

# IFIRMA

**neutralnie**

usługi dla biznesu / IT

poprzednia rekomendacja: neutralnie

Cena rynkowa\*: 22,8

Cena docelowa: 20,8

## Pod ciężarem kosztów

Wynik pierwszego półrocza 2024 r. w IFIRMIE nie przyniósł pozytywnego zaskoczenia. Choć przychody spółki wzrosły o 14,9% r/r, to jednak koszty operacyjne rosły znacznie szybciej, bo aż o 28,9% r/r, a w efekcie, pomimo wzrostu skali działalności, EBIT spółki spadł o 34,7% r/r, a zysk netto o 33,6% r/r. W pierwszym półroczu 2024 r. IFIRMA mierzyła się z wysoką bazą porównawczą w postaci najlepszego półrocza w historii spółki tj. pierwszego półrocza 2023 r. W dalszej części roku baza będzie już zdecydowanie mniej wymagająca, w związku z czym oczekujemy, że spadek zysków będzie zdecydowanie mniejszy w ujęciu r/r niż w pierwszym półroczu 2024 r. Baza będzie niższa, szczególnie w segmencie rekrutacji, którego przychody wyraźnie pogorszyły się od 3Q'23.

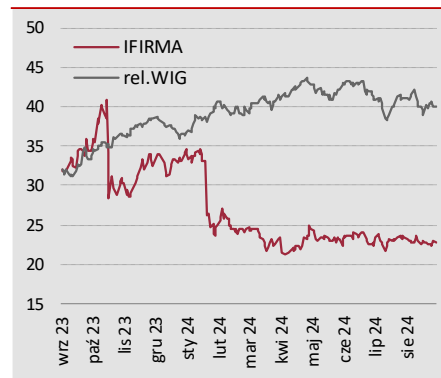
Dokonałymi aktualizacji modelu wyceny dla IFIRMY uwzględniając dane za minione półrocze. W szczególności skorygowaliśmy w górę założenia dotyczące kosztów działalności operacyjnej oraz tempa pozyskiwania klientów w kolejnych okresach. Ostatecznie zmieniamy cenę docelową dla akcji IFIRMY do 20,8 PLN za akcję (poprzednio 21,4 PLN) i utrzymujemy rekomendację „neutralnie”.

W 2Q'24 nastąpił spadek w porównaniu do 1Q'24 dynamicznie rosnących w poprzednich okresach kosztów sprzedaży, co rodzi nadzieję na zatrzymanie szybkiego wzrostu wydatków na pozyskanie klientów. Istotna inwestycja w marketing w warunkach wysokiej konkurencji pozwoliła pozyskać w pierwszym półroczu około 10% więcej nowych klientów dla usługi biuro rachunkowe, przy czym, jak opisała spółka wzrost ten skoncentrował się w drugim kwartale.

W sierpniu IFIRMA wprowadziła zapowiadaną usługę pełnej księgowości. Nie oczekujemy, że w krótkim okresie nowa usługa może przynieść znaczące przychody, jednak w dłuższym horyzoncie może być dodatkowym motorem wzrostu spółki. W nadchodzących latach IFIRMA planuje rozwój nowej usługi.

1 sierpnia 2024 r. wszedł w życie nowy cennik usług biura rachunkowego dla JDG. W nowym modelu dla klientów prowadzących KPiR, spółka zrezygnowała z oferty pakietów MINI i MIDI na rzecz jednego pakietu standardowego, w którym klient może przesłać do 10 dokumentów kosztowych, a przy wyższej liczbie będzie zobowiązany dopłacać za kolejne dokumenty. Cennik wzrósł od 6,8% dla klientów przesyłających 11-15 dokumentów i 8% dla klientów przesyłających do 10 dokumentów do nawet 50,7% dla klientów przesyłających 26-30 dokumentów. Nie znamy dokładnych danych dotyczącej struktury klientów, jednak zakładamy, że zdecydowana ich większość „mieści się” w progu poniżej 15 dokumentów. Cena dla ryczałtowców zwolnionych z VAT nie zmieniła się. Wśród usług dodatkowych zmieniły się ceny 8 na ponad 60 usług.

Trwają prace nad gruntownym wzmocnieniem roli i uprawnień PIP, w tym w zakresie kontroli form zatrudnienia. PIP miałyby uzyskać prawo przekształcania umów cywilnoprawnych (w tym B2B) w stosunek pracy decyzją administracyjną. Póki co jest za wcześnie aby powiedzieć czy zmiana może mieć realne przełożenie na ograniczenie ilości umów B2B, co miałyby negatywny wpływ na IFIRME poprzez ograniczenie grupy potencjalnych klientów. Wejście zmian w życie możliwe jest w 2025 r.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	42,5 / 20,6
Liczba akcji (mln)	6,400
Kapitalizacja (mln PLN)	145,9
EV (mln PLN)	163,0
Free float (mln PLN)	61,8
Średni obrót (mln PLN)	0,12
Główny akcjonariusz	Wojciech Narczyński
% akcji, % głosów	26,8%, 33,0%
	<b>1 m 3 m 12 m</b>
Zmiana ceny	-2,2% -1,7% -29,1%
Zmiana WIG	-2,7% -5,2% 24,5%

**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 (%)
2023	51,3	9,0	9,6	10,0	8,0	1,25	1,35	2,01	18,2	11,4	6,1%	16,9	62,3%
2024p	59,3	6,6	7,1	7,5	6,1	0,95	1,03	2,03	24,1	11,3	4,1%	22,9	46,8%
2025p	68,6	8,7	9,2	9,4	7,7	1,20	1,28	2,03	19,1	11,3	5,2%	17,7	59,1%
2026p	76,2	9,7	10,3	10,4	8,4	1,31	1,40	2,16	17,3	10,6	5,2%	15,9	61,0%

p - prognozy BM Banku Millennium r/rn 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 23.09.2024 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 134,5 mln PLN, czyli 21,0 PLN na akcję. Z kolei przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 131,2 mln PLN (20,5 PLN na akcję). Zastosowaliśmy wagi odpowiednio 50% i 50%.

