



23 февруари 2026 г.

Sirma Group Holding АД

Оползотворяване на възможността в AI

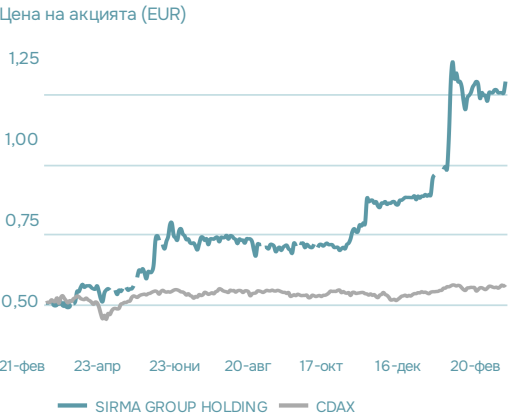
Контакти

Montega AG – Equity Research | www.montega.de

Правна информация: Моля, вижте раздел „Правна информация“ в края на документа.

Kai Kindermann – аналитик
+49 40 41111 3781
k.kindermann@montega.de

Рейтинг	Купува
Целева цена	1,50 EUR
Потенциал	15%
Данни за акцията	
Цена на акцията (последно затваряне, EUR)	1,30
Брой акции (млн.)	57,8
Пазарна капитализация (млн. EUR)	75,1
Оборот (Ø 3 мес.; хил. акции)	45,0
Enterprise Value (млн. EUR)	76,2
Тикер	BUL:SIRM
Прогноза на компанията за 2025	
Приходи (млн. EUR)	66
EBITDA (млн. EUR)	5



Източник: Capital IQ

Акционери	
Free float	38,0%
Георги Първанов Маринов	9,2%
Цветан Борисов Алексиев	8,5%
Чавдар Велизаров Димитров	8,1%
Веселин Аңчев Киров	8,0%

Календар	
Листване във Франкфурт	24 февруари 2026 г.
Годишен отчет 2025	30 април 2026 г.
Резултати за Q1	1 юни 2026 г.

Промени в прогнозите			
	2025е	2026е	2027е
Приходи (стари)	66,2	71,0	77,5
Δ	-	-	-
EBIT (стар)	3,0	2,6	3,4
Δ	-	-	-
EPS (стар)	0,02	0,03	0,04
Δ	-	-	-

Аналитик	
Kai Kindermann	
+49 40 41111 3781	
k.kindermann@montega.de	

Публикация	
Инициращ анализ	23 февруари 2026 г.

Оползотворяване на възможността в AI

Sirma Group Holding е българска компания за ИТ услуги и софтуер, която ще повиши видимостта си на международните капиталови пазари чрез двойно листване на Франкфуртската фондова борса от 24 февруари 2026 г. Бизнес моделът на компанията включва **системна интеграция и продажба на ИТ оборудване на ИТ услуги и софтуер по поръчка** в Европа и Северна Америка. Портфолиото от услуги е допълнено от собствената **Sirma.ai Enterprise Platform**, която оркестрира използването на AI модели в различните среди на внедряване и осигурява най-висока степен на суверенитет над данните.

Очаква се общият пазар на ИТ услуги да нараства с темп в **диапазона от средни до високи едноцифрени стойности**. Бъдещият пазарен ръст ще бъде движен от продължаващите миграции към облака, нарастващите изисквания за киберсигурност и внедряването на AI в целия обхват на предприятието като основен катализатор. Тъй като организациите се нуждаят от външна експертиза, за да интегрират сигурно AI решения в съществуващата си сложна инфраструктура и да се ориентират в бързо променящия се технологичен пейзаж, се очаква сегментът на услугите да отчете най-висок ръст и да заеме най-големия дял от общия пазар на AI.

В конкурентен план **Sirma** е **лидер на вътрешния си пазар**, като същевременно предоставя международни услуги от своите разходно ефективни центрове в България и Румъния. Компанията се ползва от структурно по-ниска разходна база от западните си конкуренти, чиято експозиция към nearshoring обикновено е по-ограничена. В същото време тя запазва пълно съответствие с регулаторните стандарти на ЕС, за разлика от неевропейските конкуренти. В условията на геополитическа несигурност и на стремежа на Европа към суверенитет над данните **Sirma** е добре позиционирана като европейска алтернатива на американските технологични компании.

Във финансов план групата има зад себе си силен растежен профил с **CAGR на приходите от 14,3% за периода 2015–2025 г.** Забележително силен ръст бе постигнат през 2025 г., движен от придобиването на Roweb – румънска компания за ИТ услуги – и от благоприятната среда в публичния сектор. **Sirma** се стреми към **допълнителен неорганичен растеж**, като през 2026 г. е възможно придобиване с дългово финансиране, а листването във Франкфурт може да бъде използвано за потенциално набиране на капитал през 2028 г. След временния спад на маржовете през 2023 г. рентабилността започна да се възстановява и достигна 8,1% през 2025 г., като все още отразява текущите стратегически инвестиции в AI платформата и във вътрешните организационни възможности.

Занапред прогнозираме **CAGR на приходите от 8,6% за периода 2025–2031 г.**, без принос от бъдещи придобивания. Подкрепени от оперативния ливъридж, намаляващата инвестиционна тежест и постепенното изместване на структурата на приходите към собствен софтуер с по-висок марж, моделираме **ръст на EBITDA от 14,9% годишно** за същия период и терминален EBIT марж от 10,0%. Приемането на еврото и планираното листване във Франкфурт повишиха видимостта на акцията, което се отразява в относително високо съотношение EV/EBITDA за 2026е от 14,6x. Въз основа на нашия DCF модел (WACC: 9,9%) достигаме до целева цена от **1,50 EUR**, което предполага допълнителен потенциал за възходящо движение дори от текущите нива.

Заключение: AI трансформацията изисква специализирани доставчици, които могат сигурно да вграждат решения в корпоративните процеси и потоци от данни, без компромис със сигурността на данните. Преминавайки от доставчик на услуги с нишови софтуерни продукти към по-широк платформен играч, **Sirma** се разграничава от конкуренцията и отваря допълнителен източник на приходи. Инициираме покритие на акцията с рейтинг **Купува** и целева цена от **1,50 EUR**.

Фин. година: 31.12.	2023	2024	2025p	2026е	2027е
Приходи	41,2	50,6	66,2	71,0	77,5
Ръст г/г	2,8%	22,8%	30,8%	7,3%	9,2%
EBITDA	1,6	2,9	5,4	5,2	6,0
EBIT	-0,3	0,8	3,0	2,6	3,4
Нетна печалба	-0,9	0,3	1,1	1,5	2,1
Марж на брутната печалба	54,0%	51,2%	51,0%	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	-0,1	-0,3
ROCE	-0,8%	2,1%	7,4%	6,1%	7,7%
EPS	-0,02	0,00	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/Sales	1,9	1,5	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	46,3	26,1	14,2	14,6	12,7
EV/EBIT	n.m.	99,6	25,3	29,0	22,2
PER	n.m.	n.m.	65,0	43,3	32,5
P/B	1,9	1,8	1,8	1,8	1,7

Източник: данни на компанията, Montega, Capital IQ

Стойности в млн. EUR, EPS в EUR, Цена: 57,79 EUR

СЪДЪРЖАНИЕ

Резюме	2
Инвестиционна теза	4
Растящият пазар оставя широко пространство за развитие	7
Регионален лидер в България	10
Продължаващ ръст на приходите занапред	13
Очаква се стабилно генериране на свободен паричен поток	18
Силно покачване на цената на акцията през последните години	19
Оценката отразява възможностите на бизнес модела	20
Заключение	20
SWOT	21
Силни страни	21
Слаби страни	21
Възможности	21
Заплахи	21
Оценка	22
DCF модел	23
Анализ на сравними компании	24
Профил на компанията	26
Основни данни	26
Ключови събития в историята на компанията	26
Сегменти и региони	27
Ръководство	29
Акционерна структура	29
Финансови данни	30
DCF модел	30
Отчет за приходите и разходите	31
Счетоводен баланс	32
Отчет за паричните потоци	33
Правна информация	34

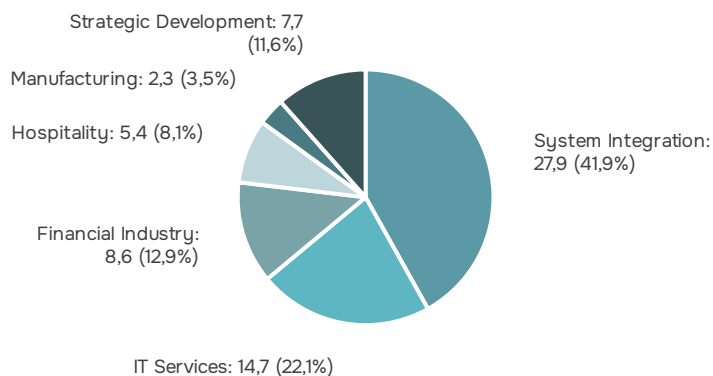
Инвестиционна теза

Sirma Group Holding АД е диверсифицирана компания в областта на ИТ услугите и софтуера със седалище в София, България, която обслужва клиенти в 67 държави. Основана през 1992 г. като „Sirma AI“, компанията притежава дълбоко вкоренена ДНК в изкуствения интелект. Днес мисията на Sirma е да действа като основен оркестратор за организациите в хода на тяхната цифрова трансформация, като им помага да станат „AI-ready“ чрез комбинация от разработка на софтуер по поръчка, системна интеграция и собствен стандартен софтуер – най-вече AI Enterprise Platform, която свързва AI моделите с данните на компанията, осигурявайки висока степен на сигурност на данните.

Оперативната структура на групата е организирана в шест обособени сегмента – два хоризонтални с междуетраслови предложения и три ключови вертикални.

Дял в приходите по сегменти

(към 2025г; в млн. EUR; в %)



Източник: компанията, Montega

System Integration: Сегментът System Integration е насочен към продажбата на хардуерни системи, миграция към облака и текуща поддръжка, все по-често допълвани от DevOps услуги. Целевият пазар се състои основно от българския публичен сектор, както и от местни и многонационални компании с дейност в България, особено във финансовия и здравния сектор. Примерни проекти включват продажбата и интеграцията на инфраструктура за киберсигурност за FinTech компания и доставката на настолни компютри за голяма българска банка.

Hospitality: Сегментът Hospitality предоставя специализирани ИТ решения, консултации и анализ на данни, съобразени конкретно с глобалната хотелиерска индустрия. Компетенциите му включват разработката на сложни онлайн резервационни системи и интеграцията на управленски софтуер за широка клиентска база, включваща международни хотелски групи, туроператори и туристически агенции.

IT Services: Този хоризонтален сегмент предоставя междуетраслова разработка на софтуер по поръчка, ИТ консултиране и managed services. С регионален фокус върху Обединеното кралство, DACH региона, Белгия, Скандинавия и Румъния сегментът изпълнява широк спектър от сложни мандати. Сред забележителните проекти са разработката на платежна система за карти за подаръци, поддръжката на глобална авиационна резервационна система и създаването на интелигентен AI бот за голям клиент в електронната търговия.

Financial Industry: Sirma е доминиращ участник на българския финансов пазар, като около 60% от финансовите институции в страната са нейни клиенти. Сегментът е специализиран във внедряването на системи за основна банкова дейност (Oracle FlexCube, Temenos T24) и в решения за регулаторна отчетност (напр. RepXpress). Групата действа като стратегически партньор на институциите по пътя им към цифровизация и внедряване на изкуствен интелект.

Manufacturing: Този сегмент, опериран от дъщерната EngView Systems АД, предоставя софтуерни и хардуерни решения за метрология, управление на качеството и автоматизация на опаковъчната индустрия. Компанията предлага специализирани CAD/CAM решения за опаковъчната и металообработващата индустрия и заема призната в световен мащаб нишова позиция.

Strategic Development: Сегментът Strategic Development функционира като вътрешен инкубатор на групата и обединява вертикали, основани на знание – като търговия на дребно, логистика, транспорт и здравеопазване – които още не са достигнали самостоятелна зрялост. Освен развитието на бизнеса, този сегмент консолидира и неразпределяемите разходи на групата, свързани със стратегическото ѝ развитие. Съответно, макар да е ключов двигател на дългосрочните иновации и източник на бъдещи стълбове на растежа, финансовият резултат на сегмента обикновено е отрицателен.

Като цяло групата генерира приходи от **продажба на ИТ оборудване** (36,8% от приходите за 2025p), която е тясно свързана със сегмента System Integration, и от **предоставяне на услуги** (63,2%). Основната сервисна дейност са софтуерните услуги (47,8% от общите приходи), което означава преди всичко разработка на софтуер по поръчка и managed services. Допълнителните услуги включват продажба на собствени софтуерни продукти на абонаментна или лицензна основа, предоставяне на облачни услуги от собствения център за данни на компанията и различни услуги по поддръжка. Въпреки международното си присъствие с доставки в Европа и Северна Америка, персоналът е почти изцяло базиран в Централна и Източна Европа – 518 служители в България, 131 в Румъния и 45 в Албания към края на 2024 г. По-малко от десет служители са били разположени в други региони за продажби и развитие на бизнеса, което осигурява разходни предимства спрямо западните компании за ИТ услуги, които имат само по-малка част от капацитета си за доставка в near-shoring локации.

