

# IFIRMA

## akumuluj

usługi dla biznesu / IT

poprzednia rekomendacja: akumuluj

Cena rynkowa\*: 26,35

Cena docelowa: 29,70

## Wysoka rentowność zamiast ekspansji

W 1Q'25 IFIRMA po raz kolejny pozytywnie zaskoczyła wynikami. Dobrze oceniamy zarówno przychody (wzrost dynamiki przychodów do 15,4% r/r), jak i stronę kosztową, która była niższa r/r zarówno na poziomie kosztów sprzedaży (-47,1% r/r), jak i zarządu (-7,1% r/r), natomiast koszty wytworzenia rosły wyraźnie wolniej (+6,4% r/r) od dynamiki przychodów. Tym samym, w 1Q'25 spółka osiągnęła rekordowe kwartalne wyniki, a efekty cięcia kosztów powinny utrzymywać się w kolejnych kwartałach, choć przy ograniczonych perspektywach wzrostu ze względu na wysoką konkurencję i decyzję o obcięciu wydatków marketingowych. Zwracamy uwagę, że w pierwszym i drugim kwartale spółka generuje istotne przychody z rozliczeń rocznych i porównując do bazy z poprzedniego roku niewykluczone są pewne przesunięcia tych przychodów, w związku z czym podchodzimy z lekką ostrożnością do wyników w 2Q'25 - zakładamy wysokie pozytywne dynamiki r/r ale już nie tak wysokie jak w 1Q'25.

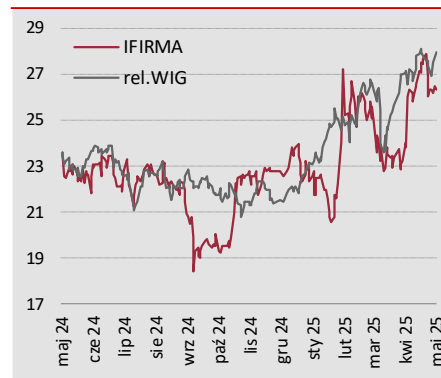
Pod wpływem dobrych wyników w 1Q'25, w naszym modelu dokonaliśmy nieznacznej korekty w górę przychodów IFIRMY w 2025 r. i kolejnych latach oraz większej korekty na poziomie marży brutto, dzięki pozytywnemu wpływowi ograniczanych kosztów. Od poprzedniej rekomendacji wzrosły również wskaźniki wyceny dla firm porównawczych. W efekcie zmieniamy cenę docelową dla akcji IFIRMY z 25,4 PLN do 29,7 PLN za akcję i utrzymujemy rekomendację „akumuluj”.

Istotnym ryzykiem dla naszych prognoz jest wysokość podwyżki cen usług w biurze rachunkowym. Podwyżka występowała w ostatnich latach corocznie, zmiana cennika ogłaszana była pod koniec czerwca, a sama podwyżka wchodziła w życie 1 sierpnia. W modelu zakładamy, że kolejne podwyżki będą nieco wyższe od inflacji. Istotnym znakiem zapytania pozostaje też tempo pozyskiwania klientów w nowej rzeczywistości - wyraźnie niższych wydatków na sprzedaż - przy ciągle bardzo wysokiej aktywności marketingowej konkurencji, w tym głównego konkurenta tj. InFaktu. Przyjęliśmy założenie skromnego kilkuprocentowego wzrostu bazy Klientów r/r.

Małym pozytywnym zaskoczeniem w 1Q'25 były lepsze o 12% r/r przychody małego segmentu outsourcingu i rekrutacji IT, który poprzednie 2 kwartały miał bardzo słabe. Pozwoliło nam to poprawić założenia przychodowe również dla tego segmentu (poza głównym segmentem tj. serwisem ifirma.pl), co przy zakładanych względnie stałych kosztach również nieznacznie przekłada się na poprawę prognozy wyników całej spółki.

W 1Q'25 r. IFIRMA zintensyfikowała prace nad oprogramowaniem obsługującym księgi handlowe. Choć spółka nie oczekuje istotnych ekonomicznych efektów w krótkim terminie, to jednak widać, że usługa jest konsekwentnie rozwijana i jest to jakaś opcja na przyspieszenie wzrostu w kolejnych latach.

W poprzedniej rekomendacji pisaliśmy o potencjalnym pozytywnym wpływie na IFIRME ustawy obniżającej składkę zdrowotną dla przedsiębiorców od 2026 r. Prezydent Andrzej Duda postanowił ją jednak zawetować. Premier Donald Tusk zapowiedział, że podejmie kroki aby do tematu wrócić po wyborach Prezydenckich.



|                           |                     |       |       |
|---------------------------|---------------------|-------|-------|
| Max/min 52 tygodnie (PLN) | 28 / 18,1           |       |       |
| Liczba akcji (mln)        | 6,400               |       |       |
| Kapitalizacja (mln PLN)   | 168,6               |       |       |
| EV (mln PLN)              | 188,1               |       |       |
| Free float (mln PLN)      | 71,4                |       |       |
| Średni obrót (mln PLN)    | 0,07                |       |       |
| Główny akcjonariusz       | Wojciech Narczyński |       |       |
| % akcji, % głosów         | 26,8%, 33,0%        |       |       |
|                           | 1 m                 | 3 m   | 12 m  |
| Zmiana ceny               | 9,8%                | 4,5%  | 12,1% |
| Zmiana WIG                | 3,4%                | 12,9% | 19,4% |

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

|       | Przychody | EBIT | EBITDA | Zysk brutto | Zysk netto | EPS  | CEPS | BVPS | P/E  | P/BV | DY (%) | EV /EBITDA | ROE (%) |
|-------|-----------|------|--------|-------------|------------|------|------|------|------|------|--------|------------|---------|
| 2024  | 58,3      | 9,5  | 10,1   | 10,5        | 8,4        | 1,31 | 1,40 | 2,27 | 20,1 | 11,6 | 3,9%   | 18,6       | 57,8%   |
| 2025p | 65,3      | 14,0 | 14,5   | 14,7        | 11,9       | 1,87 | 1,94 | 2,46 | 14,1 | 10,7 | 6,4%   | 13,0       | 76,0%   |
| 2026p | 72,1      | 14,3 | 14,8   | 15,0        | 12,1       | 1,89 | 1,97 | 2,65 | 13,9 | 10,0 | 6,5%   | 12,7       | 71,5%   |
| 2026p | 77,6      | 14,6 | 15,1   | 15,2        | 12,3       | 1,92 | 2,01 | 2,84 | 13,7 | 9,3  | 7,6%   | 12,4       | 67,7%   |

