

# IFIRMA

**neutralnie**

usługi dla biznesu / IT

poprzednia rekomendacja: neutralnie

Cena rynkowa\*: 22,3

Cena docelowa: 21,4

## Pod naciskiem konkurencji

4Q'23 był dla IFIRMY kolejnym słabszym kwartałem. Przychody spółki wzrosły o 12,7% r/r tj. poniżej dynamiki z 1 półrocza (+24,9% r/r) oraz 3Q'23 (+14,9% r/r), a zysk netto spadł o 36,8% r/r. Sytuacja jest częściowo efektem znanych wcześniej problemów segmentu rekrutacji, ale też prawdopodobnie zaostrzonej walki konkurencyjnej w segmencie internetowych biur rachunkowych i rozwiązań do samodzielnej księgowości, skutkującej istotnym wzrostem kosztów sprzedaży, które nie przynoszą efektu w postaci wyższych przychodów. IFIRMA w 2023 r. wprowadziła odpłatność za rozwijany od kilku lat projekt Firmbee, ale jak przyznano w najnowszym raporcie zainteresowanie nową usługą było znikome.

W związku z powyższym skorygowaliśmy nasze prognozy dla IFIRMY. W wycenie przestaliśmy również ujmować projekt Firmbee, który dotychczas uwzględnialiśmy w wysokości kosztów poniesionych (3,6 mln PLN). Ostatecznie zmieniamy cenę docelową dla akcji IFIRMY do 21,4 PLN za akcję (poprzednio 30,9 PLN) i utrzymujemy rekomendację „neutralnie”.

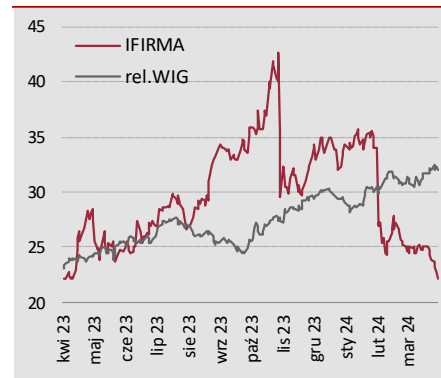
Główny konkurent IFIRMY na rynku internetowych biur rachunkowych i rozwiązań do samodzielnego prowadzenia księgowości - firma InFakt, należąca do norweskiej grupy Visma ujawniła sprawozdanie za 2023 r. w KRS. Firma, której przychody jeszcze w 2020 r. były niemal takie same jak IFIRMY w minionym roku urosła aż o 59%, a jej przychody były już niemal 2-krotnie wyższe niż IFIRMY i wyniosły niecałe 100 mln PLN. Spółka na koniec roku posiadała 33,3 mln PLN wolnych środków pieniężnych, kolejny rok z rzędu nie wypłaci dywidendy akcjonariuszom i planuje dalsze zwiększanie skali działalności. InFakt prawdopodobnie nadal będzie prowadził zatem agresywny marketing zagarniając tym samym coraz większą część rynku internetowych biur rachunkowych. W związku z tym zakładamy, że bieżący rok może być dla IFIRMY kolejnym rokiem ciężkiej walki o pozyskiwanie nowych klientów.

IFIRMA nie ogłosiła jeszcze czy w bieżącym roku podwyższy cennik usług. W świetle rosnących kosztów zakładamy jednak, że do podwyżki dojdzie. W poprzednich 2 latach spółka podnosiła cennik kilka punktów powyżej inflacji i zakładamy, że podobnie będzie w bieżącym roku. W ostatnich 2 latach decyzja była ogłaszana pod koniec czerwca.

IFIRMA potwierdziła rozpoczęcie prac nad ofertą pełnej księgowości i planuje przyjąć pierwszych klientów jeszcze w bieżącym roku. Jak podkreśla spółka, nie należy jednak spodziewać się pozytywnych efektów ekonomicznych tych działań w krótkim czasie.

W zakresie zakładanych i wznawianych oraz zamykanych i zawieszanych działalności w CEiDG w 1Q'24 nie widać było poprawy - rynek ciągle się kurczy, a statystyki były w tym kwartale bardzo zbliżone do statystyk z 1Q'23. Impulsem, który może skłonić do zakładania nowych działalności mogłoby być zapowiadane od przyszłego roku obniżenie składki zdrowotnej.

Wprowadzenie Krajowego Systemu e-Faktur zostało przesunięte. Start systemu miał nastąpić 1 lipca 2024 r. Nowa data wprowadzenia nie jest jeszcze znana, jednak prawdopodobnie stanie się to w 2025 r.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	44,2 / 21
Liczba akcji (mln)	6,400
Kapitalizacja (mln PLN)	142,1
EV (mln PLN)	157,9
Free float (mln PLN)	60,2
Średni obrót (mln PLN)	0,12
Główny akcjonariusz	Wojciech Narczyński
% akcji, % głosów	26,8%, 33,0%
	<b>1 m</b> <b>3 m</b> <b>12 m</b>
Zmiana ceny	-11,2% -35,5% -2,6%
Zmiana WIG	3,9% 9,8% 40,2%

Seweryn Żołyński, 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 (%)
2023	51,3	9,0	9,6	10,0	8,0	1,25	1,35	2,01	17,7	11,1	6,3%	16,4	62,3%
2024p	59,4	8,9	9,4	9,6	7,8	1,22	1,30	2,01	18,2	11,1	5,5%	16,8	60,7%
2025p	66,9	10,4	10,9	11,1	9,0	1,41	1,48	2,01	15,8	11,1	6,3%	14,5	70,2%
2026p	74,0	11,3	11,8	11,9	9,6	1,50	1,58	2,16	14,8	10,3	6,1%	13,4	69,5%

p - prognozy BM Banku Millennium r/mn PLN

Raport został sporządzony przez Biuro Maklerskie Banku Millennium 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.