За по-голяма яснота развитието на приходите по вид дейност е обобщено по-долу:



Източник: компанията, Montega

Sirma Group Holding демонстрира стабилен растежен профил, характеризиращ се с CAGR от 14,3% между 2015 и 2025 г. След временното забавяне по време на пандемията от COVID-19 динамиката се ускори значително, което доведе до двуцифрени темпове на органичен ръст от 2022 до 2025 г. Това развитие бе допълнително усилено от стратегическа M&A активност – най-вече придобиванията на българския специалист в хотелиерския софтуер Sciant АД в края на 2021 г. и на румънския доставчик на ИТ услуги Roweb в края на 2024 г.

Ключов момент в историята на групата е продажбата на дъщерното дружество Sirma AI (Ontotext) през 2022 г. Макар Sirma AI да е признат лидер в семантичните технологии и графовите бази данни, решението да бъде продаден мажоритарният дял при Enterprise Value от 24,1 млн. EUR бе мотивирано от значителните капиталови изисквания, необходими за ефективна конкуренция с глобалните big-tech играчи. Тази сделка отбеляза временно стратегическо пренасочване към бизнеса с услуги и софтуер по поръчка.

Появата на ерата на генеративния AI обаче преобрази из основи конкурентната среда. Като понижи значително техническите бариери и разходите, свързани с разработката на софтуер, текущият AI цикъл позволява на компании като Sirma да се конкурират с далеч по-големи компании, разполагайки с умерен бюджет. Съответно Sirma отново измества фокуса към продуктовия бизнес. Освен установените позиции в нишови пазари, като EngView CAD в опаковките или Diabetes:M в здравеопазването, Sirma наскоро представи Sirma.ai Enterprise Platform, която е не само потенциален крайъгълен камък на продуктовото портфолио, но може да действа и като значим катализатор за дейностите на групата в ИТ услугите.

Sirma.ai Enterprise Platform е позиционирана като стратегически хъб за трансформация, създаден да позволи на организациите да изграждат, внедряват и управляват сигурни AI агенти и работни процеси в голям мащаб. Вместо да предоставя изолирани AI приложения, платформата служи като всеобхватен слой за оркестрация с независима от доставчика Multi-LLM архитектура, която дава достъп до над 500 езикови модела – от глобални облачни продукти като OpenAI (ChatGPT), Anthropic (Claude) и Google (Gemini) до модели с отворен код, работещи върху инфраструктурата на клиента. За да отговори на растящото значение на суверенитета над данните и на регулаторните изисквания в сектори като банковия и държавния, платформата е предварително конфигурирана за съответствие с GDPR и NIS2 и предлага максимална гъвкавост при внедряване.

Клиентите могат да избират между работа в облак, хибридна или пълна on-premise инсталация, както и air-gapped инсталации в изолирани среди. Платформата може автоматично да насочва работните процеси към най-подходящия модел въз основа на оценка в реално време на сложността на задачата, целевите разходи и изискванията за съответствие, което гарантира, че чувствителните данни никога не напускат защитените среди.

Тази висока степен на персонализация е допълнително подсилена от low-code дизайнери на работни процеси и от отраслово специфични шаблони за агенти, които използват дълбоката експертиза на Sirma в различни вертикални пазари. Sirma прилага двустепенна стратегия за комерсиализация. По-големите клиенти с високи изисквания към данните и AI обикновено инсталират софтуера on-premise или в собствения си облак и плащат годишна лицензна такса, докато по-малките компании могат да изберат Platform-as-a-Service модел, базиран на потреблението.

Растящият пазар оставя широко пространство за развитие

- Очаква се общият пазар на ИТ услуги да расте със средни едноцифрени темпове
- Свързаните с AI области предлагат нови възможности и по-високи темпове на растеж

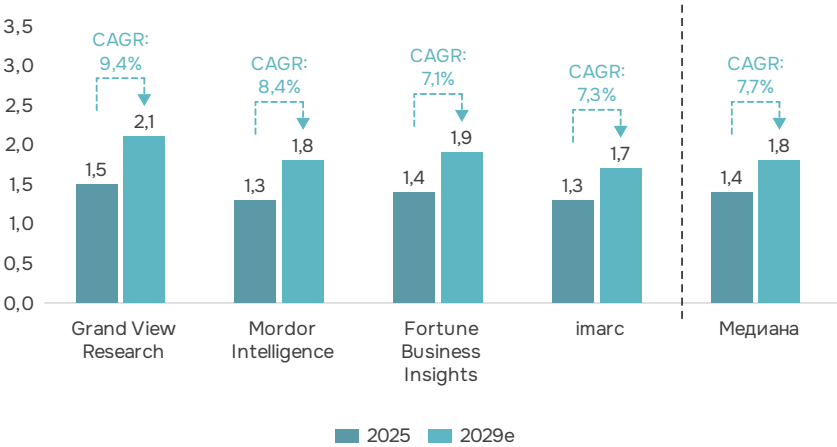
Според последната прогноза на Gartner (октомври 2025 г.) глобалният технологичен сектор остава силно устойчив въпреки макроикономическата волатилност. Световните разходи за ИТ се прогнозират на 5,54 трлн. USD през 2025 г. (+10,0% г/г) и се очаква за първи път да надхвърлят 6,0 трлн. USD през 2026 г., достигайки 6,08 трлн. USD (+9,8% г/г). Под тези силни общи стойности обаче се крие структурно разминаване, което създава икономика „на две скорости“, тласкана от значителното насочване на капитал към генеративен AI.

Световни разходи за ИТ (в млрд. USD)	Разходи 2025	Ръст 2025	Разходи 2026	Ръст 2026
Data Center Systems	489,5	+46,8%	582,4	+19,0%
Devices	783,2	+8,4%	836,3	+6,8%
Software	1 244,3	+11,9%	1 433,0	+15,2%
IT Services	1 719,3	+6,5%	1 869,3	+8,7%
Communication Services	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

На фона на двуцифреното разширяване на приходите традиционните сегменти се сблъскват с това, което Gartner описва като „пауза на несигурността“. Корпоративните купувачи възприеха предпазлив подход по отношение на глобалните търговски политики и регулаторните промени, което доведе до временно отлагане на изцяло нови дискреционни проекти. В резултат пазарният ръст е силно концентриран в свързаната с AI инфраструктура, особено в сегмента Data Center Systems, но също и в подсегменти като Infrastructure-as-a-Service (IaaS) и софтуер, свързан с генеративен AI. От друга страна, вертикално специфичният софтуер, който включва повечето софтуерни продукти на Sirma, е по-уязвим към промени в политиките и към бизнес несигурност.

Очаквано развитие на пазара на ИТ услуги
(в трлн. USD)

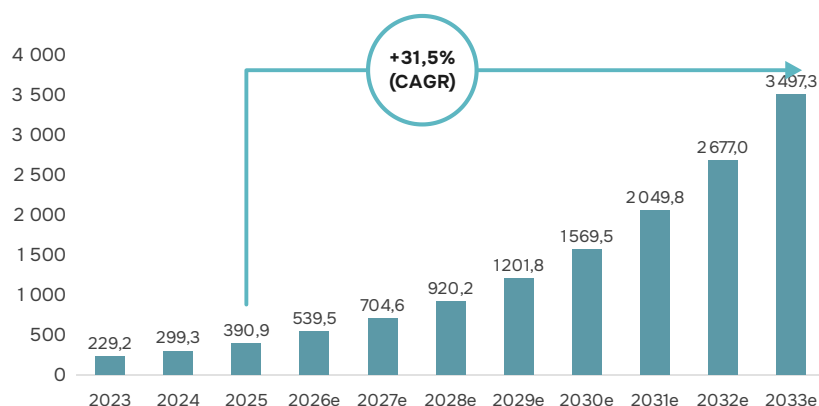


Източник: Grand View Research, Mordor Intelligence, Fortune Business Insights, imarc, Montega

В по-далечна перспектива глобалният пазар на ИТ услуги, който разглеждаме като най-важния пазар за Sirma, се прогнозира да се разширява стабилно между 2025 и 2029 г. Четирите изследователски институции Grand View Research, Mordor Intelligence, Fortune Business Insights и imarc прогнозират годишен темп на растеж между 7,1% и 9,4% с медианен CAGR от 7,7%. Това устойчиво разширяване се основава на три фундаментални двигателя. Първо, продължаващата миграция на корпоративната инфраструктура към хибридни и multi-cloud среди поддържа търсенето на сложна системна интеграция. Второ, експоненциалният ръст на генерираните в света данни налага усъвършенствани решения за управление и анализ на данни, което придвижва AI от експериментална фаза към внедряване в целия обхват на предприятието. Накрая, променящата се среда на заплахи, характеризираща се с нарастващи кибератаки и строги регулаторни рамки като GDPR, стимулира недискреционни разходи за киберсигурност. Структурно пазарът наблюдава преход от реактивни услуги от типа „break-fix“ към проактивно консултиране, тъй като предприятията търсят външна експертиза, за да управляват инициативите си за цифрова трансформация.

Изкуственият интелект е на път да се превърне в основен двигател на растежа за пазара на ИТ услуги, като Grand View Research прогнозира CAGR от 31,5% за периода 2025–2033 г. В рамките на този пазар сегментът на услугите отчита най-голям дял от приходите – 36,3% през 2025 г. – и се очаква да покаже най-бърз ръст, тъй като организациите все по-често търсят експертиза за интегриране на AI в съществуващите си инфраструктури. Бързото развитие в областта на AI допълнително стимулира търсенето на текущи актуализации, поддръжка и обучение. Освен това Sirma навлезе в сегмента на AI софтуера, който представлява 34,2% от целия AI пазар, като своята сигурна по отношение на данните AI Enterprise Platform е добре позиционирана – особено в Европа, където защитата на личните данни и етичните аспекти на AI придобиват все по-голямо значение.

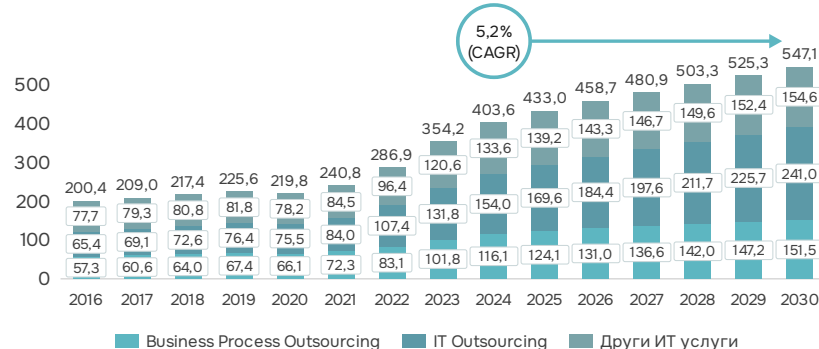
Очаквано развитие на пазара на изкуствен интелект (в млрд. USD)



Източник: Grand View Research, Montega

Предвид значителния дял на приходите, генерирани на вътрешния пазар (2025р: 58,3%), динамиката на българския пазар на ИТ услуги има повишено значение за развитието на групата.

Очаквано развитие на българския пазар на ИТ услуги (в млн. EUR)



Източник: Statista, Montega

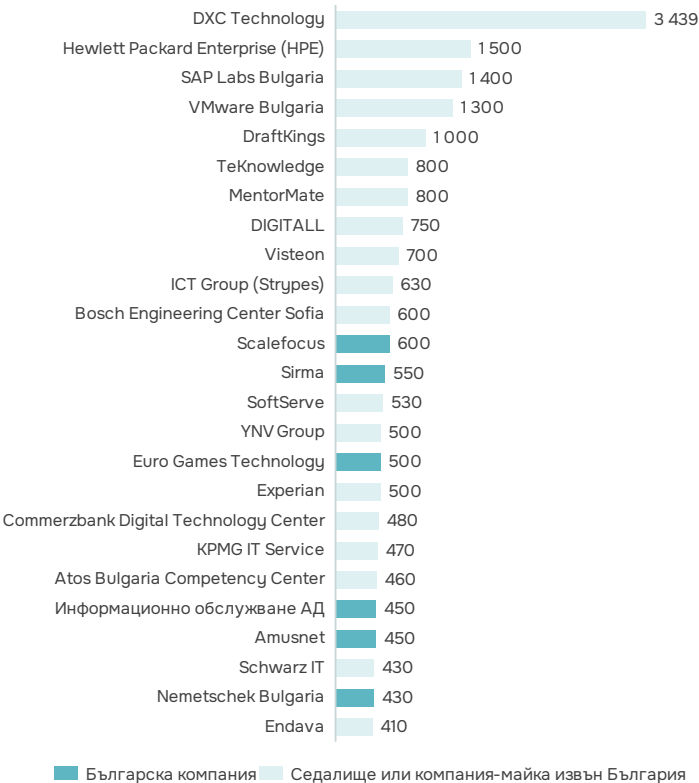
Както е показано на графиката, българският пазар на ИТ услуги премина от бум след пандемията към фаза на стабилно, устойчиво разширяване. За 2025 г. общият адресируем пазар се оценява на 432,9 млн. EUR с прогнозен CAGR от 5,2% (2024–2029 г.). Очаква се ръстът да бъде по-силен в сегмента на ИТ аутсорсинга, който представлява значителна част от бизнеса на Sirma. Този сегмент включва аутсорсинг на приложения, managed services, както и доставка, инсталиране и конфигуриране на хардуер, и се прогнозира да се разширява с 7,8% годишно.

