

IFIRMA

akumuluj

usługi dla biznesu / IT

poprzednia rekomendacja: neutralnie

Cena rynkowa*: 22,9

Cena docelowa: 25,4

Przywrócenie dyscypliny kosztowej

Wyniki IFIRMY w 2H'24 zaskoczyły pozytywnie i to pomimo spowalniającej dynamiki przychodów. Dobry wynik był możliwy dzięki przywróconej większej dyscyplinie kosztowej - zarówno na poziomie kosztów wytworzenia, sprzedaży, jak i zarządu. Po dynamicznym wzroście w 1H'24, w szczególności uwagę zwraca wyraźnie spadająca dynamika kosztów wytworzenia stanowiących największą pozycję kosztową (m.in. IT i księgowość). Koszty sprzedaży, po okresie wysokich poziomów w 3Q'23-2Q'24, co było odpowiedzią na dużą aktywność marketingową konkurencji, spadły ze względu na brak oczekiwanych rezultatów. Problemy w pozyskiwaniu klientów nie są oczywiście pozytywną informacją, ale o niskiej efektywności podwyższonych wydatków wiedzieliśmy już wcześniej i wycofanie się z nich jest w naszej ocenie słusznym kierunkiem, choć oznacza to, że IFIRMA na dziś prawdopodobnie pogodziła się z wolniejszym tempem wzrostu.

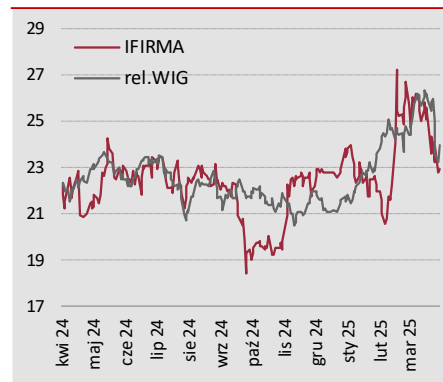
Tym samym w naszym modelu dokonaliśmy korekty w dół tempa wzrostu przychodów przy poprawie marż w kolejnych latach, co według naszych założeń prowadzi do poprawy generowania wolnych przepływów pieniężnych. Ostatecznie zmieniamy cenę docelową dla akcji IFIRMY do 25,4 PLN (z poprzednio 20,8 PLN) za akcję i zmieniamy rekomendację na „akumuluj”.

Największym znakiem zapytania jest obecnie to w jakim tempie IFIRMA będzie w stanie pozyskiwać nowych klientów na rynku księgowości internetowej, który prawdopodobnie ciągle będzie rósł. Zakładamy, że największy kawałek tortu zagarnąć będzie bardzo aktywny marketingowo InFakt, choć IFIRMA powinna zachować pozycję numer 2 na rynku, korzystając z wyrobionej w poprzednich latach rozpoznawalności. W modelu przyjęliśmy założenie skromnego kilkuprocentowego przyrostu bazy klientów z roku na rok, przy cenniku rosnącym wolniej niż w poprzednich latach, z uwagi na wolniejsze zakładane tempo inflacji.

Do dobrego wyniku w 2H'24 dołożyły się również niższe koszty rozwoju Firmbee. W najnowszym sprawozdaniu IFIRMA poinformowała o zaprzestaniu aktywnego rozwijania projektu. Nowe funkcje, są tworzone w głównej mierze jako Proof Of Concept dla rozwiązań wdrażanych następnie w serwisie ifirma.pl.

W lipcu 2024 r. IFIRMA wprowadziła usługę prowadzenia ksiąg handlowych i przyjęła pierwszych klientów. Spółka planuje konsekwentnie rozwijać działalność w tym zakresie, choć nie oczekuje istotnych ekonomicznych efektów w krótkim terminie.

Sejm uchwalił ustawę, która obniży składkę zdrowotną dla przedsiębiorców od 2026 r. Teraz ustawą zajmie się Senat, a następnie trafi na biurko Prezydenta. Według nowych zasad stracą jedynie najlepiej zarabiający ryczałtowcy (z dochodem powyżej 675 tys. PLN rocznie). Zmiany spowodują, że uciekanie z etatów na umowy B2B będzie jeszcze bardziej opłacalne, w związku z czym w średnim i długim okresie może to wpływać na większą liczbę otwieranych „firm” oraz spadek liczby firm zamykanych i zawieszanych co potencjalnie zwiększa bazę klientów IFIRMY.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	27,4 / 18,1		
Liczba akcji (mln)	6,400		
Kapitalizacja (mln PLN)	146,6		
EV (mln PLN)	164,0		
Free float (mln PLN)	62,1		
Średni obrót (mln PLN)	0,08		
Główny akcjonariusz	Wojciech Narczyński		
% akcji, % głosów	26,8%, 33,0%		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny	-10,9%	-3,1%	3,3%
Zmiana WIG	-1,9%	10,5%	8,0%

