wyniki za 3Q'25 – skorygowana EBITDA wyniosła 75,7 mln PLN, co implikuje wzrost o 24% r/r (w ujęciu proforma). Segment cyber\_Folks osiągnął rekordową rentowność – EBITDA wzrosła o 20% r/r. Vercom zanotował spadek przychodów o 20% r/r z powodu niższej aktywności największego klienta, jednak po jego wyłączeniu wzrost wyniósł +12% r/r, a EBITDA +20% r/r. Baza klientów wzrosła o 11,1 tys. do 111,5 tys., co jest wynikiem trzykrotnie lepszym od średniej z poprzednich okresów. Z kolei Shoper utrzymał silną dynamikę GMV, szczególnie w kanale omnichannel i wykazał wzrost marży EBITDA o 3,9pp r/r do 36,7%.

### Rozwój produktów i usług dzięki integracji AI

cyber\_Folks intensywnie rozwija produkty oparte na AI, zwiększając automatyzację i skalowalność usług. Co ważne, integracja AI przekłada się nie tylko na wzrost efektywności operacyjnej, ale także na poprawę doświadczenia klienta i przyspieszenie skalowania biznesu. Shoper wdraża AI Sales Assistant, które wspiera merchantów w podejmowaniu decyzji biznesowych i optymalizacji sprzedaży. cyber\_Folks uruchomiło robo\_Folks – asystenta AI wykonującego techniczne operacje bez udziału użytkownika, a w grupie Vercom AI znacząco skróciło onboarding klientów i zwiększyło efektywność obsługi, co przełożyło się na rekordową satysfakcję użytkowników.

| (mln PLN)       | 2023  | 2024  | 2025P | 2026P   | 2027P   |
|-----------------|-------|-------|-------|---------|---------|
| Przychody       | 479,9 | 657,0 | 863,4 | 1 025,7 | 1 176,9 |
| Skor EBITDA     | 141,2 | 176,0 | 295,5 | 365,3   | 423,1   |
| Marża           | 29,4% | 26,8% | 34,2% | 35,6%   | 35,9%   |
| EBIT            | 104,6 | 134,3 | 209,7 | 289,0   | 341,3   |
| Zysk netto      | 50,8  | 116,8 | 69,0  | 110,0   | 136,3   |
| P/E             | 53,0  | 23,1  | 39,0  | 24,5    | 19,7    |
| P/S             | 5,6   | 4,1   | 3,1   | 2,6     | 2,3     |
| P/BV            | 12,1  | 8,3   | 5,1   | 4,5     | 3,9     |
| EV/EBITDA Skor. | 30,6  | 23,8  | 17,8  | 13,9    | 11,6    |
| DPS             | 0,93  | 1,83  | 1,85  | 2,25    | 3,59    |
| DY              | 0,5%  | 1,0%  | 1,1%  | 1,3%    | 2,0%    |

|                               |              |
|-------------------------------|--------------|
| cena bieżąca*                 | 175,80 PLN   |
| cena docelowa                 | 224,40 PLN   |
| kapitalizacja                 | 2,69 mld PLN |
| free float                    | 1,1 mld PLN  |
| średni dzienny obrót (3 m-ce) | 1,7 mln PLN  |

\*Cena z 19 listopada 2025 r., godz. 17:00

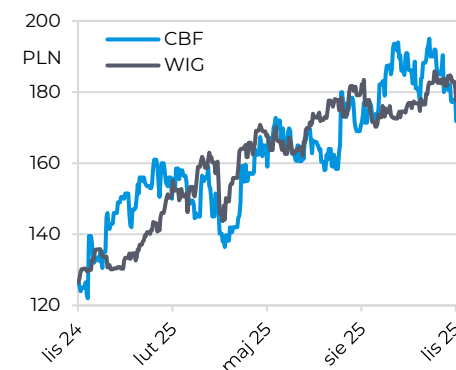
### Struktura akcjonariatu

|                    |       |
|--------------------|-------|
| 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          | 224,40        | 210,80 | kupuj         | kupuj            |
| spółka               | cena bieżąca  |        | cena docelowa | potencjał zmiany |
| cyber_Folks          | 175,80        |        | 224,40        | +27,6%           |
| Aktualizacja prognoz |               | 2025P  | 2026P         | 2027P            |
| Przychody            |               | -0,2%  | -0,3%         | -0,4%            |
| EBITDA               |               | -0,2%  | +1,1%         | +1,6%            |
| EBIT                 |               | -1,1%  | +1,2%         | +1,4%            |
| Zysk netto           |               | +1,1%  | +5,2%         | +4,6%            |

### Analityk:

Paweł Szpigiel  
Ekspert ds. analiz  
+48 509 603 258  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto: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 / 1,5x\* skorygowanego wyniku EBITDA) 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. oraz z uwzględnieniem środków uzyskanych z emisji akcji serii E, które wpłynęły do Spółki na początku października 2025 r.

## Wycena

Wartość spółki cyber\_Folks szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 12 miesięcy wynosi 224,40 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%   | 154,31        |
| Wycena DCF                      | 100% | 204,88        |
|                                 | cena | 204,89        |
| <b>Cena docelowa za 12 m-cy</b> |      | <b>224,40</b> |

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       |
| <b>Hosting</b>              |             |             |             |             |             |             |
| 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         |
| <b>Mediana</b>              | <b>14,7</b> | <b>10,7</b> | <b>9,9</b>  | <b>24,5</b> | <b>23,2</b> | <b>21,8</b> |
| <b>Vercom</b>               |             |             |             |             |             |             |
| 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         |
| <b>Mediana</b>              | <b>9,7</b>  | <b>8,7</b>  | <b>8,0</b>  | <b>23,4</b> | <b>19,1</b> | <b>15,1</b> |
| <b>e-Commerce</b>           |             |             |             |             |             |             |
| 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        |
| <b>Mediana</b>              | <b>18,0</b> | <b>15,9</b> | <b>13,1</b> | <b>32,1</b> | <b>24,5</b> | <b>20,3</b> |
| <b>Wycena mieszana</b>      |             |             |             |             |             |             |
|                             | <b>13,2</b> | <b>11,1</b> | <b>9,9</b>  | <b>25,8</b> | <b>21,6</b> | <b>18,3</b> |
| cyber_Folks                 | 17,8        | 13,9        | 11,6        | 39,0        | 24,5        | 19,7        |
| Premia (dyskonto)           | 35%         | 25%         | 17%         | 51%         | 13%         | 8%          |

#### Implikowana wycena

|                                       |              |       |       |       |       |       |
|---------------------------------------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Implikowana wycena na akcję           | 87,6         | 108,8 | 128,2 | 116,4 | 155,4 | 163,0 |
| Waga wskaźnika                        |              | 50%   |       |       | 50%   |       |
| Waga roku                             | 0%           | 50%   | 50%   | 0%    | 50%   | 50%   |
| <b>Wartość jednej akcji CBF (PLN)</b> | <b>154,3</b> |       |       |       |       |       |