Структурно българският ИТ сектор е силно ориентиран към международните пазари. Според софтуерната браншова асоциация БАСКОМ 85% от софтуерните приходи се генерират чрез износ, а софтуерните продукти и услуги представляват близо 28% от общия износ на услуги на страната. Тази глобална конкурентоспособност се подкрепя от благоприятната плоска данъчна ставка от 10%, сравнително по-ниските заплати и развитата цифрова свързаност, които дават възможност за гъвкав и високопроизводителен модел на доставка. За разлика от това Sirma генерира относително висок дял от приходите си на вътрешния пазар, основно от продажби на ИТ оборудване, тъй като международните доставки често се фактурират на българското дружество на клиента, което отговаря за плащането. Останалият ѝ бизнес с услуги е основно международен, като приходите от България имат дял от само 38,6%.

Тази международна ориентация се отразява и в работодателите на ИТ специалисти в България. Най-големите работодатели на ИТ специалисти в България по правило имат седалище извън страната или функционират като дъщерни дружества на международни групи. Значителна част от тези структури работят като глобални центрове за компетентност или специализирани развойни хъбове (напр. SAP Labs, Schwarz IT, Commerzbank). Тези единици използват локацията основно за вътрешна продуктова разработка и оперативна поддръжка в рамките на съответните си компании-майки, а не се конкурират за клиенти от трети страни. Съответно, макар да са конкуренти на местния пазар на труда по отношение на привличането на таланти и нивата на заплатите, те не съперничат на Sirma за пазарен дял във външния B2B сектор на услугите.

За разлика от тях международни доставчици на услуги като DXC Technology, Endava или ICT Group (Strypes) работят с различен регионален фокус. Докато някои използват България като стратегически nearshore център за доставка, обслужващ изключително глобалната им клиентска база, други се конкурират и за мандати на вътрешния пазар.

Най-големи български компании по брой ИТ служители



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

В обобщение считаме, че ключовите двигатели на растежа на релевантния пазар са следните:

- Генеративният AI и agentic трансформацията:** Глобалният ИКТ пазар в момента преминава през структурна промяна, движена от бързото възприемане на генеративния AI. С преминаването на организациите от експериментални пилотни проекти към внедряване на AI агенти в целия обхват на предприятието се очаква търсенето на платформи, които могат да изграждат, внедряват и управляват тези работни процеси, да нарасне рязко.
- Растящо търсене на суверенитет над данните и на „суверенен AI“:** Строгите регулаторни рамки като GDPR и предстоящата директива NIS2 създават бързо растяща ниша за решения от типа „суверенен AI“. Много организации в силно регулирани сектори – особено банковия, здравния и държавния – са ограничени да използват публични облачни решения със седалище в САЩ за чувствителни данни.
- Продължаваща миграция към хибридни и multi-cloud среди:** Макар първоначалният „облачен бум“ да е отминал, пазарът навлиза в по-сложна фаза на хибридна и multi-cloud оптимизация. Организациите все по-често се стремят да избягват обвързването с един доставчик, като използват комбинация от различни облачни доставчици и on-premise ресурси. Това развитие поддържа търсенето на сложна системна интеграция и managed services, тъй като предприятията се нуждаят от специализирана експертиза, за да управляват съвместимостта и разходната ефективност в разнородни цифрови среди.

Регионален лидер в България

За да оценим конкурентната позиция на Sirma, разгледахме преди всичко български компании за ИТ услуги.

Компания	Основни региони	Основна дейност и вертикали	Приходи (в млн. EUR)	EBITDA марж	ЕБИТ марж
Scalefocus	Глобално	Софтуерно инженерство, финанси, енергетика	40,4	6,9%	1,7%
DAIS	България	Софтуерно инженерство, финанси	5,6	n.a.	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%
Musala	България, Северна Македония, Египет	ИТ консултиране + софтуерно инженерство, автомобилна индустрия, финанси, телекомуникации	35,9	n.a.	15,5%
IBS	България, Северна Македония, ОАЕ	ИТ консултиране + софтуерно инженерство, финанси	23,3	12,7%	10,8%
Nevexis	България, останалата част от Европа	ИТ консултиране и облачни услуги	4,7	3,1%	2,3%
Ablera	България	ИТ консултиране, финанси	1,0	4,8%	-41,6%
DigitAll / Bullpros	България, Австрия, Германия, Швейцария	Облачни услуги и киберсигурност	23,7	-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	13,3	n.a.	30,1%
Telepoint	България, Гърция, Турция, Сърбия, Северна Македония	Облачни услуги	10,0	n.a.	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%	16,3%
Медиана			13,9	4,0%	3,7%

към дата: най-скорошни 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 конкурира както с малки и средни доставчици, така и с международно активни компании.

Sirma е сред най-големите ИТ компании в България с приходи от 50,6 млн. EUR през 2024 г. Изключителната ѝ диверсификация за компания с такъв размер означава, че макар общите приходи да превишават тези на много конкуренти, тя може да е по-малка в отделни подпазари. Например Scalefocus се позиционира като най-голямата българска компания за софтуерно инженерство и наема повече ИТ специалисти в страната, тъй като значителна част от персонала на Sirma е базиран в Румъния след придобиването на Roweb. Scalefocus се равнява на Sirma и по рентабилност, докато други конкуренти – често със сходен фокус върху финансови клиенти – са по-малки, по-слабо печеливши или дори на загуба.

В сегмента на ИТ консултирането Sirma е сред най-големите местни доставчици в силно фрагментирана конкурентна среда. Ключовите конкуренти включват Musala Soft, която генерира 35,9 млн. EUR приходи и е насочена основно към консултантски и съветнически услуги за клиенти в автомобилната индустрия, финансите и телекомуникациите. Друг забележителен играч е IBS – водеща консултантска компания за финансови институции; въпреки по-малката приходна база от 23,3 млн. EUR, IBS постига силна 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 Ablera, насочена към застрахователни технологии, работят в значително по-малък мащаб спрямо Sirma.

В сегмента на облачните услуги Sirma е позиционирана срещу разнообразен кръг конкуренти, който в крайна сметка включва и американските хиперскейлъри. Сред българските конкуренти DigitAll (по-рано Bullpros), част от по-голяма софтуерна група със седалище в Германия, постига най-високи приходи. Въпреки приходите си от 23,7 млн. EUR DigitAll отчита отрицателни EBITDA и EBIT маржове, което подчертава относителната сила на Sirma в този сегмент. Подобно на нея Neterra, с приходи от 15,7 млн. EUR, също показва слаба рентабилност. За разлика от тях играчи като Superhosting BG, Telepoint и Evolink работят печелившо, постигайки положителна EBITDA и силни EBIT маржове. Бизнес моделите им обаче са съсредоточени основно върху уеб хостинг, стрийминг платформи (Telepoint) и услуги на центрове за данни, а не върху всеобхватни облачни инфраструктурни решения.

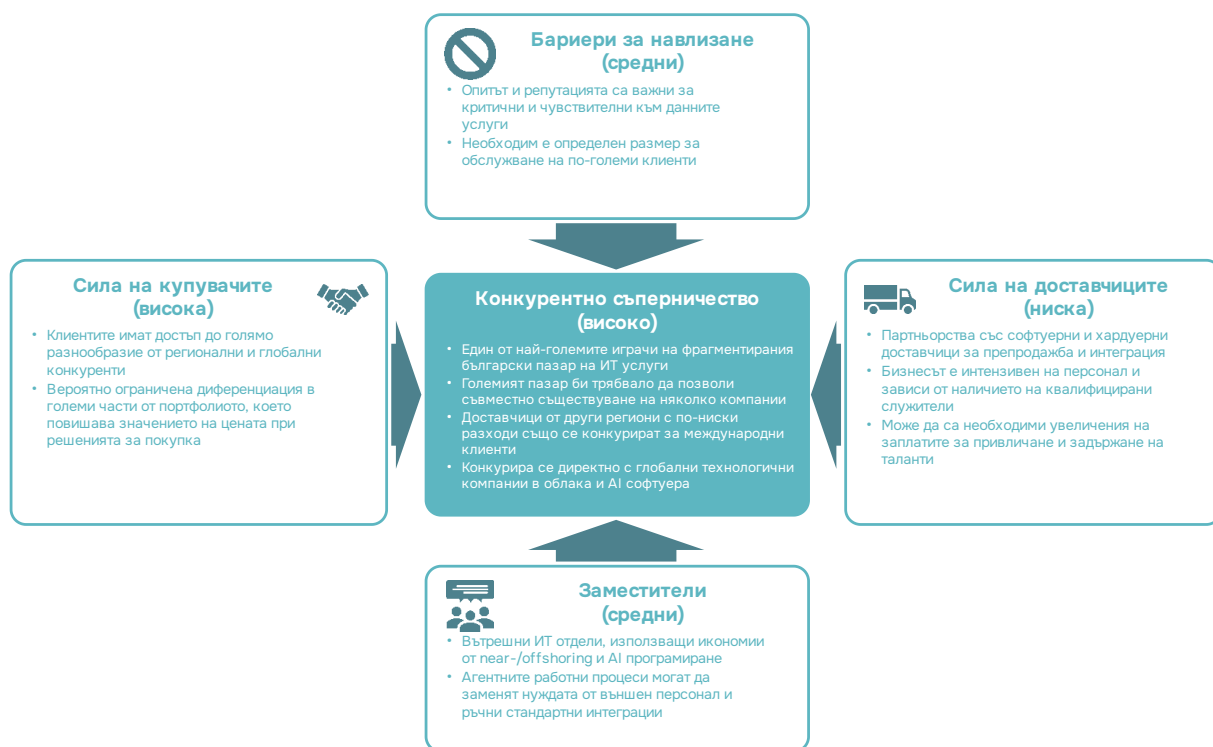
В сегмента на ИТ интеграцията и изграждането на инфраструктура основният конкурент на Sirma е Technologica – компания с дейност както в България, така и в Сърбия. През 2022 г. Technologica генерира 14,4 млн. EUR приходи и постига двуцифрени EBITDA и EBIT маржове, демонстрирайки стабилна рентабилност в тази област.

По наша преценка Sirma вероятно ще продължи да се ползва от следните конкурентни предимства:

- **Оперативен ливъридж и самофинансирана R&D дейност:** Мащабът и постоянната рентабилност на Sirma осигуряват финансовата стабилност, необходима за дългосрочни корпоративни партньорства. Това позволява на групата да финансира сама своята R&D дейност и да премине от доставчик на услуги към продуктово ориентирана компания, за което свидетелства разработката на собствената ѝ AI Enterprise Platform – по наши очаквания важен разграничител спрямо другите доставчици на услуги.
- **Доказан опит и специализация в AI:** Основана през 1992 г., Sirma изгради значително доверие във финансовия и публичния сектор. Технологичното ѝ лидерство в AI, потвърдено от успешното инкубиране и излизане от Sirma AI (Ontotext), ѝ дава отчетливо предимство в прехода към корпоративна автоматизация.
- **Висока защитимост чрез вертикална експертиза:** Обширните познания в силно регулирани индустрии като банковото дело, застраховането и здравеопазването, както и в хотелиерството и производството, генерират съществени предимства благодарение на предвиждането на нуждите на клиента. Този дълбок отраслов фокус позволява на Sirma да оперира критично важни системи, в които конкурентите с общ профил трудно навлизат или ги възпроизвеждат.
- **Устойчив приходен модел:** С над 43% от приходите (9М 2025 г.), идващи от повтарящи се потоци (ИТ системи и дългосрочни договори), и с нисък churn rate, Sirma поддържа по-предвидим профил на паричните потоци в сравнение с конкуренти, работещи на проектна основа.
- **Водеща независима пазарна позиция:** За разлика от международните „captive“ центрове, насочени към offshore доставка, Sirma е водещата независима ИТ компания в България. Това лидерство укрепва регионалната ѝ пазарна позиция и подпомага достъпа до най-добрите инженерни специалисти в България.
- **Конкурентна разходна структура при съответствие с ЕС:** Данъчният режим и разходите за труд в България дават на Sirma ясно предимство по цени и маржове спрямо Западна Европа, докато доставката от територията на ЕС съчетава разходна ефективност, регулаторна стабилност и географска близост.
- **Суверенитет над данните и геополитическа сигурност:** Като европейски доставчик Sirma спазва изискванията на ЕС за местоположение на данните и GDPR, което прави суверенитета над данните ключов разграничител за чувствителните към сигурността клиенти във финансовия и публичния сектор в среда на повишени геополитически рискове.

На фрагментиран пазар с интензивно съперничество и висока сила на купувачите Sirma използва вертикалната си експертиза и растящото значение на суверенитета над данните, за да се разграничи от конкуренцията. Продуктово ориентираният ѝ преход чрез собствената AI Enterprise Platform изгражда предимство спрямо интеграторите с общ профил и captive offshore центровете.