Ostatecznie uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 132,9 mln PLN, czyli 20,8 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną utrzymujemy rekomendację dla IFIRMY na poziomie „neutralnie”.

### Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Waga	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	50%	134,5	21,0
Wycena porównawcza	50%	131,2	20,5
<b>Wycena IFIRMA</b>		<b>132,9</b>	<b>20,8</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	156,4	90,8	63,1	53,1	39,9	30,6
BLACKLINE	BL	USA	24,4	23,7	21,8	21,1	19,1	16,7
FORTNOX	FNOX	Szwecja	57,2	43,7	34,3	37,0	28,6	22,7
COMRACH	CMR	Polska	28,3	20,0	16,8	12,4	10,8	10,1
ECIT	ECIT	Norwegia	21,7	16,5	13,7	11,0	9,0	7,9
WNS HOLDINGS	WNS	Indie	12,6	12,1	10,7	7,9	8,7	7,9
CBIZ	CBZ	USA	25,6	22,2	22,2	16,6	15,3	15,3
ADMINISTER	ADMIN	Finlandia	24,8	16,8	9,6	7,6	6,3	5,4
AALLON GROUP	AALLON	Finlandia	12,5	11,9	10,9	6,5	6,4	6,0
Mediana			24,8	20,0	16,8	12,4	10,8	10,1
IFIRMA zysk netto (mln PLN)			6,1	7,7	8,4			
IFIRMA EBITDA (mln PLN)						7,1	9,2	10,3
Dług/(gotówka) netto (mln PLN)						- 17,1	- 17,1	- 17,1
Wy cena IFIRMA na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)			150,1	153,0	141,2	105,3	116,6	120,9
Wycena			131,2					
Liczba akcji (mln)			6,4					
<b>Wycena na 1 akcję</b>			<b>20,5</b>					

Źródło: Bloomberg

Wartości wskaźników ustalone na dzień i godzinę: 2024-09-23 17:00

## Wycena DCF

(mln PLN)	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p	>2031p
Przychody	59,3	68,6	76,2	83,4	90,0	95,0	98,9	
EBIT	6,6	8,7	9,7	10,7	11,7	12,5	13,1	
Stopa podatkowa (T)	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
EBIT x (1-T)	5,3	7,0	7,9	8,7	9,5	10,1	10,6	
Amortyzacja	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	
Zmiana w kapitale pracującym	0,7	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	
CAPEX	0,4	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,7	
FCFF	6,1	7,3	8,2	9,0	9,8	10,3	10,8	
zmiana FCF		19,5%	12,1%	9,9%	8,5%	5,8%	4,3%	2,5%
Stopa wolna od ryzyka	5,5%	5,4%	5,1%	4,8%	4,8%	4,9%	5,0%	5,2%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	10,5%	10,4%	10,1%	9,8%	9,8%	9,9%	10,0%	10,2%
WACC	10,5%	10,4%	10,1%	9,8%	9,8%	9,9%	10,0%	10,2%
PV (FCF)	5,9	6,4	6,6	6,6	6,5	6,3	5,9	79,1
Wartość DCF (mln PLN)	123,4							
+ (Dług) Gotówka netto *	15,8							
- wypłacone dywidendy	4,7							
Wy cena	134,5							
Liczba akcji (mln)	6,4							
<b>Wycena 1 akcji</b>	<b>21,0</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 – 2030 (dodano rok 2030)
- do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych
- długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,2% (poprzednio 5,7%)
- 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%
<b>Stopa RF rezydualna</b>	4,2%	20,9	21,8	22,9	24,1	25,5
	4,7%	20,2	21,0	21,9	22,9	24,2
	5,2%	19,5	20,2	21,0	21,9	23,0
	5,7%	18,9	19,5	20,3	21,0	22,0
	6,2%	18,4	19,0	19,6	20,3	21,1
	6,7%	17,9	18,4	19,0	19,6	20,3
<b>Beta nielewarowana</b>	0,8	21,8	22,8	23,9	25,2	26,7
	1,0	19,5	20,2	21,0	21,9	23,0
	1,2	17,6	18,2	18,8	19,5	20,3

