

Research

Poland | Equity Research

Research Department

research@trigon.plwww.trigon.pl

K2 Holding

Dobry początek roku, ale wymagająca baza w 2Q

Po mocnym pierwszym kwartale podnosimy naszą cenę docelową o 3 PLN na akcję do 38 PLN, ale podtrzymujemy rekomendację Trzymaj. Świetne wyniki Fabryty, które zaraportowało ponad 30% dynamiki przychodów operacyjnych i równie mocny wzrost zysku operacyjnego poprawia nasze postrzeganie spółki na tle innych przedstawicieli segmentu software house z GPW, gdzie widoczne jest wyhamowanie organicznego tempa wzrostu i presja na marże. Do drugiego kwartału podchodzimy nieco ostrożniej, biorąc pod uwagę wymagającą dla Fabryty bazę z zeszłego roku (2Q był najbardziej zyskowym kwartałem dla spółki w 2022 roku) oraz mniej korzystne kursy walutowe, z umocnieniem PLN, co w krótkim okresie w naturalny sposób wpływa na rentowność przychodów z zagranicy. Sądzymy, że trudniej będzie o poprawę wyniku w 2Q, ale liczymy na powrót do wyższych dynamik w drugim półroczu. Klienci Fabryty są w wielu przypadkach w małym stopniu zależni od wahań koniunktury. Oprócz Frontexu wiele kontraktów to projekty o kilkuletnim horyzoncie, co powinno niwelować wpływ spowolnienia w sektorze na wyniki spółki. Jednocześnie łatwiejsza stała się rekrutacja pracowników. Fabryty zwiększyło zespół o blisko 30 osób w pierwszym kwartale, w stosunku do 220 na koniec 2022.

Dywidenda. Propozycja wypłaty 4,0 PLN na akcję przewyższa nieznacznie kwotę 3,2 PLN, o której wspominał zarząd na poprzedniej konferencji jako dolnej granicy przedziału wynikającego z polityki dywidendy. Kwota jest zbliżona do gotówki netto jaką spółka miała na koniec 1Q'23 i razem z 8,4 PLN na akcję wypłaconych w poprzednim roku prawdopodobnie kończy okres ponadprzeciętnej dystrybucji, przynajmniej do czasu kiedy (jeśli) sprzedany zostanie biznes marketingu.

PerfectBot wykorzysta potencjał modeli GPT. Obecnie spółka przebudowuje produkt, żeby wykorzystać w pełni potencjał modeli GPT, a w drugim kwartale planuje zwiększyć liczbę klientów z USA testujących PerfectBota GPT (kilkanaście podmiotów). Rozpoczęcie komercjalizacji przewidziane jest na 3Q23.

Prognoza wyników. Prezentujemy przekształcone wyniki roczne za lata 2021-22 i w okresie prognozy z segmentem marketingu w działalności zaniechanej, co oznacza, że na przychody i wynik operacyjne wpływa praktycznie tylko biznes Fabryty. Zakładamy, że w tym roku trudniej będzie pozyskiwać nowych klientów z uwagi na słabość całego rynku i w konsekwencji oczekujemy, że wzrost przychodów spowolni z +26% r/r w 2023 do +16% w 2024, przy zbliżonej marży operacyjnej. Wypłata dywidendy w 4Q obniży przychody finansowe w kolejnych kwartałach, co wpłynie na mniejszy od EBITu wzrost wyniku netto w 2023 r. Poniżej EBIT zakładamy pozytywną kontrybucję segmentu marketingu w wysokości 1,9mln PLN w 2023 roku i 1,8mln PLN w 2024, zysk mniejszości Fabryty (1,1mln PLN i 1,3mln PLN) oraz około 0,5mln PLN straty rocznie z udziałów w PerfectBot.

Wycena. Nasza cena docelowa bazuje po połowie na wycenie DCF (36,3 PLN) oraz sum-of-the-parts (39,2 PLN). W wycenie sum-of-the-parts bazujemy na polskiej grupie porównawczej dla Fabryty, wycenie z ostatniej rundy finansowania pomniejszonej o dyskonto 10% dla PerfectBota oraz docelowych wskaźnikach EV/EBITDA i EV/EBIT dla marketingu.

mIn PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	119,7	40,7	53,4	67,5	78,2	87,4
EBITDA	14,7	7,4	7,6	9,5	10,7	11,8
EBIT	8,0	5,0	5,0	7,0	8,0	8,8
Zysk netto	4,0	3,7	24,2	6,5	7,0	7,7
EPS (PLN)	1,74	1,62	9,82	2,65	2,82	3,11
P/E (x)	21,2	22,8	3,8	13,9	13,1	11,9
EV/EBITDA (x)	5,8	10,2	9,4	8,8	7,3	6,3
P/BV (x)	3,3	3,0	2,7	3,0	2,8	2,5
DY (%)	0,0%	1,2%	21,4%	10,8%	5,1%	5,1%

Źródło: dane spółki, Trigon DM, EV uwzględnia wartość rynkową udziałów mniejszościowych

Trzymaj

(Poprzednia: Trzymaj, 35 PLN)

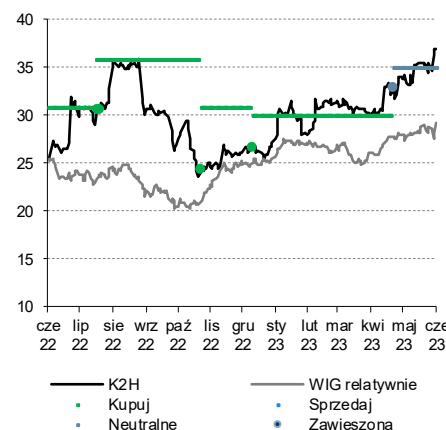
Cena docelowa: 38 PLN

Potencjał wzrostu: +3%

DANE SPÓŁKI

Ticker	K2H		
Sektor	IT		
Kurs (PLN)	36,90		
52 tyg. min/max (PLN)	22 / 36		
Liczba akcji (mln szt.)	2,5		
Kapitalizacja (mln PLN)	91		
Free-float	48,5%		
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0,04		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	7,2%	13,0%	48,3%