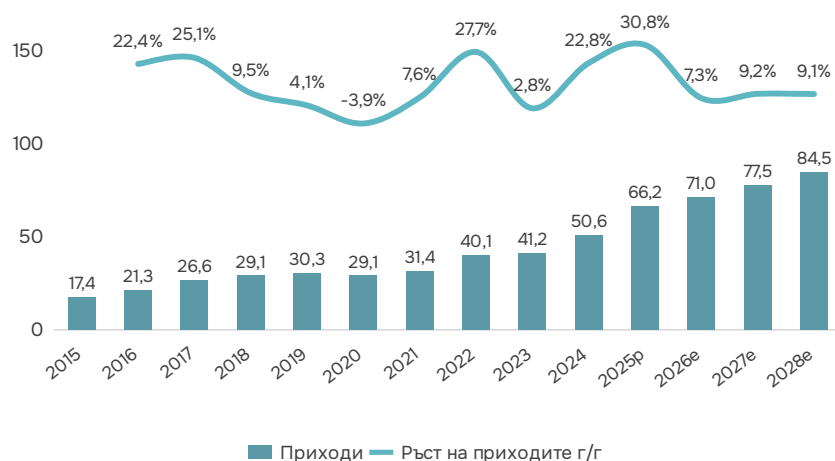
Конкурентна позиция на Sirma



Продължаващ ръст на приходите занапред

- Силен растежен профил с исторически CAGR на приходите от 14,3%
- Възстановяването на маржовете от дъното през 2023 г. е в ход, но все още отразява текущата инвестиционна програма

Историческо и очаквано развитие на приходите (в млн. EUR; в %)



Източник: компанията, Montega

Sirma Group Holding исторически постига силен ръст с CAGR от 14,3% между 2015 и 2025 г. Растежът временно спря по време на пандемията от COVID-19, тъй като предпазливостта на клиентите и отложените проекти натежаха върху приходите, макар кризата да подчерта значението на цифровизацията. Последвалото развитие на приходите бе съществено повлияно от M&A активността: Sciant АД бе консолидирана в средата на ноември 2021 г. и допринесе 7,0 млн. EUR към приходите за 2022 г., докато мажоритарният дял в Sirma AI бе продаден и деконсолидиран през септември 2022 г. след генерирани 3,6 млн. EUR приходи от началото на годината. На органична база Sirma би постигнала двуцифрен ръст през всяка година от 2022 до 2024 г.

Растежната динамика се ускори през 2025 г., като приходите нараснаха с 30,8% г/г, движени както от органични, така и от неорганични фактори. Румънският доставчик на ИТ услуги Roweb, придобит през октомври 2024 г., допринесе 7,3 млн. EUR към приходите (2024 г.: 1,5 млн. EUR), което представлява приблизително половината от общия ръст. В същото време сегментът System Integration отчете силно органично разширяване с 41,8% г/г, тъй като Sirma спечели няколко големи обществени поръчки, използвайки стабилизирания политическа среда в България, която позволи придвижването на дълго отлагани процедури.

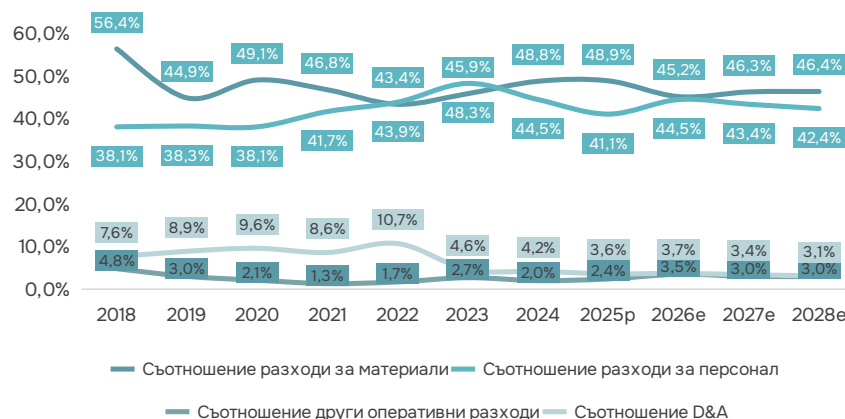
С оставката на българското правителство през декември 2025 г. и предстоящите избори очакваме затруднения за обществените поръчки и спад в продажбите на ИТ оборудване. Извън това продължаващият ръст на софтуерните услуги, заедно с по-високите приходи от абонаменти и лицензи, се очаква да движи допълнително разширяване на приходите.

Макар да считаме допълнителна M&A активност през 2026 г. за вероятна, нашата прогноза консервативно изключва потенциални бъдещи придобивания.

Разходите отразяват основните дейности

Основните разходи на групата се състоят от разходи за материали, свързани с препродажбата на хардуер и софтуер на трети страни, и от разходи за персонал за софтуерните услуги, базирани на човешки ресурс.

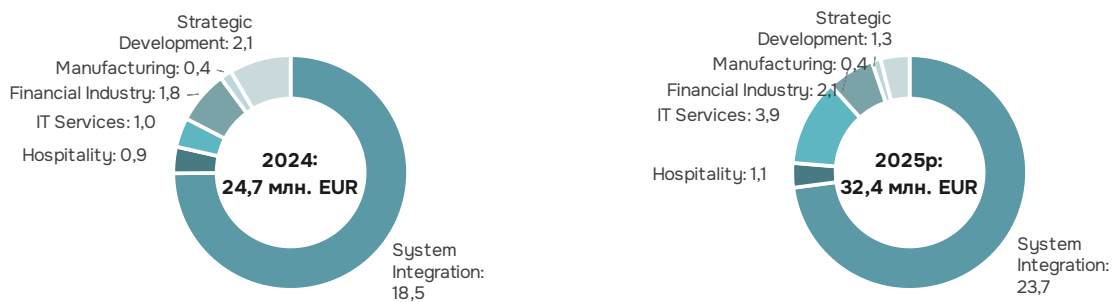
Историческо и очаквано развитие на разходните съотношения (в % от приходите)



Източник: компанията, Montega

Разходи за материали: Представените тук разходни позиции, освен отчетените разходи за материали (2025p: 0,5 млн. EUR; 0,7% от приходите), които покриват основно електроенергия, включват също разходите за продадени стоки и други краткотрайни активи (21,6 млн. EUR; 32,7% от приходите), както и разходите за наети услуги (10,3 млн. EUR; 15,6% от приходите). Разходите за наети услуги обхващат преди всичко външен персонал, покриващ софтуерни услуги и подизпълнителски дейности в рамките на проектната работа.

Разходи за материали по сегменти (в млн. EUR)



Източник: компанията, Montega

Както се очакваше, разходите за материали се определят в голяма степен от сегмента System Integration, където основната дейност е продажбата на ИТ оборудване. Разходите за наети услуги са разпределени по-равномерно, като IT Services формира най-голям дял – 37% от общата сума за 2025 г. в размер на 10,3 млн. EUR – докато около 98% от останалите разходи за материали и продадени стоки идват от System Integration. Съответно считаме съотношението на материалните разходи в този сегмент за ключов показател за оперативно изпълнение. През 2025 г. той се подобри до 84,9% след 88,0% през 2024 г. и 86,2% през 2023 г.

Общото съотношение на разходите за материали на групата се повиши от дъно от 43,4% през 2022 г. до 48,9% в момента. Това увеличение отразява предимно растящия дял на продажбите на ИТ оборудване в общите приходи, който се повиши от 28,3% на 36,8% за същия период.

Разходи за персонал: Извън хардуерно интензивния сегмент System Integration основните дейности на Sirma в ИТ консултирането и разработката на софтуер по поръчка се определят в голяма степен от персонала. В тези сегменти приходите са тясно обвързани с оползотворяемите часове, което ограничава краткосрочната мащабируемост. Ръстът на софтуерните приходи, макар да изисква текущи инвестиции в R&D, има потенциала с времето да откъсне печалбите от разходите и да подкрепи по-високи маржове.

Разходи за персонал по сегменти (в млн. EUR)



Източник: компанията, Montega

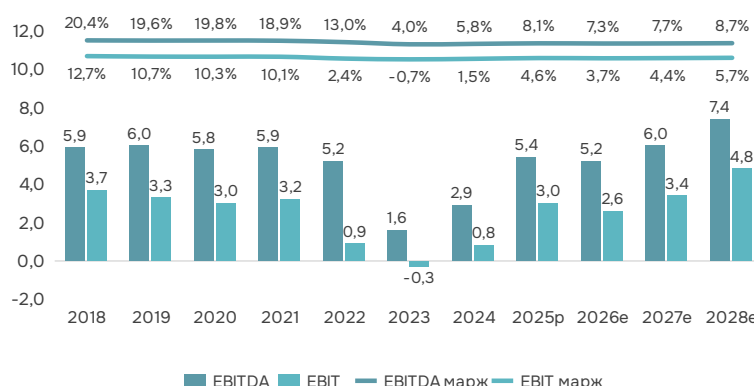
С приблизително 75% от персонала, базиран в България, Sirma се ползва от конкурентна разходна структура в сравнение със западните си конкуренти. Абсолютните разходи за персонал обаче нарастват заради инфлацията на заплата в целия сектор и стратегическото разширяване на екипите по продажби и R&D. Очакваме разходите за персонал да се превърнат в основен разходен двигател, тъй като ИТ услугите и разработката на софтуер не са материалоемки, което прави разходите за персонал ключов принос към бъдещия ръст на разходите.

Амортизация (D&A): Отразявайки asset-light бизнес модела на групата, D&A играе второстепенна роля в структурата на отчета за приходите и разходите (2025p: 2,4 млн. EUR; 3,6% от приходите). Амортизацията на имоти, машини и оборудване (0,9 млн. EUR) е свързана основно с компютърен хардуер и активи с право на ползване за наем на офиси. Амортизацията на нематериални активи (1,5 млн. EUR) произтича от капитализирани разходи за разработка на собствен софтуер, както и от права върху софтуерни модули.

Исторически нивата на D&A бяха значително по-високи заради по-голямата база нематериални активи на бившето дъщерно дружество Sirma AI (Ontotext). След продажбата ѝ през септември 2022 г. нематериалните активи намаляха с над 37,7 млн. EUR, а през същата година бе отчетена еднократна обезценка от 1,4 млн. EUR върху капитализирани разходи за придобиване на нематериални активи. След деконсолидацията нивото на D&A се нормализира. Занапред очакваме умерено увеличение в абсолютна стойност, тъй като компанията продължава да инвестира в собствен софтуер, което следва частично да се отрази в счетоводния баланс.

Други оперативни разходи: Другите оперативни разходи остават на ниско ниво спрямо приходите (2025p: ~2,5%) и включват основно административни разходи, разходи за пътувания и социални разходи. Занапред 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 е притисната от R&D

Историческо и очаквано развитие на EBITDA и EBIT
(в млн. EUR; в % от приходите)

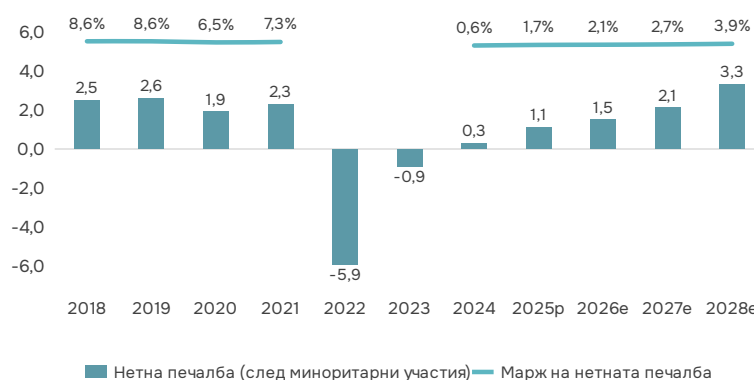
Източник: компанията, Montega

Преди 2023 г. Sirma поддържаше стабилен профил на печалбата, като EBITDA маржовете постепенно намаляваха от около 20% до приблизително 13% към 2022 г. Резкият спад на маржа през 2023 г. отразява комбинация от стратегически промени в портфолиото и целенасочени инвестиционни решения. Sirma AI, която в предходни години реализираше много високи EBITDA маржове около 40%, но също изискваше значителни текущи инвестиции, бе продадена, което премахна високомаржовия принос на дъщерното дружество. В същото време ръководството даде приоритет на R&D за Sirma.ai Enterprise Platform и увеличи международната търговска активност, за да осигури бъдещ ръст. Допълнителни разходи възникнаха от вътрешното реструктуриране, включително придобиването на останалите миноритарни дялове в ключови дъщерни дружества и тяхната консолидация в дружеството-майка, което подготви основата за по-стегнат и по-мощен оперативен модел.

Занапред компанията е по пътя на възстановяване на маржовете. Силният ръст на приходите – както от органични софтуерни приходи, така и от увеличената международна търговска активност – започва да компенсира предходния натиск върху маржовете, породен от инвестициите. Структурни ограничения обаче остават в основните сегменти на ИТ услугите и System Integration заради ограничената диференциация и конкурентния натиск от западноевропейски доставчици, използващи near- и offshoring, както и от нисковъзмездни конкуренти от Азия.

Позициите под EBIT исторически имат само незначително влияние, което оставя нетната печалба тясно съответстваща на оперативния резултат. В нормализирана среда нетният финансов резултат е слабо отрицателен, в диапазона от ниски до средни шестцифрени стойности. Финансовата 2022 г. е изключение с еднократна загуба от 6,1 млн. EUR по капиталови инвестиции, свързана с продажбата на остатъчния дял в Sirma AI (Ontotext). Разходите за данъци отразяват благоприятната фискална среда в България, с ефективна ставка средно 9,8% за периода 2018–2025 г., в общи линии в съответствие със законовата ставка от 10% въпреки известни колебания между годините. Миноритарните участия исторически са ограничени, средно 0,5 млн. EUR, с максимум 0,8 млн. EUR през 2021 г.

