

# IFIRMA

## akumuluj

usługi dla biznesu / IT

poprzednia rekomendacja: -

Cena: 33,2

Cena docelowa: 36,6

### Stabilnie rosnąca spółka dywidendowa

IFIRMA jest szybko rosnącą spółką dywidendową, o silnym bilansie, niskich potrzebach inwestycyjnych oraz prostej i stabilnej strukturze organizacyjnej. Spółka wyróżnia się na GPW dywidendą wypłacaną kwartalnie, co jest możliwe dzięki niewielkiej sezonowości w wynikach. Pomimo działalności na wysoce konkurencyjnym rynku, IFIRMA regularnie rośnie i poprawia marże dzięki efektywności operacyjnej i podwyżkom w cenniku świadczonych usług. Rysą, na tym bardzo dobrym obrazie, jest jednak oszczędność w zakresie publikacji danych operacyjnych i finansowych dla segmentów oraz kluczowych podsegmentów serwisu ifirma.pl tj. Biura Rachunkowego, Księgowości Internetowej i Faktury+.

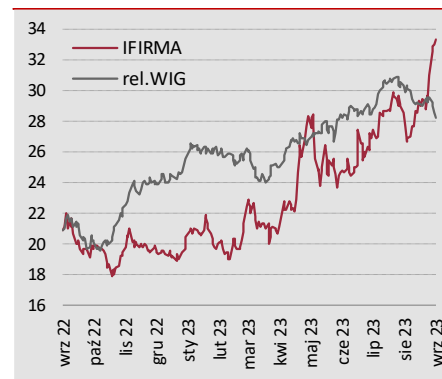
IFIRMA kojarzona jest z segmentem IT oraz dostarczaniem oprogramowania w modelu SaaS do samodzielnego prowadzenia księgowości przez przedsiębiorców prowadzących księgowość uproszczoną. Na tej usłudze spółka rzeczywiście wyrosła przed laty, jednak dziś serwis ifirma.pl pobiera opłaty również za moduł do fakturowania „Faktura+” oraz oferuje usługi własnego biura rachunkowego, które obsługuje przedsiębiorców prowadzących KPIR i ewidencję ryczału, choć w planach jest rozszerzenie usług dla firm prowadzących pełną księgowość. Prawdopodobnie to właśnie biuro rachunkowe jest głównym motorem wzrostu serwisu w ostatnich latach. Serwis nie ma potencjału rozwoju za granicą, gdyż został stworzony pod polskie uwarunkowania prawne i podatkowe.

Za najistotniejszy czynnik ryzyka dla IFIRMY uznajemy właśnie zmiany prawne. Najważniejszą nadchodzącą zmianą dla całej branży jest wprowadzenie od 1 lipca 2024 r. obowiązkowego fakturowania przez Krajowy System e-Faktur (dla sektora MŚP nierozliczającego się z VAT od 1 stycznia 2025 r.). Na dziś zmianę oceniamy dla IFIRMY neutralnie. W zależności od tego jak potoczy się projekt i na ile „przyjazny” będzie system dostarczony przez Ministerstwo Finansów, wprowadzenie systemu może zarówno zwiększyć efektywność działalności i popyt na zintegrowany z KSeF moduł do fakturowania (Faktura+), jak i spowodować odpływ klientów, którzy faktury będą wystawiali bezpośrednio w systemie. Wprowadzenie KSeF może też przyczynić się do zwiększenia efektywności prowadzonej działalności przez konkurencję.

W naszym bazowym scenariuszu zakładamy, że spółka będzie w dalszym ciągu zwiększać liczbę klientów przy rosnącym cenniku usług. Równocześnie jednak, ze względu na wysoką konkurencję, coraz większą informatyzację tradycyjnych biur rachunkowych, jak i wspomniane wprowadzenie KSeF, zakładamy, że w nieco dalszej przyszłości IFIRMA może tracić przewagi konkurencyjne, co mimo efektu coraz większej skali może doprowadzić do niewielkiej erozji marży operacyjnej.

Pobocznie IFIRMA realizuje sprzedaż w ramach usług IT oraz usług rekrutacji i outsourcingu kadr IT. Obie linie są kontynuacją działalności, która była dominująca przed 2010 r. i nie zakładamy ich rozwoju w kolejnych latach.

Próbą wyjścia przez spółkę za granicę ma być rozwijany od 2017 r. projekt Firmbee, który jak podaje IFIRMA jest „rozwiązaniem 360’ z dziedziny project managementu i rekrutacji”. Prawdopodobieństwo sukcesu Firmbee jest jednak według nas niskie.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	33,3 / 17,2		
Liczba akcji (mln)	6,400		
Kapitalizacja (mln PLN)	212,5		
EV (mln PLN)	228,3		
Free float (mln PLN)	90,0		
Średni obrót (mln PLN)	0,05		
Główny akcjonariusz	Wojciech Narczyński		
% akcji, % głosów	26,8%, 33,0%		
	<b>1 m</b>	<b>3 m</b>	<b>12 m</b>
Zmiana ceny	16,8%	34,3%	59,3%
Zmiana rel. WIG	-4,3%	-0,2%	34,9%

Seweryn Żołyniak, CFA  
Doradca Inwestycyjny  
seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBITDA	ROE (%)
2022	43,0	8,9	9,5	9,1	7,5	1,17	1,26	2,14	28,5	15,5	3,0%	24,1	54,4%
2023p	52,9	11,8	12,6	12,8	10,4	1,62	1,74	2,31	20,5	14,4	4,4%	18,1	70,3%
2024p	65,2	15,1	16,0	15,9	12,9	2,01	2,15	2,31	16,5	14,4	6,1%	14,3	87,2%
2025p	75,9	17,5	18,6	18,2	14,7	2,30	2,46	2,31	14,4	14,4	6,9%	12,3	99,7%

p - prognozy skonsolidowane BM Banku Millennium r1n PLN

Raport został sporządzony przez Biuro Maklerskie Millennium Banku S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego. Dane dotyczące powiązań Banku Millennium S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe wymagane informacje umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.

## Spis treści

Podsumowanie wyceny.....	3
Wycena porównawcza .....	3
Wycena DCF .....	4
Model biznesowy.....	5
Konkurencja dla serwisu iFirma .....	7
Rynek serwisu iFirma .....	9
Wprowadzenie Krajowego Systemu e-Faktur .....	10
Firmbee .....	11
Usługi IT oraz outsourcing i rekrutacja specjalistów IT .....	13
Polityka dywidendowa .....	13
Akcjonariat.....	14
ESG .....	14
Wyniki finansowe i ich prognozy .....	15
Czynniki ryzyka .....	17
Rekomendacje BM Millennium wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy .....	19

## Wycena

Wycenę IFIRMY przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodą porównawczą. Projekt Firmbee wyceniliśmy w wysokości kosztów poniesionych (3,6 mln zł na koniec 2022 r.), a nie dochodowo lub porównawczo, gdyż nie widzimy możliwości stworzenia wiarygodnych prognoz przepływów z projektu oraz w naszej ocenie prawdopodobieństwo sukcesu projektu jest niskie, choć niewykluczone.

Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 225,0 mln PLN, czyli 35,2 PLN na akcję. Z kolei przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 243,4 mln PLN (38,0 PLN na akcję). Zastosowaliśmy wagi odpowiednio 50% i 50%.

Uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 234,2 mln PLN, czyli 36,6 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną zaczynamy pokrycie IFIRMY od rekomendacji „akumuluj”.

### Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Waga	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	50%	225,0	35,2
Wycena porównawcza	50%	243,4	38,0
<b>Wycena IFIRMA</b>		<b>234,2</b>	<b>36,6</b>

Źródło: BM Banku Millennium

## Wycena porównawcza

W skład grupy porównawczej włączyliśmy jedną polską oraz dziesięć zagranicznych spółek, które tworzą oprogramowanie do prowadzenia księgowości lub oferują usługi prowadzenia ksiąg rachunkowych. W wycenie posłużyliśmy się wskaźnikami P/E oraz EV/EBITDA. Prognozowany zysk netto i EBITDA IFIRMY zostały skorygowane o prognozowane koszty rozwoju Firmbee, tak aby otrzymać wycenę nieuwzględniającą wartości i kosztów tego projektu. Wycena Firmbee została doliczona w wysokości kosztów poniesionych.

Spółka	Ticker	Kraj	P/E			EV/EBITDA		
			2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
SAGE GROUP	SGE	Wielka Brytania	31,4	28,0	24,9	21,2	18,9	16,8
XERO	XRO	Nowa Zelandia	786,2	130,5	80,7	74,5	44,7	34,1
BLACKLINE	BL	USA	38,7	33,5	23,8	36,0	30,5	24,5
FORTNOX	FNOX	Szwecja	64,2	44,3	33,7	40,0	28,8	22,1
ASSECO BUSINESS SOLUTIONS	ABS	Polska	14,1	13,0	12,2	9,9	9,1	8,6
ECIT	ECIT	Norwegia	26,4	16,9	10,1	9,0	7,2	5,7
WNS HOLDINGS	WNS	Indie	17,1	15,2	13,5	11,2	10,2	9,1
CBIZ	CBZ	USA	23,8	20,8	20,8	15,4	14,2	14,2
KELLY PARTNERS GROUP HOLDING	KPG	Australia	28,1	23,8	19,5	9,7	8,4	7,2
ADMINISTER	ADMIN	Finlandia	301,0	14,7	8,1	11,5	6,8	5,3
AALLON GROUP	AALLON	Finlandia	14,1	12,7	12,1	8,0	7,6	7,1
Mediana			28,1	20,8	19,5	11,5	10,2	9,1
IFIRMA zysk netto (mln PLN)*			11,3	13,9	14,7			
IFIRMA EBITDA (mln PLN)*						13,7	17,2	19,9
Dług/(gotówka) netto (mln PLN)						-	17,5	-
Wycena IFIRMA na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			317,8	288,7	287,6	175,1	193,0	198,1
Wycena bez Firmbee			243,4					
Wycena Firmbee**			4,1					
Wycena			247,5					
Liczba akcji (mln)			6,4					
<b>Wycena na 1 akcję</b>			<b>38,0</b>					

\* - skorygowane o zakładane koszty Firmbee

\*\* - skumulowane koszty poniesione do 2Q 2023

## Wycena DCF

(mln PLN)	2023p	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	>2030p
Przychody	52,9	65,2	75,9	84,6	91,3	96,8	100,7	
EBIT skorygowany *	13,0	16,3	18,9	20,4	21,4	22,6	23,7	
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
EBIT skorygowany* x (1-T)	10,5	13,2	15,3	16,5	17,3	18,3	19,2	
Amortyzacja	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	
Zmiana w kapitale pracującym	0,4	0,6	0,6	0,4	0,4	0,3	0,2	
CAPEX	1,1	1,2	1,2	1,4	1,4	1,5	1,5	
FCFF	10,7	13,6	15,6	16,7	17,6	18,5	19,2	
zmiana FCF		27,1%	15,4%	6,5%	5,4%	5,2%	4,1%	2,5%
Stopa wolna od ryzyka	5,5%	5,4%	5,1%	5,2%	5,3%	5,3%	5,3%	5,5%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	10,5%	10,4%	10,1%	10,2%	10,3%	10,3%	10,3%	10,5%
WACC	10,5%	10,4%	10,1%	10,2%	10,3%	10,3%	10,3%	10,5%
PV (FCF)	10,3	11,9	12,5	12,0	11,5	11,0	10,4	132,9
Wartość DCF (mln PLN) bez Firmbee	212,5							
+ (Dług) Gotówka netto **	15,9							
- wypłacone dywidendy	7,0							
Wy cena DCF (mln PLN) bez Firmbee	221,4							
Wy cena Firmbee***	3,6							
Wy cena	225,0							
Liczba akcji (mln)	6,4							
<b>Wycena 1 akcji</b>	<b>35,2</b>							

Źródło: BM Banku Millennium

\* - EBIT skorygowany o zakładane koszty rozwoju Firmbee

\*\* - na koniec 2022 r.