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 listopada 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          | +            |
|-----------------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|
| <b>Przychody</b>      | <b>460,9</b> | <b>1 025,7</b> | <b>1 176,9</b> | <b>1 326,7</b> | <b>1 473,4</b> | <b>1 613,4</b> | <b>1 745,0</b> | <b>1 867,9</b> | <b>1 981,9</b> | <b>2 087,1</b> |              |
| zmiana                |              | 18,8%          | 14,7%          | 12,7%          | 11,1%          | 9,5%           | 8,2%           | 7,0%           | 6,1%           | 5,3%           |              |
| <b>EBITDA</b>         | <b>152,8</b> | <b>358,8</b>   | <b>420,1</b>   | <b>476,5</b>   | <b>528,7</b>   | <b>578,5</b>   | <b>625,4</b>   | <b>669,4</b>   | <b>710,4</b>   | <b>746,9</b>   |              |
| Marża EBITDA          | 33,2%        | 35,0%          | 35,7%          | 35,9%          | 35,9%          | 35,9%          | 35,8%          | 35,8%          | 35,8%          | 35,8%          |              |
| Amortyzacja           | 35,9         | 69,8           | 78,8           | 88,3           | 97,5           | 106,5          | 114,9          | 123,4          | 131,5          | 137,7          |              |
| <b>EBIT</b>           | <b>117,0</b> | <b>289,0</b>   | <b>341,3</b>   | <b>388,2</b>   | <b>431,2</b>   | <b>471,9</b>   | <b>510,5</b>   | <b>546,1</b>   | <b>578,9</b>   | <b>609,1</b>   |              |
| Opodatkowanie EBIT    | 19%          | 19%            | 19%            | 19%            | 19%            | 19%            | 19%            | 19%            | 19%            | 19%            |              |
| <b>NOPLAT</b>         | <b>94,8</b>  | <b>234,1</b>   | <b>276,4</b>   | <b>314,5</b>   | <b>349,3</b>   | <b>382,3</b>   | <b>413,5</b>   | <b>442,3</b>   | <b>468,9</b>   | <b>493,4</b>   |              |
| CAPEX i leasing       | -34,3        | -75,0          | -81,9          | -90,9          | -99,7          | -108,3         | -116,4         | -124,3         | -131,8         | -139,1         |              |
| Kapitał obrot.        | -13,4        | -3,9           | -1,5           | -1,5           | -1,3           | -1,8           | -2,6           | -3,3           | -3,9           | -3,0           |              |
| <b>FCF</b>            | <b>82,9</b>  | <b>225,1</b>   | <b>271,9</b>   | <b>310,3</b>   | <b>345,7</b>   | <b>378,7</b>   | <b>409,4</b>   | <b>438,1</b>   | <b>464,7</b>   | <b>489,0</b>   | <b>510,9</b> |
| WACC                  | 8,4%         | 8,8%           | 10,2%          | 10,3%          | 10,6%          | 11,1%          | 11,1%          | 11,5%          | 11,9%          | 11,8%          |              |
| Współczynnik dyskonta | 0,99         | 0,91           | 0,83           | 0,75           | 0,68           | 0,61           | 0,55           | 0,49           | 0,44           | 0,39           |              |
| PV FCF                | 82,4         | 205,4          | 225,3          | 233,0          | 234,6          | 231,3          | 225,0          | 215,9          | 204,7          | 192,7          |              |
| <b>WACC</b>           | <b>8,4%</b>  | <b>8,8%</b>    | <b>10,2%</b>   | <b>10,3%</b>   | <b>10,6%</b>   | <b>11,1%</b>   | <b>11,1%</b>   | <b>11,5%</b>   | <b>11,9%</b>   | <b>11,8%</b>   | <b>10,0%</b> |
| Koszt długu           | 4,6%         | 4,7%           | 5,7%           | 5,8%           | 6,1%           | 6,6%           | 6,6%           | 7,0%           | 7,4%           | 7,3%           | 5,5%         |
| Stopa wolna od ryzyka | 3,6%         | 3,7%           | 4,7%           | 4,8%           | 5,1%           | 5,6%           | 5,6%           | 6,0%           | 6,4%           | 6,3%           | 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%        | 6,9%           | 0,0%           | 0,0%           | 0,0%           | 0,0%           | 0,0%           | 0,0%           | 0,0%           | 0,0%           | 0,0%         |
| Koszt kapitału        | 9,1%         | 9,2%           | 10,2%          | 10,3%          | 10,6%          | 11,1%          | 11,1%          | 11,5%          | 11,9%          | 11,8%          | 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)                              | 9 243        |
| Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)             | 3 642        |
| Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy         | 2 050        |
| Wartość firmy (EV)                                   | 5 692        |
| Dług netto (MSR 17)                                  | 578          |
| Udziały mniejszościowe                               | 2 213        |
| Pozostałe aktywa (w tym środki netto z emisji akcji) | 237          |
| Wartość firmy                                        | 3 138        |
| liczba akcji (mln)*                                  | 15,3         |
| <b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>                  | <b>204,9</b> |
| 12-to miesięczny koszt kapitału własnego             | 9,5%         |
| <b>Cena docelowa (PLN)</b>                           | <b>224,4</b> |

|                                    |      |
|------------------------------------|------|
| EV/EBITDA ('26) dla ceny docelowej | 15,9 |
| P/E ('26) dla ceny docelowej       | 28,5 |
| Udział TV w EV                     | 64%  |

Źródło: mBank, \* uwzględniając emisję akcji serii E

### Analiza wrażliwości

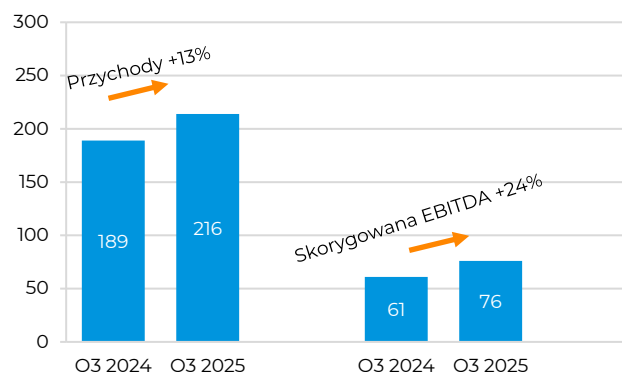
|            | Wzrost FCF po okresie prognozy |       |              |       |       |
|------------|--------------------------------|-------|--------------|-------|-------|
|            | 3,50%                          | 4,00% | 4,50%        | 5,00% | 5,50% |
| Beta = 0 8 | 257,5                          | 288,4 | 323,9        | 373,7 | 435,3 |
| Beta = 0 9 | 217,0                          | 241,3 | 268,8        | 306,3 | 351,1 |
| Beta = 1 0 | 183,2                          | 202,7 | <b>224,4</b> | 253,4 | 287,2 |
| Beta = 1 1 | 154,5                          | 170,4 | 187,9        | 210,9 | 237,1 |
| Beta = 1 2 | 129,9                          | 143,0 | 157,3        | 175,8 | 196,6 |

## Ostatnie wydarzenia

### Wyniki za Q3'25

Grupa cyber\_Folks zaraportowała solidne wyniki finansowe za 3Q'25, nieco powyżej naszych oczekiwań oraz konsensusu rynkowego. Przychody ze sprzedaży wyniosły 215,9 mln PLN (+17% r/r) i były na historycznie rekordowym poziomie. Skorygowana EBITDA wyniosła 75,7 mln PLN, co oznacza wynik o 5% wyższy od naszych prognoz. Dynamika przychodów grupy w 3Q była ograniczona przez spadek sprzedaży do największego klienta segmentu Vercom, co wynikało z wysokiej bazy z ubiegłego roku. Ze względu na hurtowy charakter wysyłek, nie miało to istotnego wpływu na dynamikę zysku. Wyniki nie są porównywalne rok do roku z uwagi na przejście Shopera. Dynamika przychodów oraz skorygowanej EBITDA w ujęciu pro forma – z wyłączeniem przychodów od największego klienta segmentu Vercom – wyniosła odpowiednio +13% oraz +24%.