Като цяло историческото и очакваното развитие на нетната печалба и нетния марж изглежда по следния начин:

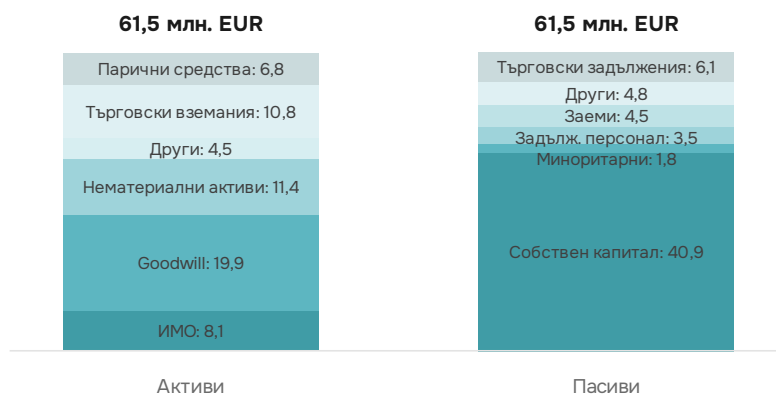
Историческо и очаквано развитие на нетната печалба
(в млн. EUR; в % от приходите)

Източник: компанията, Montega

Балансът отразява asset-light бизнес модела

Счетоводният баланс на Sirma се характеризира с висок дял на нематериалните активи, които представляват около половината от общите активи.

Структура на счетоводния баланс (към 31.12.2025 г.; в млн. EUR)



Източник: компанията, Montega

Структурата на оборотния капитал на групата се определя основно от търговски вземания в размер на 10,8 млн. EUR и търговски задължения от 6,1 млн. EUR. По-малки компоненти включват материални запаси от 1,8 млн. EUR и предплатени разходи от 2,2 млн. EUR, както и задължения по договори в размер на 2,3 млн. EUR. Към края на финансовата 2025 г. общият оборотен капитал е 6,4 млн. EUR. Нивата на оборотния капитал обикновено се колебаят в рамките на финансовата година заради сезонността: докато Sirma често урежда задълженията към доставчици през първото тримесечие, постъпленията от клиенти са концентрирани в четвъртото. На база историческите стойности в края на годината средното съотношение оборотен капитал към приходи е 9,7%.

Отразявайки asset-light характера на бизнес модела си, Sirma поддържа нисък обем имоти, машини и оборудване, който се състои основно от сгради на стойност 5,8 млн. EUR. Базата нематериални активи на групата е съсредоточена около собствени софтуерни продукти в размер на 5,7 млн. EUR и права върху софтуерни модули от 1,5 млн. EUR. Освен това балансът включва значителна репутация (goodwill) от предходни придобивания на asset-light дружества с ниска балансова стойност спрямо дългосрочния им потенциал за печалба. Ключовите позиции включват репутацията, свързана с придобиването на Sciant (7,1 млн. EUR) и със сделката с Roweb (4,6 млн. EUR).

От страната на пасивите групата поддържа много консервативен профил, като капиталовата структура е предимно собствен капитал. Общият размер на заемите в момента е под паричната позиция на групата и е основно свързан с голяма дългосрочна кредитна линия от Обединена българска банка АД. Тази линия има непогасено задължение от 4,4 млн. EUR и е обвързана с конкурентен променлив лихвен процент, базиран на краткосрочната ставка на банката (2% към февруари 2026 г.) плюс годишна надбавка от 2,9%.

Макар текущото ниво на задлъжнялост да остава ниско, ръководството ясно е заявило амбиции за допълнително неорганично разширяване. Потенциално придобиване се предвижда за 2026 г. и вероятно ще бъде финансирано с дълг. Тази стратегия се подкрепя от високата наличност на разходно ефективно банково финансиране в България, което дава на Sirma необходимата финансова гъвкавост да изпълни своята M&A стратегия и да финансира бъдещ ръст, без да компрометира общата стабилност на баланса си.

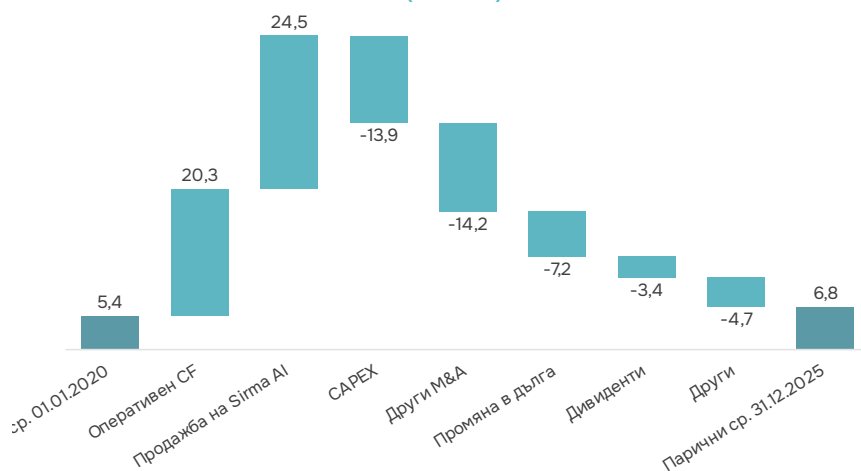
Очаква се стабилно генериране на свободен паричен поток

Историческо и очаквано развитие на оперативния и свободния паричен поток
(в млн. EUR; в % от EBIT)

Източник: компанията, Montega

Исторически профилът на паричните потоци на Sirma показва значителна волатилност, породена основно от колебанията в нетния оборотен капитал, като например съществения натрупвания през 2019 и 2021 г. За периода 2018–2025 г. групата поддържа средно съотношение на оборотния капитал от приблизително 9,7% спрямо приходите. През 2022 г. коефициентът на конверсия надхвърли 200% – техническа аномалия, породена от значителна еднократна непарична обезценка, която потисна EBIT. Паричният поток за 2025 г. бе повлиян от възстановяване на оборотния капитал след необичайно ниските нива през 2024 г. – тенденция, която очакваме да продължи по-изразено през 2026 г. В по-далечна перспектива прогнозата ни предполага стабилизирано развитие на оборотния капитал от 2027 г. нататък, растящо в общи линии в съответствие с увеличаващия се обем на бизнеса. Очакваме връщане към силни възможности за генериране на парични средства, като моделираме устойчив коефициент на конверсия на FCF близо до 80% от EBIT.

За да оценим възможностите на групата за генериране на парични средства и стратегията ѝ за разпределение на капитала независимо от годишните колебания, анализираме кумулативните потоци през последните шест години. През този период паричната наличност се увеличи от 5,4 млн. EUR в началото на 2020 г. до 6,8 млн. EUR в края на 2025 г. Както е показано на графиката по-долу, M&A дейностите бяха основният фактор от двете страни на потока, доминирайки както входящите (чрез продажби на дялове), така и изходящите потоци (чрез придобивания).

Историческо използване на средствата 2020 – 2025p
(в млн. EUR)

Източник: компанията, Montega

Оперативен паричен поток: За шестгодишния период Sirma генерира кумулативен оперативен паричен поток от 20,3 млн. EUR. Тази стойност вече отчита натрупване на оборотен капитал в размер на 2,6 млн. EUR, отразяващо капиталовите изисквания, свързани с разширяващия се обем на бизнеса.

Продажба на Sirma AI: Продажбата на дъщерното дружество Sirma AI АД представлява най-големият единичен източник на ликвидност. През септември 2022 г. дял от 76,2% бе продаден на Integral Venture Partners за нетна парична цена от 15,0 млн. EUR, което предполага Enterprise Value от 24,1 млн. EUR. Излизането бе завършено през март 2023 г. с продажбата на остатъчния дял за 9,5 млн. EUR.

Други M&A дейности: От страната на покупките средствата бяха насочени основно към придобиванията на Sciant АД и Roweb. Sciant бе придобита на два етапа: първоначален дял от 80% през 2021 г. за 5,2 млн. EUR, който оцени компанията при Enterprise Value от 6,4 млн. EUR. При приходи за 2022 г. от 7,0 млн. EUR и EBITDA от 1,1 млн. EUR форуърдният EV/EBITDA бе 5,6, което предполага атрактивна оценка. Останалите акции бяха купени през 2023 г. за 2,0 млн. EUR. През 2024 г. Sirma придоби 51% от Roweb за обща цена от 5,7 млн. EUR (EV: 10,5 млн. EUR). През 2025 г. приходите бяха 7,3 млн. EUR, а EBITDA – 1,3 млн. EUR.

CAPEX: Капиталовите разходи възлизат общо на 13,9 млн. EUR, разпределени между 9,9 млн. EUR за нематериални активи и 3,9 млн. EUR за имоти, машини и оборудване. Това разпределение подчертава asset-light характера на бизнес модела, характеризиращ се с ниски нужди от физически инвестиции и умерено ниво на капитализирани разходи за разработка.

Промяна в дълга: Ликвидните събития бяха използвани за значително намаляване на задлъжнялостта на баланса, което доведе до нетно погасяване на дълг в размер на 7,2 млн. EUR. Това създаде стабилна финансова позиция, която дава на групата достатъчно пространство да използва дългово финансиране за бъдещи придобивания.

Дивидентите към акционерите на холдинговото дружество възлизат общо на 3,4 млн. EUR. След излизането от Sirma AI компанията изплати междинен дивидент през 2023 г. за финансовата 2022 г., което доведе до общ дивидент от 0,025 EUR на акция за тази година. За финансовите 2023 и 2024 г. бяха изплатени по 0,01 EUR на акция.

Други ефекти, влияещи върху паричната позиция, включват основно обратно изкупуване на акции в размер на 1,3 млн. EUR, както и дивиденти, изплатени на миноритарни акционери на дъщерни дружества.

Силно покачване на цената на акцията през последните години

След първичното си публично предлагане през ноември 2015 г. цената на акцията на Sirma първоначално се движеше в тесен диапазон и не участва в значителното покачване на българския бенчмарк индекс SOFIX. Впоследствие както акцията, така и пазарът като цяло навлязоха в многогодишен низходящ тренд, който бе допълнително засилен от пандемията от COVID-19. Забележително е, че Sirma се откъсна от последвалото възстановяване на пазара и остана на потиснати нива въпреки временния скок през август 2020 г., предизвикан от устойчивите резултати за Q1/20, които първоначално показаха устойчивост към пандемията. Структурен обрат на тренда бе катализиран през 2022 г. от обявената продажба на Sirma AI, която освободи значителни средства и донесе +65% ръст за годината. След фаза на консолидация през 2023 г. динамиката се ускори рязко: акцията добави приблизително 30% през 2024 г. и повече от се удвои през 2025 г. (+102%). Това покачване продължи и през настоящата година, като както Sirma, така и пазарът като цяло са подкрепени от положителните нагласи около официалното влизане на България в еврозоната.

Развитие на цената на акцията и оборота
(в EUR; в хил. акции)



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

Оценката отразява възможностите на бизнес модела

След силното представяне от началото на годината акциите на Sirma в момента се търгуват при EV/EBITDA за 2026е от 14,6х, което вече отразява признанието на пазара за потенциала на AI платформата и услугите. Оценихме компанията чрез DCF модел и разгледахме и мултипликаторите на сравними компании за контекст.

- **DCF модел:** Нашият DCF модел предполага среден темп на растеж в средносрочен план през фазите на детайлно и по-грубо планиране (2025–2031 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 EUR.
- **Анализ на сравними компании:** Нашата група от сравними компании включва седем доставчика на ИТ услуги и системна интеграция. Макар анализът да показва значително по-ниски мултипликатори за тези компании, считаме, че сравнението има ограничена валидност.

Заклучение

Очакваме AI трансформацията на предприятията да бъде ключов двигател на бъдещата активност в ИТ услугите. Sirma е силно позиционирана в тази област като водещ доставчик на ИТ услуги в България с десетилетен опит с AI решения. Собствено разработената ѝ AI платформа предлага гъвкавост при внедряването и избора на модели, която отговаря на пазарните изисквания за разходна ефективност и суверенитет над данните. Остават несигурности, тъй като AI може значително да намали оползотворяемите консултантски дни при традиционния бизнес модел на компанията, базиран на човешки ресурс. С нетна парична позиция от 2,3 млн. EUR Sirma е добре капитализирана за следващата фаза на растеж, след средно увеличение на приходите от 14,3% годишно през последното десетилетие. Текущата рентабилност, макар да се възстановява, остава на умерено ниво, временно притисната от стратегическите инвестиции в R&D и в разширяването на международните продажби, които следва да отключат бъдеща мащабируемост. Опитното ръководство на компанията е тясно обвързано с интересите на акционерите – основателите заемат съответно позициите председател на Съвета на директорите и изпълнителен директор и двамата притежават най-големите дялове. Въз основа на нашия DCF модел, който отчита рисковете при изпълнението на стратегическата преориентация, достигаме до справедлива стойност от 1,50 EUR на акция и инициираме покритие с препоръка **Купува**.

SWOT

Sirma предоставя ИТ решения и услуги с фокус върху регулирани сектори като финанси, публични услуги и хотелиерство. Тази диверсифицирана комбинация от вертикална експертиза, суверенитет над данните в ЕС и разходни предимства създава силни конкурентни предимства. Същевременно ограничената диференциация, недостатъците по размер и натискът от R&D разходите поставят под въпрос маржовете и мащабируемостта.

Силни страни

- **Доказан опит и специализация в AI:** Основана през 1992 г., Sirma изгради значително доверие във финансовия и публичния сектор. Лидерството ѝ в AI, доказано от успешното инкубиране и излизане от Ontotext, ѝ дава отчетливо предимство в прехода към корпоративна автоматизация.
- **Суверенитет над данните и геополитическа сигурност:** Като европейски доставчик Sirma спазва изискванията на ЕС за местоположение на данните и GDPR, което прави суверенитета над данните ключов разграничител за чувствителните към сигурността клиенти във финансовия и публичния сектор в условия на геополитически рискове.
- **Конкурентна разходна структура и диверсификация:** Данъчният режим и разходите за труд в България дават на Sirma ценови предимства спрямо Западна Европа при регулаторна стабилност в ЕС, докато диверсифицираният ѝ модел по линии на услуги и вертикали хеджира отраслови спадове чрез балансирана експозиция към растежа.