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 (%)
2024	58,3	9,5	10,1	10,5	8,4	1,31	1,40	2,27	17,5	10,1	4,5%	16,2	57,8%
2025p	64,3	12,0	12,5	12,8	10,4	1,62	1,70	2,43	14,1	9,4	6,4%	13,1	66,6%
2026p	70,7	12,8	13,4	13,5	11,0	1,71	1,80	2,60	13,4	8,8	6,7%	12,3	65,8%
2026p	75,9	13,1	13,7	13,7	11,1	1,73	1,83	2,78	13,2	8,2	8,0%	12,0	62,4%

p - prognozy BM Banku Millennium r/n 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 08.04.2025 r., godz. 17:00

Spis treści

Podsumowanie wyceny.....	3
Wycena porównawcza	3
Wycena DCF	4
Ostatnie wydarzenia.....	5
Wyniki finansowe i ich prognozy	8
Czynniki ryzyka	10
Rekomendacje BM Millennium wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy	12

Wycena

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

Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 153,8 mln PLN, czyli 24,0 PLN na akcję. Z kolei przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 171,7 mln PLN (26,8 PLN na akcję). Zastosowaliśmy wagi odpowiednio 50% i 50%.

Ostatecznie uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 162,8 mln PLN, czyli 25,4 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną zmieniamy rekomendację dla IFIRMY na „akumuluj”.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Waga	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	50%	153,8	24,0
Wycena porów naw cza	50%	171,7	26,8
Wycena IFIRMA		162,8	25,4

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 wskaźnikiem P/E oraz EV/EBITDA.

Spółka	Ticker	Kraj	P/E			EV/EBITDA		
			2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
XERO	XRO	Nowa Zelandia	100,4	65,3	48,7	36,5	28,7	22,6
BLACKLINE	BL	USA	20,8	18,9	15,7	14,4	12,3	10,4
FORTNOX	FNOX	Szwecja	58,5	45,6	36,5	38,3	30,2	24,1
ASSECO BUSINESS SOLUTIONS	ABS	Polska	19,5	17,0	16,0	13,3	12,0	11,1
WNS HOLDINGS	WNS	Indie	13,1	12,7	11,3	10,7	9,7	8,9
CBIZ	CBZ	USA	20,1	17,9	17,9	12,3	11,4	11,4
ADMINISTER	ADMIN	Finlandia	45,6	15,2	8,6	6,8	5,4	4,3
AALLON GROUP	AALLON	Finlandia	10,3	9,4	11,0	6,2	6,0	5,8
TELENOM OY J	TNOM	Finlandia	17,9	12,1	8,7	b.d.	b.d.	b.d.
Mediana			19,8	16,1	13,5	12,3	11,4	10,4
IFIRMA zysk netto (mln PLN)			10,4	11,0	11,1			
IFIRMA EBITDA (mln PLN)						12,5	13,4	13,7
Dług/(gotówka) netto (mln PLN)						- 17,4	- 17,4	- 17,4
Wy cena IFIRMA na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			205,2	176,3	149,3	171,1	169,3	158,9
Wycena			171,7					
Liczba akcji (mln)			6,4					
Wycena na 1 akcję			26,8					

Źródło: Bloomberg

Wartości wskaźników ustalone na dzień i godzinę: 2025-04-08 17:00

Wycena DCF

(mln PLN)	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	>2031p
Przychody	64,3	70,7	75,9	80,4	84,1	87,5	
EBIT	12,0	12,8	13,1	13,6	14,1	14,5	
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
EBIT x (1-T)	9,7	10,4	10,6	11,0	11,4	11,7	
Amortyzacja	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	
Zmiana w kapitale pracującym	0,1	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	
CAPEX	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	
FCFF	9,7	10,6	10,8	11,2	11,5	11,9	
zmiana FCF		8,9%	2,1%	3,4%	3,1%	3,2%	2,5%
Stopa wolna od ryzyka	4,5%	4,6%	4,7%	4,8%	4,9%	5,0%	5,4%
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	9,5%	9,6%	9,7%	9,8%	9,9%	10,0%	10,4%
WACC	9,5%	9,6%	9,7%	9,8%	9,9%	10,0%	10,4%
PV (FCF)	9,1	9,0	8,4	7,9	7,4	6,9	89,7
Wartość DCF (mln PLN)	138,3						
+ (Dług) Gotówka netto *	17,4						
- wy płacone dywidendy	1,9						
Wycena	153,8						
Liczba akcji (mln)	6,4						
Wycena 1 akcji	24,0						

Źródło: BM Banku Millennium

* - na koniec 2024 r.

Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ❑ wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie naszych prognoz wyników na lata 2025 – 2030
- ❑ do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych
- ❑ długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,4% (poprzednio 5,2%)
- ❑ premia rynkowa za ryzyko równa 5%
- ❑ współczynnik beta na poziomie 1,0
- ❑ stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2030 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%
Stopa RF rezydualna	4,4%	23,9	24,9	26,1	27,4	29,0
	4,9%	23,1	24,0	25,0	26,2	27,5
	5,4%	22,3	23,1	24,0	25,1	26,2
	5,9%	21,7	22,4	23,2	24,1	25,1
	6,4%	21,1	21,7	22,5	23,3	24,2
Beta nielewarowana	0,8	24,9	25,9	27,2	28,6	30,2
	1,0	22,3	23,1	24,0	25,1	26,2
	1,2	20,3	20,9	21,6	22,4	23,2

Źródło: BM Banku Millennium

Ostatnie wydarzenia

Wyniki IFIRMA

	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	zmiana r/r
Przychody netto ze sprzedaży	11,68	11,83	13,94	12,34	13,17	13,85	15,77	13,82	14,84	12,7%
Serwis iFirma (KI, BR, F+)	10,54	11,13	13,18	11,90	12,46	13,45	15,41	13,58	14,05	12,8%
Outsourcing i rekrutacja specjalistów IT	0,72	0,57	0,64	0,33	0,35	0,25	0,26	0,05	0,16	-53,8%
Usługi IT/Dedykowane rozwiązania IT	0,43	0,12	0,12	0,12	0,36	0,15	0,10	0,19	0,63	73,0%
Koszt wytworzenia sprzedanych produktów	6,58	7,03	8,54	8,05	8,41	9,00	10,47	9,26	8,87	5,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	5,10	4,79	5,40	4,30	4,76	4,85	5,30	4,57	5,97	25,4%
<i>Marża brutto ze sprzedaży</i>	<i>43,7%</i>	<i>40,5%</i>	<i>38,8%</i>	<i>34,8%</i>	<i>36,2%</i>	<i>35,0%</i>	<i>33,6%</i>	<i>33,0%</i>	<i>40,2%</i>	<i>+4,1 p.p.</i>
Koszty sprzedaży	1,12	1,20	1,17	1,51	1,80	2,26	1,87	1,27	1,09	-39,3%
<i>Koszty sprzedaży jako % przychodów</i>	<i>9,6%</i>	<i>10,1%</i>	<i>8,4%</i>	<i>12,2%</i>	<i>13,6%</i>	<i>16,4%</i>	<i>11,9%</i>	<i>9,2%</i>	<i>7,3%</i>	<i>-6,3 p.p.</i>
Koszty ogólnego zarządu	0,99	1,08	1,11	1,13	1,17	1,10	1,22	1,15	1,05	-10,9%
<i>Koszty zarządu jako % przychodów</i>	<i>8,5%</i>	<i>9,1%</i>	<i>7,9%</i>	<i>9,1%</i>	<i>8,9%</i>	<i>7,9%</i>	<i>7,7%</i>	<i>8,3%</i>	<i>7,0%</i>	<i>-1,9 p.p.</i>
Saldo pozostałych przychodów i kosztów	-0,04	0,01	-0,05	-0,03	-0,01	0,03	-0,06	-0,06	-0,03	138,5%
EBIT	2,95	2,52	3,08	1,63	1,78	1,52	2,14	2,09	3,81	113,8%
<i>Marża EBIT</i>	<i>25,3%</i>	<i>21,3%</i>	<i>22,1%</i>	<i>13,2%</i>	<i>13,5%</i>	<i>11,0%</i>	<i>13,6%</i>	<i>15,1%</i>	<i>25,6%</i>	<i>+12,1 p.p.</i>
Saldo przychodów i kosztów finansowych	0,11	0,13	0,42	0,27	0,17	0,22	0,23	0,31	0,18	7,0%
Zysk brutto	3,06	2,65	3,50	1,90	1,95	1,74	2,37	2,40	3,99	104,2%
Podatek dochodowy	0,60	0,53	0,69	0,38	0,40	0,35	0,48	0,48	0,79	99,2%
Zysk netto	2,46	2,12	2,81	1,52	1,56	1,39	1,89	1,92	3,20	105,5%
<i>Marża zysku netto</i>	<i>21,1%</i>	<i>17,9%</i>	<i>20,2%</i>	<i>12,3%</i>	<i>11,8%</i>	<i>10,0%</i>	<i>12,0%</i>	<i>13,9%</i>	<i>21,6%</i>	<i>+9,8 p.p.</i>