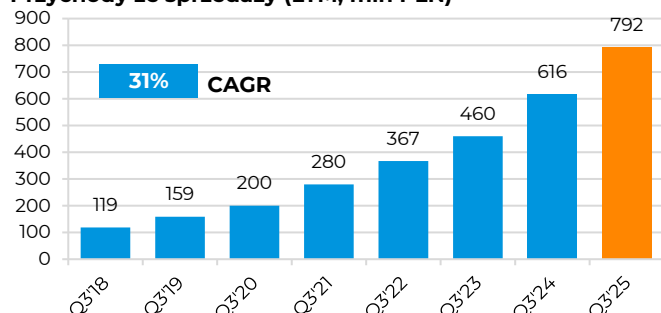
### Wzrost wyników proforma w grupie cyber\_Folks w 3Q'25 (mln PLN)



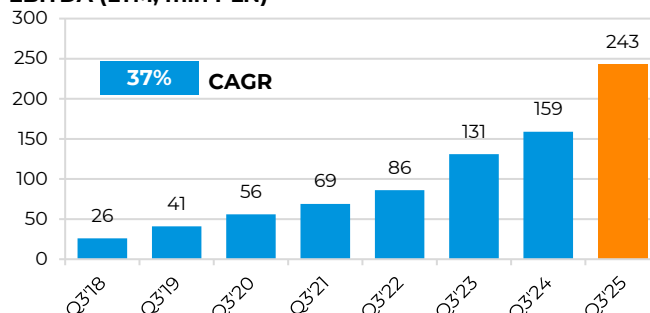
Źródło: cyber\_Folks

Biorąc pod uwagę wyniki za ostatnie 12 miesięcy cyber\_Folks wygenerowało ponad 790 mln PLN przychodów ze sprzedaży i 243 mln PLN wyniku EBITDA, tym samym kontynuując wysoki wzrost wyników w ostatnich latach.

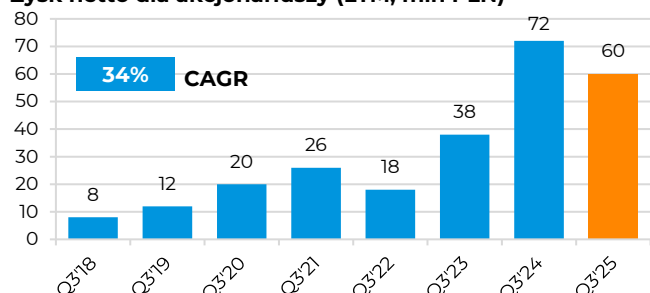
### Przychody ze sprzedaży (LTM, mln PLN)



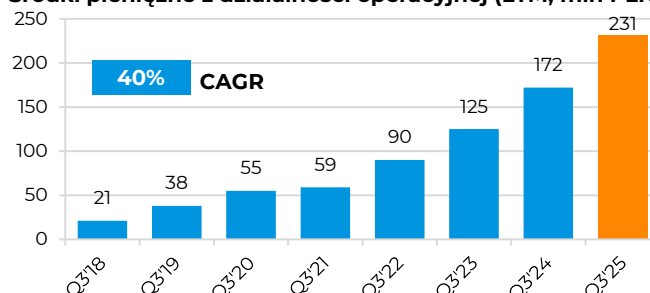
### EBITDA (LTM, mln PLN)



### Zysk netto dla akcjonariuszy (LTM, mln PLN)



### Środki pieniężne z działalności operacyjnej (LTM, mln PLN)



Źródło: cyber\_Folks, mBank, Dane zaprezentowane w ujęciu ostatnich 12 miesięcy

Podkreślamy, że dzięki stabilnym kosztom i rosnącej automatyzacji wystąpił efekt dźwigni operacyjnej, co przełożyło się na wzrost EBITDA o ponad 20% we wszystkich segmentach operacyjnych.

## Wyniki segmentów cyber\_Folks w ostatnich kwartałach

| (mln PLN)        | 1Q'24        | 2Q'24        | 3Q'24        | 4Q'24        | 1Q'25        | 2Q'25        | 3Q'25        | r/r          |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>przychody</b> | <b>144,1</b> | <b>154,4</b> | <b>185,4</b> | <b>173,2</b> | <b>190,5</b> | <b>212,0</b> | <b>215,9</b> | <b>16,5%</b> |
| cyber_Folks      | 39,0         | 37,7         | 39,7         | 42,1         | 44,3         | 43,6         | 46,1         | 16,2%        |
| Vercom           | 104,3        | 115,6        | 144,8        | 130,6        | 110,5        | 113,8        | 116,1        | -19,8%       |
| e-commerce       | 0,5          | 0,6          | 0,6          | 0,6          | 35,5         | 54,5         | 53,5         | -            |
| inne             | 0,4          | 0,3          | 0,3          | 0,2          | 0,2          | 0,2          | 0,2          | -            |
| <b>EBITDA</b>    | <b>38,8</b>  | <b>41,4</b>  | <b>44,9</b>  | <b>47,5</b>  | <b>56,8</b>  | <b>68,8</b>  | <b>70,0</b>  | <b>55,8%</b> |
| cyber_Folks      | 16,8         | 15,6         | 17,7         | 18,2         | 21,1         | 19,8         | 21,3         | 20,2%        |
| Vercom           | 23,1         | 27,1         | 28,5         | 30,8         | 28,8         | 32,8         | 31,4         | 10,1%        |
| e-commerce       | 0,3          | 0,3          | 0,2          | 0,3          | 8,4          | 17,6         | 18,6         | -            |
| inne             | -1,4         | -1,5         | -1,5         | -1,6         | -1,4         | -1,4         | -1,3         | -            |

Źródło: cyber\_Folks, mBank

Segment cyber\_Folks odnotował dynamiczny wzrost i rekordową rentowność – przychody wzrosły o 16% r/r, a EBITDA o 20%. Główne czynniki wzrostu to rozwój produktów i narzędzi, pierwsze synergie sprzedażowe z Shoper oraz optymalizacje kosztowe wynikające z wdrożenia technologii AI. Niższe wydatki na R&D wynikały ze zmian strukturalnych w Grupie – rozwój produktów e-commerce został przeniesiony do segmentu e-commerce (wpływ ok. 2 mln PLN rocznie).

W obszarze hostingu i e-commerce liczba klientów wzrosła do 222,7 tys. (vs. 218,6 tys. rok wcześniej), a ARPU LTM wzrosło do 537 PLN (vs. 460,5 PLN w Q3'24). W domenach ARPU LTM wyniosło 111 PLN (vs. 105 PLN rok wcześniej), a liczba klientów wzrosła do 375,1 tys. (+12,1 tys. r/r).

## Wyniki finansowe segmentu cyber\_Folks

| (mln PLN)                     | Q3 2024     | Q3 2025     | zmiana      | Q1-Q3 2024   | Q1-Q3 2025   | zmiana     |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b> | <b>39.8</b> | <b>46.2</b> | <b>16%</b>  | <b>116.9</b> | <b>134.4</b> | <b>15%</b> |
| EBIT                          | 13.7        | 15.5        | 13%         | 38.6         | 46.1         | 19%        |
| Amortyzacja                   | -4          | -5.8        | 45%         | -11.1        | -16.1        | 45%        |
| <b>EBITDA operacyjna</b>      | <b>17.7</b> | <b>21.3</b> | <b>20%</b>  | <b>50.1</b>  | <b>62.2</b>  | <b>24%</b> |
| Koszty jednorazowe            | 0.7         | 0.7         | 14%         | 2.0          | 2.3          | 15%        |
| <b>Skorygowana EBITDA</b>     | <b>18.4</b> | <b>22.0</b> | <b>20%</b>  | <b>52.1</b>  | <b>64.5</b>  | <b>24%</b> |
| Marża                         | 45.9%       | 47.6%       |             | 44.6%        | 48%          |            |
| <b>CapEx</b>                  | <b>4.1</b>  | <b>3.6</b>  | <b>-12%</b> | <b>14.1</b>  | <b>18.9</b>  | <b>34%</b> |
| CapEx%                        | 10.2%       | 7.8%        |             | 12.1%        | 14.1%        |            |

Źródło: cyber\_Folks

Z kolei w przypadku Vercom przychody w 3Q spadły o 20% r/r, głównie z powodu niższej aktywności kampanii e-mailowych największego klienta (2,3 mln PLN w 3Q 2025 vs. 43,3 mln PLN w 3Q 2024). Ze względu na hurtowy charakter tego ruchu, nie wpływa to na dynamikę marży brutto. Po wyłączeniu obrotów

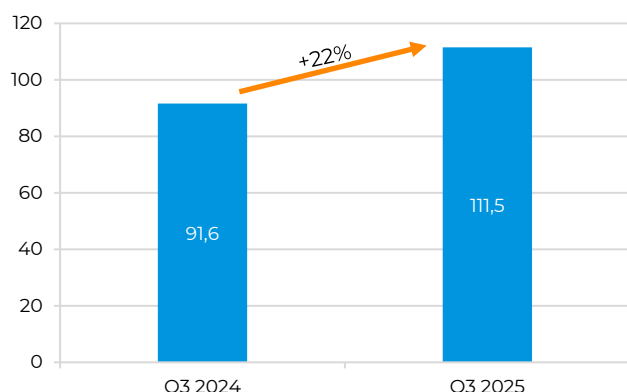
od największego klienta, odnotował solidny wzrost przychodów o 12% r/r w 3Q 2025 oraz ponad 20% organiczny wzrost EBITDA. Wzrost EBITDA był wspierany wyższym udziałem usług o wysokiej marży oraz stabilnymi kosztami ogólnymi. Skorygowana EBITDA wyniosła 35 mln PLN.