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 28.05.2025 r., godz. 17:00

## Spis treści

|                                                                       |    |
|-----------------------------------------------------------------------|----|
| Podsumowanie wyceny .....                                             | 3  |
| Wycena porównawcza .....                                              | 3  |
| Wycena DCF .....                                                      | 4  |
| Ostatnie wydarzenia .....                                             | 5  |
| Wyniki finansowe i ich prognozy .....                                 | 7  |
| Czynniki ryzyka .....                                                 | 9  |
| Rekomendacje BM Millennium wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy ..... | 11 |

## Wycena

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

Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 169,1 mln PLN, czyli 26,4 PLN na akcję. Z kolei przy użyciu metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 210,6 mln PLN (32,9 PLN na akcję). Zastosowaliśmy wagi odpowiednio 50% i 50%.

Ostatecznie uzyskaliśmy wycenę spółki na poziomie 189,8 mln PLN, czyli 29,7 PLN na akcję. W związku z uzyskaną wyceną utrzymujemy dla IFIRMY rekomendację „akumuluj”.

### Podsumowanie wyceny

| Metoda wyceny        | Waga | Wycena (mln PLN) | Wycena na 1 akcję (PLN) |
|----------------------|------|------------------|-------------------------|
| Wycena DCF           | 50%  | 169,1            | 26,4                    |
| Wycena porównawcza   | 50%  | 210,6            | 32,9                    |
| <b>Wycena IFIRMA</b> |      | <b>189,8</b>     | <b>29,7</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 wskaźnikiem P/E oraz EV/EBITDA.

| Spółka                                                         | Ticker | Kraj          | P/E         |       |       | EV/EBITDA |        |        |
|----------------------------------------------------------------|--------|---------------|-------------|-------|-------|-----------|--------|--------|
|                                                                |        |               | 2025P       | 2026P | 2027P | 2025P     | 2026P  | 2027P  |
| XERO                                                           | XRO    | Nowa Zelandia | 124,1       | 88,3  | 64,4  | 45,7      | 37,6   | 29,5   |
| BLACKLINE                                                      | BL     | USA           | 25,8        | 24,1  | 20,2  | 18,5      | 16,3   | 13,7   |
| FORTNOX                                                        | FNOX   | Szwecja       | 59,4        | 47,7  | 38,7  | 39,3      | 31,5   | 25,9   |
| ASSECO BUSINESS SOLUTIONS                                      | ABS    | Polska        | 23,3        | 20,7  | 19,3  | 16,0      | 14,5   | 13,4   |
| WNS HOLDINGS                                                   | WNS    | Indie         | 12,7        | 12,6  | 11,1  | 10,5      | 9,8    | 8,8    |
| CBIZ                                                           | CBZ    | USA           | 20,8        | 18,2  | 18,2  | 13,3      | 12,4   | 12,4   |
| ADMINISTER                                                     | ADMIN  | Finlandia     | 23,6        | 55,1  | 8,6   | 6,9       | 5,7    | 4,7    |
| AALLON GROUP                                                   | AALLON | Finlandia     | 11,4        | 10,2  | 9,4   | 6,9       | 6,5    | 6,4    |
| TELENOM OYJ                                                    | TNOM   | Finlandia     | 24,8        | 16,0  | 12,9  | 7,1       | 6,2    | 5,8    |
| Mediana                                                        |        |               | 23,5        | 19,5  | 15,6  | 11,9      | 11,1   | 10,6   |
| IFIRMA zysk netto (mln PLN)                                    |        |               | 11,9        | 12,1  | 12,3  |           |        |        |
| IFIRMA EBITDA (mln PLN)                                        |        |               |             |       |       | 14,5      | 14,8   | 15,1   |
| Dług/(gotówka) netto (mln PLN)                                 |        |               |             |       |       | - 19,5    | - 19,5 | - 19,5 |
| Wycena IFIRMA na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN) |        |               | 280,3       | 235,9 | 191,7 | 191,8     | 183,7  | 180,1  |
| Wycena                                                         |        |               | 210,6       |       |       |           |        |        |
| Liczba akcji (mln)                                             |        |               | 6,4         |       |       |           |        |        |
| <b>Wycena na 1 akcję</b>                                       |        |               | <b>32,9</b> |       |       |           |        |        |

Źródło: Bloomberg

Wartości wskaźników ustalone na dzień i godzinę: 2025-05-28 17:00

## Wycena DCF

| (mln PLN)                    | 2025p       | 2026p | 2027p | 2028p | 2029p | 2030p | >2031p |
|------------------------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Przychody                    | 65,3        | 72,1  | 77,6  | 82,2  | 85,9  | 89,4  |        |
| EBIT                         | 14,0        | 14,3  | 14,6  | 15,2  | 15,8  | 16,2  |        |
| Stopa podatkowa (T)          | 19%         | 19%   | 19%   | 19%   | 19%   | 19%   | 19%    |
| EBIT x (1-T)                 | 11,3        | 11,6  | 11,8  | 12,3  | 12,8  | 13,1  |        |
| Amortyzacja                  | 0,5         | 0,5   | 0,6   | 0,6   | 0,6   | 0,7   |        |
| Zmiana w kapitale pracującym | -0,1        | 0,4   | 0,3   | 0,2   | 0,2   | 0,2   |        |
| CAPEX                        | 0,5         | 0,6   | 0,6   | 0,6   | 0,7   | 0,8   |        |
| FCFF                         | 11,2        | 11,9  | 12,0  | 12,5  | 12,9  | 13,2  |        |
| zmiana FCF                   |             | 5,6%  | 1,5%  | 3,5%  | 3,2%  | 2,4%  | 2,5%   |
| Stopa wolna od ryzyka        | 4,9%        | 4,6%  | 4,7%  | 4,9%  | 5,1%  | 5,0%  | 5,5%   |
| Premia rynkowa               | 5,0%        | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%   |
| Beta                         | 1,0         | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0    |
| Koszt kapitału własnego      | 9,9%        | 9,6%  | 9,7%  | 9,9%  | 10,1% | 10,0% | 10,5%  |
| WACC                         | 9,9%        | 9,6%  | 9,7%  | 9,9%  | 10,1% | 10,0% | 10,5%  |
| PV (FCF)                     | 10,6        | 10,3  | 9,5   | 8,9   | 8,3   | 7,7   | 98,4   |
| Wartość DCF (mln PLN)        | 153,6       |       |       |       |       |       |        |
| + (Dług) Gotówka netto *     | 17,4        |       |       |       |       |       |        |
| - wypłacone dywidendy        | 1,9         |       |       |       |       |       |        |
| Wycena                       | 169,1       |       |       |       |       |       |        |
| Liczba akcji (mln)           | 6,4         |       |       |       |       |       |        |
| <b>Wycena 1 akcji</b>        | <b>26,4</b> |       |       |       |       |       |        |