Źródło: BM Banku Millennium

## Ostatnie wydarzenia

### Wyniki IFIRMA

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	zmiana r/r
<b>Przychody netto ze sprzedaży</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>	<b>13,8</b>	<b>15,8</b>	<b>13,2%</b>
Serwis iFirma (KI, BR, F+)	9,2	9,7	9,9	10,5	11,1	13,2	11,9	12,5	13,4	15,4	16,9%
Outsourcing i rekrutacja specjalistów IT	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,3	0,4	0,2	0,3	-59,2%
Usługi IT/Dedykowane rozwiązania IT	0,1	0,2	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1	0,4	0,2	0,1	-14,5%
Koszt w ytworzenia sprzedanych produktów	5,7	6,8	6,6	6,6	7,0	8,5	8,0	8,4	9,0	10,5	22,7%
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</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>	<b>4,8</b>	<b>5,3</b>	<b>-2,0%</b>
Marża brutto ze sprzedaży	42,8%	35,9%	39,0%	43,7%	40,5%	38,8%	34,8%	36,2%	35,0%	33,6%	-5,2 p.p.
Koszty sprzedaży	1,0	1,1	1,2	1,1	1,2	1,2	1,5	1,8	2,3	1,9	60,6%
Koszty sprzedaży jako % przychodów	10,1%	9,9%	10,8%	9,6%	10,1%	8,4%	12,2%	13,6%	16,4%	11,9%	+3,5 p.p.
Koszty ogólnego zarządu	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,2	1,1	1,2	10,3%
Koszty zarządu jako % przychodów	9,6%	9,2%	9,4%	8,5%	9,1%	7,9%	9,1%	8,9%	7,9%	7,7%	-0,2 p.p.
Saldo pozostałych przychodów i kosztów	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-
<b>EBIT</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>	<b>1,5</b>	<b>2,1</b>	<b>-30,5%</b>
Marża EBIT	23,0%	15,5%	18,6%	25,3%	21,3%	22,1%	13,2%	13,5%	11,0%	13,6%	-8,5 p.p.
<b>EBITDA</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>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>-29,6%</b>
Marża EBITDA	24,2%	16,8%	20,1%	26,7%	22,7%	23,2%	14,4%	14,6%	12,0%	14,4%	-8,8 p.p.
<b>EBITDA skorygowana*</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>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>-39,1%</b>
Marża EBITDA skorygowana*	26,7%	19,3%	22,3%	29,4%	25,2%	25,0%	16,2%	16,5%	13,1%	15,1%	-12,1 p.p.
Saldo przychodów i kosztów finansowych	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	-44,8%
<b>Zysk brutto</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>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>	<b>-32,3%</b>
Podatek dochodowy	0,3	0,3	0,4	0,6	0,5	0,7	0,4	0,4	0,4	0,5	-30,3%
<b>Zysk netto</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>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>-32,8%</b>
Marża zysku netto	20,0%	12,7%	15,4%	21,1%	17,9%	20,2%	12,3%	11,8%	10,0%	12,0%	-8,2 p.p.

Źródło: IFIRMA, BM Banku Millennium

\* - korekta o koszty rozwoju Firmbee

W 2Q'24 r. przychody IFIRMY wzrosły o 13,2% r/r, a w całym pierwszym półroczu 2024 r. o 14,9% r/r. Sprzedaż najistotniejszego z segmentów tj. serwisu iFirma (Biuro rachunkowe, Księgowość Internetowa i Faktura+) wzrosła o 16,9% r/r w 2Q'24, a w całym półroczu o 18,7% r/r. Wzrost wynikał z podwyższenia cennika wprowadzonego 1 sierpnia 2023 r. oraz wzrostu liczby klientów. Utrzymuje się wyraźnie pogorszona sytuacja segmentu outsourcingu i rekrutacji IT, którego przychody w 2Q'24 spadły o 59,2% r/r, a w całym półroczu o 58,2% r/r. Gorsza sytuacja utrzymuje się od 3Q'23 i jest skutkiem przeciągającego się zamrożenia zleceń rekrutacyjnych u dotychczasowych klientów i trudności w pozyskaniu nowych. Póki co nie widać odbicia w segmencie, choć w kolejnych kwartałach dynamika przychodów prawdopodobnie nie będzie już tak niekorzystna, ze względu na niższą bazę.

Koszt wytworzenia w 2Q'24 wzrósł znacznie dynamiczniej niż przychody, bo o 22,7% r/r, a w całym półroczu o 25,1% r/r. Za wzrost odpowiada wzrost zatrudniania o ponad 4% r/r, rosnące płace i koszty usług obcych (głównie usługi informatyczne), przez co mimo wzrostu przychodów, zysk brutto ze sprzedaży spadł w 2Q'24 o 2,0% r/r, a w całym 1H'24 spadł o 0,5% r/r, natomiast marża brutto ze sprzedaży była niższa o 5,2 p.p. r/r w 2Q'24 i 5,3% p.p. r/r w całym półroczu.

Wzrost kosztów wytworzenia był wyraźnie szybszy od dynamiki przychodów, pomimo że koszty rozwoju i marketingu Firmbee w 2Q'24 wyniosły niskie 109 tys. PLN (-55,9% r/r), a w całym półroczu 264 tys. PLN (-50,9% r/r). Zakładamy, że Firmbee ma nikłe szanse na sukces, a spółka będzie wykorzystywać system głównie jako POC (Proof of Concept) dla testowania rozwiązań wdrażanych następnie w serwisie ifirma.pl.

W 2Q'24 spowolnił wzrost kosztów sprzedaży, które były 60,6% wyższe niż w analogicznym okresie roku poprzedniego, jednak wyraźnie niższe niż w poprzednim kwartale (1,87 mln PLN w 2Q'24 vs. 2,26 mln PLN w 1Q'24). Jak napisała spółka, wydatki marketingowe pozwoliły pozyskać w pierwszym półroczu 2024 około 10% więcej nowych klientów (niż w 1H'23) dla usługi Biura Rachunkowego, przy czym wzrost ten skoncentrował się w drugim kwartale. Nie znamy jednak liczby rezygnacji.

Ostatecznie EBIT spółki w 2Q'24 spadł o 30,5% do 2,14 mln PLN, a w całym półroczu o 34,7% do 3,66 mln PLN. Zysk netto spadł o 32,8% do 1,89 mln PLN. Dzięki niższym kosztom sprzedaży q/q spadek EBIT był nieco niższy niż w 1Q'24 (-39,9% r/r) jednak sytuacja w naszej ocenie pozostaje niekorzystna.

