

## K2 Holding

### Właściwa wycena rynkowa po latach niedowartościowania

**Wstępne wyniki za rok 2022.** Przychody wyniosły 111mln PLN (+5% r/r), EBIT 7,6mln PLN (+1% r/r), a EBITDA 10,4mln PLN (+3% r/r). W wynikach nie ma już konsolidowanego Oktawave, a w prezentacji finalnych wyników spółka planuje także przeniesienie biznesu marketingu do aktywów przeznaczonych do sprzedaży i dekonsolidację z P&L. Po zmianie prezentacji, czyli bez marketingu, przychody za 2022 wyniosłyby 53mln PLN (+31% r/r, głównie Fabryty), a EBIT 5mln PLN (bez zmian r/r). Kluczowa informacja w komunikacie o szacunkowych wynikach odnośnie segmentu IT to wzrost przychodów operacyjnych w Fabryty w całym roku o 34,5% r/r, co oznacza, że w samym 4Q'22 wzrost był praktycznie na takim samym poziomie jak w okresie 1-3Q'22, a więc wyniósł około 34%. Jeśli chodzi o wynik operacyjny na poziomie grupy implikowany dla 4Q'22 to podobnie jak EBITDA przekroczył on o kilka procent nasze szacunki (2,3mln PLN wobec naszych założeń 2,1mln PLN), ale nie wiemy na ile zaskoczenie związane było z odbudową rentowności w marketingu, a na ile w Fabryty.

**Wynik netto w 2022 K2 Precise oraz Agencji K2 wyniósł szacunkowo odpowiednio 1,3mln PLN i 0,8mln PLN.** Dobre wyniki biznesów marketingowych mogą przełożyć się na większe zainteresowanie kupujących i w konsekwencji pozytywne zaskoczenie odnośnie ceny jaką K2 Holding uzyska w potencjalnej transakcji.

**Wycena i rekomendacja.** Podnosimy naszą cenę docelową do 35 PLN na akcję po uwzględnieniu mocnych wstępnych wyników za 4Q'22. Nasza wycena DCF zwraca fair value w wysokości 34 PLN na akcję, wycena porównawcza 30 PLN a wycena sum-of-the-parts 39 PLN. W naszym podejściu sum-of-the-parts bazującym na mnożnikach zysku dla poszczególnych biznesów oraz wycenie transakcyjnej dla PerfectBota przypisujemy 23 PLN na akcję do 80% udziałów w Fabryty, 3 PLN do 50% udziałów w PerfectBocie oraz 6 PLN do segmentu marketingu. Pozostałe 7 PLN stanowi gotówka netto szacowana na koniec roku. W rezultacie wzrostu kursu obniżamy naszą rekomendację do TRZYMAJ. W krótkim okresie liczymy na finalizację przeglądu opcji strategicznych biznesu marketingowego, która może zakończyć się transakcją sprzedaży całego biznesu. W takim scenariuszu jedynym konsolidowanym biznesem zostałaby software house Fabryty, a więc typ działalności obecnie wysoko wyceniany przez inwestorów bazując na porównywalnych podmiotach z GPW. Mimo obecności na GPW porównywalnych spółek pod względem profilu biznesowego, zwracamy jednak uwagę na istotnie mniejszą skalę działalności oraz wolniejsze tempo wzrostu przychodów Fabryty w porównaniu do Spyrosoft czy Software Mind z grupy Ailleron.

