

# IFIRMA

**neutralnie**

usługi dla biznesu / IT

poprzednia rekomendacja: akumuluj

Cena rynkowa\*: 29,8

Cena docelowa: 30,9

## Coraz cięższa walka o klienta

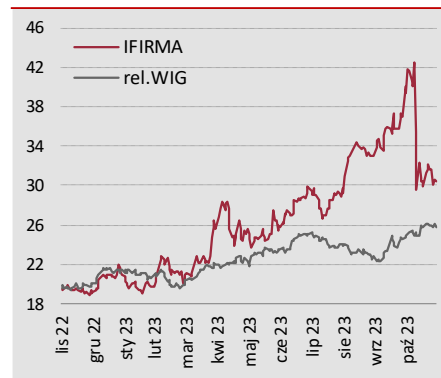
Po bardzo dobrym II kw. 2023 r. IFIRMA opublikowała wyniki za III kw. 2023 r. które były wyraźnie poniżej naszych oczekiwań. Przychody spółki wzrosły o 14,9% r/r tj. 10 p.p. poniżej dynamiki z pierwszego półrocza (+24,9% r/r). W ujęciu kwartał do kwartału przychody spadły jednak o 11,4%, a warto zaznaczyć, że ostatni raz spadek przychodów z kwartału na kwartał spółka odnotowała ponad 5 lat temu. Podwyższone w porównaniu do poprzednich kwartałów były z kolei koszty sprzedaży, a mimo to spółka pozyskuje mniejszą niż w roku ubiegłym liczbę nowych klientów przy większej liczbie rezygnacji.

W związku z powyższym skorygowaliśmy nasze prognozy dla IFIRMY - głównie w zakresie tempa pozyskiwania nowych klientów oraz wyższego udziału kosztów sprzedaży w kolejnych okresach. W efekcie zmieniamy cenę docelową dla akcji IFIRMY do 30,9 PLN za akcję (poprzednio 36,6 PLN), a rekomendację z „akumuluj” do „neutralnie”.

W raporcie po III kw. 2023 r. poznaliśmy przyczyny bardzo dobrego wyniku w II kw. 2023 r., który zbudował nasze wysokie oczekiwania na dalszą część roku. Jak się okazało wyniki II kw. 2023 r. były podwyższone sprzedażą usługi rozliczenia składek zdrowotnych, która nie występowała w poprzednich latach. Dodatkowo w II kwartale doszło do kumulacji podatkowych rozliczeń rocznych, podczas gdy standardowo w poprzednich latach rozkładały się one bardziej równomiernie na I i II kwartał. Efekt ten obniżył wynik I kwartału i podwyższył wynik II kwartału. Tym samym II kw. 2023 r. okazał się nie być reprezentatywną bazą dla kolejnych okresów, w tym najnowszego III kw. 2023 r. Choć w naszej prognozie zakładaliśmy spadek przychodów z serwisu ifirma.pl w ujęciu kwartał do kwartału o 4%, to jednak nie doszacowaliśmy jego skali (faktycznie -10%).

W III kw. 2023 r. spółka zmagala również ze spadkiem popytu na usługi rekrutacyjne. Przychody segmentu spadły do 0,33 mln PLN z 0,64 mln PLN w poprzednim kwartale. Mimo że segment outsourcingu i rekrutacji IT jest relatywnie niewielki, to jednak tak duży spadek z pewnością istotnie przyłożył się do słabszego wyniku spółki w III kw.

IFIRMA pozyskiwała w III kw. mniejszą niż w ubiegłym roku liczbę nowych klientów przy większej liczbie rezygnacji (choć dokładne dane nie są znane). Gorsze warunki do pozyskiwania klientów potwierdzają dane CEiDG dotyczące zrealizowanych wniosków o założenie i wznowienie oraz zamknięcie i zawieszenie działalności. Zakładamy, że w przyszłym roku wraz z poprawą koniunktury, statystyki te mogą się poprawić. Za cięższą sytuację może też odpowiadać intensywny marketing konkurencji. Widzimy szansę, że w związku ze zmianą na scenie politycznej w Polsce, w przyszłym roku mogą poprawić się warunki do prowadzenia działalności (np. powrót ryczałtowej składki zdrowotnej), co miałyby zapewne pozytywny wpływ na liczbę zakładanych firm.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	42,6 / 18,8
Liczba akcji (mln)	6,400
Kapitalizacja (mln PLN)	190,7
EV (mln PLN)	206,9
Free float (mln PLN)	80,8
Średni obrót (mln PLN)	0,07
Główny akcjonariusz	Wojciech Narczyński
% akcji, % głosów	26,8%, 33,0%
	<b>1 m</b> <b>3 m</b> <b>12 m</b>
Zmiana ceny	-17,8% 4,1% 55,5%
Zmiana rel. WIG	5,4% 7,8% 32,2%