## Zmiana cennika usług biura rachunkowego dla JDG

Pod koniec czerwca IFIRMA poinformowała o zmianie cennika usług Biura Rachunkowego od 1 sierpnia 2024 dla jednoosobowych działalności gospodarczych (JDG).

Dotychczas dla prowadzących KPiR oferta podzielona była na pakiet MINI w cenie 175 PLN miesięcznie dla klientów z liczbą dokumentów kosztowych poniżej 10, oraz pakiet MIDI w cenie 205 PLN miesięcznie dla klientów z liczbą dokumentów kosztowych poniżej 30. Każdy kolejny dokument kosztowy wykraczający poza pakiet MINI/MIDI wiązał się z dodatkową opłatą 9 PLN (dokument w wersji elektronicznej).

### Zmiana cennika usług biura rachunkowego iFirma.pl dla JDG

	do 1 sierpnia 2024	od 1 sierpnia 2024	wzrost
<b>KPiR - abonamenty</b>			
do 10 dokumentów kosztowych	175	189	8,0%
11-15 dokumentów kosztowych	205	219	6,8%
16-20 dokumentów kosztowych	205	249	21,5%
21-25 dokumentów kosztowych	205	279	36,1%
26-30 dokumentów kosztowych	205	309	50,7%
31-35 dokumentów kosztowych	214-250	339	35,6%-58,4%
36-40 dokumentów kosztowych	259-295	369	25,1%-42,5%
41-45 dokumentów kosztowych	304-340	399	17,4%-31,3%
46-50 dokumentów kosztowych	349-385	429	11,4%-22,9%
51-55 dokumentów kosztowych	394-430	459	6,7%-16,5%
56-60 dokumentów kosztowych	439-475	489	2,9%-11,4%
61-65 dokumentów kosztowych	484-520	519	-0,2%-7,2%
66-70 dokumentów kosztowych	529-565	549	-2,8%-3,8%
<b>ryczałt - abonament</b>			
Pakiet dla ryczałtowców zwolnionych z VAT (0-10 dokumentów kosztowych)	149	149	-
<b>usługi dodatkowe których koszt uległ zmianie</b>			
IP BOX - miesięczna ewidencja dla jednego projektu (0-10 pozycji)	60	75	25,0%
IP BOX - dodatkowa pozycja w ewidencji (opłata za każdą pozycję powyżej 10 dla danego projektu)	7	10	42,9%
Opłata dodatkowa za dostarczenie dokumentów między 11 a 15 dniem	45	49	8,9%
Opłata dodatkowa za dostarczenie dokumentów między 16 a 19 dniem	85	95	11,8%
Opłata dodatkowa za dostarczenie dokumentów po 19-tym dniu miesiąca	165	185	12,1%
Zaksięgowanie wynagrodzenia, uwzględnienie ubezpieczonego w deklaracji ZUS (umowa o pracę, umowy cywilno-prawne) - opłata miesięczna	17	20	17,6%
Wnioski do banków i instytucji państwowych - dla pracownika	30-100	50-150	50%-66,7%
Przygotowanie zgłoszenia/aktualizacji VAT-R	15	20	33,3%

źródło: <https://www.ifirma.pl/>

W nowym modelu dla klientów prowadzących KPiR w biurze rachunkowym iFirma, spółka zrezygnowała z pakietu MINI i MIDI na rzecz jednego pakietu standardowego w cenie 189 PLN miesięcznie, w którym klient może przesłać do 10 dokumentów kosztowych. Przy wyższej liczbie dokumentów klient będzie zobowiązany dopłacać 30 PLN za dodatkowe pakiety kolejnych 5 dokumentów kosztowych. Cennik wzrósł od 6,8% dla klientów przesyłających 11-15 dokumentów kosztowych i 8% dla klientów przesyłających do 10 dokumentów do nawet 50,7% dla klientów przesyłających 26-30 dokumentów. Nie znamy dokładnych danych dotyczącej struktury klientów, jednak zakładamy, że zdecydowana ich większość „mieści się” w proggu poniżej 15 dokumentów kosztowych.

Cena pakietu dla ryczałtowców zwolnionych z VAT nie uległa zmianie.

Ceny usług dodatkowych nieobjętych pakietami nie zmieniły się znacząco. Na ponad 60 usług, zmiana w cenniku zaszła dla tylko 8 z nich, przy czym cena najistotniejszych - zeznania rocznego z działalności gospodarczej i rozliczenia rocznego składki zdrowotnej - nie uległa zmianie.

## Wprowadzenie usługi pełnej księgowości

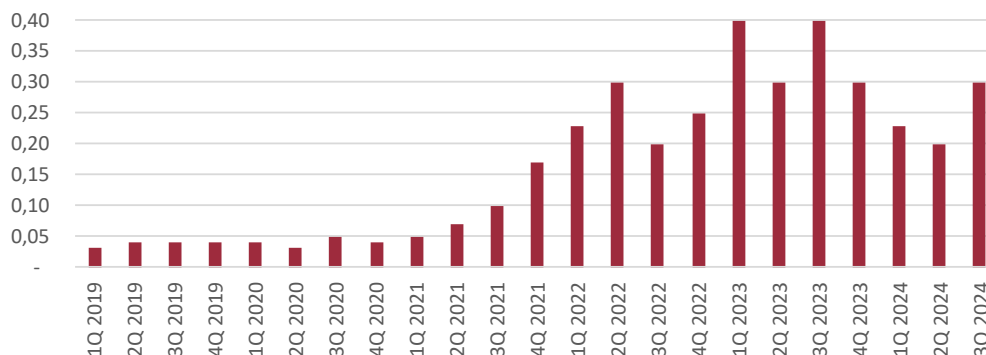
W sierpniu IFIRMA wprowadziła zapowiadaną usługę pełnej księgowości. Koszt usługi to 650 PLN do 10 dokumentów + 70 PLN za każde rozpoczęte 5 kolejnych dokumentów. Podobnie jak przy obsłudze JDG, biuro rachunkowe pobiera dodatkowe opłaty za liczne usługi dodatkowe. W nadchodzących latach spółka planuje rozwój nowej usługi, dzięki czemu poszerzy rynek swojej działalności.