\* - cena rynkowa z dnia 11.04.2024 r., godz. 17:00

## Spis treści

Podsumowanie wyceny.....	3
Wycena porównawcza .....	3
Wycena DCF .....	4
Ostatnie wydarzenia.....	5
Wyniki finansowe i ich prognozy .....	10
Czynniki ryzyka .....	12
Rekomendacje BM Millennium wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy .....	14

## Wycena

Wycenę IFIRMY przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodą porównawczą.

Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 137,5 mln PLN, czyli 21,5 PLN na akcję. Z kolei przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 136,2 mln PLN (21,3 PLN na akcję). Zastosowaliśmy wagi odpowiednio 50% i 50%.

Ostatecznie Uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 136,8 mln PLN, czyli 21,4 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną utrzymujemy rekomendację dla IFIRMY na poziomie „neutralnie”.

### Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Waga	Wycena (mIn PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	50%	137,5	21,5
Wycena porównawcza	50%	136,2	21,3
<b>Wycena IFIRMA</b>		<b>136,8</b>	<b>21,4</b>

Źródło: BM Banku Millennium

## Wycena porównawcza

W skład grupy porównawczej włączyliśmy jedną polską oraz osiem zagranicznych spółek, które tworzą oprogramowanie do prowadzenia księgowości lub oferują usługi prowadzenia ksiąg rachunkowych. W wycenie posłużyliśmy się wskaźnikami P/E oraz EV/EBITDA.

Spółka	Ticker	Kraj	P/E			EV/EBITDA		
			2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
XERO	XRO	Nowa Zelandia	127,9	81,3	57,4	42,9	33,5	26,5
BLACKLINE	BL	USA	31,3	29,9	27,5	26,4	22,9	19,6
FORTNOX	FNOX	Szwecja	55,5	42,9	34,2	35,8	28,1	22,6
COMARCH	CMR	Polska	21,0	14,3	12,5	7,4	6,5	6,1
ECIT	ECIT	Norwegia	15,9	12,1	10,0	7,9	6,7	5,9
WNS HOLDINGS	WNS	Indie	11,7	11,0	9,8	7,6	6,7	6,0
CBIZ	CBZ	USA	27,3	24,1	24,1	17,7	16,4	16,4
ADMINISTER	ADMIN	Finlandia	62,5	33,3	5,8	7,8	5,6	5,2
AALLON GROUP	AALLON	Finlandia	12,6	12,1	11,1	6,5	6,3	6,0
Mediana			27,3	24,1	12,5	7,9	6,7	6,1
IFIRMA zysk netto (mln PLN)			7,8	9,0	9,6			
IFIRMA EBITDA (mln PLN)						9,4	10,9	11,8
Dług/(gotówka) netto (mln PLN)						-	15,8	-
Wycena IFIRMA na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			212,9	217,0	120,2	90,1	88,7	87,9
Wycena			136,2					
Liczba akcji (mln)			6,4					
<b>Wycena na 1 akcję</b>			<b>21,3</b>					

Źródło: Bloomberg

Wartości wskaźników ustalone na dzień i godzinę: 2024-04-12 8:30

## Wycena DCF

(mln PLN)	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	>2030p
Przychody	59,4	66,9	74,0	80,5	85,6	89,1	
EBIT	8,9	10,4	11,3	12,2	13,3	13,9	
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
EBIT x (1-T)	7,2	8,5	9,2	9,9	10,7	11,3	
Amortyzacja	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	
Zmiana w kapitale pracujących	0,6	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2	
CAPEX	0,3	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	
FCFF	8,0	8,8	9,5	10,2	10,9	11,4	
zmiana FCF		9,3%	8,5%	7,3%	7,3%	4,5%	2,5%
Stopa wolna od ryzyka	5,2%	5,2%	5,3%	5,4%	5,5%	5,5%	5,7%
Premia rynkowa	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
Koszt kapitału własnego	10,2%	10,2%	10,3%	10,4%	10,5%	10,5%	10,7%
WACC	10,2%	10,2%	10,3%	10,4%	10,5%	10,5%	10,7%
PV (FCF)	7,5	7,4	7,3	7,1	6,8	6,5	80,7
Wartość DCF (mln PLN)	123,2						
+ (Dług) Gotówka netto *	15,8						
- wypłacone dywidendy	1,4						
Wy cena	137,5						
Liczba akcji (mln)	6,4						
<b>Wycena 1 akcji</b>	<b>21,5</b>						

Źródło: BM Banku Millennium

\* - na koniec 2023 r.

### Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ❑ wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie naszych prognoz wyników na lata 2024 – 2029
- ❑ do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych
- ❑ długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,7%
- ❑ 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%

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>	4,7%	21,4	22,2	23,2	24,4	25,7
	5,2%	20,6	21,4	22,3	23,3	24,5
	5,7%	20,0	20,7	21,5	22,4	23,4
	6,2%	19,4	20,1	20,8	21,6	22,4
	6,7%	18,9	19,5	20,1	20,8	21,6
	0,8	21,4	22,2	23,2	24,4	25,7
<b>Beta nielewarowana</b>	1,0	20,0	20,7	21,5	22,4	23,4
	1,2	18,9	19,5	20,1	20,8	21,6