KURS NA TLE WIG



HISTORIA REKOMENDACJI

	Data	Wycena
Trzy maj	24.04.2023	35,00
Kupuj	12.12.2022	30,00
Kupuj	24.10.2022	31,00
Kupuj	21.07.2022	36,00
Kupuj	18.07.2022	36,00

AKCJONARIAT

	Udział %
IPO UNIPESOAAL LDA	26,1%
Janusz Żebrowski	15,7%
FRAM FIZ	9,8%

WAŻNE DATY

Raport II kw. '23	31.08.2023
Raport III kw. '23	23.11.2023

ANALITYK

Dominik Niszcz

K2 HOLDING

Bloomberg ticker K2H PW

Rekomendacja Trzymaj
Cena docelowa (PLN) 38,0

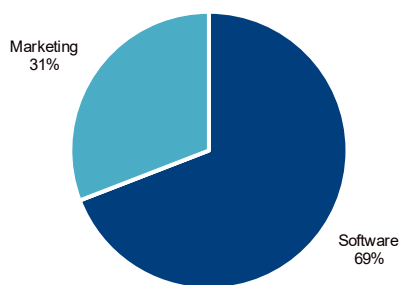
Kurs (PLN) 36,9
Potencjał wzrostu 3%

Poprzednia rekomendacja Trzymaj
Poprzednia cena docelowa (PLN) 35,0

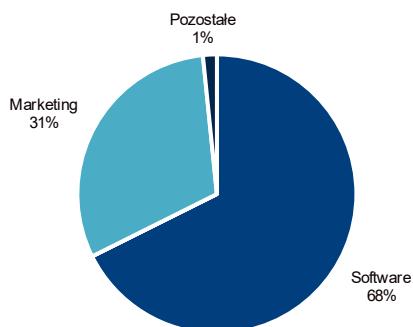
Liczba akcji (mln) 2,5
Kapitalizacja (mln PLN) 91
EV (mln PLN) 72

Dominik Niszcz
dominik.niszcz@trigon.pl

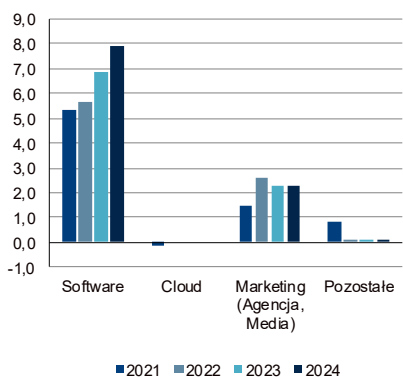
Struktura przychodów operacyjnych (2022 r.)



Struktura wyniku EBITDA skor. w 2022 roku



Struktura skor. EBIT (w mln PLN)



Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	22,8	3,8	13,9	13,1	11,9
P/E skor. (x)	22,8	16,3	13,9	13,1	11,9
P/BV (x)	3,0	2,7	3,0	2,8	2,5
EV/EBITDA (x)	10,2	9,4	8,8	7,3	6,3
EV/EBITDA skor. (x)	8,2	8,0	10,9	8,9	7,5
EV/Sprzedaż (x)	1,9	1,2	1,1	0,9	0,8
FCF Yield (%)	2,7%	-1,9%	3,6%	9,8%	10,2%
DY (%)	2,7%	21,4%	10,8%	5,1%	5,1%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	1,6	9,8	2,6	2,8	3,1
EPS skor. (PLN)	1,6	2,3	2,6	2,8	3,1
DPS (PLN)	1,1	7,9	4,0	1,9	1,9
BVPS (PLN)	12,3	13,7	12,3	13,3	14,5
Liczba akcji (mln)	2,3	2,5	2,5	2,5	2,5
Kapitalizacja (mln PLN)	86	91	91	91	91
EV (mln PLN)	76	72	83	78	74

Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	40,7	53,4	67,5	78,2	87,4
Koszt własny sprzedaży	-33,3	-43,8	-55,1	-63,7	-71,3
Zysk brutto ze sprzedaży	7,5	9,6	12,5	14,5	16,1
EBITDA	7,4	7,6	9,5	10,7	11,8
EBITDA skor.	9,2	8,9	7,7	8,8	9,8
Amortyzacja	-6,6	-4,8	-2,5	-2,7	-3,0
EBIT	5,0	5,0	7,0	8,0	8,8
Zysk brutto	4,6	27,1	7,1	7,9	8,7
Zysk mniejszości	0,7	0,8	1,1	1,3	1,4
Zysk netto	3,7	24,2	6,5	7,0	7,7
Zysk netto skor.	3,7	5,6	6,5	7,0	7,7

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przeptywy z działalności operacyjnej	9,5	5,4	6,2	10,8	11,3
Przeptywy z działalności inwestycyjnej	-2,9	28,5	-1,2	-1,5	-1,7
CAPEX	-3,1	-2,7	-1,2	-1,5	-1,7
Przeptywy z działalności finansowej	-6,0	-24,8	-11,7	-6,7	-6,8
Dywidenda	-2,4	-19,5	-9,9	-4,7	-4,7
Splata leasingu	-4,5	-4,0	-2,5	-2,4	-2,3
FCF	2,0	-1,3	2,6	7,0	7,3
Przeptywy pieniężne netto	0,6	9,1	-6,7	2,7	2,8