## Wyniki finansowe segmentu Vercom

| (mln PLN)                     | Q3 2024      | Q3 2025      | Zmiana      | Q1-Q3 2024   | Q1-Q3 2025   | Zmiana     |
|-------------------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b> | <b>145.1</b> | <b>116.5</b> | <b>-20%</b> | <b>365.6</b> | <b>341.4</b> | <b>-7%</b> |
| EBIT                          | 24.5         | 27.7         | 13%         | 66.6         | 81.5         | 22%        |
| Amortyzacja                   | -4           | -3.7         | -8%         | -12.0        | -11.5        | -4%        |
| <b>EBITDA operacyjna</b>      | <b>28.5</b>  | <b>31.4</b>  | <b>10%</b>  | <b>78.8</b>  | <b>93.0</b>  | <b>18%</b> |
| Koszty jednorazowe            | 0.1          | 3.8          | 3700%       | 0.5          | 3.8          | 660%       |
| <b>Skorygowana EBITDA</b>     | <b>28.6</b>  | <b>35.2</b>  | <b>23%</b>  | <b>79.3</b>  | <b>96.8</b>  | <b>22%</b> |
| Marża                         | 19.7%        | 30.3%        |             | 21.7%        | 28%          |            |
| <b>CapEx</b>                  | <b>3.7</b>   | <b>4.7</b>   | <b>27%</b>  | <b>10.6</b>  | <b>14.9</b>  | <b>40%</b> |
| CapEx%                        | 2.6%         | 4.0%         |             | 2.9%         | 4.4%         |            |

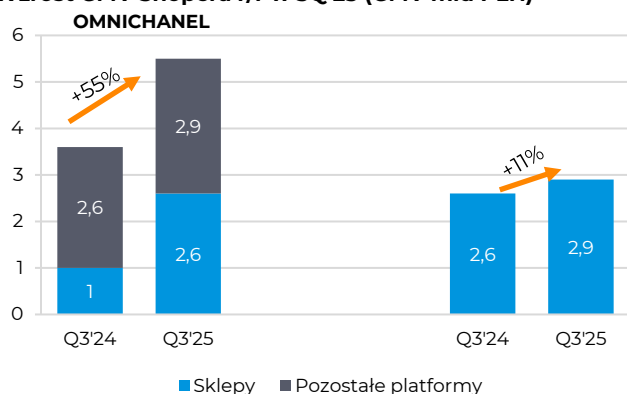
Źródło: cyber\_Folks

Szczególnie istotnym wydarzeniem w kwartale był przełom w pozyskiwaniu klientów: dodano 11,1tys. nowych użytkowników, czyli trzykrotnie więcej niż średnia z poprzednich czterech kwartałów, co zwiększyło całkowitą bazę klientów do 111,5 tys.

**Wzrost bazy klientów Vercom r/r w 3Q'25 (tys.)**

Źródło: cyber\_Folks

Shoper z kolei utrzymał silną dynamikę wzrostu GMV, szczególnie w kanale omnichannel, wspieranym przez szybki rozwój platformy Apilo.

**Wzrost GMV Shopera r/r w 3Q'25 (GMV mld PLN)**

Źródło: Shoper

**Wyniki finansowe grupy kapitałowej Shoper**

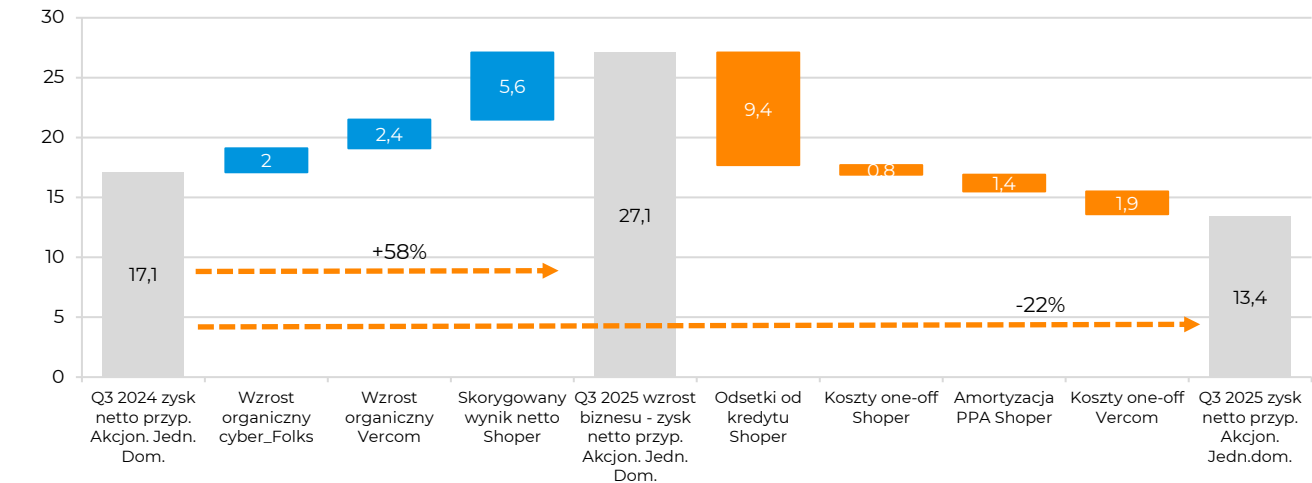
| (mln PLN)                | Q3 2024     | Q3 2025     | Zmiana     | Q1-Q3 2024   | Q1-Q3 2025   | Zmiana     |
|--------------------------|-------------|-------------|------------|--------------|--------------|------------|
| <b>Przychody</b>         | <b>47.4</b> | <b>52.9</b> | <b>12%</b> | <b>137.7</b> | <b>158.3</b> | <b>15%</b> |
| <b>EBITDA skor.</b>      | <b>15.6</b> | <b>19.4</b> | <b>25%</b> | <b>46.2</b>  | <b>57.4</b>  | <b>24%</b> |
| Rentowność               | 32.8%       | 36.7%       | +3.9 p.p   | 33.6%        | 36.2%        | +2.7 p.p   |
| <b>Zysk brutto skor.</b> | <b>11.1</b> | <b>13.9</b> | <b>25%</b> | <b>33.5</b>  | <b>41.5</b>  | <b>24%</b> |
| Rentowność               | 23.5%       | 26.4%       | +2.9 p.p   | 24.3%        | 26.2%        | +1.9 p.p   |
| <b>Zysk netto skor.</b>  | <b>9</b>    | <b>11.3</b> | <b>25%</b> | <b>27.2</b>  | <b>33.6</b>  | <b>24%</b> |
| Rentowność               | 19.1%       | 21.3%       | +2.2 p.p   | 19.8%        | 21.1%        | +1.5 p.p   |

Źródło: Shoper

Pomimo wzrostu wyniku EBITDA cyber Folks wypracował niższy r/r zysk netto. Było to spowodowane większymi kosztami finansowymi r/r (z/w na wzrost zadłużenia w następstwie zakupu udziałów w Shoper) oraz wzrostem amortyzacji (głównie z konsolidacji wyników Shoper, w tym dodatkowych 5 mln PLN amortyzacji znaków towarowych oraz relacji z klientami, rozpoznanych w ramach alokacji ceny nabycia). Wzrosła także efektywna stawka podatkowa (dodatkowe 11,4 mln PLN kosztów odsetkowych nie jest odliczane od bazy opodatkowania).