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	25,6	13,9	3,3%	21,8	54,4%
2023p	51,3	9,5	10,1	10,5	8,5	1,32	1,42	2,07	22,5	14,4	4,7%	20,5	64,0%
2024p	60,5	11,8	12,5	12,6	10,2	1,60	1,69	2,07	18,6	14,4	5,4%	16,6	77,4%
2025p	69,2	13,4	14,1	14,1	11,4	1,79	1,89	2,07	16,7	14,4	6,0%	14,7	86,6%

p - prognozy skonsolidowane BM Banku Millennium, mln 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.

\* - cena rynkowa z dnia 29.11.2023 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. Projekt Firmbee wyceniliśmy w wysokości kosztów poniesionych (3,6 mln PLN na koniec 2022 r. i 4,4 na koniec 3Q 2023 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 187,0 mln PLN, czyli 29,2 PLN na akcję. Z kolei przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 208,9 mln PLN (32,6 PLN na akcję). Zastosowaliśmy wagi odpowiednio 50% i 50%.

Uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 198,0 mln PLN, czyli 30,9 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną zmieniamy rekomendację dla IFIRMY z „akumuluj” do „neutralnie”.

### Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Waga	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	50%	187,0	29,2
Wycena porównawcza	50%	208,9	32,6
<b>Wycena IFIRMA</b>		<b>198,0</b>	<b>30,9</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	36,8	32,0	28,0	24,0	21,3	19,0	
XERO	XRO	Nowa Zelandia	647,6	111,0	69,2	60,6	35,5	27,5	
BLACKLINE	BL	USA	32,2	29,3	27,1	28,7	24,6	21,0	
FORTNOX	FNOX	Szwecja	66,0	49,4	37,3	41,6	32,0	24,4	
ASSECO BUSINESS SOLUTIONS	ABS	Polska	17,3	15,9	14,4	11,7	10,5	9,7	
ECIT	ECIT	Norwegia	34,0	19,6	13,7	9,1	7,7	6,3	
WNS HOLDINGS	WNS	Indie	15,3	14,2	12,7	9,7	8,9	8,1	
CBIZ	CBZ	USA	23,9	20,4	18,3	15,5	14,3	14,3	
KELLY PARTNERS GROUP HOLDIN	KPG	Australia	29,3	bd	bd	9,9	bd	bd	
ADMINISTER	ADMIN	Finlandia	26,3	9,0	6,1	11,6	6,7	5,6	
AALLON GROUP	AALLON	Finlandia	13,2	11,9	11,3	7,6	7,2	6,8	
Mediana			29,3	20,0	16,3	11,7	12,4	12,0	
IFIRMA zysk netto (mln PLN)*			9,3	11,1	12,4				
IFIRMA EBITDA (mln PLN)*						11,1	13,6	15,3	
Dług/(gotówka) netto (mln PLN)						- 16,2	- 16,2	- 16,2	
Wycena IFIRMA na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			273,1	222,3	202,4	146,2	184,3	199,1	
Wycena bez Firmbee			204,6						
Wycena Firmbee**			4,4						
Wycena			208,9						
Liczba akcji (mln)			6,4						
<b>Wycena na 1 akcję</b>			<b>32,6</b>						