Źródło: BM Banku Millennium

## Ostatnie wydarzenia

### Wyniki IFIRMA

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	zmiana r/r	2023	prognoza MBM**
<b>Przychody netto ze sprzedaży</b>	<b>6,8</b>	<b>7,9</b>	<b>9,0</b>	<b>9,7</b>	<b>10,0</b>	<b>10,6</b>	<b>10,7</b>	<b>11,7</b>	<b>11,8</b>	<b>13,9</b>	<b>12,3</b>	<b>13,2</b>	12,7%	<b>51,3</b>	<b>51,3</b>
Serwis iFirma (KI, BR, F+)	6,4	7,4	8,4	8,7	9,2	9,7	9,9	10,5	11,1	13,2	11,9	12,5	18,2%	48,7	48,7
Outsourcing i rekrutacja specjalistów IT	0,3	0,4	0,5	0,8	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,3	0,4	-51,0%	1,9	1,9
Usługi IT/Dedykowane rozwiązania IT	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1	0,4	-15,2%	0,7	0,6
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>	<b>4,3</b>	<b>3,8</b>	<b>4,2</b>	<b>5,1</b>	<b>4,8</b>	<b>5,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,8</b>	-6,6%	<b>19,3</b>	<b>19,5</b>
Marża brutto ze sprzedaży	32,5%	34,3%	42,9%	42,9%	42,8%	35,9%	39,0%	43,7%	40,5%	38,8%	34,8%	36,2%	-7,5 p.p.	37,5%	38,0%
Koszty sprzedaży	0,5	0,7	0,8	0,8	1,0	1,1	1,2	1,1	1,2	1,2	1,5	1,8	60,7%	5,7	5,4
Koszty sprzedaży jako % przychodów	7,1%	8,6%	9,1%	8,4%	10,1%	9,9%	10,8%	9,6%	10,1%	8,4%	12,2%	13,6%	+4,1 p.p.	11,1%	10,6%
Koszty ogólnego zarządu	0,8	0,9	0,9	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,2	18,3%	4,5	4,5
Koszty sprzedaży jako % przychodów	12,4%	10,8%	9,5%	8,2%	9,6%	9,2%	9,4%	8,5%	9,1%	7,9%	9,1%	8,9%	+0,4 p.p.	8,7%	8,8%
Saldo pozostałych przychodów i kosztów	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-0,1	-0,1
<b>EBIT</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>	<b>3,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	-39,8%	<b>9,0</b>	<b>9,5</b>
Marża EBIT	12,9%	14,2%	24,2%	26,5%	23,0%	15,5%	18,6%	25,3%	21,3%	22,1%	13,2%	13,5%	-11,8 p.p.	17,6%	18,5%
<b>EBITDA</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>	<b>3,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	-38,2%	<b>9,6</b>	<b>10,1</b>
Marża EBITDA	15,5%	16,5%	26,2%	28,1%	24,2%	16,8%	20,1%	26,7%	22,7%	23,2%	14,4%	14,6%	-12,1 p.p.	18,8%	19,7%
<b>EBITDA skorygowana*</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	-36,6%	<b>10,6</b>	<b>11,1</b>
Marża EBITDA skorygowana*	18,1%	18,5%	28,2%	30,3%	26,7%	19,3%	22,3%	29,4%	25,2%	25,0%	16,2%	16,5%	-12,9 p.p.	20,7%	21,7%
Saldo przychodów i kosztów finansowych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	0,3	0,2	52,8%	1,0	1,1
<b>Zysk brutto</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>3,1</b>	<b>2,6</b>	<b>3,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	-36,3%	<b>10,0</b>	<b>10,5</b>
Podatek dochodowy	0,2	0,2	0,4	0,6	0,3	0,3	0,4	0,6	0,5	0,7	0,4	0,4	-34,2%	2,0	2,1
<b>Zysk netto</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	-36,8%	<b>8,0</b>	<b>8,5</b>
Marża zysku netto	10,3%	11,5%	19,4%	19,8%	20,0%	12,7%	15,4%	21,1%	17,9%	20,2%	12,3%	11,8%	-9,3 p.p.	15,6%	16,5%

Źródło: IFIRMA, BM Banku Millennium

\* - korekta o koszty rozwoju Firmbee

\*\* - prognoza z listopada 2023

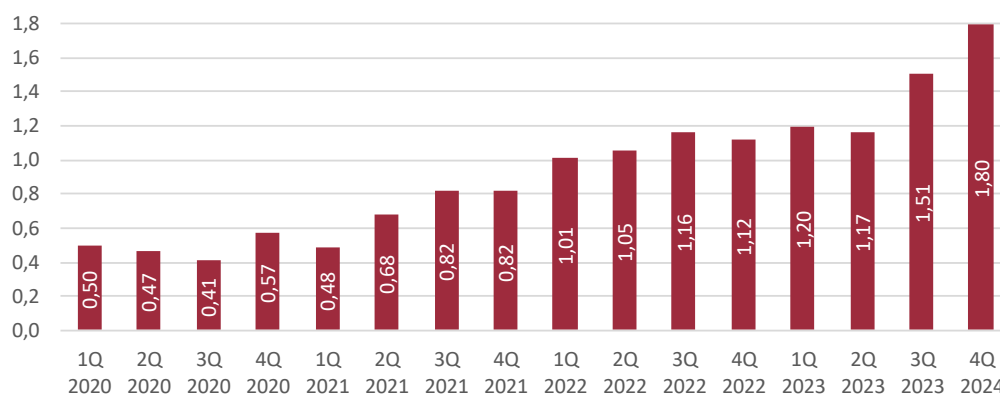
Wyniki IFIRMY w 4Q 2023 r. były gorsze od naszych założeń z listopada 2023 r. Na poziomie przychodów nasze oczekiwania sprawdziły się, jednak niższa była marża brutto ze sprzedaży (koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów wyższe o 0,2 mln PLN od założeń) oraz wyższe były koszty sprzedaży (1,8 mln PLN przy założonych 1,5 mln PLN). Pozostałe pozycje przychodowe i kosztowe były bliskie naszych oczekiwań i ostateczny wynik netto był niższy od zakładanego przez nas o 0,5 mln PLN.

### Rosnące koszty sprzedaży

Jak Zarząd przyznał w liście do akcjonariuszy, w roku ubiegłym wzrosły zarówno przychody całkowite jak i liczba obsługiwanych klientów, jednakże bardziej znaczącym niż w latach ubiegłych czynnikiem tego wzrostu były podwyżki cen. Jak opisano w raporcie po 3Q'23 spółka pozyskiwała mniejszą ilość klientów przy większej liczbie rezygnacji. Konkretnie liczby klientów nowych oraz odchodzących nie są jednak przez spółkę podawane.

