



23 февруари 2026

Сирма Груп Холдинг АД

Използване на възможностите на изкуствения интелект

Контакти

Кай Киндерман – анализатор
+49 40 41111 3781
k.kindermann@montega.de

Рейтинг	Купува
Целева цена	1,50 EUR
Потенциал	15
Данни за акциите	
Цена на акцията (последна цена на затваряне в EUR)	1,30
Брой акции (в млн.)	57
Пазарна капитализация (в млн. евро)	75
Търговски обем (Ø 3 месеца; в хиляди акции)	45
Стойност на предприятието (в млн. евро)	76,2
Тикер	BUL:SIRM
Прогноза за 2025 г.	
Продажби (в млн. евро)	66
EBITDA (в млн. евро)	5

Цена на акцията (евро)



CDAX
Източник: Capital IQ

Акционер			
Свободно плаващи			38
Георги Парванов Маринов			9
Цветан Борисов Алексиев			8,5
Чавдар Велизаров Димитров			8,1
Веселин Анчев Киров			8,0
Календар			
Листване във Франкфурт	24 февруари 2026		
AP 2025	30 април 2026		
Резултати за първото тримесечие	1 юни 2026		
Промени в прогнозите			
	2025	2026	2027 г.
Продажби (стари)	66,2	71,0	77
Δ	-	-	-
EBIT (старо)	3,0	2,6	3,4
Δ	-	-	-
EPS (старо)	0,02	0,03	0,04
Δ	-	-	-
Анализатор			
Кай Киндерман			
+49 40 41111 3781			
k.kindermann@montega.de			
Публикация			
Започнато проучване	23 февруари 2026		

Използване на възможностите на изкуствения интелект

Sirma Group Holding е българска компания за ИТ услуги и софтуер, която планира да повиши своята видимост на международния капиталов пазар чрез двойно листване на Франкфуртската фондова борса, което ще започне на 24 февруари 2026 г. Бизнес моделът на компанията включва системна интеграция и продажба на ИТ оборудване в цяла Европа, както и предоставяне на ИТ услуги и софтуер по поръчка в Европа и Северна Америка. Услугите се допълват от собствената платформа на Sirma, **Sirma.ai Enterprise Platform**, която координира използването на AI модели при внедряването, като гарантира най-висока степен на суверенитет на данните.

Очаква се общият пазар на ИТ услуги да отбележи ръст в диапазона от средни до високи едноцифрени стойности. Бъдещият растеж на пазара ще бъде движан от продължаващата миграция към облачни технологии, нарастващите изисквания за киберсигурност и внедряването на изкуствен интелект в цялото предприятие, което действа като основен катализатор. Тъй като организациите се нуждаят от външна помощ, за да интегрират безопасно решенията за изкуствен интелект в съществуващата си сложна инфраструктура и да се ориентират в развиващата се технологична среда, се очаква сегментът на услугите да постигне най-висок растеж и да завоюва най-голям дял от общия пазар на изкуствен интелект.

От гледна точка на конкурентоспособността, Sirma е лидер на вътрешния пазар, като същевременно предоставя международни услуги от своите рентабилни центрове в България и Румъния. Компанията се възползва от структурно по-ниска база на разходите в сравнение със своите западни конкуренти, чиято експозиция към нишови услуги обикновено е по-ограничена. В същото време тя поддържа пълно съответствие с регулаторните стандарти на ЕС в сравнение с неевропейските конкуренти. На фона на геополитическата несигурност и стремежа на Европа към суверенитет над данните, Sirma е в добра позиция като европейска алтернатива на американските технологични компании.

От финансова гледна точка групата отбелязва силен растеж с **CAGR** на приходите от **14,3%** за периода **2015–2025 г.** Забележителен растеж е постигнат през 2025 г., благодарение на придобиването на Roweb, румънска компания за ИТ услуги, и благоприятната среда в публичния сектор. Sirma се стреми към по-нататъшен неорганичен растеж, с възможно придобиване, финансирано с дълг, през 2026 г., като същевременно се възползва от листването на Франкфуртската борса за потенциално увеличаване на капитала през 2028 г. След временно намаление на маржа през 2023 г., рентабилността започва да се възстановява, достигайки 8,1% през 2025 г., като все още отразява продължаващите стратегически инвестиции в платформата за изкуствен интелект и вътрешните организационни възможности.

Г ледайки напред, прогнозираме **средногодишен ръст на приходите от 8,6%** за периода 2025–2031 г., без да се отчита приносът от бъдещи сливания и придобивания. Подкрепени от оперативния ливъридж, намаляващата инвестиционна тежест и постепенното преминаване към софтуер с по-висока маржа, ние моделираме **ръст на EBITDA от 14,9% годишно** за същия период и крайна EBIT маржа от 10,0%. Приемането на еврото и планираното листване на борсата във Франкфурт увеличиха видимостта на акциите, което се отразява в относително високия EV/EBITDA за 2026 г. от 14,6x. Въз основа на нашия DCF модел (WACC: 9,9%) изчисляваме целева цена от 1,50 евро, което предполага по-нататъшен ръст дори от настоящите нива.

Заключение: Преходът към изкуствен интелект изисква специализирани доставчици, които могат да интегрират решенията в корпоративните процеси и потоци от данни, без да компрометират сигурността на данните. Преминавайки от доставчик на услуги с нишови софтуерни продукти към по-широкообхватна платформа, Sirma се отличава от конкуренцията и отваря допълнителен източник на приходи. Започваме да следим акциите с рейтинг „Купувай“ и целева цена от 1,50 евро.

Край на финансовата година: 31.12.	2023	2024	2025	2026	2027 г.
Продажби	41,2	50,6	66,2	71,0	77,5
Растеж на годишна база	2,8	22,8	30,8	7,3	9,2
EBITDA	1,6	2,9	5,4	5,2	6
EBIT	-0,3	0,8	3,0	2,6	3
Нетна печалба	-0,9	0,3	1,1	1,5	2
Брутна печалба	54	51,2	51	55,5	56,6
EBITDA марж	4,0	5,8	8,1	7,3	7,7
EBIT марж	-0,7	1,5	4,6	3,7	4,4
Нетен дълг	-6,0	-3,6	-0,7	-0,3	-1,6
Нетен дълг/EBITDA	-3,6	-1,2	-0,1	-	-0,3
ROCE	-0,8	2,1	7,4	6,1	7,7
EPS	-0,02	0	0,02	0,03	0,04
FCF на акция	-0,01	0,03	0,03	0,01	0,05
Дивидент	0,01	0,01	0,01	0,02	0,02
Дивидентна доходност	0,8	0,8	0,8	1,5	1,5
EV/продажби	1,9	1	1	1,1	1
EV/EBITDA	46,3	26,1	14,2	14,6	12,7
EV/EBIT	н.м.	99,6	25,3	29	22,2
PER	н.м.	н.м.	65,0	43,3	32
P/B	1,9	1,8	1,8	1,8	1,7

Източник: Данни на компанията, Montega, Capital IQ

Цифри в млн. евро, EPS в евро, цена: 57,79 евро

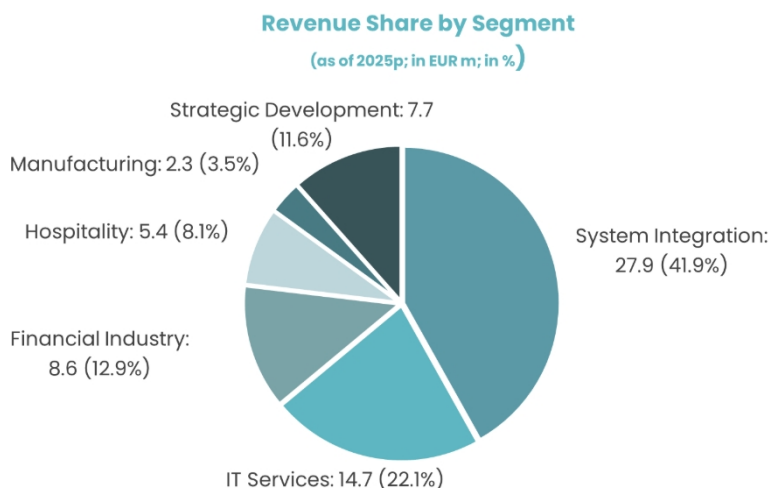
СЪДЪРЖАНИЕ

Резюме	2
Инвестиционен случай	4
Разрастващият се пазар оставя достатъчно място за растеж	7
Регионален лидер в България	10
Очаква се продължителен ръст на приходите	13
Очаква се стабилно генериране на свободен паричен поток	18
Силно покачване на цената на акциите през последните години	19
Оценката отразява възможностите на бизнес модела	20
Заключение	20
SWOT	21
Силни страни	21
Слабости	21
Възможности	21
Заплахи	21
Оценка	22
DCF модел	23
Анализ на сходни компании	24
Информация за компанията	26
Ключови факти	26
Ключови събития в историята на компанията	26
Сегменти и региони	27
Управление	29
Структура на акционерите	29
Финансови	30
DCF модел	30
P&L	31
Баланс	32
Отчет за паричните потоци	33
Отказ от отговорност	34

Инвестиционен случай

Sirma Group Holding JSC е диверсифицирана компания за ИТ услуги и софтуер със седалище в София, България, която обслужва клиенти в 67 държави. Основана през 1992 г. като „Sirma AI“, компанията притежава дълбоко вкоренена ДНК в областта на изкуствения интелект. Днес мисията на Sirma е да действа като основен координатор за организациите по време на тяхната цифрова трансформация, като им помага да станат „готови за изкуствен интелект“ чрез комбинация от разработка на софтуер по поръчка, системна интеграция и собствен стандартен софтуер, най-забележителен от които е AI Enterprise Platform, който свързва моделите на изкуствен интелект с данните на компанията, като същевременно осигурява висока степен на сигурност на данните.

Оперативната структура на групата е организирана в шест отделни сегмента, включително два хоризонтални с междуетраслови предложения и три ключови вертикални.



Източник: Компания, Montega

Системна интеграция: Сегментът „Системна интеграция“ се фокусира върху продажбата на хардуерни системи, миграция към облак и текуща поддръжка, които все повече се допълват от DevOps услуги. Целевият пазар се състои предимно от българския публичен сектор, както и от местни и мултинационални компании, опериращи в България, особено във финансовия и здравния сектор. Примери за проекти включват продажбата и интеграцията на инфраструктура за киберсигурност за FinTech и доставката на настолни компютри за голяма българска банка.

Хотелиерство: Сегментът „Хотелиерство“ предоставя специализирани ИТ решения, консултации и анализ на данни, специално пригодени за глобалната хотелиерска индустрия. Неговите компетенции включват разработването на сложни системи за онлайн резервации и интеграцията на софтуер за управление за широка клиентска база, която включва международни хотелски групи, туроператори и туристически агенции.

ИТ услуги: Този хоризонтален сегмент предоставя междуетраслово разработване на софтуер по поръчка, ИТ консултации и управлявани услуги. С регионален фокус върху Обединеното кралство, DACH, Белгия, Скандинавия и Румъния, сегментът се занимава с широка гама от сложни задачи. Известни проекти включват разработването на система за плащане с подаръчни карти, експлоатацията на глобална система за резервации на самолетни билети и създаването на интелигентен AI бот за голям клиент в областта на електронната търговия.

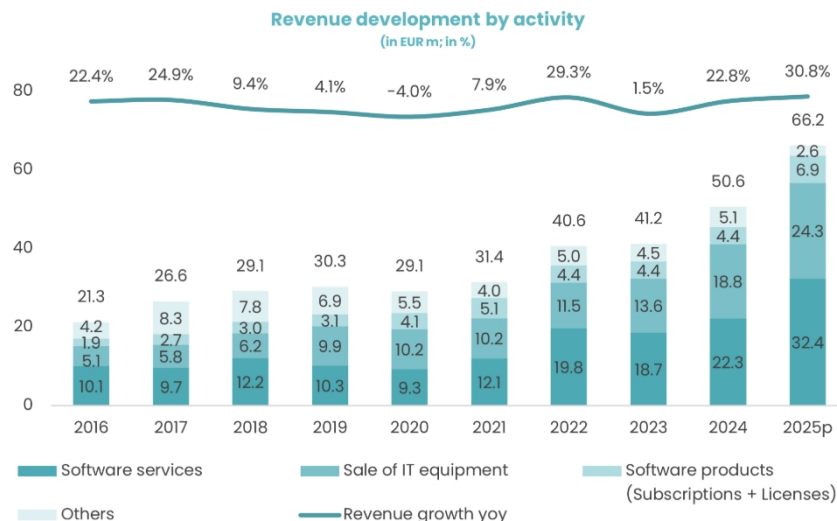
Финансова индустрия: Sirma е доминиращ играч на българския финансов пазар, като около 60% от финансовите институции в страната са нейни клиенти. Сегментът е специализиран в имплементирането на основни банкови системи (Oracle FlexCube, Temenos T24) и решения за регулаторно отчитане (например RepXpress). Групата действа като стратегически партньор на институциите в тяхното развитие към дигитализация и внедряване на изкуствен интелект.

Производство: Този сегмент, управляван от дъщерното дружество EngView Systems AD, предоставя софтуерни и хардуерни решения за метрология, управление на качеството и автоматизация на опаковъчната промишленост. Компанията предлага специализирани CAD/CAM решения за опаковъчната промишленост и производството на ламарина, като заема призната в световен мащаб нишова позиция.

Стратегическо развитие: Сегментът „Стратегическо развитие“ функционира като вътрешен инкубатор на групата, в който се помещават вертикални структури, базирани на знания, като търговия на дребно, логистика, транспорт и здравеопазване, които все още не са достигнали самостоятелна зрялост. Освен бизнес развитието, този сегмент консолидира и неразпределените разходи на групата, свързани със стратегическото развитие на групата. Следователно, макар да е жизненоважен двигател за дългосрочни иновации и източник на бъдещи стълбове на растежа, крайният резултат на сегмента обикновено е отрицателен.

Като цяло, групата генерира приходи от продажбата на ИТ оборудване (36,8% от приходите за 2025 г.), което е тясно свързано със сегмента „Системна интеграция“, и от предоставянето на услуги (63,2%). Основната дейност в областта на услугите са софтуерните услуги (47,8% от общите приходи), което означава предимно разработване на софтуер по поръчка и управлявани услуги. Допълнителните услуги включват продажба на собствени софтуерни продукти на базата на абонамент или лиценз, предлагане на облачни услуги от собствения център за данни на компанията и предоставяне на различни услуги за поддръжка. Въпреки международното си присъствие с доставки в цяла Европа и Северна Америка, работната сила е почти изцяло базирана в Централна и Източна Европа, като към края на 2024 г. наброява 518 служители в България, 131 в Румъния и 45 в Албания. По-малко от десет служители са разположени в други региони за продажби и бизнес развитие, което осигурява предимства по отношение на разходите в сравнение със западните ИТ компании, които разполагат само с малка част от своите доставни възможности в близки локации.

За по-голяма яснота, развитието на приходите по дейности е обобщено по-долу:



Източник: Компания, Montega

Sirma Group Holding демонстрира стабилен растеж, характеризиращ се с CAGR от 14,3% между 2015 и 2025 г. След временно забавяне по време на пандемията от COVID-19, динамиката се ускори значително, което доведе до двуцифрени темпове на органичен растеж от 2022 до 2025 г. Това развитие беше допълнително подсилено от стратегическите сливания и придобивания, най-вече придобиването на българския специалист в областта на хотелиерството Sciant AD в края на 2021 г. и румънския доставчик на ИТ услуги Roweb в края на 2024 г.

Решаващ момент в историята на групата беше продажбата на нейното дъщерно дружество Sirma AI (Ontotext) през 2022 г. Въпреки че Sirma AI беше признат лидер в областта на семантичните технологии и графичните бази данни, решението за продажба на мажоритарния дял на стойност 24,1 млн. евро беше продиктувано от значителните капиталови изисквания, необходими за ефективна конкуренция с глобалните технологични гиганти. Тази сделка бележи временен стратегически завой към фокусиране върху услугите и софтуера по поръчка.

Въпреки това, появата на ерата на генеративната изкуствена интелигентност фундаментално промени конкурентната среда. Чрез значително понижаване на техническите бариери и разходите, свързани с разработката на софтуер, настоящият цикъл на изкуствената интелигентност позволява на компании като Sirma да се конкурират с много по-големи компании, въпреки че разполагат с умерен бюджет. Вследствие на това Sirma отново се фокусира върху продуктовия бизнес. Освен утвърдените позиции в нишови пазари, като EngView CAD в опаковките или Diabetes:M в здравеопазването, Sirma наскоро представи платформата Sirma.ai Enterprise Platform, която не само е потенциален крайъгълен камък в продуктовото портфолио, но може да действа и като значителен катализатор за дейностите на групата в областта на ИТ услугите.

