

K2 Holding

Dobra baza klientów pozwala na utrzymanie mocnych wyników mimo rynkowego spowolnienia

Zmiana nazwy spółki, przegląd opcji, ewentualne akwizycje. Na czerwcowym walnym zgromadzeniu akcjonariusze przegłosowali zmianę nazwy spółki z K2 Holding na Fabrity Holding. Zmiana nastąpi wraz z wpisem do KRS. Nadal trwa przegląd opcji strategicznych w segmencie marketingu, który zdaniem Zarządu powinien zakończyć się do końca 2023 roku. W scenariuszu sprzedaży segmentu marketingu bardziej prawdopodobna wydaje się dystrybucja środków do akcjonariuszy, niż przeznaczenie tych środków na przejęcia. Ewentualne akwizycje w obszarze software mają być bazowo finansowane z zysków Fabrity.

Fabrity. Dobry początek roku w Fabrity związany jest z dużymi kontraktami dla Frontexu i poszerzeniem współpracy z kilkoma dotychczasowymi klientami. W Fabrity obecnie praktycznie nie ma 'ławki'. Na ostatniej konferencji Zarząd podtrzymał cele na rok 2023, to jest wzrost organiczny nie niższy niż przeciętny z poprzednich 2 lat. Spółka liczy też na pozyskanie nowych klientów po wakacjach. Obecnie widoczne jest spowolnienie na rynku, ale od największych klientów pozyskiwane są dodatkowe zamówienia. Przypominamy, że średnioterminowy cel marży EBITDA dla Fabrity to 12-15%. **Platforma low-code FastApp:** Obecnie kluczowym celem jest dalsza praca nad produktem, a przyspieszenie skalowania i sprzedaż licencji oczekiwane dopiero w przyszłości. **Pracownicy** zatrudnieni w pierwszym kwartale (zwiększenie załogi o 30 osób do około 250) zasilą projekty dla największych klientów, w znacznej części projekt dla Frontexu. Łatwiej jest obecnie pozyskiwać pracowników. W niektórych przypadkach stawki oczekiwane przez nowo zatrudnianych spadły od szczytu o kilkanaście czy nawet ponad 20%.

PerfectBot. Obecne prace nad PerfectBotem dotyczą nie tylko GPT ale także innych platform jak np. Bard Google. Celem prac jest m.in. radykalny spadek 'halucynacji' (zmyślonych nieprawdziwych elementów odpowiedzi) produktu. Testy prowadzone są z kilkudziesięcioma podmiotami w USA. Ze względów regulacyjnych opracowywana wersja nie może być jeszcze oferowana w Europie.

Wycena i rekomendacja. Utrzymujemy naszą rekomendację Trzymaj i korygujemy cenę docelową do 37 PLN.

Prognoza 2Q23. Uważamy że trudno będzie pobić zeszłoroczny wyjątkowo dobry wynik z 2Q i liczymy na lepsze dynamiki dopiero w drugim półroczu. Zakładamy kilkanaście procent spadku wyniku operacyjnego r/r oraz odrobinę słabszy wynik q/q (w tej linii praktycznie już tylko Fabrity). Na poziomie netto dodatkowo oczekujemy nieco mniejszej q/q kontrybucji marketingu i porównywalnej do 1Q straty w PerfectBocie).

mIn PLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	v/y	q/q
Przychody	28,9	27,1	35,7	11,8	13,0	14,0	15,2	16,1	16,5	27%	2%
EBITDA	3,2	3,4	3,0	1,8	2,4	1,3	2,2	2,2	2,1	-11%	-5%
EBIT	1,5	1,8	1,4	1,2	1,9	1,0	1,5	1,6	1,5	-19%	-7%
Zysk netto	1,0	1,1	1,0	1,0	20,7	0,5	2,1	1,5	1,3	-94%	-10%
P/E 12M trailing	23,9	25,4	24,0	22,2	3,8	3,9	3,7	3,6	16,7		
EV/EBITDA 12M trailing	5,2	5,3	5,8	7,0	4,0	7,7	9,2	9,2	9,2		
zmiana przychodów r./r.	6%	-7%	-2%	-63%	-55%	-48%	-58%	37%	27%		
marża EBITDA	11,1%	12,5%	8,4%	15,3%	18,6%	8,9%	14,5%	13,9%	12,9%		
marża EBIT	5,1%	6,5%	4,0%	10,0%	14,4%	7,0%	10,0%	10,0%	9,1%		
marża netto	3,3%	4,1%	2,8%	8,4%	159,7%	3,4%	13,7%	9,2%	8,2%		