W 2 półroczu 2023 r. w IFIRMIE nastąpił wyraźny wzrost kosztów sprzedaży z poziomu ok. 1,2 mln PLN kwartalnie w 1 połowie 2023 r. do 1,5 mln PLN w 3Q'23 i 1,8 mln PLN w 4Q'23. Niestety efektów podwyższonych kosztów sprzedaży nie było widać w przyspieszeniu dynamiki

### Koszty sprzedaży (mln PLN)



Źródło: IFIRMA, BM Banku Millennium

przychodów. Niższa efektywność wydawanych środków na reklamę jest prawdopodobnie efektem wysokiej konkurencji w sektorze, w tym przede wszystkim agresywnej ekspansji marketingowej głównego konkurenta tj. firmy InFakt (więcej o niej piszemy na kolejnych stronach).

Jak IFIRMA opisała w raporcie, wzrost wydatków na reklamę w 2023 r. nie wynika tylko z samej decyzji zwiększenia budżetu reklamowego. Jest też wynikiem zwiększonej konkurencji na rynku reklamodawców oraz działań pośredniej i bezpośredniej konkurencji ponieważ część reklam jest kupowana w Google Adds w modelu aukcyjnym, co ma bezpośredni wpływ na cenę reklamy.

## Plan wprowadzenia usługi pełnej księgowości

IFIRMA rozpoczęła pracę nad ofertą pełnej księgowości i planuje przyjąć pierwszych klientów jeszcze w bieżącym roku. Jak podkreśla spółka, nie należy jednak spodziewać się pozytywnych efektów ekonomicznych tych działań w krótkim czasie.

Pozytywnie odbieramy potwierdzenie rozpoczęcia prac nad nową usługą. W naszej ocenie, ze względu na znacznie mniejszy rynek i większe skomplikowanie prowadzenia pełnej księgowości skutkujące preferencją klientów wyboru biur rachunkowych tradycyjnych (stacjonarnych), podstawą działalności IFIRMY nadal pozostanie jednak obsługa przedsiębiorców prowadzących KPiR i ewidencję ryczałtu, a pełna księgowość będzie jedynie uzupełnieniem głównej działalności.

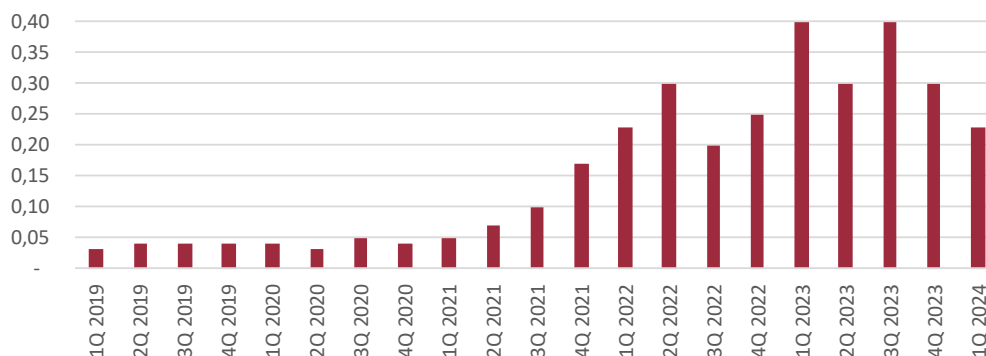
## Spada prawdopodobieństwo sukcesu Firmbee

IFIRMA w 2023 r. wprowadziła odpłatność za dostęp do Firmbee, ale jak przyznaje spółka zainteresowanie nową usługą było znikome i efekty sprzedaży za rok 2023 nie są obiecujące. Dotychczas w wycenie wycenialiśmy Firmbee w wysokości kosztów poniesionych (3,6 mln PLN na koniec 2022 i 4,6 mln PLN na koniec 2023 r.). W świetle nowych informacji zdecydowaliśmy o nieujmowaniu Firmbee dłużej w wycenie. W modelu zakładamy, że spółka porzuci prace nad projektem w bieżącym roku i od 2025 r. nie będzie już ujmować kosztów związanych z jego rozwojem. W 2023 r. koszty te wyniosły 1 mln PLN.

## Zaliczka na poczet dywidendy za 4Q'23 r.

19.03.2024 r. spółka wypłaciła zaliczkę na poczet dywidendy za 4Q'23 w wysokości 0,23 PLN na akcję. Całkowita kwota zaliczki wyniosła 1,472 mln PLN. Zaliczka była niższa od zaliczki za 4Q'22 wypłaconej 22.03.2022 r. o 0,17 PLN na akcję.