Bilans (mln PLN)	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa	59,6	60,9	65,2	67,0	70,1
Rzeczowe aktywa trwałe	3,5	4,4	10,0	7,4	5,3
Wartość firmy	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Wartości niematerialne i prawne	1,3	1,2	1,7	2,2	2,9
Gotówka	10,1	17,8	11,1	13,8	16,6
Pasywa	59,6	60,9	65,2	67,0	70,1
Kapitał własny	28,6	33,8	30,5	32,8	35,7
Kapitały mniejszości	3,2	3,9	4,6	5,3	6,1
Zobowiązania oprocentowane	6,3	4,4	9,3	7,2	5,7
Dług netto skor.	-3,8	-13,4	-1,8	-6,6	-10,9
Kapitał obrotowy netto	16,6	12,4	16,2	16,4	17,4

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
wzrost sprzedaży (%)	-66%	31%	26%	16%	12%
wzrost EPS skor. (%)	-7%	50%	17%	7%	10%
marża brutto na sprzedaży (%)	18,3%	18,1%	18,4%	18,5%	18,4%
marża EBITDA skor. (%)	22,7%	16,7%	11,3%	11,3%	11,3%
marża EBIT (%)	12,2%	9,3%	10,4%	10,2%	10,1%
marża netto skor. (%)	9,2%	10,5%	9,7%	8,9%	8,8%
ROE (%)	13,7%	17,9%	20,3%	22,0%	22,4%
ROA (%)	6,1%	9,3%	10,4%	10,5%	11,2%
CAPEX/Sprzedaż (%)	7,6%	5,1%	1,8%	1,9%	2,0%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,5	0,6	0,5	0,5	0,6
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,1	-0,4	-0,1	-0,2	-0,3
Dług netto/EBITDA (x)	-0,5	-1,8	-0,2	-0,6	-0,9
Cykl konwersji gotówki (dni)	349	199	140	141	137
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	237	144	105	105	100
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	-112	-55	-34	-36	-36

Źródło: Spółka, Trigon DM

Wyniki za 1Q'23

mln PLN	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	Y/Y	Q/Q	1Q23W
Przychody	11,8	13,0	14,0	15,2	16,1	37%	6%	16,0
Przychody segmenty	31,2	25,2	25,1	29,5	30,3	-3%	3%	30,2
Software - przychody	11,7	12,9	12,9	14,6	15,8	36%	9%	15,9
Marketing	19,8	12,3	11,1	14,4	14,2	-28%	-1%	14,2
Przychody operacyjne segmenty	10,5	12,3	11,6	12,6	14,2	35%	13%	14,1
Software	10,4	12,4	11,5	12,5	14,2	37%	14%	13,5
Marketing	5,8	5,4	4,1	5,6	5,0	-14%	-11%	5,0
EBITDA	1,8	2,4	1,3	2,2	2,2	24%	2%	2,2
Software - EBITDA skor.	1,2	1,9	1,1	1,8	1,7	35%	-10%	1,6
Marketing - EBITDA skor.	0,5	0,7	0,8	0,8	0,6	18%	-26%	-
Pozostałe i wyłączenia	0,2	0,1	0,0	-0,2	0,1	-42%	-	-
EBIT	1,2	1,9	1,0	1,5	1,6	37%	6%	1,6
Software - EBIT skor.	1,1	1,8	1,0	1,7	1,5	34%	-12%	1,5
Marketing - EBIT skor.	0,4	0,6	0,9	0,8	0,6	33%	-27%	-
Pozostałe i wyłączenia	0,2	0,1	0,0	-0,2	0,1	-51%	-	-
Zysk netto	1,0	20,7	0,5	2,1	1,5	50%	-28%	-
P/E12M trailing	20,9	3,6	3,7	3,5	3,4			
zmiana przychodów r./r.	-63,5%	-55,2%	-48,3%	-57,5%	36,8%			
marża netto	8,4%	159,7%	3,4%	13,7%	9,2%			
Dług netto	0,6	-35,8	-19,0	-13,4	-9,9			

Źródło: dane spółki, nowa prezentacja EBITDA, EBIT bez marketingu (dla 2-4Q obliczenia Trigon DM)

#Wzrost przychodów o 37% r/r i zysku netto o 50% r/r. Mocny kwartał ze wzrostem przychodów z 11,8mln PLN do 16,1mln PLN oraz zyskiem operacyjnym 1,6mln PLN wobec 1,2mln PLN przed rokiem. Zysk netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej był wyższy o 50% r/r do 1,5mln PLN. Z drugiej strony zwraca uwagę ujemny cash flow operacyjny (-3,4mln PLN), co spowodowało spadek gotówki netto o ponad 3mln PLN, jednak jest to po części zjawisko sezonowe (w 1Q22 również ujemny cash flow 4,2mln PLN). Po uwzględnieniu leasingu i gotówki w aktywach przeznaczonych do zbycia gotówkę netto szacujemy na 10mln PLN, to jest 4,0 PLN na akcję K2H. Jest to kwota odpowiadająca zapowiedzianej na ten rok dywidendzie.

#Przegląd opcji strategicznych. W komentarzu Zarząd wskazuje, że oczekuje ewentualnej transakcji odnośnie segmentu marketing w ciągu 12 miesięcy.

#Fabrity. Nadal szybko rośnie Fabrity (w1Q +36% r/r na przychodach, +34% EBIT), co wynika głównie z rozwoju współpracy z dotychczasowymi wieloletnimi klientami spółki, w tym z agencją Frontex, klientami z sektora przemysłowego oraz farmaceutycznego. Rośnie także zatrudnienie w Fabrity, a liczba pracowników wzrosła o 30 osób na koniec poprzedniego kwartału, co powinno wspierać poziom przychodów w kolejnych okresach.