Платформата Sirma.ai Enterprise е позиционирана като стратегически център за трансформация, предназначен да даде възможност на организациите да създават, внедряват и управляват сигурни AI агенти и работни потоци в голям мащаб. Вместо да предоставя изолирани AI приложения, платформата служи като всеобхватен слой за оркестриране с независима от доставчика Multi-LLM архитектура, която осигурява достъп до над 500 езикови модели, вариращи от глобални продукти, предлагани в облака, като OpenAI (ChatGPT), Anthropic (Claude) и Google (Gemini), до модели с отворен код, работещи на инфраструктурата на клиента. За да отговори на нарастващото значение на суверенитета на данните и регулаторните изисквания на сектори като банковото дело и държавната администрация, платформата е предварително конфигурирана за съответствие с GDPR и NIS2 и предлага максимална гъвкавост при внедряването.

Клиентите могат да избират между работа в облак, хибридна или изцяло локална инсталация, а дори и инсталации с въздушна изолация в изолирани среди. Платформата е в състояние автоматично да насочва работните потоци към най-подходящия модел въз основа на оценка в реално време на сложността на задачите, целевите разходи и изискванията за съответствие, което гарантира, че чувствителните данни никога не напускат защитените среди.

Тази висока степен на персонализация е допълнително подобрена от дизайнери на работни потоци с ниско ниво на кодиране и специфични за индустрията шаблони за агенти, които се възползват от дълбокия опит на Sirma в различни вертикални пазари. Sirma използва двустепенна стратегия за комерсиализация. По-големите клиенти с високи изисквания към данните и изкуствения интелект обикновено инсталират софтуера на място или в своя облак и плащат годишна лицензионна такса, докато по-малките компании могат да избират модела „Платформа като услуга“, базиран на използването.

Разрастващият се пазар оставя достатъчно място за растеж



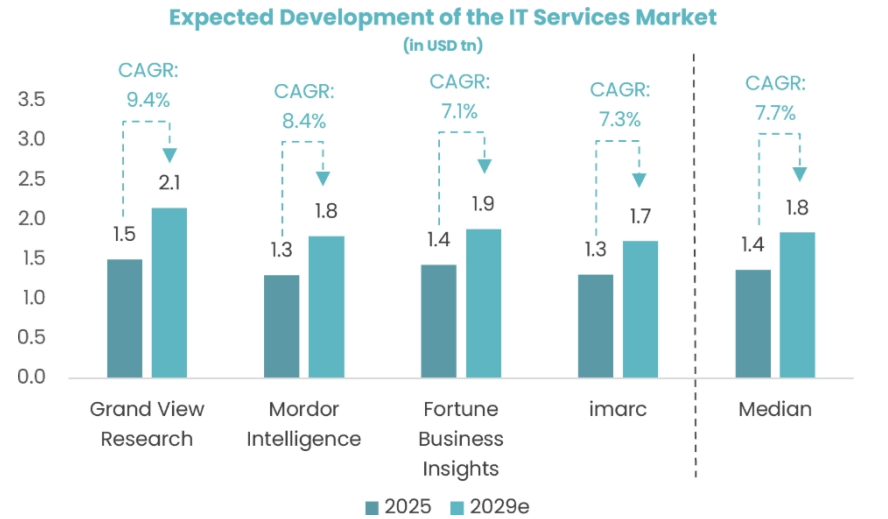
- Очаква се пазарът на общи ИТ услуги да отбележи ръст от около 5%
- Областите, свързани с изкуствения интелект, предлагат нови възможности и по-високи темпове на растеж

Според последната прогноза на Gartner (октомври 2025 г.), глобалният технологичен сектор остава изключително устойчив въпреки макроикономическата нестабилност. Световните разходи за ИТ се очаква да достигнат 5,54 трлн. долара през 2025 г. (+10,0% на годишна база) и се очаква да надхвърлят 6,0 трлн. долара за първи път през 2026 г., достигайки 6,08 трлн. долара (+9,8% на годишна база). Въпреки това, зад тези впечатляващи цифри се крие структурна дивергенция, която създава „двускоростна“ икономика, задвижвана от значително разпределение на капитал към генеративната изкуствена интелигентност.

Глобални разходи за ИТ (в млрд. щатски долара)	2025 Разходи	2025 Растеж	2026 Разходи	2026 Растеж
Системи за центрове за данни	489,5	+46,8	582,4	+19,0
Устройства	783,2	+8,4	836,3	+6,8
Софтуер	1 244,3	+11,9	1 433,0	+15,2
ИТ услуги	1 719,3	+6,5	1 869,3	+8,7
Комуникации	1 304,2	+3,8	1 363,1	+4,5
Общо ИТ	5 540,4	+10,0	6 084,1	+9,8

Източник: Gartner, Montega

В основата на двуцифреното разширение на приходите традиционните сегменти се сблъскват с това, което Gartner описва като „пауза на несигурност“. Корпоративните купувачи са възприели предпазлив подход по отношение на глобалните търговски политики и промените в регулаторната среда, което води до временно отлагане на нови дискреционни проекти. В резултат на това растежът на пазара е силно концентриран в инфраструктурата, свързана с изкуствения интелект, особено в сегмента на системите за центрове за данни, но също и в подсегменти като Infrastructure-as-a-Service (IaaS) и софтуер, свързан с GenAI. От друга страна, вертикално-специфичният софтуер, който включва повечето от софтуерните продукти на Sirma, е по-уязвим към промени в политиката и несигурност в бизнеса.

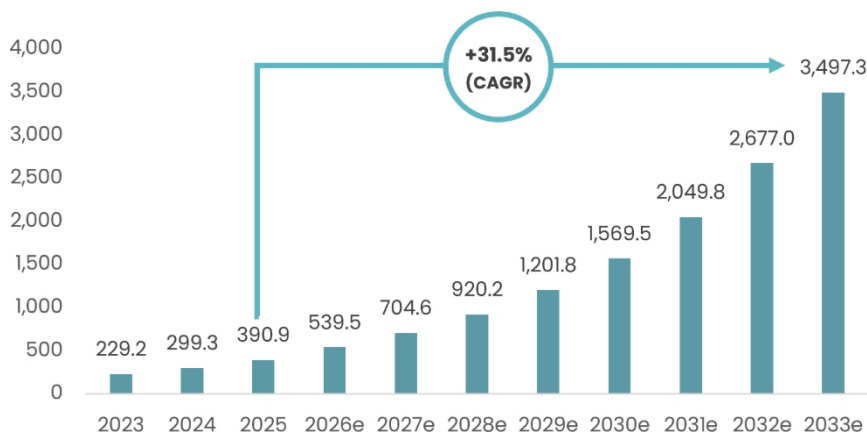


Източник: Grand View Research, Mordor Intelligence, Fortune Business Insights, imarc, Montega

В по-далечна перспектива, глобалният пазар на ИТ услуги, който считаме за най-важния пазар за Sirma, се очаква да се разраства стабилно между 2025 и 2029 г. Четирите изследователски института Grand View Research, Mordor Intelligence, Fortune Business Insights и imarc прогнозират годишен ръст между 7,1% и 9,4% с медианен CAGR от 7,7%. Това устойчиво разрастване се подкрепя от три основни фактора. Първо, продължаващата миграция на корпоративната инфраструктура към хибридни и мулти-клауд среди поддържа търсенето на сложна системна интеграция. Второ, експоненциалният растеж в генерирането на данни в световен мащаб налага необходимостта от усъвършенствани решения за управление и анализ на данни, преминавайки от експериментални фази към внедряване в цялата компания. Накрая, развиващата се заплаха, белязана от нарастващи кибератаки и строги регулаторни рамки като GDPR, води до недискреционни разходи за киберсикурност. Структурно пазарът наблюдава преход от реактивни услуги за „поправка на повреди“ към проактивно консултиране, тъй като предприятията търсят външна експертиза, за да се ориентират в тези инициативи за цифрова трансформация.

Изкуственият интелект се очертава като основен двигател на растежа на пазара на ИТ услуги, като Grand View Research прогнозира средногодишен ръст от 31,5% за периода 2025–2033 г. В рамките на този пазар сегментът на услугите е с най-голям дял в приходите – 36,3% през 2025 г., и се очаква да отбележи най-бърз растеж, тъй като организациите все по-често търсят насоки за интегриране на ИИ в съществуващите инфраструктури. Бързото развитие в областта на изкуствения интелект допълнително стимулира търсенето на постоянни актуализации, поддръжка и обучение. Освен това Sirma навлезе в сегмента на софтуера за изкуствен интелект, който представлява 34,2% от общия пазар на изкуствен интелект, с добре позиционираната си платформа AI Enterprise Platform за сигурност на данните – особено в Европа, където все повече се набляга на поверителността на данните и етичните съображения при изкуствения интелект.

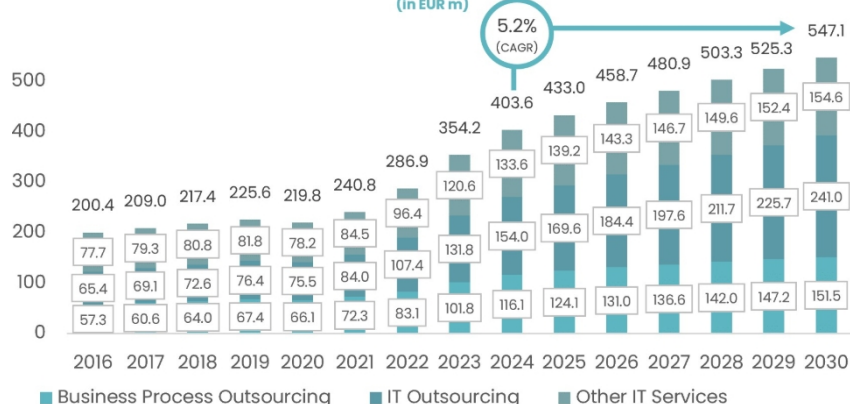
Expected Development of the Artificial Intelligence Market (in USD bn)



Източник: Grand View Research, Montega

Предвид значителния дял на приходите, генерирани на вътрешния пазар (2025 г.: 58,3%), динамиката на българския пазар на ИТ услуги е от изключително значение за развитието на групата.

Expected Development of the Bulgarian IT Services Market (in EUR m)



Източник: Statista, Montega

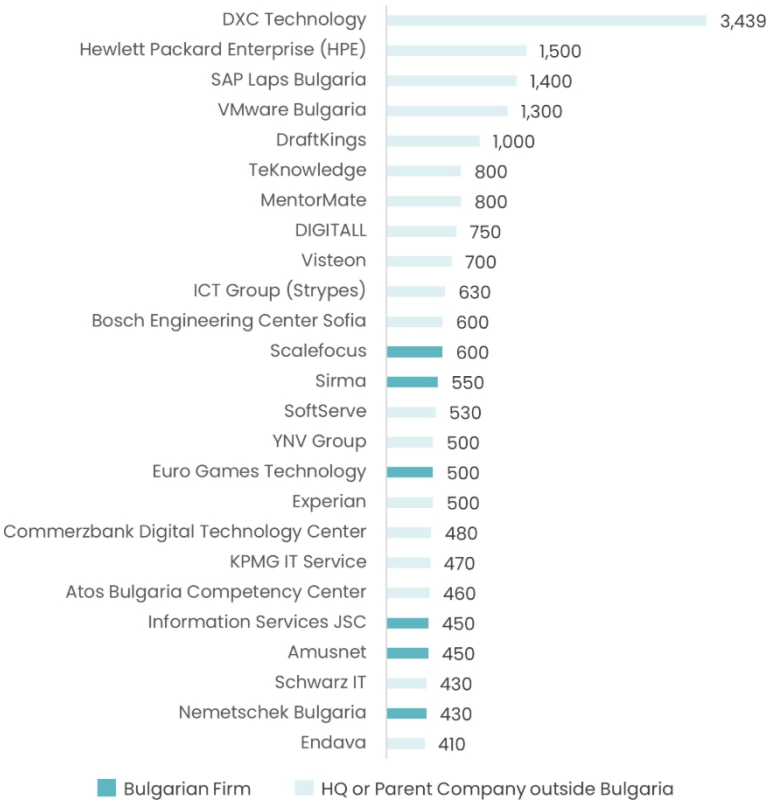
Както е показано на графиката, българският пазар на ИТ услуги е преминал от постпандемичен бум към фаза на стабилно и устойчиво разрастване. За 2025 г. общият пазар се оценява на 432,9 млн. евро, с прогнозиран среден годишен ръст от 5,2% (2024-2029 г.). Очаква се по-силен растеж в сегмента на ИТ аутсорсинга, който представлява значителна част от бизнеса на Sirma. Този сегмент включва аутсорсинг на приложения, управлявани услуги, както и доставка, настройка и конфигуриране на хардуер, и се очаква да се разраства с 7,8% годишно.

Структурно, ИТ секторът в България е силно ориентиран към международните пазари. Според асоциацията на софтуерната индустрия BASSCOM, 85% от приходите от софтуер се генерират чрез износ, като софтуерните продукти и услуги съставляват почти 28% от общия износ на услуги в страната. Тази глобална конкурентоспособност се подкрепя от благоприятна плоска данъчна ставка от 10%, сравнително по-ниски заплати и усъвършенствана цифрова свързаност, което позволява гъвкав и високопроизводителен модел на доставка. За разлика от това, Sirma генерира относително висок дял от приходите си на вътрешния пазар, главно от продажби на ИТ оборудване, тъй като международните доставки често се фактурират на българското юридическо лице на клиента, отговорно за плащането. Останалите й услуги са предимно международни, като приходите от България съставляват едва 38,6%.

Тази международна ориентация се отразява и в работодателите на ИТ специалисти в България. Най-големите работодатели на ИТ специалисти в България обикновено поддържат седалищата си извън страната или оперират като дъщерни дружества на международни групи. Значителна част от тези структури функционират като глобални центрове за капацитет или специализирани центрове за научноизследователска и развойна дейност (например SAP Labs, Schwarz IT, Commerzbank). Тези единици използват местоположението предимно за вътрешно разработване на продукти и оперативна поддръжка в рамките на съответните си майчини организации, а не за да се конкурират за клиенти от трети страни. Следователно, макар да действат като конкуренти на местния пазар на труда по отношение на привличането на таланти и нивата на заплатите, те не се конкурират със Sirma за пазарен дял в сектора на външните B2B услуги.

За разлика от тях, международни доставчици на услуги като DXC Technology, Endava или ICT Group (Strypes) оперират с различен регионален фокус. Докато някои използват България като стратегически център за доставки в близост до брега, за да обслужват изключително своята глобална клиентска база, други се конкурират и за местни поръчки.

Largest Bulgarian Companies by Number of IT-Employees



Източник: H512.com (март 2024 г.), Montega

В обобщение, считаме, че основните фактори за растеж на съответния пазар са следните:

- Генеративната изкуствена интелигентност и агентна трансформация:** Глобалният пазар на ИКТ в момента претърпява структурна промяна, предизвикана от бързото внедряване на генеративната изкуствена интелигентност. Тъй като организациите преминават от експериментални пилотни проекти към внедряване на AI агенти в цялото предприятие, се очаква да нарасне търсенето на платформи, които могат да създават, внедряват и управляват тези работни процеси.
- Нарастващо търсене на суверенитет на данните и „суверенна изкуствена интелигентност“:** Строгите регулаторни рамки като GDPR и предстоящата директива NIS2 създават ниша с висок растеж за решенията на „Sovereign AI“. ниша за растеж на решенията за „суверенна изкуствена интелигентност“. Много организации в силно регулирани сектори – особено банковото дело, здравеопазването и държавната администрация – са ограничени в използването на публични облачни решения, базирани в САЩ, за чувствителни данни.
- Продължаваща миграция към хибридни и мулти-облачни среди:** Докато първоначалният „облачен бум“ е отминал, пазарът навлиза в по-сложна фаза на хибридна и мулти-клауд оптимизация. Организациите все повече се стремят да избегнат зависимостта от един доставчик, като използват комбинация от различни клауд доставчици и локални ресурси. Тази еволюция поддържа търсенето на сложна системна интеграция и управлявани услуги, тъй като предприятията се нуждаят от специализирана експертиза за управление на оперативната съвместимост и рентабилността в разнородни цифрови среди.