## Kwartalne zaliczki na dywidendę

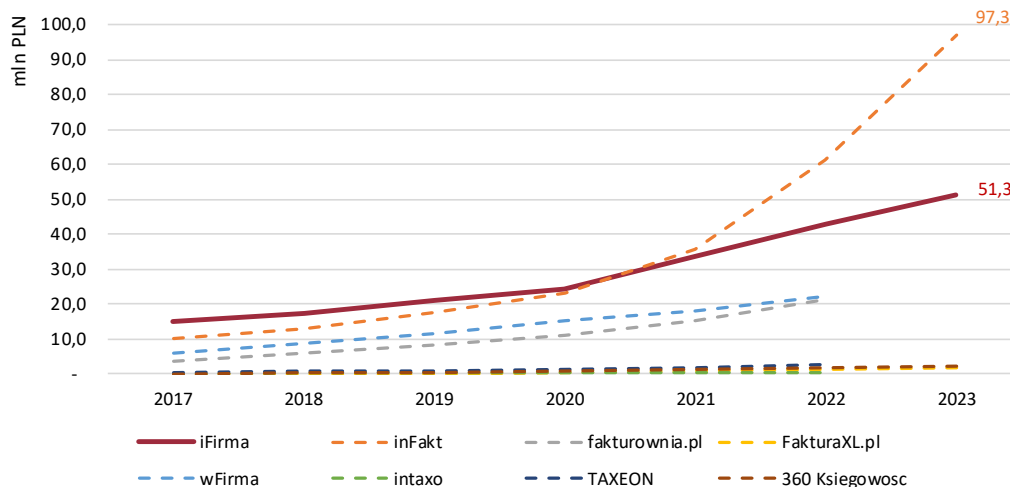


Źródło: IFIRMA, BM Banku Millennium

## Główny konkurent pochwalił się dobrymi wynikami za 2023 r.

W eKRS dostępne jest już sprawozdanie największego konkurenta IFIRMY tj. InFaktu. Jeszcze w 2020 r. przychody firm były niemal równe. Od tego czasu jednak, główny konkurent rozwija się w tempie średnio 61% rocznie i w 2023 r. generował już prawie 2-krotnie wyższe przychody niż IFIRMA, co możliwe jest dzięki intensywnym działaniom marketingowym. W samym 2023 r. przychody InFaktu wzrosły do 97,3 mln PLN (+58,7% r/r). Jak opisał Zarząd InFaktu w sprawozdaniu za rok 2023, wzrost przychodów i zysków tej spółki wynikał głównie ze sprzedaży usług biura rachunkowego dzięki m.in. zwiększeniu liczby klientów oraz podnoszeniu cen za usługi. Większościowy pakiet InFakt należy od 2020 r. do norweskiej Grupy Visma.

## IFIRMA - przychody na tle spółek konkurencyjnych



Źródło: eKRS, BM Banku Millennium

Na dzień sporządzenia analizy sprawozdania za 2023 r. podały jedynie InFakt, FakturaXL.pl oraz 360 Księgowość

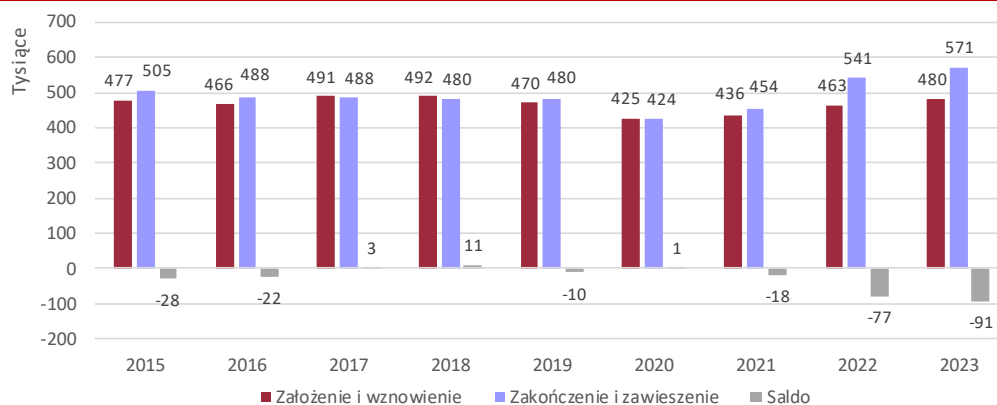
Konkurencja ze strony InFaktu i bardzo agresywny marketing może być głównym powodem spowolnienia tempa wzrostu pozyskiwania nowych klientów przez IFIRMĘ oraz wzrostu kosztów sprzedaży.

InFakt pomimo bardzo dużych nakładów na marketing wygenerował w 2023 r. 9,8 mln PLN zysku netto (+215% r/r). Dokumenty spółki w eKRS dostępne są od roku 2017 i w tym okresie spółka nie dokonywała wypłat dywidend. Na koniec 2023 r. spółka posiadała 33,3 mln PLN środków pieniężnych w kasie i na rachunkach (+103% r/r), jednak również cały zysk za rok poprzedni pozostanie w spółce. InFakt jest zatem silny kapitałowo i w naszej ocenie jest wysoce prawdopodobne, że będzie nadal prowadzić bardzo intensywne działania marketingowe. Jak opisano w sprawozdaniu, w kolejnych latach Zarząd planuje dalszy wzrost przychodów i marży, co zamierza osiągnąć rozwijając biuro rachunkowe. Jak podano, w 2024 r. InFakt planuje podejmować dalsze działania zmierzające do zwiększenia skali działalności.

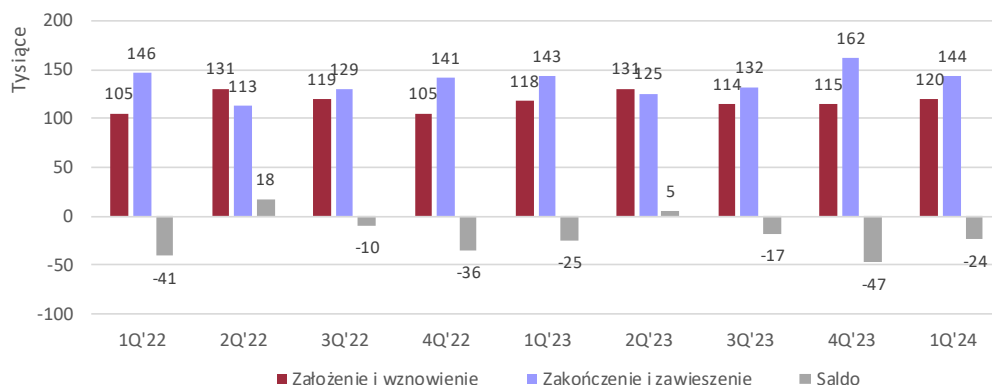
## Statystyki CEiDG dotyczące zrealizowanych wniosków o założenie i wznowienie oraz zakończenie i zawieszenie działalności

Liczba aktywnych działalności w ubiegłym roku kurczyła się. Według danych CEiDG liczba zrealizowanych wniosków o założenie i wznowienie działalności w ubiegłym roku wyniosła 480 tys. przy liczbie zrealizowanych wniosków o zawieszenie i zamknięcie na poziomie 571 tys. Saldo w całym roku było więc ujemne na poziomie -91 tys. (w porównaniu do salda na poziomie -77 tys. w 2022 r.). Najgorszy pod tym względem był 4 kwartał dla którego saldo wyniosło -47 tys. (115 tys. wniosków o założenie i wznowienie przy 162 tys. wniosków o zawieszenie i zamknięcie).