\*\*\* - skumulowane koszty poniesione do 2022 r.

### Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie naszych prognoz wyników na lata 2023 – 2029
- do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych
- długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,5%
- premia rynkowa za ryzyko równa 5%
- współczynnik beta na poziomie 1,0
- stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2029 na poziomie 2,5%
- efektywna stopa podatkowa w okresie prognozy na poziomie 19%
- DCF nie uwzględnia przepływów z projektu Firmbee. Wycena Firmbee została doliczona w wysokości kosztów poniesionych do końca 2022 r.

Ze względu na duży wpływ rezydualnej stopy wzrostu, rezydualnej stopy wolnej od ryzyka oraz założonego poziomu współczynnika beta na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

### Wrażliwość wyceny na przyjęte założenia

cena w PLN		wzrost rezydualny				
		1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
<b>Stopa RF rezydualna</b>	4,5%	35,0	36,4	38,1	40,1	42,3
	5,0%	33,8	35,0	36,5	38,2	40,2
	5,5%	32,7	33,8	35,2	36,6	38,3
	6,0%	31,8	32,8	33,9	35,3	36,8
	6,5%	30,9	31,8	32,8	34,0	35,4
<b>Beta nielewarowana</b>	0,8	36,5	38,1	39,9	42,0	44,4
	1,0	32,7	33,8	35,2	36,6	38,3
	1,2	29,6	30,5	31,5	32,6	33,8

Źródło: BM Banku Millennium

## Model biznesowy

Podstawową działalnością IFIRMA S.A. jest prowadzenie serwisu ifirma.pl, w ramach którego oferuje przedsiębiorcom prowadzącym księgowość uproszczoną na podstawie KPiR oraz prowadzącym ewidencję ryczału usługi:

- programu do prowadzenia samodzielnej księgowości internetowej (model SaaS),
- biura rachunkowego,
- programu do faktur „Faktura +” (model SaaS),

Serwis powstał w 2001 r., a biuro rachunkowe uruchomiono w 2012 r. W ostatnich latach motorem napędowym IFIRMY jest prawdopodobnie przede wszystkim biuro rachunkowe.

Ani oprogramowanie, ani biuro rachunkowe nie oferuje prowadzenia pełnej księgowości, choć Zarząd planuje wprowadzenie takiej usługi w biurze rachunkowym. Serwis skierowany jest wyłącznie na polski rynek i oceniamy, że nie ma potencjału rozwoju za granicą ze względu na fakt, że system jest stworzony pod polskie uwarunkowania prawne i podatkowe. Główna działalność w 2022 r. odpowiadała za 91,3% przychodów spółki.

Pobocznie IFIRMA realizuje sprzedaż w ramach usług rekrutacji i outsourcingu kadr IT oraz tworzeniu rozwiązań informatycznych, ze szczególnym uwzględnieniem rozwiązań wspomagających obsługę profesjonalnych materiałów video. Obie linie biznesowe są kontynuacją działalności, która była dominująca przed 2010 r. (od tego czasu coraz bardziej przeważały przychody z serwisu ifirma.pl). Poboczne działalności dają spółce od 2 do 4 mln zł przychodów rocznie i zakładamy, że tak pozostanie.

Od 2017 r. spółka prowadzi prace nad systemem „Firmbee”, który początkowo miał być systemem CRM, a z czasem przekształcił się w „rozwiązanie 360’ z dziedziny project managementu i rekrutacji”. System nie przynosi jeszcze przychodów, w obecnej fazie jest używany testowo i bezpłatnie przez około 150 firm. Jak Zarząd sam przyznaje prawdopodobieństwo sukcesu systemu nie jest wysokie, jednak jeśli projekt przyjąłby się na rynku to generowałby istotne zyski.

Spółka od 6 lat wypłaca dywidendy kwartalnie. Korzysta przy tym z formy zaliczki na poczet dywidendy. We wcześniejszych latach (od 2012 r.) dywidenda była wypłacana 1 raz w roku.

Koszty rozwoju oprogramowania są przez spółkę na bieżąco ujmowane w kosztach, a nie kapitalizowane w aktywach i z tego względu spółka ma relatywnie niski księgowy kapitał własny i bardzo wysokie ROE. Sugerujemy nie kierować się tymi wskaźnikami przy analizie IFIRMY.

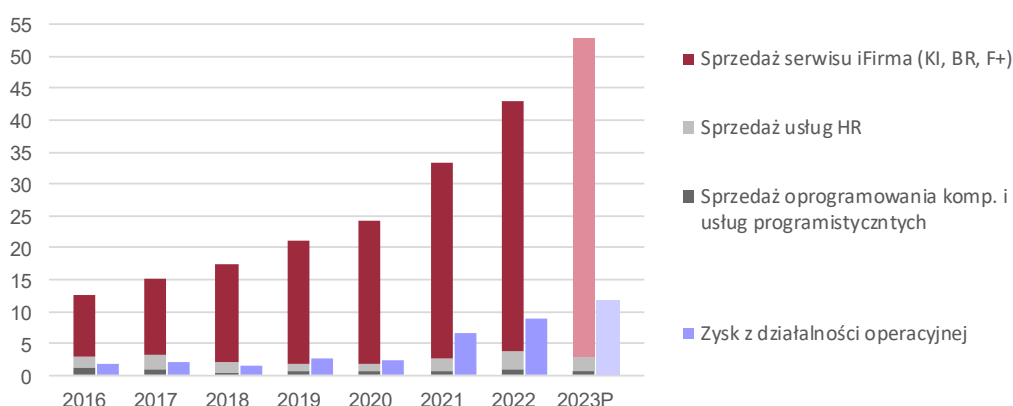
IFIRMA nie posiada sformalizowanej strategii biznesowej i ESG.

Spółka ma siedzibę we Wrocławiu, w 2022 r. zatrudniała przeciętnie 184 osoby.

IFIRMA nie posiada spółek zależnych, w związku z czym ma prawo do raportowania zgodnie z Ustawą o Rachunkowości, a nie zgodnie z MSSF i z tego prawa korzysta.

Spółka nie podaje do publicznej wiadomości kluczowych podstawowych danych operacyjnych jak np. liczba użytkowników i ich przyrost, średni przychód na użytkownika, czy wyników segmentów oraz kluczowych podsegmentów: Faktura+, Księgowości Internetowej oraz Biura Rachunkowego. Z tego względu analiza spółki jest utrudniona i w wielu miejscach musi bazować na szacunkach.

### IFIRMA - przychody i zysk z działalności operacyjnej (mln PLN)



Źródło: IFIRMA, BM Banku Millennium

## Serwis ifirma.pl

Serwis ifirma.pl uruchomiony został w 2001 r. i jak podaje spółka, był pierwszym w Polsce serwisem do prowadzenia księgowości internetowej. Klientami ifirma.pl są działające w Polsce firmy, prowadzące KPiR lub ewidencję ryczałtu, a więc jednoosobowe działalności gospodarcze i niektóre spółki. Dostęp do usługi możliwy jest zarówno przez stronę internetową, jak i aplikację mobilną. Klientom oferowane są 3 poziomy usługi: Księgowość Internetowa, Biuro Rachunkowe i Faktura+.

Wszyscy użytkownicy Księgowości Internetowej i Biura Rachunkowego, niezależnie od poziomu abonamentu, mogą za darmo korzystać z modułu CRM dla małych firm oraz modułu do prowadzenia magazynu. Ifirma.pl umożliwia automatyczne uzupełnianie danych kontrahenta po NIP dzięki integracji z bazą GUS, łączy się również z urządzeniami fiskalnymi oraz pozwala na eksport przelewów do banku. Wysyłanie faktur możliwe jest bezpośrednio z poziomu serwisu. System generuje wykresy, analizy i raporty sprzedaży. Sprzedawcy e-commerce mogą dokonać integracji z Allegro i popularnymi platformami e-commerce, jak Shoper, Shoplo czy PrestaShop. Serwis jest zintegrowany z systemem Elektronicznej Wymiany Dokumentów ZUS i większość dokumentów rozliczeniowych można przesłać za pośrednictwem aplikacji. Umożliwia również składanie e-deklaracji, m.in.: VAT-7, VAT-UE, PIT-11. System automatycznie generuje również deklarację JPK. W ramach abonamentu dostępny jest dostęp do API bez dodatkowej opłaty. Serwis jest na bieżąco aktualizowany i dostosowywany do zmieniających się przepisów.

Ifirma.pl udostępnia klientom szeroką bazę wiedzy i poradników, dotyczących prowadzenia działalności, zakładania firmy, zmian w przepisach, spraw księgowych, podatkowych itp.

### Faktura+

Usługa „Faktura+” umożliwia wystawianie faktur i jest darmowa w przypadku wystawiania do 3 faktur miesięcznie, a w przypadku wystawiania większej liczby należy wykupić płatną wersję, która kosztuje 150 zł za rok.

### Księgowość Internetowa

System księgowości internetowej wspomaga samodzielne prowadzenie KPiR lub ewidencji ryczałtu. System m.in. automatycznie księguje dokumenty i eliminuje potencjalne błędy. Klienci mogą skorzystać z Biura Obsługi Klienta, które na bieżąco odpowiada na pytania dotyczące obsługi serwisu i prowadzenia księgowości. Koszt usługi to 49 zł miesięcznie przy płatności z góry za 6 miesięcy lub 54 zł miesięcznie w płatnościach comiesięcznych.