Źródło: BM Banku Millennium

\* - na koniec 2024

### Do wyceny DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- ❑ wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie naszych prognoz wyników na lata 2025 – 2030
- ❑ do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych
- ❑ długoterminowa stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,5% (poprzednio 5,4%)
- ❑ premia rynkowa za ryzyko równa 5%
- ❑ współczynnik beta na poziomie 1,0
- ❑ stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2030 na poziomie 2,5%
- ❑ efektywna stopa podatkowa w okresie prognozy na poziomie 19%

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

### Wrażliwość wyceny na przyjęte założenia

| cena w PLN          |      | wzrost rezydualny |      |      |      |      |
|---------------------|------|-------------------|------|------|------|------|
|                     |      | 1,5%              | 2,0% | 2,5% | 3,0% | 3,5% |
| Stopa RF rezydualna | 4,5% | 26,3              | 27,4 | 28,6 | 30,0 | 31,7 |
|                     | 5,0% | 25,4              | 26,4 | 27,4 | 28,7 | 30,1 |
|                     | 5,5% | 24,6              | 25,5 | 26,4 | 27,5 | 28,8 |
|                     | 6,0% | 23,9              | 24,7 | 25,5 | 26,5 | 27,6 |
|                     | 6,5% | 23,2              | 23,9 | 24,7 | 25,6 | 26,6 |
| Beta nielewarowana  | 0,8  | 27,3              | 28,5 | 29,8 | 31,3 | 33,0 |
|                     | 1,0  | 24,6              | 25,5 | 26,4 | 27,5 | 28,8 |
|                     | 1,2  | 22,4              | 23,1 | 23,8 | 24,7 | 25,6 |

Źródło: BM Banku Millennium

# Ostatnie wydarzenia

## Wyniki IFIRMA

|                                           | 1Q'23        | 2Q'23        | 3Q'23        | 4Q'23        | 1Q'24        | 2Q'24        | 3Q'24        | 4Q'24        | 1Q'25        | zmiana r/r        |
|-------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|
| <b>Przychody netto ze sprzedaży</b>       | <b>11,83</b> | <b>13,94</b> | <b>12,34</b> | <b>13,17</b> | <b>13,85</b> | <b>15,77</b> | <b>13,82</b> | <b>14,84</b> | <b>15,98</b> | <b>15,4%</b>      |
| Serwis iFirma (KI, BR, F+)                | 11,13        | 13,18        | 11,90        | 12,46        | 13,45        | 15,41        | 13,58        | 14,05        | 15,56        | 15,7%             |
| Outsourcing i rekrutacja specjalistów IT  | 0,57         | 0,64         | 0,33         | 0,35         | 0,25         | 0,26         | 0,05         | 0,16         | 0,27         | 11,8%             |
| Usługi IT/Dedykowane rozwiązania IT       | 0,12         | 0,12         | 0,12         | 0,36         | 0,15         | 0,10         | 0,19         | 0,63         | 0,14         | -4,6%             |
| Koszt wytworzenia sprzedanych produktów   | 7,03         | 8,54         | 8,05         | 8,41         | 9,00         | 10,47        | 9,26         | 8,87         | 9,57         | 6,4%              |
| <b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>           | <b>4,79</b>  | <b>5,40</b>  | <b>4,30</b>  | <b>4,76</b>  | <b>4,85</b>  | <b>5,30</b>  | <b>4,57</b>  | <b>5,97</b>  | <b>6,41</b>  | <b>32,1%</b>      |
| <i>Marża brutto ze sprzedaży</i>          | <i>40,5%</i> | <i>38,8%</i> | <i>34,8%</i> | <i>36,2%</i> | <i>35,0%</i> | <i>33,6%</i> | <i>33,0%</i> | <i>40,2%</i> | <i>40,1%</i> | <i>+5,1 p.p.</i>  |
| Koszty sprzedaży                          | 1,20         | 1,17         | 1,51         | 1,80         | 2,26         | 1,87         | 1,27         | 1,09         | 1,20         | -47,1%            |
| <i>Koszty sprzedaży jako % przychodów</i> | <i>10,1%</i> | <i>8,4%</i>  | <i>12,2%</i> | <i>13,6%</i> | <i>16,4%</i> | <i>11,9%</i> | <i>9,2%</i>  | <i>7,3%</i>  | <i>7,5%</i>  | <i>-8,9 p.p.</i>  |
| Koszty ogólnego zarządu                   | 1,08         | 1,11         | 1,13         | 1,17         | 1,10         | 1,22         | 1,15         | 1,05         | 1,02         | -7,1%             |
| <i>Koszty zarządu jako % przychodów</i>   | <i>9,1%</i>  | <i>7,9%</i>  | <i>9,1%</i>  | <i>8,9%</i>  | <i>7,9%</i>  | <i>7,7%</i>  | <i>8,3%</i>  | <i>7,0%</i>  | <i>6,4%</i>  | <i>-1,5 p.p.</i>  |
| Saldo pozostałych przychodów i kosztów    | 0,01         | -0,05        | -0,03        | -0,01        | 0,03         | -0,06        | -0,06        | -0,03        | -0,01        | -122,2%           |
| <b>EBIT</b>                               | <b>2,52</b>  | <b>3,08</b>  | <b>1,63</b>  | <b>1,78</b>  | <b>1,52</b>  | <b>2,14</b>  | <b>2,09</b>  | <b>3,81</b>  | <b>4,19</b>  | <b>175,9%</b>     |
| <i>Marża EBIT</i>                         | <i>21,3%</i> | <i>22,1%</i> | <i>13,2%</i> | <i>13,5%</i> | <i>11,0%</i> | <i>13,6%</i> | <i>15,1%</i> | <i>25,6%</i> | <i>26,2%</i> | <i>+15,2 p.p.</i> |
| <b>EBITDA</b>                             | <b>2,69</b>  | <b>3,24</b>  | <b>1,78</b>  | <b>1,93</b>  | <b>1,66</b>  | <b>2,28</b>  | <b>2,23</b>  | <b>3,95</b>  | <b>4,31</b>  | <b>159,9%</b>     |
| <i>Marża EBITDA</i>                       | <i>22,7%</i> | <i>23,2%</i> | <i>14,4%</i> | <i>14,6%</i> | <i>12,0%</i> | <i>14,4%</i> | <i>16,1%</i> | <i>26,6%</i> | <i>27,0%</i> | <i>+15 p.p.</i>   |
| <b>EBITDA skorygowana*</b>                | <b>2,98</b>  | <b>3,48</b>  | <b>2,00</b>  | <b>2,17</b>  | <b>1,81</b>  | <b>2,39</b>  | <b>2,31</b>  | <b>3,97</b>  | <b>4,31</b>  | <b>137,7%</b>     |
| <i>Marża EBITDA skorygowana*</i>          | <i>25,2%</i> | <i>25,0%</i> | <i>16,2%</i> | <i>16,5%</i> | <i>13,1%</i> | <i>15,1%</i> | <i>16,7%</i> | <i>26,8%</i> | <i>27,0%</i> | <i>+13,9 p.p.</i> |
| Saldo przychodów i kosztów finansowych    | 0,13         | 0,42         | 0,27         | 0,17         | 0,22         | 0,23         | 0,31         | 0,18         | 0,26         | 18,3%             |
| <b>Zysk brutto</b>                        | <b>2,65</b>  | <b>3,50</b>  | <b>1,90</b>  | <b>1,95</b>  | <b>1,74</b>  | <b>2,37</b>  | <b>2,40</b>  | <b>3,99</b>  | <b>4,44</b>  | <b>156,1%</b>     |
| Podatek dochodowy                         | 0,53         | 0,69         | 0,38         | 0,40         | 0,35         | 0,48         | 0,48         | 0,79         | 0,87         | 148,0%            |
| <b>Zysk netto</b>                         | <b>2,12</b>  | <b>2,81</b>  | <b>1,52</b>  | <b>1,56</b>  | <b>1,39</b>  | <b>1,89</b>  | <b>1,92</b>  | <b>3,20</b>  | <b>3,58</b>  | <b>158,2%</b>     |
| <i>Marża zysku netto</i>                  | <i>17,9%</i> | <i>20,2%</i> | <i>12,3%</i> | <i>11,8%</i> | <i>10,0%</i> | <i>12,0%</i> | <i>13,9%</i> | <i>21,6%</i> | <i>22,4%</i> | <i>+12,4 p.p.</i> |