### Statystyki CEiDG - zrealizowane wnioski dot. działalności (dane roczne w tys.)



Źródło: CEiDG, BM Banku Millennium

**Statystyki CEIDG - zrealizowane wnioski dot. działalności (dane kwartalne w tys.)**


Źródło: CEIDG, BM Banku Millennium

Oczekujemy, że w bieżącym roku wraz z powrotem dobrej koniunktury gospodarczej i spadkiem inflacji, warunki prowadzenia działalności dla przedsiębiorców ulegną poprawie, w związku z czym również statystyki otwieranych i zamykanych działalności powinny być lepsze niż w roku ubiegłym. Impulsem, który w szczególności może skłonić do zakładania działalności czy przechodzenia z etatu na samozatrudnienie mogłoby być zapowiadane obniżenie składki zdrowotnej od 2025 r.

Póki co jednak w 1Q'24 nie widać było poprawy. Statystyki zakładanych i likwidowanych działalności były w tym kwartale bardzo zbliżone do statystyk z 1Q'23.

### Obligacje skarbowe w posiadaniu IFIRMY

Sytuacja finansowa IFIRMY pozostaje bardzo dobra. Spółka nie posiada zadłużenia, a zgromadzone przez lata nadwyżki finansowe, IFIRMA przetrzymywała na koniec 2023 r. w postaci środków pieniężnych (3,0 mln PLN) oraz obligacji Skarbu Państwa (12,7 mln PLN). Dzięki przychodom z tytułu odsetek od obligacji w wysokości 1,0 mln PLN, IFIRMA odnotowała w 2023 r. lepszy zysk netto r/r (+0,5 mln PLN r/r) pomimo, że na poziomie zysku z działalności operacyjnej zysk był niemal na tym samym poziomie (+0,1 mln PLN).

Pozycja w obligacjach na koniec 2023 r. składała się z obligacji skarbowych długoterminowych (8,5 mln PLN), krótkoterminowych o wykupie w 2024 r. (3,2 mln PLN), jak i obligacji PEKAO LEASING (1,0 mln PLN). W tym papiery o wartości ponad 7,3 mln PLN były obligacjami skarbowymi o oprocentowaniu zmiennym w wysokości WIBORU 6-miesięcznego. Ze względu na zakładany spadek stóp procentowych w kolejnych latach, oczekujemy spadku zysku z tytułu odsetek od obligacji. W pozycji obligacji długoterminowych (razem 8,5 mln PLN), 6,3 mln PLN to obligacje o oprocentowaniu zmiennym w wysokości WIBORU 6-miesięcznego.

### Przesunięcie wprowadzenia KSeF

Wprowadzenie Krajowego Systemu e-Faktur (KSeF), zostało przesunięte przez nowego Ministra Finansów. Wprowadzenie systemu miało stać się faktem 1 lipca 2024 r., a dla sektora MŚP nierozliczającego się z VAT 1 stycznia 2025 r. Póki co nie znamy daty wejścia systemu w życie, jednak, jak komunikuje Ministerstwo, nie wydarzy się to w 2024 r. Ministerstwo w drugiej połowie lutego przeprowadziło cykl konsultacji, w których wzięło udział około 10 tys. osób. W ich trakcie urzędnicy sugerowali, że system mógłby wystartować 1 stycznia lub 1 lipca 2025 r. Jak zapowiedział Minister Finansów nowa data wprowadzenia systemu powinna zostać podana na przełomie kwietnia i maja, po przeprowadzeniu audytu informatycznego. Obecnie trwają konsultacje projektu zmian ustawy, które mają zakończyć się 19 kwietnia.



## Proponowane zmiany w składce zdrowotnej

Ministerstwo Finansów zaproponowało od 2025 roku obniżenie i uproszczenie składki zdrowotnej dla przedsiębiorców. Obecny kształt składki obowiązuje od wprowadzenia Polskiego Ładu w 2022 r.

Na zmianach miałyby skorzystać 93% przedsiębiorców. Według Ministra Finansów tylko ci najlepiej zarabiający na ryczałcie poniosą koszty, ale Ministerstwo oczekuje, że przesliby na inne zasady rozliczenia. Zmiany miałyby wejść w życie od początku 2025 r. Na tym rozwiązaniu przedsiębiorcy zyskaliby od ok. 100 zł miesięcznie do ok. 530 zł miesięcznie w przypadku osób o dochodach na poziomie 2-krotności średniej płacy.

Oceniamy, że wprowadzenie nowych zasad naliczania składki byłoby pozytywne dla IFIRMY. Obniżenie obciążeń powinno wpływać na zwiększenie liczby zakładanych firm i zmniejszenie liczby firm likwidowanych. Dodatkowo każda zmiana podatkowa zniechęca przedsiębiorców do samodzielnego prowadzenia ksiąg i daje bodziec do skorzystania z usług biura rachunkowego (z którego przychód na klienta jest znacznie wyższy od pakietu Księgowości Internetowej).