Регионален лидер в България

За да оценим конкурентната позиция на Sirma, ние разгледахме предимно български ИТ компании.

Име на компания	Региони, в които се фокусира	Основна дейност и вертикали	Приходи (в млн. евро)	EBITDA Марж	EBIT Марж
Scalefocus	Глобално	Софтуерно инженерство, Финанси, енергетика	40,4	6,9	1,7
DAIS	България	Софтуерно инженерство, Финанси	5	н.д.	17,7
DSS Software	България	Софтуерно инженерство	2,3	1,8	0,2
Synergy Global	България, Северна Македония, Литва	Софтуерно инженерство, Финанси	1,7	-17,4	-19,1
Мусала	България, Северна Македония, Египет	ИТ-консултации + софтуерно инженерство, автомобилна промишленост, финанси, телекомуникации	35	н.д.	15,5
IBS	България, Северна Македония, ОАЕ	ИТ-консултации + софтуерно инженерство, финанси	23	12,7	10
Невексис	България, останалата част от Европа	ИТ-консултантски и облачни услуги	4,7	3,1	2,3
Ablera	България	ИТ-консултации, финанси	1	4,8	-41,6
DigitAll /Bullpros	България, Австрия, Германия, Швейцария	Облачни услуги и киберсигурност	23	-17,3	-29,3
Neterra	България, Централна и Източна Европа	Облачни и мрежови услуги	15,7	-0,1	-8,2
Superhosting BG	България, Сърбия	Облачни услуги	13	н.д.	30,1
Telepoint	България, Гърция, Турция, Сърбия, Северна Македония	Облачни услуги	10	н.д.	26,3
Evolink	България	Облачни услуги + софтуерно инженерство	3,3	18,0	5,1
Technologica	България, Сърбия	ИТ интеграция и инфраструктура	14,4	19,0	16
Средна			13	4,0	3,7

към: Най-актуални налични данни | Източник: РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ Агенция по вписванията, Capital IQ, Montega

На важния вътрешен пазар, където се генерират над половината от приходите на Sirma, компанията се сблъсква с конкуренцията на малки и средни доставчици, както и на международно активни компании.

Sirma се нарежда сред най-големите ИТ компании в България с приходи от 50,6 млн. евро през 2024 г. Изключителната ѝ диверсификация за компания от този мащаб означава, че макар общите ѝ приходи да надвишават тези на много от конкурентите ѝ, тя може да бъде по-малка на определени подпазари. Например, Scalefocus се позиционира като най-голямата софтуерна компания в България и наема повече ИТ персонал на местно ниво, тъй като значителна част от работната сила на Sirma се намира в Румъния след придобиването на Roweb. Scalefocus също се равнява на Sirma по рентабилност, докато други конкуренти, често със сходна насоченост към финансови клиенти, са по-малки, по-малко рентабилни или дори губещи.

В сегмента на ИТ консултантите Sirma е сред най-големите местни доставчици в една фрагментирана конкурентна среда. Сред основните конкуренти е Musala Soft, която генерира приходи от 35,9 млн. евро и се фокусира предимно върху консултантски и съветателни услуги за клиенти в автомобилната, финансовата и телекомуникационната индустрия. Друг забележителен участник е IBS, водеща консултантска фирма за финансови институции; въпреки по-малката си база от приходи от 23,3 млн. евро, IBS постига висока рентабилност с EBITDA марж от 12,7% и EBIT марж от 10,8%. Други участници, като Nevexis, специализирана в регулаторни решения за финансови институции, и Ablega, фокусирана върху технологиите в застраховането, оперират в много по-малък мащаб в сравнение с Sirma.

В сегмента на облачните услуги Sirma се конкурира с разнообразен набор от конкуренти, които в крайна сметка включват и американските хиперскалъри. Сред българските конкуренти най-високи приходи постига DigitAll (по-рано Bullpros), част от по-голяма софтуерна група със седалище в Германия. Въпреки приходите си от 23,7 млн. евро, DigitAll отчита отрицателни EBITDA и EBIT маржове, което подчертава относителната сила на Sirma в този сегмент. По същия начин Neterra, с приходи от 15,7 млн. евро, също показва слаба рентабилност. В контраст с това, играчи като Superhosting BG, Telepoint и Evolink работят рентабилно, постигайки положителни EBITDA и силни EBIT маржове. Въпреки това, техните бизнес модели са фокусирани предимно върху уеб хостинг, стрийминг платформи (Telepoint) и услуги на центрове за данни, а не върху цялостни решения за облачна инфраструктура.

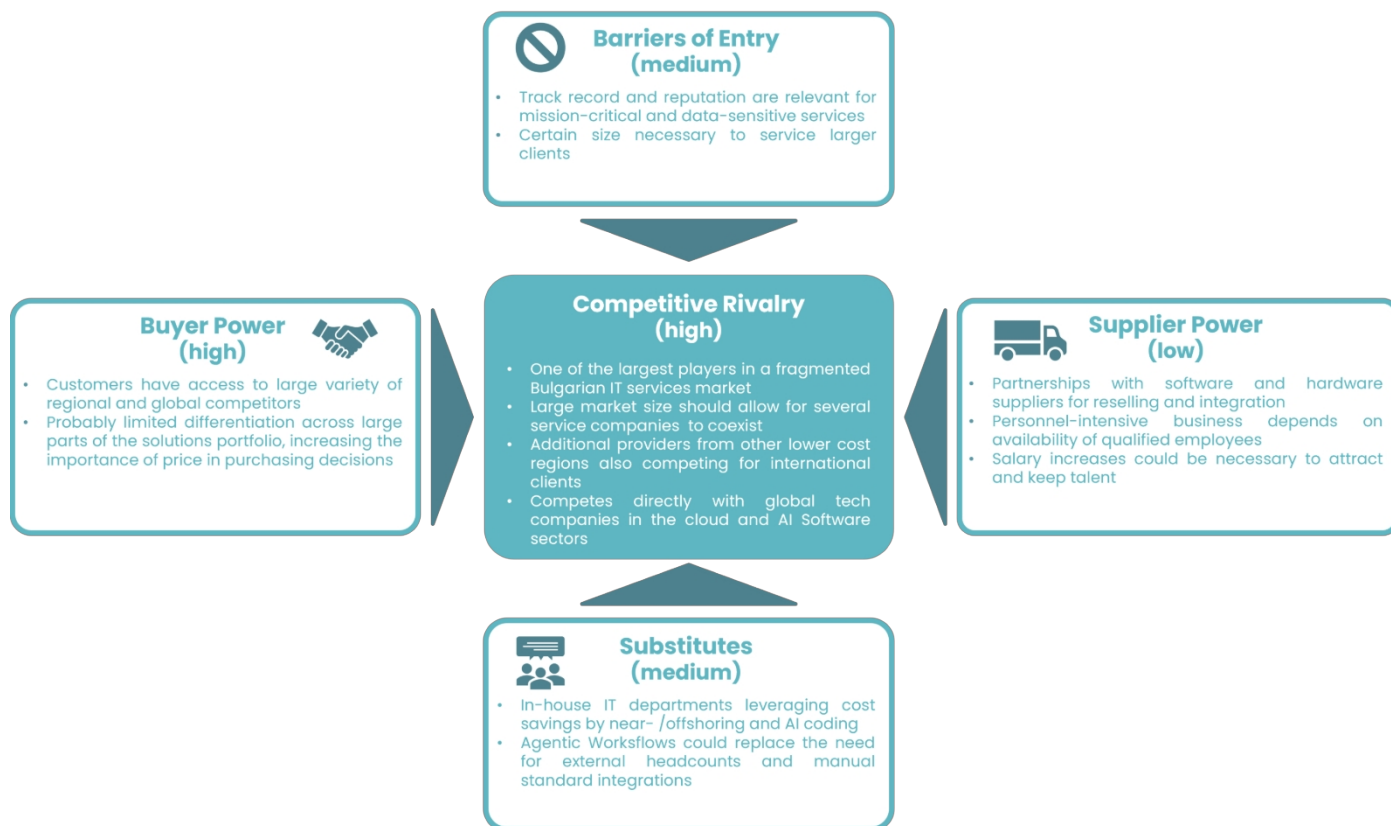
В сегмента на ИТ интеграцията и внедряването на инфраструктура основният конкурент на Sirma е Technologica, компания, която развива дейност както в България, така и в Сърбия. През 2022 г. Technologica е реализирала приходи в размер на 14,4 млн. евро и е постигнала двуцифрени EBITDA и EBIT маржове, което показва стабилна рентабилност в тази област.

Според нас Sirma вероятно ще продължи да се възползва от следните конкурентни предимства:

- Оперативен ливъридж и самофинансирани научноизследователски и развойни дейности:** Мащабът и постоянната рентабилност на Sirma осигуряват финансовата стабилност, необходима за дългосрочни партньорства с предприятия. Това позволява на групата да самофинансира научноизследователски и развойни дейности и да премине от доставчик на услуги към продуктово ориентирана фирма, което се доказва от разработването на собствената ѝ AI Enterprise Platform, която очакваме да бъде важен фактор за различаване от други доставчици на услуги.
- Доказан опит и специализация в областта на изкуствения интелект:** Основана през 1992 г., Sirma изгради значително доверие във финансовия и публичния сектор. Техническото ѝ лидерство в областта на изкуствения интелект, потвърдено от успешното инкубиране и излизане на Sirma AI (Ontotext), осигурява явно предимство в прехода към автоматизация на предприятията.
- Висока защитимост чрез вертикална експертиза:** Обширни познания в силно регулирани индустрии като банково дело, застраховане и здравеопазване, както и хотелиерството и производството, осигурява значителни предимства благодарение на предвиждането на нуждите на клиентите. Този дълбок фокус върху сектора позволява на Sirma да оперира с критично важни системи, в които конкурентите с по-обща насоченост трудно могат да навлязат или да възпроизведат.
- Устойчив модел на приходи:** С над 43% (9M 2025) от приходите, произтичащи от повтарящи се потоци (ИТ системи и дългосрочни договори) и ниска степен на отлив, Sirma поддържа по-предвидим профил на паричните потоци в сравнение с конкурентите, работещи на проектна основа.
- Водеща независима пазарна позиция:** За разлика от международните „каптивни“ центрове, фокусирани върху офшорни доставки, Sirma е водещата независима ИТ фирма в България. Това лидерска позиция укрепва регионалната ѝ пазарна позиция и подпомага достъпа до най-добрите инженерни специалисти в България.
- Конкурентна ценова структура в съответствие с ЕС:** Данъчната система и разходите за труд в България дават на Sirma явно предимство по отношение на цените и маржовете в сравнение със Западна Европа, докато доставките от ЕС съчетават ефективност на разходите, регулаторна стабилност и географска близост.
- Суверенитет на данните и геополитическа сигурност:** Като европейски доставчик, Sirma спазва изискванията на ЕС за съхранение на данни и GDPR, което прави суверенитета на данните ключов фактор за клиентите от финансовия и публичния сектор, за които сигурността е от особено значение, в среда на повишени геополитически рискове.

В един фрагментиран пазар с интензивна конкуренция и висока покупателна способност, Sirma използва вертикалната си експертиза и нарастващото значение на суверенитета на данните, за да се отличи от конкуренцията. Преходът, насочен към продуктите, чрез собствената им AI Enterprise Plattform, създава предимство в сравнение с генералистичните интегратори и каптивните офшорни центрове.

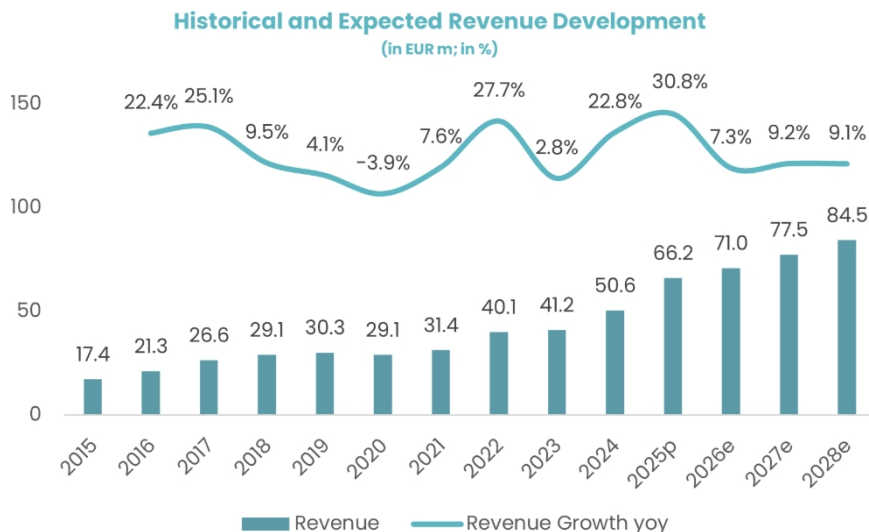
Competitive Position of Sirma



Очаква се продължителен ръст на приходите



- Силен профил на растеж с исторически CAGR на приходите от 14,3
- Възстановяване на маржа от дъното през 2023 г., което все още отразява текущата инвестиционна програма



Източник: Компания, Montega

Sirma Group Holding исторически е постигала силен растеж, с CAGR от 14,3% между 2015 и 2025 г. Растежът временно се забави по време на пандемията от COVID-19, тъй като предпазливостта на клиентите и отложените проекти се отразиха на приходите, въпреки че кризата подчерта важноста на дигитализацията. Последващото развитие на приходите беше значително повлияно от дейността по сливания и придобивания: Sciant AD беше консолидирана в средата на ноември 2021 г., допринасяйки с 7,0 млн. евро към приходите за 2022 г., докато по-голямата част от Sirma AI беше продадена и деконсолидирана през септември 2022 г., след като генерира 3,6 млн. евро приходи от началото на годината. На органична база Sirma би постигнала двуцифрен растеж всяка година от 2022 до 2024 г.

Инерцията на растежа се ускори през 2025 г., като продажбите нараснаха с 30,8% на годишна база, благодарение както на органични, така и на неорганични фактори. Румънският доставчик на ИТ услуги Roweb, придобит през октомври 2024 г., допринесе с 7,3 млн. евро към приходите (2024 г.: 1,5 млн. евро), което представлява приблизително половината от общия растеж. В същото време сегментът „Системна интеграция“ отбеляза силен органичен растеж, като се увеличи с 41,8% на годишна база, тъй като Sirma спечели няколко големи търга в публичния сектор, благодарение на стабилизираната политическа обстановка в България, която позволи да се пристъпи към дълго отлагани процедури за възлагане на обществени поръчки.

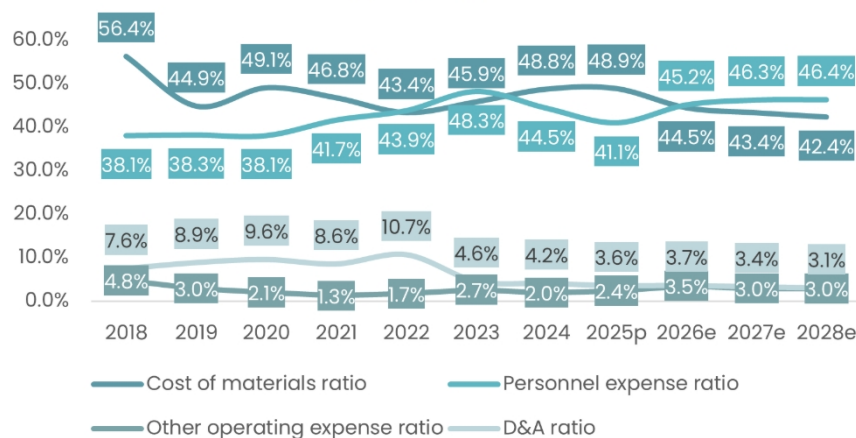
С оставката на българското правителство през декември 2025 г. и предстоящите избори, очакваме затруднения при търговете в публичния сектор и спад в продажбите на ИТ оборудване. Освен това, продължаващият растеж в софтуерните услуги, заедно с по-високите приходи от абонаменти и лицензи, се очаква да доведе до по-нататъшно разширяване на приходите.

Въпреки че считаме за вероятно да има допълнителна активност в областта на сливанията и придобиванията през 2026 г., нашата прогноза консервативно изключва потенциални бъдещи придобивания.