#Marketing. Nieco niższe przychody r/r wynikają m.in. ze spowolnienia gospodarczego oraz z utraty klienta z branży telekomunikacyjnej (UPC) po przejściu go przez Play (Iliad). Jednocześnie grupa pozyskała nowego klienta Amnesty International. Wyniki spółek z biznesu marketingu nie miały wpływu na raportowane przychody, EBITDA i EBIT, natomiast ich wpływ na wynik netto wyniósł +0,5mln PLN. Na poziomie segmentu zysk operacyjny marketingu wyniósł 560 tys. PLN (poprawa względem 495 tys. PLN w 1Q22 przy uwzględnieniu botów, ale spadek wobec 769 tys. PLN w zeszłym roku po wyjęciu wyników PerfectBota).

#Perfectbot. Zgodnie z zapowiedziami z ostatniej konferencji spółka przebudowuje produkt, żeby wykorzystać w pełni potencjał modeli GPT, a w drugim kwartale planuje zwiększyć liczbę klientów z USA testujących PerfectBota GPT. Rozpoczęcie komercjalizacji przewidziane jest na 3Q23. Wpływ PerfectBot na wyniki holdingu z tytułu posiadania 50% udziałów wyniósł w 1Q'23 -0,1mln PLN, poniżej EBIT. Miesięczne przychody MRR PerfectBot osiągnęły rekordowy poziom około 130tys. PLN w grudniu i

styczniu, natomiast w lutym spadły do nieco ponad 120tys. PLN, a w marcu do niecałych 110tys. PLN po odejściu Ikei, która postawiła na własne globalne rozwiązanie (mimo odejścia tego klienta przychody wzrosły r/r o 10%).

Zmiana prognoz

Bez większych zmian na poziomie wyniku netto. Zmiany w naszych prognozach wynikają głównie z przesunięcia segmentu marketingu do działalności zaniechanej. Na poziomie zysku netto nie dokonywaliśmy istotnych zmian prognoz poza nieco bardziej optymistycznym podejściem do Fabrity w kolejnych dwóch latach.

Zmiany prognoz mln PLN	2023P			2024P			2025P		
	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	67,5	121,4	-44%	78,2	129,4	-40%	87,4	136,9	-36%
EBITDA	9,5	11,9	-20%	10,7	12,6	-15%	11,8	13,5	-12%
EBIT	7,0	9,0	-22%	8,0	9,6	-16%	8,8	10,3	-14%
Zysk netto	6,5	6,5	0%	7,0	6,8	2%	7,7	7,2	7%

Fabrity na tle konkurentów z GPW

Dynamika wzrostu w Fabrity zbliżyła się do organicznego tempa wzrostu większych przedstawicieli sektora obecnych na GPW. Zbliżenie dynamiki Fabrity do oczekiwanych wzrostów w Spyrosoft czy Ailleronie powinno skutkować przypisywaniem przez inwestorów mniejszego dyskonta w wycenie Fabrity względem konkurentów. Zwracamy uwagę, że wzrost w Fabrity wyniósł 29% w 2022 roku i przyspieszył do 36% w 1Q'23. Z drugiej strony dynamika przychodów po oczyszczeniu o efekt przejęć w Spyrosoft i Software Mind wynosiła odpowiednio +72% i +49% w 2022 roku i spowolniła do +53% i +26% r/r w 1Q'23. Dla porównania największe spółki notowane na giełdach zagranicznych oczekują na ten rok spowolnienia z ponad 30% dynamiki sprzedaży w 2022 roku do niskich kilkunastu % w 2023. Jednocześnie Fabrity jest pod względem przychodów 6-7x mniejsze od dwóch wyżej wymienionych podmiotów i w związku z tym raportuje wyniki o istotnie większej zmienności. Także marża EBIT pozostaje relatywnie niska.

Fabrity	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23
Przychody	40,3	11,7	12,9	12,9	14,6	52,0	15,8
r/r	15%	25%	35%	33%	24%	29%	36%
EBIT	5,3	1,1	1,8	1,0	1,7	5,6	1,5
r/r	-9%	-33%	52%	-22%	45%	6%	34%
marża EBIT	13,2%	9,7%	13,7%	7,7%	11,9%	10,8%	9,6%

Spyrosoft	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23
Przychody	173,4	60,0	79,8	91,5	100,1	331,5	104,4
r/r	54%	69%	104%	104%	86%	91%	74%
r/r organicznie	54%	69%	79%	70%	71%	72%	53%
EBIT	23,1	8,0	10,0	13,8	13,2	45,1	10,2
r/r	14%	47%	132%	116%	93%	96%	27%
marża EBIT	13,3%	13,4%	12,5%	15,1%	13,2%	13,6%	9,8%

Ailleron - Software Mind	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23
Przychody	153,4	62,9	84,8	94,7	101,8	344,2	94,9
r/r	51%	143%	159%	111%	104%	124%	51%
r/r organicznie	31%	-	-	-	35%	49%	26%
EBIT	24,6	13,2	8,1	15,6	17,7	54,7	13,1
r/r	45%	163%	48%	132%	140%	122%	-1%
marża EBIT	16,0%	21,0%	9,6%	16,5%	17,4%	15,9%	13,8%

Źródło: Prezentacje i raporty spółek, Trigon DM

Wycena

Podejście do wyceny. Po przeniesieniu w naszych prognozach wyników marketingu do działalności zaniechanej zmieniamy wagi poszczególnych metod wycen w kalkulacji ceny docelowej. Nie uwzględniamy już wyceny porównawczej gdzie połowę stanowiły zagraniczne spółki z sektora marketingu. Nasza cena docelowa bazuje teraz po połowie na wycenie DCF (36,3 PLN) oraz sum-of-the-parts (39,2 PLN, w tym bazujemy na polskiej grupie porównawczej dla Fabrity, wycenie z ostatniej rundy finansowania pomniejszonej o dyskonto 10% dla PerfectBota oraz wskaźnikach EV/EBITDA i EV/EBIT dla marketingu). W metodzie sum-of-the-parts granice przedziału wyceny Fabrity wyznacza porównanie do szerszej grupy IT (dolna granica) oraz tylko do dwóch reprezentantów sektora software house (górna granica).