**Rachunek zysków i strat (mln PLN)**

	2019	2020	2021	2022	2023	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>51,3</b>	<b>59,4</b>	<b>66,9</b>	<b>74,0</b>	<b>80,5</b>	<b>85,6</b>	<b>89,1</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>19,3</b>	<b>21,9</b>	<b>24,7</b>	<b>26,9</b>	<b>28,9</b>	<b>30,6</b>	<b>31,6</b>
marża brutto ze sprzedaży	31,1%	29,8%	38,8%	40,4%	37,5%	36,9%	37,0%	36,4%	35,9%	35,7%	35,4%
koszty SG&A	3,9	4,8	6,2	8,3	10,2	12,9	14,2	15,5	16,5	17,2	17,5
saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>EBIT</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>6,8</b>	<b>8,9</b>	<b>9,0</b>	<b>8,9</b>	<b>10,4</b>	<b>11,3</b>	<b>12,2</b>	<b>13,3</b>	<b>13,9</b>
marża EBIT	12,4%	9,5%	20,2%	20,7%	17,6%	15,0%	15,6%	15,3%	15,2%	15,5%	15,7%
<b>EBITDA</b>	<b>3,1</b>	<b>2,8</b>	<b>7,5</b>	<b>9,5</b>	<b>9,6</b>	<b>9,4</b>	<b>10,9</b>	<b>11,8</b>	<b>12,7</b>	<b>13,8</b>	<b>14,5</b>
marża EBITDA	14,5%	11,6%	22,3%	22,0%	18,8%	15,8%	16,3%	15,9%	15,8%	16,1%	16,3%
saldo finansowe	0,1	0,1	0,0	0,2	1,0	0,7	0,7	0,6	0,4	0,4	0,5
<b>zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>	<b>6,7</b>	<b>9,1</b>	<b>10,0</b>	<b>9,6</b>	<b>11,1</b>	<b>11,9</b>	<b>12,7</b>	<b>13,7</b>	<b>14,4</b>
podatek dochodowy	0,6	0,5	1,4	1,7	2,0	1,8	2,1	2,3	2,4	2,6	2,7
<b>zysk netto</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>5,3</b>	<b>7,5</b>	<b>8,0</b>	<b>7,8</b>	<b>9,0</b>	<b>9,6</b>	<b>10,3</b>	<b>11,1</b>	<b>11,7</b>
marża zysku netto	10,1%	7,7%	15,8%	17,3%	15,6%	13,1%	13,5%	13,0%	12,8%	13,0%	13,1%
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	1,3	1,2	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8

Źródło: IFIRMA, prognozy BM Banku Millennium

**Bilans (mln PLN)**

	2019	2020	2021	2022	2023	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>10,6</b>	<b>10,6</b>	<b>10,6</b>	<b>11,8</b>	<b>12,8</b>	<b>13,5</b>	<b>14,1</b>
rzeczowe aktywa trwałe	0,7	1,1	1,1	1,3	1,1	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0
dłużne papiery wartościowe	0,0	0,0	0,0	7,1	8,5	8,6	8,4	9,4	10,2	10,8	11,3
pozostałe	0,6	0,6	0,8	0,9	1,0	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>11,5</b>	<b>12,9</b>	<b>18,1</b>	<b>12,8</b>	<b>12,1</b>	<b>13,9</b>	<b>15,2</b>	<b>16,5</b>	<b>17,7</b>	<b>19,0</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	4,4	5,2	5,8	6,4	7,0	7,4	7,7
aktywa finansowe w pozostałych jedn.	1,3	3,4	0,0	4,0	4,2	5,0	5,6	6,3	6,8	7,2	7,5
środki pieniężne	8,1	7,2	15,2	4,7	3,0	3,2	3,3	3,2	3,3	3,7	4,4
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>22,7</b>	<b>24,5</b>	<b>25,9</b>	<b>28,2</b>	<b>30,5</b>	<b>32,6</b>	<b>34,4</b>
kapitał własny	8,8	9,6	12,4	13,7	12,9	12,9	12,9	13,8	14,8	15,9	17,1
zobowiązania i rezerwy	4,0	5,1	7,6	8,4	9,9	11,6	13,0	14,4	15,7	16,6	17,3
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	5,8	6,8	7,6	8,5	9,2	9,8	10,1
rezerwy	0,6	0,8	1,0	1,1	1,5	1,7	1,9	2,1	2,3	2,5	2,6
rozl. międzyokresowe	1,0	1,4	2,7	2,6	2,6	3,1	3,4	3,8	4,2	4,4	4,6
<b>pasywa razem</b>	<b>12,8</b>	<b>14,7</b>	<b>19,9</b>	<b>22,1</b>	<b>22,7</b>	<b>24,5</b>	<b>25,9</b>	<b>28,2</b>	<b>30,5</b>	<b>32,6</b>	<b>34,4</b>
BVPS	1,4	1,5	1,9	2,1	2,0	2,0	2,0	2,2	2,3	2,5	2,7
Dług / (gotówka) netto*	-8,1	-7,2	-15,2	-15,9	-15,8	-16,8	-17,3	-18,8	-20,3	-21,8	-23,1

Źródło: IFIRMA, prognozy BM Banku Millennium

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

**Cash flow (mln PLN)**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p
wynik brutto	2,7	2,4	6,7	9,1	10,0	9,6	11,1	11,9	12,7	13,7	14,4
podatek	0,6	0,5	1,4	1,7	2,0	1,8	2,1	2,3	2,4	2,6	2,7
amortyzacja	0,5	0,5	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6
zmiana kapitału obrotowego	-0,3	0,2	0,4	-0,2	0,1	0,3	0,1	0,2	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>8,1</b>	<b>8,4</b>	<b>9,3</b>	<b>10,1</b>	<b>10,9</b>	<b>11,6</b>	<b>12,0</b>
nabycie WNIP oraz aktywów rzeczowych	0,3	0,9	0,6	0,8	0,4	0,3	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
nabycie aktywów finansowych	0,0	0,0	0,0	13,0	17,3	0,9	0,5	1,6	1,4	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>-0,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,8</b>
wypłata dywidendy	1,0	1,0	2,5	6,3	9,0	7,8	9,0	8,6	9,2	10,0	10,5
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>-9,0</b>	<b>-7,8</b>	<b>-9,0</b>	<b>-8,6</b>	<b>-9,2</b>	<b>-10,0</b>	<b>-10,5</b>
zmiana gotówki netto	4,0	-0,9	8,0	-10,5	-1,7	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,4	0,7
DPS	0,15	0,16	0,39	0,98	1,40	1,22	1,41	1,35	1,44	1,56	1,64
CEPS	0,41	0,37	0,94	1,26	1,35	1,30	1,48	1,58	1,68	1,82	1,91
FCFPS	0,34	0,31	1,11	1,01	1,20	1,25	1,37	1,48	1,59	1,71	1,78