Raport za II kw.'23
31.08.2023

DANE SPÓŁKI	HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Ticker	K2H	Trzymaj	05.06.2023 38
Sektor	TMT	Trzymaj	24.04.2023 35
Kurs (PLN)	36,5	Kupuj	12.12.2022 30
52 tyg. min/max (PLN)	22 / 39,9	Kupuj	24.10.2022 31
Liczba akcji (mIn szt.)	2,5	Kupuj	21.07.2022 36
Kapitalizacja (mIn PLN)	90	Kupuj	18.07.2022 36
S&P Global ESG Scores	-	Kupuj	22.04.2022 31
Śr. obroty 3M (mIn PLN)	0,06	Kupuj	09.12.2021 31
Zmiana kursu	1M 0,5%	3M 11,1%	1Y 21,0%

Trzymaj

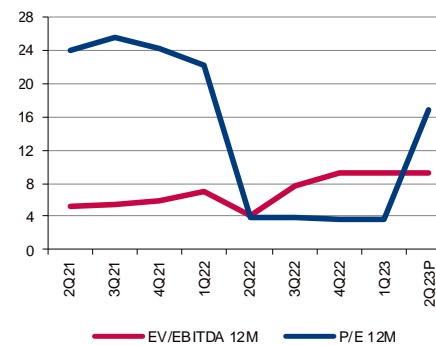
(Poprzednia: Trzymaj, 38 PLN)

Cena docelowa: 37 PLN

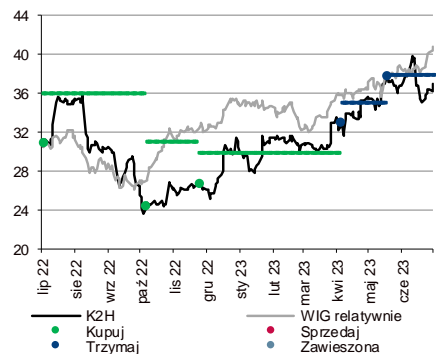
Cena bieżąca: 36,5 PLN

Potencjał wzrostu: 1%

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES K2H NA TLE WIG



mIn PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	120	40,7	53,4	67,5	78,2	87,4
EBITDA	15	7,4	7,6	9,6	10,9	12,0
EBIT	8	5,0	5,0	7,0	8,2	9,0
Zysk netto	4	3,7	24,2	6,6	7,1	7,8
EPS (PLN)	1,74	1,6	9,8	2,7	2,9	3,2
DPS (PLN)	0,0	1,1	7,9	4,0	1,9	1,9
P/E (x)	21,0	24,0	3,7	13,7	12,7	11,6
EV/EBITDA (x)	5,7	10,8	9,3	8,6	7,1	6,1
P/BV (x)	3,2	3,0	2,7	3,0	2,7	2,5
DY (%)	0,0%	2,9%	21,6%	11,0%	5,2%	5,2%

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana				
Wycena DCF	33,4	50%	36,3	50%		-8%			
Wycena porównawcza	34,9	0%	34,2	0%		2%			
Wycena SOTP	39,9	50%	39,2	50%		2%			
Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mln PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	67,5	67,5	0%	78,2	78,2	0%	87,4	87	0%
EBITDA	9,6	9,5	1%	10,9	10,7	2%	12,0	12	2%
EBIT	7,0	7,0	1%	8,2	8,0	2%	9,0	9	2%
Zysk netto	6,6	6,5	0%	7,1	7,0	2%	7,8	8	2%
P/E (x)	13,7	13,8		12,7	12,9		11,6	11,8	
EV/EBITDA (x)	8,6	8,6		7,1	7,2		6,1	6,1	
P/BV (x)	3,0			2,7			2,5		
DY (%)	11,0%			5,2%			5,2%		

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	24,0	3,7	13,7	12,7	11,6
P/E skor. (x)	24,0	16,1	13,7	12,7	11,6
P/BV (x)	3,0	2,7	3,0	2,7	2,5
EV/EBITDA (x)	10,8	9,3	8,6	7,1	6,1
EV/EBITDA skor. (x)	8,7	7,9	10,7	8,6	7,3
EV/Sprzedaż (x)	1,8	1,3	1,2	1,0	0,8
FCFF Yield (%)	2,4%	-1,9%	3,2%	9,2%	10,3%
DY (%)	2,9%	21,6%	11,0%	5,2%	5,2%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	1,6	9,8	2,7	2,9	3,2
EPS skor. (PLN)	1,6	2,3	2,7	2,9	3,2
DPS (PLN)	1,1	7,9	4,0	1,9	1,9
BVPS (PLN)	12,3	13,7	12,4	13,3	14,6

Wskaźniki operacyjne	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża ZBnS (%)	18,3%	18,1%	18,5%	18,7%	18,6%
marża EBITDA skor. (%)	22,7%	16,7%	11,4%	11,5%	11,5%
marża EBIT (%)	12,2%	9,3%	10,4%	10,5%	10,3%
marża netto skor. (%)	9,2%	45,4%	9,7%	9,0%	8,9%