Разходите отразяват основните дейности

Основните разходи на групата се състоят от разходи за материали за препродажба на хардуер и софтуер на трети страни и разходи за персонал за софтуерните услуги, свързани с персонала.

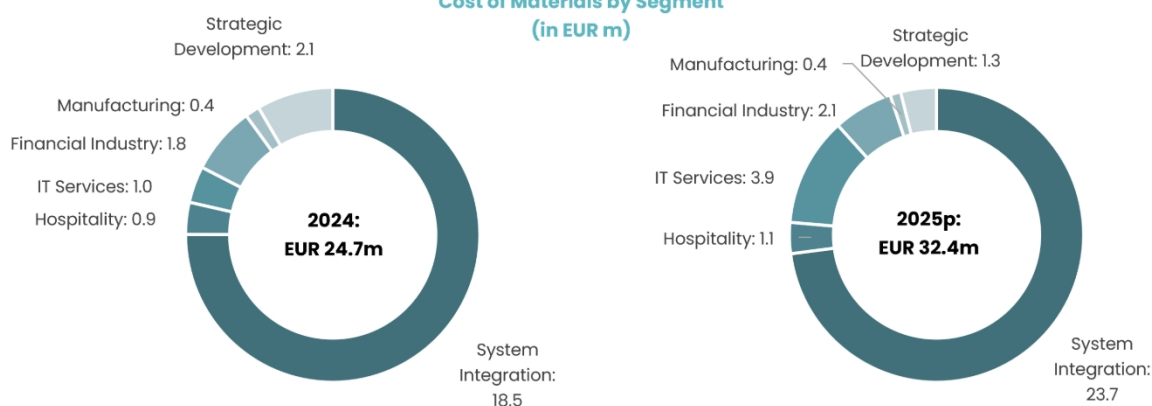
Historical and Expected Development of Cost Ratios
(in % of Revenue)



Източник: Компания, Montega

Разходи за материали: Представените тук разходни позиции, освен отчетените разходи за материали (2025p: 0,5 млн. евро; 0,7% от приходите), които основно покриват електроенергията, включват също разходи за продадени стоки и други текущи активи (21,6 млн. евро; 32,7% от приходите), както и разходи за наети услуги (10,3 млн. евро; 15,6% от приходите). Разходите за наети услуги включват предимно аутсорсинг на персонал, софтуерни услуги и подизпълнителски дейности в рамките на проектна работа.

Cost of Materials by Segment
(in EUR m)

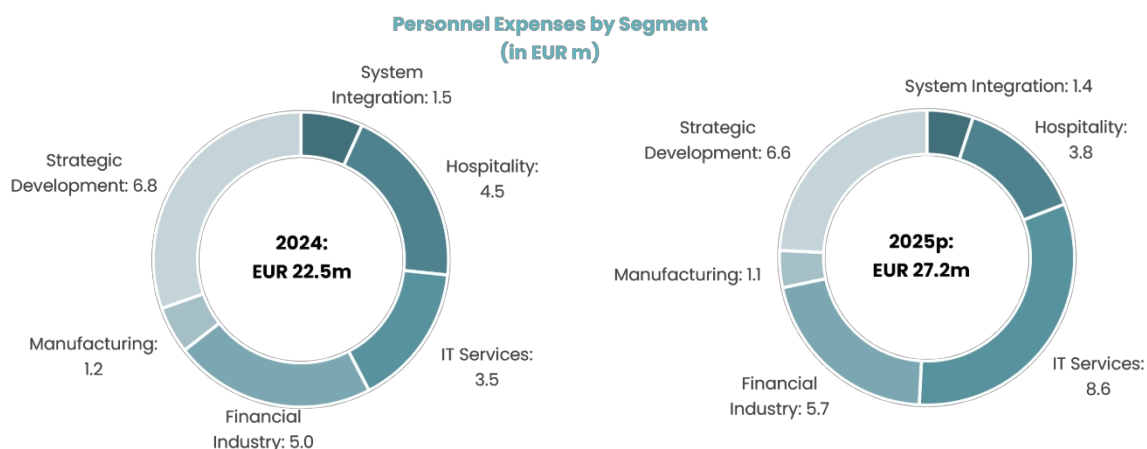


Източник: Компания, Montega

Както се очакваше, разходите за материали се определят до голяма степен от сегмента „Системна интеграция“, където основната дейност е продажбата на ИТ оборудване. Разходите за наети услуги са разпределени по-равномерно, като ИТ услугите заемат най-голям дял от 37% от общата сума за 2025 г. от 10,3 млн. евро, докато приблизително 98% от останалите разходи за материали и продадени стоки произтичат от системната интеграция. Следователно считаме, че съотношението на разходите за материали в този сегмент е ключов показател за оперативната ефективност. През 2025 г. той се е подобрил до 84,9% след 88,0% през 2024 г. и 86,2% през 2023 г.

Общият коефициент на разходите за материали на групата е нараснал от ниското ниво от 43,4% през 2022 г. до 48,9% в момента. Това увеличение отразява до голяма степен нарастващия дял на продажбите на ИТ оборудване в общите приходи, който се е повишил от 28,3% на 36,8% през същия период.

Разходи за персонал: Извън сегмента на системната интеграция, който изисква интензивно използване на хардуер, основните дейности на Sirma в областта на ИТ консултирането и разработката на софтуер по поръчка са до голяма степен свързани с персонала. В тези сегменти приходите са тясно свързани с отчетените часове, което ограничава краткосрочната мащабируемост. Ръстът на приходите от софтуер, макар и да изисква текущи инвестиции в научноизследователска и развойна дейност, има потенциал да раздели печалбите от разходите с течение на времето и да подкрепи по-високи маржове.



Източник: Компания, Montega

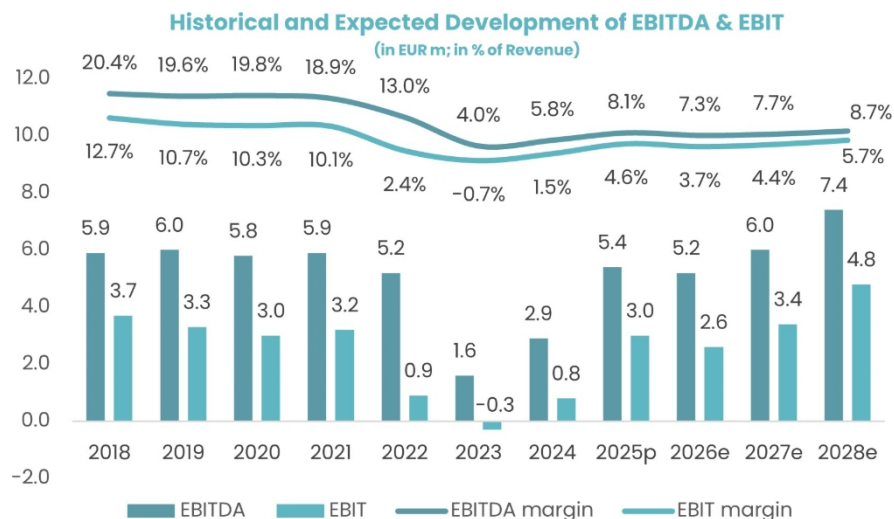
С приблизително 75% от работната сила, базирана в България, Sirma се възползва от конкурентна структура на разходите в сравнение с западните си конкуренти. Въпреки това, абсолютните разходи за персонал нарастват поради инфлацията на заплатите в сектора и стратегическото разширяване на екипите за продажби и научноизследователска и развойна дейност. Очакваме разходите за персонал да се превърнат в основен фактор за разходите, тъй като ИТ услугите и разработката на софтуер не са материално интензивни, което прави разходите, свързани с персонала, основен фактор за бъдещия растеж на разходите.

Амортизация и обезценка (D&A): Отразявайки бизнес модела на Групата, основан на ниско ниво на активи, D&A играе подчинена роля в структурата на отчета за приходите и разходите (2025p: 2.4 млн. евро; 3,6% от продажбите). Амортизацията на имоти, машини и съоръжения (0,9 млн. евро) се отнася главно до компютърен хардуер и активи с право на ползване за наем на офиси. Амортизацията на нематериални активи (1,5 млн. евро) произтича от капитализирани разходи за разработка на собствени софтуерни продукти, както и от права върху софтуерни модули.

Исторически погледнато, нивата на амортизация и обезценка бяха значително по-високи поради по-голямата база от нематериални активи на бившето дъщерно дружество Sirma AI (Ontotext). След продажбата му през септември 2022 г. нематериалните активи намалеха с над 37,7 млн. евро, а през същата година беше отчетена еднократна обезценка в размер на 1,4 млн. евро върху капитализираните разходи за придобиване на нематериални активи. След деконсолидацията нивото на амортизация и обезценка се нормализира. В бъдеще очакваме умерено увеличение в абсолютно изражение, тъй като компанията продължава да инвестира в собствен софтуер, което частично трябва да се отрази в баланса.

Други оперативни разходи: Другите оперативни разходи остават на ниско ниво спрямо приходите (2025p: ~2,5%), като включват предимно административни разходи, пътни разходи и социални разходи. В перспектива очакваме леко увеличение на този разходен блок. Тази прогноза отразява стратегическото решение на ръководството да продължи да инвестира в маркетинг и продажби.

Исторически силната рентабилност се затруднява от разходите за научноизследователска и развойна дейност



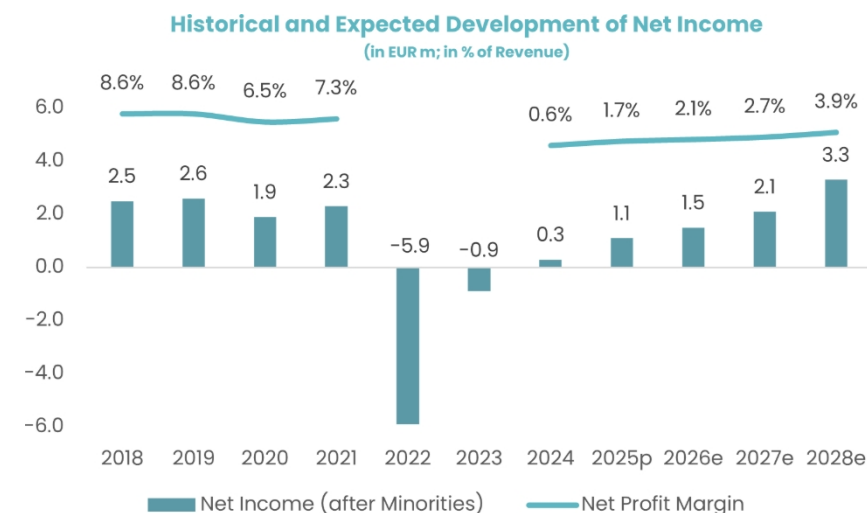
Източник: Компания, Montega

Преди 2023 г. Sirma поддържах стабилен профил на печалбите, като маржовете на EBITDA постепенно намаляваха от около 20% до приблизително 13% до 2022 г. Резкият спад на маржовете през 2023 г. отразяваше комбинация от стратегически корекции в портфейла и целенасочени инвестиционни решения. Sirma AI, която беше постигнала много високи EBITDA маржове от близо 40% през предходните години, но също така изискваше значителни текущи инвестиции, беше продадена, което намали високия марж на дъщерното дружество. В същото време, мениджмънтът даде приоритет на научноизследователската и развойна дейност за платформата Sirma.ai Enterprise Platform и увеличи международната търговска дейност, за да осигури бъдещ растеж. Допълнителни разходи възникнаха в резултат на вътрешна реструктуризация, включително придобиването на останалите миноритарни дялове в ключови дъщерни дружества и тяхното консолидиране в дружеството майка, което подготви почвата за по-икономичен и по-мощен оперативен модел.

В перспектива компанията е на път да възстанови маржа си. Силният ръст на приходите както от органични софтуерни приходи, така и от увеличената международна търговска дейност започва да компенсира предишния натиск върху маржа, предизвикан от инвестициите. Въпреки това, структурните ограничения остават в основните сегменти на ИТ услугите и системната интеграция, поради ограничената диференциация и конкурентния натиск от западноевропейските доставчици, които се възползват от близкия и офшорния аутсорсинг, както и от нискотарифните конкуренти от Азия.

Позициите под EBIT исторически оказват само незначително влияние, като нетният доход е близък до оперативната печалба. В нормализирана среда нетните финансови резултати са леко отрицателни, в диапазона от ниски до средни шестцифрени стойности. Финансовата 2022 година беше изключение, с еднократна загуба от 6,1 млн. евро от инвестиции в акции, свързани с продажбата на остатъчния дял в Sirma AI (Ontotext). Данъчните разходи отразяват благоприятната фискална среда в България, с ефективна ставка от средно 9,8% за периода 2018–2025 г., което е в общи линии в съответствие със законовата ставка от 10%, въпреки някои колебания от година на година. Малцинствените участия исторически са били ограничени, като средната им стойност е 0,5 млн. евро, а максималната – 0,8 млн. евро през 2021 г.

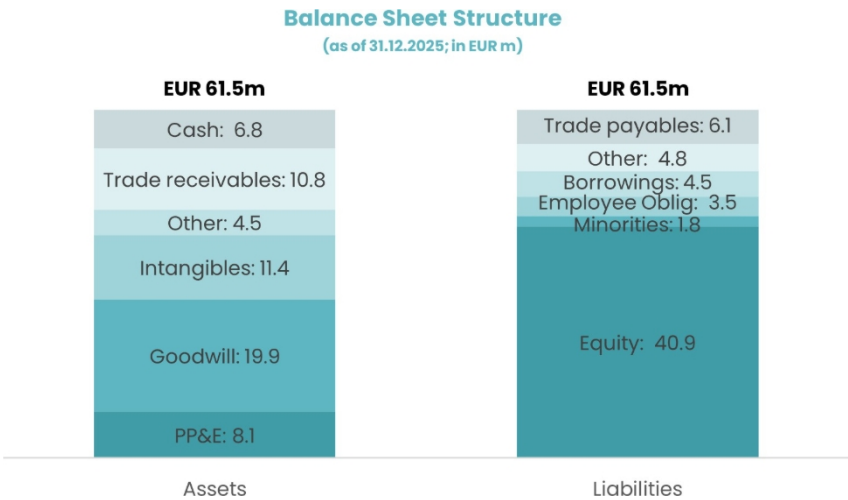
Като цяло, историческото и очакваното развитие на нетния доход и нетната печалба се представя както следва:



Източник: Компания, Montega

Балансът отразява бизнес модел с ниска капиталоемкост

Балансът на Sirma се характеризира с висок дял на нематериални активи, които представляват около половината от общите активи.



Източник: Компания, Montega

Структурата на оборотния капитал на групата се определя основно от търговски вземания в размер на 10,8 млн. евро и търговски задължения в размер на 6,1 млн. евро. По-малките компоненти включват запаси в размер на 1,8 млн. евро

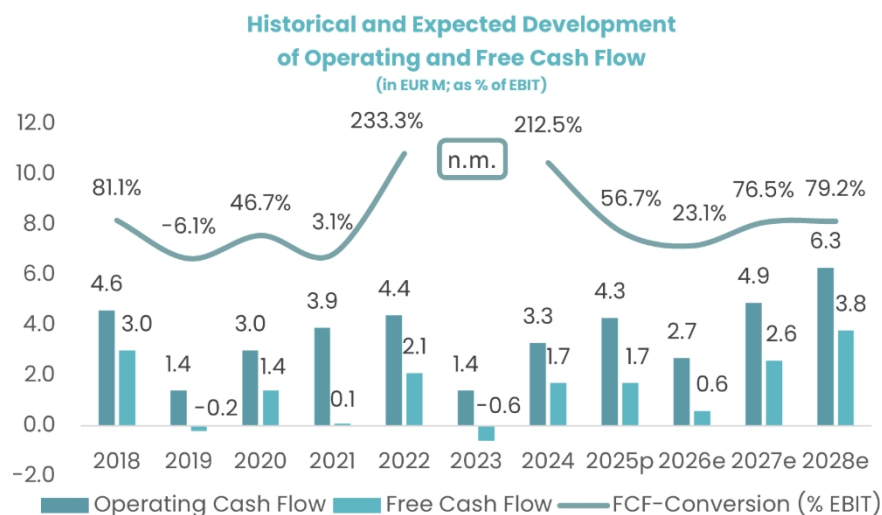
1,8 млн. евро и авансови плащания в размер на 2,2 млн. евро, както и договорни задължения в размер на 2,3 млн. евро. Към края на финансовата 2025 година общият работен капитал възлиза на 6,4 млн. евро. Нивата на работния капитал обикновено се колебаят през финансовата година поради сезонността: докато Sirma често урежда задълженията си към доставчиците през първото тримесечие, постъпленията от клиенти са концентрирани през четвъртото тримесечие. Въз основа на историческите стойности в края на годината, средното съотношение между оборотния капитал и приходите е 9,7%.

