

poniedziałek, 13 kwietnia 2026 | aktualizacja raportu

cyber_Folks: kupuj (podtrzymana)

CBF PW; CBF.WA | TMT, Polska

Ekosystem odporny na presję AI

Notowania cyber_Folks od początku roku spadły o ponad 14% i zachowywały się wyraźnie słabiej niż szeroki rynek (-26 pp. vs. WIG), co w naszej ocenie nie znajduje uzasadnienia w fundamentach spółki.

Uważamy, że przecena była w dużej mierze efektem obaw inwestorów, iż dynamiczny rozwój AI może negatywnie wpłynąć na tradycyjne modele software'owe. Naszym zdaniem jednak rynek postrzega profil działalności cyber_Folks w zbyt uproszczony sposób. Spółka nie jest dostawcą pojedynczego narzędzia, lecz buduje wielowarstwowy ekosystem usług wspierających sprzedaż e-commerce. Taki model biznesowy oceniamy jako istotnie bardziej odporny na ryzyka związane z AI niż klasyczne biznesy SaaS, narażone na zjawisko tzw. „seat compression”.

Dodatkowym katalizatorem wzrostu dla Grupy jest naszym zdaniem przejęcie PrestaShop. Akwizycja ta zwiększa skalę działalności Grupy, poszerza jej zasięg geograficzny oraz istotnie wzmacnia potencjał cross-sellu do bazy merchantów w Europie Zachodniej i na innych rynkach międzynarodowych.

W niniejszym raporcie dokonujemy rewizji prognoz po publikacji wyników za 4Q'25, uwzględniamy wpływ przejęcia PrestaShop oraz aktualizujemy model wyceny: przyjmujemy nowy poziom stopy wolnej od ryzyka (RFR) oraz obniżamy stopę terminal growth w celu lepszego odzwierciedlenia podwyższonych ryzyk sektorowych. Nową cenę docelową wyznaczamy na 209,00 PLN, co implikuje 18% potencjał wzrostu. Podtrzymujemy rekomendację „kupuj”. Obecnie cyber_Folks notowany jest przy mnożnikach EV/EBITDA na poziomie 14,0x dla 2026 oraz 11,5x dla 2027 roku.

AI – szansa czy zagrożenie?

Ekspozycja cyber_Folks na ryzyko związane z rozwojem AI jest w naszej ocenie umiarkowana, niższa niż w przypadku podmiotów opartych na pojedynczych, łatwo replikowalnych rozwiązaniach. Istotną część oferty Grupy obejmuje usługi infrastrukturalne i abonamentowe, takie jak hosting, domeny, serwery, bezpieczeństwo oraz rozwiązania wspierające operacyjne funkcjonowanie e-commerce. W tych obszarach kluczowe znaczenie mają niezawodność, bezpieczeństwo, ciągłość działania i jakość integracji. O ile AI może zwiększać presję konkurencyjną w bardziej aplikacyjnych i software'owych warstwach oferty cyber_Folks, to jednak z drugiej strony technologia ta może wspierać wzrost efektywności operacyjnej Grupy poprzez automatyzację procesów, usprawnienie obsługi klienta i szybszy rozwój produktów.

Ekosystem usług

Kluczową zaletą modelu biznesowego cyber_Folks jest skala oraz kompleksowość ekosystemu usług. Po przejęciu PrestaShop Grupa obejmuje pełne spektrum rynku: Shoper adresuje segment MŚP, PrestaShop segment MŚP i mid-market w modelu open-source, Sylius segment mid-market i enterprise, natomiast rozwiązywania cyber_Folks, Apilo i SellRocket uzupełniają ofertę o integrację, automatyzację, komunikację oraz infrastrukturę. Taka architektura zwiększa zdolność Grupy do obsługi klientów na różnych etapach rozwoju, a zarazem wzmacnia bariery wejścia, koszty zmiany dostawcy oraz potencjał cross-sellu. W naszej ocenie im większy i bardziej kompletny ekosystem buduje cyber_Folks, tym skuteczniej spółka może bronić swojej pozycji konkurencyjnej.

(mln PLN)	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody	656,3	855,2	1,109,3	1,286,0	1,443,5
Skor EBITDA	175,3	291,7	368,0	433,4	493,5
Marża	26,7%	34,1%	33,2%	33,7%	34,2%
EBIT	133,6	207,1	266,2	329,9	389,2
Zysk netto	116,3	63,1	94,3	131,0	174,7
P/E	23,3	42,9	28,7	20,7	15,5
P/S	4,1	3,2	2,4	2,1	1,9
P/BV	8,4	5,4	4,8	4,2	3,6
EV/EBITDA Skor.	23,6	17,3	14,0	11,5	9,6
DPS	1,50	2,00	2,25	3,08	4,28
DY	0,8%	1,1%	1,3%	1,7%	2,4%

Źródło: cyber_Folks, mBank, P – prognoza mBanku

Cena bieżąca*	177,00 PLN
Cena docelowa	209,00 PLN
Kapitalizacja	2,71 mld PLN
Free float	1,06 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	4,3 mln PLN

*Cena z 10 kwietnia 2026 r., godz. 17:00

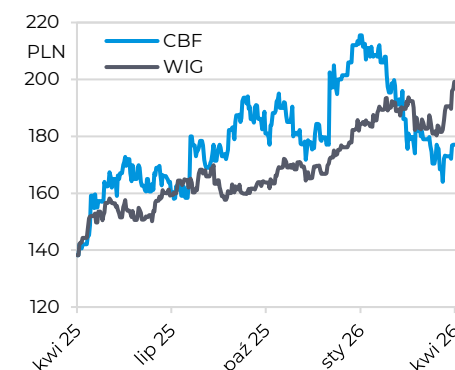
Struktura akcjonariatu

Jacek Duch (wraz z podm. zależnym)	25,6%
Jakub Dwernicki (wraz z podm. zależnym)	15,9%
NATIONALE-NEDERLANDEN PTE	6,0%
PTE Allianz Polska	5,3%
TFI Allianz Polska	4,8%
VIENNA PTE	4,8%
Robert Dwernicki (z podm. zależnym)	4,5%
cyber_Folks S.A. (akcje własne)	0,2%
Pozostali	32,9%