Wartości wskaźników ustalone na dzień i godzinę: 2023-11-30 9:30

\* - skorygowane o zakładane koszty Firmbee

\*\* - skumulowane koszty poniesione do 3Q 2023

## Wycena DCF

(mln PLN)	2023p	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	>2030p
Przychody	51,3	60,5	69,2	77,3	83,8	88,9	92,5	
EBIT skorygowany*	10,5	12,9	14,6	15,8	16,8	17,9	19,0	
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
EBIT skorygowany* x (1-T)	8,5	10,5	11,8	12,8	13,6	14,5	15,4	
Amortyzacja	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9	0,9	
Zmiana w kapitale pracującym	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,2	
CAPEX	0,4	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0	
FCFF	9,4	10,8	12,2	13,0	13,9	14,7	15,5	
zmiana FCF		15,1%	13,0%	6,2%	6,9%	5,4%	5,4%	2,5%
Stopa wolna od ryzyka	5,2%	5,2%	5,3%	5,2%	5,2%	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	10,2%	10,2%	10,3%	10,2%	10,2%	10,3%	10,3%	10,5%
WACC	10,2%	10,2%	10,3%	10,2%	10,2%	10,3%	10,3%	10,5%
PV (FCF)	9,3	9,8	10,0	9,6	9,3	8,9	8,5	109,1
Wartość DCF (mln PLN) bez Firmbee	174,6							
+ (Dług) Gotówka netto**	15,9							
- wypłacone dywidendy	7,0							
Wycena DCF (mln PLN) bez Firmbee	183,4							
Wycena Firmbee***	3,6							
Wycena	187,0							
Liczba akcji (mln)	6,4							
<b>Wycena 1 akcji</b>	<b>29,2</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%
Stopa RF rezydualna	4,5%	29,1	30,3	31,7	33,3	35,1
	5,0%	28,1	29,1	30,4	31,8	33,4
	5,5%	27,2	28,1	29,2	30,4	31,8
	6,0%	26,4	27,3	28,2	29,3	30,5
	6,5%	25,7	26,5	27,3	28,3	29,4
Beta nielewarowana	0,8	30,3	31,6	33,1	34,7	36,7
	1,0	27,2	28,1	29,2	30,4	31,8
	1,2	24,7	25,4	26,2	27,2	28,2

Źródło: BM Banku Millennium

## Ostatnie wydarzenia

### Wyniki IFIRMA

	3q'21	4q'21	1q'22	2q'22	3q'22	4q'22	1q'23	2q'23	3q'23	prognoza MBM	zmiana r/r
<b>Przychody netto ze sprzedaży</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>	13,3	15%
Serwis iFirma (KI, BR, F+)	8,4	8,7	9,2	9,7	9,9	10,5	11,1	13,2	11,9	12,7	20%
Outsourcing i rekrutacja specjalistów IT	0,5	0,8	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,3	0,5	-53%
Usługi IT/Dedykowane rozwiązania IT	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	-7%
EBITDA	2,4	2,7	2,4	1,8	2,2	3,1	2,7	3,2	1,8	2,9	-18%
<b>EBIT</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>2,8</b>	<b>-18%</b>
Przychody finansowe	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	0,3	0,2	379%
<b>Zysk brutto</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>3,0</b>	<b>-8%</b>
Podatek dochodowy	0,4	0,6	0,3	0,3	0,4	0,6	0,5	0,7	0,4	0,6	-6%
<b>Zysk netto</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>2,4</b>	<b>-8%</b>
CF Operacyjny	2,1	2,3	1,4	2,5	1,6	1,9	2,6	3,2	1,0		
CF Inwestycyjny	0,9	3,6	-4,7	-3,4	-2,7	-0,9	-1,0	-1,8	-0,1		
CF Finansowy	-0,6	-1,1	-1,5	-1,9	-1,3	-1,6	-2,6	-1,9	-2,6		

Źródło: IFIRMA, BM Banku Millennium

Wyniki IFIRMY w 3Q 2023 r. okazały się być wyraźnie gorsze od naszych założeń. Negatywnie zaskoczyły przede wszystkim przychody, które po dużym wzroście w 2Q 2023 r. (+17,8% q/q) spadły o 11,4% w porównaniu do poprzedniego kwartału, a warto zaznaczyć, że ostatni raz spadek przychodów w ujęciu kwartał do kwartału spółka zanotowała w 1Q 2018 r. Choć w naszej prognozie na 3Q 2023 r. zakładaliśmy spadek przychodów kwartał do kwartału to jednak znacznie mniejszy, bo na poziomie jedynie 4%. Nie doszacowaliśmy również wzrostu kosztów sprzedaży. Pozostałe pozycje kosztowe i przychody finansowe były zbliżone do naszych założeń z prognozy, co jednak przy wyraźnie słabszej sprzedaży oznacza istotnie gorszy wynik.

### Podwyższona baza porównawcza w II kw. 2023 r.

Jak spółka wyjaśniła w raporcie po III kw. 2023 r., w kwartale poprzednim tj. II kw. 2023 r. przychody były podwyższone ze względu na fakt, że do rocznych rozliczeń podatkowych występujących standardowo w pierwszej połowie roku, w bieżącym roku doszedł nowy obowiązek rozliczania składek zdrowotnych, które dokonywane były w maju. Nowy obowiązek, który w poprzednich latach nie występował, płatny jest poza standardowym abonamentem biura rachunkowego, a jego bazowy koszt zgodnie z cennikiem wynosi 70 PLN (dla klientów, którzy w całym poprzednim roku rozliczali się w BR ifirma.pl). W II kw. doszło też do kumulacji rocznych rozliczeń podatkowych, które w poprzednich latach rozkładały się bardziej równomiernie na I i II kwartał roku. Oba czynniki wyraźnie zwiększyły przychody w II kw. 2023 r. i bazę porównawczą dla III kw. 2023 r.