Отразявайки леката структура на своя бизнес модел, Sirma поддържа ниско ниво на имоти, машини и съоръжения, които се състоят предимно от сгради на стойност 5,8 млн. евро. 5,8 млн. евро. Нематериалните активи на групата се състоят основно от софтуерни продукти, създадени вътрешно, на стойност 5,7 млн. евро, и права върху софтуерни модули на стойност 1,5 млн. евро. Освен това в баланса фигурира значителна репутация от предишни придобивания на предприятия с ниска капиталоемкост, които имат ниска балансова стойност спрямо дългосрочната си печалба. Ключовите елементи включват репутацията, свързана с придобиването на Sciant (7,1 млн. евро) и сделката с Roweb (4,6 млн. евро).

От страна на пасивите, Групата поддържа много консервативен профил, като капиталовата структура е предимно базирана на собствен капитал. Общият размер на заемите в момента е по-нисък от наличностите на Групата, подкрепен от голям дългосрочен кредитен лимит от Юнион Банк АД. Този лимит има неизплатено задължение в размер на 4,4 млн. евро и е обвързан с конкурентна променлива лихва, базирана на краткосрочната лихва на банката (2% към февруари 2026 г.) плюс годишна премия от 2,9%.

Въпреки че настоящото ниво на задлъжнялост остава ниско, ръководството ясно е изразило амбициите си за по-нататъшно неорганично разширяване. За 2026 г. се предвижда потенциално придобиване, което вероятно ще бъде финансирано с дълг. Тази стратегия се подкрепя от високата достъпност на рентабилно банково финансиране в България, което осигурява на Sirma необходимата финансова гъвкавост за изпълнение на стратегията си за сливания и придобивания и за финансиране на бъдещия растеж, без да се компрометира общата стабилност на баланса.

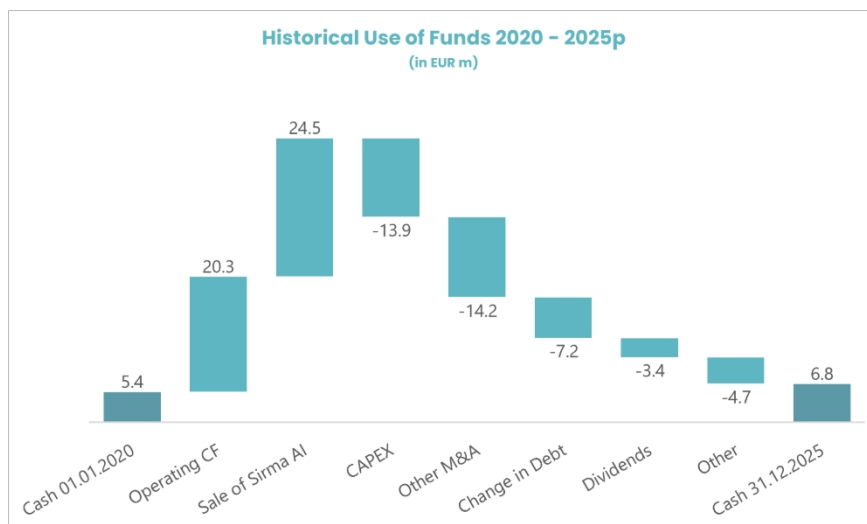
Очаква се генериране на солиден свободен паричен поток



Източник: Компания, Montega

Исторически погледнато, паричният поток на Sirma е бил значително колеблив, главно поради колебания в нетния работен капитал, като например значителното му нарастване през 2019 и 2021 г. През периода 2018–2025 г. Групата е поддържала средно съотношение на работния капитал от приблизително 9,7 % спрямо приходите. През 2022 г. коефициентът на конверсия скочи до над 200%, което е техническа аномалия, причинена от значителна еднократна непарична обезценка, която понижи EBIT. Паричният поток през 2025 г. беше повлиян от възстановяването на работния капитал след необичайно ниски нива през 2024 г., тенденция, която очакваме да продължи по-изразено и през 2026 г. В по-далечна перспектива нашата прогноза предполага стабилизиране на развитието на работния капитал от 2027 г. нататък, като растежът му ще бъде в голяма степен в съответствие с нарастващия обем на бизнеса. Очакваме възстановяване на силните възможности за генериране на парични потоци, като моделираме устойчив коефициент на конверсия на свободния паричен поток, близък до 80% от EBIT.

За да оценим способността на Групата да генерира парични потоци и стратегията за разпределение на капитала независимо от годишните колебания, анализираме кумулативните потоци за последните шест години. През този период наличността на парични средства се е увеличила от 5,4 млн. евро в началото на 2020 г. до 6,8 млн. евро в края на 2025 г. Както е илюстрирано в графиката по-долу, дейностите по сливания и придобивания са били основният двигател и от двете страни на счетоводния баланс, като са доминирали както при притоците (чрез продажби), така и при оттоците (чрез придобивания).



Източник: Компания, Montega

Оперативен паричен поток: През шестгодишния период Sirma генерира кумулативен оперативен паричен поток от 20,3 млн. евро. Тази цифра вече отчита натрупване на оборотния капитал от 2,6 млн. евро, което отразява капиталовите изисквания, свързани с разширяващия се обем на бизнеса.

Продажба на Sirma AI: Продажбата на дъщерното дружество Sirma AI AD представляваше най-големия източник на ликвидност. През септември 2022 г. 76,2% от акциите бяха продадени на Integral Venture Partners за нетна парична сума от 15,0 млн. евро, което означава, че стойността на предприятието е 24,1 млн. евро. Излизането от инвестицията беше завършено през март 2023 г. с продажбата на останалия дял за 9,5 млн. евро.

Други дейности по сливания и придобивания: От страна на купувачите средствата бяха използвани предимно за придобиването на Sciant AD и Roweb. Sciant беше придобита на два етапа: първоначално 80% от акциите през 2021 г. за 5,2 млн. евро, което оцени компанията с корпоративна стойност от 6,4 млн. евро. С приходи от 7,0 млн. евро и EBITDA от 1,1 млн. евро за 2022 г., прогнозният EV/EBITDA е 5,6, което предполага атрактивна оценка. Останалите акции бяха закупени през 2023 г. за 2,0 млн. евро. През 2024 г. Sirma придоби 51% от Roweb за обща сума от 5,7 млн. евро (EV: 10,5 млн. евро). През 2025 г. приходите бяха 7,3 млн. евро, а EBITDA – 1,3 млн. евро.

КАПИТАЛОВИ РАЗХОДИ: Капиталовите разходи възлизат на 13,9 млн. евро, разпределени между 9,9 млн. евро за нематериални активи и 3,9 млн. евро за имоти, машини и съоръжения (ИМС). Това разпределение подчертава леката структура на бизнес модела, характеризираща се с ниски физически инвестиционни нужди и скромно ниво на капитализирани разходи за развитие.

Промяна в дълговете: Ликвидните събития бяха използвани за значително намаляване на задлъжнялостта в баланса, което доведе до нетно погасяване на дългове в размер на 7,2 млн. евро. Това създаде стабилна финансова позиция, предоставяйки на Групата достатъчно пространство за маневриране, за да използва дългово финансиране за бъдещи придобивания.

Дивидентите за акционерите на холдинговата компания възлизаха на 3,4 млн. евро. След излизането на Sirma AI, компанията изплати междинен дивидент през 2023 г. за финансовата 2022 г., което доведе до общ дивидент от 0,025 евро на акция за тази година. За финансовите 2023 и 2024 г. бяха изплатени 0,01 евро на акция.

Други фактори, които оказват влияние върху паричната позиция, включват предимно обратно изкупуване на акции на стойност 1,3 млн. евро, както и дивиденти, изплатени на миноритарни акционери на дъщерни дружества.

Силно покачване на цената на акциите през последните години

След първичното си публично предлагане през ноември 2015 г. цената на акциите на Sirma първоначално се търгуваше странично, без да участва в значителното покачване на българския бенчмарк индекс SOFIX. Впоследствие както акциите, така и пазарът като цяло навлезе в многогодишна низходяща тенденция, която се засили допълнително от пандемията на COVID-19. Забележително е, че Sirma не се възползва от последващото възстановяване на пазара и остана на ниски нива, въпреки временния скок през август 2020 г., предизвикан от устойчивите резултати за първото тримесечие на 2020 г., които първоначално показаха устойчивост към пандемията. Структурна промяна в тенденцията беше катализирана през 2022 г. от обявеното изтегляне на Sirma AI, което освободи значителни средства и доведе до ръст от +65% за годината. След фаза на консолидация през 2023 г. динамиката се ускори рязко: акциите отбелязаха ръст от около 30% през 2024 г. и повече от двойно през 2025 г. (+102%). Това възстановяване продължи и през текущата година, като както Sirma, така и пазарът като цяло бяха подкрепени от положителните настроения около официалното влизане на България в еврозоната.



Източник: Capital IQ, investing.com, BSE, Montega

Оценката отразява възможностите на бизнес модела

След силното представяне от началото на годината, акциите на Sirma се търгуват понастоящем при мултипликатор EV/EBITDA за 2026 г. от 14,6х, което вече отразява признанието на пазара за потенциала на платформата и услугите за изкуствен интелект. Ние оценихме компанията, използвайки DCF модел, и също така прегледахме мултипликаторите на сходни компании за контекст.

- **DCF модел:** Нашият DCF модел предполага средносрочен темп на растеж през подробните и приблизителни фази на планиране (2025 до 2031 г.) от средно 8,6% годишно, наред с разширяване на EBIT маржа от 4,6% (2025 г.) до 10,0% през 2031 г. Прилагането на WACC от 9,9% води до справедлива стойност на акция от 1,50 евро.
- **Анализ на конкурентите:** Нашата група конкуренти включва седем доставчици на ИТ услуги и системна интеграция. Въпреки че анализът показва значително по-ниски мултипликатори за тези конкуренти, ние считаме, че сравнението има ограничена валидност.

Заклучение

Очакваме AI трансформацията на предприятията да бъде основен двигател на бъдещата дейност в областта на ИТ услугите. Sirma заема силна позиция в тази област като водещ доставчик на ИТ услуги в България с десетилетен опит в AI решенията. Нейната самостоятелно разработена AI платформа предлага гъвкавост при внедряването и моделите, която отговаря на пазарните изисквания за ефективност на разходите и суверенитет на данните. Несигурността остава, тъй като AI може значително да намали броя на фактурираните дни на консултантите при традиционния бизнес модел на компанията, базиран на персонал. С нетна парична позиция от 2,3 млн. евро, Sirma е добре капитализирана за следващата фаза на растеж, след средно увеличение на приходите от 14,3% годишно през последното десетилетие. Настоящата рентабилност, макар и да се възстановява, остава на умерено ниво, временно компресирана от стратегически инвестиции в научноизследователска и развойна дейност и разширяване на международните продажби, което би трябвало да отключи бъдеща мащабируемост. Опитният мениджмънт на компанията е в тясна връзка с интересите на акционерите, като основателите заемат съответно постове председател на борда и главен изпълнителен директор и притежават най-големите дялове. Въз основа на нашия DCF модел, който отчита рисковете от изпълнението на стратегическата промяна, ние изчисляваме справедлива стойност от 1,50 евро на акция и започваме покритие с препоръка „Купува“.

SWOT

Sirma предоставя ИТ решения и услуги, насочени към регулирани сектори като финансите, публичните услуги и хотелиерството. Тази разнообразна комбинация от вертикална експертиза, суверенитет на данните в ЕС и ценови предимства създава силни конкурентни предимства. Междувременно ограничената диференциация, недостатъците, свързани с размера, и натискът върху научноизследователската и развойна дейност представляват предизвикателство за маржовете и мащабируемостта.

Силни страни

- **Доказан опит и специализация в областта на изкуствения интелект:** Основана през 1992 г., Sirma е изградила значително доверие във финансовия и публичния сектор. Лидерството ѝ в областта на изкуствения интелект, доказано от успешното инкубиране и излизане на Ontotext, осигурява явно предимство в прехода към автоматизация на предприятията.
- **Суверенитет на данните и геополитическа сигурност:** Като европейски доставчик, Sirma спазва изискванията на ЕС за съхранение на данни и GDPR, което прави суверенитета на данните ключова разлика за клиентите от финансовия и публичния сектор, за които сигурността е от особено значение в условията на геополитически рискове.
- **Конкурентна ценова структура и диверсификация:** Данъчната система и разходите за труд в България дават на Sirma ценови предимства спрямо Западна Европа с регулаторна стабилност в ЕС, докато диверсифицираният ѝ модел в различни услуги и вертикали хеджира спадовете в сектора с балансирана експозиция към растеж.

Слаби страни

- **Ограничения на маржа в стандартизираните сегменти:** Основните ИТ услуги и системна интеграция на Sirma се различават малко от регионалните конкуренти, което ограничава потенциала за марж потенциал и увеличава експозицията към ценова конкуренция.
- **Недостатъци, свързани с размера, в сравнение с глобалните конкуренти:** Въпреки че Sirma е една от по-големите компании за ИТ услуги в България, тя се конкурира с по-големи международни играчи, които разполагат със значително по-големи бюджети. Тази разлика в мащаба пречи на групата да ускори плановете за разширяване и големите инвестиции в научноизследователска и развойна дейност.
- **Риск от географска концентрация:** Като предимно български играч, Sirma остава до известна степен изложена на местни икономически колебания, политически обстоятелства и кадрови ресурси, което потенциално ограничава възможностите за разширяване извън регионалните пазари.

Възможности

- **Sirma.ai Enterprise Platform:** AI Enterprise Platform на Sirma създава стратегическа възможност за ефективна конкуренция с по-големите играчи, като предоставя мащабируеми, диференцирани продуктови решения, които позволяват увеличаване на пазарния дял в сегментите на предприятията с висока стойност
- **AI изравнява игралното поле:** AI възможностите значително изравняват конкурентната среда, позволявайки на Sirma да се съревновава с много по-големи компании в продуктивния бизнес чрез ускорени иновации, и подобрена сложност, без необходимост от равностоен мащаб на научноизследователска и развойна дейност
- **Стратегически неорганичен растеж:** Sirma преследва неорганичен растеж чрез целеви придобивания, които оказват незабавно влияние върху печалбите, като стратегически придобива специални таланти, установени клиентски взаимоотношения или допълващи технологии и продукти, за да укрепване на конкурентната си позиция

Заплахи

- **Разрушаване на услугите, задвижвано от изкуствен интелект:** Напредъкът в областта на изкуствения интелект представлява заплаха за традиционните услуги на Sirma, като потенциално автоматизира задачите по разработване на софтуер и намалява броя на фактурираните дни в консултантските и проектните ангажименти.
- **Натиск върху маржа на инвестициите в научноизследователска и развойна дейност:** В момента големите инвестиции в проекти за научноизследователска и развойна дейност, като AI Enterprise Platform, ограничават краткосрочните маржове, като успехът зависи от навременната комерсиализация и приемане на пазара
- **Ерозия на предимството на местоположението:** Засилващата се конкуренция за квалифицирани инженери в зрялата ИТ екосистема на България заплашва способността на Sirma да привлече и задържа най-добрите таланти, които са от съществено значение за нейните инициативи в областта на изкуствения интелект и продуктите. Придружаващата инфлация на заплатите може постепенно да ерозира ценовите предимства на Sirma спрямо конкурентите от Западна Европа с течение на времето.

Оценка

Извършихме оценка на Sirma Group Holding въз основа на DCF модел и прегледахме мултипликаторите на групата от сходни компании. По-долу са представени основните предположения на модела и групата от сходни компании.

DCF модел

Нашият DCF модел отразява средносрочния и дългосрочния потенциал за растеж, произтичащ от стабилното търсене на пазара на ИТ услуги, особено на приложения, базирани на изкуствен интелект, както и от стратегическата експанзия на Sirma. Очаква се текущите инвестиции на групата в научноизследователска и развойна дейност и в международен маркетинг да действат като допълнителен двигател за растеж на приходите. По-конкретно, ние прогнозираме средногодишен ръст на приходите от 13,7% от 2024 до 2028 г., подкрепен от силния растеж през финансовата 2025 г. В по-далечна перспектива прогнозираме средногодишен растеж от 8,7% от 2028 до 2031 г., както и постоянен растеж от 2,0% за крайната стойност.