Źródło: IFIRMA, BM Banku Millennium

\*- korekta o koszty rozwoju Firmbee, które nie występują od 1Q'25

Przychody IFIRMY wzrosły w 1Q'25 o 15,4% r/r. Najistotniejszy z segmentów tj. serwis iFirma.pl (Biuro Rachunkowe, Księgowość Internetowa i Faktura+) zanotował wzrost przychodów o ok. 15,7% r/r, a dynamika wzrostu pozytywnie zaskoczyła (po ostatniej zmianie cennika 1 sierpnia 2024 przychody rosły o 14,1% w 3Q'24 i 12,8% w 4Q'24, przy podobnych nakładach na pozyskiwanie nowych klientów). Zwracamy jednak uwagę, że w pierwszym i drugim kwartale spółka generuje istotne przychody z rozliczeń podatkowych rocznych oraz rozliczenia rocznego składki zdrowotnej i porównując do bazy poprzedniego roku niewykluczone są przesunięcia tych przychodów, w związku z czym łatwiej będzie oceniać wynik przychodowy po zakończonym półroczu. Pozytywnym zaskoczeniem są też lepsze o 11,8% r/r przychody małego segmentu outsourcingu i rekrutacji IT, który poprzednie 2 kwartały miał bardzo słabe.

W 1Q'25 po raz kolejny bardzo dobrze wypadła strona kosztowa. Przy wzroście przychodów o 15,4% r/r koszt wytworzenia sprzedanych produktów wzrósł jedynie o 6,4% r/r. Dzięki temu marża brutto ze sprzedaży wzrosła o 5,1 p.p. a zysk brutto ze sprzedaży wzrósł o 32,1% r/r do 6,41 mln PLN. Koszty sprzedaży wyniosły 1,2 mln PLN (-47,1% r/r) - po ich istotnym ograniczeniu w 3Q'24 utrzymywane były na obniżonym poziomie, czego oczekujemy także w kolejnych kwartałach. Niskie były również koszty ogólnego zarządu, które kolejny kwartał spadły i wyniosły 1,02 mln PLN (-7,1% r/r).

Po dobrym 4Q'24 i podjęciu oszczędności kosztowych, oczekiwaliśmy istotnej poprawy wyników IFIRMY w 2025 r. W 1Q'25 spółka jednak znowu nieco pozytywnie zaskoczyła, nawet wobec naszych zrewidowanych oczekiwań - zarówno po stronie przychodów, jak i kosztów, co w efekcie dało rekordowe wyniki kwartalne, a zysk operacyjny po raz pierwszy przebił barierę 4 mln PLN (4,19 mln PLN, +175,9% r/r). EBITDA skorygowana o koszty rozwoju Firmbee rosła nieco wolniej, choć również bardzo dynamicznie (4,31 mln PLN, +137,7% r/r). Przypomnijmy, że spółka zaprzestała aktywnego rozwijania projektu Firmbee, co wygenerowało oszczędności kosztowe (w kwartale porównawczym tj. 1Q'24 koszty rozwoju Firmbee wyniosły 155 tys. PLN). Zysk netto IFIRMY w 1Q'25 również był rekordowy i wyniósł 3,58 mln PLN (+158,2% r/r).