Ewolucja zysku netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej (mln PLN)



Źródło: cyber\_Folks

Grupa wygenerowała wysokie przepływy pieniężne w 3Q'25 231 mln PLN środków pieniężnych z działalności operacyjnej LTM).

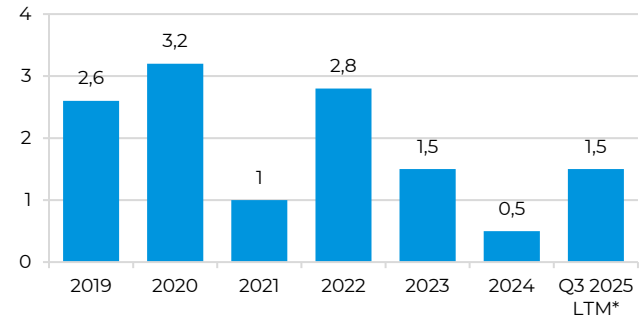
FCFs w cyber\_Folks

| (mln PLN)                                                   | Q3 2024 LTM | Q3 2025 LTM | Zmiana |
|-------------------------------------------------------------|-------------|-------------|--------|
| Środki pieniężne netto z działalności operacyjnej           | 171.8       | 231.1       | 35%    |
| Nabycie rzeczowych aktywów trwałych i wart. niematerialnych | -22.6       | -38.2       | 69%    |
| Płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu                 | -10.4       | -17.2       | 65%    |
| Unlevered FCF                                               | 138.9       | 175.7       | 26%    |
| Spląty kredytów i pożyczek                                  | -57.5       | -43.0       | -25%   |
| Odsetki zapłacone pomniejszone o odsetki otrzymane          | -11.8       | -39.7       | 236%   |
| Dywidendy do akcjonariuszy mniejszościowych                 | -19.0       | -39.0       | 105%   |
| Wolne środki (przepływy) pieniężne                          | 50.7        | 54.0        | 7%     |

Źródło: cyber\_Folks

W trakcie 2025 r. nastąpił wzrost zadłużenia (wynikający głównie z przejęcia Shoper). Pomimo tych wydatków, Grupa utrzymuje bezpieczny poziom lewarowania, wspierany przez silne przepływy operacyjne oraz wysoką rentowność we wszystkich segmentach działalności. Po uwzględnieniu środków z ostatniej emisji akcji, zadurzenie netto w relacji do Skorygowanego wyniku EBITDA szacować można na 1,5x, co naszym zdaniem pokazuje elastyczność finansową umożliwiającą realizację kolejnych dużych akwizycji w grupie bądź też zwiększenie wypłat dywidend.

Dług netto/ Skor. EBITDA



Źródło: cyber\_Folks

\*obliczone na podstawie danych proforma - z uwzględnieniem EBITDA Shoper za 2024 r. oraz z uwzględnieniem 76,3 mln zł środków uzyskanych z emisji akcji serii E, które wpłynęły do Spółki na początku października 2025 r.

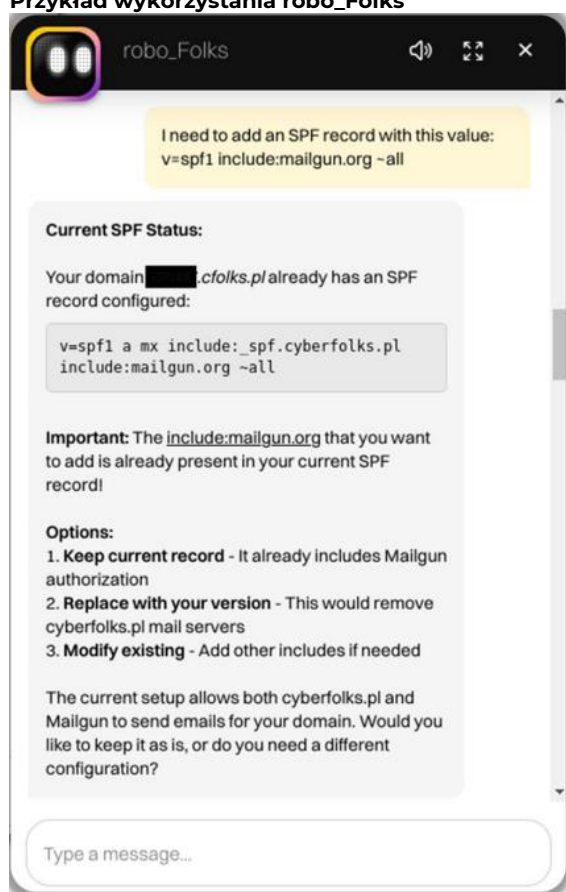


## Rozwój produktów i usług dzięki integracji AI

Grupa konsekwentnie rozwija produkty i usługi oparte na AI w we wszystkich segmentach, zwiększając skalowalność i przewagę technologiczną.

**robo\_Folks**, wprowadzony w Q4 2025, to pierwszy w Polsce asystent AI w panelu hostingowym. Jego kluczową cechą jest to, że nie tylko doradza użytkownikowi, ale w wielu przypadkach samodzielnie wykonuje operacje techniczne (np. konfiguracja DNS, skrzynki pocztowej, tworzenie konta FTP, instalacja WordPressa). Narzędzie przekłada się na oszczędność pracy i szybsze wdrożenie usług po stronie klientów cyber\_Folks. Dla firm MŚP, które często nie mają własnych specjalistów IT, robo\_Folks oferuje możliwość wykonywania zadań, które wcześniej wymagały wiedzy technicznej lub wsparcia zewnętrznego.