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	36,3	50%	34,0	50%	7%
Wycena porów naw cza	34,2	0%	30,4	20%	13%
SOTP	39,2	50%	39,1	30%	0%

Wycena DCF

Założenia wyceny DCF:

- 1) Stopa wolna od ryzyka na poziomie 6,0% w okresie szczegółowej prognozy (poprzednio 6,5%), oraz 5,0% w TV (bez zmian)
- 2) Premia rynkowa 7,5% (zgodnie z naszą metodologią dla podmiotów poniżej sWIG80);
- 3) Współczynnik beta nielewarowana 1,0x, rezydualna stopa wzrostu 3,0% (poprzednio 2,5%, podnosimy po wyjęciu segmentu marketingu);

K2H: wycena DCF

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	TV
Przychody	67,5	78,2	87,4	92,7	98,2	104,1	110,4	117,0	124,0	
EBITDA	9,5	10,7	11,8	12,6	13,3	14,1	14,9	15,8	16,8	
EBIT	7,0	8,0	8,8	9,4	9,9	10,5	11,2	11,8	12,5	
Stopa podatkow a	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
NOPLAT	5,7	6,5	7,2	7,6	8,1	8,5	9,0	9,6	10,2	
Amortyzacja	2,5	2,7	3,0	3,2	3,4	3,6	3,8	4,0	4,2	
Nakłady inw estycyjne	-1,2	-1,5	-1,7	-1,8	-1,9	-2,1	-2,2	-2,3	-2,5	
Płatności leasingow e	-2,5	-2,4	-2,3	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4	-2,5	-2,5	
Zmiana kapitału obrotow ego	-3,8	-0,2	-0,9	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,1	
Przejęcia, inne korekty	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	0,7	5,2	5,2	5,8	6,3	6,8	7,3	7,8	8,4	8,8
Dług / (Dług + Kapitał)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Stopa w olna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%
Premia rynkow a	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Beta nielew arow ana	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Beta lew arow ana	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Koszt długu po podatku (%)	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	5,3%
Koszt kapitału własnego (%)	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	12,5%
WACC (%)	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	12,5%

Suma PV FCF 2023-31	31
Stopa w zrostu FCF TV	3,0%
Zdyskontow ana TV	29
Dług netto (+), mniejszości (+), inne (-)	-19
Wartość KW (mln PLN)	79
Liczba akcji (mln)	2,47
Wartość 1 akcji, PLN	32,0
Wyplacona dyw idenda na akcję	0,00
Cena docelowa za 12M	36,3

	10,5%	11,5%	WACC TV	12,5%	13,5%	14,5%
	38,0	36,3		34,9	33,8	32,8
	39,0	37,1		35,6	34,3	33,3
g	40,1	38,0		36,3	34,9	33,8
	41,4	39,0		37,1	35,6	34,3
	42,9	40,1		38,0	36,3	34,9

Źródło: Trigon DM

Wycena sum-of-the-parts i porównawcza

WYCENA SUM-OF-THE-PARTS

Fabrity

Spółka	P/E trailing - IT	P/E trailing - tylko software housy		
Spyrosoft	18,3	18,3		
Comarch	11,8	-		
Asseco Poland	13,8	-		
Ailleron	15,5	15,5		
Mediana	14,7	16,9		
Fabrity szac. z. netto LTM (mln PLN)	4,9	4,9	Wycena na akcję	
Wycena Fabrity (mln PLN)	71,4	82,4	min	max
Wycena 80% Fabrity (mIn PLN)	57,1	65,9	23,2	26,7

PerfectBot

	mln PLN	mln PLN	Wycena na akcję	
Wg ostatniej rundy finansowania, 10% dyskonta	7,5	7,5	min	max
			3,0	3,0

Pozostałe (Marketing, pozostałe, gotówka)

	Target EV/EBITDA	Target EV/EBIT		
Przyjęta w artość docelowa mnożnika wyceny	6,5	7,5		
EBITDA skor. w 2023e (mln PLN)	2,7			
EBIT skor. w 2023e (mln PLN)		2,4	Wycena na akcję	
Gotówka netto (koniec 1Q23)	9,9	9,9	min	max
Wycena (mIn PLN)	27,1	28,1	11,0	11,4

Podsumowanie

	mln PLN	mln PLN	na akcję min	na akcję max
Fabrity	57,1	65,9	23,2	26,7
PerfectBot	7,5	7,5	3,0	3,0
Pozostałe i gotówka	27,1	28,1	11,0	11,4
Wycena razem (PLN na akcję)			37,2	41,1
Średnia wartość na akcję			39,2	