## Prace nad usługą dla spółek z o.o.

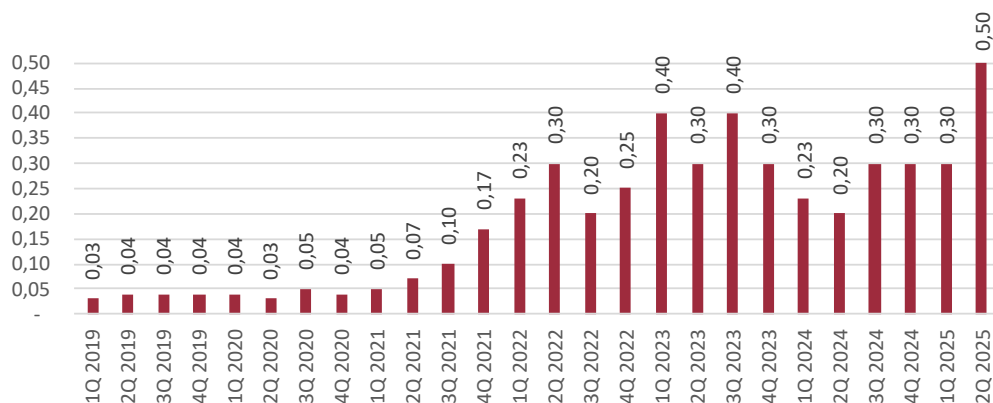
Jak w ostatnim raporcie poinformowała IFIRMA w 1Q'25 r. spółka zintensyfikowała prace nad oprogramowaniem obsługującym księgi handlowe. Skoncentrowano się na integracji, w tym wdrożeniu pliku do pobierania danych z serwisu ifirma.pl, automatyzacji procesów księgowych i eksportów, integracji z systemami bankowymi, dostosowaniu serwisu do spółek prawa handlowego oraz analizie zmian planowanych na kolejne kwartały.

Spółka przyjęła pierwszych klientów na nową usługę w lipcu 2024 i choć, jak pisała spółka w poprzednich raportach, nie oczekuje ona istotnych ekonomicznych efektów w krótkim terminie, to jednak widać, że usługa jest konsekwentnie rozwijana.

## Zaliczka na poczet dywidendy za 1Q'25

12.06.2025 r. spółka wypłaci zaliczkę na poczet dywidendy za 1Q'25 w wysokości 0,50 PLN na akcję. Całkowita kwota zaliczki wyniesie 3,2 mln PLN, a wypłacone zostanie 90% zysku wypracowanego w 1Q'25. Będzie to najwyższa kwartalna zaliczka w historii spółki - będzie wyraźnie wyższa niż przed rokiem, kiedy wyniosła 0,20 PLN na akcję (za 1Q'24).

## Kwartalne zaliczki na dywidendę



Źródło: IFIRMA, BM Banku Millennium

## Weto prezydenta do ustawy o obniżonej składce zdrowotnej

W poprzedniej rekomendacji pisaliśmy o potencjalnym pozytywnym wpływie na IFIRMĘ ustawy obniżającej składkę zdrowotną dla przedsiębiorców od 2026 r. Jak pisaliśmy wtedy ustawą miał zająć się jeszcze Senat, po czym miała trafić do podpisu Prezydenta.

Na tym ostatnim kroku ustawa przepadła - Prezydent postanowił skierować ustawę z wnioskiem o jej ponowne rozpatrzenie przez Sejm. Uzasadniono to faktem, że ustawa budzi poważne wątpliwości w zakresie sprawiedliwości społecznej i jest sprzeczna z zasadami konstytucyjnymi i promuje przechodzenie z umów o pracę na samozatrudnienie.

Premier Donald Tusk zapowiedział, że podejmie kroki aby do tematu wrócić po wyborach Prezydenckich. W przypadku wygranej Rafała Trzaskowskiego ustawa może więc trafić na biurko nowego już Prezydenta.

**Rachunek zysków i strat (mln PLN)**

|                                                     | 2020        | 2021        | 2022        | 2023        | 2024        | 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>58,3</b> | <b>65,3</b> | <b>72,1</b> | <b>77,6</b> | <b>82,2</b> | <b>85,9</b> | <b>89,4</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>20,7</b> | <b>23,2</b> | <b>25,0</b> | <b>26,0</b> | <b>27,1</b> | <b>28,1</b> | <b>28,9</b> |
| marża brutto ze sprzedaży                           | 29,8%       | 38,8%       | 40,4%       | 37,5%       | 35,5%       | 35,6%       | 34,6%       | 33,4%       | 33,0%       | 32,7%       | 32,4%       |
| koszty SG&A                                         | 4,8         | 6,2         | 8,3         | 10,2        | 11,0        | 9,1         | 10,5        | 11,2        | 11,8        | 12,2        | 12,6        |
| 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>9,5</b>  | <b>14,0</b> | <b>14,3</b> | <b>14,6</b> | <b>15,2</b> | <b>15,8</b> | <b>16,2</b> |
| marża EBIT                                          | 9,5%        | 20,2%       | 20,7%       | 17,6%       | 16,4%       | 21,4%       | 19,8%       | 18,8%       | 18,5%       | 18,3%       | 18,1%       |
| <b>EBITDA</b>                                       | <b>2,8</b>  | <b>7,5</b>  | <b>9,5</b>  | <b>9,6</b>  | <b>10,1</b> | <b>14,5</b> | <b>14,8</b> | <b>15,1</b> | <b>15,8</b> | <b>16,4</b> | <b>16,9</b> |
| marża EBITDA                                        | 11,6%       | 22,3%       | 22,0%       | 18,8%       | 17,3%       | 22,2%       | 20,5%       | 19,5%       | 19,2%       | 19,1%       | 18,9%       |
| saldo finansowe                                     | 0,1         | 0,0         | 0,2         | 1,0         | 0,8         | 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>10,5</b> | <b>14,7</b> | <b>15,0</b> | <b>15,2</b> | <b>15,7</b> | <b>16,3</b> | <b>16,8</b> |
| podatek dochodowy                                   | 0,5         | 1,4         | 1,7         | 2,0         | 2,1         | 2,8         | 2,8         | 2,9         | 3,0         | 3,1         | 3,2         |
| <b>zysk netto</b>                                   | <b>1,9</b>  | <b>5,3</b>  | <b>7,5</b>  | <b>8,0</b>  | <b>8,4</b>  | <b>11,9</b> | <b>12,1</b> | <b>12,3</b> | <b>12,7</b> | <b>13,2</b> | <b>13,6</b> |
| marża zysku netto                                   | 7,7%        | 15,8%       | 17,3%       | 15,6%       | 14,4%       | 18,3%       | 16,8%       | 15,9%       | 15,5%       | 15,3%       | 15,2%       |
| 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         | 1,3         | 1,9         | 1,9         | 1,9         | 2,0         | 2,1         | 2,1         |