### Przykład wykorzystania robo\_Folks

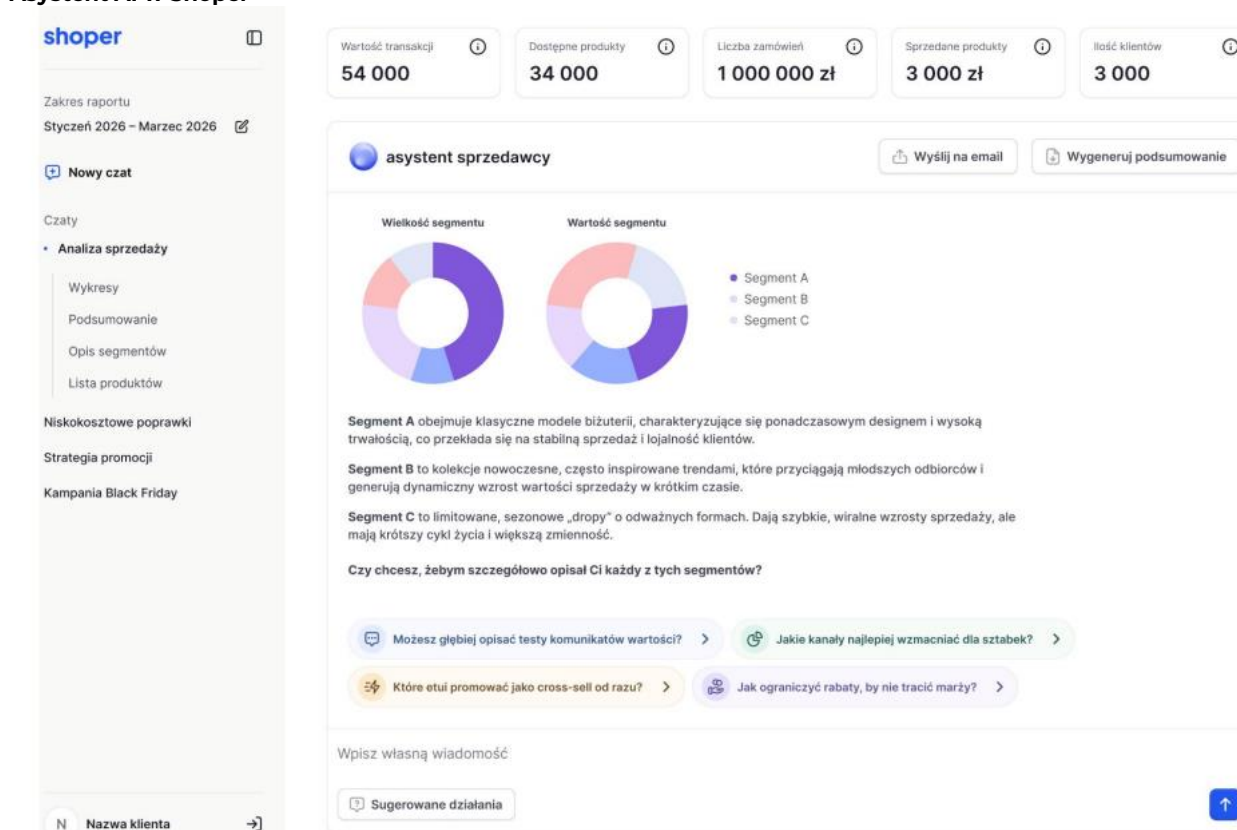


Źródło: cyber\_Folks

Kolejne narzędzie, **cyber\_Mind** – obecnie w fazie rozwoju – będzie zarządzać i trenować sieć agentów robo\_Folks, zapewniając ich skalowalność i integrację z Shoperem. To kluczowy krok w budowie zautomatyzowanej sieci agentów AI w Grupie.

W obszarze e-commerce powstał zespół Big Data, który rozwija nowoczesną platformę do przetwarzania danych merchantów. Shoper rozwija **AI Sales Assistant**, nowoczesne narzędzie oparte na sztucznej inteligencji, które analizuje dane sklepu w czasie rzeczywistym i dostarcza sprzedawcom rekomendacje wspierające sprzedaż, marżowość i efektywność operacyjną. Asystent sam identyfikuje okazje wzrostu i wskazuje obszary wymagające optymalizacji. Pomaga podejmować trafne decyzje, które potrafi uzasadnić w sposób zrozumiały dla sprzedawcy. Potrafi też sugerować działania marketingowe. Komunikacja z Asystentem odbywa się w języku naturalnym, jak z doświadczonym doradcą biznesowym.

### Asystent AI w Shoper



Źródło: Shoper

Z kolei MailerLite zintegrował swoje środowisko marketingowe z AI poprzez **Model Context Protocol (MCP)**, umożliwiające bezpieczne, dwukierunkowe połączenia z zewnętrznymi modelami (ChatGPT, Claude, Cursor). Klienci mogą automatycznie generować treści, planować kampanie i segmentować odbiorców przy minimalnym nakładzie pracy.

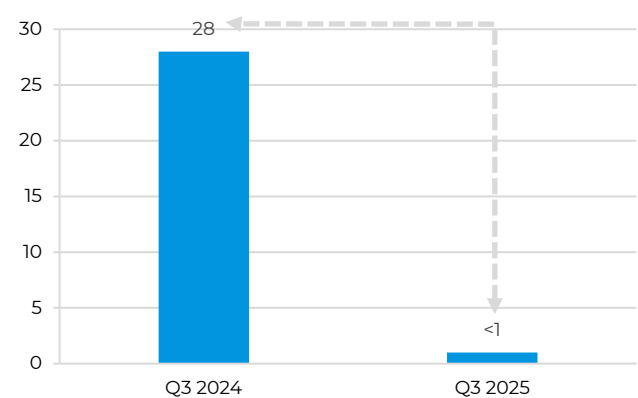
### Użycie modelu Claude AI do generowania postów na LinkedIn



Źródło: Vercom

Na konferencji wynikowej Vercom podkreślił jak AI wpływ na codziennie operacje grupy. Wdrożenie automatycznych procesów zatwierdzania opartych na sztucznej inteligencji znacząco skróciło średni czas akceptacji klienta z 28 godzin w III kwartale 2024 roku do mniej niż jednej godziny w III kwartale 2025 roku. Dzięki eliminacji czasu oczekiwania klienci mogą rozpocząć tworzenie i uruchamianie kampanii niemal natychmiast, co przekłada się na szybszy onboarding i wyższe wskaźniki konwersji.

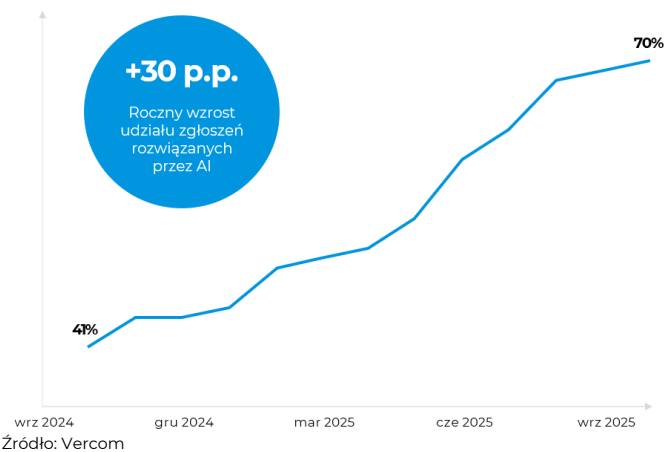
Średni czas akceptacji klienta (h)



Źródło: Vercom

Ponadto, obsługa klienta wykorzystuje sztuczną inteligencję, aby zapewnić jeszcze lepsze doświadczenie użytkownika. Udział zgłoszeń rozwiązywanych przez AI wzrósł z 41% we wrześniu'24 roku do około 70% w listopadzie'25. Dzięki temu czas odpowiedzi stał się szybszy i bardziej precyzyjny. Łączna liczba zgłoszeń obsługiwanych przez AI wzrosła ponad trzykrotnie w ujęciu rocznym, co pozwoliło zespołowi skupić się na poprawie jakości obsługi. Dodatkowo wskaźnik satysfakcji klientów osiągnął rekordowy poziom bliski 90%, co powinno znacząco wspierać długoterminową retencję klientów.

Wzrost udziału zgłoszeń obsługiwanych przez AI



Źródło: Vercom

## Aktualizacja prognoz finansowych

W następstwie publikacji wyników za 3Q'25 dokonaliśmy niewielkiej rewizji naszych założeń dla grupy Shoper, koncentrując się przede wszystkim na podwyższeniu prognozowanej marży EBITDA. Korekta odzwierciedla skuteczną kontrolę kosztów operacyjnych, pomimo kontynuowanych inwestycji w rozwój produktów.

Spółka intensyfikuje działania w zakresie wdrażania rozwiązań opartych na sztucznej inteligencji, które wspierają efektywność operacyjną sprzedawców. Zakładamy, że rozwój narzędzi AI – w tym Asystenta Sprzedaży AI – pozytywnie wpłynie na wartość oferowanych usług, wspierając wzrost popytu oraz ekspansję take rate'u w krótkim horyzoncie czasowym.

Zwracamy również uwagę na istotny potencjał wzrostu w obszarach działalności, które pozostają niedostatecznie zmonetyzowane jak płatności i logistyka. Dodatkowo, spółka prowadzi przegląd polityki cenowej w obszarze subskrypcji. Oczekujemy, że planowane zmiany przyczynią się do przyspieszenia dynamiki przychodów w 2026 roku, z potencjałem przewyższenia tempa wzrostu obserwowanego w roku 2025.