mIn PLN	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	y/y	q/q
Przychody	32,2	28,9	27,1	35,7	31,3	25,4	24,7	29,4	32,4	3%	10%
EBITDA	3,3	3,2	3,4	3,0	2,3	3,1	2,0	3,0	2,6	10%	-13%
EBIT	1,6	1,5	1,8	1,4	1,6	2,3	1,4	2,3	1,9	17%	-17%
Zysk netto	0,7	1,0	1,1	1,0	1,0	20,7	0,5	1,5	1,4	38%	-10%
P/E12M trailing	19,8	21,9	23,4	22,1	20,3	3,5	3,6	3,5	3,4		
EV/EBITDA 12M trailing	5,4	5,6	5,8	6,3	7,2	4,2	6,3	6,5	6,1		
zmiana przychodów r./r.	19%	6%	-7%	-2%	-3%	-12%	-9%	-18%	3%		
marża EBITDA	10,3%	11,1%	12,5%	8,4%	7,5%	12,1%	8,1%	10,1%	8,0%		
marża EBIT	5,0%	5,1%	6,5%	4,0%	5,1%	9,1%	5,7%	7,7%	5,8%		
marża netto	2,1%	3,3%	4,1%	2,8%	3,2%	81,5%	2,0%	5,2%	4,2%		

## Trzymaj

(Poprzednia: Kupuj, 30 PLN)

**Cena docelowa: 35 PLN**

Cena bieżąca: 33,5 PLN

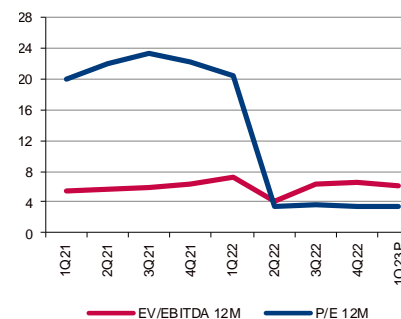
Potencjał wzrostu: 4%

Raport za I kw. '23

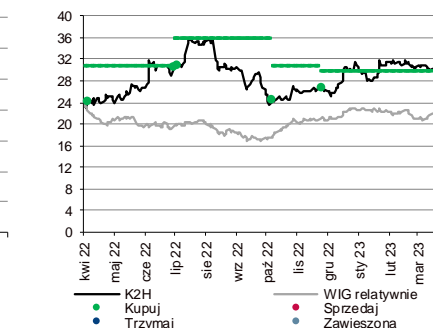
25.05.2023

DANE SPÓŁKI		HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Ticker	K2H	Kupuj	12.12.2022	30
Sektor	TMT	Kupuj	24.10.2022	31
Kurs (PLN)	33,5	Kupuj	21.07.2022	36
52 tyg. min/max (PLN)	22 / 36	Kupuj	18.07.2022	36
Liczba akcji (mIn szt.)	2,5	Kupuj	22.04.2022	31
Kapitalizacja (mIn PLN)	83	Kupuj	09.12.2021	31
S&P Global ESG Scores	-	Kupuj	21.10.2021	31
Sr. obroty 3M (mIn PLN)	0,05	Kupuj	03.09.2021	33
Zmiana kursu	1M 7,4%	3M 10,7%	1Y 42,5%	

### P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



### WYKRES K2H NA TLE WIG



mIn PLN	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	120	123,8	110,8	121,4	129,4	136,9
EBITDA	15	12,9	10,4	11,9	12,6	13,5
EBIT	8	6,3	7,6	9,0	9,6	10,3
Zysk netto	4	3,7	23,7	6,5	6,8	7,2
EPS (PLN)	1,74	1,6	9,6	2,7	2,8	2,9
DPS (PLN)	0,0	1,1	8,4	1,5	1,8	1,8
P/E (x)	19,3	20,7	3,3	11,9	11,3	10,8
EV/EBITDA (x)	5,2	6,3	6,5	5,8	5,1	4,5
P/BV (x)	3,0	2,7	2,5	2,3	2,2	2,0
DY (%)	0,0%	3,1%	25,1%	4,5%	5,4%	5,4%