Profil spółki

cyber_Folks (dawniej R22) została założona w 1999 r. jako jedna z pierwszych firm hostingowych w Polsce. Obecnie Spółka obsługuje >700 000 klientów i generuje >1,1 mld 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. PrestaShop, Vercom i Shoper.

cyber_Folks vs WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	Nowa	Stara	Nowa	Stara
cyber_Folks	209,00	224,40	kupuj	kupuj
Spółka	Cena bieżąca		Cena docelowa	Potencjał zmiany
cyber_Folks	177,00		209,00	+18,1%
Aktualizacja prognoz		2026P	2027P	2028P
Przychody		+8,2%	+9,3%	+8,8%
EBITDA		-1,7%	1,3%	+3,4%
EBIT		-7,9%	-3,3%	+0,2%
Zysk netto		-14,3%	-3,9%	+9,4%

Analityk:

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

Czynniki ryzyka

Ryzyko AI

Rozwój generatywnej AI i autonomicznych agentów jest jednym z najszerzej dyskutowanych zagrożeń strukturalnych dla globalnego sektora technologicznego. W lutym 2026 obawy te zmaterializowały się w postaci gwałtownej przeceny spółek SaaS. Kluczowe ryzyka w tej grupie identyfikowane to: seat compression (AI zastępuje operatorów, redukując liczbę licencji), komodytyzacja funkcjonalności (AI wbudowywane w bazy pakietów platform obniża wartość dodaną narzędzi specjalistycznych), presja na model cenowy per-seat/per-user (wymuszająca przejście na rozliczenie usage-based lub outcome-based), a także insourcing – zdolność klientów do budowania własnych narzędzi wewnętrznych przy pomocy AI, eliminująca zapotrzebowanie na zewnętrzne rozwiązania SaaS.

Naszym zdaniem w ramach grupy cyber_Folks największą ekspozycję na powyższe ryzyka ma segment e-commerce (Shoper). Jednocześnie klasyczny mechanizm seat compression ma ograniczone zastosowanie w przypadku Shopera, naszym zdaniem, gdyż spółka ta obsługuje głównie mikro i małe firmy, gdzie operator sklepu jest jednocześnie właścicielem biznesu i nie podlega redukcji etatów. Segmenty hostingu/domen oraz Vercom są naszym zdaniem relatywnie mniej zagrożone.

Ryzyko sentymentu sektorowego

Akcje grupy są klasyfikowane przez inwestorów jako część koszyka spółek technologicznych/SaaS, co uzależnia ich wycenę od globalnego sentymentu wobec sektora niezależnie od wyników operacyjnych. Zjawisko to zmaterializowało się w lutym 2026 r., kiedy globalny sell-off spółek software'owych przełożył się na przecenę polskich spółek technologicznych, w tym podmiotów o ograniczonej ekspozycji na te czynniki.

Ryzyko cyberbezpieczeństwa i ochrony danych

Jako dostawca usług hostingowych, platformy e-commerce oraz infrastruktury komunikacji marketingowej, grupa przetwarza znaczące wolumeny danych osobowych i transakcyjnych swoich klientów oraz ich użytkowników końcowych. Ewentualny incydent naruszenia bezpieczeństwa danych mógłby skutkować poważnymi konsekwencjami reputacyjnymi, utratą klientów, a także sankcjami administracyjnymi.

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 marżę 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 grudnia 2025 roku cyber_Folks wykazywał podwyższony poziom długu netto / EBITDA na poziomie 1,33x z 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.

Wycena

Wartość spółki cyber_Folks szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 12 miesięcy wynosi 209,00 PLN.

Wycena porównawcza

Wskaźniki wyceny cyber_Folks porównaliśmy ze wskaźnikami trzech grup porównawczych. Zastosowane wskaźniki to P/E oraz 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%	82,55
Wycena DCF	100%	192,82
	cena	192,82
Cena docelowa za 12 m-cy		209,00

Źródło: mBank

Każdej grupie porównawczej przypisujemy wagę odzwierciedlającą udział poszczególnych segmentów w całkowitej EBITDA skor. Wagi na lata 2026, 2027 i 2028 przypisaliśmy równe.

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

Wycena porównawcza

	EV/EBITDA			P/E		
	2026P	2027P	2028P	2026P	2027P	2028P
Hosting						
GODADDY INC - CLASS A	7,1	6,0	5,5	11,6	9,4	8,4
IOMART GROUP PLC	4,2	4,2	4,4	-	-	-
RACKSPACE TECHNOLOGY INC	9,9	8,3	6,7	-	16,5	4,0
DATA STORAGE CORP	-	-	-	-	-	-
VERISIGN INC	19,2	18,1	-	26,3	24,1	21,6
Maksimum	19,2	18,1	6,7	26,3	24,1	21,6
Minimum	4,2	4,2	4,4	11,6	9,4	4,0
Mediana	8,5	7,2	5,5	19,0	16,5	8,4
Vercom						
LINK MOBILITY GROUP HOLDING	7,4	6,4	5,3	13,8	11,2	9,8
SINCH AB	7,4	6,5	5,7	19,8	15,6	18,5
DOTDIGITAL GROUP PLC	4,2	3,6	3,7	9,1	8,2	7,6
TWILIO INC - A	16,5	13,3	12,2	24,2	20,6	18,1
BANDWIDTH INC-CLASS A	4,4	4,8	-	10,7	9,8	7,0
Maksimum	16,5	13,3	12,2	24,2	20,6	18,5
Minimum	4,2	3,6	3,7	9,1	8,2	7,0
Mediana	7,4	6,4	5,5	13,8	11,2	9,8
e-Commerce						
HUBSPOT INC	12,4	9,4	7,7	19,8	16,1	13,5
SALESFORCE INC	9,6	9,0	7,9	15,8	14,1	12,6
SHOPER SA	11,2	9,0	7,6	18,7	14,7	11,3
Maksimum	12,4	9,4	7,9	19,8	16,1	13,5
Minimum	9,6	9,0	7,6	15,8	14,1	11,3
Mediana	11,2	9,0	7,7	18,7	14,7	12,6
Wycena mieszana						
	8.7	7.3	6.1	16.5	13.6	10.3
cyber_Folks	14.0	11.5	9.6	28.7	20.7	15.5
Premia (dyskonto)	61%	56%	57%	74%	52%	51%

Implikowana wycena

Implikowana wycena na akcję	49.5	59.9	65.0	101.8	116.2	87.8
Waga wskaźnika		50%			50%	
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wartość jednej akcji CBF (PLN)	82,6					

Źródło: Bloomberg, mBank

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę sporządziliśmy w oparciu o prognozy FCF w okresie 2026-2035.
- Przyszłe przepływy operacyjne dyskontowane są na koniec marca 2026 r. Przy uwzględnianiu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec 2025 r., skorygowany o wydatek na akwizycję PrestaShop.