Nie oczekujemy, że w krótkim okresie nowa usługa może przynieść znaczące przychody, jednak w dłuższym horyzoncie może być dodatkowym motorem wzrostu IFIRMY.

## Zaliczka na poczet dywidendy za 2Q'24

12.09.2024 r. spółka wypłaciła zaliczkę na poczet dywidendy za 2Q'24 w wysokości 0,30 PLN na akcję. Całkowita kwota zaliczki wyniosła 1,920 mln PLN. Zaliczka była takiej samej wysokości jak przed rokiem tj. za 2Q'23. Łączna kwota zaliczek wypłaconych za 1Q'24 i 2Q'24 wynosi 50 gr i stanowi 97,74% wyniku netto odnotowanego w tym okresie.

## Kwartalne zaliczki na dywidendę

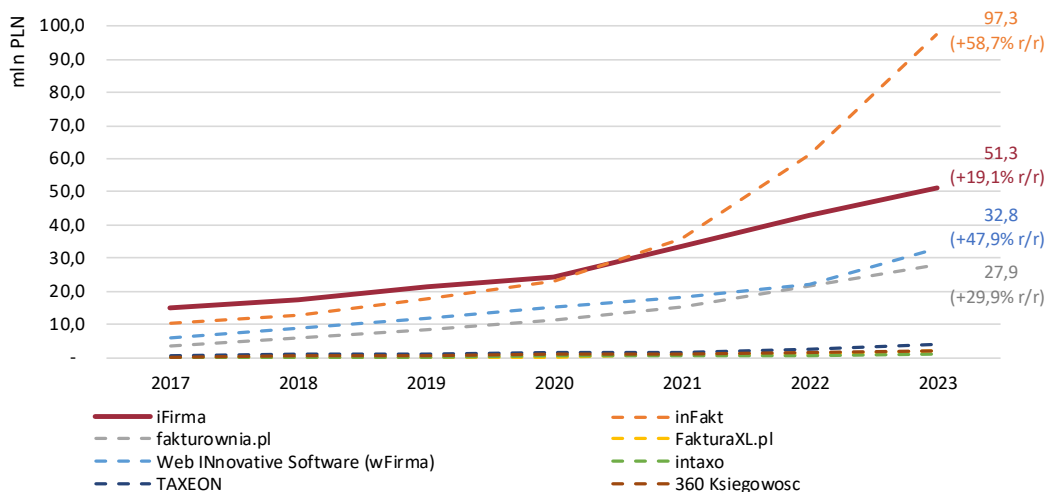


Źródło: IFIRMA, BM Banku Millennium

## Wyniki konkurencji w 2023 r.

W eKRS dostępne są już sprawozdania za 2023 r. spółek, które uznajemy za bezpośrednią konkurencję dla serwisu iFirma. Wśród 4 najbardziej liczących się „graczy” (iFirma, inFakt, wFirma, fakturownia.pl) sprzedaż IFIRMY w ubiegłym roku rosła najwolniej (+19,1%). Najszybciej bo o 58,7% r/r rosła sprzedaż inFaktu, następnie WEB INnovative Software ze wzrostem 47,9% (właściciel wFirmy, pobocznie prowadzący również inną działalność w obszarze IT), a o 29,9% wzrosły przychody fakturownia.pl.

## IFIRMA - przychody na tle spółek konkurencyjnych



Źródło: eKRS, BM Banku Millennium

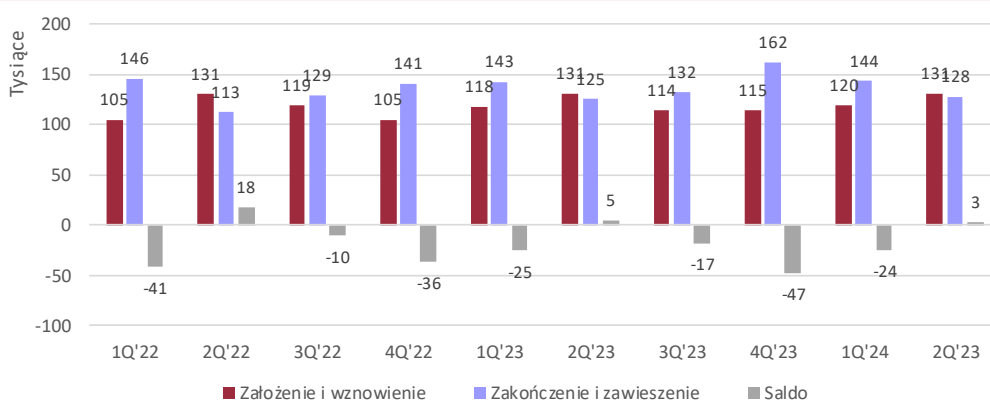
Konkurencji poprawiali również marżę EBITDA. W inFakcie wyniosła ona 12,5% (+6 p.p. r/r), w WEB INnovative Software 56,8% (+4 p.p. r/r), a w fakturowni.pl 39,6% (+4,7 p.p. r/r). Warto jednak podkreślić, że spółki konkurencyjne działają w modelu bez własnego biura rachunkowego, będąc jedynie dostawcą oprogramowania i pośrednikiem pomiędzy klientami, a współpracującymi biurami rachunkowymi. InFakt oraz WEB INnovative Software nie wypłacają dywidend, a fakturownia.pl wypłaca, jednak stopa wypłaty (36,5% zysku za 2023 r. i 44,2% zysku za 2022 r.) jest znacznie niższa niż w IFIRMIE.