Wycena / waga	Obecna		Poprzednia		Zmiana				
Wycena DCF	34,0	50%	28,9	50%	18%				
Wycena porównawcza	30,0	20%	26,0	25%	16%				
Wycena SOTP	39,1	30%	35,2	25%	11%				
Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
mIn PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	121,4	121,6	0%	129,4	129,5	0%	136,9	-	-
EBITDA	11,9	11,1	7%	12,6	12,2	3%	13,5	-	-
EBIT	9,0	8,2	10%	9,6	9,2	4%	10,3	-	-
Zysk netto	6,5	5,7	14%	6,8	6,4	6%	7,2	-	-
P/E (x)	12,6	14,4		12,1	12,9		11,5	-	-
EV/EBITDA (x)	5,8	6,6		5,1	5,7		4,5	-	-
P/BV (x)	2,3			2,2			2,0	-	-
DY (%)	4,5%			5,4%			5,4%	-	-
Wskaźniki rynkowe	2021	2022P	2023P	2024P	2025P				
P/E (x)	20,7	3,3	11,9	11,3	10,8				
P/E skor. (x)	20,7	16,4	12,6	12,1	11,5				
P/BV (x)	2,7	2,5	2,3	2,2	2,0				
EV/EBITDA (x)	6,3	6,5	5,8	5,1	4,5				
EV/EBITDA skor. (x)	6,8	7,5	7,1	6,2	5,4				
EV/Sprzedaż (x)	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5				
FCFF Yield (%)	2,3%	4,4%	9,2%	8,1%	9,5%				
DY (%)	3,1%	25,1%	4,5%	5,4%	5,4%				
Wskaźniki finansowe	2021	2022P	2023P	2024P	2025P				
EPS (PLN)	1,6	9,6	2,7	2,8	2,9				
EPS skor. (PLN)	1,6	2,0	2,7	2,8	2,9				
DPS (PLN)	1,1	8,4	1,5	1,8	1,8				
BVPS (PLN)	12,3	13,2	14,4	15,3	16,4				
Wskaźniki operacyjne	2021	2022P	2023P	2024P	2025P				
marża ZBnS (%)	12,8%	14,6%	14,3%	14,4%	14,5%				
marża EBITDA skor. (%)	9,7%	8,0%	8,0%	8,0%	8,2%				
marża EBIT (%)	5,1%	6,8%	7,4%	7,4%	7,5%				
marża netto skor. (%)	3,0%	21,4%	5,4%	5,3%	5,2%				
ROE (%)	13,7%	16,5%	19,2%	18,7%	18,3%				
ROA (%)	6,1%	40,7%	10,7%	10,3%	10,5%				
CAPEX/Sprzedaż (%)	2,5%	2,2%	1,0%	1,1%	1,3%				
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,5	0,9	0,4	0,5	0,5				
Dług netto/kapitał własny (x)	-0,1	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6				
Dług netto/EBITDA (x)	-0,3	-1,7	-1,4	-1,6	-1,8				
Cykl konwersji gotówki (dni)	48	52	44	41	41				
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0				
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	78	79	69	66	65				
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	30	27	24	25	25				

Rachunek wyników (mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody</b>	<b>119,7</b>	<b>123,8</b>	<b>110,8</b>	<b>121,4</b>	<b>129,4</b>	<b>136,9</b>
Koszt własny sprzedaży	-104,1	-108,0	-94,6	-104,0	-110,7	-117,1
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>15,6</b>	<b>15,8</b>	<b>16,2</b>	<b>17,4</b>	<b>18,7</b>	<b>19,9</b>
Koszty sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty ogólnego zarządu	-8,9	-8,9	-8,0	-8,7	-9,3	-9,8
Zysk ze sprzedaży	6,7	6,9	8,2	8,7	9,4	10,1
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	1,3	0,5	0,1	0,3	0,2	0,2
<b>EBITDA</b>	<b>14,7</b>	<b>12,9</b>	<b>10,4</b>	<b>11,9</b>	<b>12,6</b>	<b>13,5</b>
<b>EBITDA skor.</b>	<b>13,5</b>	<b>12,0</b>	<b>8,9</b>	<b>9,7</b>	<b>10,4</b>	<b>11,2</b>
Amortyzacja	-6,7	-6,6	-2,8	-2,9	-3,0	-3,3
<b>EBIT</b>	<b>8,0</b>	<b>6,3</b>	<b>7,6</b>	<b>9,0</b>	<b>9,6</b>	<b>10,3</b>
Wynik na działalności finansowej	-1,0	-0,5	21,2	0,5	0,4	0,2
<b>Zysk brutto</b>	<b>7,0</b>	<b>5,8</b>	<b>28,8</b>	<b>9,4</b>	<b>9,9</b>	<b>10,4</b>
Podatek dochodowy	-2,1	-1,3	-4,3	-1,8	-1,9	-2,0
Zysk mniejszości	0,8	0,7	0,8	1,1	1,2	1,3
<b>Zysk netto</b>	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>	<b>23,7</b>	<b>6,5</b>	<b>6,8</b>	<b>7,2</b>
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>	<b>5,0</b>	<b>6,5</b>	<b>6,8</b>	<b>7,2</b>