### Biuro Rachunkowe

Biuro rachunkowe to najwyższy pakiet oferowany przez iFirmę. Klient ma przypisaną dedykowaną księgową, która przejmuje obowiązki związane z prowadzeniem ksiąg. Przedsiębiorca dostarcza dokumenty przez serwis/aplikację lub tradycyjnie. Po podwyżce opłat, która miała miejsce 1 sierpnia 2023 r. bazowy koszt usługi to 149 zł miesięcznie w pakiecie dla ryczałtowców zwolnionych z VAT, 175 zł miesięcznie w pakiecie MINI (do 10 dokumentów kosztowych), 205 zł miesięcznie w pakiecie MIDI (do 30 dokumentów kosztowych). Każdy kolejny dokument kosztowy wykraczający poza pakiet MINI/MIDI wiąże się z opłatą 9 zł (w wersji elektronicznej), przy czym powyżej 70 dokumentów iFirma zastrzega możliwość indywidualnej wyceny. Dodatkowo płatna jest cała lista kilkudziesięciu usług jak np. zeznania roczne, korekty deklaracji, czynności związane z zatrudnieniem pracowników (zgłoszenia, deklaracje, formularze itp.), sprawozdanie do GUS, aktualizacje CEIDG, rozliczanie delegacji itd.

Usługa Faktura+ to rozwiązanie gotowe i łatwo skalowalne i oceniamy, że nowi użytkownicy nie generują istotnych kosztów. Zwiększająca się liczba klientów Biura Rachunkowego wiąże się z zatrudnianiem kolejnych księgowych, natomiast rosnąca liczba klientów Księgowości Internetowej ze zwiększaniem Biura Obsługi Klienta. Według deklaracji spółki, dzięki wielu automatyzacjom, proces księgowania w biurze rachunkowym iFirma jest znacznie efektywniejszy niż w klasycznym biurze rachunkowym, dzięki czemu jedna księgowa, może obsłużyć znacznie większą liczbę klientów, co jest główną przewagą nad tradycyjnymi biurami rachunkowymi.

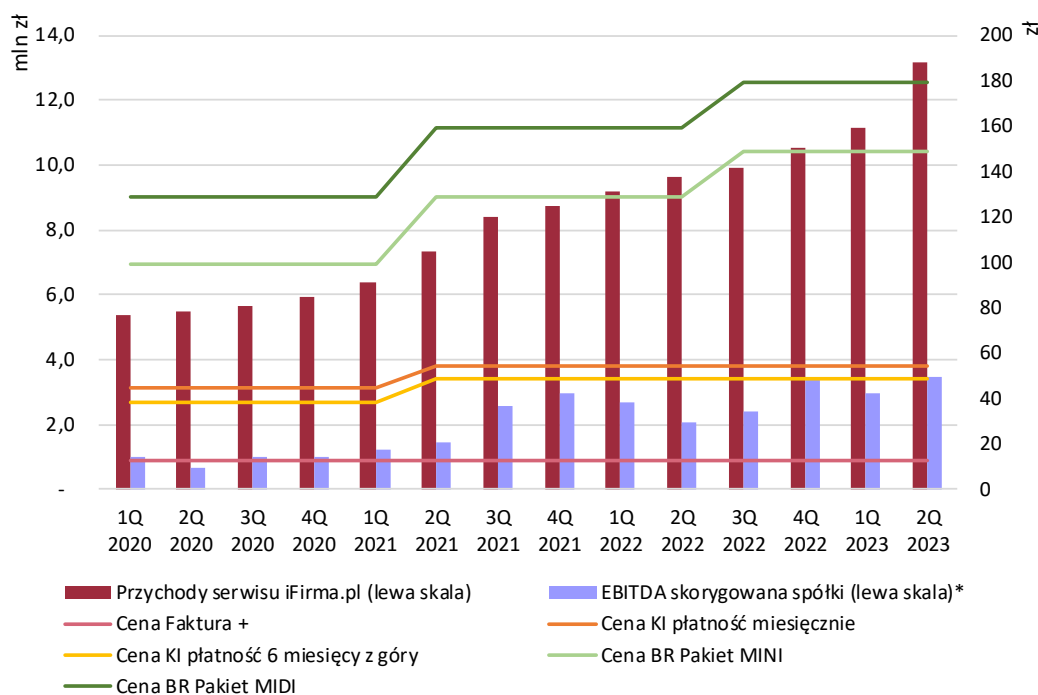
## Wpływ zmian cennika na przychody i EBITDA

Wzrost sprzedaży serwisu ifirma.pl wynika zarówno ze wzrostu liczby klientów jak i zmian cennika usług. Firma osiągnęła skokowy wzrost przychodów i wyniku EBITDA w drugim i trzecim kwartale 2021 r. co było efektem wprowadzenia nowego cennika w usługach Księgowości Internetowej i Biurze Rachunkowym 1 maja 2021 r. tj. w trakcie 2 kwartału. Ceny usług, z wyjątkiem „Faktury +” podniesiono wtedy o 20-30% (w zależności od usługi). W Księgowości Internetowej była to pierwsza podwyżka od uruchomienia serwisu ponad 20 lat temu.

Kolejna podwyżka, tym razem wyłącznie w usługach Biura Rachunkowego nastąpiła 1 sierpnia 2022 r. tj. w trakcie 3 kwartału minionego roku. Ceny podniesiono o 16% w pakiecie MINI (do 10 dokumentów kosztowych) i 13% w MIDI (do 30 dokumentów kosztowych). Skokowy wzrost przychodów w 2Q 2023 r. wynika najprawdopodobniej z akumulacji rozliczeń rocznych generujących dodatkowy przychód, które w poprzednich latach rozłożone były bardziej równomiernie pomiędzy 1 i 2 kwartał.

1 sierpnia 2023 r. nastąpiła kolejna podwyżka usług Biura Rachunkowego. Ceny podniesiono do 175 zł w pakiecie MINI (+17%) oraz 205 zł (+15%) w pakiecie MIDI.

### IFIRMA - przychody serwisu iFirma.pl i zmiany cennika podstawowych usług



Źródło: IFIRMA, BM Banku Millennium

\* - EBITDA skorygowana o koszty projektu Firmbee

## Konkurencja dla serwisu ifirma.pl

### Fakturowanie i Księgowość Internetowa

Oceniamy, że ifirma.pl działa na rynku wysoce konkurencyjnym. Działalność dostarczania oprogramowania w formie SaaS do fakturowania oraz prowadzenia samodzielnej księgowości w formie KPiR lub ewidencji ryczałtu prowadzi w Polsce wiele podmiotów, w tym zarówno podmioty skupione wyłącznie na tej działalności, jak i takie, w których jest to tylko jedna z oferowanych usług (firmy IT oraz banki). Właściwie wszystkie te programy mają te same kluczowe funkcjonalności jak wystawianie faktur, prowadzenie KPiR, generowanie deklaracji i dokumentów do Urzędu Skarbowego i ZUS. Oferujący oprogramowanie wyróżniają się odmiennym interfejsem (choć często mocno zbliżonym), inaczej zaprojektowanym cennikiem, dodatkowymi funkcjonalnościami, integracjami z innymi serwisami itp.



Cenniki programów do faktur i Księgowości Internetowej w iFirma i konkurentów są różnie zaprojektowane, co utrudnia ich porównywanie. W iFirma cennik jest prosty i wynosi 12,5 zł miesięcznie za program do fakturowania i 49/54 zł (płatność z góry/co miesiąc) za Księgowość Internetową.

U konkurencji opłaty zależą np. od liczby dokumentów, liczby użytkowników, wykorzystywanych funkcji. Opłacalność będzie więc zależeć od specyfiki konkretnego użytkownika. Uogólniając jednak, w naszej ocenie ceny programów do fakturowania i Księgowości Internetowej u konkurencji są zbliżone w większości przypadków.

#### Główni konkurenci iFirma w fakturowaniu i księgowości internetowej

	wystawianie faktur	księgowość internetowa	biuro rachunkowe	aplikacja mobilna	przychody 2022 r.	uruchomienie*
<b>iFirma</b>	<b>tak</b>	<b>tak</b>	<b>własne</b>	<b>tak</b>	<b>43,0</b>	<b>2004</b>
<b>konkurenci dla których jest to główna działalność</b>						
inFakt	tak	tak	własne	tak	61,3	2009
wFirma	tak	tak	współpracujące	tak	22,2	2009
fakturownia.pl	tak	tak	współpracujące	tak	21,5	2015
TAXEON	tak	tak	własne	nie	2,5	2012
360 Księgowość	tak	tak	współpracujące	nie	1,7	2013
FakturaXL.pl	tak	tak	nie	tak	1,2	2020
intaxo	tak	tak	współpracujące	tak	0,6	2014
Faktura.pl	tak	tak	współpracujące	nie	bd	bd
<b>konkurenci dla których jest to działalność poboczna</b>						
szybkafaktura.pl (Symfonia)	tak	tak	nie	tak	bd	bd
Comarch erp xt	tak	tak	nie	tak	bd	bd
Streamsoft Firmino	tak	tak	nie	tak	bd	bd
System (Enadis)	tak	tak	współpracujące	nie	bd	bd
ING Księgowość	tak	tak	własne	tak	bd	bd
mKsięgowość (mBank)	tak	tak	współpracujące	tak	bd	bd
Księgowość z Żubrem (Pekao)	tak	tak	współpracujące	tak	bd	bd
e-Księgowość (PKO BP)	tak	tak	własne	tak	bd	bd
eKsięgowość (Santander)**	tak	tak	współpracujące	tak	bd	bd
zafirmowani.pl (Alior)	tak	tak	nie	tak	bd	bd
GOKsięgowość (BNP)	tak	tak	nie	tak	bd	bd

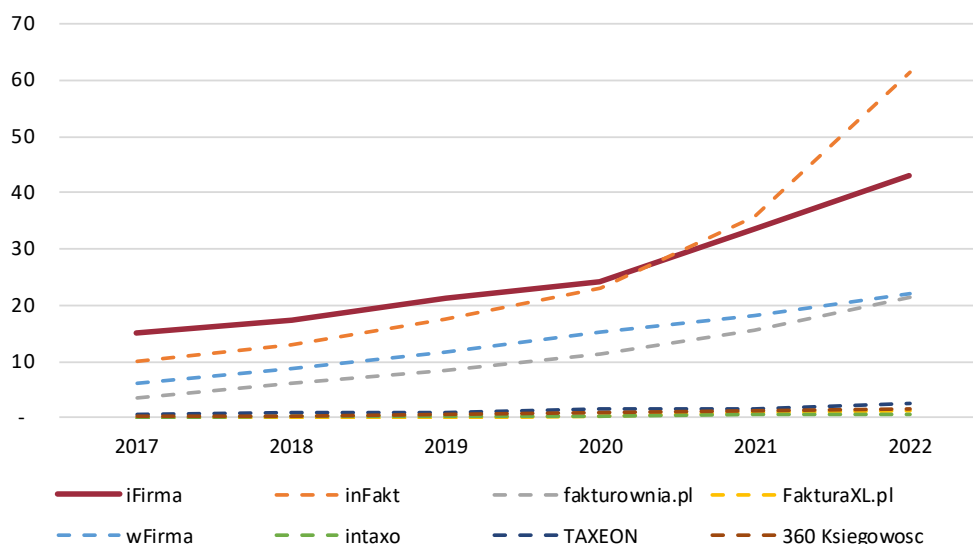
Źródło: eKRS, BM Banku Millennium na podstawie informacji ze stron Internetowych spółek

\* - data założenia spółki

\*\* - we współpracy z inFakt

Rozwiązania konkurencyjne oprogramowania do fakturowania i księgowości internetowej udostępniane są zarówno przez spółki dla których jest to główny przedmiot działalności, jak w przypadku iFirma, jak i przez firmy IT mające szersze spektrum produktów i usług oraz przez banki. Na poniższym wykresie znalazły się dane tylko dla tej pierwszej kategorii firm.