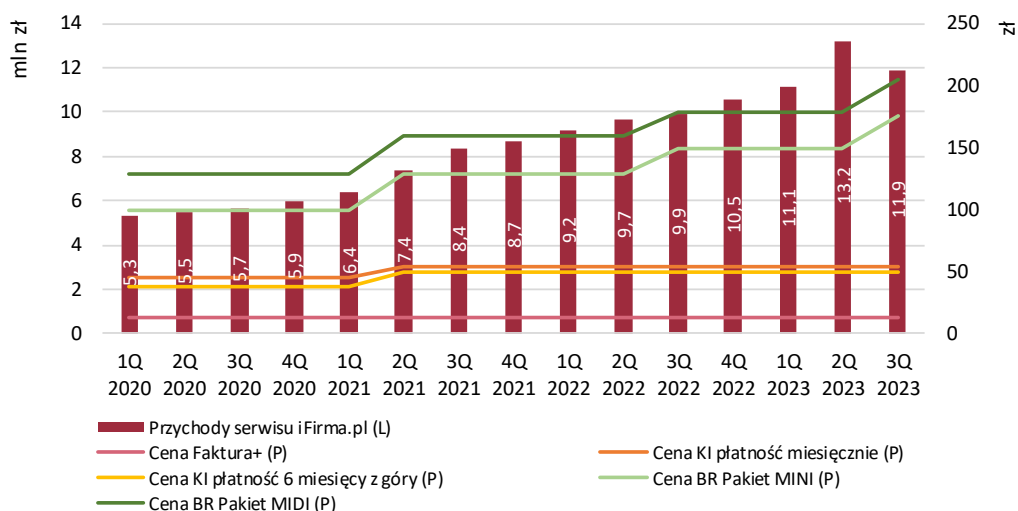
### Pogorszenie w segmencie outsourcingu i rekrutacji IT

Na słabsze przychody w III kwartale 2023 r., wpłynęło również pogorszenie sytuacji w segmencie outsourcingu i rekrutacji specjalistów IT. Jak IFIRMA opisała w raporcie po III kw. 2023 r., dział rekrutacji po rekordowym roku 2022 i dobrym I półroczu 2023 r. odczuł skutki zamrożenia zleceń rekrutacyjnych u dotychczasowych klientów oraz utrudnienia w pozyskiwaniu nowych klientów. Przychody segmentu spadły o 53% r/r oraz 49% q/q. W naszej prognozie założyliśmy spadek o 22% q/q. Choć IFIRMA nie publikuje wyników segmentu, to jednak zakładamy, że pomimo małej skali, tak duży spadek sprzedaży musiał odbić się wyraźnie negatywnie na wynikach całej spółki, gdyż segment ma prawdopodobnie relatywnie stałe koszty prowadzenia działalności. W IV kwartale zakładamy już pewną poprawę przychodów segmentu.

## Podwyżka cennika biura rachunkowego

1 sierpnia 2023 r. nastąpiła podwyżka usług Biura Rachunkowego. Ceny podniesiono do 175 PLN w pakiecie MINI (+17,5%) oraz 205 PLN (+15%) w pakiecie MIDI. Podniesiono również ceny usług nieobjętych abonamentem. Przeprowadzone podwyżki są nieco wyższe od podwyżek przeprowadzonych przed rokiem - 1 sierpnia 2022 r. ceny pakietu MINI wzrosły o 15,5%, a pakietu MIDI o 12,5%. Zarówno w roku bieżącym, jak i poprzednim nie dokonano zmiany cen usługi księgowości internetowej i Faktury+. Ostatnie podwyżki cennika tych usług miały miejsce 1 maja 2021 r. Spółka nie podaje liczby klientów korzystających z poszczególnych usług. Kolejna podwyżka cennika jest naszym zdaniem prawdopodobna w okresie wakacyjnym 2024 r.