По отношение на рентабилността, не очакваме връщане към историческите EBITDA маржове от около 20% (нива отпреди 2022 г.), тъй като настоящата конкурентна среда се характеризира с засилен натиск както от западните доставчици с близки центрове за доставка, така и от нискотарифните азиатски конкуренти. Моделираме стабилизация на ниво от около 8,1% през 2025 г., което вече представлява значително възстановяване от предишното дъно. Лекото понижение през 2026 г. отразява продължаващия фокус на компанията върху инвестициите за бъдещ растеж. С реализирането на икономии от мащаба и отслабването на разводняващия ефект от началната инвестиционна фаза в платформата Sirma.ai Enterprise Platform, очакваме EBITDA маржът да се увеличи до 8,7% до 2028 г. Отразявайки планираното преминаване към софтуерни продукти с висока маржа, ние приемаме крайна стойност на EBITDA маржа от 12,4% (което предполага EBIT марж от 10,0%).

За нетния работен капитал прогнозираме по-изразено нарастване през 2026 г., дължащо се главно на уреждането на търговските задължения. След това моделираме плавно нарастване на обвързания капитал в диапазона от шестцифрени суми в евро, в съответствие с разширяването на групата. Въпреки че действителните стойности могат да варират ежегодно в зависимост от циклите на фактуриране по конкретни проекти, дългосрочната тенденция отразява стабилни капиталови изисквания. Въз основа на тези предположения, ние прогнозираме свободни парични потоци между 0,8 млн. евро и 3,9 млн. евро в подробната фаза на планиране, които ще се увеличат до диапазон от 4,9 млн. евро до 7,8 млн. евро в средносрочния период на планиране.

Макар че Групата се възползва от регионална и вертикална диверсификация, бързото развитие на технологичната среда и стратегическият преход към собствени софтуерни продукти въвеждат значителна степен на несигурност. Ние отчитаме този рисков профил с бета коефициент от 1,5.

Безрисковата възвръщаемост се приема за 2,5% въз основа на дългосрочни ценни книжа с фиксирана доходност. Предполага се пазарна възвръщаемост от 9,0%, което води до обща рискова премия от 6,5%. Очакваме Sirma да увеличи дълговото финансиране, например за финансиране на придобивания, и съответно приемаме дългово съотношение от 30%, така че при разходи за собствен капитал от 12,25% и разходи за дълг от 5,0% се получава WACC от 9,93%.

Въз основа на нашия DCF модел изчисляваме справедливата стойност на акциите на Sirma Group Holding на 1,50 евро.

DCF модел

Цифри в млн.евро	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	Терминал Стойност
Промяна в продажбите на годишна база	66	71	77	84,5	92	100,4	108,5	110,6
	30,8	7,3	9,2	9,1	9,0	8,9	8,0	2,0
EBIT	3	2,6	3,4	4,8	6,3	7,8	9,8	11
	4,6	3,7	4,4	5,7	6,8	7,8	9,0	10,0
EBIT марж	2	2,4	3,1	4,3	5,7	7	8,8	10
NOPAT	2	2	2,6	2	2	2	2	2
Амортизация в % от продажбите	3,6	3,6	3,3	3,1	2,8	2,7	2,4	2,4
Промяна в ликвидността от								
– Оборотния капитал		-2,2		-0,5		-0,7		-0,2
– Капиталови разходи	-0,5	-2,1	-0,6	-2,5	-0,7	-3	-0,7	-2,7
Капиталови разходи в % от продажбите	-2,6	3,0	-2,3	3,0	-2,8	3,0%	-2,9	2,4
	3,9		3,0		3,0		2,7	
Други		0		3,9		6,1		9,8
Свободен паричен поток (модел WACC)	2	9,9	2	9,9	4,9	9,9	7,8	9,9
WACC	9,9	0	9,9	3	9,9	3,9	9,9	64,7
Настояща стойност	2,3	3	2	8,3	3,4	15	4,5	84,7
Обща настояща стойност	2,3		5,3		11,7		20	

Оценка	
Обща настояща стойност (Trpv)	84,7
Крайна стойност	64,7
Дял на TV в Trpv	76
Пасиви	6
Ликвидност	7
Стойност на собствения капитал	86,4

Брой акции (млн.)	57,8
Стойност на акция (EUR)	1,5
+Повишение / -Понижение	15
Цена на акцията (EUR)	1,30

Параметри на модела	
Съотношение на дълга	30
Разходи по дълга	5,0
Пазарна възвръщаемост	9,0
Безрискова лихва	2,5

Бета	1,5
WACC	9,9
Терминална растеж	2,0

Растеж: продажби и марж		
Краткосрочен ръст на продажбите	2025	8,5
Средносрочен ръст на продажбите	2025-2031	8,6
Дългосрочен ръст на продажбите	от 2032	2,0
Краткосрочна EBIT маржа	2025-2028	4,6
Средносрочна EBIT маржа	2025	6
Дългосрочна EBIT маржа	от 2032	10

Чувствителност Стойност на акция (EUR)			Краен растеж		
WACC	1,25	1,75	2,00	2,25	2,75
10,43	1,31	1,36	1,39	1,42	1,49
10,18	1,35	1,41	1,44	1,47	1,55
9,93	1,40	1,46	1,50	1,53	1,61
9,68	1,45	1,52	1,55	1,59	1,68
9,43	1,50	1,57	1,61	1,66	1,75

Чувствителност Стойност на акция (EUR)			EBIT-марж от 2032 г.		
WACC	9,50	9,75	10,00	10,25	10,50
10,43	1,34	1,36	1,39	1,42	1,44
10,18	1,39	1,41	1,44	1,47	1,50
9,93	1,44	1,47	1,50	1,52	1,55
9,68	1,49	1,52	1,55	1,58	1,61
9,43	1,55	1,58	1,61	1,65	1,68

Източник: Montega

Анализ на сходни компании

Конкурентната група се състои предимно от други ИТ услуги компании, които са активни в сходни региони или имат сходен бизнес модел, съчетаващ ИТ услуги и системна интеграция. Анализът е ограничен, тъй като липсват надеждни консенсусни данни за няколко конкуренти, най-вече за български компании като Telelink Business Services Group AD и Wiser Technology AD, които затова сме изключили от сравнението.

- **DXC Technology** е глобален доставчик на ИТ услуги със седалище в САЩ, предлагащ широка гама от услуги, включваща ИТ аутсорсинг, облачни решения и традиционна инфраструктура. модернизация за големи предприятия и правителствени клиенти по целия свят. В България DXC поддържа значително присъствие чрез своя Глобален център за доставки
- **Endava plc** (Великобритания) предоставя консултантски услуги в областта на цифровата трансформация и софтуерно инженерство. Румъния е основният център за доставки на компанията, като там работят около една трета от всички служители, а допълнителни 25% са разположени в други обекти, включително България, която според компанията предлага сравними оперативни предимства.
- **Bechtle AG** е най-голямата компания за ИТ системи в Германия и водещ доставчик на ИТ услуги за електронна търговия в Европа. Компанията оперира в два основни сегмента: ИТ системи и управлявани услуги и ИТ електронна търговия. Дейността ѝ е силно в региона DACH и има голям дял клиенти от публичния сектор.
- **Cancom SE** е немски доставчик на ИТ услуги, предлагащ цялостни решения, включително ИТ консултации, проектиране и интеграция на системи, управлявани услуги, ИТ поддръжка, внедряване на хардуер и софтуер „до ключ“, електронни обществени поръчки и логистика.
- **audius SE** (Германия) предоставя ИТ услуги. Компанията развива дейност в три сегмента: ИТ услуги, софтуер/облачни услуги и телекомуникации, като всеки от тях осигурява около една трета от приходите. Дейностите включват продажба и системна интеграция на ИТ оборудване, разработка на софтуер по поръчка и решения, базирани на Microsoft Dynamics.
- **Asseco Poland S.A.** е една от най-големите софтуерни компании в Централна и Източна Европа и майка на международно активната Asseco Group. Компанията е регистрирана на борсата във Варшава и оперира в много европейски страни, както в Израел и Съединените щати. Основната ѝ дейност включва разработване на собствени софтуерни решения за конкретни индустрии, по-специално за банки, застрахователни компании и публичния сектор, както и ИТ услуги, системна интеграция и поддръжка. Бизнес моделът се характеризира с висок дял на повтарящи се приходи и растеж, основан на придобивания.
- **Bittnet Systems SA** е румънска компания за ИТ услуги, обучение и киберсигурност, която се е развила от бизнеса с ИТ обучение. Сертифицираните ИТ програми за обучение често служат като отправна точка за по-нататъшни услуги, като миграция към облак, инфраструктурни и киберсигурност. Сред клиентите ѝ са банки като Banca Transilvania, както и компании като Orange Romania. Приходите се генерират изключително в Румъния.

Нашият анализ показва, че идентифицираната група от конкуренти в момента се търгува при значително по-ниски мултипликатори по всички ключови KPI. Например, медианната стойност на EV/EBITDA за 2025 г. е 6,9x, в сравнение с 14,1x за Sirmia. Предвид постоянно по-високия профил на растеж на Sirmia, считаме, че пазарът вече отразява в цените значителна част от потенциала на компанията след периода 2025–2027 г., обхванат от сравнението с конкурентите. Освен това, настоящите маржове изглеждат временно компресирани поради продължаващите инвестиции в научноизследователска и развойна дейност. Очакваме рентабилността да се подобри след това, като маржовете достигнат 8,7% до 2028 г., приближавайки се до медианата на конкурентите.

Peergroup Sirma Group Holding

Company	EV (m LC)	EV / Sales				Growth yoy			
		2024	2025e	2026e	2027e	2024	2025e	2026e	2027e
DXC Technology Company	5,126	0.38	0.40	0.40	0.41	-5.3%	-5.8%	-1.6%	-2.4%
Endava plc	505	0.68	0.65	0.68	0.65	-6.8%	4.3%	-4.2%	4.7%
Bechtle AG	4,399	0.70	0.69	0.64	0.60	-1.8%	1.8%	6.9%	6.4%
Cancom SE	901	0.52	0.52	0.50	0.48	14.1%	-1.0%	4.4%	4.8%
audius SE	56	0.67	0.54	0.46	0.44	7.2%	22.9%	18.0%	6.0%
Asseco Poland S.A.	17,558	1.02	0.99	0.90	0.84	1.4%	3.7%	9.4%	7.1%
Bittnet Systems SA	122	0.30	0.52	0.51	0.48	12.5%	-42.1%	1.9%	5.9%
Median		0.7	0.5	0.5	0.5	1.4%	1.8%	4.4%	5.9%
Sirma Group Holding	76.2	1.5	1.2	1.1	1.0	22.8%	30.8%	7.3%	9.2%
Potential/Difference		-56%	-53%	-52%	-51%	21.4 PP	29 PP	2.9 PP	3.3 PP
Fair value per share		0.57	0.60	0.61	0.63				

Company	EV (m LC)	EV / EBITDA				EBITDA margin			
		2024	2025e	2026e	2027e	2024	2025e	2026e	2027e
DXC Technology Company	5,126	3.70	2.62	2.88	2.92	10.1%	15.2%	14.0%	14.2%
Endava plc	505	8.47	4.47	5.38	4.37	8.0%	14.6%	12.7%	14.9%
Bechtle AG	4,399	10.65	9.14	8.42	7.81	6.6%	7.5%	7.6%	7.7%
Cancom SE	901	7.97	8.79	7.48	6.92	6.5%	6.0%	6.7%	6.9%
audius SE	56	8.00	6.86	5.36	4.77	8.4%	7.9%	8.6%	9.1%
Asseco Poland S.A.	17,558	7.85	6.55	5.85	5.45	13.0%	15.1%	15.5%	15.5%
Bittnet Systems SA	122	9.28	15.21	35.78	6.34	3.2%	3.4%	1.4%	7.6%
Median		8.0	6.9	5.8	5.5	8.0%	7.9%	8.6%	9.1%
Sirma Group Holding	76.2	26.3	14.1	14.7	12.7	5.7%	8.2%	7.3%	7.7%
Potential/Difference		-70%	-51%	-60%	-57%	-2.3 PP	0.2 PP	-1.3 PP	-1.4 PP
Fair value per share		0.38	0.62	0.51	0.55				

Company	EV (m LC)	EV/EBIT				EBIT margin			
		2024	2025e	2026e	2027e	2024	2025e	2026e	2027e
DXC Technology Company	5,126	30.88	5.03	5.39	5.57	1.2%	7.9%	7.5%	7.4%
Endava plc	505	14.72	5.64	6.87	5.67	4.6%	11.6%	9.9%	11.5%
Bechtle AG	4,399	12.52	13.41	12.04	10.98	5.6%	5.1%	5.3%	5.5%
Cancom SE	901	20.78	22.19	15.18	12.73	2.5%	2.4%	3.3%	3.8%
audius SE	56	11.41	10.23	7.81	6.62	5.9%	5.3%	5.9%	6.6%
Asseco Poland S.A.	17,558	9.75	9.71	8.18	7.46	10.5%	10.2%	11.1%	11.3%
Bittnet Systems SA	122	13.11	304.15	neg.	9.36	2.3%	0.2%	-0.3%	5.2%
Median		13.1	10.2	8.0	7.5	4.6%	5.3%	5.9%	6.6%
Sirma Group Holding	76.2	95.3	25.4	29.3	22.4	1.6%	4.5%	3.7%	4.4%
Potential/Difference		-86%	-60%	-73%	-67%	-3 PP	-0.8 PP	-2.2 PP	-2.2 PP
Fair value per share		0.16	0.51	0.34	0.42				

Company	Price (LC)	PE				FCF yield			
		2024	2025e	2026e	2027e	2024	2025e	2026e	2027e
DXC Technology Company	13.35	28.7	3.9	4.2	4.1	14.7%	13.4%	12.7%	12.9%
Endava plc	4.94	16.8	4.4	6.1	5.0	11.6%	9.5%	6.3%	11.5%
Bechtle AG	33.00	16.9	18.1	16.1	14.6	10.7%	4.0%	6.1%	6.5%
Cancom SE	24.05	23.4	26.2	17.8	14.8	18.9%	5.5%	7.8%	7.2%
audius SE	12.40	29.5	23.4	15.7	12.8	6.1%	-2.1%	10.0%	10.8%
Asseco Poland S.A.	182.00	23.9	13.5	21.1	19.2	9.4%	5.1%	10.1%	10.8%
Bittnet Systems SA	0.11	n.a.	neg.	neg.	11.0	n.a.	-14.5%	-5.9%	-3.8%
Median		23.6	15.8	15.9	12.8	11.1%	5.1%	7.8%	10.8%
Sirma Group Holding	1.30	n.a.	65.0	43.3	32.5	2.2%	2.2%	0.8%	3.4%
Potential/Difference		n.a.	-76%	-63%	-61%	-8.9 PP	-2.9 PP	-7 PP	-7.4 PP
Fair value per share		0.00	0.32	0.48	0.51				

Информация за компанията

Sirma Group Holding е водеща софтуерна компания от България със седалище в София, специализирана в изкуствен интелект (AI), управление на данни и дигитална трансформация. Компанията разработва интелигентни системи, собствени софтуерни продукти и персонализирани решения за основни индустрии, включително финансови услуги, здравеопазване, логистика, производство, търговия на дребно и публичен сектор. Портфолиото от продукти е разнообразно и включва платформи за разговори, базирани на AI, вертикално-специфични софтуерни решения за индустрии като опаковки и здравеопазване, както и комплексни услуги в областта на миграцията в облака, киберсигурността и системната интеграция. Sirma се позиционира като цялостен технологичен партньор, съчетаващ пионерски опит в областта на AI с дълбоко познание на вертикалните индустрии, за да предостави платформи от критично значение и разработка на софтуер по поръчка, които могат да бъдат внедрени гъвкаво (в облака или на място), като същевременно се гарантира контрол над данните и спазване на нормативните изисквания. Тяхната отличителна черта е дългогодишният им фокус върху B2B и способността им да интегрират широк спектър от съвременни технологии в стабилни решения от корпоративно ниво, вместо да разчитат на един продукт или екосистема.