#### IFIRMA - przychody na tle spółek konkurencyjnych



Źródło: eKRS, BM Banku Millennium



Oceniamy, że w kategorii programów do fakturowania i samodzielnej księgowości w modelu SaaS największymi konkurentami dla iFirma jest inFakt, wFirma i fakturownia.pl. W szczególności inFakt szybko zyskuje udziały w rynku, prowadzi agresywny marketing i od 2021 r. osiąga lepszą sprzedaż od iFirma. Mniejsze firmy nie są jeszcze istotnymi graczami, choć i one rosną z roku na rok i za jakiś czas mogą stać się realną konkurencją. Silną konkurencją prawdopodobnie są również rozwiązania dostarczane przez banki.

## Rynek biur rachunkowych

Nie wszystkie firmy dostarczające oprogramowanie do fakturowania i prowadzenia samodzielnej księgowości internetowej posiadają własne biuro rachunkowe, choć część ma biura zewnętrzne z którymi współpracuje. Dostarczane oprogramowanie mogą też wybrać tradycyjne biura rachunkowe, aby się „digitalizować” i jednym systemem działającym online „spiąć” z klientem. Na rynku biur rachunkowych konkurencja jest naszym zdaniem bardzo wysoka, tym bardziej jeśli za konkurencję uznalibyśmy nie tylko biura rachunkowe działające online, ale też biura rachunkowe działające w modelu tradycyjnym. **Według Krajowej Izby Biur Rachunkowych, w 2022 r. w Polsce działało ok. 70 tys. biur rachunkowych, a liczba samych księgowych mogła sięgać nawet 400 tys.**

Ceny oferowane przez iFirma, są w porównaniu do oferty biur tradycyjnych bardzo dobre, co jak tłumaczy Zarząd jest możliwe dzięki wysokiemu poziomowi automatyzacji procesów i efektywności operacyjnej. Minusem z perspektywy potencjalnych klientów jest brak możliwości spotkania się z księgową/księgowym twarzą w twarz, co dla części przedsiębiorców jest bardzo istotne.

Przewagą iFirma nad innymi dostawcami księgowości online są naszym zdaniem wieloletnia obecność na rynku, znana marka i dobra opinia użytkowników, dobre pozycjonowanie marketingowe, więcej funkcjonalności serwisu. Dla klientów Faktury+ i Księgowości Internetowej, którzy chcą przejść z prowadzenia księgowości samodzielnie na korzystania z usług księgowego, wybór biura rachunkowego iFirma.pl jest prosty i naturalny.

## Rynek serwisu iFirma

Klientami iFirma są podmioty prowadzące księgowość w formie uproszczonej w postaci KPiR oraz prowadzący ewidencję ryczaftu. Prowadzenie księgowości w takiej formie mają osoby fizyczne, które osiągają przychód z pozarolniczej działalności gospodarczej i jako formę opodatkowania przychodu wybrały zasady ogólne lub podatek liniowy jak i niektóre spółki osobowe: spółki jawne osób fizycznych, spółki cywilne, spółki partnerskie, których przychody netto za poprzedni rok obrotowy nie przekroczyły równowartości w 2 mln euro.

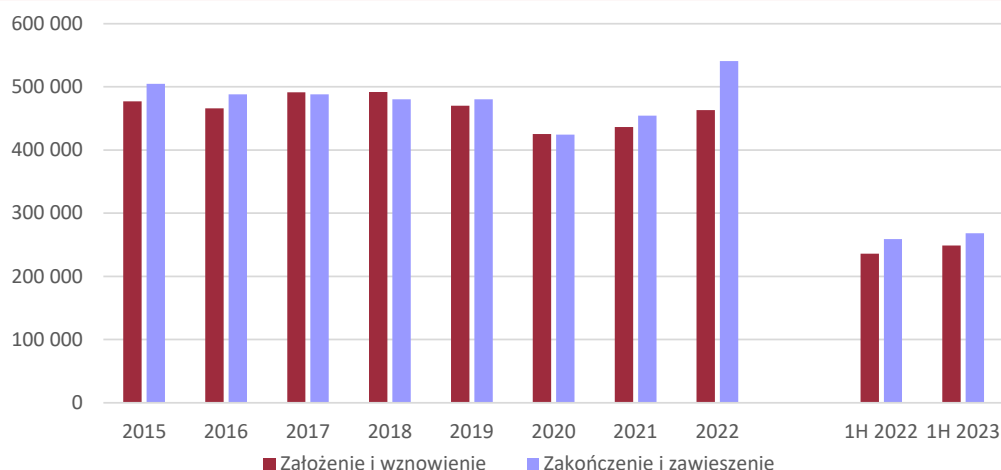
Równocześnie jednak podkreślić należy, że rynek jest bardzo duży i miejsce na nim jest dla wielu firm, choć potencjał do rozwoju jest ograniczony liczbą firm prowadzących KPiR na polskim rynku.

**Liczba aktywnych przedsiębiorców w CEiDG na koniec czerwca 2023 r. wynosiła ponad 2,6 mln.** Oceniamy, że zdecydowana większość z nich prowadzi KPiR lub ewidencję ryczaftu, a więc jest potencjalnym klientem serwisu iFirma.

Uważamy, że część przedsiębiorców ma bardzo konserwatywne podejście co do współpracy z biurami rachunkowymi i szuka tradycyjnego księgowego, świadczącego usługi w bliskiej okolicy, z którym może spotkać się twarzą w twarz i często jest to osoba z polecenia. Przedsiębiorcy nie są też chętni do zmiany biura rachunkowego bo wprowadza to w firmie zamieszanie.

Dlatego też nowymi klientami są przede wszystkim nowi przedsiębiorcy. Wniosków o założenie i wznowienie działalności zrealizowanych było w CEiDG w ostatnich latach co roku od 425 do 490 tys. Wyraźny spadek nastąpił w pandemicznym 2020 r., kiedy zrealizowano 425 tys. wniosków, jednak w kolejnych 2 latach liczba zakładanych i wznowianych działalności rosła i w bieżącym roku prawdopodobnie wróci już do poziomu 480-490 tys. Liczba zrealizowanych wniosków o zakończenie i zawieszenie działalności w latach 2015-2021 była zbliżona do tych dotyczących założenia i wznowienia. W 2022 r. była jednak już prawie 10% wyższa.

## Statystyki CEiDG - zrealizowane wnioski dot. działalności

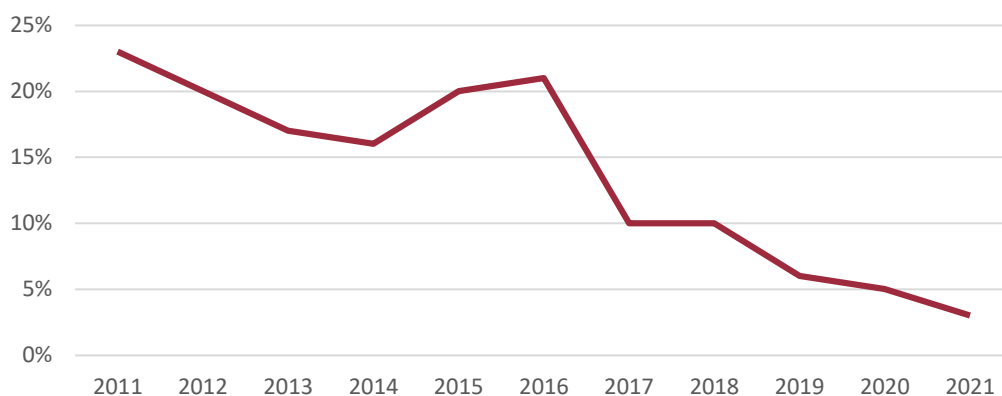


Źródło: CEiDG, BM Banku Millennium

Nie są znane dokładne statystyki liczby przedsiębiorców korzystających z usług prowadzenia księgowości internetowej (czy to samodzielnie czy w internetowym biurze rachunkowym), niemniej biorąc pod uwagę wyniki iFirma oraz spółek konkurencyjnych prawdopodobnie ich udział jest z roku na rok wyższy.

Według danych z raportu „Global Entrepreneurship Monitor Polska 2022” sporządzonego przez PARP i Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach coraz mniejszy odsetek Polaków planuje zakładanie nowych firm (pytanie czy planują w ciągu najbliższych 3 lat założyć firmę). W 2021 r. zaledwie 3% odpowiedziało, że planuje założenie biznesu w porównaniu do 21% w 2016 r. Prawdopodobnie w jakimś stopniu na wyniki wpłynęła trwająca wtedy pandemia, niemniej długoterminowy trend jest zdecydowanie negatywny. Według danych z raportu był to najniższy wynik na świecie za Japonią (3,2%), przy europejskiej średniej na poziomie 13%. Związane jest to z bogaceniem się społeczeństwa, gdyż według danych najwyższą skłonność do zakładania firm mają państwa o najniższym poziomie dochodu.

## Intencje do zakładania firm (% planujących założyć firmę)



Źródło: Raport Global Entrepreneurship Monitor Polska 2022, PARP i Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

## Wprowadzenie Krajowego Systemu e-Faktur

Czynnikiem istotnie wpływającym na biznes iFirma oraz rynek są zmiany prawne. W ostatnich latach dodatkowej pracy iFirmie przysparzały w szczególności Polski Ład w 2022 r. i AML w 2018 r. (wdrożenie w Polsce V Dyrektywy AML w postaci Ustawy o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu). Kolejną istotną zmianą, która wpłynie na biznes oraz otoczenie iFirma będzie wprowadzenie Krajowego Systemu e-Faktur.

KSeF to platforma tworzona przez Ministerstwo Finansów do wystawiania i otrzymywania faktur drogą elektroniczną w formacie xml. Od 1 stycznia 2022 r. przedsiębiorcy mogą dobrowolnie korzystać z KSeF który będzie obowiązkowy od 1 lipca 2024, a dla sektora MŚP nierozliczającego się z VAT od 1 stycznia 2025 r. Faktury ustrukturyzowane w KSeF będą obowiązkowe, zlikwidują tradycyjne formy papierowe i elektroniczne. Głównym celem utworzenia KSeF jest uszczelnienie systemu podatkowego dzięki bieżącemu monitorowaniu transakcji przez fiskusa. System niesie jednak korzyści dla przedsiębiorców, którzy będą mieli pewność przesłania i odebrania faktury, wszystkie faktury będą mieli zawsze w jednym miejscu, sprawniejsza będzie wymiana dokumentów itd..