Biura rachunkowe notowane na NewConnect (ABAK, tax-net), choć są spółkami wyraźnie mniejszymi od IFIRMY, to podobnie jak ona zarówno w 2023 r., jak i 1H'24 borykały się ze spadającą rentownością, wynikającą ze wzrostu kosztów wynagrodzeń i usług obcych. Spółki informowały o dużej konkurencji o pracowników i możliwych podwyżkach cen usług w roku bieżącym.

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

Liczba zrealizowanych wniosków dot. założenia i wznowienia działalności w bieżącym roku jest w dalszym ciągu niższa od zrealizowanych wniosków dot. zamknięcia i zawieszenia. Zarówno 1Q'24, jak i 2Q'24 były pod tym względem bardzo zbliżone do wyników zrealizowanych w analogicznych okresach roku ubiegłego tj. 1Q'23 i 2Q'23. Saldo zrealizowanych wniosków w bieżącym roku jest nadal ujemne.

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



Źródło: CEiDG, BM Banku Millennium

### KSEF dopiero od lutego 2026 r.

5 czerwca Prezydent podpisał nowelizację ustawy o VAT, która m.in. przesuwą obowiązek wystawiania e-faktur na 1 lutego 2026 r. dla przedsiębiorstw, których wartość sprzedaży przekroczyła w 2025 r. 200 mln PLN oraz na 1 kwietnia 2026 r. dla pozostałych firm. Jak powiedział Wiceminister Finansów wyniki audytu jednoznacznie pokazały, że system nie jest gotowy na wprowadzenie 1 lipca 2024 roku.

Mimo odroczenia terminu wdrożenia obowiązku e-fakturowania w KSeF, w Ministerstwie Finansów nie ustają prace nad dostarczeniem podatnikom bezpłatnych narzędzi do korzystania z systemu. Ministerstwo udostępniło wersję produkcyjną Aplikacji Mobilnej KSeF. Umożliwia ona wystawianie na smartfonie podstawowych faktur w KSeF oraz ich korekt. Dodatkowo, aplikacja pozwala na podgląd otrzymanych i wystawionych faktur w KSeF. Aplikacja jest dostępna w sklepach Google Play i App Store. Wprowadzenie dobrego i dopracowanego systemu oraz aplikacji może w naszej ocenie spowodować odpływ klientów Faktury+, którzy faktury będą wystawiali bezpośrednio w systemie.

### Przeciągające się zmiany w składce zdrowotnej

Ciągle nie jest jasny kształt zmian w składce zdrowotnej dla przedsiębiorców. W budżecie zarezerwowano kwotę 4 mld zł, która ma wyrównać wpływy do NFZ, zmniejszone po obniżeniu składki.

W pierwszej kolejności do Sejmu powinien trafić projekt ustawy przewidujący zniesienie składki zdrowotnej od sprzedaży aktywów trwałych.

Jak niedawno powiedział Minister Finansów, ostateczny kształt projektu reformy składek zdrowotnych płaconych przez przedsiębiorców ma być zbliżony do założeń przedstawionych przez Ministerstwo Finansów i Ministerstwo Zdrowia w marcu. W marcu minister finansów i Ministra zdrowia przedstawili założenia zmian w składce, zgodnie z którymi przywrócona ma



zostać zryczałtowana składka zdrowotna dla przedsiębiorców rozliczających się na zasadach ogólnych według skali podatkowej. Obniżona ma zostać wysokość składki zdrowotnej dla 93% przedsiębiorców płacących PIT, w szczególności dla tych, którzy osiągają niskie i średnie dochody.

### **PIP z uprawnieniami przekształcania umów B2B na umowę o pracę?**

W ostatnich miesiącach do przestrzeni medialnej nie trafiają żadne informacje aby planowany był powrót do prac nad „testem przedsiębiorcy” - tj. weryfikacją czy osoby prowadzące działalność, a w istocie związane z jednym kontrahentem, w ten sposób nie uciekają od etatu w celu optymalizacji podatkowej.

Główny Inspektor Pracy oraz Ministra rodziny, pracy i polityki społecznej potwierdzili jednakże, że trwają prace nad gruntownym wzmocnieniem roli i uprawnień Państwowej Inspekcji Pracy, w tym w zakresie kontroli form zatrudnienia. PIP miałyby uzyskać prawo przekształcania umów cywilnoprawnych w stosunek pracy decyzją administracyjną, co obecnie możliwe jest wyłącznie na drodze sądowej. Jedną z takich umów jest model B2B. Z doniesień medialnych wynika, że prace nad zmianami są intensywne, a ich wejście jest możliwe w 2025 r. Równocześnie zapowiadane jest znaczące zwiększenie środków dla PIP, aby możliwe było zwiększenie liczby inspektorów, a tym samym liczby kontroli.

