

czwartek, 6 listopada 2025 | komentarz specjalny

## (+) cyber\_Folks 3Q'25: Wyniki nieco powyżej oczekiwań

Rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 210,80 PLN | cena bieżąca: 190,40 PLN

CBF PW; CBF.WA | E-commerce, Polska

Opracowanie: Paweł Szpigiel +48 509 603 258

**Wyniki cyber\_Folks za 3 kwartał 2025 roku były nieco wyższe od oczekiwań, co interpretujemy pozytywnie. Wszystkie trzy segmenty działalności wykazały dobre wyniki w 3Q: cyber\_Folks odnotował silny wzrost ARPU, Vercom zwiększył bazę klientów, a Shoper zanotował istotny wzrost GMV omnichannel. W każdym z powyższych obszarów zanotowano poprawę rentowności, co przełożyło się na wysoki, 24% wzrost pro-forma EBITDA dla całej Grupy rok do roku.**

**Z prezentacji inwestorskiej jasno wynika nastawienie Zarządu na rozwój nowych produktów i funkcjonalności. Przykładem jest robo\_Folks – autorski asystent AI, będący pierwszym w Polsce narzędziem zdolnym do samodzielnego wykonywania złożonych operacji technicznych w czasie rzeczywistym, bez kontaktu z konsultantem**

- Grupa cyber\_Folks zaraportowała wyniki nieco powyżej naszych oczekiwań oraz konsensusu rynkowego.
- Skorygowana EBITDA wyniosła 75,7 mln PLN, co oznacza wynik o 5% wyższy od naszych prognoz – pozytywne zaskoczenie dotyczyło głównie segmentu hostingowego (cyber\_Folks), choć pozostałe obszary również wypadły lepiej od 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%

- 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 wynikają 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).
- Spółka podkreśliła w prezentacji innowacyjne rozwiązanie robo\_Folks – pierwszego w Polsce (a prawdopodobnie także na świecie) asystenta AI zintegrowanego z panelem hostingowym, umożliwiającego użytkownikom samodzielne wykonywanie złożonych operacji technicznych w czasie rzeczywistym.
- W segmencie Vercom, po wyłączeniu największego klienta, przychody wzrosły o 12% r/r.
- Vercom kontynuuje dynamiczny wzrost bazy klientów – w Q3 pozyskano 11,1 tys. nowych użytkowników, trzykrotnie więcej niż średnia z poprzednich czterech kwartałów.
- Shoper z kolei utrzymał silną dynamikę wzrostu GMV, szczególnie w kanale omnichannel, wspieranym przez szybki rozwój platformy Apilo.
- Przychody Shopera wyniosły w 3Q'25 52,4 mln PLN (+12% r/r), z czego segment subskrypcyjny wzrósł o 7% r/r (21,3% udziału w przychodach), a segment rozwiązań o 13% r/r.

### Wyniki cyber\_Folks za 3Q 2025

| (PLN m)             | Q3'25       | Q3'24       | r/r          | Q3'25P      | vs.         | konsensus | vs.   |
|---------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-----------|-------|
| przychody           | 215,9       | 185,4       | 16,5%        | 214,2       | 0,8%        | 214,9     | 0,5%  |
| <b>EBITDA Skor.</b> | <b>75,7</b> | <b>45,7</b> | <b>65,7%</b> | <b>72,0</b> | <b>5,1%</b> | -         | -     |
| marża               | 35,1%       | 24,6%       | -            | 33,6%       | -           | -         | -     |
| EBITDA              | 70,0        | 44,9        | 55,8%        | 66,9        | 4,5%        | 67,9      | 3,1%  |
| marża               | 32,4%       | 24,2%       | -            | 31,3%       | -           | 31,6%     | -     |
| EBIT                | 52,1        | 32,3        | 61,6%        | 48,7        | 6,9%        | 49,5      | 5,3%  |
| zysk netto          | 13,4        | 62,3        | -78,5%       | 10,0        | 34,1%       | 11,8      | 13,7% |

Źródło: cyber\_Folks, P – prognozy mBanku, konsensus - PAP

### Wyniki segmentów cyber\_Folks w ostatnich kwartałach

| (PLN m)          | 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



## Biuro maklerskie

### 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 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 leasingu; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing)

**PRZEWAGAŻ (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

**NIEDOWAŻAŻ (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 SA, Cyber-Folks SA, Newag SA. 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\\_rynke/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynke/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 nieaktualne, 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 SA, Cyber-Folks SA, Newag SA, 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.