Dla iFirma wprowadzenie systemu oceniamy neutralnie - niesie za sobą zarówno szanse jak i zagrożenia.

System iFirma, podobnie jak konkurencyjne systemy do wystawiania faktur i księgowości, będzie zintegrowany z KSeF. Ustrukturyzowanie plików daje możliwość bardzo sprawnego automatycznego księgowania, co usprawni działalność zarówno biura rachunkowego iFirma, jak i ułatwi prowadzenie samodzielnej księgowości internetowej. Jeśli system udostępniony przez Ministerstwo nie będzie przyjazny i łatwy w obsłudze dla przeciętnego użytkownika (a póki co raczej nie jest), może to wygenerować duży popyt na Fakturę+, ze strony klientów którzy dziś wystawiają faktury w prostych, darmowych programach.

Z drugiej strony wprowadzenie KSeF niesie też zagrożenia. Oceniamy, że ustrukturyzowanie faktur w formacie xml zmusi tradycyjne biura rachunkowe do większego zdigitalizowania się oraz ułatwi im automatyczne księgowania. Prawdopodobnie funkcjonalności automatycznego zaciągania faktur i księgowania zostaną wprowadzone przez dostawców oprogramowania dla biur rachunkowych. Korzystanie z technologii i automatyzacja procesów jest jedną z kluczowych przewag konkurencyjnych biura rachunkowego iFirma, które pozwala zaoferować lepsze ceny od biur tradycyjnych, w związku z czym tę przewagę iFirma może w istotnym stopniu utracić. Klienci będą mieli również możliwość wystawiania faktur bezpośrednio w KSeF, a Ministerstwo Finansów zapowiedziało wprowadzenie aplikacji mobilnej w I kwartale 2024 r. Wiele więc będzie zależeć od sprawności działania tych rozwiązań - jeśli będą dobre i przyjazne dla użytkownika to klienci Faktury+ mogą przeczucić się na system KSeF, jeśli nie będą, to Faktura+ może zyskać klientów.

## Firmbee

W latach 2015-2018 spółka uruchomiła 3 nowe projekty, z których do dziś rozwijane jest jedno tj. Firmbee, a pozostałe 2 zostały zamknięte.

Pierwszym projektem, uruchomionym w 2015 r. był serwis **iPakiet.pl**, skierowany do przedsiębiorców, którym oferowana była rejestracja domen, hosting stron www i możliwość ich tworzenia za pomocą generatora. Spółka oddała serwis klientom do testów w roku 2015, w 1 półroczu 2016 r. uruchomiono jego komercyjną wersję, a w 2017 r. zamknięto ze względu na niezadowolającą sprzedaż. Łącznie poniesione koszty nie zostały podane, szacujemy je na kilkaset tysięcy złotych (w samym 2015 r. 336 tysięcy zł, w kolejnych 2 latach nieznanie).

W 2018 r. spółka rozpoczęła prace nad projektem **Digitape** - oprogramowania do obsługi i archiwizacji plików multimedialnych przeznaczonego do środowiska chmurowego. Grupą docelową dla Digitape miały być telewizje regionalne, domy produkcyjne, YouTube (twórcy, agencje zrzyszające twórców), firmy i instytucje, które samodzielnie tworzą materiały audiowizualne. Projekt został zarzucony w 2020 r. ze względu na niedostateczne zainteresowanie rynkowe. Koszt jaki pochłonął projekt Digitape to 880 tys. zł.

W 2017 r. IFIRMA rozpoczęła prace nad systemem **OctoCRM** i prace nad systemem toczą się do dziś. Produkt ma być dedykowany na rynek globalny, w odróżnieniu od serwisu ifirma.pl, który nie ma potencjału rozwoju za granicą. Z początku funkcją systemu miało być fakturowanie oraz kompleksowe zarządzanie relacjami firmy z partnerami biznesowymi. Z czasem funkcje systemu rozszerzono i zmieniono nazwę na **Firmbee**.

Na obecnym stadium Firmbee, jak podaje spółka jest „rozwiązaniem 360° z dziedziny project managementu i rekrutacji”, skierowanym zarówno na rynek Polski, jak i międzynarodowy. Najważniejszymi modułami są moduł do zarządzania projektami skierowany do wszystkich firm i freelancerów, moduł do rekrutacji i HR dla firm rekrutacyjnych i zespołów wewnątrzfirmowych, moduł planowania celów i etapów pracy nad projektem.

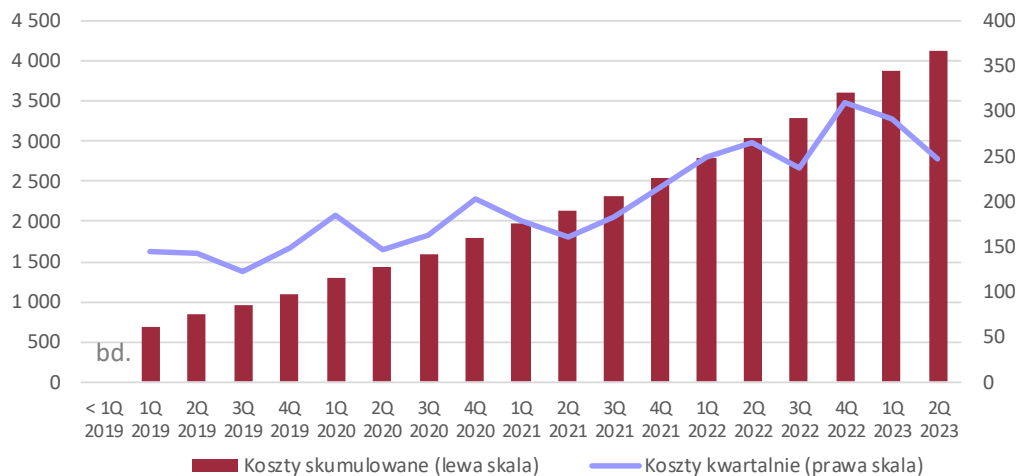
Jak podaje IFIRMA Firmbee umożliwia:

- nadawanie firmowym procesom struktury poprzez dystrybucję zadań, śledzenie statusów, terminów i postępów prac w czasie rzeczywistym;
- współpracę nad zadaniami, dzielenie się efektami prac, wymienianie się komentarzami, zgłaszanie poprawek;
- monitorowanie i raportowanie pracy;
- planowanie i śledzenie spotkań na podstawie harmonogramów pracy współpracowników;
- tworzenie, porządkowanie i udostępnianie ważnych dokumentów i informacji w jednym miejscu;
- pozyskiwanie leadów, nawiązania relacji biznesowych, sprzedaży i opieki po sprzedażowej;
- śledzenie budżetu projektowego;
- rekrutację pracowników i dostarcza narzędzia do HR (publikacja ogłoszeń, baza kandydatów, rozliczanie czasu pracy, baza wygaszających umów, zarządzanie urlopami i zasobami firmowymi);
- generowanie dokumentów kosztowych, wystawianie faktur, śledzenie statusów płatności i rozliczanie się z zespołem;
- automatyzację powtarzalnych czynności.

Obecnie ogólnodostępna jest pełna funkcjonalność aplikacji, w której każdy może zgłaszać błędy oraz wnioskować o nowe funkcje i ulepszenia.

System trafił do testów pod koniec 2020 r., a w 2021 r. rozpoczęto działania marketingowe. Obecnie Firmbee używany jest testowo i bezpłatnie przez około 150 firm. Do 2Q 2023 r. prace nad Firmbee pochłonęły 4,1 mln zł.

### Wydatki na projekt Firmbee



Źródło: IFIRMA, BM Banku Millennium

Jak Zarząd sam przyznaje, prawdopodobieństwo sukcesu Firmbee nie jest wysokie, jednak jeśli projekt przyjąłby się na rynku to generowałby istotne zyski. W naszej ocenie systemów typu CRM, służących do zarządzania projektami i różnych innych systemów usprawniających pracę firm na rynku nie brakuje, w związku z czym zaistnienie z Firmbee będzie ciężkie, choć niezupełnie wykluczone.

Ze względu na niskie prawdopodobieństwo sukcesu Firmbee oraz brak możliwości stworzenia wiarygodnych prognoz przepływów z projektu, projekt wyceniamy w wysokości kosztów dotychczas poniesionych (3,6 mln zł na koniec 2022 r. i 4,1 mln zł na koniec 2Q 2023 r.). Koszty te były na bieżąco ujmowane jako koszty okresów, nie były kapitalizowane w bilansie. Na potrzeby przygotowania prognoz na str. 15-16 założyliśmy, że projekt zostanie zarzucony w 2025 r. (założenie wyłącznie modelowe, upraszczające).

## Usługi IT oraz outsourcing i rekrutacja specjalistów IT

Głównym celem emisji akcji i upublicznienia spółki w 2008 r. (spółka wtedy nazywała się „Power Media S.A.”), był rozwój serwisu ifirma.pl. Poza rozwojem serwisu, który dziś generuje większość przychodów spółki, ówczesną przeważającą działalnością spółki były usługi IT, ze specjalizacją w sektorze oprogramowania dla sieci komórkowych i aplikacji internetowych oraz outsourcing kadrowy i rekrutacja kadr IT. Działalność ta wyraźnie skurczyła się na skutek kryzysu finansowego w 2009 r. i w kolejnych latach nastąpiła stagnacja, która trwa do dziś - przychody z obu działalności łącznie wynosiły w ostatnich latach nie więcej niż 4 mln zł rocznie. W międzyczasie w działalności usług IT spółka wyspecjalizowała się w rozwiązaniach wspomagających obsługę profesjonalnych materiałów video, a z jej rozwiązań korzystają telewizje. Jest też autorem, uruchomionego przez Szkołę Filmową w Łodzi, archiwum filmowego online, w którym gromadzone są archiwalne etiudy kręcone od początku istnienia łódzkiej uczelni.

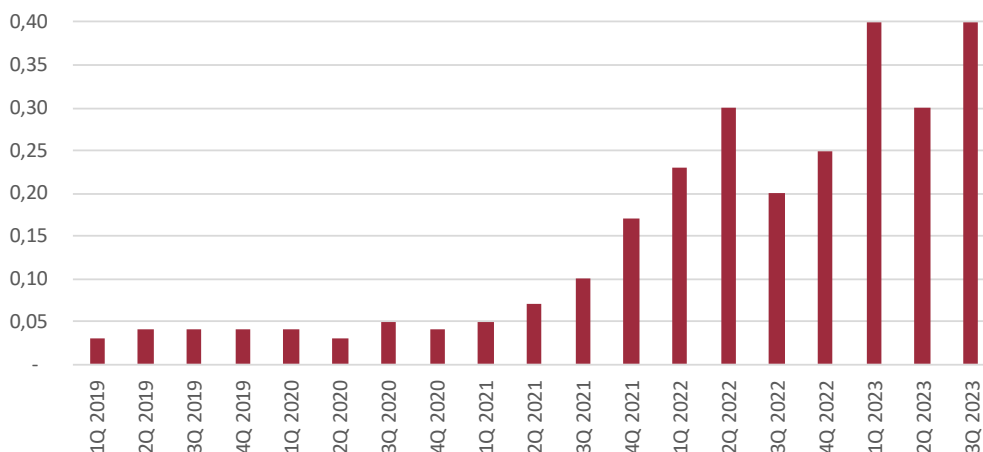
Spółka nie podaje wyników tych działalności, jednak według deklaracji Zarządu jest ona rentowna. Stagnacja w pozostałych obszarach działalności była jednak świadomą strategią spółki, która skupiła się na rozwoju serwisu ifirma.pl, z którego wpływy ze sprzedaży regularnie rosły.