Źródło: IFIRMA, prognozy BM Banku Millen

**Bilans (mln PLN)**

|                                      | 2020        | 2021        | 2022        | 2023        | 2024        | 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>13,7</b> | <b>14,2</b> | <b>16,0</b> | <b>17,4</b> | <b>18,4</b> | <b>19,3</b> | <b>20,2</b> |
| rzeczowe aktywa trwałe               | 1,1         | 1,1         | 1,3         | 1,1         | 0,9         | 0,9         | 1,0         | 1,0         | 1,1         | 1,1         | 1,2         |
| dłużne papiery wartościowe           | 0,0         | 0,0         | 7,1         | 8,5         | 11,8        | 12,3        | 13,9        | 15,1        | 16,0        | 16,8        | 17,5        |
| pozostałe                            | 0,6         | 0,8         | 0,9         | 1,0         | 1,0         | 1,1         | 1,2         | 1,3         | 1,4         | 1,4         | 1,5         |
| <b>aktywa obrotowe</b>               | <b>12,9</b> | <b>18,1</b> | <b>12,8</b> | <b>12,1</b> | <b>11,3</b> | <b>12,8</b> | <b>13,6</b> | <b>14,5</b> | <b>15,6</b> | <b>16,7</b> | <b>17,8</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         | 5,7         | 6,3         | 6,8         | 7,2         | 7,5         | 7,8         |
| aktywa finansowe w pozostałych jedn. | 3,4         | 0,0         | 4,0         | 4,2         | 3,0         | 3,1         | 3,5         | 3,8         | 4,0         | 4,2         | 4,4         |
| środki pieniężne                     | 7,2         | 15,2        | 4,7         | 3,0         | 2,6         | 3,3         | 3,0         | 3,1         | 3,4         | 4,0         | 4,6         |
| pozostałe                            | 0,3         | 0,2         | 0,3         | 0,4         | 0,7         | 0,7         | 0,8         | 0,9         | 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>25,0</b> | <b>27,0</b> | <b>29,6</b> | <b>31,9</b> | <b>34,0</b> | <b>36,0</b> | <b>38,0</b> |
| kapitał własny                       | 9,6         | 12,4        | 13,7        | 12,9        | 14,5        | 15,7        | 16,9        | 18,2        | 19,4        | 20,8        | 22,1        |
| zobowiązania i rezerwy               | 5,1         | 7,6         | 8,4         | 9,9         | 10,5        | 11,3        | 12,7        | 13,7        | 14,6        | 15,2        | 15,9        |
| zobowiązania długoterminowe          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| zobowiązania krótkoterminowe         | 2,8         | 3,8         | 4,7         | 5,8         | 6,4         | 6,8         | 7,7         | 8,3         | 8,9         | 9,3         | 9,7         |
| rezerwy                              | 0,8         | 1,0         | 1,1         | 1,5         | 1,4         | 1,5         | 1,7         | 1,8         | 2,0         | 2,0         | 2,1         |
| rozl. międzyokresowe                 | 1,4         | 2,7         | 2,6         | 2,6         | 2,7         | 3,0         | 3,3         | 3,5         | 3,8         | 3,9         | 4,1         |
| <b>pasywa razem</b>                  | <b>14,7</b> | <b>19,9</b> | <b>22,1</b> | <b>22,7</b> | <b>25,0</b> | <b>27,0</b> | <b>29,6</b> | <b>31,9</b> | <b>34,0</b> | <b>36,0</b> | <b>38,0</b> |
| BVPS                                 | 1,5         | 1,9         | 2,1         | 2,0         | 2,3         | 2,5         | 2,6         | 2,8         | 3,0         | 3,2         | 3,5         |
| Dług / (gotówka) netto*              | -7,2        | -15,2       | -15,9       | -15,8       | -17,4       | -18,6       | -20,3       | -22,0       | -23,5       | -25,0       | -26,5       |