- Przy obliczaniu wartości rezydualnej, zrównujemy wielkość nakładów inwestycyjnych do poziomu amortyzacji.
- Beta=1x.
- Stopę wzrostu FCF po 2035 r. przyjmujemy na 3,5% (poprzednio 4,5%).
- W ramach pozostałych aktywów uwzględniamy wartość akcji własnych oraz Sellintegro.

Model DCF

(mln PLN)	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P	2035P	+
Przychody	1 109,3	1 286,0	1 443,5	1 597,0	1 741,1	1 872,6	1 990,5	2 096,1	2 190,5	2 274,8	
zmiana	29,7%	15,9%	12,2%	10,6%	9,0%	7,6%	6,3%	5,3%	4,5%	3,8%	
EBITDA	352,7	425,7	492,7	551,7	599,9	643,9	683,2	718,7	750,3	778,6	
Marża EBITDA	31,8%	33,1%	34,1%	34,5%	34,5%	34,4%	34,3%	34,3%	34,3%	34,2%	
Amortyzacja	86,5	95,7	103,5	112,2	120,6	128,3	135,7	142,7	149,4	155,6	
EBIT	266,2	329,9	389,2	439,5	479,3	515,6	547,5	575,9	600,9	623,0	
Opodatkowanie EBIT	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
NOPLAT	215,7	267,3	315,2	356,0	388,3	417,6	443,5	466,5	486,8	504,6	
CAPEX i leasing	-83,5	-95,9	-104,6	-113,1	-121,2	-128,6	-135,5	-141,9	-148,0	-154,5	
Kapitał obrot.	-7,9	-5,9	-3,1	-3,1	-1,1	-2,6	-3,9	-4,9	-4,0	-4,3	
FCF	210,7	261,2	311,1	352,0	386,7	414,7	439,9	462,5	484,1	501,4	518,9
WACC	7,5%	8,7%	9,7%	10,3%	10,6%	10,5%	11,2%	11,4%	11,6%	11,8%	
Współczynnik dyskonta	0,95	0,87	0,79	0,72	0,65	0,59	0,53	0,48	0,43	0,38	
PV FCF	199,7	227,7	247,2	253,5	251,8	244,3	233,1	220,0	206,4	191,3	
WACC	7,5%	8,7%	9,7%	10,3%	10,6%	10,5%	11,2%	11,4%	11,6%	11,8%	9,8%
Koszt długu	4,1%	5,0%	5,5%	6,1%	6,3%	6,3%	6,9%	7,1%	7,3%	7,5%	5,5%
Stopa wolna od ryzyka	3,1%	4,0%	4,5%	5,1%	5,3%	5,3%	5,9%	6,1%	6,3%	6,5%	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	17,4%	10,1%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału	8,4%	9,2%	9,8%	10,3%	10,6%	10,5%	11,2%	11,4%	11,6%	11,8%	9,8%
Premia za ryzyko	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
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	3,5%
Wartość rezydualna (TV)	8 303
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	3 167
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	2 275
Wartość firmy (EV)	5 442
Dług netto*	551
Udziały mniejszościowe	1 977
Pozostałe aktywa	38
Wartość firmy	2 953
liczba akcji (mln)*	15,3
Wartość firmy na akcję (PLN)	192,8
12-to miesięczny koszt kapitału własnego	8,4%
Cena docelowa (PLN)	209,0

EV/EBITDA ('26) dla ceny docelowej	15,4
P/E ('26) dla ceny docelowej	31,3
Udział TV w EV	58%

Źródło: mBank, * bez leasingów, korekta o środki na akwizycję PrestaShop.

Analiza wrażliwości

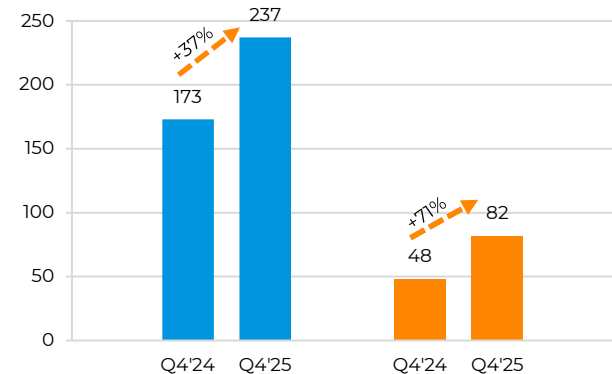
	Wzrost FCF po okresie prognozy				
	3,50%	4,00%	4,50%	5,00%	5,50%
Beta = 0,8	235,4	258,0	284,9	317,5	358,0
Beta = 0,9	203,6	222,0	243,6	269,3	300,5
Beta = 1,0	176,2	191,4	209,0	229,7	254,3
Beta = 1,1	152,4	165,1	179,7	196,5	216,3
Beta = 1,2	131,6	142,3	154,4	168,4	184,5

Ostatnie wydarzenia

Wyniki za 4Q'25

Wyniki Grupy cyber_Folks za 4Q 2025 potwierdzają silny wzrost skali działalności oraz wyraźną poprawę rentowności operacyjnej. Przychody osiągnęły poziom 237 mln PLN, co oznacza wzrost o 37%. Skorygowana EBITDA wyniosła w 4Q ponad 82 mln PLN, rosnąc o ponad 70% r/r.