Слаби страни

- **Ограничения на маржа в стандартизираните сегменти:** Основните дейности на Sirma в ИТ услугите и системната интеграция показват слаба диференциация спрямо регионалните конкуренти, което ограничава потенциала за марж и увеличава изложеността на конкуренция, основана на цена.
- **Недостатъци по размер спрямо глобалните конкуренти:** Макар да е сред по-големите компании за ИТ услуги в България, Sirma се конкурира с по-големи международни играчи със значително по-високи бюджети. Тази разлика в мащаба ограничава капацитета на групата да ускори плановете си за разширяване и големи R&D инвестиции.
- **Риск от географска концентрация:** Като предимно български играч Sirma остава до известна степен изложена на местни икономически колебания, политически обстоятелства и наличност на таланти, което потенциално ограничава мащабируемостта извън регионалните пазари.

Възможности

- **Sirma.ai Enterprise Platform:** AI Enterprise Platform на Sirma създава стратегическа възможност за ефективна конкуренция с по-големи играчи чрез предоставяне на мащабируеми, диференцирани продуктови решения, които дават възможност за придобиване на пазарен дял в корпоративни сегменти с висока добавена стойност.
- **AI изравнява условията:** Възможностите на AI значително изравняват конкурентната среда и позволяват на Sirma да предизвика далеч по-големи компании в продуктивния бизнес чрез ускорени иновации и повишена изтънченост, без да е необходим равностоен R&D мащаб.
- **Стратегически неорганичен растеж:** Sirma преследва неорганичен растеж чрез целенасочени придобивания, които носят непосредствен ефект върху печалбата, като същевременно стратегически придобива специализирани таланти, установени клиентски взаимоотношения или допълващи технологии и продукти, за да укрепи конкурентната си позиция.

Заплахи

- **Разрушаване на услугите от AI:** Напредъкът на AI представлява заплаха за традиционните услуги на Sirma, тъй като потенциално автоматизира задачи по разработка на софтуер и намалява оползотворяемите дни в консултантските и проектните ангажименти.
- **Натиск върху маржа от R&D инвестиции:** Понастоящем значителните инвестиции в R&D проекти като AI Enterprise Platform ограничават маржовете в краткосрочен план, а успехът зависи от навременната комерсиализация и пазарното възприемане.
- **Ерозия на предимството на локацията:** Засилващата се конкуренция за квалифицирани инженери в узряващата ИТ екосистема на България застрашава способността на Sirma да привлича и задържа най-добрите таланти, необходими за нейните AI и продуктови инициативи. Съпътстващата инфлация на заплатите може постепенно да ерозира ценовите предимства на Sirma спрямо западноевропейските конкуренти с времето.

Оценка

Извършихме оценката на Sirma Group Holding въз основа на DCF модел и разгледахме мултипликаторите на група сравними компании. По-долу са представени централните допускания на модела и групата на сравнимите компании.

DCF модел

Нашият DCF модел отразява средносрочния и дългосрочния потенциал за растеж, произтичащ от стабилното пазарно търсене на ИТ услуги – особено на случаи на употреба, движени от AI – както и от стратегическото разширяване на Sirma. Очаква се текущите инвестиции на групата в R&D и международен маркетинг да действат като допълнителен двигател на приходния ръст. По-конкретно прогнозираме CAGR на приходите от 13,7% за периода 2024–2028 г., подкрепен от силния ръст през финансовата 2025 г. По-нататък предвиждаме среден годишен ръст от 8,7% за периода 2028–2031 г., както и постоянен темп на растеж от 2,0% за терминалната стойност.

По отношение на рентабилността не очакваме връщане към историческите EBITDA маржове от около 20% (нивата преди 2022 г.), тъй като текущата конкурентна среда се характеризира с усилен натиск както от западни доставчици с nearshoring центрове за доставка, така и от нисковъзмездни азиатски конкуренти. Моделираме стабилизиране приблизително на нивото от 2025р – 8,1% – което вече представлява значително възстановяване от предходното дъно. Лекият спад през 2026 г. отразява продължаващия фокус на компанията върху инвестиции за бъдещ ръст. С реализирането на икономии от мащаба и с отслабването на разводняващия ефект от началната инвестиционна фаза в Sirma.ai Enterprise Platform очакваме EBITDA маржът да се повиши до 8,7% към 2028е. Отразявайки планираното изместване на структурата към софтуерни продукти с висок марж, приемаме EBITDA марж за терминалната стойност от 12,4% (което предполага EBIT марж от 10,0%).

За нетния оборотен капитал прогнозираме по-изразено натрупване през 2026е, движено основно от уреждането на търговските задължения. След това моделираме изгладено увеличение на обвързания капитал в диапазона на средни шестцифрени стойности в EUR, следващо разширяването на групата. Макар фактическите стойности да могат да се колебаят годишно заради специфични за проектите цикли на фактуриране, дългосрочният тренд отразява стабилна капиталова потребност. Въз основа на тези допускания прогнозираме свободни парични потоци между 0,8 и 3,9 млн. EUR във фазата на детайлно планиране, нарастващи до диапазон от 4,9 до 7,8 млн. EUR в средносрочния период на планиране.

Макар групата да се ползва от регионална и вертикална диверсификация, бързото развитие на технологичния пейзаж и стратегическата преориентация към собствени софтуерни продукти внасят значителна степен на несигурност. Отчитаме този рисков профил с бета от 1,5.

Безрисковата доходност се приема на 2,5% въз основа на дългосрочни дългови инструменти с фиксиран доход. Приема се пазарна доходност 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 цена на собствения капитал от 12,25% и цена на дълга от 5,0% се получава WACC от 9,93%.

Въз основа на нашия DCF модел изчисляваме справедлива стойност от 1,50 EUR за акциите на Sirma Group Holding.

DCF модел

Стойности в млн. EUR	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Терминална стойност
Приходи	66,2	71,0	77,5	84,5	92,2	100,4	108,5	110,6
Промяна г/г	30,8%	7,3%	9,2%	9,1%	9,0%	8,9%	8,0%	2,0%
ЕВИТ	3,0	2,6	3,4	4,8	6,3	7,8	9,8	11,1
ЕВИТ марж	4,6%	3,7%	4,4%	5,7%	6,8%	7,8%	9,0%	10,0%
НОРАТ	2,5	2,4	3,1	4,3	5,7	7,1	8,8	10,0
Амортизация	2,4	2,6	2,6	2,6	2,6	2,7	2,6	2,7
в % от приходите	3,6%	3,6%	3,3%	3,1%	2,8%	2,7%	2,4%	2,4%
Промяна в ликвидността от								
– оборотен капитал	-0,5	-2,2	-0,6	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,2
– Сареx	-2,6	-2,1	-2,3	-2,5	-2,8	-3,0	-2,9	-2,7
Сареx в % от приходите	3,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,7%	2,4%
Друго								
Свободен паричен поток (WACC модел)	2,2	0,8	2,8	3,9	4,9	6,1	7,8	9,8
WACC	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
Настояща стойност	2,3	0,7	2,3	3,0	3,4	3,9	4,5	64,7
Обща настояща стойност	2,3	3,0	5,3	8,3	11,7	15,5	20,0	84,7

Оценка	
Обща настояща стойност (Trv)	84,7
Терминална стойност	64,7
Дял на TV в Trv	76%
Задължения	6,1
Ликвидност	7,8
Стойност на собствения капитал	86,4
Брой акции (млн.)	57,8
Стойност на акция (EUR)	1,50
+Потенциал / -Риск	15%
Цена на акцията (EUR)	1,30

Растеж: приходи и марж

Краткосрочен ръст на приходите	2025–2028	8,5%
Средносрочен ръст на приходите	2025–2031	8,6%
Дългосрочен ръст на приходите	от 2032 г.	2,0%
Краткосрочен ЕВИТ марж	2025–2028	4,6%
Средносрочен ЕВИТ марж	2025–2031	6,0%
Дългосрочен ЕВИТ марж	от 2032 г.	10,0%

Чувствителност на стойността на акция (EUR)

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

Терминален растеж

Чувствителност на стойността на акция (EUR)

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

ЕВИТ марж от 2032е

Източник: Montega

Анализ на сравними компании

Групата на сравнимите компании се състои основно от други компании за ИТ услуги, които са активни в сходни региони или имат сравнима комбинация в бизнес модела между ИТ услуги и системна интеграция. Анализът е ограничен, тъй като липсват надеждни консенсусни данни за няколко от компаниите – най-вече български дружества като Телелинк Бизнес Сървисис Груп АД и Wiser Technology АД, които поради това изключихме от сравнението.

- **DXC Technology** е глобален доставчик на ИТ услуги със седалище в САЩ, предлагащ широко портфолио, което включва ИТ аутсорсинг, облачни решения и модернизация на наследена инфраструктура за големи корпоративни и държавни клиенти в целия свят. В България DXC поддържа значително присъствие чрез своя Global Delivery Center.
- **Endava plc** (Обединеното кралство) предоставя консултантски услуги за цифрова трансформация и софтуерно инженерство. Румъния е основният ѝ център за доставка, приютаващ около една трета от всички служители, докато допълнителни 25% са разположени в други локации, включително България, за които компанията отчита сравними оперативни предимства.
- **Bechtle AG** е най-голямата ИТ системна къща в Германия и водещ доставчик на ИТ услуги в електронната търговия в Европа. Компанията оперира чрез два основни сегмента: IT System House & Managed Services и IT E-commerce. Бизнесът ѝ е силно съсредоточен в DACH региона и има висок дял клиенти от публичния сектор.
- **Cancom SE** е германски доставчик на ИТ услуги, предлагащ решения от край до край, включително ИТ консултиране, системен дизайн и интеграция, managed services, ИТ поддръжка, внедряване на хардуер и софтуер до готов вид, както и електронни поръчки и логистика.
- **audius SE** (Германия) предоставя ИТ услуги. Компанията е активна в три сегмента – ИТ услуги, софтуер/облак и телекомуникации – всеки от които отговаря за 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 дружество-майка на международно активната Asseco Group. Компанията е листвана във Варшава и оперира в множество европейски държави, както и в Израел и САЩ. Основният ѝ бизнес включва разработката на собствени отраслово специфични софтуерни решения, особено за банки, застрахователни компании и публичния сектор, както и ИТ услуги, системна интеграция и поддръжка. Бизнес моделът се характеризира с висок дял повтарящи се приходи и растеж, движен от придобивания.
- **Bittnet Systems SA** е румънска компания за ИТ услуги, обучение и киберсигурност, произлязла от бизнеса с ИТ обучения. Сертифицираните програми за ИТ обучение често служат като входна точка за допълнителни услуги като облачни миграции, инфраструктурни проекти и киберсигурност. Клиентите ѝ включват банки като Banca Transilvania, както и компании като Orange Romania. Приходите се генерират изключително в Румъния.

Нашият анализ показва, че идентифицираната група сравними компании в момента се търгува при значително по-ниски мултипликатори по всички ключови показатели. Например медианният EV/EBITDA за 2025е е 6,9х спрямо 14,1х за Sirma. Предвид постоянно по-високия растежен профил на Sirma считаме, че пазарът вече отразява съществена част от потенциала ѝ извън периода 2025е–2027е, обхванат от сравнението. Освен това текущите маржове изглеждат временно притиснати заради текущите R&D инвестиции. Очакваме рентабилността да се подобри след това, като маржовете достигнат 8,7% към 2028 г. и се доближат до медианата на групата.

Група сравними компании – Sirma Group Holding

Компания	EV (млн. LC)	2024	EV / Sales				Ръст г/г		
			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%
Медиана		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%
Потенциал/разлика		-56%	-53%	-52%	-51%	21,4 PP	29 PP	2,9 PP	3,3 PP
Справедлива стойност на акция		0,57	0,60	0,61	0,63				

Компания	EV (млн. LC)	2024	EV / EBITDA				EBITDA марж		
			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%
Медиана		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%
Потенциал/разлика		-70%	-51%	-60%	-57%	-2,3 PP	0,2 PP	-1,3 PP	-1,4 PP
Справедлива стойност на акция		0,38	0,62	0,51	0,55				

Компания	EV (млн. LC)	2024	EV / EBIT				EBIT марж		
			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%
Медиана		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%
Потенциал/разлика		-86%	-60%	-73%	-67%	-3 PP	-0,8 PP	-2,2 PP	-2,2 PP
Справедлива стойност на акция		0,16	0,51	0,34	0,42				

Компания	Цена (LC)	2024	PE				FCF доходност		
			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%
Медиана		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%
Потенциал/разлика		n.a.	-76%	-63%	-61%	-8,9 PP	-2,9 PP	-7 PP	-7,4 PP
Справедлива стойност на акция		0,00	0,32	0,48	0,51				

Профил на компанията

Sirma Group Holding е водеща софтуерно-технологична компания от България със седалище в София, специализирана в изкуствен интелект (AI), управление на данни и цифрова трансформация. Компанията разработва интелигентни системи, собствени софтуерни продукти и решения по поръчка за ключови индустрии, включително финансови услуги, здравеопазване, логистика, производство, търговия на дребно и публичния сектор. Продуктовото портфолио е разнообразно и включва разговорни платформи, движени от AI, вертикално специфични софтуерни решения за индустрии като опаковъчната и здравната, както и всеобхватни услуги в областта на облачната миграция, киберсигурността и системната интеграция. Sirma се позиционира като технологичен партньор от край до край, съчетавайки пионерска експертиза в AI с дълбоки познания във вертикалните индустрии, за да предоставя критично важни платформи и разработка на софтуер по поръчка, които могат да се внедряват гъвкаво (в облак или on-premise), осигурявайки контрол над данните и регулаторно съответствие. Разграничението ѝ се основава на дългогодишния B2B фокус и на способността да интегрира широк набор от съвременни технологии в надеждни решения от корпоративен клас, вместо да разчита на един продукт или екосистема.