Korekta założeń dla Shopera wpłynęła na nasze prognozy finansowe dla cyber Folks w następujący sposób:

Zmiana prognoz wyników dla cyber\_Folks w 2025-27

|              | 2025P |       |        | 2026P   |         |        | 2027P   |         |        |
|--------------|-------|-------|--------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|
| (mln PLN)    | nowe  | stare | zmiana | nowe    | stare   | zmiana | nowe    | stare   | zmiana |
| przychody    | 863,4 | 864,9 | -0,2%  | 1 025,7 | 1 028,8 | -0,3%  | 1 176,9 | 1 181,1 | -0,4%  |
| EBITDA Skor. | 295,5 | 296,0 | -0,2%  | 365,3   | 361,3   | +1,1%  | 423,1   | 416,6   | +1,6%  |
| EBIT         | 209,7 | 212,1 | -1,1%  | 289,0   | 285,7   | +1,2%  | 341,3   | 336,5   | +1,4%  |
| zysk netto   | 69,0  | 68,3  | +1,1%  | 110,0   | 104,6   | +5,2%  | 136,3   | 130,4   | +4,6%  |

Źródło: mBank

## Prognozy i wskaźniki finansowe Grupy cyber\_Folks\*

### RZiS

| (mln PLN)                               | 2022         | 2023         | 2024         | 2025P        | 2026P          | 2027P          |
|-----------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| <b>Przychody</b>                        | <b>392,2</b> | <b>479,9</b> | <b>657,0</b> | <b>863,4</b> | <b>1 025,7</b> | <b>1 176,9</b> |
| cyber_Folks                             | 122,6        | 138,9        | 158,6        | 184,8        | 210,0          | 235,0          |
| Vercom                                  | 265,5        | 336,4        | 495,3        | 471,7        | 554,7          | 641,5          |
| eCommerce                               | 3,3          | 3,0          | 2,3          | 205,9        | 260,0          | 299,4          |
| <b>EBITDA skor.</b>                     | <b>103,6</b> | <b>141,2</b> | <b>176,0</b> | <b>295,5</b> | <b>365,3</b>   | <b>423,1</b>   |
| Marża                                   | 26,4%        | 29,4%        | 26,8%        | 34,2%        | 35,6%          | 35,9%          |
| <b>EBITDA</b>                           | <b>100,9</b> | <b>137,3</b> | <b>172,8</b> | <b>277,5</b> | <b>358,8</b>   | <b>420,1</b>   |
| Marża                                   | 25,7%        | 28,6%        | 26,3%        | 32,1%        | 35,0%          | 35,7%          |
| Amortyzacja                             | 26,6         | 32,8         | 34,5         | 67,8         | 69,8           | 78,8           |
| <b>EBIT</b>                             | <b>74,3</b>  | <b>104,6</b> | <b>134,3</b> | <b>209,7</b> | <b>289,0</b>   | <b>341,3</b>   |
| Marża                                   | 19,0%        | 21,8%        | 20,4%        | 24,3%        | 28,2%          | 29,0%          |
| Przychody/koszty finansowe              | -22,7        | -5,6         | 43,5         | -46,1        | -41,2          | -38,6          |
| Zysk rozliczany metodą praw własności   | 0,9          | 2,7          | 1,2          | 1,2          | 1,2            | 1,2            |
| <b>Zysk brutto</b>                      | <b>52,5</b>  | <b>101,7</b> | <b>178,9</b> | <b>164,8</b> | <b>249,1</b>   | <b>303,9</b>   |
| Podatek doch.                           | -12,3        | -14,3        | -24,5        | -31,3        | -47,3          | -57,7          |
| <b>Zysk netto</b>                       | <b>40,2</b>  | <b>87,4</b>  | <b>154,4</b> | <b>133,5</b> | <b>201,7</b>   | <b>246,2</b>   |
| Udziałowcy mniejszościowi               | 16,2         | 36,6         | 37,6         | 64,5         | 91,7           | 109,8          |
| <b>Zysk netto jednostki dominującej</b> | <b>24,0</b>  | <b>50,8</b>  | <b>116,8</b> | <b>69,0</b>  | <b>110,0</b>   | <b>136,3</b>   |

### Bilans

| (mln PLN)                              | 2022         | 2023         | 2024         | 2025P          | 2026P          | 2027P          |
|----------------------------------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Aktywa trwałe</b>                   | <b>773,7</b> | <b>722,6</b> | <b>702,8</b> | <b>1 360,1</b> | <b>1 365,3</b> | <b>1 368,4</b> |
| WNIPI                                  | 644,4        | 610,3        | 621,5        | 1 250,2        | 1 250,2        | 1 250,2        |
| Rzeczowe AT                            | 35,2         | 37,4         | 36,7         | 59,5           | 59,5           | 59,5           |
| Inne                                   | 94,1         | 75,0         | 44,6         | 50,4           | 55,6           | 58,7           |
| <b>Aktywa obrot.</b>                   | <b>91,9</b>  | <b>110,3</b> | <b>239,9</b> | <b>489,9</b>   | <b>660,9</b>   | <b>861,0</b>   |
| Należności                             | 32,8         | 35,4         | 51,9         | 68,3           | 81,1           | 94,6           |
| Środki pieniężne                       | 54,1         | 70,3         | 142,9        | 410,9          | 569,1          | 755,7          |
| Inne                                   | 5,0          | 4,6          | 45,0         | 10,7           | 10,7           | 10,7           |
| <b>Kapitał wł.</b>                     | <b>218,7</b> | <b>223,0</b> | <b>323,8</b> | <b>528,1</b>   | <b>603,6</b>   | <b>684,9</b>   |
| Udziałowcy mniejszościowi              | 179,4        | 201,7        | 223,0        | 324,3          | 416,0          | 525,8          |
| <b>Zob. długot.</b>                    | <b>322,4</b> | <b>235,3</b> | <b>195,4</b> | <b>700,4</b>   | <b>700,4</b>   | <b>700,4</b>   |
| Kredyty                                | 273,6        | 193,0        | 153,1        | 613,1          | 613,1          | 613,1          |
| Leasing                                | 25,8         | 27,1         | 26,2         | 43,7           | 43,7           | 43,7           |
| Inne                                   | 23,1         | 15,2         | 16,1         | 43,6           | 43,6           | 43,6           |
| <b>Zob. krótkot.</b>                   | <b>145,0</b> | <b>172,9</b> | <b>200,4</b> | <b>297,3</b>   | <b>306,2</b>   | <b>318,3</b>   |
| Kredyty                                | 37,8         | 53,2         | 39,5         | 80,7           | 80,7           | 80,7           |
| Leasing                                | 9,1          | 10,5         | 10,9         | 18,0           | 18,0           | 18,0           |
| Zob. handlowe                          | 37,4         | 42,0         | 63,8         | 65,8           | 71,2           | 76,7           |
| Zobowiązania z tytułu umów z klientami | 40,9         | 50,3         | 67,8         | 82,1           | 85,7           | 92,2           |
| Inne                                   | 19,9         | 17,0         | 18,4         | 50,7           | 50,7           | 50,7           |
| <b>Dług netto</b>                      | <b>292,2</b> | <b>213,5</b> | <b>86,8</b>  | <b>344,5</b>   | <b>186,3</b>   | <b>-0,3</b>    |
| DN/EBITDA                              | 2,9x         | 1,6x         | 0,5x         | 1,2x           | 0,5x           | 0,0x           |