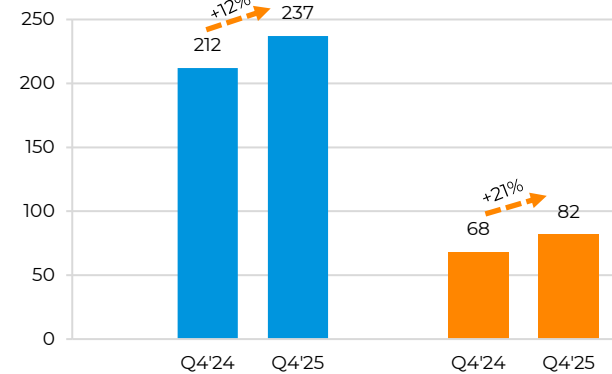
Wyniki raportowane Grupy cyber_Folks za 4Q 2025 / Przychody



Źródło: cyber_Folks

Znacząca część wzrostu przychodów wynikała z efektu przejęć, przede wszystkim konsolidacji spółki Shoper, a także Hosterion. Po wyeliminowaniu wpływu akwizycji oraz zdarzeń jednorazowych (w tym odejście jednego z klientów Vercom, generującego wysoką, ale niskomarżową sprzedaż), czyli w ujęciu pro forma, przychody wzrosły o około 12% r/r, natomiast skorygowana EBITDA o ponad 21%. Oznacza to, że organiczny biznes rozwija się w stabilnym, dwucyfrowym tempie, a jednocześnie istotnie poprawia swoją rentowność.

Wyniki proforma Grupy cyber_Folks za 4Q 2025 / Skorygowana EBITDA



Źródło: cyber_Folks

Wyniki Grupy cyber_Folks w 4Q'25

(PLN m)	4Q 2025	4Q 2024	zmiana R/R
przychody	236,7	173,2	36,7%
EBITDA Skor.	82,4	48,2	71,0%
marża	34,8%	27,8%	-
EBITDA	77,5	46,8	65,7%
marża	32,8%	27,0%	-
EBIT	61,1	38,2	59,9%
marża	25,8%	22,1%	-
zysk netto	24,2	21,0	15,6%

Źródło: cyber_Folks,

Segment cyber_Folks odnotował dynamikę przychodów r/r na poziomie 13% w 4Q'25 oraz 15% w całym 2025 r. Wzrost napędza rozwój oferty oraz stabilna baza klientów, przy jednoczesnej poprawie rentowności wynikającej z efektu dźwigni operacyjnej oraz zwiększania udziału produktów o wyższej wartości dodanej. Pierwsze efekty integracji Shopera w obszarze sprzedażowym oraz korzyści z poprawy efektywności operacyjnej – wspieranej wdrożeniami AI – są już widoczne. Dodatkowo ekspansja na Rumunię poprzez Hosterion (konsolidacja od czerwca) tworzy nowy kierunek geograficznego wzrostu.

KPI segmentu cyber_Folks potwierdzają, że wzrost generowany jest przede wszystkim przez ARPU. Baza klientów hostingowych pozostaje stabilna na poziomie ok. 225 tys. (vs. 219 tys. w 4Q'24), natomiast ARPU LTM wzrosło o 17% r/r do 556 PLN. Oznacza to, że dynamika przychodów wynika głównie z rosnącej monetyzacji, a nie pozyskiwania nowych klientów. W segmencie domen obserwujemy zbliżony trend: liczba domen na koniec 2025 r. wynosiła ok. 378 tys. (366 tys. rok wcześniej), a ARPU zwiększyło się z 109 do 111 PLN, wskazując na umiarkowaną, ale stabilną zdolność do przenoszenia cen w części masowej biznesu.

Wybrane KPI segmentu cyber_Folks

	4Q 2023	4Q 2024	4Q 2025		4Q 2023	4Q 2024	4Q 2025
Liczba klientów hostingowych (tys.)	221,6	219,3	224,6	Liczba domen (tys.)	394,0	365,8	378,0
ARPU LTM (PLN)	407,2	477,2	556,1	ARPU LTM (PLN)	89	109	111

Źródło: cyber_Folks

Po stronie kosztów nastąpiło przeklasyfikowanie wydatków na R&D do segmentu e-commerce (ok. 2 mln PLN wpływu rocznie), co obniżyło raportowane marże. W 4Q ujęto również elementy jednorazowe: 3,6 mln PLN związane z najmem nowej powierzchni biurowej w Krakowie oraz 2 mln PLN nakładów na infrastrukturę AI. Pozycje te należy pominąć przy ocenie znormalizowanej rentowności.

Wyniki finansowe segmentu cyber_Folks

(mln PLN)	4Q 2024	4Q 2025	zmiana	2024	2025	zmiana
Przychody	41,8	47,6	+13%	158,3	182	+15%
EBIT	13,6	16,4	+21%	52,2	62,5	+20%
Amortyzacja	-4,2	-5,9	+39%	-15,7	-22	+40%
EBITDA	17,8	22,3	+25%	67,9	84,5	+24%
Odpisy	-0,6	-0,5	-17%	-2,6	-6,7	+159%
EBITDA (skor.)	18,4	22,8	+24%	70,5	87,4	+24%
Marża	44%	48%	+9%	45%	48%	+7%
CapEx	8,8	4,5	-49%	22,9	23,4	+2%
CapEx%	21%	9%	-57%	14%	13%	-7%

Źródło: cyber_Folks

W przypadku segmentu Vercom porównywalność przychodów Vercomu została istotnie zaburzona przez niemal całkowite wygaśnięcie współpracy z największym klientem (0,2 mln PLN rozpoznane w 4Q'25 vs. 16,6 mln PLN rok wcześniej). Po skorygowaniu o ten efekt działalność operacyjna prezentuje się zdecydowanie solidniej: organiczna EBITDA w 4Q'25 wzrosła o ponad 20% r/r, co wynika ze zwiększenia udziału wyżej marżowych usług oraz utrzymania stabilnej

struktury kosztowej, pozwalającej wykorzystać efekt dźwigni operacyjnej.

Obecnie segment przechodzi fazę wzmożonych inwestycji, szczególnie w obszarze marketingu. Wyższe nakłady przełożyły się na 86-procentowy wzrost liczby klientów w 2025 r. W miarę dojrzewania nowo pozyskanych relacji powinno to skutkować stopniowym zwiększaniem przychodów w kolejnych okresach.