## Przychody serwisu iFirma.pl i zmiany cennika podstawowych usług

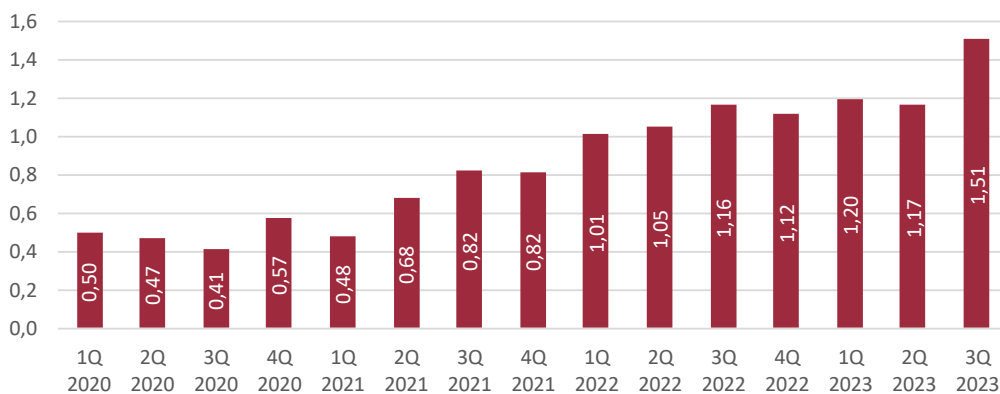


Źródło: IFIRMA, BM Banku Millennium

## Gorsze warunki do pozyskiwania klientów i wyższe koszty sprzedaży

W III kw. 2023 r. IFIRMA wykazała też wyraźnie podwyższone w porównaniu do poprzednich okresów koszty sprzedaży, które wyniosły 1,511 mln PLN (+29,8% r/r i +29,7% q/q). Mimo to, jak wskazano w raporcie, spółka pozyskuje mniejszą niż w ubiegłym roku liczbę nowych klientów przy większej liczbie rezygnacji. Konkretnie liczby klientów nowych oraz odchodzących nie są jednak znane.

## Koszty sprzedaży (mln PLN)



Źródło: IFIRMA, BM Banku Millennium

Gorsze warunki do pozyskiwania nowych klientów w III kw. 2023 r. potwierdzają dane CEiDG, według których w tym okresie liczba zrealizowanych wniosków o założenie i wznowienie działalności wyniosła 112,7 tys. i była o 6% niższa niż w III kw. 2022 r. (119,6 tys.) przy liczbie wniosków zrealizowanych o zakończenie i zawieszenie w wysokości 130,3 tys. tj. wyższej o 1% r/r (129,5 tys.). W III kw. 2023 r. liczba zrealizowanych wniosków o zakończenie i zawieszenie przewyższała liczbę tych o założenie i wznowienie o 17,5 tys. w porównaniu do 9,9 tys. w analogicznym okresie roku ubiegłego.

W danych CEiDG dla trwającego IV kw. 2023 r. widać już pewną odwilż w liczbie zrealizowanych wniosków dotyczących założenia i wznowienia działalności (1 paź - 28 lis 2023 r. 80,1 tys. vs 69,0 tys. w analogicznym okresie 2022 r. tj. +15,9% r/r) jednak również przy wyraźnie wyższej liczbie zrealizowanych wniosków o zakończenie i zawieszenie (1 paź - 28 lis 2023 r. 98,8 tys. vs 77,9 tys. w analogicznym okresie 2022 r. tj. +26,7% r/r). W okresie tym liczba zrealizowanych wniosków o zakończenie i zawieszenie przewyższała liczbę tych o założenie i wznowienie o 18,7 tys. w porównaniu do 8,9 tys. w analogicznym okresie roku ubiegłego.

Na pogorszenie liczby pozyskiwanych klientów przez IFIRMĘ, wpłynąć mogły też aktywne działania marketingowe ze strony konkurencji, w szczególności InFaktu.

Oczekujemy, że w przyszłym roku wraz z powrotem dobrej koniunktury gospodarczej, spadkiem inflacji oraz możliwym dalszym spadkiem stóp procentowych, warunki prowadzenia działalności dla przedsiębiorców ulegną poprawie, w związku z czym również statystyki otwieranych i zamykanych działalności mogą być lepsze niż w roku bieżącym.

### **Zaliczka na poczet dywidendy za III kw. 2023 r.**

Rada Nadzorcza IFIRMY w uchwale podjętej dnia 13.11.2023 pozytywnie zaopiniowała uchwałę Zarządu w sprawie wypłaty zaliczki na poczet dywidendy w kwocie 0,30 PLN na akcję. Dzień, według którego ustala się uprawnionych do zaliczki, wyznaczono na 12.12.2023, zaś termin wypłaty zaliczki na 19.12.2023. Wypłata ta dotyczy III kwartału 2023. Zaliczką objętych będzie 6,4 mln akcji, a całkowita kwota zaliczki wyniesie 1,92 mln PLN.