ROE (%)	13,7%	17,9%	20,4%	22,3%	22,6%
ROA (%)	6,1%	40,2%	10,4%	10,7%	11,3%
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)	145	99	77	76	71
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	237	144	105	105	100
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	91	45	28	29	30

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	-55,0	-63,5	-71,1
Zysk brutto ze sprzedaży	15,6	7,5	9,6	12,5	14,6	16,3
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	8,0	8,8
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	1,3	0,0	0,0	0,3	0,2	0,2
EBITDA	14,7	7,4	7,6	9,6	10,9	12,0
EBITDA skor.	13,5	9,2	8,9	7,7	9,0	10,0
Amortyzacja	-6,7	-6,6	-4,8	-2,5	-2,7	-3,0
EBIT	8,0	5,0	5,0	7,0	8,2	9,0
Wynik na działalności finansowej	-1,0	-0,3	22,1	0,1	-0,1	-0,2
Zysk brutto	7,0	4,6	27,1	7,2	8,1	8,9
Podatek dochodowy	-2,1	-1,0	-3,0	-1,4	-1,5	-1,7
Zysk mniejszości	0,8	0,7	0,8	1,1	1,3	1,5
Zysk netto	4,0	3,7	24,2	6,6	7,1	7,8
Zysk netto skor.	4,0	3,7	5,6	6,6	7,1	7,8

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	23,1	8,7	9,3	15,3	13,3	11,8
Aktywa obrotowe	39,4	51,0	51,6	49,9	53,9	58,6
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
Gotówka	9,6	10,1	17,8	11,1	13,9	16,9
Aktywa	62,5	59,6	60,9	65,3	67,2	70,4
Kapitał własny	26,1	28,6	33,8	30,5	32,9	36,0
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
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
Pasywa	62,5	59,6	60,9	65,3	67,2	70,4
Dług netto	-0,8	-3,8	-13,4	-1,8	-6,7	-11,2

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przeprawy z działalności operacyjnej	17,1	9,5	5,4	6,3	10,9	11,5
Zysk (strata) netto	4,0	3,7	24,2	6,6	7,1	7,8
Amortyzacja	6,7	6,6	4,8	2,5	2,7	3,0
Przeprawy 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
Przeprawy z działalności finansowej	-8,5	-6,0	-24,8	-11,7	-6,7	-6,8
Dywidenda	0,0	-2,4	-19,5	-9,9	-4,7	-4,7
Przeprawy pieniężne netto	5,5	0,6	9,1	-6,7	2,8	3,0
Środki pieniężne na początek okresu	4,1	9,6	10,1	17,8	11,1	13,9
Środki pieniężne na koniec okresu	9,6	10,1	17,8	11,1	13,9	16,9

Wycena

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	9,6	10,9	12,0	12,7	13,5	14,3	15,2	16,1	17,1	
EBIT	7,0	8,2	9,0	9,6	10,1	10,8	11,4	12,1	12,8	
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
NOPLAT	5,7	6,6	7,3	7,8	8,2	8,7	9,2	9,8	10,4	
Amortyzacja	2,5	2,7	3,0	3,2	3,4	3,6	3,8	4,0	4,2	
Nakłady inwestycyjne	-1,2	-1,5	-1,7	-1,8	-1,9	-2,1	-2,2	-2,3	-2,5	
Płatności leasingowe	-2,5	-2,4	-2,3	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4	-2,5	-2,5	
Zmiana kapitału obrotowego	-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	0,8	5,3	5,4	6,0	6,5	6,9	7,4	8,0	8,6	9,0
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 rynkowa	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Beta nielewarowa	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Beta lewarowa	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	32									
Stopa wzrostu FCF TV	3,0%									
Zdyskontowana TV	30									
Dług netto (+), mniejszości (+), inne (-)	-19									
Wartość KW (mln PLN)	81									
Liczba akcji (mln)	2,47									
Wartość 1 akcji, PLN	32,9									
Wypłacona dywidenda na akcję	4,00									
Cena docelowa za 12M	33,4									