Wyniki finansowe segmentu Vercom

(mln PLN)	4Q 2024	4Q 2025	zmiana	2024	2025	zmiana
Przychody	130,3	129,8	0%	495,9	471,2	-5%
EBIT	26,2	30,8	+18%	92,9	112,3	+21%
Amortyzacja	-4,2	-4	-5%	-16,3	-15,5	-5%
EBITDA	30,5	34,8	+14%	109,2	127,7	+17%
Odpisy	-0,1	-3,8	+3700%	-0,6	-7,5	+1151%
EBITDA (skor.)	30,6	38,6	+26%	109,8	135,2	+23%
Marża	23,5%	29,7%	+26%	22,1%	28,7%	+30%
CapEx	6,2	5,8	-7%	16,9	20,7	+23%
CapEx%	4,8%	4,5%	-6%	3,4%	4,4%	+29%

Źródło: cyber_Folks

Z kolei segment e-Commerce w 2025 r. zanotował wyraźną poprawę wyników względem poprzedniego roku, przy czym dużą część tej odbudowy tłumaczy włączenie do wyników Shopera, przejętego w lutym 2025 r. Bardziej adekwatnym miernikiem oceny trendu operacyjnego jest wzrost EBITDA pro forma o 20% r/r. Efekt dźwigni operacyjnej jest wyraźnie widoczny w wynikach Shopera – rosnące przychody zostały wygenerowane przy praktycznie niezmiennych kosztach ogólnego zarządu. Przełożyło się to na wzrost marży EBITDA pro forma o 1,8 p.p., do poziomu 37,7%.

Wyniki finansowe segmentu e-Commerce

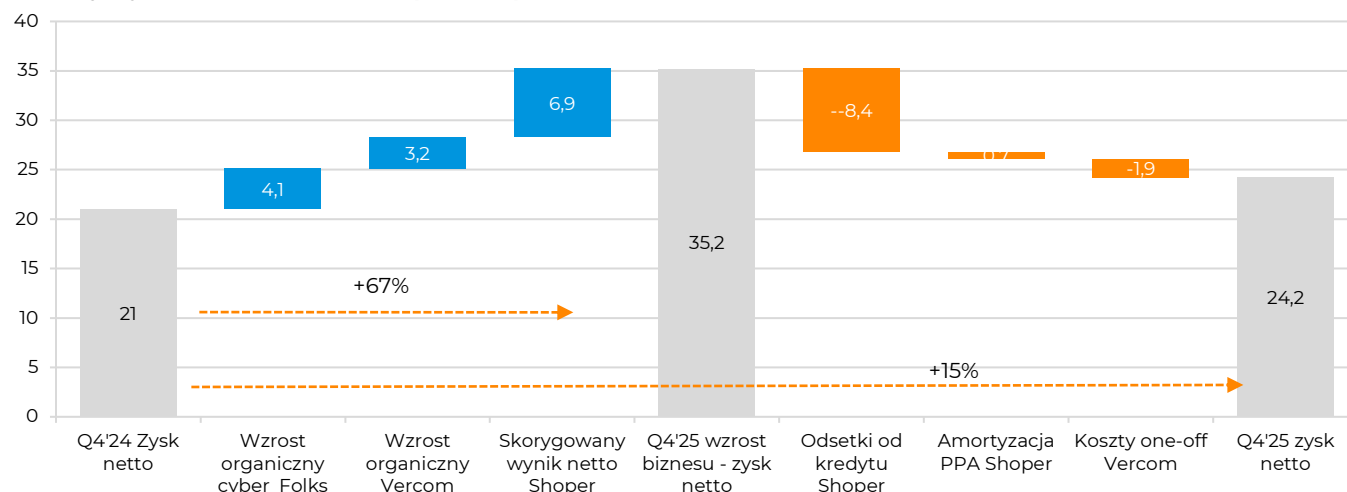
(mln PLN)	4Q 2024	4Q 2025	2024	2025
Przychody	0,6	60,2	2,4	203,7
EBIT	-0,3	16,2	-4,1	40,2
Amortyzacja	-0,4	-5,9	-1	-26,6
Utrata wartości niefinans. aktywów trwałych	-	-	-3,9	-
EBITDA	0,1	22,1	0,8	66,7
Pozycje jednorazowe	-	-0,6	-	-8,2
EBITDA skor.	0,1	22,7	0,8	74,9
Marża	13%	37%	33%	37%
CapEx	-	10,1	-	23,2
CapEx%	-	7%	-	11%

Źródło: cyber_Folks, P - prognoza mBanku

Na poziomie wyniku netto Grupy widoczny jest już powrót do dodatniej dynamiki, jednak jej skala pozostaje niższa niż w przypadku EBITDA. Zysk netto przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej wyniósł około 24 mln PLN, co oznacza wzrost o 15% r/r. Niższa dynamika wynika z obciążeń nieoperacyjnych, w szczególności kosztów finansowych

związanych z zadłużeniem zaciągniętym na przejęcie spółki Shoper, a także amortyzacji wartości niematerialnych oraz kosztów jednorazowych.

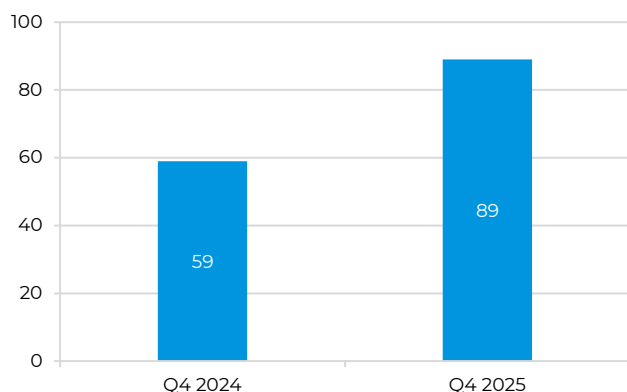
Ewolucja zysku netto r/r w 4Q 2025 (mln PLN)



Źródło: cyber_Folks

Istotnym elementem raportu jest również bardzo dobra generacja przepływów pieniężnych. Przepływy operacyjne wzrosły o ponad 50% r/r, osiągając poziom blisko 90 mln PLN w samym czwartym kwartale. Spółka utrzymuje wysoką konwersję EBITDA na gotówkę, przekraczającą 100%, co wynika ze specyfiki modelu biznesowego opartego w dużej mierze na przychodach abonamentowych oraz przedpłatach.