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>23,1</b>	<b>8,7</b>	<b>8,9</b>	<b>15,0</b>	<b>13,3</b>	<b>12,3</b>
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>39,4</b>	<b>51,0</b>	<b>47,7</b>	<b>50,8</b>	<b>54,0</b>	<b>57,5</b>
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności handlowe	27,6	25,2	22,9	22,8	23,9	25,0
Gotówka	9,6	10,1	22,2	25,4	27,4	29,8
<b>Aktywa</b>	<b>62,5</b>	<b>59,6</b>	<b>56,6</b>	<b>65,8</b>	<b>67,3</b>	<b>69,8</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>26,1</b>	<b>28,6</b>	<b>32,6</b>	<b>35,5</b>	<b>37,9</b>	<b>40,6</b>
<b>Kapitały mniejszości</b>	<b>2,5</b>	<b>3,2</b>	<b>3,6</b>	<b>4,4</b>	<b>5,0</b>	<b>5,7</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>7,4</b>	<b>2,7</b>	<b>1,8</b>	<b>6,8</b>	<b>5,3</b>	<b>3,8</b>
Zobowiązania oprocentowane	4,7	1,0	0,0	5,0	3,5	2,0
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>26,4</b>	<b>25,0</b>	<b>18,6</b>	<b>19,3</b>	<b>19,2</b>	<b>19,8</b>
Zobowiązania oprocentowane	4,2	5,3	4,3	4,2	3,6	3,6
Zobowiązania handlowe	11,8	8,6	7,7	8,5	9,0	9,5
<b>Pasywa</b>	<b>62,5</b>	<b>59,6</b>	<b>56,6</b>	<b>65,8</b>	<b>67,3</b>	<b>69,8</b>

Rachunek przepływów (mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>17,1</b>	<b>9,5</b>	<b>9,2</b>	<b>10,9</b>	<b>10,1</b>	<b>11,0</b>
Zysk (strata) netto	4,0	3,7	23,7	6,5	6,8	7,2
Amortyzacja	6,7	6,6	2,8	2,9	3,0	3,3
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,9</b>	<b>26,7</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,7</b>
CAPEX	-2,9	-3,1	-2,4	-1,2	-1,5	-1,7
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>-8,5</b>	<b>-6,0</b>	<b>-23,8</b>	<b>-6,5</b>	<b>-6,6</b>	<b>-6,9</b>
Dywidenda	0,0	-2,4	-20,7	-3,7	-4,4	-4,4
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>5,5</b>	<b>0,6</b>	<b>12,1</b>	<b>3,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>
Środki pieniężne na początek okresu	4,1	9,6	10,1	22,2	25,4	27,4
Środki pieniężne na koniec okresu	9,6	10,1	22,2	25,4	27,4	29,8

## Wycena DCF

### Założenia wyceny DCF:

- 1) Stopa wolna od ryzyka na poziomie 6,5% do 2030 oraz 5,0% po tym okresie;
- 2) Premia rynkowa na poziomie 7,5% (metodologia Trigon DM dla Spółek poniżej sWIG80);
- 3) Beta nielewarowana na poziomie 1,0x;
- 4) Rezydualny wzrost FCF (2,5%) niższy o 2,5p.p. od stopy wolnej od ryzyka w okresie rezydualnym (5,0%).