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	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p
<b>przychody netto</b>	<b>24,2</b>	<b>33,5</b>	<b>43,0</b>	<b>51,3</b>	<b>59,3</b>	<b>68,6</b>	<b>76,2</b>	<b>83,4</b>	<b>90,0</b>	<b>95,0</b>	<b>98,9</b>
<b>zysk (strata) brutto ze sprzedaży</b>	<b>7,2</b>	<b>13,0</b>	<b>17,4</b>	<b>19,3</b>	<b>19,5</b>	<b>22,8</b>	<b>24,8</b>	<b>27,0</b>	<b>29,0</b>	<b>30,3</b>	<b>31,2</b>
marża brutto ze sprzedaży	29,8%	38,8%	40,4%	37,5%	32,9%	33,2%	32,5%	32,3%	32,2%	31,9%	31,6%
koszty SG&A	4,8	6,2	8,3	10,2	12,9	14,0	15,0	16,1	17,1	17,6	18,0
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
<b>EBIT</b>	<b>2,3</b>	<b>6,8</b>	<b>8,9</b>	<b>9,0</b>	<b>6,6</b>	<b>8,7</b>	<b>9,7</b>	<b>10,7</b>	<b>11,7</b>	<b>12,5</b>	<b>13,1</b>
marża EBIT	9,5%	20,2%	20,7%	17,6%	11,1%	12,6%	12,7%	12,9%	13,0%	13,2%	13,2%
<b>EBITDA</b>	<b>2,8</b>	<b>7,5</b>	<b>9,5</b>	<b>9,6</b>	<b>7,1</b>	<b>9,2</b>	<b>10,3</b>	<b>11,4</b>	<b>12,4</b>	<b>13,2</b>	<b>13,8</b>
marża EBITDA	11,6%	22,3%	22,0%	18,8%	12,0%	13,4%	13,5%	13,6%	13,8%	13,9%	13,9%
saldo finansowe	0,1	0,0	0,2	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5
<b>zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>2,4</b>	<b>6,7</b>	<b>9,1</b>	<b>10,0</b>	<b>7,5</b>	<b>9,4</b>	<b>10,4</b>	<b>11,3</b>	<b>12,3</b>	<b>13,0</b>	<b>13,6</b>
podatek dochodowy	0,5	1,4	1,7	2,0	1,4	1,8	2,0	2,2	2,3	2,5	2,6
<b>zysk netto</b>	<b>1,9</b>	<b>5,3</b>	<b>7,5</b>	<b>8,0</b>	<b>6,1</b>	<b>7,7</b>	<b>8,4</b>	<b>9,2</b>	<b>9,9</b>	<b>10,5</b>	<b>11,0</b>
marża zysku netto	7,7%	15,8%	17,3%	15,6%	10,2%	11,2%	11,0%	11,0%	11,0%	11,1%	11,1%
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	0,8	1,2	1,3	0,9	1,2	1,3	1,4	1,6	1,6	1,7

Źródło: IFIRMA, prognozy BM Banku Millen

**Bilans (mln PLN)**

	2020	2021	2022	2023	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>9,3</b>	<b>10,6</b>	<b>12,7</b>	<b>13,8</b>	<b>14,6</b>	<b>15,9</b>	<b>17,1</b>	<b>18,0</b>	<b>18,7</b>
rzeczowe aktywa trwałe	1,1	1,1	1,3	1,1	0,9	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3	1,3
dłużne papiery wartościowe	0,0	0,0	7,1	8,5	10,5	11,4	11,9	13,1	14,1	14,8	15,4
pozostałe	0,6	0,8	0,9	1,0	1,3	1,4	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>12,9</b>	<b>18,1</b>	<b>12,8</b>	<b>12,1</b>	<b>12,2</b>	<b>12,8</b>	<b>14,3</b>	<b>15,3</b>	<b>16,4</b>	<b>17,5</b>	<b>18,7</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	2,0	2,6	3,7	4,4	5,1	6,0	6,6	7,2	7,8	8,2	8,6
aktywa finansowe w pozostałych jedn.	3,4	0,0	4,0	4,2	4,2	4,2	4,6	5,1	5,5	5,8	6,0
środki pieniężne	7,2	15,2	4,7	3,0	2,3	2,0	2,3	2,2	2,2	2,5	3,1
pozostałe	0,3	0,2	0,3	0,4	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	1,0	1,0
<b>aktywa razem</b>	<b>14,7</b>	<b>19,9</b>	<b>22,1</b>	<b>22,7</b>	<b>24,9</b>	<b>26,6</b>	<b>28,9</b>	<b>31,2</b>	<b>33,5</b>	<b>35,5</b>	<b>37,4</b>
kapitał własny	9,6	12,4	13,7	12,9	13,0	13,0	13,8	14,7	15,7	16,8	17,9
zobowiązania i rezerwy	5,1	7,6	8,4	9,9	11,9	13,6	15,1	16,5	17,8	18,8	19,5
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	7,1	8,0	8,9	9,7	10,5	11,1	11,5
rezerwy	0,8	1,0	1,1	1,5	1,8	2,1	2,3	2,5	2,7	2,8	2,9
rozl. międzykresowe	1,4	2,7	2,6	2,6	3,1	3,5	3,9	4,3	4,6	4,9	5,1
<b>pasywa razem</b>	<b>14,7</b>	<b>19,9</b>	<b>22,1</b>	<b>22,7</b>	<b>24,9</b>	<b>26,6</b>	<b>28,9</b>	<b>31,2</b>	<b>33,5</b>	<b>35,5</b>	<b>37,4</b>
BVPS	1,5	1,9	2,1	2,0	2,0	2,0	2,2	2,3	2,5	2,6	2,8
Dług / (gotówka) netto*	-7,2	-15,2	-15,9	-15,8	-17,0	-17,5	-18,9	-20,3	-21,7	-23,1	-24,5