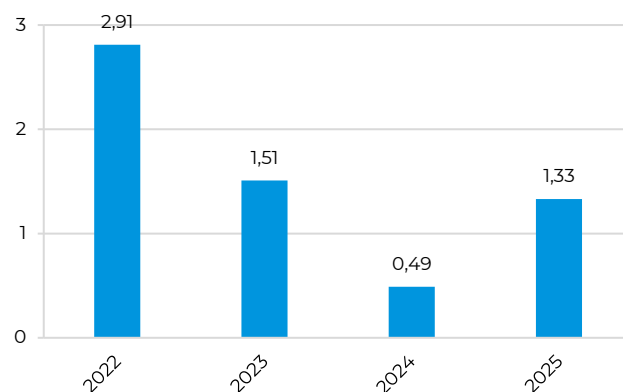
Przepływy operacyjne grupy cyber_Folks w 4Q 2025 (mln PLN)



Źródło: cyber_Folks

Dzięki wysokiej generacji gotówki możliwa jest szybka redukcja zadłużenia. Po przejęciu Shopera wskaźnik dług netto do EBITDA przejściowo wzrósł powyżej 2,00x, jednak na koniec 2025 roku został już obniżony do ok 1,33x. **Oznacza to powrót do bezpiecznego poziomu zadłużenia i jednocześnie pozostawia przestrzeń do dalszych inwestycji oraz akwizycji.** Zwracamy uwagę, że raportowane wyniki nie uwzględniają jeszcze efektów przejęcia spółek PrestaShop oraz Sylius, których finalizacja nastąpiła w lutym 2026 (co spowoduje nieznaczny wzrost wskaźników zadłużenia).

Dług netto / EBITDA grupy cyber_Folks



Źródło: cyber_Folks

Podsumowując, wyniki za 4Q 2025 roku potwierdzają bardzo silny rozwój Grupy cyber_Folks zarówno pod względem skali, jak i rentowności. Spółka skutecznie łączy wzrost organiczny z akwizycjami, jednocześnie utrzymując wysoką generację gotówki i szybko redukując zadłużenie. Tymczasowe obciążenie wyniku netto kosztami finansowymi należy traktować jako przejściowe, a fundamenty operacyjne pozostają bardzo mocne, co stwarza dobre perspektywy na kolejne okresy.

Przejęcie PrestaShop

Przejęcie PrestaShop za 54,0 mln EUR stanowi jedną z największych transakcji M&A w historii cyber_Folks. Transakcja stanowi kluczowy etap realizacji strategii budowy zintegrowanego, paneuropejskiego ekosystemu technologii e-commerce. Po przejęciu łączna wartość handlu wspieranego przez rozwiązania rozwijane w grupie wzrasta do ok. 35 mld EUR GMV rocznie.

Parametry transakcji

cyber_Folks nabył 100% udziałów w PrestaShop SA od Fortidia (dawniej MBE Worldwide) za cenę 53,8 mln EUR (enterprise value ~55 mln EUR). Transakcję zrealizowano za pośrednictwem spółki celowej Cyber_Pixel, w której cyber_Folks posiada 79% udziałów, a założyciele Sylius – 21% (w zamian za aport swoich udziałów, know-how i całego biznesu). Równolegle do Cyber_Pixel włączono Sylius (platforma headless/composable commerce) oraz BitBag (software house e-commerce). Term sheet podpisano w połowie grudnia 2025 r., zamknięcie transakcji nastąpiło 18 lutego 2026 r. po uzyskaniu wymaganych zgód regulacyjnych i zakończeniu konsultacji społecznych we Francji. Finansowanie transakcji odbyło się z emisji akcji cyber_Folks (ok. 195 mln PLN netto, przeprowadzonej pod koniec 2025 r.) – pokryła ona większość ceny nabycia, a różnica rzędu 40 mln PLN została finansowana długiem. Implikowany mnożnik szacujemy na ok. 1,9x EV/przychody (przy szacowanych przychodach PrestaShop na poziomie 29 mln EUR rocznie) – naszym zdaniem umiarkowany jak na aktywo software’owe, jednak wykazujące dość niską rentowność.

Charakterystyka PrestaShop

PrestaShop należy do grona największych europejskich platform e-commerce typu open-source i jest wykorzystywany przez około 230 tys. aktywnych sklepów na świecie. Łączna wartość sprzedaży (GMV) generowana przez merchantów korzystających z tego rozwiązania przekroczyła w 2024 roku poziom 22 mld euro. Platforma utrzymuje szczególnie silną pozycję na rynkach Europy Południowej i Zachodniej – w tym we Francji, Hiszpanii, Włoszech, Portugalii oraz Belgii – a także w wybranych krajach Ameryki Łacińskiej, gdzie od lat stanowi jedno z głównych rozwiązań open-source w segmencie SMB i mid-market. Model biznesowy PrestaShop bazuje na monetyzacji szerokiej bazy użytkowników poprzez ofertę usług premium, subskrypcji, rozwiązań chmurowych, modułów oraz usług płatniczych, a także prowizji generowanych w marketplace dodatków. Istotnym elementem są wieloletnie relacje z globalnymi dostawcami technologii oraz rozbudowaną siecią software house’ów, które wspierają ekosystem i generują przychody z usług komplementarnych oraz integracji komercyjnych. Platforma opiera się również na rozproszonej, międzynarodowej społeczności deweloperów i partnerów technologicznych, co przekłada się na sprawne wdrażanie nowych funkcjonalności, relatywnie niższe koszty rozwoju oraz większą odporność modelu biznesowego na wahania koniunktury.

Charakterystyka Sylius

Sylius to globalny framework e-commerce oparty na architekturze headless, adresowany do segmentu mid-market oraz enterprise. Rozwiązanie to znajduje zastosowanie w setkach zaawansowanych projektów, szczególnie na rynkach takich jak Niemcy, Holandia, Wielka Brytania oraz kraje nordyckie. Według dostępnych estymacji GMV generowane przez wdrożenia oparte na Syliusie przekracza rocznie 7-8 mld euro. Model operacyjny Sylius koncentruje się na rozwoju technologii open-source, komercyjnych rozszerzeń klasy Enterprise oraz współpracy z międzynarodową siecią software

house’ów realizujących projekty dla klientów korporacyjnych. Spółka dysponuje wyspecjalizowanym zespołem R&D w obszarze architektur headless, composable commerce oraz rozwiązań integracyjnych o wysokim stopniu personalizacji, co stanowi istotny czynnik wspierający rozwój produktów opartych o AI w ramach Grupy cyber_Folks.