Źródło: IFIRMA, BM Banku Millennium

Przychody IFIRMY wzrosły w 4Q'24 o 12,7% r/r. Najistotniejszy z segmentów tj. serwis iFirma.pl (Biuro Rachunkowe, Księgowość Internetowa i Faktura+) zanotował wzrost przychodów o ok. 12,8% r/r, a więc dynamika wzrostu była słabsza niż w trzech poprzednich kwartałach roku (1Q'24: +20,8% r/r, 2Q'24: +16,9% r/r, 3Q'24: +14,1% r/r). Wolniejsza dynamika sprzedaży wynika z mniejszego wzrostu cennika niż w roku poprzednim (cenniki zarówno w 2024, jak i poprzednim aktualizowane 1 sierpnia) oraz z możliwego wolniejszego tempa pozyskiwania nowych klientów w związku z ograniczeniem kosztów sprzedaży w drugiej połowie roku.

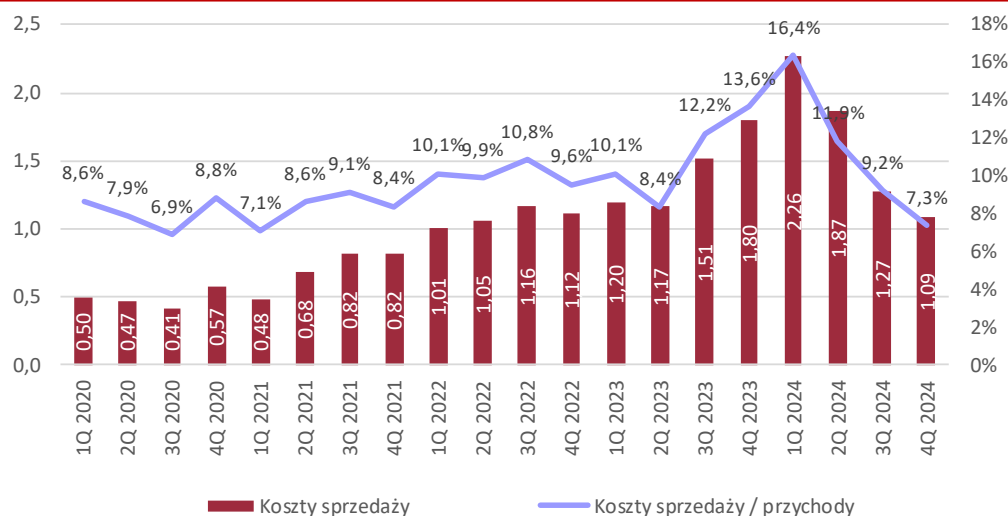
W 4Q'24 historycznie najwyższe przychody w wysokości ok. 0,63 mln PLN odnotował mały dział tworzenia oprogramowania (+73,6% r/r). Przychody tego segmentu nie są wielkie i są mocno zmienne z kwartału na kwartał, z najwyższymi przychodami w końcówce roku. Dział z reguły nie ma większego wpływu na wynik, jednak w minionym kwartale, dzięki rekordowej rozliczonej sprzedaży, dołożył do niego nieco istotniejszą cegiełkę niż zwykle.

W 4Q'24 pozytywnie zaskoczyła każda z głównych kategorii kosztów operacyjnych. Koszty wytworzenia stanowiące największą pozycję kosztową (m.in. IT i księgowość) wzrosły jedynie 5,4% r/r i były niższe niż w każdym z poprzednich kwartałów roku. Dynamika tych kosztów wyraźnie spadła (1Q'24: +27,9% r/r, 2Q'24: +22,7% r/r, 3Q'24: +15,1% r/r). Ograniczone zostały również koszty Zarządu, które spadły o 10,9% r/r.