Źródło: IFIRMA, prognozy BM Banku Millennium

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

**Cash flow (mln PLN)**

	2020	2021	2022	2023	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p
w ynik brutto	2,4	6,7	9,1	10,0	7,5	9,4	10,4	11,3	12,3	13,0	13,6
podatek	0,5	1,4	1,7	2,0	1,4	1,8	2,0	2,2	2,3	2,5	2,6
amortyzacja	0,5	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
zmiana kapitału obrotowego	0,2	0,4	-0,2	0,1	0,6	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
<b>przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>3,1</b>	<b>7,7</b>	<b>7,4</b>	<b>8,1</b>	<b>6,7</b>	<b>8,0</b>	<b>8,9</b>	<b>9,8</b>	<b>10,6</b>	<b>11,1</b>	<b>11,5</b>
nabycie WNIP oraz aktywów rzeczowych	0,9	0,6	0,8	0,4	0,4	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,7
nabycie aktywów finansowych	0,0	0,0	13,0	17,3	2,0	0,8	1,0	1,5	1,4	1,1	0,8
<b>przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>-11,6</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,0</b>
wypłata dywidendy	1,0	2,5	6,3	9,0	6,0	7,7	7,6	8,3	8,9	9,5	9,9
zmiana zadłużenia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
<b>przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,5</b>	<b>-6,3</b>	<b>-9,0</b>	<b>-6,0</b>	<b>-7,7</b>	<b>-7,6</b>	<b>-8,3</b>	<b>-8,9</b>	<b>-9,5</b>	<b>-9,9</b>
zmiana gotówki netto	-0,9	8,0	-10,5	-1,7	-0,8	-0,3	0,3	-0,1	0,0	0,3	0,6
DPS	0,16	0,39	0,98	1,40	0,93	1,20	1,18	1,29	1,40	1,48	1,55
CEPS	0,37	0,94	1,26	1,35	1,03	1,28	1,40	1,53	1,65	1,76	1,83
FCFPS	0,31	1,11	1,01	1,20	0,95	1,14	1,28	1,41	1,52	1,61	1,68

Źródło: IFIRMA, prognozy BM Banku Millennium

**Wskaźniki**

	2020	2021	2022	2023	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p
zmiana sprzedaży	14,6%	38,3%	28,6%	19,1%	15,7%	15,7%	11,0%	9,4%	7,9%	5,6%	4,1%
zmiana EBITDA	-8,2%	164,8%	27,0%	1,6%	-26,2%	29,2%	12,0%	10,4%	9,2%	6,5%	4,5%
zmiana EBIT	-11,9%	193,4%	31,7%	1,3%	-27,0%	31,5%	12,2%	10,7%	9,3%	6,6%	4,5%
zmiana zysku netto	-13,2%	184,1%	41,3%	7,3%	-24,3%	26,3%	9,9%	9,0%	8,3%	6,2%	4,5%
marża EBITDA	11,6%	22,3%	22,0%	18,8%	12,0%	13,4%	13,5%	13,6%	13,8%	13,9%	13,9%
marża EBIT	9,5%	20,2%	20,7%	17,6%	11,1%	12,6%	12,7%	12,9%	13,0%	13,2%	13,2%
marża zysku netto	7,7%	15,8%	17,3%	15,6%	10,2%	11,2%	11,0%	11,0%	11,0%	11,1%	11,1%
sprzedaż/aktyw a (x)	1,65	1,68	1,95	2,26	2,38	2,58	2,64	2,67	2,69	2,67	2,65
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%	46,8%	59,1%	61,0%	62,3%	63,2%	62,9%	61,7%
ROA	12,7%	26,5%	33,7%	35,2%	24,3%	28,8%	29,1%	29,4%	29,6%	29,7%	29,5%
dług (gotówki) netto (mln PLN)	-7,2	-15,2	-15,9	-15,8	-17,0	-17,5	-18,9	-20,3	-21,7	-23,1	-24,5

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, zmniejszać 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 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 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** - 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 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
Ambra	Kupuj	4 paź 23	29,10	35,90	Grzegorz Gaw kow ski
Mostostal Zabrze	Kupuj	30 lis 23	3,87	5,80	Adam Zajler
IFIRMA	Neutralnie	30 lis 23	29,80	30,90	Sew eryn Żołyniak
IMS	Kupuj	8 gru 23	3,79	4,60	Łukasz Bugaj
Ambra	Kupuj	18 mar 24	26,30	32,20	Grzegorz Gaw kow ski
IFIRMA	Neutralnie	12 kw i 23	22,30	21,40	Sew eryn Żołyniak
IMS	Akumuluj	8 maj 24	4,36	5,00	Łukasz Bugaj
Mostostal Zabrze	Kupuj	1 lip 24	4,46	5,90	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	5	63%
Akumuluj	1	13%
Neutralnie	2	25%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

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

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

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

## Biuro Analiz

### Marcin Materna, CFA

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

### Adam Zajler

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

### Łukasz Bugaj, CFA

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

### Grzegorz Gawkowski

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

### Seweryn Żołyński, CFA

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

**Dyrektor**  
banki, ubezpieczenia

**Analityk**  
przemysł, technologie, media

**Analityk**  
fundusze inwestycyjne

**Analityk**  
fundusze inwestycyjne

**Analityk**  
handel, 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 partycypularnych 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 pierwszego 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 partycypularnych 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 24 września 2024r. o godzinie 14:45 a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest data raportu 24 września 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.