Основни данни

Сектор	ИТ услуги
Тикер	SGH
Служители	679
Приходи	66,2 млн. EUR
EBITDA	5,4 млн. EUR
EBITDA марж	8,1%
Бизнес модел	Решения за цифрова трансформация за ключови глобални индустрии чрез комбинация от специализирана софтуерна разработка, системна интеграция и собствени AI платформи
Локации	Дейност в целия свят със седалище в София, България, и допълнителни локации основно в Европа и Северна Америка

Източник: компанията, Montega, към: финансова 2025 г.

Ключови събития в историята на компанията

1992

Основаване на Sirma Artificial Intelligence в България и Канада

1998

Основаване на EngView Systems: специализация в софтуер за опаковъчната индустрия

2002

Сътрудничество с водеща българска банка за ИТ консултиране и инициране и основаване на Българската асоциация на софтуерните компании

2008

Създаване на центъра за данни Daticum в отговор на растящото търсене на облачни услуги, наем на сървъри, хостинг и корпоративни решения

2012

Пускане на платформата Loyah за управление на програми за лоялност на клиенти

2015

Първично публично предлагане на Българската фондова борса

2021

Придобиване на мажоритарен дял в Sciant АД

2023

Пълно поглъщане на Sciant АД. Създаване на Sirma AB в Швеция за навлизане в Северна Европа, DACH региона и БЕНЕЛЮКС

2024

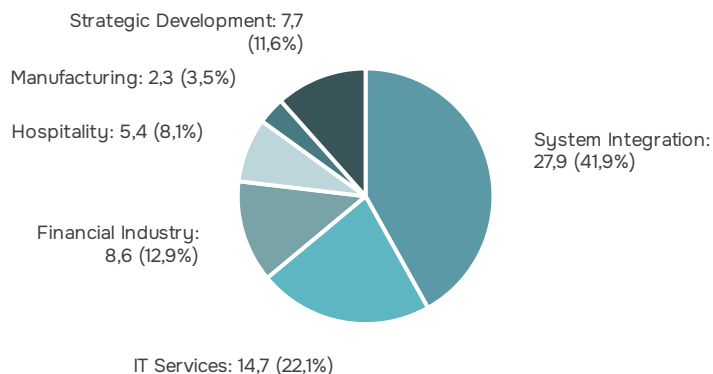
Придобиване на мажоритарен дял в Roweb Development. Всеобхватно реструктуриране с консолидация на шест дъщерни дружества в дружеството-майка

2026e

Планирано двойно листване с IPO на Франкфуртската фондова борса

Сегменти и региони

Дял в приходите по сегменти
(към 2025г; в млн. EUR; в %)



Източник: компанията; към финансова 2024 г.

System Integration: Сегментът System Integration е насочен към продажбата на хардуерни системи, професионалното им инсталиране и текущата поддръжка, все по-често допълвани от DevOps услуги. Целевият пазар се състои основно от българския публичен сектор, както и от местни и многонационални компании с дейност в България, особено във финансовия и здравния сектор.

Financial Industry: Sirma е доминиращ участник на българския финансов пазар, като около 60% от финансовите институции в страната са нейни клиенти. Сегментът е специализиран във внедряването на системи за основна банкова дейност (Oracle FlexCube, Temenos T24) и в решения за регулаторна отчетност (напр. RepXpress). Групата действа като стратегически партньор на институциите по пътя им към цифровизация и внедряване на изкуствен интелект.

Hospitality: Сегментът Hospitality предоставя ИТ решения на хотелски групи и туроператори с фокус върху стабилен модел на софтуерна разработка и услуги по интеграционни адаптери. През 2024 г. сегментът успешно се разшири в Западна Европа и Северна Америка, като разви абонаментната си система Managed Integration Services (MIS), която нарастваше средно с 10% месечно.

IT Services: Този хоризонтален сегмент предоставя междуетраслова разработка на софтуер по поръчка, ИТ консултиране и managed services. С регионален фокус върху Обединеното кралство, DACH региона, Белгия, Скандинавия и Румъния сегментът изпълнява широк спектър от сложни мандати. Приходният му дял нарасна значително спрямо посочената стойност за 2024 г. след придобиването на Roweb в края на годината.

Manufacturing: Производственият сегмент, опериран от дъщерната EngView Systems АД, предоставя софтуерни и хардуерни решения за метрология, управление на качеството и автоматизация на опаковъчната индустрия. Сегментът обслужва глобален пазар от производители на опаковки и рекламни дисплеи чрез разширяваща се мрежа от дистрибутори, като продажбите са насочени основно към Европа и САЩ.

Strategic Development: Сегментът Strategic Development функционира като вътрешен инкубатор на групата и обединява вертикали, основани на знание – като търговия на дребно, логистика, транспорт и здравеопазване – които още не са достигнали самостоятелна зрялост. Освен развитието на бизнеса, този сегмент консолидира и неразпределяемите разходи на групата, свързани със стратегическото ѝ развитие. Съответно, макар да е ключов двигател на дългосрочните иновации и източник на бъдещи стълбове на растежа, финансовият резултат на сегмента обикновено е отрицателен.

От 2025 г. Sirma представя в отчетите си и разбивка на повтарящите се приходи. Повтарящите се приходи възлизат на 25,3 млн. EUR, което представлява 38% от общите приходи.

Повтарящи се приходи по вид (към 2025г; в %)



Източник: компанията, Montega

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

Услуги по дългосрочни договори: Тези ангажименти се основават на договори, които се подновяват автоматично, освен ако не бъде подадено предизвестие. Те се отнасят предимно до разработката на ключови софтуерни системи, при които замената на настоящия доставчик е рядкост и се практикува само като последна възможност. Съответно този модел осигурява високо ниво на стабилност и предвидимост за отчетните периоди.

Поддръжка и обслужване: Това обхваща дейностите, свързани с поддържането на безпроблемното функциониране на софтуера и хардуера, постигнато чрез бързо разрешаване на проблеми, планирани актуализации и текуща оперативна подкрепа. Такива услуги обикновено са уредени с дългосрочни или безсрочни договори, които създават съществени взаимни задължения.

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

Приходи по региони (към 2025г; в %)



Източник: компанията, Montega

Sirma генерира относително висок дял от приходите си на вътрешния пазар, основно от продажби на ИТ оборудване, тъй като международните доставки често се фактурират на българското дружество на клиента, което отговаря за плащането. Останалият ѝ бизнес с услуги е основно международен, като приходите от България имат дял от само 38,6%.

Ръководство

С Георги Маринов и Цветан Алексиев двама от основателите на Sirma продължават да ръководят компанията. Благодарение на дългогодишното си оперативно участие те носят дълбока институционална експертиза и стратегическа непрекъснатост, а позициите им като най-големи акционери на компанията осигуряват силно съвпадение с интересите на миноритарните инвеститори.



Георги Маринов е председател на Съвета на директорите на Sirma Group Holding от основаването на компанията и оформя стратегическото ѝ развитие повече от три десетилетия. Инженер по компютърни науки и икономист по образование, той завършва през 1991 г. Техническият университет – София, с магистърски степени както по компютърни науки, така и по международен бизнес.



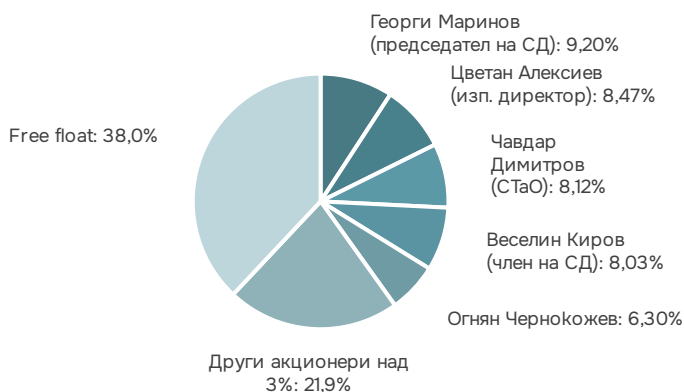
От 2000 г. съоснователят **Цветан Алексиев** е начело на Sirma Group Holding като изпълнителен директор. В рамките на групата той е бил и изпълнителен директор на дъщерната Sirma Solutions (2002–2024 г.) и председател на Съвета на директорите на Sirma Business Consulting (2007–2024 г.). След следването си по компютърни науки в Техническият университет – София, Алексиев започва работа в Sirma през 1992 г. като софтуерен разработчик. Фокусът му е върху разработката на продукти и услуги за няколко ключови направления, особено финанси, здравеопазване, транспорт и логистика, хотелиерство, както и индустриална измервателна и опаковъчна техника.



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 управляващ директор на Bianor, както и на държавния български железопътен холдинг. Освен това е ръководил MMD Partners като управляващ партньор 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 приватизационни проекти в електронната индустрия.

Акционерна структура

Акционерна структура (към 31.12.2025 г.)



Значителна част от 59,4 млн. акции в обращение на компанията се държи от вътрешни лица. Най-големите акционери са съоснователите Георги Маринов, който в момента е председател на Съвета на директорите, и изпълнителният директор Цветан Алексиев.

DCF модел

Стойности в млн. EUR	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Терминална стойност
Приходи	66,2	71,0	77,5	84,5	92,2	100,4	108,5	110,6
Промяна г/г	30,8%	7,3%	9,2%	9,1%	9,0%	8,9%	8,0%	2,0%
ЕВИТ	3,0	2,6	3,4	4,8	6,3	7,8	9,8	11,1
ЕВИТ марж	4,6%	3,7%	4,4%	5,7%	6,8%	7,8%	9,0%	10,0%
НОРАТ	2,5	2,4	3,1	4,3	5,7	7,1	8,8	10,0
Амортизация	2,4	2,6	2,6	2,6	2,6	2,7	2,6	2,7
в % от приходите	3,6%	3,6%	3,3%	3,1%	2,8%	2,7%	2,4%	2,4%
Промяна в ликвидността от								
– оборотен капитал	-0,5	-2,2	-0,6	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,2
– Сареx	-2,6	-2,1	-2,3	-2,5	-2,8	-3,0	-2,9	-2,7
Сареx в % от приходите	3,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,7%	2,4%
Друго								
Свободен паричен поток (WACC модел)	2,2	0,8	2,8	3,9	4,9	6,1	7,8	9,8
WACC	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
Настояща стойност	2,3	0,7	2,3	3,0	3,4	3,9	4,5	64,7
Обща настояща стойност	2,3	3,0	5,3	8,3	11,7	15,5	20,0	84,7

Оценка	
Обща настояща стойност (Trv)	84,7
Терминална стойност	64,7
Дял на TV в Trv	76%
Задължения	6,1
Ликвидност	7,8
Стойност на собствения капитал	86,4
Брой акции (млн.)	57,8
Стойност на акция (EUR)	1,50
+Потенциал / -Риск	15%
Цена на акцията (EUR)	1,30

Растеж: приходи и марж

Краткосрочен ръст на приходите	2025–2028	8,5%
Средносрочен ръст на приходите	2025–2031	8,6%
Дългосрочен ръст на приходите	от 2032 г.	2,0%
Краткосрочен ЕВИТ марж	2025–2028	4,6%
Средносрочен ЕВИТ марж	2025–2031	6,0%
Дългосрочен ЕВИТ марж	от 2032 г.	10,0%

Чувствителност на стойността на акция (EUR)

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

Терминален растеж

Чувствителност на стойността на акция (EUR)

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

ЕВИТ марж от 2032е

Източник: Montega

ОПР (в млн. EUR) Sirma Group Holding АД	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Приходи	40,1	41,2	50,6	66,2	71,0	77,5
Увеличение/намаление на запасите	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Капитализирана собствена работа	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Общо приходи	40,0	41,2	50,6	66,2	71,0	77,5
Разходи за материали	17,4	18,9	24,7	32,4	31,6	33,6
Брутна печалба	22,6	22,2	25,9	33,7	39,4	43,9
Разходи за персонал	17,6	19,9	22,5	27,2	32,1	35,9
Други оперативни приходи	0,7	1,1	1,0	1,6	2,5	2,3
Други оперативни разходи	0,9	0,4	0,6	0,5	0,4	0,4
EBITDA	5,2	1,6	2,9	5,4	5,2	6,0
Амортизация на ДМА	0,9	0,7	0,8	0,9	1,2	1,2
EBITA	4,3	0,9	2,1	4,5	4,0	4,8
Амортизация на нематериални активи	3,4	1,2	1,3	1,5	1,4	1,4
Обезценки и амортизация на репутация	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	0,9	-0,3	0,8	3,0	2,6	3,4
Финансов резултат	-6,7	-0,4	0,0	-0,9	-0,2	-0,2
Повтарящ се резултат преди данъци от продълж. дейности	-5,7	-0,7	0,8	2,2	2,4	3,2
Извънредни приходи/загуби	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-5,7	-0,7	0,8	2,2	2,4	3,2
Общо данъци	-0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,3
Нетна печалба от продължаващи дейности	-5,5	-0,7	0,6	1,8	2,2	2,9
Резултат от преустановени дейности (след данъци)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Нетна печалба преди миноритарни участия	-5,5	-0,7	0,6	1,8	2,2	2,9
Миноритарни участия	0,4	0,2	0,3	0,7	0,7	0,8
Нетна печалба	-5,9	-0,9	0,3	1,1	1,5	2,1