W 4Q'24 nastąpiło również dalsze ograniczenie kosztów sprzedaży do 1,09 mln PLN (-39,3% r/r). Po wysokim wzroście tych kosztów, w odpowiedzi na silne działania konkurencji (tj. głównie InFaktu) i szczycie w 1Q'24 na poziomie 2,26 mln PLN, IFIRMA regularnie redukuje koszty sprzedaży i tym samym w 4Q'24 doszła już mniej więcej do poziomu na jakim koszty sprzedaży były średnio w 2022 r. Podwyższone nakłady nie przynosiły oczekiwanych rezultatów i w takim wypadku spółka zdecydowała się je uciąć, dzięki czemu możliwa była poprawa wyniku. Problemy w pozyskiwaniu klientów nie są oczywiście pozytywną informacją, ale o niskiej efektywności podwyższonych wydatków wiedzieliśmy już wcześniej i wycofanie się z nich jest w naszej ocenie słusznym kierunkiem, choć oznacza to, że IFIRMA na dziś pogodziła się z wolniejszym tempem wzrostu.

Ostatecznie według wstępnych danych IFIRMA osiągnęła w 4Q'24 rekordowe wyniki z zyskiem EBIT na poziomie 3,81 mln PLN (+113,8% r/r), oraz zyskiem netto na poziomie 3,2 mln PLN (+105,5% r/r).

Koszty sprzedaży (mln PLN)



Źródło: IFIRMA, BM Banku Millennium

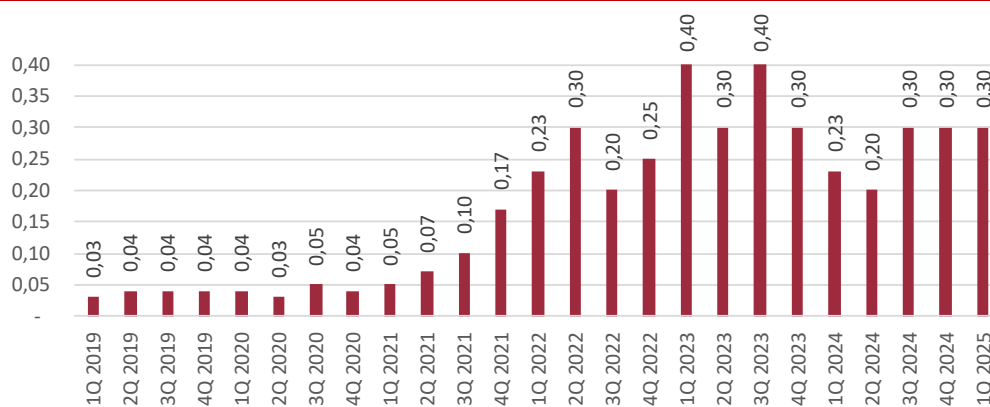
Rozwój Firmbee zawieszony

Do dobrego wyniku w 4Q'24 dołożyły się również niższe koszty rozwoju Firmbee. W najnowszym sprawozdaniu IFIRMA poinformowała o zaprzestaniu aktywnego rozwijania projektu. Nowe funkcje, jakie pojawiają się w systemie, są tworzone w głównej mierze jako Proof Of Concept dla rozwiązań wdrażanych następnie w serwisie ifirma.pl. Według naszych obliczeń koszt rozwoju Firmbee w 4Q'24 wyniósł jedynie 27 tys. PLN w porównaniu do 245 tys. PLN w 4Q'23. Zakładamy, że w 2025 r. wydatki będą niskie lub znikną w związku z czym również ten fakt będzie wpływał na wyższą rentowność spółki.

Zaliczka na poczet dywidendy za 2Q'24

26.03.2025 r. spółka wypłaciła zaliczkę na poczet dywidendy za 4Q'24 w wysokości 0,30 PLN na akcję. Całkowita kwota zaliczki wyniosła 1,920 mln PLN. Zaliczka była wyższa niż przed rokiem kiedy wyniosła 0,23 PLN na akcję (za 4Q'23). Łączna kwota zaliczek wypłaconych za 2024 r. wynosi 1,10 PLN i stanowi 83,85% wyniku netto odnotowanego w tym okresie.

Kwartalne zaliczki na dywidendę



Źródło: IFIRMA, BM Banku Millennium

Zmiany w składce zdrowotnej

Sejm 4 kwietnia uchwalił ustawę, która obniży składkę zdrowotną dla przedsiębiorców od 2026 r. Teraz ustawą zajmie się Senat, a następnie trafi na biurko Prezydenta. Według premiera na zmianie zyska niemal 2,5 mln przedsiębiorców.