Źródło: IFIRMA, prognozy BM Banku Millennium

**Wskaźniki**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p
zmiana sprzedaży	21,8%	14,6%	38,3%	28,6%	19,1%	15,9%	12,5%	10,6%	8,8%	6,4%	4,1%
zmiana EBITDA	58,6%	-8,2%	164,8%	27,0%	1,6%	-2,5%	16,1%	8,1%	8,1%	8,4%	5,1%
zmiana EBIT	73,8%	-11,9%	193,4%	31,7%	1,3%	-1,4%	17,5%	8,2%	8,2%	8,5%	5,1%
zmiana zysku netto	65,2%	-13,2%	184,1%	41,3%	7,3%	-2,5%	15,6%	6,5%	6,9%	8,1%	5,1%
marża EBITDA	14,5%	11,6%	22,3%	22,0%	18,8%	15,8%	16,3%	15,9%	15,8%	16,1%	16,3%
marża EBIT	12,4%	9,5%	20,2%	20,7%	17,6%	15,0%	15,6%	15,3%	15,2%	15,5%	15,7%
marża zysku netto	10,1%	7,7%	15,8%	17,3%	15,6%	13,1%	13,5%	13,0%	12,8%	13,0%	13,1%
sprzedaż/aktyw a (x)	1,66	1,65	1,68	1,95	2,26	2,43	2,59	2,62	2,64	2,63	2,59
stopa podatkowa	20,8%	21,7%	21,5%	18,3%	20,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
ROE	24,4%	19,4%	42,7%	54,4%	62,3%	60,7%	70,2%	69,5%	69,2%	69,6%	68,2%
ROA	16,8%	12,7%	26,5%	33,7%	35,2%	31,9%	34,9%	34,0%	33,6%	34,1%	33,9%
dług (gotówka) netto (mln PLN)	-8,1	-7,2	-15,2	-15,9	-15,8	-16,8	-17,3	-18,8	-20,3	-21,8	-23,1

Źródło: IFIRMA, prognozy BM Banku Millennium

## Czynniki ryzyka

- ❑ **Konkurencja** - rynek księgowości internetowej, rozwiązań do fakturowania oraz biura rachunkowego charakteryzuje się bardzo wysoką, ciągle zaostrzającą się konkurencją. Firmy z sektora są coraz bardziej aktywne marketingowo i dostrzegamy ryzyko, że aktywność ta będzie nadal postępować. Usługi księgowe oferuje już większość banków. Sytuacja może prowadzić do obniżania rentowności serwisu ifirma.pl.
- ❑ **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.
- ❑ **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 księgowanie. 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.
- ❑ **Wprowadzenie testu przedsiębiorcy** - wprowadzenie testu przedsiębiorcy lub inna próba eliminacji zjawiska fikcyjnego prowadzenia działalności gospodarczej w celu ucieczki od pracy na etacie (ze względu na istotnie niższe obciążenia), może skutkować utraceniem części obecnych klientów IFIRMY, zmniejszeniem liczby potencjalnych klientów i nowozakładanych firm.
- ❑ **Niepowodzenie projektu Firmbee** - jak Zarząd sam przyznaje, prawdopodobieństwo sukcesu Firmbee nie jest wysokie. Spółka w 2023 r. wprowadziła odpłatność za Firmbee ale zainteresowanie było znikome. Koszty rozwoju Firmbee są na bieżąco rozliczane w kosztach bieżącej 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 placową 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. 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 również 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
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 Gawkowski
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 w rz 23	2,80	3,80	Łukasz Bugaj
IFIRMA	Akumuluj	8 w rz 23	33,20	36,60	Seweryn Żołyński
Ambra	Kupuj	4 paź 23	29,10	35,90	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	Kupuj	30 lis 23	3,87	5,80	Adam Zajler
IFIRMA	Neutralnie	30 lis 23	29,80	30,90	Seweryn Żołyński
IMS	Kupuj	8 gru 23	3,79	4,60	Łukasz Bugaj
Ambra	Kupuj	18 mar 24	26,30	32,20	Grzegorz Gawkowski

*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 wsparcia analitycznego, a Agora i Korporacja KGL uczestniczyły w programie do 30 czerwca 2023 r. i z tego tytułu BM Banku Millennium otrzymuje lub otrzymało wynagrodzenie od GPW.*

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

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	8	57%
Akumuluj	5	36%
Neutralnie	1	7%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

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

**Nie w ydano 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, deweloperzy

**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 dochowaniem 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.**

KUPIJ - 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 postępowanie 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 emitentom 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 Analitycznego tworzył bądź tworzyło 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. Osoby, które brały udział w sporządzeniu niniejszego materiału, nie posiadają akcji spółek wymienianych w raporcie ani żadnych instrumentów finansowych, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością akcji emitowanych przez ww. spółki (np. instrumentów pochodnych na akcje).

**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 organizacyjne 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 12 kwietnia 2024r. o godzinie 14:45 a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest data raportu 12 kwietnia 2024r. godzina 15:00.

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.