Ocena transakcji

Widzimy wiele korzyści z przejęcia PrestaShop przez cyber_Folks. Po pierwsze, transakcja istotnie zwiększa skalę Grupy i przesuwają ją w stronę paneuropejskiej platformy e-commerce. Po drugie, po przejęciu Grupa obejmuje pełne spektrum rynku: Shoper adresuje segment SMB, PrestaShop segment SMB i mid-market w modelu open-source, Sylius segment mid-market i enterprise również w modelu open-source, a rozwiązania cyber_Folks, Apilo i SellRocket uzupełniają ten ekosystem o integracje, automatyzację, komunikację i infrastrukturę.

W praktyce oznacza to, że Grupa może obsługiwać klientów na różnych etapach rozwoju i o różnym poziomie złożoności biznesu, jednocześnie domykając kolejne warstwy łańcucha wartości. Wierzymy, że im większy i bardziej kompletny ekosystem buduje cyber_Folks, tym skuteczniej spółka może bronić swojej pozycji konkurencyjnej. Szersza baza merchantów, większa liczba integracji, silniejsze osadzenie w procesach klientów oraz pełniejsze pokrycie segmentów rynku zwiększają bariery wejścia i utrudniają konkurencji podmianę pojedynczych elementów oferty.

Ekosystem technologii dla różnych grup klientów

Małe	Średnie	Duże
mailer		messageflow
PRESTASHOP + shoper		Sylius
cyber_Folks + PRESTASHOP + shoper + Sylius		
apilo		SellRocket
PRESTASHOP + shoper		Sylius
cyber_Folks		

Źródło: cyber_Folks

Z punktu widzenia kreowania wartości kluczowe znaczenie ma jednak cross-sell do bazy PrestaShop. Zarząd wskazuje, że głównym źródłem upside’u ma być sprzedaż produktów grupowych do około 230 tys. merchantów PrestaShop na rynkach Europy Zachodniej, zwłaszcza we Francji, Hiszpanii i we Włoszech, gdzie Grupa wcześniej nie miała porównywalnej obecności. Dotyczy to przede wszystkim takich rozwiązań jak integracje marketplace’owe (Apilo, Sellintegro), systemy OMS, MailerLite w obszarze marketing automation, Vercom w komunikacji transakcyjnej oraz usług hostingowych. Dodatkowo model open-source ma pełnić rolę lejka akwizycyjnego, umożliwiając Grupie pozyskiwanie nowych klientów i stopniowe zwiększanie monetyzacji wraz z rozwojem ich potrzeb. PrestaShop otwiera też Grupie dostęp nie tylko do Europy Zachodniej, w tym Francji, Hiszpanii, Włoch i UK, ale również do rynku amerykańskiego, co wzmacnia dywersyfikację geograficzną i zwiększa potencjał dalszego wzrostu. Z tej perspektywy przejęcie PrestaShop należy postrzegać nie tylko jako wzrost skali, ale jako ruch wzmacniający zdolność grupy do monetyzacji całego ekosystemu i budowy bardziej defensywnego modelu biznesowego.

Aktualizacja prognoz finansowych

W niniejszym raporcie aktualizujemy nasze prognozy finansowe dla grupy cyber_Folks. Korekty wynikają zarówno z publikacji wyników za 4Q'25 (w szczególności dokonaliśmy rewizji w dół założeń dla spółki Shoper), jak i z uwzględnienia efektu akwizycji grupy PrestaShop, której pełna konsolidacja rozpoczęła się w marcu 2026 r.

Rewizja założeń dla Shopera przełożyła się na nasze skonsolidowane prognozy dla cyber_Folks w następujący sposób:

Zmiana prognoz wyników dla cyber_Folks w 2026-28

(mln PLN)	2026P			2027P			2028P		
	nowa	stara	zmiana	nowa	stara	zmiana	nowa	stara	zmiana
Przychody	1 109,3	1 025,7	8,2%	1 286,0	1 176,9	9,3%	1 443,5	1 326,7	8,8%
EBITDA Skor.	368,0	365,3	0,7%	433,4	423,1	2,4%	493,5	476,5	3,6%
EBIT	266,2	289,0	-7,9%	329,9	341,3	-3,3%	389,2	388,2	0,3%
Zysk netto	94,3	110,0	-14,2%	131,0	136,3	-3,9%	174,7	159,7	9,4%

Źródło: mBank

Prognozy i wskaźniki finansowe Grupy cyber_Folks*

RZiS

(mln PLN)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody	479,9	656,3	855,2	1 109,3	1 286,0	1 443,5
cyber_Folks	138,9	158,0	181,4	207,5	231,3	253,7
Vercom	336,4	494,8	469,3	554,9	641,5	729,9
eCommerce	3,0	2,3	203,6	246,1	277,9	309,8
EBITDA skor.	141,2	175,3	291,7	368,0	433,4	493,5
Marża	29,4%	26,7%	34,1%	33,2%	33,7%	34,2%
EBITDA	137,3	172,1	273,1	352,7	425,7	492,7
Marża	28,6%	26,2%	31,9%	31,8%	33,1%	34,1%
Amortyzacja	32,8	34,4	66,1	86,5	95,7	103,5
EBIT	104,6	133,6	207,1	266,2	329,9	389,2
Marża	21,8%	20,4%	24,2%	24,0%	25,7%	27,0%
Przychody/koszty finansowe	-5,6	43,3	-49,2	-41,1	-37,4	-23,4
Zysk rozliczany metodą praw własności	2,7	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0
Zysk brutto	101,7	178,2	158,9	226,1	293,5	366,8
Podatek doch.	-14,3	-24,4	-31,1	-43,0	-55,8	-69,7
Zysk netto	87,4	153,8	127,8	183,2	237,8	297,1
Udziałowcy mniejszościowi	36,6	37,4	64,7	88,8	106,7	122,4
Zysk netto jednostki dominującej	50,8	116,3	63,1	94,3	131,0	174,7