Według nowych zasad najwięcej zyskają przedsiębiorcy rozliczający się na skali podatkowej, a stracą jedynie najlepiej zarabiający ryczałtowcy (z dochodem powyżej 675 tys. PLN rocznie).

Przedsiębiorcy na skali z dochodem miesięcznym ok 8 tys. PLN zyskają ponad 400 PLN miesięcznie, a ci z dochodem ok. 13 tys. PLN miesięcznie zyskają ponad 800 PLN. Przedsiębiorcy na podatku liniowym z dochodem ok 10 tys. PLN miesięcznie zyskają ok. 175 PLN miesięcznie, a ci z dochodem powyżej 13 tys. PLN, zyskają ponad 300 PLN miesięcznie. Zyskają też wszyscy przedsiębiorcy na ryczałcie z dochodem do kwoty 675 tys. PLN rocznie. Korzyść dla nich wyniesie ok. 450 PLN miesięcznie dla zarabiających od 60 do 300 tys. PLN rocznie i nawet ponad 1000 PLN miesięcznie dla zarabiających ok. 300 tys. PLN rocznie.

W naszej opinii zmiany są pozytywne dla IFIRMY—spowodują, że uciekanie z etatów na umowy B2B będzie jeszcze bardziej opłacalne, w związku z czym w średnim i długim okresie może to wpływać na większą liczbę otwieranych „firm” oraz spadek liczby firm zamykanych i zawieszanych. Każda zmiana przepisów jest też bodźcem dla osób samodzielnie prowadzących księgowość do oddania prowadzenia księgowości biuram rachunkowym.

PIP z uprawnieniami przekształcania umów B2B na umowę o pracę?

Według doniesień medialnych w ramach kamienia milowego w KPO powstaje plan wzmocnienia kompetencji Państwowej Inspekcji Pracy (o wstępnych planach informowaliśmy w rekomendacji we wrześniu). Po finale technicznych rozmów z Komisją Europejską dotyczących ostatecznego brzmienia kamienia milowego, zgodnie z obecnym planem mają zacząć się prace nad projektem ustawy. Zmiana kamienia milowego oznacza, że nowy system powinien zacząć działać do połowy 2026 roku.

Jedną z głównych zmian o jakich PIP mówi od miesięcy, ma być rozwiązanie które dałoby możliwość przekształcania umów cywilnoprawnych w stosunek pracy decyzją administracyjną, co obecnie jest możliwe wyłącznie na drodze sądowej. Jedną z takich umów jest model B2B.

Szef Państwowej Inspekcji Pracy zapewnił jednak, że nie przewiduje prowadzenia zmasowanych kontroli w tym zakresie, a raczej działania w odpowiedzi na skargi osób zatrudnionych na kontraktach cywilnoprawnych, wbrew ich woli, z naruszeniem powszechnie obowiązujących przepisów.

Póki co jest za wcześnie aby powiedzieć czy zmiana może mieć realne przełożenie na ograniczenie ilości umów B2B, co miałyby negatywny wpływ na działalność IFIRMY poprzez ograniczenie grupy potencjalnych klientów.

Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p
przychody netto	24,2	33,5	43,0	51,3	58,3	64,3	70,7	75,9	80,4	84,1	87,5
zysk (strata) brutto ze sprzedaży	7,2	13,0	17,4	19,3	20,7	21,8	23,4	24,4	25,4	26,3	27,2
marża brutto ze sprzedaży	29,8%	38,8%	40,4%	37,5%	35,5%	33,9%	33,1%	32,1%	31,7%	31,3%	31,0%
koszty SG&A	4,8	6,2	8,3	10,2	11,0	9,7	10,5	11,2	11,7	12,1	12,5
saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
EBIT	2,3	6,8	8,9	9,0	9,5	12,0	12,8	13,1	13,6	14,1	14,5
marża EBIT	9,5%	20,2%	20,7%	17,6%	16,4%	18,6%	18,1%	17,2%	16,9%	16,8%	16,6%
EBITDA	2,8	7,5	9,5	9,6	10,1	12,5	13,4	13,7	14,2	14,7	15,2
marża EBITDA	11,6%	22,3%	22,0%	18,8%	17,3%	19,4%	18,9%	18,0%	17,7%	17,5%	17,3%
saldo finansowe	0,1	0,0	0,2	1,0	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5
zysk przed opodatkowaniem	2,4	6,7	9,1	10,0	10,5	12,8	13,5	13,7	14,1	14,6	15,0
podatek dochodowy	0,5	1,4	1,7	2,0	2,1	2,4	2,6	2,6	2,7	2,8	2,9
zysk netto	1,9	5,3	7,5	8,0	8,4	10,4	11,0	11,1	11,4	11,8	12,2
marża zysku netto	7,7%	15,8%	17,3%	15,6%	14,4%	16,1%	15,5%	14,6%	14,2%	14,1%	13,9%
liczba akcji (mln)	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
EPS	0,3	0,8	1,2	1,3	1,3	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9