## Polityka dywidendowa

IFIRMA wyróżnia się na polskiej giełdzie kwartalną wypłatą dywidend. Spółka dokonuje od 2 kwartału 2017 r. wypłat co kwartał w formie zaliczek na poczet dywidendy, co finalnie zatwierdzone jest w kolejnym roku przez Zwyczajne Walne Zgromadzenie. We wcześniejszych latach (od 2012 r.) dywidenda była wypłacana 1 raz w roku.

W 2022 r. Walne Zgromadzenie przyjęło zmianę polityki dywidendowej IFIRMY zgodnie z którą 30-100% zysku netto spółki ma być wypłacane w formie dywidendy. W praktyce spółka od początku 2022 r. wypłaca ponad 90% zysku i zakładamy, że tak pozostanie ponieważ spółka nie ma zadłużenia finansowego, a do tego jej potrzeby są zabezpieczone wysokim stanem środków pieniężnych na kontach (na koniec 2Q 2023: 3,2 mln zł) oraz inwestycjami w obligacje skarbowe (na koniec 2Q 2023 r.: 7,0 mln zł w papierach wygasających w okresie do 12 miesięcy oraz 6,9 mln zł w wygasających w okresie powyżej 12 miesięcy).

### Kwartalne zaliczki na dywidendę

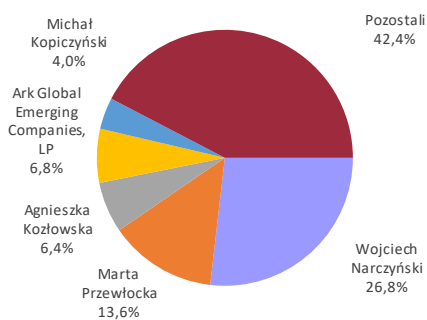


Źródło: IFIRMA, BM Banku Millennium

## Akcjonariat

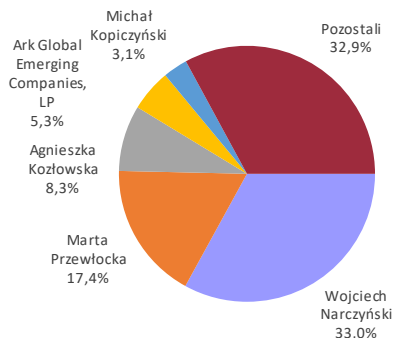
Liczba akcji IFIRMY wynosi 6,400 mln szt. i jest stała od debiutu na GPW w 2008 r. Największym akcjonariuszem od 2009 roku jest Pan Wojciech Narczyński, który nieprzerwanie od wejścia na GPW jest Prezesem Zarządu spółki, a obecnie posiada akcje stanowiące 26,8% w kapitale zakładowym (historycznie jego pakiet znacząco się nie zmieniał po 2010 r.). Istotnymi akcjonariuszkami indywidualnymi są też Pani Marta Przewłocka (od debiutu do 2017 r. Członek Zarządu spółki) posiadająca akcje stanowiące 13,6% udziału w kapitale zakładowym oraz Pani Agnieszka Kozłowska (Członek Zarządu od debiutu na GPW do dziś) posiadająca akcje stanowiące 6,4% udziału w kapitale zakładowym. Wymienione trzy osoby są w posiadaniu zarówno akcji zwykłych, jak i akcji imiennych, uprzywilejowanych (1,850 mln akcji), dzięki czemu ich udział w liczbie głosów na WZ jest wyższy niż wynikający z udziału w kapitale zakładowym i wynosi odpowiednio 33%, 17,4% i 8,3%. Tym samym, 58,7% głosów na WZ jest w rękach osób, które jako Zarząd wprowadzały spółkę na GPW w 2008 r., przy czym 41,3% głosów na WZ jest w rękach osób, które w dalszym ciągu są w Zarządzie (Wojciech Narczyński i Agnieszka Kozłowska). Ostatnie i relatywnie nieduże zmiany w pakietach akcji należących do wymienionych trzech osób zaszły w 2018 r. Akcjonariuszem posiadającym 4,0% w kapitale i 3,1% w udziale głosów na WZ jest również Michał Kopiczyński - członek Rady Nadzorczej od 2018 r.

**Akcjonariat - udział w kapitale zakładowym**



Źródło: IFIRMA, BM Banku Millennium

**Akcjonariat - udział w liczbie głosów na WZ**



Źródło: IFIRMA, BM Banku Millennium

W styczniu 2022 r. o przekroczeniu progu 5% głosów na WZ poinformował fundusz Ark Global Emerging Companies, LP (fundusz zarządzany przez Seven Canyons Advisors, LLC, jako General Partner). 25 stycznia 2022 r. fundusz osiągnął udział dający 6,8% udziału w kapitale oraz 5,3% głosów na WZ i od tego czasu nie zmieniał swojego udziału. Seven Canyons Advisors, LLC jest firmą zajmującą się inwestowaniem z siedzibą Salt Lake City w USA.

## ESG

IFIRMA nie posiada sformalizowanej strategii w zakresie ESG. Jak napisano sprawozdaniu Zarządu z działalności za 2022 r. IFIRMA zajmuje się prowadzeniem księgowości, dlatego jej działalność ma znikomy wpływ na klimat i środowisko. Spółka podejmuje jednak szereg działań w zakresie ochrony klimatu i środowiska poprzez m.in. preferowanie komunikacji elektronicznej, promowanie digitalizacji dokumentów, zmniejszenie zużycia energii przez serwery, zakup rowerów dla pracowników etc. Jak poinformowano spółka nie zidentyfikowała istotnych ryzyk dla jej działalności związanych ze zmianami klimatu. Ze względu na rodzaj prowadzonej działalności i jej nieuciążliwy charakter, spółka nie prowadzi inicjatyw w zakresie relacji ze społecznością lokalną w zakresie ESG. W relacjach z pracownikami oraz klientami i innymi podmiotami, spółka przestrzega wszystkich przepisów prawa, w tym Kodeksu Pracy. Spółka w swoich regulacjach wewnętrznych zakazuje jakiegokolwiek dyskryminacji. Podano również, że spółka prowadzi działalność charytatywną i sponsoringową incydentalnie, w skali, która nie jest istotna z punktu prowadzonej działalności gospodarczej. Takie wydatki w rachunku zysku i strat stanowią znikomy procent.

**Rachunek zysków i strat (mln PLN)**

	2019	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p
<b>przychody netto</b>	<b>21,1</b>	<b>24,2</b>	<b>33,5</b>	<b>43,0</b>	<b>52,9</b>	<b>65,2</b>	<b>75,9</b>	<b>84,6</b>	<b>91,3</b>	<b>96,8</b>	<b>100,7</b>
<b>zysk (strata) brutto ze sprzedaży</b>	<b>6,6</b>	<b>7,2</b>	<b>13,0</b>	<b>17,4</b>	<b>21,2</b>	<b>26,5</b>	<b>30,6</b>	<b>33,8</b>	<b>35,4</b>	<b>36,9</b>	<b>38,1</b>
marża brutto ze sprzedaży	31,1%	29,8%	38,8%	40,4%	40,1%	40,7%	40,3%	40,0%	38,7%	38,1%	37,8%
koszty SG&A	3,9	4,8	6,2	8,3	9,3	11,4	13,1	13,4	14,0	14,2	14,4
saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>6,8</b>	<b>8,9</b>	<b>11,8</b>	<b>15,1</b>	<b>17,5</b>	<b>20,4</b>	<b>21,4</b>	<b>22,6</b>	<b>23,7</b>
marża EBIT	12,4%	9,5%	20,2%	20,7%	22,4%	23,2%	23,1%	24,1%	23,4%	23,4%	23,5%
<b>EBIT skorygowany*</b>	<b>3,5</b>	<b>3,1</b>	<b>7,5</b>	<b>10,0</b>	<b>13,0</b>	<b>16,3</b>	<b>18,9</b>	<b>20,4</b>	<b>21,4</b>	<b>22,6</b>	<b>23,7</b>
marża EBIT skorygowany*	16,6%	13,0%	22,4%	23,1%	24,6%	25,0%	24,9%	24,1%	23,4%	23,4%	23,5%
<b>EBITDA</b>	<b>3,1</b>	<b>2,8</b>	<b>7,5</b>	<b>9,5</b>	<b>12,6</b>	<b>16,0</b>	<b>18,6</b>	<b>21,5</b>	<b>22,6</b>	<b>24,0</b>	<b>25,1</b>
marża EBITDA	14,5%	11,6%	22,3%	22,0%	23,8%	24,5%	24,5%	25,5%	24,8%	24,8%	24,9%
<b>EBITDA skorygowana*</b>	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>	<b>8,2</b>	<b>10,5</b>	<b>13,7</b>	<b>17,2</b>	<b>19,9</b>	<b>21,5</b>	<b>22,6</b>	<b>24,0</b>	<b>25,1</b>
marża EBITDA skorygowana*	18,8%	15,1%	24,5%	24,5%	26,0%	26,4%	26,2%	25,5%	24,8%	24,8%	24,9%
saldo finansowe	0,1	0,1	0,0	0,2	1,0	0,8	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4
<b>zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>	<b>6,7</b>	<b>9,1</b>	<b>12,8</b>	<b>15,9</b>	<b>18,2</b>	<b>20,9</b>	<b>21,8</b>	<b>23,1</b>	<b>24,1</b>
podatek dochodowy	0,6	0,5	1,4	1,7	2,4	3,0	3,5	4,0	4,2	4,4	4,6
<b>zysk netto</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>5,3</b>	<b>7,5</b>	<b>10,4</b>	<b>12,9</b>	<b>14,7</b>	<b>16,9</b>	<b>17,7</b>	<b>18,7</b>	<b>19,5</b>
marża zysku netto	10,1%	7,7%	15,8%	17,3%	19,6%	19,8%	19,4%	20,0%	19,4%	19,3%	19,4%
liczba akcji (mln)	<b>6,4</b>	<b>6,4</b>	<b>6,4</b>	<b>6,4</b>	<b>6,4</b>	<b>6,4</b>	<b>6,4</b>	<b>6,4</b>	<b>6,4</b>	<b>6,4</b>	<b>6,4</b>
EPS	0,3	0,3	0,8	1,2	1,6	2,0	2,3	2,6	2,8	2,9	3,0