Źródło: Bloomberg, sprawozdania spółek, Trigon DM

K2H: Wycena porównawcza

Spółka	MC [m EUR]	EV/EBITDA			P/E		
		2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
GLOBANT SA	7 304	18,2	15,3	12,4	32,1	26,9	22,3
ENDAVA PLC- SPON ADR	2 734	12,2	11,2	9,3	19,3	18,0	15,3
GRID DYNAMICS HOLDINGS INC	635	8,7	6,3	4,9	24,0	17,1	13,7
EPAM SYSTEMS INC	13 990	15,3	12,8	10,7	24,1	20,5	17,2
Mediana (waga 25%)		13,8	12,0	10,0	24,0	19,2	16,3
WPP PLC	10 807	6,5	6,2	6,0	8,6	8,0	7,4
PUBLICIS GROUPE	17 751	6,7	6,5	6,2	10,6	10,1	9,7
OMNICOM GROUP	16 887	8,7	8,2	7,9	12,3	11,5	10,7
Mediana: marketing zagraniczne (waga 25%)		6,7	6,5	6,2	10,6	10,1	9,7
ASSECO POLAND		5,4	5,0	4,7	14,9	14,4	13,9
COMARCH		4,3	3,6	3,3	12,5	11,1	10,6
ASSECO BUSINESS SOLUTIONS		9,1	8,4	7,8	14,2	13,2	12,4
Mediana: IT spółki polskie (waga 50%)		5,4	5,0	4,7	14,2	13,2	12,4
średnia ważona		7,8	7,1	6,4	15,8	14,0	12,7
Wycena na akcję		28	29	29	42	39	39
średnia wycena dla poszczególnych wskaźników		28			40		
średnia wycena porównawcza		34					

Źródło: Bloomberg, Trigon DM, EV po korekcie o 20% Fabrity, udziały w PerfectBot i marketing (nie wpływa na EBITDA)

Czynniki ryzyka

- **Ryzyko związane ze wzrostem konkurencji** - Grupa jest stosunkowo niewielkim podmiotem, zależnym od sytuacji rynkowej. W segmencie marketingu spółka konkuruje m.in. z globalnymi graczami o większej skali działalności. Niedostosowanie bazy kosztowej i wahania popytu mogą istotnie wpływać na rentowność grupy.
- **Ogólna sytuacja gospodarcza** - wyniki spółki zarówno w obszarze IT jak i w biznesie marketingu uzależnione są od kondycji podmiotów gospodarczych i poziomu inwestycji klientów odpowiednio w nowe technologie i marketing.
- **Ryzyko utraty klientów** - Mimo dużej dywersyfikacji bazy klientów, utrata dużego partnera może skutkować przejściowym obniżeniem rentowności i ubytkiem przychodów. Ryzyko zmaterializowało się w przypadku współpracy z Carrefourem, natomiast widzimy małe ryzyko utraty kolejnych klientów w poszczególnych segmentach. Na prawdopodobieństwo odejścia mogą wpływać zmiany strategii (np. dostosowanie międzynarodowych klientów do polityki grupy kapitałowej, potencjalne zmiany właścicielskie czy decyzje ograniczenia działalności na danych rynkach. W kluczowym segmencie IT przychody są dobrze zdywersyfikowane.
- **Ryzyko utraty kluczowych pracowników** - zasoby ludzkie to kluczowe aktywo grupy zarówno w IT jak i w marketingu. Dotychczasowa polityka personalna w grupie, programy motywacyjne i historycznie niska rotacja kluczowych pracowników wskazują, że grupa jak dotąd odpowiednio adresowała ten czynnik ryzyka.
- **Ryzyko niepowodzenia projektu PerfectBot** - segment chatbotów jest we wczesnej fazie rozwoju i dają naszym zdaniem szansę na wygenerowanie znaczącej dodatkowej wartości dla akcjonariuszy. Ryzykiem jest ewentualna konieczność nadmiernego dokapitalizowania projektu, w przypadku dłuższego niż zakładany okresu dochodzenia do rentowności. Historyczne projekty rozwijane w spółce (np. Audioteka, Oktawave) wskazują jednak na duże zdolności grupy do generowania wartości z wewnątrz rozwijanych projektów. Po ostatnim podniesieniu kapitału spółka ma tylko 50% udziałów w PerfectBot co w dużym stopniu adresuje ryzyko konieczności ewentualnego dalszego dokapitalizowania PerfectBot
- **Ryzyko związane z niewywiązywaniem się klientów z dotrzymania terminów płatności** - Zwracamy uwagę na wysoki poziom należności w grupie, który na koniec 2022 roku wynosił 17mln PLN (to jest 7 PLN na akcję K2H) już po wyłączeniu aktywów segmentu marketing przeznaczonych na sprzedaż. Mimo istotnego zaangażowania kapitału pracującego historycznie odpisy należności były nieznaczne, a ryzyko wystąpienia znaczących odpisów jest naszym zdaniem umiarkowane, biorąc pod uwagę zaplecze finansowe największych partnerów grupy.
- **Ryzyko walutowe** - Przychody z eksportu generuje przede wszystkim segment software (Fabrity), gdzie blisko połowa sprzedaży pochodzi z zagranicy.