Ключови факти

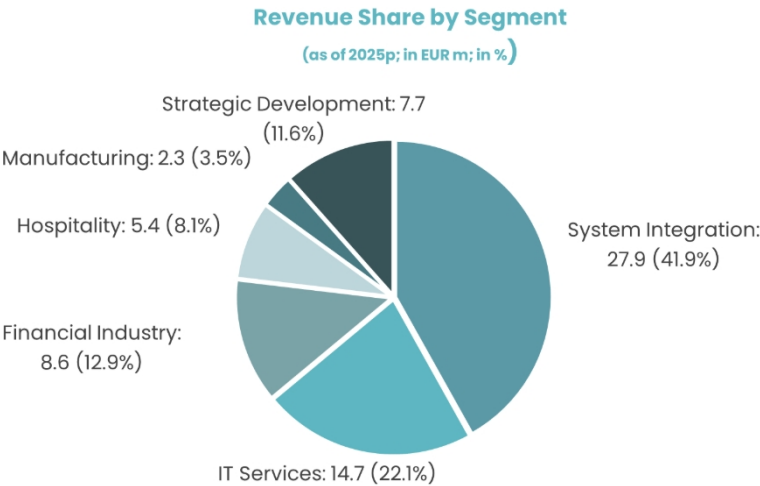
Сектор	ИТ услуги
Тикер	SGH
Служители	679
Приходи	66,2 млн. евро
EBITDA	5,4 млн. евро
EBITDA марж	8,1
Бизнес модел	Решения за цифрова трансформация за ключови глобални индустрии чрез комбинация от специализирано разработване на софтуер, системна интеграция и собствени AI платформи
Местоположения	Световни операции със седалище в София, България, и допълнителни локации главно в Европа и Северна Америка

Източник: Компания, Montega, към: ФГ 2025

Ключови събития в историята на компанията



Сегменти и региони



Източник: Компания; към финансовата 2024 година

Системна интеграция: Сегментът „Системна интеграция“ се фокусира върху продажбата на хардуерни системи, професионална настройка и текуща поддръжка, които все повече се допълват от DevOps услуги. Целевият пазар се състои предимно от българския публичен сектор, както и от местни и мултинационални компании, които оперират в България, особено във финансовия и здравния сектор.

Финансова индустрия: Sirma е доминиращ играч на българския финансов пазар, като около 60% от финансовите институции в страната са нейни клиенти. Сегментът е специализиран в имплементирането на основни банкови системи (Oracle FlexCube, Temenos T24) и решения за регулаторно отчитане (например RepXpress). Групата действа като стратегически партньор на институциите в тяхното развитие към дигитализация и внедряване на изкуствен интелект.

Хотелиерство: Сегментът „Хотелиерство“ предоставя ИТ решения на хотелски вериги и туроператори, като се фокусира върху стабилен модел за разработка на софтуер и услуги за интеграционни адаптери. През 2024 г. сегментът успешно се разшири в Западна Европа и Северна Америка, като разработи своята система за управлявани интеграционни услуги (MIS) на абонаментен принцип, която отбеляза средно месечен ръст от 10%.

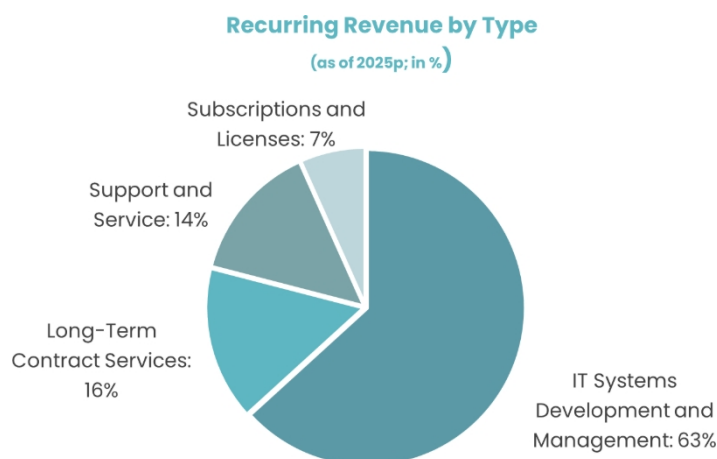
ИТ услуги: Този хоризонтален сегмент предоставя междуетраслово разработване на софтуер по поръчка, ИТ консултации и управлявани услуги. С регионален фокус върху Обединеното кралство, ДАЩ, Белгия, Скандинавия и Румъния, сегментът се занимава с широка гама от сложни задачи. Делът на приходите нарасна значително спрямо посочената стойност за 2024 г. с придобиването на Roweb в края на годината.

Производство: Сегментът „Производство“, управляван от дъщерното дружество EngView Systems AD, предоставя софтуерни и хардуерни решения за метрология, управление на качеството и автоматизация на опаковъчната промишленост. Сегментът обслужва глобалния пазар на производители на опаковки и дисплеи чрез разширяваща се мрежа от дистрибутори, като продажбите са насочени главно към Европа и САЩ.

Стратегическо развитие: Сегментът „Стратегическо развитие“ функционира като вътрешен инкубатор на групата, в който се помещават вертикални структури, базирани на знания, като търговия на дребно, логистика, транспорт и здравеопазване, които все още не са достигнали самостоятелна зрялост. Освен бизнес развитието, този сегмент консолидира и неразпределените разходи на групата.

свързани със стратегическото развитие на Групата. Следователно, макар да е жизненоважен двигател за дългосрочни иновации и източник на бъдещи стълбове на растежа, крайният резултат на сегмента обикновено е отрицателен.

От 2025 г. Sirma разбива и своите периодични приходи в отчетите си. Периодичните приходи възлизат на 25,3 млн. евро, което представлява 38% от общите приходи.



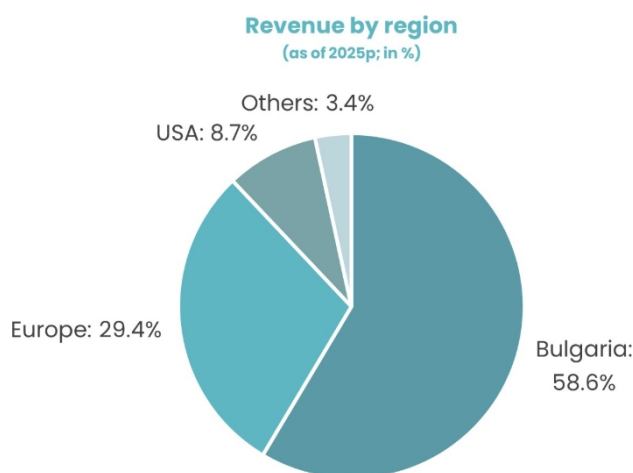
Източник: Компания, Montega

Разработване и управление на ИТ системи: При този дългосрочен модел компанията поема пълна отговорност за управлението и оптимизирането на ИТ системите с цел подобряване на сигурността и оперативната надеждност. Предвид дълбокото разбиране на вътрешните изисквания на клиента, тези ангажименти са обикновено дълготрайни и осигуряват стабилни, предвидими финансови прогнози за отчетните периоди.

Дългосрочни договорни услуги: Тези ангажименти се основават на споразумения, които се подновяват автоматично, освен ако не бъде подадено предизвестие. Те се отнасят предимно до разработването на ключови софтуерни системи, при които замената на настоящия доставчик е рядкост и се практикува само като крайна мярка. Следователно този модел осигурява висока степен на стабилност и предвидимост за отчетните периоди.

Поддръжка и обслужване: Това обхваща дейности, свързани с поддържането на безпроблемно функциониране на софтуера и хардуера, което се постига чрез бързо разрешаване на проблеми, планирани актуализации и постоянна оперативна помощ. Такива услуги обикновено се уреждат с дългосрочни или безсрочни договори, които установяват значителни, взаимни задължения

Абонаменти и лицензи: Абонаментите включват периодични такси (например месечни или годишни) в замяна на достъп до услугата. Въпреки гъвкавостта при отказ, моделът демонстрира висока стабилност, тъй като по-малко от 10% от клиентите прекратяват договорите си ежегодно.



Източник: Компания, Montega

Sirma генерира относително висок дял от приходите си на вътрешния пазар, главно от продажби на ИТ оборудване, тъй като международните доставки често се фактурират на българското юридическо лице на клиента, отговорно за плащането. Останалите услуги, които предлага, са предимно международни, като приходите от България съставляват едва 38,6%.

Управление

Двама от основателите на Sirma, Георги Маринов и Цветан Алексиев, продължават да ръководят компанията. Благодарение на дългогодишното си участие в оперативната дейност, те принасят дълбока институционална експертиза и стратегическа последователност, а позициите им като най-големи акционери в компанията осигуряват силна съгласуваност с миноритарните инвеститори.



Георги Маринов е председател на Съвета на директорите на Sirma Group Holding от основаването на компанията и определя стратегическото развитие на компанията в продължение на повече от три десетилетия. Обученият компютърен и икономист завършва през 1991 г. Техническият университет в София с магистърска степен по компютърни науки и международни бизнес отношения.



От 2000 г. съоснователят **Цветан Алексиев** е начело на Sirma Group Holding като главен изпълнителен директор. В рамките на групата той е бил и главен изпълнителен директор на дъщерното дружество Sirma Solutions (2002–2024) и председател на борда на Sirma Business Consulting (2007–2024). След като завършва компютърни науки в Техническият университет в София, Алексиев започва да работи за Sirma през 1992 г. като софтуерен разработчик. Той се фокусира върху разработването на продукти и услуги за няколко основни области, по-специално финанси, здравеопазване, транспорт и логистика, хотелиерство и индустриални измервателни и опаковъчни технологии.

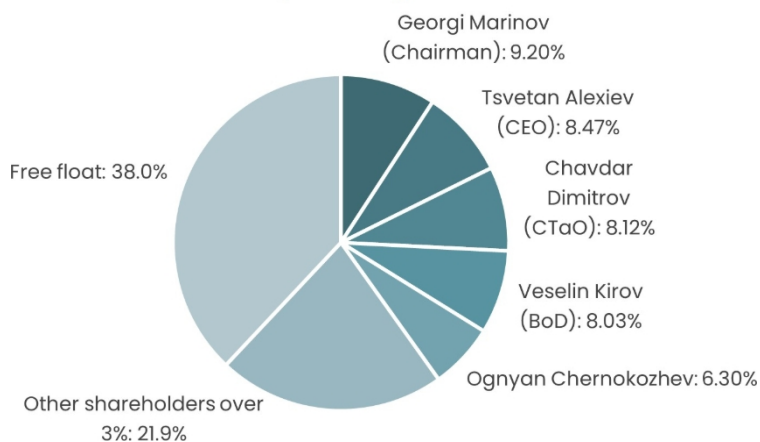


Йордан Недев е финансов директор на Sirma Group Holding от 2022 г. и член на Съвета на директорите от 2014 г. Преди това е заемал различни ръководни позиции, включително като управляващ директор на Bionor, както и на държавния холдинг на българските железници. Освен това е ръководил MMD Partners като управляващ съдружник и е бил начело на компании като MMD Scale, CEE Securities и Investor.bg. Започва кариерата си като консултант в Roland Berger Strategy Consultants, където участва в проекти за приватизация в електрониката.

Акционерна структура

Shareholder structure

(as of 31.12.2025)



Значителна част от 59,4 милиона акции на компанията се държат от вътрешни лица. Най-големите акционери са съоснователите Георги Маринов, който понастоящем е председател на борда, и главният изпълнителен директор Цветан Алексиев.

DCF модел

Цифри в млн.евро	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	Терминал Стойност
Продажби	66	71	77	84,5	92	100,4	108,5	110,6
Промяна на годишна база	30,8	7,3	9,2	9,1	9,0	8,9	8,0	2,0
EBIT	3	2,6	3,4	4,8	6,3	7,8	9,8	11
EBIT марж	4,6	3,7	4,4	5,7	6,8	7,8	9,0	10,0
NOPAT	2	2,4	3,1	4,3	5,7	7	8,8	10
Амортизация в % от продажбите	2	2	2,6	2	2	2	2	2
	3,6	3,6	3,3	3,1	2,8	2,7	2,4	2,4
Промяна в ликвидността от								
– Оборотния капитал		-2,2		-0,5		-0,7		-0,2
– Капиталови разходи	-0,5	-2,1	-0,6	-2,5	-0,7	-3	-0,7	-2,7
Капиталови разходи в % от продажбите	-2,6	3,0	-2,3	3,0	-2,8	3,0	-2,9	2,4
	3,9		3,0		3,0		2,7	
Други		0		3,9		6,1		9,8
Свободен паричен поток (модел WACC)	2	9,9	2	9,9	4,9	9,9	7,8	9,9
WACC	9,9	0	9,9	3	9,9	3,9	9,9	64,7
Настояща стойност	2,3	3	2	8,3	3,4	15	4,5	84,7
Обща настояща стойност	2,3		5,3		11,7		20	

Оценка	
Обща настояща стойност (Trpv)	84,7
Крайна стойност	64
Дял на TV в Trpv	76
Пасиви	6
Ликвидност	7
Стойност на собствения капитал	86,4

Брой акции (млн.)	57,8
Стойност на акция (EUR)	1,5
+Повишение / -Понижение	15
Цена на акцията (EUR)	1,30

Параметри на модела	
Съотношение на дълга	30
Разходи по дълговете	5,0
Пазарна възвръщаемост	9,0
Безрискова лихва	2,5

Бета	1,5
WACC	9,9
Терминална растеж	2,0

Растеж: продажби и марж		
Краткосрочен ръст на продажбите	2025	8,5
Средносрочен ръст на продажбите	2025	8
Дългосрочен ръст на продажбите	от 2032	2,0
Краткосрочна EBIT маржа	2025-2028	4,6
Средносрочна EBIT маржа	2025	6
Дългосрочна EBIT маржа	от 2032	10

Чувствителност Стойност на акция (EUR)			Краен растеж		
WACC	1,25	1,75	2,00	2,25	2,75
10,43	1,31	1,36	1,39	1,42	1,49
10,18	1,35	1,41	1,44	1,47	1,55
9,93	1,40	1,46	1,50	1,53	1,61
9,68	1,45	1,52	1,55	1,59	1,68
9,43	1,50	1,57	1,61	1,66	1,75

Чувствителност Стойност на акция (EUR)			EBIT-марж от 2032 г.		
WACC	9,50	9,75	10	10,25	10,50
10,43	1,34	1,36	1,39	1,42	1,44
10,18	1,39	1,41	1,44	1,47	1,50
9,93	1,44	1,47	1,50	1,52	1,55
9,68	1,49	1,52	1,55	1,58	1,61
9,43	1,55	1,58	1,61	1,65	1,68

Източник: Montega

П&Л (в млн. евро) Сирма Груп Холдинг АД	2022	2023	2024	2025	2026	2027 г.
Продажби	40,1	41,2	50,6	66,2	71,0	77,5
Увеличение/намаление на запасите	-	0	0	0	0	0
Капитализиран собствен труд	0	0	0	0	0	0
Общо продажби	40	41,2	50,6	66	71	77,5
Разходи за материали	17,4	18,9	2	32	31	33,6
Брутна печалба	22,6	22	25,9	33,7	39,4	43,9
Разходи за персонал	17,6	19,9	22	27	32	35,9
Други оперативни приходи	0	1,1	1	1,6	2,5	2,3
Други оперативни разходи	0,9	0	0	0	0	0,4
EBITDA	5,2	1,6	2,9	5,4	5,2	6
Амортизация на дълготрайни активи	0,9	0,7	0,8	0	1	1,2
EBITA	4,3	0,9	2,1	4,5	4,0	4,8
Амортизация на нематериални дълготрайни активи	3,4	1,2	1,3	1,5	1,4	1,4
Разходи за обезценка и амортизация на репутация	0	0	0	0	0	0
EBIT	0,9	-0,3	0,8	3	2,6	3,4
Финансов резултат	-6,7	-0,4	0	-0,9	-0,2	-0,2
Печалба преди данъци от продължаващи дейности	-5,7	-0,7	0,8	2,2	2,4	3,2
Извънредни приходи/разходи	0	0	0	0	0	0
EBT	-5,7	-0,7	0,8	2,2	2	3,2
Общо данъци	-0,2	0	0	0	0	0
Нетна печалба от продължаващи дейности	-5,5	-0,7	0,6	1	2	2,9
Приходи от преустановени дейности (без данъци)	0	0	0	0	0	0
Нетна печалба преди малцинствени участия	-5,5	-0,7	0	1	2	2,9
Малцинствени интереси	0,4	0	0	0	0,7	0,8
Нетна печалба	-5,9	-0,9	0,3	1,1	1,5	2,1