Źródło: IFIRMA, prognozy BM Banku Millennium

\* - korekta o koszty rozwoju Firmbee

**Bilans (mln PLN)**

	2019	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>1,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>9,3</b>	<b>10,2</b>	<b>12,4</b>	<b>13,1</b>	<b>14,5</b>	<b>15,7</b>	<b>16,7</b>	<b>17,3</b>
rzeczowe aktywa trwałe	0,7	1,1	1,1	1,3	1,6	1,9	2,1	2,3	2,5	2,7	2,8
dłużne papiery w artosciowie	0,0	0,0	0,0	7,1	7,4	9,0	9,3	10,3	11,2	11,9	12,3
pozostałe	0,6	0,6	0,8	0,9	1,2	1,4	1,7	1,8	2,0	2,1	2,2
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>11,5</b>	<b>12,9</b>	<b>18,1</b>	<b>12,8</b>	<b>14,8</b>	<b>14,9</b>	<b>16,2</b>	<b>17,3</b>	<b>18,3</b>	<b>19,3</b>	<b>20,3</b>
zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
należności z tyt. dostaw i usług	1,8	2,0	2,6	3,7	4,6	5,6	6,5	7,3	7,9	8,3	8,7
aktywa finansowe w pozostałych jedn.	1,3	3,4	0,0	4,0	6,6	5,3	5,3	5,1	4,9	5,2	5,4
środki pieniężne	8,1	7,2	15,2	4,7	3,3	3,6	3,9	4,3	4,9	5,1	5,6
pozostałe	0,3	0,3	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7
<b>aktywa razem</b>	<b>12,8</b>	<b>14,7</b>	<b>19,9</b>	<b>22,1</b>	<b>25,0</b>	<b>27,3</b>	<b>29,3</b>	<b>31,7</b>	<b>34,0</b>	<b>36,0</b>	<b>37,7</b>
kapitał własny	8,8	9,6	12,4	13,7	14,8	14,8	14,8	15,6	16,5	17,4	18,4
zobowiązania i rezerwy	4,0	5,1	7,6	8,4	10,2	12,5	14,6	16,1	17,5	18,5	19,2
zobowiązania długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
zobowiązania krótkoterminowe	2,4	2,8	3,8	4,7	5,7	7,0	8,1	9,0	9,8	10,3	10,7
rezerwy	0,6	0,8	1,0	1,1	1,3	1,6	1,9	2,0	2,2	2,4	2,5
rozl. międzykresowe	1,0	1,4	2,7	2,6	3,2	3,9	4,6	5,1	5,5	5,8	6,0
<b>pasywa razem</b>	<b>12,8</b>	<b>14,7</b>	<b>19,9</b>	<b>22,1</b>	<b>25,0</b>	<b>27,3</b>	<b>29,3</b>	<b>31,7</b>	<b>34,0</b>	<b>36,0</b>	<b>37,7</b>
BVPS	1,4	1,5	1,9	2,1	2,3	2,3	2,3	2,4	2,6	2,7	2,9
Dług / (gotówka) netto*	-8,1	-7,2	-15,2	-15,9	-17,3	-17,9	-18,5	-19,7	-20,9	-22,2	-23,3

Źródło: IFIRMA, prognozy BM Banku Millennium

\* - uwzględniliśmy również inwestycje długo- i krótkoterminowe w obligacje skarbowe



**Cash flow (mln PLN)**

	2019	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p
wynik brutto	2,7	2,4	6,7	9,1	12,8	15,9	18,2	20,9	21,8	23,1	24,1
podatek	0,6	0,5	1,4	1,7	2,4	3,0	3,5	4,0	4,2	4,4	4,6
amortyzacja	0,5	0,5	0,7	0,6	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4
zmiana kapitału obrotowego	-0,3	0,2	0,4	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1
<b>przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>2,6</b>	<b>3,1</b>	<b>7,7</b>	<b>7,4</b>	<b>10,8</b>	<b>13,9</b>	<b>15,9</b>	<b>18,1</b>	<b>19,1</b>	<b>20,0</b>	<b>20,8</b>
nabycie WNIP oraz aktywów rzeczowych	0,3	0,9	0,6	0,8	1,1	1,2	1,2	1,4	1,4	1,5	1,5
nabycie aktywów finansowych	0,0	0,0	0,0	13,0	2,8	0,3	0,3	0,8	0,7	1,0	0,7
<b>przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>2,3</b>	<b>-3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>-11,6</b>	<b>-2,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,7</b>
wypłata dywidendy	1,0	1,0	2,5	6,3	9,3	12,9	14,7	16,1	16,8	17,7	18,5
zmiana zadłużenia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,5</b>	<b>-6,3</b>	<b>-9,3</b>	<b>-12,9</b>	<b>-14,7</b>	<b>-16,1</b>	<b>-16,8</b>	<b>-17,7</b>	<b>-18,5</b>
zmiana gotówki netto	4,0	-0,9	8,0	-10,5	-1,4	0,3	0,3	0,4	0,6	0,2	0,5
DPS	0,15	0,16	0,39	0,98	1,46	2,01	2,30	2,52	2,63	2,77	2,90
CEPS	0,41	0,37	0,94	1,26	1,74	2,15	2,46	2,83	2,96	3,13	3,27
FCFPS	0,34	0,31	1,11	1,01	1,52	1,96	2,28	2,60	2,74	2,89	3,01

Źródło: IFIRMA, prognozy BM Banku Millennium

**Wskaźniki**

	2019	2020	2021	2022	2023p	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p
zmiana sprzedaży	21,8%	14,6%	38,3%	28,6%	22,9%	23,3%	16,4%	11,4%	7,9%	6,0%	4,0%
zmiana EBITDA	58,6%	-8,2%	164,8%	27,0%	32,9%	27,1%	16,0%	16,0%	5,1%	5,8%	4,5%
zmiana EBIT	73,8%	-11,9%	193,4%	31,7%	33,0%	27,5%	16,1%	16,4%	4,9%	5,8%	4,5%
zmiana zysku netto	65,2%	-13,2%	184,1%	41,3%	39,2%	24,0%	14,3%	15,1%	4,4%	5,5%	4,5%
marża EBITDA	14,5%	11,6%	22,3%	22,0%	23,8%	24,5%	24,5%	25,5%	24,8%	24,8%	24,9%
marża EBIT	12,4%	9,5%	20,2%	20,7%	22,4%	23,2%	23,1%	24,1%	23,4%	23,4%	23,5%
marża zysku netto	10,1%	7,7%	15,8%	17,3%	19,6%	19,8%	19,4%	20,0%	19,4%	19,3%	19,4%
sprzedaż/aktyw a (x)	1,66	1,65	1,68	1,95	2,12	2,39	2,59	2,67	2,69	2,69	2,67
stopa podatkowa	20,8%	21,7%	21,5%	18,3%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
ROE	24,4%	19,4%	42,7%	54,4%	70,3%	87,2%	99,7%	108,5%	107,2%	107,1%	105,9%
ROA	16,8%	12,7%	26,5%	33,7%	41,6%	47,2%	50,2%	53,4%	52,1%	51,9%	51,8%
dług (gotów ka) netto (mln PLN)	-8,1	-7,2	-15,2	-15,9	-17,3	-17,9	-18,5	-19,7	-20,9	-22,2	-23,3

Źródło: IFIRMA, prognozy BM Banku Millennium

## Czynniki ryzyka

- ❑ **Niestabilność systemu prawnego** - zmiany przepisów prawnych, w szczególności podatkowych i ubezpieczeń społecznych, wiążą się z dodatkowymi obowiązkami dla pracowników IFIRMY. W ostatnich latach spółka odczuła tego typu problemy w szczególności po wprowadzeniu Polskiego Ładu w 2022 r. oraz przepisów AML w 2018 r. (wdrożenie w Polsce V Dyrektywy AML w postaci Ustawy o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu). Tego typu sytuacje mogą wiązać się z koniecznością zatrudnienia dodatkowych pracowników, zmniejszając efektywność pracy osób już zatrudnionych lub powodować konieczność wypłaty wyższego wynagrodzenia. Dodatkowo, spółka może nieprawidłowo dokonać interpretacji nowych przepisów, co naraziłoby ją na roszczenia ze strony klientów i kary administracyjne. Zmiany prawne mogą też spowodować zamknięcie działalności przez klientów IFIRMY, w szczególności może to dotyczyć przedsiębiorców świadczących usługi dla wyłącznie jednego kontrahenta. Komplikacja systemu prawnego jest też jednak pewną szansą na pozyskanie nowych klientów - przedsiębiorców, którzy prowadzą księgi samodzielnie i ze względu na coraz większe skomplikowanie szukają pomocy biura rachunkowego lub tych, którzy szukają systemów do księgowania na bieżąco aktualizowanych.
- ❑ **Konkurencja** - rynek księgowości internetowej, rozwiązań do fakturowania oraz biura rachunkowego charakteryzuje się bardzo wysoką i ciągle zaostrzającą się konkurencją. Usługi księgowe oferuje już większość banków. Sytuacja może prowadzić do obniżania rentowności serwisu ifirma.pl.
- ❑ **Wprowadzenie krajowego systemu e-Faktur** - klienci serwisu iFirma.pl będą mieli możliwość wystawiania faktur bezpośrednio w KSeF, co może spowodować odpływ klientów z Faktury+. Wiele jednak będzie zależeć od sprawności działania rozwiązań dostarczanych przez Ministerstwo - jeśli będą dobre i przyjazne dla użytkownika, to klienci Faktury+ mogą przenieść się na system KSeF. Jeśli nie będą, to zintegrowana z KseF Faktura+ może zyskać klientów. Dodatkowo, ustrukturyzowanie faktur w formacie xml zmusi tradycyjne biura rachunkowe do większego zdigitalizowania się oraz ułatwi im automatyczne księgowania. Korzystanie z technologii i automatyzacja procesów jest jedną z kluczowych przewag konkurencyjnych biura rachunkowego iFirma, które pozwala zaoferować lepsze ceny od biur tradycyjnych, w związku z czym tę przewagę iFirma może w pewnym stopniu utracić. Wprowadzenie systemu jest dla IFIRMY również szansą na zwiększenie automatyzacji procesów.
- ❑ **Niepowodzenie projektu Firmbee** - jak Zarząd sam przyznaje, prawdopodobieństwo sukcesu Firmbee nie jest wysokie, jednak jeśli projekt przyjąłby się na rynku to generowałby istotne zyski. W naszej ocenie zaistnienie z Firmbee będzie ciężkie, choć nie zupełnie wykluczone. Koszty rozwoju Firmbee są na bieżąco rozliczane w kosztach bieżących działalności, w związku z czym nie ma ryzyka istotnych odpisów przy potencjalnym zarzuceniu projektu.
- ❑ **Oferta pełnej księgowości w biurze rachunkowym** - IFIRMA planuje uruchomienie w biurze rachunkowym usługi prowadzenia pełnej księgowości. Uruchomienie nowej, bardziej skomplikowanej usługi wiąże się z ryzykiem nieprzewidzianych kosztów, niepowodzenia, roszczeń ze strony klientów czy kar administracyjnych.
- ❑ **Problemy z pozyskiwaniem pracowników** - szybki wzrost IFIRMY wiąże się z koniecznością ciągłego pozyskiwania nowych pracowników, w tym w dużej części księgowych do obsługi nowych klientów. Rozwój firmy może być potencjalnie ograniczony przez dostępność tego typu pracowników na rynku.
- ❑ **Ryzyko błędów popełnianych przez księgowych w dokumentacji klientów biura rachunkowego** - IFIRMA oferując klientom biura rachunkowego obsługę księgową i kadrową ponosi ryzyko związane z ewentualnymi błędami księgowymi lub kadrowymi. Spółka ma wykupioną rozszerzoną wersję obowiązkowego ubezpieczenia OC dla podmiotów wykonujących działalność z zakresu usługowego prowadzenia ksiąg rachunkowych i jej pokrewnych, która obejmuje podwyższoną sumę gwarancyjną i rozszerzony zakres ochrony ubezpieczeniowej o działalność kadrową i płacową biura.