Źródło: Trigon DM

Wycena porównawcza

Spółka	MC [m EUR]	EV/EBITDA			P/E		
		2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
GLOBANT SA	6 909	17,5	14,7	11,4	31,4	26,5	21,7
ENDAVA PLC- SPON ADR	2 850	12,7	11,9	9,7	19,9	19,2	16,0
GRID DYNAMICS HOLDINGS INC	693	11,0	8,1	6,2	28,3	20,7	16,3
EPAM SYSTEMS INC	12 360	14,8	13,2	10,8	23,7	21,2	17,9
Mediana (waga 25%)		13,7	12,6	10,3	26,0	20,9	17,1
WPP PLC	10 257	6,2	6,0	5,8	8,1	7,5	7,0
PUBLICIS GROUPE	17 843	6,7	6,5	6,3	10,7	10,1	9,8
OMNICOM GROUP	16 881	8,9	8,4	8,1	12,6	11,9	11,1
Mediana: marketing zagraniczne (waga 25%)		6,7	6,5	6,3	10,7	10,1	9,8
ASSECO POLAND		5,2	4,8	4,5	13,4	12,9	12,5
COMARCH		4,3	3,6	3,4	12,5	11,2	10,6
ASSECO BUSINESS SOLUTIONS		9,2	8,4	7,8	14,2	13,3	12,5
Mediana: IT spółki polskie (waga 50%)		5,2	4,8	4,5	13,4	12,9	12,5
średnia ważona		7,7	7,2	6,4	15,9	14,2	12,9
Wycena na akcję		27	29	29	42	41	41
średnia wycena dla poszczególnych wskaźników		29			41		
średnia wycena porównawcza		35					

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

Dominik Niszc

dominik.niszc@trigon.pl

WYCENA SUM-OF-THE-PARTS

Fabrity

Spółka	P/E trailing - IT	P/E trailing - tylko software housy
Spyrosoft	20,5	20,5
Comarch	12,3	-
Asseco Poland	13,5	-
Ailleron	14,7	14,7
Mediana	14,1	17,6
Fabrity szac. z. netto LTM (mln PLN)	4,9	4,9
Wycena Fabrity (mln PLN)	68,7	85,7
Wycena 80% Fabrity (mIn PLN)	55,0	68,6

Wycena na akcję
min max
22,3 27,8

PerfectBot

	mIn PLN	mIn PLN
Wg ostatniej rundy finansowania, 10% dyskonta	7,5	7,5

Wycena na akcję
min max
3,0 3,0

Pozostałe (Marketing, pozostałe, gotówka)

	Target EV/EBITDA	Target EV/EBIT
Przyjęta wartość docelowa mnożnika wyceny	6,5	7,5
EBITDA skor. w 2023e (mln PLN)	2,7	
EBIT skor. w 2023e (mln PLN)		2,4
Gotówka netto (1Q23 minus 4 PLN DPS)	-0,1	-0,1
Wycena (mIn PLN)	17,1	18,1

Wycena na akcję
min max
6,9 7,3

Podsumowanie

	mIn PLN	mIn PLN	na akcję min	na akcję max
Fabrity	55,0	68,6	22,3	27,8
PerfectBot	7,5	7,5	3,0	3,0
Pozostałe i gotówka	17,1	18,1	6,9	7,3
Wycena razem (PLN na akcję)			32,2	38,1
Średnia wartość na akcję dziś				35,2
Wartość docelowa za 12M				39,9

Źródło: Bloomberg, sprawozdania spółek, Trigon DM

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 ograniczeniu 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 szanse 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.

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



CEE EQUITY RESEARCH

Grzegorz Kujawski, Head of Research
Consumer, E-commerce, Financials

Maciej Marcinowski, Deputy Head of Research
Strategy, Banks, Financials

Kacper Koproń
Gaming, TMT

Katarzyna Kosiorek
Biotechnology

Michał Kozak
Oil&Gas, Chemicals, Utilities

Dominik Niszczyński
TMT, E-commerce

Łukasz Rudnik
Industrials, Metals&Mining

David Sharma
Construction, Real Estate

Piotr Rychlicki
Junior Analyst

Piotr Chodyra
Junior Analyst

EQUITY SALES

Grzegorz Skowroński

SALES TRADING

Paweł Szczepański, Head of Sales

Michał Sopiński, Deputy Head of Sales

Paweł Czupryński

Hubert Kwiecień

Disclaimer

Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”) odplatnie, 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 głównie 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 mogącom 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 dyrektywy 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) 2016/698 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 - licznicy 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 wpływów na wsparcie działalności oraz utrzymanie kapitału

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 (MbRS) - 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

RFRR - stopa wolna od ryzyka

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – K2 Holding S.A.
 KUPIJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 10%
 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 -9%.
 Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia (data wskazana w 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 oraz powziąć przez osoby sporządzające rekomendację.
 Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczane 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.
 Wada 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.
 SPRZEDAJ – w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -9%.
 Jako podstawy wyceny lub metody oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto model zdyskontowanych przepływów pieniężnych
 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 odnoszące 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 osoby 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.
 Pomoczący Domem Maklerskim lub bieżącymi udział w sporządzeniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanymi z Emitentem nie występuje konflikt interesów. Na datę sporządzenia Dokumentu Dom Maklerski nie posiada akcji 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 nie otrzymał od Emitenta dywidendy. 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.
 Ponadto Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług. Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane 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 żanim Dokumentu 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 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 zapoznana się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: www.dokskit.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 rozważania 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: 24 lipca 2023 r.
 Data pierwszego rozpowszechnienia: 24 lipca 2023r g. 8:00