Źródło: IFIRMA, prognozy BM Banku Millennium

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

**Cash flow (mln PLN)**

|                                               | 2020        | 2021        | 2022         | 2023        | 2024        | 2025p        | 2026p        | 2027p        | 2028p        | 2029p        | 2030p        |
|-----------------------------------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| wynik brutto                                  | 2,4         | 6,7         | 9,1          | 10,0        | 10,5        | 14,7         | 15,0         | 15,2         | 15,7         | 16,3         | 16,8         |
| podatek                                       | 0,5         | 1,4         | 1,7          | 2,0         | 2,1         | 2,8          | 2,8          | 2,9          | 3,0          | 3,1          | 3,2          |
| amortyzacja                                   | 0,5         | 0,7         | 0,6          | 0,6         | 0,6         | 0,5          | 0,5          | 0,6          | 0,6          | 0,6          | 0,7          |
| zmiana kapitału obrotowego                    | 0,2         | 0,4         | -0,2         | 0,1         | 0,0         | -0,2         | 0,2          | 0,2          | 0,1          | 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>7,8</b>  | <b>11,7</b>  | <b>12,5</b>  | <b>12,7</b>  | <b>13,1</b>  | <b>13,5</b>  | <b>13,9</b>  |
| nabycie WNIP oraz aktywów rzeczowych          | 0,9         | 0,6         | 0,8          | 0,4         | 0,4         | 0,5          | 0,6          | 0,6          | 0,6          | 0,7          | 0,8          |
| nabycie aktywów finansowych                   | 0,0         | 0,0         | 13,0         | 17,3        | 13,6        | 0,5          | 2,0          | 1,6          | 1,2          | 1,0          | 0,9          |
| <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>-0,2</b>  | <b>-1,9</b>  | <b>-1,6</b>  | <b>-1,3</b>  | <b>-1,1</b>  | <b>-1,1</b>  |
| wypłata dywidendy                             | 1,0         | 2,5         | 6,3          | 9,0         | 6,6         | 10,7         | 10,9         | 11,1         | 11,5         | 11,9         | 12,2         |
| 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>-6,6</b> | <b>-10,7</b> | <b>-10,9</b> | <b>-11,1</b> | <b>-11,5</b> | <b>-11,9</b> | <b>-12,2</b> |
| zmiana gotówki netto                          | -0,9        | 8,0         | -10,5        | -1,7        | -0,5        | 0,7          | -0,3         | 0,1          | 0,4          | 0,6          | 0,6          |
| DPS                                           | 0,16        | 0,39        | 0,98         | 1,40        | 1,03        | 1,68         | 1,70         | 1,73         | 1,79         | 1,85         | 1,91         |
| CEPS                                          | 0,37        | 0,94        | 1,26         | 1,35        | 1,40        | 1,94         | 1,97         | 2,01         | 2,08         | 2,15         | 2,22         |
| FCFPS                                         | 0,31        | 1,11        | 1,01         | 1,20        | 1,21        | 1,76         | 1,85         | 1,88         | 1,95         | 2,01         | 2,06         |

Źródło: IFIRMA, prognozy BM Banku Millennium

**Wskaźniki**

|                                | 2020   | 2021   | 2022  | 2023  | 2024  | 2025p | 2026p | 2027p | 2028p | 2029p | 2030p |
|--------------------------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| zmiana sprzedaży               | 14,6%  | 38,3%  | 28,6% | 19,1% | 13,7% | 12,0% | 10,5% | 7,6%  | 5,9%  | 4,6%  | 4,1%  |
| zmiana EBITDA                  | -8,2%  | 164,8% | 27,0% | 1,6%  | 5,0%  | 43,1% | 2,3%  | 2,4%  | 4,3%  | 3,6%  | 3,1%  |
| zmiana EBIT                    | -11,9% | 193,4% | 31,7% | 1,3%  | 5,9%  | 46,2% | 2,3%  | 2,2%  | 4,2%  | 3,6%  | 3,0%  |
| zmiana zysku netto             | -13,2% | 184,1% | 41,3% | 7,3%  | 4,9%  | 42,3% | 1,4%  | 1,6%  | 3,6%  | 3,3%  | 3,0%  |
| marża EBITDA                   | 11,6%  | 22,3%  | 22,0% | 18,8% | 17,3% | 22,2% | 20,5% | 19,5% | 19,2% | 19,1% | 18,9% |
| marża EBIT                     | 9,5%   | 20,2%  | 20,7% | 17,6% | 16,4% | 21,4% | 19,8% | 18,8% | 18,5% | 18,3% | 18,1% |
| marża zysku netto              | 7,7%   | 15,8%  | 17,3% | 15,6% | 14,4% | 18,3% | 16,8% | 15,9% | 15,5% | 15,3% | 15,2% |
| sprzedaż/aktyw a (x)           | 1,65   | 1,68   | 1,95  | 2,26  | 2,33  | 2,41  | 2,44  | 2,43  | 2,42  | 2,39  | 2,35  |
| stopa podatkowa                | 21,7%  | 21,5%  | 18,3% | 20,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% | 19,0% |
| ROE                            | 19,4%  | 42,7%  | 54,4% | 62,3% | 57,8% | 76,0% | 71,5% | 67,7% | 65,6% | 63,5% | 61,4% |
| ROA                            | 12,7%  | 26,5%  | 33,7% | 35,2% | 33,6% | 44,2% | 40,9% | 38,6% | 37,5% | 36,6% | 35,7% |
| dług (gotówka) netto (mln PLN) | -7,2   | -15,2  | -15,9 | -15,8 | -17,4 | -18,6 | -20,3 | -22,0 | -23,5 | -25,0 | -26,5 |

Źródło: IFIRMA, prognozy BM Banku Millennium

## Czynniki ryzyka

- ❑ **Konkurencja** - rynek księgowości internetowej, rozwiązań do fakturowania oraz biura rachunkowego charakteryzuje się bardzo wysoką konkurencją. Firmy z sektora są bardzo aktywne marketingowo i dostrzegamy ryzyko, że aktywność ta będzie nadal postępować. Usługi księgowe oferuje już większość banków. Sytuacja może prowadzić do obniżania rentowności serwisu ifirma.pl, trudności w pozyskiwaniu nowych klientów lub nawet spadku liczby klientów.
- ❑ **Niestabilność systemu prawnego** - zmiany przepisów prawnych, w szczególności podatkowych i ubezpieczeń społecznych, wiążą się z dodatkowymi obowiązkami dla pracowników IFIRMY. W ostatnich latach spółka odczuła tego typu problemy w szczególności po wprowadzeniu Polskiego Ładu w 2022 r. oraz przepisów AML w 2018 r. (wdrożenie w Polsce V Dyrektywy AML w postaci Ustawy o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu). Tego typu sytuacje mogą wiązać się z koniecznością zatrudnienia dodatkowych pracowników, 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 zależać od sprawności działania rozwiązań dostarczanych przez Ministerstwo - jeśli będą dobre i przyjazne dla użytkownika, to klienci Faktury+ mogą przerzucić się na system KSeF. Jeśli nie będą, to zintegrowana z KSeF Faktura+ może zyskać klientów. Dodatkowo, ustrukturyzowanie faktur w formacie xml zmusi tradycyjne biura rachunkowe do większego zdigitalizowania się oraz ułatwi im automatyczne księgowanie. Korzystanie z technologii i automatyzacja procesów jest jedną z kluczowych przewag konkurencyjnych biura rachunkowego ifirma, które pozwala zaoferować lepsze ceny od biur tradycyjnych, w związku z czym tę przewagę ifirma może w pewnym stopniu utracić. Wprowadzenie systemu jest dla IFIRMY również szansą na zwiększenie automatyzacji procesów.
- ❑ **Ograniczenie liczby umów B2B** - wprowadzenie testu przedsiębiorcy, zwiększenie uprawnień Państwowej Inspekcji Pracy, lub inna próba eliminacji zjawiska fikcyjnego prowadzenia działalności gospodarczej w celu ucieczki od pracy na etacie (ze względu na istotnie niższe obciążenia), może skutkować utraceniem części obecnych klientów IFIRMY, zmniejszeniem liczby potencjalnych klientów i nowozakładanych firm.
- ❑ **Oferta pełnej księgowości w biurze rachunkowym** - IFIRMA uruchomiła w biurze rachunkowym usługi prowadzenia pełnej księgowości. Uruchomienie nowej, bardziej skomplikowanej usługi wiąże się z ryzykiem nieprzewidzianych kosztów, niepowodzenia, roszczeń ze strony klientów czy kar administracyjnych.
- ❑ **Problemy z pozyskiwaniem pracowników** - wzrost IFIRMY wiąże się z koniecznością pozyskiwania nowych pracowników, w tym w dużej części księgowych do obsługi nowych klientów. Rozwój firmy może być potencjalnie ograniczony przez dostępność tego typu pracowników na rynku.
- ❑ **Ryzyko błędów popełnianych przez księgowych w dokumentacji klientów biura rachunkowego** - IFIRMA oferując klientom biura rachunkowego obsługę księgową i kadrową ponosi ryzyko związane z ewentualnymi błędami księgowymi lub kadrowymi. Spółka ma wykupioną rozszerzoną wersję obowiązkowego ubezpieczenia OC dla podmiotów wykonujących działalność z zakresu usługowego prowadzenia ksiąg rachunkowych i jej pokrewnych, która obejmuje podwyższoną sumę gwarancyjną i rozszerzony zakres ochrony ubezpieczeniowej o działalność kadrową i płacową biura.