### **Powrót dyskusji na temat testu przedsiębiorcy?**

Magdalena Biejał, polityczka Lewicy, na początku listopada powiedziała, że należy wrócić do dyskusji na temat wprowadzenia „Testu przedsiębiorcy”. Według polityczki jeśli ktoś spełnia zasady etatu, a jednocześnie udaje, że jest jednoosobową działalnością gospodarczą po to, aby unikać podatków to jest to oszustwo. Jest to powrót do pomysłu Prawa i Sprawiedliwości z 2019 r., z którego ostatecznie ta partia się wycofała. Opisany problem dotyczy osób, które prowadzą działalność, ale w istocie związani są z jednym kontrahentem, a forma świadczonych usług jest zbliżona do normalnej pracy na etacie. Wprowadzenie testu mogłoby istotnie wpłynąć na IFIRMĘ ze względu na ograniczenie liczby działalności gospodarczych w kraju i konieczność przejścia na etat części klientów spółki. Liczba fikcyjnie samozatrudnionych nie jest znana, jednak zakładamy, że jest to istotna grupa.

Po wypowiedzi polityczki, w mediach rozgorzała dyskusja na temat „testu” i pomysł został szeroko skrytykowany przez ekspertów. Nie był również komentowany przez innych polityków nowej większości sejmowej, w związku z czym wydaje się, że póki co wprowadzenie „testu” jest mało prawdopodobne.

### **Możliwy powrót ryczałtowej składki zdrowotnej**

Koalicja Obywatelska, Trzecia Droga oraz Nowa Lewica w umowie koalicyjnej zobowiązały się do „przywrócenia korzystnych warunków do rozwoju działalności gospodarczej”. Jednym z postulatów zapisanych w umowie jest wprowadzenie „korzystnych i czytelnych zasad naliczania składki zdrowotnej”. Kwestia składki podnoszona była również przez te partie w kampanii wyborczej i postulowały one przywrócenie ryczałtowego systemu naliczania.

Potencjalne przywrócenie ryczałtowego systemu i uproszczenie prowadzenia działalności w średnim i długim okresie może korzystnie odbić się na liczbie zakładanych firm, co jest pozytywne dla IFIRMY. Z drugiej strony przywrócenie ryczałtowej składki oznaczać może wycofanie obowiązku rocznego rozliczania składki, który stanowił w II kw. 2023 r. dodatkowy przychód dla spółki.

**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>51,3</b>	<b>60,5</b>	<b>69,2</b>	<b>77,3</b>	<b>83,8</b>	<b>88,9</b>	<b>92,5</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>19,5</b>	<b>23,4</b>	<b>26,5</b>	<b>29,4</b>	<b>31,0</b>	<b>32,3</b>	<b>33,3</b>
marża brutto ze sprzedaży	31,1%	29,8%	38,8%	40,4%	38,0%	38,6%	38,2%	38,0%	37,0%	36,3%	36,0%
koszty SG&A	3,9	4,8	6,2	8,3	9,9	11,5	13,0	13,6	14,2	14,4	14,3
saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	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>9,5</b>	<b>11,8</b>	<b>13,4</b>	<b>15,8</b>	<b>16,8</b>	<b>17,9</b>	<b>19,0</b>
marża EBIT	12,4%	9,5%	20,2%	20,7%	18,5%	19,6%	19,4%	20,4%	20,1%	20,1%	20,5%
<b>EBIT skorygowany*</b>	<b>3,5</b>	<b>3,1</b>	<b>7,5</b>	<b>10,0</b>	<b>10,5</b>	<b>12,9</b>	<b>14,6</b>	<b>15,8</b>	<b>16,8</b>	<b>17,9</b>	<b>19,0</b>
marża EBIT skorygowany*	16,6%	13,0%	22,4%	23,1%	20,5%	21,4%	21,1%	20,4%	20,1%	20,1%	20,5%
<b>EBITDA</b>	<b>3,1</b>	<b>2,8</b>	<b>7,5</b>	<b>9,5</b>	<b>10,1</b>	<b>12,5</b>	<b>14,1</b>	<b>16,5</b>	<b>17,6</b>	<b>18,7</b>	<b>19,9</b>
marża EBITDA	14,5%	11,6%	22,3%	22,0%	19,7%	20,6%	20,4%	21,4%	21,0%	21,1%	21,5%
<b>EBITDA skorygowana*</b>	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>	<b>8,2</b>	<b>10,5</b>	<b>11,1</b>	<b>13,6</b>	<b>15,3</b>	<b>16,5</b>	<b>17,6</b>	<b>18,7</b>	<b>19,9</b>
marża EBITDA skorygowana*	18,8%	15,1%	24,5%	24,5%	21,7%	22,4%	22,1%	21,4%	21,0%	21,1%	21,5%
saldo finansowe	0,1	0,1	0,0	0,2	1,1	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5
<b>zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>	<b>6,7</b>	<b>9,1</b>	<b>10,5</b>	<b>12,6</b>	<b>14,1</b>	<b>16,3</b>	<b>17,3</b>	<b>18,3</b>	<b>19,5</b>
podatek dochodowy	0,6	0,5	1,4	1,7	2,1	2,4	2,7	3,1	3,3	3,5	3,7
<b>zysk netto</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>5,3</b>	<b>7,5</b>	<b>8,5</b>	<b>10,2</b>	<b>11,4</b>	<b>13,2</b>	<b>14,0</b>	<b>14,9</b>	<b>15,8</b>
marża zysku netto	10,1%	7,7%	15,8%	17,3%	16,5%	16,9%	16,5%	17,1%	16,7%	16,7%	17,0%
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	1,6	1,8	2,1	2,2	2,3	2,5