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

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

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

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

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

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

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

mBank S.A. nie wyklucza złożenia 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 „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. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Biuro maklerskie mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Alior Bank SA, Amica SA, Answer.com SA, Bank Handlowy w Warszawie SA, Bank Millennium SA, Bank Polska Kasa Opieki SA, Bioceltix SA, BNP Paribas Bank Polska SA, Captor Therapeutics SA, CD Projekt SA, Cyber Folks SA, Develia SA, ING Bank Śląski SA, KRUK SA, Neuca SA, Powsechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA, Powsechny Zakład Ubezpieczeń SA, Raiffeisen Bank International AG, Santander Bank Polska SA, Sygnity SA, Synektik SA, Unimot SA, Wirtualna Polska Holding SA, XTB SA są klientami Biura maklerskiego mBanku.

Alior Bank SA, Allegro.eu SA, Amica SA, Answer.com SA, Asseco Poland SA, Atal SA, Auto Partner SA, Bank Handlowy w Warszawie SA, Bank Millennium SA, Bank Ochrony Środowiska SA, Bank Polska Kasa Opieki SA, Benefit Systems SA, BNP Paribas Bank Polska SA, Captor Therapeutics SA, CCC SA, CD Projekt SA, Cyber Folks SA, Cyfrowy Polsat SA, Develia SA, Dino Polska SA, Dom Development SA, Enea SA, Erste Group Bank AG, Eurocash SA, Forte SA, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Grupa Kety SA, Grupa Pracuj SA, ING Bank Śląski SA, Inter Cars SA, Jastrzębska Spółka Węglowa SA, KGHM Polska Miedź SA, Komercni Banka AS, KRUK SA, LPP SA, Mabion SA, Mo-BRUK SA, Neuca SA, Newag SA, Orange Polska SA, ORLEN SA, OTP Bank Plc., Photon Energy NV, Polenergia SA, Polska Grupa Energetyczna SA, Powsechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA, Powsechny Zakład Ubezpieczeń SA, Raiffeisen Bank International AG, Sanok Rubber Company SA, Santander Bank Polska SA, Selvita SA, Shoper SA, Tauron Polska Energia SA, Text SA, Unimot SA, Vercom SA, Wirtualna Polska Holding SA, XTB SA są klientami mBank SA.

CCC SA, ZABKA GROUP SOCIÉTÉ ANONYME byli stroną umowy z BM w ciągu ostatnich 12 miesięcy.

Alior Bank SA, Amica SA, AmRest Holdings SE, Answer.com SA, Asseco Business Solutions SA, Asseco Poland SA, Atal SA, Auto Partner SA, Bank Handlowy w Warszawie SA, Bank Millennium SA, Bank Ochrony Środowiska SA, Bank Polska Kasa Opieki SA, Benefit Systems SA, Bioceltix SA, BNP Paribas Bank Polska SA, Captor Therapeutics SA, CCC SA, CD Projekt SA, Cyber Folks SA, Cyfrowy Polsat SA, Develia SA, Dino Polska SA, Dom Development SA, Enea SA, Erste Group Bank AG, Eurocash SA, Forte SA, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Grupa Kety SA, Grupa Pracuj SA, HUUGJE Inc, ING Bank Śląski SA, InPost SA, Inter Cars SA, Jastrzębska Spółka Węglowa SA, KGHM Polska Miedź SA, KRUK SA, LPP SA, Mabion SA, Mo-BRUK SA, Murapol SA, Neuca SA, Newag SA, Orange Polska SA, ORLEN SA, PCF Group SA, Photon Energy NV, Polenergia SA, Polska Grupa Energetyczna SA, Powsechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA, Powsechny Zakład Ubezpieczeń SA, Raiffeisen Bank International AG, Ryvu Therapeutics SA, Sanok Rubber Company SA, Santander Bank Polska SA, Selvita SA, Shoper SA, Sygnity SA, Tauron Polska Energia SA, TEN Square Games SA, Text SA, Unimot SA, Vercom SA, Wirtualna Polska Holding SA, XTB SA, ZABKA GROUP SOCIÉTÉ ANONYME są kontrahentami mBank SA.

Osoba sporządzająca niniejszą rekomendację lub inna osoba należąca do tej samej grupy co ta osoba, w okresie ostatnich 12 miesięcy była – jako menadżer - odpowiedzialna lub współodpowiedzialna za przeprowadzenie publicznej oferty instrumentów finansowych emitenta: Develia, Dom Development, KRUK SA, Polenergia SA, ZABKA GROUP SOCIÉTÉ ANONYME.

mBank S.A. działający poprzez Biuro maklerskie mBanku jest stroną umowy z cyber\_Folks SA. w zakresie oferowania.

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

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.

**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.lempicka-wilim@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka-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)