- **Sytuacja makroekonomiczna** - osłabienie wzrostu gospodarczego w Polsce oraz na rynkach światowych w sposób negatywny może wpłynąć na rozmiary prowadzonej działalności przez klientów IFIRMY, a tym samym osiągnięte przez spółkę wyniki.
- **Ryzyko wyceny posiadanych obligacji** - IFIRMA posiada istotną pozycję w obligacjach Skarbu Państwa (na koniec 2Q 2023 r.: 7,0 mln zł w papierach wygasających w okresie do 12 miesięcy oraz 6,9 mln zł w wygasających w okresie powyżej 12 miesięcy). Są to zarówno obligacje zmiennokuponowe jak i zerokuponowe oraz o oprocentowaniu stałym. Zmiany stóp procentowych mogą wpłynąć na rentowności obligacji, a tym samym ich wycenę.
- **Ochrona danych osobowych** - działalność serwisu ifirma.pl narażona jest na przestępstwa dokonywane za pośrednictwem Internetu, np. włamanie do systemu i jego zniszczenie lub uszkodzenie. Możliwe jest przy tej okazji ujawnienie danych osobowych, a co za tym idzie naruszenie aktów prawnych dotyczących ochrony danych. IFIRMA ogranicza to ryzyko poprzez hasło i login, które muszą spełniać warunki bezpieczeństwa, szyfrowanie danych oraz tworzenie kopii zapasowych.

**Rekomendacje BM Banku Millennium w ciągu ostatnich 12 miesięcy**

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
Mostostal Zabrze	Kupuj	12 wrz 22	1,80	3,20	Adam Zajler
Ambra	Kupuj	20 wrz 22	20,40	25,60	Marcin Palenik
KGL	Neutralnie	3 paź 22	11,70	12,00	Marcin Palenik
Agora	Kupuj	9 gru 22	4,40	7,50	Adam Zajler
VRG	Kupuj	27 lut 23	3,35	5,11	Seweryn Żołyński
Ambra	Kupuj	16 mar 23	22,00	32,10	Grzegorz Gaw kow ski
Mostostal Zabrze	Kupuj	28 mar 23	2,42	4,20	Adam Zajler
Agora	Kupuj	7 kw i 23	6,90	7,70	Adam Zajler
KGL	Akumuluj	19 maj 23	12,30	14,20	Łukasz Bugaj
LPP	Akumuluj	24 maj 23	13220,00	14700,00	Seweryn Żołyński
Ambra	Kupuj	30 maj 23	25,30	33,60	Grzegorz Gaw kow ski
Mostostal Zabrze	Kupuj	7 cze 23	3,31	5,30	Adam Zajler
Agora	Akumuluj	16 cze 23	8,10	9,30	Adam Zajler
KGL	Akumuluj	20 cze 23	14,50	16,50	Łukasz Bugaj
VRG	Kupuj	5 lip 23	3,60	5,41	Seweryn Żołyński
IMS	Kupuj	8 wrz 23	2,80	3,80	Łukasz Bugaj

*Źródło: BM Banku Millennium, rekomendacje wydawane przez BM Banku Millennium obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Spółki Ambra, Mostostal Zabrze, IFIRMA i IMS uczestniczą w programie GPW w wsparcia analitycznego, a Agora i Korporacja KGL uczestniczyły w programie do 30 czerwca 2023 r. i z tego tytułu BM Banku Millennium otrzymuje lub otrzymywało wynagrodzenie od GPW.*

**Struktura rekomendacji BM Banku Millennium za ostatnie 12 miesięcy**

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	11	69%
Akumuluj	4	25%
Neutralnie	1	6%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

**Struktura rekomendacji dla spółek, dla których BM Banku Millennium świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej\***

**Nie wydano rekomendacji dla spółek, dla których BM Banku Millennium świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej\***

*\*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których BM Banku Millennium pełni funkcję animatora*

**Biuro Analiz****Marcin Materna, CFA**

Doradca inwestycyjny  
+48 22 598 26 82  
marcin.materna@bankmillennium.pl

**Adam Zajler**

+48 22 598 26 88  
adam.zajler@bankmillennium.pl

**Łukasz Bugaj, CFA**

Doradca inwestycyjny  
+48 22 598 26 59  
lukasz.bugaj@bankmillennium.pl

**Grzegorz Gawkowski**

+48 22 598 26 05  
grzegorz.gawkowski@bankmillennium.pl

**Seweryn Żołyński, CFA**

Doradca inwestycyjny  
+48 22 598 26 71  
seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl

**Dyrektor**  
banki, ubezpieczenia

**Analityk**  
przemysł, technologie, media

**Analityk**  
fundusze inwestycyjne

**Analityk**  
fundusze inwestycyjne

**Analityk**  
handel

**Departament Sprzedaży****Radosław Zawadzki**

+48 22 598 26 34  
radoslaw.zawadzki@bankmillennium.pl

**Arkadiusz Szumilak**

+48 22 598 26 75  
arkadiusz.szumilak@bankmillennium.pl

**Jarosław Oldakowski**

+48 22 598 26 11  
jaroslaw.oldakowski@bankmillennium.pl

**Leszek Iwaniec**

+48 22 598 26 90  
leszek.iwaniec@bankmillennium.pl

**Marek Pszczółkowski**

+48 22 598 26 60  
marek.pszczolkowski@bankmillennium.pl

**Dyrektor****Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A.**

ul. Żaryna 2A, Millennium Park Ip  
02-593 Warszawa Polska

**Ważne informacje**

Informacje zawarte w niniejszym raporcie stanowią rekomendację inwestycyjną w rozumieniu Rozporządzenia delegowanego komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyniku doradztwa inwestycyjnego.

Niniejszy raport został przygotowany z dochoowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raportu były wszelkie informacje na temat spółek, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jego sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. bez uzgodnień ze spółkami będącymi przedmiotem raportu ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółek wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianami regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe.

Treść raportu nie była udostępniona spółkom będącym przedmiotem raportu przed jego opublikowaniem. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszego raportu sporządziły analizę, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające raport nie jest bezpośrednio zależne od wyników finansowych uzyskiwanych przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach transakcji lub usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitentów, których dotyczy niniejszy raport.

Niniejszy raport stanowi badanie inwestycyjne rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy i nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Nadzór nad Biurem Maklerskim Banku Millennium S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

**Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie**

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

WNB - wynik na działalności bankowej

P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję

P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EPS - zysk netto na 1 akcję

CEPS - zysk netto i amortyzacja na akcję

BVPS - wartość księgowa na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

NPL - kredyty zagrożone

**Skala rekomendacji stosowana w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.**

KUPIUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu

AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu

NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)

REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%

SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%

Rekomendacje wydawane przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

**Stosowane metody wyceny**

Rekomendacje sporządzone są w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia

dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Metoda ROE-P/BV (model uzależniająca właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

**Powiązania Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A. ze spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu**

Jest możliwe, że Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. lub Bank Millennium S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej lub usług bankowych świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz spółek i innych podmiotów wymienionych w niniejszym raporcie. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem raportu oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konfliktach interesów powstałym w związku ze sporządzeniem raportu (o ile występują) znajdują się poniżej.

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Selena FM, Eurotel, Lokum Deweloper, Zamet Industry, GR media i Carlson od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Selena FM, KGHM, PZU, Eurotel, Lokum Deweloper, Zamet Industry, GR media i Carlson.

Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie pełniło funkcji oferującego w trakcie oferty publicznej dla spółek będących przedmiotem niniejszego raportu i nie otrzymało wynagrodzenia z tego tytułu. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego tworzył bądź tworzyły materiały analityczne dla spółek: Agora, Ambra, Korporacja KGL, Mostostal Zabrze, IFIRMA i IMS i z tego tytułu pobiera bądź pobierało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ciągu najbliższych 12 miesięcy otrzyma wynagrodzenie z tytułu sporządzenia niniejszej rekomendacji od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., której przysługują autorskie prawa majątkowe do tego raportu.

Spółki będące przedmiotem raportu mogą być klientami Grupy Kapitałowej Millennium Banku S.A. oraz Banku Millennium S.A. Pomiędzy Bankiem Millennium S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu delegowanym komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

**Rozwiązania organizacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów:**

Zasady zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A. zostały zawarte w Polityce zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa między innymi Regulamin organizacyjny Biura Maklerskiego, który przewiduje: (a) nadzór nad osobami, których główne funkcje obejmują prowadzenie działań w imieniu lub świadczenie usług dla Klientów, których interesy mogą być sprzeczne lub który w inny sposób reprezentują różne sprzeczne interesy, w tym interesy Biura Maklerskiego; (b) środki zapobiegające lub ograniczające wywieranie przez osobę trzecią niewłaściwego wpływu na sposób, w jaki upoważniona osoba wykonuje czynności w ramach usług świadczonych przez Biuro Maklerskie (c) organizacyjne oddzielenie od siebie osób (zespołów) zajmujących się wykonywaniem czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów, (d) zapewnienie każdej jednostce organizacyjnej Biura Maklerskiego i jej pracownikom niezależności w zakresie, w jakim dotyczy to interesów Klientów, na rzecz których taka jednostka wykonuje określone czynności.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania określa również Regulamin wynagradzania, który zapewnia, że nie istnieją żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników różnych jednostek organizacyjnych lub wysokością przychodów osiąganych przez różne jednostki organizacyjne, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

Ograniczenia dotyczące przepływu informacji w celu zapobiegania konfliktom interesów, w tym informacji poufnych i stanowiących tajemnicę zawodową, określa Regulamin ochrony przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A.

Prace związane ze sporządzeniem raportu zostały ukończone 8 września 2023r. o godzinie 13:00 a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest data raportu 8 września 2023r. godzina 13:15.

Raport został sporządzony przez Biuro Maklerskie Millennium Banku S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.