- ❑ **Sytuacja makroekonomiczna** - osłabienie wzrostu gospodarczego w Polsce oraz na rynkach światowych w sposób negatywny może wpłynąć na rozmiary prowadzonej działalności przez klientów IFIRMY, a tym samym osiągnane 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 | Odnosna cena w dniu wydania rekomendacji | Cena docelowa | Autor              |
|------------------|--------------|---------------------------|------------------------------------------|---------------|--------------------|
| Mostostal Zabrze | Kupuj        | 1 lip 24                  | 4,46                                     | 5,90          | Adam Zajler        |
| IFIRMA           | Neutralnie   | 24 wrz 24                 | 22,80                                    | 20,80         | Seweryn Żołyński   |
| Ambra            | Akumuluj     | 1 paź 24                  | 26,10                                    | 30,40         | Grzegorz Gawkowski |
| IMS              | Kupuj        | 7 paź 24                  | 3,54                                     | 4,50          | Łukasz Bugaj       |
| Mostostal Zabrze | Kupuj        | 6 gru 24                  | 5,10                                     | 6,10          | Adam Zajler        |
| Ambra            | Akumuluj     | 12 mar 25                 | 22,70                                    | 25,90         | Grzegorz Gawkowski |
| Mostostal Zabrze | Kupuj        | 27 mar 25                 | 5,68                                     | 6,80          | Adam Zajler        |
| IFIRMA           | Akumuluj     | 9 kw i 25                 | 22,90                                    | 25,40         | Seweryn Żołyński   |
| IMS              | Kupuj        | 21 maj 25                 | 3,75                                     | 4,60          | Łukasz Bugaj       |

Źródło: BM Banku Millennium, rekomendacje wydawane przez BM Banku Millennium obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Spółki Ambra, Mostostal Zabrze, IFIRMA i IMS uczestniczą w programie GPW 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                   | 56%      |
| Akumuluj   | 3                   | 33%      |
| Neutralnie | 1                   | 11%      |
| Redukuj    | 0                   | 0%       |
| Sprzedaj   | 0                   | 0%       |

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

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

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

## Biuro Analiz

**Marcin Materna, CFA**  
Doradca inwestycyjny  
+48 22 598 26 82  
marcin.materna@bankmillennium.pl

**Dyrektor**  
banki, ubezpieczenia

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

**Analitik**  
przemysł, technologie, media

**Łukasz Bugaj, CFA**  
Doradca inwestycyjny  
+48 22 598 26 59  
lukasz.bugaj@bankmillennium.pl

**Analitik**  
fundusze inwestycyjne

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

**Analitik**  
fundusze inwestycyjne

**Seweryn Żołyniak, CFA**  
Doradca inwestycyjny  
+48 22 598 26 71  
seweryn.zolyniak@bankmillennium.pl

**Analitik**  
handel, deweloperzy

## Departament Sprzedaży

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

**Dyrektor**

**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

**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 partycykularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyniku doradztwa inwestycyjnego.

Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raportu były wszelkie informacje na temat spółek, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jego sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. bez uzgodnień ze spółkami będącymi przedmiotem raportu ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nie trafne. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółek wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianami regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stop 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 postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

Metoda ROE-P/BV (model uzależniający 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 świadczyć, 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 sporządzania 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. uzupełniającym 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 strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycykularnych lub wskazań konfliktów interesów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Osoby, które brały udział w sporządzaniu 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 interesy, w tym interesy Biura Maklerskiego; (b) środki zapobiegające lub ograniczające wywieranie przez osobę trzecią niewłaściwego wpływu na sposób, w jaki upoważniona osoba wykonuje czynności w ramach usług świadczonych przez Biuro Maklerskie (c) organizacyjne oddzielenie od siebie osób (zespołów) zajmujących się wykonywaniem czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów, (d) zapewnienie każdej jednostce organizacyjnej Biura Maklerskiego i jej pracownikom niezależności w zakresie, w jakim dotyczy to interesów Klientów, na rzecz których taka jednostka wykonuje określone czynności.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania określa również Regulamin wynagradzania, który zapewnia, że nie istnieją żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników różnych jednostek organizacyjnych lub wysokością przychodów osiągniętych 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 29 maja 2025 r. o godzinie 15:45 a datą pierwszego rozpowszechnienia raportu jest 29 maja 2025 r. godzina 16:00

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.