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

ОПР (в % от приходите) Sirma Group Holding АД	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Приходи	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Увеличение/намаление на запасите	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Капитализирана собствена работа	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Общо приходи	99,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Разходи за материали	43,4%	46,0%	48,8%	49,0%	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%	2,0%	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 ДМА	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 активи	8,5%	2,9%	2,7%	2,2%	1,9%	1,8%
Обезценки и амортизация на репутация	0,0%	0,0%	0,0%	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%	0,0%	-1,3%	-0,3%	-0,2%
Повтарящ се резултат преди данъци от продълж. дейности	-14,3%	-1,8%	1,5%	3,3%	3,4%	4,2%
Извънредни приходи/загуби	0,0%	0,0%	0,0%	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%	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%
Резултат от преустановени дейности (след данъци)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Нетна печалба преди миноритарни участия	-13,8%	-1,8%	1,1%	2,7%	3,1%	3,8%
Миноритарни участия	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: компанията (отчетени резултати), Montega (прогноза)

Счетоводен баланс (в млн. EUR) Sirma Group Holding АД	2022	2023	2024	2025е	2026е	2027е
АКТИВИ						
Нематериални активи	24,1	23,8	31,3	31,2	31,4	31,8
Имоти, машини и оборудване	5,1	5,2	7,4	8,1	7,9	7,7
Финансови активи	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Дълготрайни активи	38,6	29,1	38,7	39,4	39,3	39,4
Материални запаси	0,3	1,1	0,9	1,8	1,2	1,3
Търговски вземания	8,4	8,0	11,8	10,8	13,9	15,2
Парични средства	10,8	7,5	7,8	6,8	6,5	7,9
Други активи	4,4	3,2	1,5	2,7	2,7	2,7
Краткотрайни активи	23,9	19,8	21,9	22,1	24,3	27,1
Общо активи	62,5	48,8	60,6	61,5	63,6	66,5
ПАСИВИ И СОБСТВЕН КАПИТАЛ						
Собствен капитал	43,7	38,6	41,3	40,9	41,8	43,0
Миноритарни участия	2,6	2,1	2,0	1,8	2,5	3,3
Провизии	0,2	0,4	0,4	0,9	0,9	1,0
Финансови задължения	7,6	1,3	3,8	5,3	5,3	5,4
Търговски задължения	1,8	2,4	7,8	6,1	5,8	6,4
Други задължения	6,6	4,1	5,3	6,6	7,2	7,5
Задължения	16,3	8,1	17,4	18,8	19,3	20,2
Общо пасиви и собствен капитал	62,5	48,8	60,6	61,5	63,6	66,5

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

Счетоводен баланс (в %) Sirma Group Holding АД	2022	2023	2024	2025е	2026е	2027е
АКТИВИ						
Нематериални активи	38,6%	48,9%	51,7%	50,8%	49,4%	47,8%
Имоти, машини и оборудване	8,1%	10,7%	12,2%	13,2%	12,4%	11,6%
Финансови активи	15,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Дълготрайни активи	61,8%	59,5%	63,9%	64,0%	61,8%	59,3%
Материални запаси	0,5%	2,2%	1,4%	2,9%	1,9%	2,0%
Търговски вземания	13,4%	16,3%	19,4%	17,6%	21,9%	22,9%
Парични средства	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%
Краткотрайни активи	38,2%	40,5%	36,1%	36,0%	38,2%	40,7%
Общо активи	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
ПАСИВИ И СОБСТВЕН КАПИТАЛ						
Собствен капитал	69,9%	79,1%	68,1%	66,5%	65,7%	64,6%
Миноритарни участия	4,1%	4,3%	3,2%	3,0%	4,0%	5,0%
Провизии	0,4%	0,8%	0,7%	1,4%	1,5%	1,5%
Финансови задължения	12,1%	2,6%	6,2%	8,6%	8,4%	8,1%
Търговски задължения	3,0%	4,9%	12,9%	9,9%	9,2%	9,6%
Други задължения	10,6%	8,4%	8,8%	10,8%	11,3%	11,2%
Задължения	26,0%	16,7%	28,6%	30,6%	30,3%	30,4%
Общо пасиви и собствен капитал	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

Отчет за паричните потоци (в млн. EUR) Sirma Group Holding АД	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Нетна печалба	-5,5	-0,7	0,6	1,8	2,2	2,9
Амортизация на ДМА	0,9	0,7	0,8	0,9	1,2	1,2
Амортизация на нематериални активи	3,4	1,2	1,3	1,5	1,4	1,4
Увеличение/намаление на дългосрочните провизии	0,0	0,1	0,1	0,4	0,1	0,1
Други непарични позиции	3,5	3,3	-1,9	0,1	0,0	0,0
Паричен поток	2,2	4,6	0,9	4,7	4,9	5,5
Увеличение/намаление на оборотния капитал	2,2	-3,1	2,5	-0,5	-2,2	-0,6
Паричен поток от оперативна дейност	4,4	1,4	3,3	4,3	2,7	4,9
CAPEX	-2,3	-2,0	-1,6	-2,6	-2,1	-2,3
Друго	12,1	6,6	-3,3	-1,8	0,0	0,0
Паричен поток от инвестиционна дейност	9,9	4,6	-5,0	-4,4	-2,1	-2,3
Изплатени дивиденди	-0,7	-1,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,9
Промяна във финансовите задължения	-6,1	-6,7	2,6	0,9	-0,3	-0,4
Друго	-2,5	-1,0	-0,2	-0,9	0,0	0,0
Паричен поток от финансова дейност	-9,2	-9,2	1,9	-0,6	-0,9	-1,2
Ефект от курсови разлики върху паричните средства	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0
Промяна в паричните средства	5,1	-3,2	0,3	-0,8	-0,3	1,4
Парични средства в края на периода	5,1	-3,2	0,3	6,8	6,5	7,9

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

Ключови показатели Sirma Group Holding АД	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Маржове на печалбата						
Брутен марж (%)	56,5%	54,0%	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%
Марж на нетната 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 EUR)	-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
Нетна задлъжнялост (нетен дълг/собствен капитал)	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Паричен поток						
Свободен паричен поток (млн. EUR)	2,1	-0,6	1,7	1,7	0,6	2,6
Сарех / приходи (%)	5,2%	8,7%	0,3%	3,9%	3,0%	3,0%
Оборотен капитал / приходи (%)	11,0%	10,7%	9,7%	6,2%	7,7%	8,8%
Оценка						
EV/Sales	1,9	1,9	1,5	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%	0,8%	0,8%	1,2%	1,5%

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

Правна информация

Преводна забележка: този документ е превод на английския оригинал на Montega AG от 23 февруари 2026 г. При разлика в тълкуването английският оригинал има предимство.

Настоящият документ не представлява оферта или покана за покупка или продажба на каквито и да е ценни книжа или финансови инструменти. Документът служи единствено за информационни цели. Той съдържа само необвързващо мнение относно съответните инвестиционни инструменти и необвързващи оценки на пазарните условия към момента на публикуване. Поради съдържанието си, което служи единствено за общи информационни цели, настоящият документ не може да замени лична, съобразена с инвеститора или с емисията консултация, нито предоставя основната информация, необходима за инвестиционно решение, която е формулирана и изложена в други източници – по-специално в надлежно одобрени проспекти. Всички данни, твърдения и заключения в този документ се основават на източници, които считаме за надеждни, но не гарантираме тяхната правилност 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. Нито анализаторът, нито институцията, която го наема, поемат отговорност за преки или косвени вреди. Този конфиденциален доклад се предоставя само на ограничен кръг получатели. Настоящата публикация и нейното съдържание могат да бъдат разпространявани или предоставяни на трети страни само след предварително съгласие на Montega. Прилагат се и следва да бъдат спазвани както от доставчиците, така и от получателите, всички правила и разпоредби на капиталовите пазари, действащи в различните национални правни системи и уреждащи изготвянето, съдържанието и разпространението на анализи. Разпространение в рамките на Обединеното кралство: настоящият документ е предназначен изключително за лица, които са оправомощени или назначени по смисъла на Financial Services Act 1986 или по силата на валидно решение на основание на този закон. Получателите включват и лицата, описани в § 11(3) от Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (във всяка действаща към момента редакция). Документът не е предназначен за пряко или косвено предоставяне на информация на други групи или получатели. Не се допуска предаване, разпространение или предоставяне на настоящия документ или на негово копие на лица в рамките на Съединените американски щати, Канада и Япония или на техните отвъдморски територии.

Указание съгласно MiFID II (към 23.02.2026 г.):

Настоящата публикация е изготвена въз основа на договор между Montega AG и емитента и се заплаща от емитента. Документът е публикуван широко и Montega AG го предоставя едновременно на всички заинтересовани страни. Поради това получаването му се счита за допустима незначителна непарична облага по смисъла на § 64, ал. 7, изр. 2, т. 1 и 2 от германския Закон за търговията с ценни книжа (WpHG).

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

Цените на споменатите в този анализ финансови инструменти са цените на затваряне към датата на публикуване (съответно към предходния ден), ако изрично не е посочено друго. Актуализация на настоящата публикация ще бъде извършена при настъпване на събития, които Montega счита за потенциално относими към динамиката на цената на акцията. Прекратяването на редовните коментари относно събития във връзка с емитента (покритие) ще бъде обявено предварително.

Фундаментални основи и принципи на оценъчните преценки, съдържащи се в настоящия документ: Оценките и стойностните заключения, водещи до рейтингите и преценките на Montega AG, по правило се основават на признати и широко приети методи на анализ – например DCF модел, сравнение с група сравними компании или модел sum-of-the-parts.

Нашите рейтинги:

Buy (Купува): Анализаторите на Montega AG считат, че цената на акцията ще се повиши през следващите дванадесет месеца.

Hold (Държи): Ограничен потенциал за повишение/понижение. Няма непосредствено видим катализатор.

Sell (Продава): Анализаторите на Montega AG считат, че цената на акцията ще се понижи през следващите дванадесет месеца.

Надзорен орган:

Федерален орган за финансов надзор
Graurheindorfer Str. 108
53117 Бон

Контакт с Montega AG:

Schaumburgerstraße 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. Те включват забрана за всички служители на Montega AG да търгуват с акции в рамките на покривания универс, за които Montega има мандат за изготвяне на анализи. Освен това както служителите, така и компанията са лишени от правото да приемат подаръци от лица със специален интерес към съдържанието на аналитичните публикации. За да осигури максимална прозрачност, Montega е изготвила обзор в съответствие с § 85 WpHG и чл. 20 от Регламент (ЕС) № 596/2014 във връзка с Делегиран регламент 2016/958. Аналитичният доклад е бил предоставен на компанията преди публикуването/разпространението му. След това в доклада са внесени само фактологични промени.

- (1) През последните 12 месеца Montega AG е сключила договор с емитента за изготвяне на финансови анализи, за което Montega AG получава възнаграждение.
- (2) През последните 12 месеца Montega AG е сключила договор с трета страна за изготвяне на финансови анализи, за което Montega AG получава възнаграждение.
- (3) През последните 12 месеца Montega AG е предоставяла други консултантски услуги на тази компания и/или на нейни акционери.
- (4) През последните 12 месеца Montega AG и/или договорно обвързано свързано лице са били страна по договор с анализираната компания за услуги, свързани с инвестиционно банкиране, или са получили възнаграждение по такъв договор.
- (5) Montega AG и/или свързано лице очакват възнаграждение от компанията за услуги по инвестиционно банкиране през следващите три месеца или възнамеряват да търсят такова възнаграждение.
- (6) Към момента на публикуване отговорният за публикацията анализатор на Montega AG или друг служител на Montega AG притежава акции, представляващи над 5% от акционерния капитал на анализирания емитент.
- (7) Към момента на публикуване отговорният за публикацията анализатор на Montega AG или друг служител на Montega AG притежава нетна дълга или къса позиция над 0,5% от акционерния капитал на анализирания емитент.
- (8) Свързана с Montega AG компания може да участва в акционерния капитал на емитента или да държи други финансови инструменти в това дружество.
- (9) Montega AG или свързано лице имат значителни финансови интереси в анализираната компания, като например получаване и/или изпълнение на мандати или предоставяне на услуги за анализираната компания (напр. роудшоуове, кръгли маси, конферентни разговори за резултати, презентации на конференции и др.).
- (10) През последните 12 месеца Montega AG е предоставила услуги (чрез трета страна) на член от ръководството на анализираната компания във връзка с прехвърляне на акции на анализираната компания 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 той инвестира в емитента.
- (12) Емитентът е възложил на Montega AG предоставянето на допълнителни услуги, за които Montega AG има право на възнаграждение от емитента.

Компания

Оповестяване (към 23.02.2026 г.)

SIRMA GROUP HOLDING

1, 8, 9, 12

История на препоръките

Препоръка	Дата	Цена (EUR)	Целева цена (EUR)	Потенциал
Buy (Купува) – инициране	23.02.2026	1,30	1,50	+15%