Rachunek wyników (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	119,7	40,7	53,4	67,5	78,2	87,4
Koszt własny sprzedaży	-104,1	-33,3	-43,8	-55,1	-63,7	-71,3
Zysk brutto ze sprzedaży	15,6	7,5	9,6	12,5	14,5	16,1
Koszty sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty ogólnego zarządu	-8,9	-2,5	-4,7	-5,8	-6,7	-7,4
Zysk ze sprzedaży	6,7	4,9	5,0	6,7	7,8	8,6
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	1,3	0,0	0,0	0,3	0,2	0,2
EBITDA	14,7	7,4	7,6	9,5	10,7	11,8
EBITDA skor.	13,5	9,2	8,9	7,7	8,8	9,8
Amortyzacja	-6,7	-6,6	-4,8	-2,5	-2,7	-3,0
EBIT	8,0	5,0	5,0	7,0	8,0	8,8
Wynik na działalności finansowej	-1,0	-0,3	22,1	0,1	-0,1	-0,2
Zysk brutto	7,0	4,6	27,1	7,1	7,9	8,7
Podatek dochodowy	-2,1	-1,0	-3,0	-1,4	-1,5	-1,6
Zysk mniejszości	0,8	0,7	0,8	1,1	1,3	1,4
Zysk netto	4,0	3,7	24,2	6,5	7,0	7,7
Zysk netto skor.	4,0	3,7	5,6	6,5	7,0	7,7
marża brutto ze sprzedaży	13,0%	18,3%	18,1%	18,4%	18,5%	18,4%
marża EBITDA	12,3%	18,2%	14,2%	14,1%	13,7%	13,5%
marża EBITDA skor.	11,3%	22,7%	16,7%	11,3%	11,3%	11,3%
marża EBIT	6,7%	12,2%	9,3%	10,4%	10,2%	10,1%
marża netto skor.	3,4%	9,2%	10,5%	9,7%	8,9%	8,8%
zmiana przychodów r./r.	9%	-66%	31%	26%	16%	12%
zmiana w wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	115%	-52%	29%	29%	16%	11%
zmiana EBITDA skor. r./r.	146%	-32%	-4%	-14%	15%	11%
zmiana EBIT r./r.	-	-38%	0%	41%	14%	10%
zmiana zysku netto skor. r./r.	-	-7%	50%	17%	7%	10%

Źródło: Spółka, Trigon DM

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	17,1	9,5	5,4	6,2	10,8	11,3
Zysk (strata) netto	4,0	3,7	24,2	6,5	7,0	7,7
Amortyzacja	6,7	6,6	4,8	2,5	2,7	3,0
Zmiany w kapitale obrotowym	3,3	-2,4	-6,3	-3,8	-0,2	-0,9
Zmiana zapasów	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana należności handlowych	-0,3	0,0	-5,1	-5,0	-1,2	-1,7
Zmiana zobowiązań handlowych	0,3	-2,4	-1,1	1,2	0,9	0,8
Pozostałe	3,1	1,6	-17,4	1,0	1,4	1,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-3,1	-2,9	28,5	-1,2	-1,5	-1,7
CAPEX	-2,9	-3,1	-2,7	-1,2	-1,5	-1,7
Pozostałe	-0,2	0,2	31,2	0,0	0,0	0,0
Przepływy z działalności finansowej	-8,5	-6,0	-24,8	-11,7	-6,7	-6,8
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	-3,2	1,2	-1,8	0,0	0,0	0,0
Wpływy z emisji akcji	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	0,0	-2,4	-19,5	-9,9	-4,7	-4,7
Pozostałe	-4,7	-4,7	-3,5	-1,9	-2,0	-2,1
Przepływy pieniężne netto	5,5	0,6	9,1	-6,7	2,7	2,8
Środki pieniężne na początek okresu	4,1	9,6	10,1	17,8	11,1	13,8
Środki pieniężne na koniec okresu	9,6	10,1	17,8	11,1	13,8	16,6

Źródło: Spółka, Trigon DM

Bilans (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	23,1	8,7	9,3	15,3	13,3	11,8
Rzeczowe aktywa trwałe	9,4	3,5	4,4	10,0	7,4	5,3
Wartości niematerialne i prawne	7,7	1,3	1,2	1,7	2,2	2,9
Wartość firmy	1,2	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	4,7	2,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Aktywa obrotowe	39,4	51,0	51,6	49,9	53,7	58,3
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności handlowe	27,6	25,2	17,0	22,0	23,1	24,9
Pozostałe	2,1	15,6	16,8	16,8	16,8	16,8
Gotówka	9,6	10,1	17,8	11,1	13,8	16,6
Aktywa	62,5	59,6	60,9	65,2	67,0	70,1
Kapitał własny	26,1	28,6	33,8	30,5	32,8	35,7
Kapitał zakładowy	2,3	2,3	2,5	2,5	2,5	2,5
Pozostałe	19,8	22,5	7,1	21,5	23,3	25,6
Zysk (strata) netto	4,0	3,7	24,2	6,5	7,0	7,7
Kapitały mniejszości	2,5	3,2	3,9	4,6	5,3	6,1
Zobowiązania długoterminowe	7,4	2,7	3,8	9,6	8,1	6,6
Zobowiązania oprocentowane	4,7	1,0	2,8	7,8	6,3	4,8
Pozostałe	2,7	1,8	1,0	1,8	1,8	1,8
Zobowiązania krótkoterminowe	26,4	25,0	19,4	20,5	20,9	21,6
Zobowiązania oprocentowane	4,2	5,3	1,6	1,5	0,9	0,9
Zobowiązania handlowe	11,8	8,6	4,6	5,8	6,7	7,5
Pozostałe	10,5	11,1	13,2	13,2	13,2	13,2
Pasywa	62,5	59,6	60,9	65,2	67,0	70,1
Kapitał obrotowy netto	15,8	16,6	12,4	16,2	16,4	17,4
Dług netto	-0,8	-3,8	-13,4	-1,8	-6,6	-10,9
Dług netto skor.	-0,8	-3,8	-13,4	-1,8	-6,6	-10,9
Dług netto/EBITDA (x)	-0,1	-0,5	-1,8	-0,2	-0,6	-0,9
Dług netto/kapitał własny (x)	0,0	-0,1	-0,4	-0,1	-0,2	-0,3
ROE (%)	17%	14%	18%	20%	22%	22%
ROA (%)	7%	6%	9%	10%	11%	11%
Cykl konwersji gotówki (dni)	123	349	199	140	141	137
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	83	237	144	105	105	100
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	-40	-112	-55	-34	-36	-36

Trigon Dom Maklerski S.A.