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>9,7</b>	<b>10,3</b>	<b>11,2</b>	<b>12,4</b>	<b>13,4</b>	<b>14,2</b>	<b>14,8</b>
rzeczowe aktywa trwałe	0,7	1,1	1,1	1,3	1,1	1,3	1,4	1,5	1,7	1,8	1,8
dłużne papiery wartościowe	0,0	0,0	0,0	7,1	7,5	7,8	8,4	9,2	10,1	10,6	11,0
pozostałe	0,6	0,6	0,8	0,9	1,1	1,3	1,4	1,6	1,7	1,8	1,9
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>11,5</b>	<b>12,9</b>	<b>18,1</b>	<b>12,8</b>	<b>13,8</b>	<b>15,0</b>	<b>15,9</b>	<b>17,5</b>	<b>19,2</b>	<b>20,8</b>	<b>22,5</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	6,0	6,7	7,2	7,6	8,0
aktywa finansowe w pozostałych jedn.	1,3	3,4	0,0	4,0	7,2	6,8	6,7	7,4	8,0	8,5	8,8
środki pieniężne	8,1	7,2	15,2	4,7	1,8	2,6	2,8	3,0	3,4	4,1	5,2
pozostałe	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
<b>aktywa razem</b>	<b>12,8</b>	<b>14,7</b>	<b>19,9</b>	<b>22,1</b>	<b>23,5</b>	<b>25,3</b>	<b>27,0</b>	<b>29,9</b>	<b>32,6</b>	<b>35,1</b>	<b>37,3</b>
kapitał własny	8,8	9,6	12,4	13,7	13,2	13,2	13,2	14,5	15,9	17,4	19,0
zobowiązania i rezerwy	4,0	5,1	7,6	8,4	10,3	12,1	13,8	15,3	16,6	17,6	18,3
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	7,7	8,6	9,3	9,9	10,2
rezerwy	0,6	0,8	1,0	1,1	1,4	1,7	1,9	2,1	2,3	2,4	2,5
rozl. międzyokresowe	1,0	1,4	2,7	2,6	3,1	3,6	4,2	4,6	5,0	5,3	5,6
<b>pasywa razem</b>	<b>12,8</b>	<b>14,7</b>	<b>19,9</b>	<b>22,1</b>	<b>23,5</b>	<b>25,3</b>	<b>27,0</b>	<b>29,9</b>	<b>32,6</b>	<b>35,1</b>	<b>37,3</b>
BVPS	1,4	1,5	1,9	2,1	2,1	2,1	2,1	2,3	2,5	2,7	3,0
Dług / (gotówka) netto*	-8,1	-7,2	-15,2	-15,9	-16,6	-17,2	-17,8	-19,6	-21,4	-23,3	-25,0

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	10,5	12,6	14,1	16,3	17,3	18,3	19,5
podatek	0,6	0,5	1,4	1,7	2,1	2,4	2,7	3,1	3,3	3,5	3,7
amortyzacja	0,5	0,5	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9	0,9
zmiana kapitału obrotowego	-0,3	0,2	0,4	-0,2	0,3	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,0
<b>przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>2,6</b>	<b>3,1</b>	<b>7,7</b>	<b>7,4</b>	<b>9,0</b>	<b>10,8</b>	<b>12,2</b>	<b>14,0</b>	<b>14,9</b>	<b>15,7</b>	<b>16,4</b>
nabycie WNIP oraz aktywów rzeczowych	0,3	0,9	0,6	0,8	0,4	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0
nabycie aktywów finansowych	0,0	0,0	0,0	13,0	3,6	-0,2	0,5	1,6	1,5	1,1	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>-3,0</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,2</b>
wypłata dywidendy	1,0	1,0	2,5	6,3	9,0	10,2	11,4	11,9	12,6	13,4	14,2
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>-10,2</b>	<b>-11,4</b>	<b>-11,9</b>	<b>-12,6</b>	<b>-13,4</b>	<b>-14,2</b>
zmiana gotówki netto	4,0	-0,9	8,0	-10,5	-2,9	0,7	0,2	0,2	0,4	0,7	1,1
DPS	0,15	0,16	0,39	0,98	1,40	1,60	1,79	1,86	1,97	2,09	2,22
CEPS	0,41	0,37	0,94	1,26	1,42	1,69	1,89	2,19	2,32	2,46	2,61
FCFPS	0,34	0,31	1,11	1,01	1,34	1,55	1,77	2,03	2,17	2,29	2,41