Bilans

(mln PLN)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	722,6	702,8	1 367,0	1,614,0	1,614,2	1,615,3
WNiP	610,3	621,5	1 245,6	1,245,6	1,245,6	1,245,6
Rzeczowe AT	37,4	36,7	61,0	61,0	61,0	61,0
Inne	75,0	44,6	60,4	307,4	307,6	308,7
Aktywa obrot.	110,3	239,9	426,5	344,8	343,3	383,2
Należności	35,4	51,9	63,3	87,8	101,8	114,2
Środki pieniężne	70,3	142,9	351,0	244,8	229,4	256,8
Inne	4,6	45,0	12,2	12,2	12,2	12,2
Kapitał wł.	223,0	321,2	501,6	561,5	645,4	754,5
Udziałowcy mniejszościowi	201,7	222,1	319,5	408,3	515,1	637,5
Zob. długot.	235,3	183,1	622,0	622,0	422,0	222,0
Kredyty	193,0	143,5	536,9	536,9	336,9	136,9
Leasing	27,1	24,4	43,4	43,4	43,4	43,4
Inne	15,2	15,3	41,7	41,7	41,7	41,7
Zob. krótkot.	172,9	216,2	350,3	367,0	375,1	384,4
Kredyty	53,2	49,1	114,7	114,7	114,7	114,7
Leasing	10,5	12,8	19,8	19,8	19,8	19,8
Zob. handlowe	42,0	63,8	63,9	85,0	96,6	106,8
Zobowiązania z tytułu umów z klientami	50,3	72,2	107,9	103,5	99,9	99,1
Inne	17,0	18,4	44,0	44,0	44,0	44,0
Dług netto	213,5	86,8	363,8	470,1	285,5	58,1
DN/EBITDA	1,6x	0,5x	1,3x	1,3x	0,7x	0,1x

Rachunek CF

(mln PLN)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
CF oper.	136,9	187,5	256,8	302,9	365,0	420,9
Zysk netto	87,4	154,4	127,8	183,2	237,8	297,1
Amortyzacja	32,8	34,4	66,1	86,5	95,7	103,5
Koszty odsetek	18,3	15,2	49,2	41,1	37,4	23,4
Kapitał obrot.	13,4	24,8	6,1	-7,9	-5,9	-3,1
Inne	-15,0	-41,3	7,5	0,0	0,0	0,0
CF inwest.	3,9	15,4	-546,2	-310,0	-70,0	-77,0
CAPEX	-17,7	-26,8	-40,9	-60,0	-70,0	-77,0
Inne	21,6	42,2	-505,2	-250,0	0,0	0,0
CF fin.	-122,4	-130,6	496,9	-99,1	-310,5	-316,6
Koszty odsetkowe	-26,2	-19,1	-52,9	-41,1	-37,4	-23,4
Leasing	-11,1	-12,3	-19,1	-23,5	-25,9	-27,6
Kredyty	-62,9	-46,5	-52,5	0,0	-200,0	-200,0
Wyplacone dywidendy	-13,2	-21,3	-28,3	-34,5	-47,2	-65,5
Inne	-9,0	-31,3	649,6	0,0	0,0	0,0
Przepływy pieniężne	18,4	72,3	207,5	-106,2	-15,5	27,4
CFO/skor. EBITDA	100%	109%	94%	86%	86%	85%
FCFF	108,1	148,4	196,8	219,4	269,1	316,4
FCFF/EV	2,5%	3,6%	3,9%	4,3%	5,4%	6,7%
FCFE	81,9	129,2	143,9	178,2	231,7	293,0
FCFE/MCAP	3,0%	4,8%	5,3%	6,6%	8,5%	10,8%
ROIC	14,1%	18,2%	18,4%	16,4%	18,5%	0,0%
ROCE	10,4%	12,3%	12,5%	11,9%	14,2%	0,0%
Wsk. wypłaty	55%	42%	24%	55%	50%	50%
Dyield	0,5%	0,8%	1,1%	1,3%	1,7%	2,4%

Wskaźniki finansowe

	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P
P/E	53.3	23.3	42.9	28.7	20.7	15.5
EV/EBITDA Skor.	30.2	23.6	17.3	14.0	11.5	9.6
P/S	5.6	4.1	3.2	2.4	2.1	1.9
P/BV	12.2	8.4	5.4	4.8	4.2	3.6
P/CFO	19.8	14.5	10.6	8.9	7.4	6.4
P/FCFE	33.1	21.0	18.8	15.2	11.7	9.3
Zmiana EBITDA R/R	36.1%	25.3%	58.7%	29.1%	20.7%	15.7%
Marża netto	10.6%	17.7%	7.4%	8.5%	10.2%	12.1%
Zmiana zysku netto R/R	111.7%	128.9%	-45.7%	49.4%	38.9%	33.3%
Cena (PLN)	177.00	177.00	177.00	177.00	177.00	177.00
L. akcji (mln)	15.3	15.3	15.3	15.3	15.3	15.3
Kapitalizacja*	2,711	2,711	2,711	2,711	2,711	2,711
EV	4,265	4,138	5,051	5,158	4,973	4,746

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 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 / (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 leasingu; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing); **P:** - prognoza mBanku

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. Wszyskie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_tynek/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 niekonnekcyjne, 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 stanowił 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 świadczył, 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 emitentów 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 „chiński mur”, 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.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 13.04.2026 r. o godzinie 7:59.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 13.04.2026 r. o godzinie 8:50.

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 na przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:

cyber_Folks (Paweł Szpigiel)

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2025-11-20	2025-09-11
cena docelowa (PLN)	224.40	210.80
kurs z dnia rekomendacji	175.80	179.00

Spółki porównywalne uwzględnione w modelach wyceny porównawczej:

cyber_Folks Bandwidth, Data Storage, Dotdigital, Godaddy, Hubspot, Iomart, Link Mobility, Rackspace Technology, Salesforce, Shoper, Sinch, Twilio, Verisign

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

Filip Osadczuk
+48 789 773 565
filip.osadczuk@mbank.pl
energetyka, ropa i gaz

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

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

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

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

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

Piotr Poniatowski
+48 509 603 046
piotr.poniatowski@mbank.pl
gaming, wypoczynek

Paweł Rudowski
+48 696 192 931
pawel.rudowski@mbank.pl
budownictwo, obronność

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

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

Krzysztof Grabiński
+48 509 602 984 | +48 22 697 47 89
krzysztof.grabinski@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
+48 505 116 638 | +48 22 697 48 82
patryk.gniadek@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

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