Plac Unii, Budynek B, ul. Puławska 2, 02-566 Warszawa

T: +48 22 330 11 11 | F: +48 22 330 11 12

W: <http://www.trigon.pl> | E: repcja@trigon.pl



EQUITY RESEARCH TEAM

Grzegorz Kujawski, Head of Research
Konsumert, Finanse

Maciej Marcinowski, Deputy Head of Research
Strategia, Banki, Finanse

Kacper Koproń
Gaming, TMT

Katarzyna Kosiorek
Biotechnologia

Michał Kozak
Paliwa, Chemia, Energetyka

Dominik Niszc
TMT

Łukasz Rudnik
Przemysł, Wydobycie

David Sharma
Budownictwo, Deweloperzy, Materiały budowlane

Piotr Rychlicki
Junior Analyst

Piotr Chodyra
Junior Analyst

SALES & TRADING TEAM

Paweł Szczepański, Head of Sales

Michał Sopiński, Deputy Head of Sales

Paweł Czupryński

Maciej Senderek

Hubert Kwiecień

Disclaimer

Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”) odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. („GPW”), na podstawie Umowy o świadczenie usług przygotowania usług przygotowania raportów analitycznych („Umowa”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu *Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE („Rozporządzenie MAR”), oraz w Rozporządzeniu Delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów „Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”).*

Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki
free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki
min/max 52 tyg. – minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni
średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację
zysk skorygowany – zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym
CF – cash flow, przepływy pieniężne
CAPEX – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe
OCF – środki pieniężne wygenerowane poprzez operacyjną działalność przedsiębiorstwa
FCF – gotówka wygenerowana przez przedsiębiorstwo po uwzględnieniu wypływów na wsparcie działalności oraz utrzymanie kapitałów

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROIC - zwrot na zainwestowanym kapitale
NWC – kapitał obrotowy netto
Cykl konwersji gotówki – okres od momentu wydatkowania środków pieniężnych za zakup czynników produkcji do momentu uzyskania przychodów pieniężnych ze sprzedaży wyrobów lub usług wyprodukowanych.

Marża Brutto na Sprzedaży (MBnS) - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję
P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji
EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki
EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki
DY – stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji

RFR - stopa wolna od ryzyka

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – K2 Holding S.A.
TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 10%
SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.
Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia (data wskazana na wstępie dokumentu) lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.
Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.
Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania.
Rekomendacje krótkookresowe oznaczone jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.
Dokument sporządziła: Dominik Niszcz

Stosowane metody wyceny

Dom Maklerski stosuje zwykle dwie metody wyceny: model DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę wskaźnikową, a więc zestawienie podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych. Opcjonalnie może być wykorzystywany model zdyskontowanych dywidend.

Wadą metod opartych na zdyskontowanych przepływach jest wysoka wrażliwość na przyjęte założenia. Zaletą tych metod jest brak zależności z bieżącą wyceną rynkową spółki. Z kolei wadą metody wskaźnikowej jest ryzyko, że w danej chwili wycena rynkowa porównywalnych spółek może nie odzwierciedlać prawidłowo ich rzeczywistej wartości. Jej zaletą jest to, że pokazuje ona wycenę rynkową spółki uzyskaną w oparciu o rynkowe wyceny spółek porównywalnych.

Jako podstawy wyceny lub metodyk oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto metodę DCF oraz wycenę sum-of-the-parts.

Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie ulegały zmianie od daty sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia Dokumentu.

Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie ulegał zmianom od dnia jego sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia.

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, jak również informacje odnośnie wcześniejszych rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, opublikowanych w okresie ostatnich 12 miesięcy przed datą niniejszej rekomendacji, zamieszczono na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.trigon.pl.

Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony obiektywnie, z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumencie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumencie.

Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.

Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumencie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik oceny własnej Domu Maklerskiego.

Postępując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumencie nie należy rezygnować z: przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.

O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.

Pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzeniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów. Na datę sporządzenia Dokumentu Dom Maklerski posiada akcje Emitenta. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy otrzymał od Emitenta dywidendę. Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A. Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Dom Maklerski nie świadczy dla Emitenta i spółek powiązanych z Emitentem usług doradztwa finansowego lub usługi bankowości inwestycyjnej lub innych usług maklerskich.

Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem: i) sporządzania analiz i rekomendacji instrumentów finansowych Emitenta, ii) oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu, iii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego, iv) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. Dom Maklerski pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję animatora emitenta. Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski z transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski. Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Podnaty Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług. Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji oraz realizację ogólnej polityki zarządzania konfliktami interesów Domu Maklerskiego. W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Pracownicy Domu Maklerskiego biorący udział w sporządzaniu rekomendacji i) nie otrzymują wynagrodzenia bezpośrednio powiązanego z transakcjami dotyczącymi usług Domu Maklerskiego określonymi w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub z innym rodzajem transakcji, które prowadzi Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski, ani z opłatami za takie transakcje, które otrzymuje Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy co Dom Maklerski, ii) nie otrzymują ani nie kupują akcji emitenta przed ofertą publiczną.

Szczegółowe informacje odnośnie polityki zarządzania konfliktem interesów znajdują się na stronie www.trigon.pl.

Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Data podana na pierwszej stronie niniejszego dokumentu jest datą jego sporządzenia i przekazania do wiadomości odbiorców. Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym Dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują GPW na podstawie Umowy, Dom Maklerski jest uprawniony do redystrybucji niniejszego Dokumentu na rzecz swoich klientów. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego.

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać.

Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;
- potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: www.doakcji.trigon.pl, www.trigon.pl, zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;

- wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumencie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.

Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data sporządzenia: 5 czerwca 2023r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 5 czerwca 2023 r. godz.: 8:00