### Rachunek CF

| (mln PLN)                  | 2022          | 2023          | 2024          | 2025P         | 2026P        | 2027P         |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
| <b>CF oper.</b>            | <b>97,2</b>   | <b>136,9</b>  | <b>187,5</b>  | <b>225,7</b>  | <b>308,9</b> | <b>362,1</b>  |
| Zysk netto                 | 40,2          | 87,4          | 154,4         | 133,5         | 201,7        | 246,2         |
| Amortyzacja                | 26,6          | 32,8          | 34,5          | 67,8          | 69,8         | 78,8          |
| Koszty odsetek             | 20,9          | 18,3          | 15,2          | 46,1          | 41,2         | 38,6          |
| Kapitał obrot.             | 9,0           | 13,4          | 24,8          | -0,1          | -3,9         | -1,5          |
| Inne                       | 0,5           | -15,0         | -41,4         | -21,6         | 0,0          | 0,0           |
| <b>CF inwest.</b>          | <b>-259,6</b> | <b>3,9</b>    | <b>15,4</b>   | <b>-528,6</b> | <b>-54,0</b> | <b>-58,8</b>  |
| CAPEX                      | -13,4         | -17,7         | -26,8         | -45,0         | -54,0        | -58,8         |
| Inne                       | -246,2        | 21,6          | 42,2          | -483,6        | 0,0          | 0,0           |
| <b>CF fin.</b>             | <b>86,4</b>   | <b>-122,4</b> | <b>-130,6</b> | <b>570,9</b>  | <b>-96,7</b> | <b>-116,7</b> |
| Koszty odsetkowe           | -20,0         | -26,2         | -19,1         | -46,1         | -41,2        | -38,6         |
| Leasing                    | -8,9          | -11,1         | -12,3         | -18,3         | -21,0        | -23,1         |
| Kredyty                    | 128,8         | -62,9         | -46,5         | 501,1         | 0,0          | 0,0           |
| Wyplacone dywidendy        | -10,1         | -13,2         | -21,3         | -28,3         | -34,5        | -55,0         |
| Inne                       | -3,5          | -9,0          | -31,3         | 162,4         | 0,0          | 0,0           |
| <b>Przepływy pieniężne</b> | <b>-76,0</b>  | <b>18,4</b>   | <b>72,3</b>   | <b>268,0</b>  | <b>158,2</b> | <b>186,6</b>  |
| CFO/skor. EBITDA           | 96%           | 100%          | 108%          | 81%           | 86%          | 86%           |
| FCFF                       | 74,9          | 108,1         | 148,4         | 162,4         | 233,9        | 280,2         |
| <b>FCFF/EV</b>             | <b>1,7%</b>   | <b>2,5%</b>   | <b>3,5%</b>   | <b>3,1%</b>   | <b>4,6%</b>  | <b>5,7%</b>   |
| FCFE                       | 54,9          | 81,9          | 129,2         | 116,3         | 192,7        | 241,6         |
| <b>FCFE/MCAP</b>           | <b>2,0%</b>   | <b>3,0%</b>   | <b>4,8%</b>   | <b>4,3%</b>   | <b>7,2%</b>  | <b>9,0%</b>   |
| ROIC                       | 8,3%          | 13,5%         | 18,2%         | 18,6%         | 19,5%        | 22,9%         |
| ROCE                       | 7,4%          | 10,4%         | 12,5%         | 12,7%         | 12,9%        | 14,0%         |
| Wsk. wypłaty               | 40%           | 59%           | 55%           | 24%           | 50%          | 50%           |
| <b>Dyield</b>              | <b>0,4%</b>   | <b>0,5%</b>   | <b>1,0%</b>   | <b>1,1%</b>   | <b>1,3%</b>  | <b>2,0%</b>   |

### Wskaźniki finansowe

|                               | 2022         | 2023          | 2024          | 2025P         | 2026P        | 2027P        |
|-------------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| P/E                           | 112,1        | 53,0          | 23,1          | 39,0          | 24,5         | 19,7         |
| <b>EV/EBITDA Skor.</b>        | <b>42,5</b>  | <b>30,6</b>   | <b>23,8</b>   | <b>17,8</b>   | <b>13,9</b>  | <b>11,6</b>  |
| <b>P/S</b>                    | <b>6,9</b>   | <b>5,6</b>    | <b>4,1</b>    | <b>3,1</b>    | <b>2,6</b>   | <b>2,3</b>   |
| P/BV                          | 12,3         | 12,1          | 8,3           | 5,1           | 4,5          | 3,9          |
| P/CFO                         | 27,7         | 19,7          | 14,4          | 11,9          | 8,7          | 7,4          |
| <b>P/FCFE</b>                 | <b>49,0</b>  | <b>32,9</b>   | <b>20,8</b>   | <b>23,1</b>   | <b>14,0</b>  | <b>11,1</b>  |
| <b>Zmiana EBITDA R/R</b>      | <b>39,8%</b> | <b>36,1%</b>  | <b>25,8%</b>  | <b>60,6%</b>  | <b>29,3%</b> | <b>17,1%</b> |
| Marża netto                   | 6,1%         | 10,6%         | 17,8%         | 8,0%          | 10,7%        | 11,6%        |
| <b>Zmiana zysku netto R/R</b> | <b>-5,6%</b> | <b>111,7%</b> | <b>129,8%</b> | <b>-40,9%</b> | <b>59,4%</b> | <b>23,9%</b> |
| Cena (PLN)                    | 175,80       | 175,80        | 175,80        | 175,80        | 175,80       | 175,80       |
| L. akcji (mln)                | 15,3         | 15,3          | 15,3          | 15,3          | 15,3         | 15,3         |
| Kapitalizacja*                | 2 692        | 2 692         | 2 692         | 2 692         | 2 692        | 2 692        |
| EV                            | 4 396        | 4 318         | 4 191         | 5 250         | 5 092        | 4 905        |

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

W 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 ekwiwalent; **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 księgową), 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](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 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 cyber\_Folks S.A. w zakresie oferowania.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 20 listopada 2025 r. o godzinie 8:07.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 20 listopada 2025 r. o godzinie 8:35.

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 aktywów 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 \(Paweł Szpigiel\)](#)

| rekomendacja             | kupuj      | kupuj      | trzymaj    |
|--------------------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2025-09-11 | 2024-12-23 | 2024-12-02 |
| cena docelowa (PLN)      | 210,80     | 167,20     | 143,00     |
| kurs z dnia rekomendacji | 179,00     | 143,00     | 139,50     |

**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](mailto:beata.szparaga-wasniewska@mbank.pl)  
biotechnologia, ochrona zdrowia

Michał Konarski  
+48 515 025 640  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Janusz Pięta  
+48 506 065 659  
[janusz.pieta@mbank.pl](mailto:janusz.pieta@mbank.pl)  
handel, e-commerce

Mateusz Krupa, CFA  
wicedyrektor  
+48 571 608 973  
[mateusz.krupa@mbank.pl](mailto:mateusz.krupa@mbank.pl)  
strategia

Mikołaj Lemańczyk, CFA  
+48 501 663 511  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse, deweloperzy

Marlen Jakub Sargsyan  
+48 519 419 895  
[marlen.sargsyan@mbank.pl](mailto:marlen.sargsyan@mbank.pl)  
przemysł, surowce

Paweł Szpigiel  
+48 509 603 258  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja, e-commerce

Piotr Poniatowski  
+48 509 603 046  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
gaming, wypoczynek

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej****Maklerzy**

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 698 832 853 | +48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Andrzej Kowalczyk  
+48 789 868 634 | +48 22 697 47 44  
[andrzej.kowalczyk@mbank.pl](mailto:andrzej.kowalczyk@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 605 848 003 | +48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

Paweł Cyłkowski  
wicedyrektor  
+48 503 684 130 | +48 22 697 47 31  
[pawel.cylkowski@mbank.pl](mailto:pawel.cylkowski@mbank.pl)

Karol Kułaj  
+48 509 602 984 | +48 22 697 49 85  
[karol.kulaj@mbank.pl](mailto:karol.kulaj@mbank.pl)

Łukasz Płaska  
+48 784 449 962 | +48 22 697 47 90  
[lukasz.plaska@mbank.pl](mailto:lukasz.plaska@mbank.pl)

Piotr Brożyna  
+48 512 756 702 | +48 22 697 48 47  
[piotr.brozyna@mbank.pl](mailto:piotr.brozyna@mbank.pl)

Patryk Gniadek  
tel. +48 505 116 638 | +48 22 697 48 82  
[patryk.gniadek@mbank.pl](mailto:patryk.gniadek@mbank.pl)

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektorka  
+48 696 427 249  
[marzena.lemicka-wilim@mbank.pl](mailto:marzena.lemicka-wilim@mbank.pl)

**Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**

Maciej Sokołowski  
dyrektor  
[maciej.sokolowski@mbank.pl](mailto:maciej.sokolowski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)