Źródło: IFIRMA, prognozy BM Banku Millen

Bilans (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p
aktywa trwałe	1,8	1,9	9,3	10,6	13,7	14,6	15,8	17,1	18,1	19,0	19,8
rzeczowe aktywa trwałe	1,1	1,1	1,3	1,1	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2
dłużne papiery wartościowe	0,0	0,0	7,1	8,5	11,8	12,5	13,6	14,7	15,7	16,4	17,1
pozostałe	0,6	0,8	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4
aktywa obrotowe	12,9	18,1	12,8	12,1	11,3	12,4	13,5	14,3	15,2	16,2	17,3
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	2,0	2,6	3,7	4,4	5,1	5,6	6,2	6,6	7,0	7,3	7,6
aktywa finansowe w pozostałych jedn.	3,4	0,0	4,0	4,2	3,0	3,1	3,5	3,8	4,0	4,2	4,4
środki pieniężne	7,2	15,2	4,7	3,0	2,6	2,9	3,0	3,0	3,3	3,7	4,3
pozostałe	0,3	0,2	0,3	0,4	0,7	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0
aktywa razem	14,7	19,9	22,1	22,7	25,0	27,0	29,2	31,3	33,3	35,2	37,0
kapitał własny	9,6	12,4	13,7	12,9	14,5	15,6	16,7	17,8	18,9	20,1	21,3
zobowiązania i rezerwy	5,1	7,6	8,4	9,9	10,5	11,4	12,6	13,6	14,4	15,1	15,7
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	2,8	3,8	4,7	5,8	6,4	6,9	7,7	8,3	8,8	9,2	9,6
rezerwy	0,8	1,0	1,1	1,5	1,4	1,5	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1
rozl. międzyokresowe	1,4	2,7	2,6	2,6	2,7	2,9	3,2	3,5	3,7	3,8	4,0
pasywa razem	14,7	19,9	22,1	22,7	25,0	27,0	29,2	31,3	33,3	35,2	37,0
BVPS	1,5	1,9	2,1	2,0	2,3	2,4	2,6	2,8	3,0	3,1	3,3
Dług / (gotówka) netto*	-7,2	-15,2	-15,9	-15,8	-17,4	-18,6	-20,1	-21,5	-22,9	-24,3	-25,8

Źródło: IFIRMA, prognozy BM Banku Millennium

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

Cash flow (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p
wynik brutto	2,4	6,7	9,1	10,0	10,5	12,8	13,5	13,7	14,1	14,6	15,0
podatek	0,5	1,4	1,7	2,0	2,1	2,4	2,6	2,6	2,7	2,8	2,9
amortyzacja	0,5	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7
zmiana kapitału obrotowego	0,2	0,4	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
przepływy z działalności operacyjnej	3,1	7,7	7,4	8,1	7,8	10,3	11,2	11,5	11,9	12,2	12,6
nabycie WNIP oraz aktywów rzeczowych	0,9	0,6	0,8	0,4	0,4	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
nabycie aktywów finansowych	0,0	0,0	13,0	17,3	13,6	0,8	1,4	1,4	1,2	0,9	0,9
przepływy z działalności inwestycyjnej	-3,0	2,8	-11,6	-0,8	-1,6	-0,6	-1,3	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0
wypłata dywidendy	1,0	2,5	6,3	9,0	6,6	9,3	9,9	10,0	10,3	10,6	10,9
zmiana zadłużenia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
przepływy z działalności finansowej	-1,0	-2,5	-6,3	-9,0	-6,6	-9,3	-9,9	-10,0	-10,3	-10,6	-10,9
zmiana gotówki netto	-0,9	8,0	-10,5	-1,7	-0,5	0,3	0,1	0,0	0,2	0,4	0,6
DPS	0,16	0,39	0,98	1,40	1,03	1,46	1,54	1,56	1,61	1,66	1,71
CEPS	0,37	0,94	1,26	1,35	1,40	1,70	1,80	1,83	1,89	1,95	2,01
FCFPS	0,31	1,11	1,01	1,20	1,21	1,52	1,65	1,69	1,74	1,80	1,86