Източник: Компания (отчетени резултати), Montega (прогноза)

П&Л (в % от продажбите) Сирма Груп Холдинг АД	2022	2023	2024	2025	2026	2027 г.
Продажби	100,0	100	100	100,0	100,0	100,0
Увеличение/намаление на запасите	-0,2	0	0	0	0	0
Капитализирана собствена работа	0,0	0	0	0	0	0,0
Общо продажби	99,8	100,0	100	100	100	100,0
Разходи за материали	4	46	48,8	49	44,5	43,4
Брутна печалба	56,5	54,0	51,2	51,0	55,5	56,6
Разходи за персонал	43,8	48,4	44,5	41,1	45,2	46,4
Други оперативни приходи	1,9	2,6	2	2,5	3,5	3,0
Други оперативни разходи	2,2	1,0	1,1	0,7	0,5	0,5
EBITDA	13,0	4,0	5,8	8,1	7,3	7,7
Амортизация на дълготрайни активи	2,1	1,8	1,6	1,3	1,7	1,5
EBITA	10,8	2,2	4,2	6,8	5,6	6,2
Амортизация на нематериални дълготрайни активи	8,5	2,9	2,7	2,2	1,9	1,8
Разходи за обезценка и амортизация на репутация	0	0	0	0	0	0,0
EBIT	2,4	-0,7	1,5	4,6	3,7	4,4
Финансов резултат	-16,7	-1,1	0	-1,3	-0,3	-0,2
Печалба преди данъци от продължаващи дейности	-14,3	-1,8	1,5	3,3	3,4	4,2
Извънредни приходи/разходи	0	0	0	0	0	0,0
EBT	-14,3	-1,8	1,5	3,3	3,4	4,2
Общо данъци	-0,5	0	0,4	0,5	0,3	0,4
Нетна печалба от продължаващи дейности	-13,8	-1,8	1,1	2,7	3,1	3,8
Приходи от преустановени дейности (без данъци)	0	0	0	0	0	0,0
Нетна печалба преди малцинствени участия	-13,8	-1,8	1,1	2,7	3,1	3,8
Малцинствени интереси	0,9	0,5	0,6	1,1	1,0	1,0
Нетна печалба	-14,7	-2,3	0,5	1,6	2,1	2,8

Източник: Компания (отчетени резултати), Montega (прогноза)

Баланс (в млн. евро) Sirma Group Holding JSC	2022	2023	2024	2025	2026	2027 г.
АКТИВИ						
Нематериални активи	24,1	23,8	31,3	31,2	31,4	31,8
Имоти, машини и съоръжения	5	5	7,4	8,1	7,9	7,7
Финансови активи	9,5	0	0	0	0	0
Дълготрайни активи	38,6	29,1	38,7	39	39	39,4
Запаси	0	1	0,9	1,8	1,2	1,3
Вземания	8,4	8	11,8	10,8	13,9	15,2
Ликвидни активи	10,8	7	7,8	6,8	6,5	7,9
Други активи	4,4	3,2	1,5	2,7	2,7	2,7
Текущи активи	23,9	19,8	21,9	22,1	24,3	27,1
Общо активи	62,5	48,8	60	61	63	66,5
ЗАДЪЛЖЕНИЯ И СОБСТВЕН КАПИТАЛ						
Собствен капитал	43,7	38,6	41,3	40,9	41,8	43
Малцинствени интереси	2	2	2	1,8	2,5	3,3
Провизии	0	0,4	0,4	0,9	0,9	1
Финансови пасиви	7,6	1,3	3,8	5,3	5,3	5,4
Задължения	1,8	2,4	7,8	6,1	5,8	6,4
Други пасиви	6,6	4,1	5,3	6,6	7,2	7,5
Пасиви	16,3	8,1	17,4	18,8	19,3	20,2
Общо пасиви и собствен капитал	62,5	48,8	60	61	63	66,5

Източник: Компания (отчетени резултати), Montega (прогноза)

Баланс (в %) Сирма Груп Холдинг АД	2022	2023	2024	2025	2026	2027 г.
АКТИВИ						
Нематериални активи	38,6	48,9	51,7	50,8	49,4	47,8
Имоти, машини и съоръжения	8,1	10,7	12,2	13,2	12,4	11,6
Финансови активи	15,1	0	0	0	0	0
Дълготрайни активи	61,8	59,5	63,9	64,0	61,8	59,3
Запаси	0,5	2,2	1,4	2,9	1,9	2,0
Вземания	13,4	16,3	19,4	17,6	21,9	22,9
Ликвидни активи	17,3	15,4	12,8	11,1	10,2	11,8
Други активи	7,0	6,6	2,4	4,4	4,2	4,1
Текущи активи	38,2	40,5	36,1	36,0	38,2	40,7
Общо активи	100,0	100	100	100,0	100,0	100,0
ЗАДЪЛЖЕНИЯ И СОБСТВЕН КАПИТАЛ						
Собствен капитал	69,9	79,1	68,1	66,5	65,7	64,6
Малцинствени интереси	4,1	4,3	3,2	3	4,0	5,0
Провизии	0,4	0,8	0,7	1,4	1,5	1,5
Финансови пасиви	12,1	2,6	6,2	8,6	8,4	8,1
Задължения	3,0	4,9	12,9	9,9	9,2	9,6
Други пасиви	10,6	8,4	8,8	10,8	11,3	11,2
Общо пасиви	26,0	16,7	28,6	30,6	30,3	30,4
Общо пасиви и собствен капитал	100,0	100	100	100	100,0	100,0

Източник: Компания (отчетени резултати), Montega (прогноза)

Отчет за паричните потоци (в млн. евро) Sirma Group Holding JSC	2022	2023	2024	2025	2026	2027 г.
Нетна печалба	-5,5	-0,7	0	1	2,2	2,9
Амортизация на дълготрайни активи	0,9	0,7	0	0	1	1
Амортизация на нематериални активи	3,4	1,2	1,3	1,5	1,4	1,4
Увеличение/намаление на дългосрочните провизии	0	0	0	0	0	0
Други непарични плащания	3,5	3,3	-1,9	0	0	0
Паричен поток	2,2	4,6	0,9	4,7	4,9	5,5
Увеличение/намаление на работния капитал	2	-3,1	2	-0	-2,2	-0,6
Паричен поток от оперативни дейности	4,4	1,4	3,3	4,3	2,7	4,9
КАПЕКС	-2,3	-2	-1,6	-2,6	-2,1	-2,3
Други	12,1	6,6	-3,3	-1,8	0	0
Паричен поток от инвестиционна дейност	9,9	4,6	-5,0		-	-2,3
Изплатени дивиденди	-0,7	-1,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,9
Промяна във финансовите пасиви	-6,1	-6,7	2	0	-0,3	-0,4
Други	-2,5	-1,0	-0,2	-0,9	0	0
Паричен поток от финансови дейности	-9,2	-9,2	1	-0,6	-0,9	-1,2
Ефекти от промените в обменния курс върху паричните средства	0,0	0	0	-0	0	0
Промяна в ликвидните средства	5,1	-3,2	0	-0,8	-0,3	1,4
Ликвидни активи в края на периода	5,1	-3,2	0,3	6,8	6,5	7,9

Източник: Компания (отчетени резултати), Montega (прогноза)

Ключови показатели Sirma Group Holding JSC	2022	2023	2024	2025	2026	2027 г.
Печалба						
Брутен марж (%)	56,5	54	51,2	51,0	55,5	56,6
EBITDA марж (%)	13,0	4,0	5,8	8,1	7,3	7,7
EBIT марж (%)	2,4	-0,7	1,5	4,6	3,7	4,4
EBT марж (%)	-14,3	-1,8	1,5	3,3	3,4	4,2
Нетна печалба (%)	-13,8	-1,8	1,1	2,7	3,1	3,8
Възвръщаемост на капитала						
ROCE (%)	1,7	-0,8	2,1	7,4	6,1	7,7
ROE (%)	-10,2	-2,0	0,6	2,5	3,5	4,8
ROA (%)	-9,4	-1,9	0,4	1,7	2,3	3,2
Платежоспособност						
Нетен дълг в края на годината (в евро)	-3,0	-6,0	-3,6	-0,7	-0,3	-1,6
Нетен дълг / EBITDA	-0,6	-3,6	-1,2	-0,1	-0,1	-0,3
Нетно съотношение (нетна задлъжнялост/собствен капитал)	-0,1	-0,1	-0,1	0	0	0
Паричен поток						
Свободен паричен поток (млн. евро)	2,1	-0,6	1,7	1,7	0,6	2,6
Капиталови разходи / продажби (%)	5,2	8,7	0,3	3,9	3,0	3,0
Оборотни средства / продажби (%)	11	10,7	9,7	6,2	7,7	8,8
Оценка						
EV/продажби	1,9	1,9	1	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	14,7	46,3	26,1	14,2	14,6	12,7
EV/EBIT	80,9	-	99,6	25,3	29,0	22,2
EV/FCF	35,5	-	43,9	45,2	127,5	29,1
PE	-	-	285,7	65,0	43,3	32,5
P/B	1,7	1,9	1,8	1,8	1,8	1,7
Дивидентна доходност	1,9	0,8	0	0,8	1,2	1,5

Източник: Компания (отчетени резултати), Montega (прогноза)

Отказ от отговорност

Настоящият документ не представлява оферта или покана за покупка или продажба на каквито и да било ценни книжа или финансови инструменти. Документът има само информационен характер. Настоящият документ съдържа само необвързващо мнение относно съответните инвестиционни инструменти и необвързващи преценки за пазарните условия към момента на публикуването. Поради своето съдържание, което служи само за обща информация, този документ не може да замести лични съвети, специфични за инвеститори или емисии, и не предоставя основна информация, необходима за вземане на инвестиционно решение, която е формулирана и изразена в други източници, особено в надлежно одобрени проспекти. Всички данни, твърдения и заключения, изведени в този документ, се основават на източници, считани за надеждни, но ние не гарантираме тяхната точност или пълнота. Изразените твърдения отразяват личната преценка на автора към определен момент. Тези преценки могат да бъдат променени по всяко време и без предварително уведомление. Анализаторът или институцията, която го наема, не носят отговорност за преки и косвени щети. Този поверителен доклад е достъпен само за ограничена аудитория. Тази публикация и нейното съдържание могат да бъдат разпространявани или разпространявани на трети страни само след предварителното съгласие на Montega. Всички правила и разпоредби на капиталовия пазар, регулиращи съставянето, съдържанието и разпространението на проучвания, които са в сила в различните национални правни системи, се прилагат и трябва да бъдат спазвани както от доставчиците, така и от получателите. Разпространение в Обединеното кралство: този документ е предназначен изключително за лица, които са упълномощени или назначени по смисъла на Закона за финансовите услуги от 1986 г. или на базата на валидно решение, основано на този закон. Получателите включват и лицата, описани в параграф 11(3) от Закона за финансовите услуги от 1986 г. (Реклами на инвестиции) (Изключения) Наредба от 1996 г. (във всяка валидна понастоящем поправка). Не се предвижда пряко или непряко предоставяне на информация на други групи или получатели. Не се разрешава предаването, разпространението или предоставянето на този документ или копие от него на лица в Съединените американски щати, Канада и Япония или на техните отвъдморски територии.

Позоваване съгласно MiFID II (от 23.02.2026 г.):

Настоящата публикация е изготвена въз основа на договор между Montega AG и емитента и ще бъде заплатена от емитента. Настоящият документ е широко публикуван и Montega AG го предоставя едновременно на разположение на всички заинтересовани страни. Получаването му следователно се счита за допустима незначителна непарична полза по смисъла на раздел 64, параграф 7, изречение 2, № 1 и 2 от германския Закон за търговията с ценни книжа (WpHG).

Източници на информация: Основните източници на информация за изготвянето на този финансов анализ са публикации на емитента, както и публично достъпна информация от национални и международни медии, които Montega счита за надеждни. При изготвянето на този анализ са проведени и разговори с членове на управленския екип или отдела за връзки с инвеститорите на съответното дружество.

Цените на финансовите инструменти, посочени в настоящия анализ, са цени на затваряне към датата на публикуване (съответно предходния ден), освен ако не е посочено изрично друго. Всяка актуализация на настоящата публикация ще се извършва в случай на събития, които Montega счита за потенциално значими за ценовото представяне на акциите. Краят на редовните коментари относно събития, свързани с емитента (покрытие), ще бъде обявен предварително.

Фундаментални основи и принципи на оценъчните преценки, съдържащи се в този документ: Оценките и оценките, водещи до рейтинги и преценки, дадени от Montega AG, обикновено се основават на признати и широко одобрени методи за анализ, т.е. DCF модел, сравнение с аналогични групи или модел на сумата от частите.

Нашите рейтинги:

Купувайте: Анализаторите от Montega AG смятат, че цената на акциите ще се повиши през следващите дванадесет месеца.

Задържане: Потенциалът за повишение/понижение е ограничен. Не се наблюдава непосредствен катализатор.

Продажба: Анализаторите от Montega AG смятат, че цената на акциите ще падне през следващите дванадесет месеца.

Надзорен орган:

Финансова надзорна служба Graurheindorfer Str.
108
53117 Бон

Контакт с **Montega AG:**

Schauenburgerstraße 10
20095 Хамбург
www.montega.de / Тел.: +49 40 4 1111 37 80

Конфликти на интереси

Montega е въвела различни мерки за избягване на конфликти на интереси. Това включва забрана за всички служители на Montega AG да търгуват с акции в рамките на обхвата, за който Montega има мандат за изготвяне на проучвания. Освен това, както на служителите, така и на компанията е забранено да приемат подаръци от лица, които имат специален интерес към съдържанието на проучванията. За да се гарантира максимална прозрачност, Montega е създала обзор в съответствие с § 85 WpHG и член 20 от Регламент (ЕС) № 596/2014 във връзка с Делегиран регламент 2016/958. Изследователският доклад е предоставен на компанията преди публикуването/разпространението му. След това в доклада са направени само фактически промени.

- (1) През последните 12 месеца Montega AG е сключила споразумение с емитента за изготвяне на финансови анализи, за което Montega AG получава възнаграждение.
- (2) През последните 12 месеца Montega AG е сключила споразумение с трета страна за изготвяне на финансови анализи, за което Montega AG получава възнаграждение.
- (3) През последните 12 месеца Montega AG е предоставила други консултантски услуги на това дружество и/или неговите акционери.
- (4) През последните 12 месеца Montega AG и/или свързано с нея по договор лице са били страна по споразумение с анализирания дружество за услуги, свързани с инвестиционно-банкови дейности, или са получили възнаграждение по такова споразумение.
- (5) Montega AG и/или свързано лице очакват възнаграждение от дружеството за инвестиционни банкови услуги през следващите три месеца или възнамеряват да потърсят такова възнаграждение.
- (6) Към момента на публикуването анализаторът на Montega AG, отговорен за публикацията, или друг служител на Montega AG притежава акции, представляващи над 5 % от акционерния капитал на анализирания емитент.
- (7) Към момента на публикуване, анализаторът на Montega AG, отговорен за публикацията, или друг служител на Montega AG притежава нетна дълга или къса позиция от повече от 0,5% от акционерния капитал на анализирания емитент.
- (8) Дружество, свързано с Montega AG, може да има участие в акционерния капитал на емитента или да притежава други финансови инструменти в това дружество.
- (9) Montega AG или свързано с нея лице има значителни финансови интереси в анализирания дружество, като например получаване и/или упражняване на мандати или предоставяне на услуги за анализирания дружество (например, роудшоу, кръгли маси, телеконференции за обявяване на финансови резултати, презентации на конференции и др.
- (10) През последните 12 месеца Montega AG е предоставила услуги (чрез трета страна) на член на ръководството на анализирания дружество, свързани с прехвърлянето на акции на анализирания дружество, и е получила възнаграждение за това.
- (11) Montega AG е представила емитента като инвестиционна възможност на потенциален инвеститор и има право на възнаграждение от потенциалния инвеститор, ако последният инвестира в емитента.
- (12) Емитентът е възложил на Montega AG да предостави допълнителни услуги, за които Montega AG има право на възнаграждение от емитента.

Дружество	Разкриване (към 23.02.2026)
SIRMA GROUP HOLDING	1, 8, 9, 12

История на цените

Препоръка	Дата	Цена (EUR)	Целева цена (EUR)	Потенциал
Купува (Начало)	23.02.2026	1,30	1,50	+15