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%	19,2%	17,9%	14,5%	11,7%	8,4%	6,0%	4,1%
zmiana EBITDA	58,6%	-8,2%	164,8%	27,0%	6,4%	23,5%	13,3%	17,0%	6,8%	6,3%	6,1%
zmiana EBIT	73,8%	-11,9%	193,4%	31,7%	6,4%	25,0%	13,5%	17,3%	6,7%	6,3%	6,1%
zmiana zysku netto	65,2%	-13,2%	184,1%	41,3%	13,4%	20,9%	11,9%	15,7%	5,8%	6,0%	6,1%
marża EBITDA	14,5%	11,6%	22,3%	22,0%	19,7%	20,6%	20,4%	21,4%	21,0%	21,1%	21,5%
marża EBIT	12,4%	9,5%	20,2%	20,7%	18,5%	19,6%	19,4%	20,4%	20,1%	20,1%	20,5%
marża zysku netto	10,1%	7,7%	15,8%	17,3%	16,5%	16,9%	16,5%	17,1%	16,7%	16,7%	17,0%
sprzedaż/aktywa (x)	1,66	1,65	1,68	1,95	2,18	2,39	2,56	2,59	2,57	2,53	2,48
stopa podatkowa	20,8%	21,7%	21,5%	18,3%	19,7%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
ROE	24,4%	19,4%	42,7%	54,4%	64,0%	77,4%	86,6%	91,1%	87,9%	85,2%	82,9%
ROA	16,8%	12,7%	26,5%	33,7%	36,0%	40,5%	42,3%	44,4%	43,0%	42,4%	42,3%
dług (gotówka) netto (mln PLN)	-8,1	-7,2	-15,2	-15,9	-16,6	-17,2	-17,8	-19,6	-21,4	-23,3	-25,0

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. Skomplikacja 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.
- ❑ **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, 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. Są to zarówno obligacje zmienno kuponowe 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
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 Gawkowski
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 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 wrz 23	2,80	3,80	Łukasz Bugaj
IFIRMA	Akumuluj	8 wrz 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

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	5	31%
Neutralnie	0	0%
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

<b>Marcin Materna, CFA</b> Doradca inwestycyjny +48 22 598 26 82 marcin.materna@bankmillennium.pl	<b>Dyrektor</b> banki, ubezpieczenia
<b>Adam Zajler</b> +48 22 598 26 88 adam.zajler@bankmillennium.pl	<b>Analityk</b> przemysł, technologie, media
<b>Łukasz Bugaj, CFA</b> Doradca inwestycyjny +48 22 598 26 59 lukasz.bugaj@bankmillennium.pl	<b>Analityk</b> fundusze inwestycyjne
<b>Grzegorz Gawkowski</b> +48 22 598 26 05 grzegorz.gawkowski@bankmillennium.pl	<b>Analityk</b> fundusze inwestycyjne
<b>Seweryn Żołyński, CFA</b> Doradca inwestycyjny +48 22 598 26 71 seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl	<b>Analityk</b> handel, deweloperzy

## Departament Sprzedaży

<b>Radosław Zawadzki</b> +48 22 598 26 34 radoslaw.zawadzki@bankmillennium.pl	<b>Dyrektor</b>
<b>Arkadiusz Szumilak</b> +48 22 598 26 75 arkadiusz.szumilak@bankmillennium.pl	
<b>Jarosław Oldakowski</b> +48 22 598 26 11 jaroslaw.oldakowski@bankmillennium.pl	
<b>Leszek Iwaniec</b> +48 22 598 26 90 leszek.iwaniec@bankmillennium.pl	
<b>Marek Pszczółkowski</b> +48 22 598 26 60 marek.pszczolkowski@bankmillennium.pl	

**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 emitentowi 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 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.

#### 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, 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 30 listopada 2023r. o godzinie 14:45 a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest data raportu 30 listopada 2023r. 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.