Źródło: IFIRMA, prognozy BM Banku Millennium

Wskaźniki

	2020	2021	2022	2023	2024	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p
zmiana sprzedaży	14,6%	38,3%	28,6%	19,1%	13,7%	10,4%	9,9%	7,3%	5,9%	4,6%	4,1%
zmiana EBITDA	-8,2%	164,8%	27,0%	1,6%	5,0%	23,6%	6,9%	2,3%	4,2%	3,6%	2,9%
zmiana EBIT	-11,9%	193,4%	31,7%	1,3%	5,9%	25,4%	6,8%	2,2%	4,1%	3,5%	2,9%
zmiana zysku netto	-13,2%	184,1%	41,3%	7,3%	4,9%	23,4%	5,7%	1,2%	3,2%	3,3%	3,0%
marża EBITDA	11,6%	22,3%	22,0%	18,8%	17,3%	19,4%	18,9%	18,0%	17,7%	17,5%	17,3%
marża EBIT	9,5%	20,2%	20,7%	17,6%	16,4%	18,6%	18,1%	17,2%	16,9%	16,8%	16,6%
marża zysku netto	7,7%	15,8%	17,3%	15,6%	14,4%	16,1%	15,5%	14,6%	14,2%	14,1%	13,9%
sprzedaż/aktywa (x)	1,65	1,68	1,95	2,26	2,33	2,39	2,42	2,42	2,41	2,39	2,36
stopa podatkowa	21,7%	21,5%	18,3%	20,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
ROE	19,4%	42,7%	54,4%	62,3%	57,8%	66,6%	65,8%	62,4%	60,5%	58,8%	57,1%
ROA	12,7%	26,5%	33,7%	35,2%	33,6%	38,4%	37,5%	35,4%	34,4%	33,6%	32,9%
dług (gotówka) netto (mln PLN)	-7,2	-15,2	-15,9	-15,8	-17,4	-18,6	-20,1	-21,5	-22,9	-24,3	-25,8

Źródło: IFIRMA, prognozy BM Banku Millennium

Czynniki ryzyka

- ❑ **Konkurencja** - rynek księgowości internetowej, rozwiązań do fakturowania oraz biura rachunkowego charakteryzuje się bardzo wysoką konkurencją. Firmy z sektora są bardzo 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, trudności w pozyskiwaniu nowych klientów lub nawet spadku liczby klientów.
- ❑ **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 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.
- ❑ **Ograniczenie liczby umów B2B** - wprowadzenie testu przedsiębiorcy, zwiększenie uprawnień Państwowej Inspekcji Pracy, 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.
- ❑ **Oferta pełnej księgowości w biurze rachunkowym** - IFIRMA uruchomiła 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** - wzrost IFIRMY wiąże się z koniecznością 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. Są to zarówno obligacje zmiennokuponowe jak i zerokuponowe oraz o oprocentowaniu stałym. Zmiany stóp procentowych mogą wpłynąć na rentowności obligacji oraz 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	Oдноśna cena w dniu wydania rekomendacji	Cena docelowa	Autor
IFIRMA	Neutralnie	12 kw i 24	22,30	21,40	Seweryn Żołyński
IMS	Akumuluj	8 maj 24	4,36	5,00	Łukasz Bugaj
Mostostal Zabrze	Kupuj	1 lip 24	4,46	5,90	Adam Zajler
IFIRMA	Neutralnie	24 w rz 24	22,80	20,80	Seweryn Żołyński
Ambra	Akumuluj	1 paź 24	26,10	30,40	Grzegorz Gawkowski
IMS	Kupuj	7 paź 24	3,54	4,50	Łukasz Bugaj
Mostostal Zabrze	Kupuj	6 gru 24	5,10	6,10	Adam Zajler
Ambra	Akumuluj	12 mar 25	22,70	25,90	Grzegorz Gawkowski
Mostostal Zabrze	Kupuj	27 mar 25	5,68	6,80	Adam Zajler

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 otrzymywało wynagrodzenie od GPW.

Struktura rekomendacji BM Banku Millennium za ostatnie 12 miesięcy

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	4	44%
Akumuluj	3	33%
Neutralnie	2	22%
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 Żołyniak, 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 nie trafne. 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 branzy, 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 emitentów papierów wartościowych, będących przedmiotem raportu oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konfliktach interesów powstałym w związku ze sporządzeniem raportu (o ile występuje) 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 tworzył 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:

Zasadą 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 którzy 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 9 kwietnia 2025 r. o godzinie 14:45 a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest 9 kwietnia 2025 r. 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.