### K2H: wycena DCF

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	TV
Przychody	121,4	129,4	136,9	142,4	148,1	154,0	160,2	166,6	173,3	
EBITDA	11,9	12,6	13,5	14,1	14,6	15,2	15,8	16,5	17,1	
<b>EBIT</b>	<b>9,0</b>	<b>9,6</b>	<b>10,3</b>	<b>10,6</b>	<b>11,0</b>	<b>11,1</b>	<b>11,2</b>	<b>11,4</b>	<b>11,5</b>	
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
<b>NOPLAT</b>	<b>7,3</b>	<b>7,8</b>	<b>8,3</b>	<b>8,6</b>	<b>8,9</b>	<b>9,0</b>	<b>9,1</b>	<b>9,2</b>	<b>9,3</b>	
Amortyzacja	2,9	3,0	3,3	3,4	3,6	4,1	4,6	5,1	5,6	
Nakłady inwestycyjne	-1,2	-1,5	-1,7	-1,8	-1,9	-1,9	-2,0	-2,1	-2,2	
Płatności leasingowe	-2,9	-3,0	-3,0	-3,1	-3,3	-3,4	-3,5	-3,7	-3,8	
Zmiana kapitału obrotowego	0,8	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	
Przejęcia, inne korekty	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>FCF</b>	<b>6,9</b>	<b>5,7</b>	<b>6,3</b>	<b>6,5</b>	<b>6,8</b>	<b>7,2</b>	<b>7,6</b>	<b>7,9</b>	<b>8,3</b>	<b>8,7</b>
Dług / (Dług + Kapitał)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Stopa wolna od ryzyka	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	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 nielewarowana	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Beta lewarowana	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Koszt długu po podatku (%)	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	5,3%
Koszt kapitału własnego (%)	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	12,5%
<b>WACC (%)</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>12,5%</b>

Suma PV FCF 2023-31	37
Stopa w zrostu FCF TV	2,5%
Zdyskontowana TV	25
Dług netto, mniejszości, inne (2022)	-11
Wartość KW (min PLN)	74
Liczba akcji (min)	2,47
Wartość 1 akcji, PLN	29,8
Wyplacona dywidenda na akcję	0,00

**Cena docelowa za 12M** **34,0**

Źródło: Trigon DM

	10,5%	11,5%	12,5%	13,5%	14,5%
	1,5%	35,5	34,0	32,9	31,9
	2,0%	36,3	34,7	33,4	32,3
<b>g</b>	<b>2,5%</b>	<b>37,2</b>	<b>35,5</b>	<b>34,0</b>	<b>32,9</b>
	3,0%	38,3	36,3	34,7	33,4
	3,5%	39,5	37,2	35,5	34,0

## Wycena porównawcza

### Założenia wyceny porównawczej:

- 1) Grupa porównawcza oparta o międzynarodowe spółki z segmentu marketingu oraz o polskie spółki IT;
- 2) Jednakowe wagi dla wszystkich wskaźników (P/E, EV/EBITDA);
- 3) Jednakowe wagi wszystkich lat prognozy ('23-'25P).

### K2H: Wycena porównawcza

Spółka	MC [m EUR]	EV/EBITDA			P/E		
		2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
GLOBANT SA	6 253	16,4	13,2	5,7	28,3	23,1	18,2
ENDAVA PLC- SPON ADR	3 264	14,7	11,9	9,7	22,8	18,5	15,9
GRID DYNAMICS HOLDINGS INC	819	11,4	8,7	6,7	26,3	20,3	16,0
EPAM SYSTEMS INC	15 653	16,7	13,4	11,1	26,6	21,5	17,9
<b>Mediana</b>		<b>15,6</b>	<b>12,6</b>	<b>8,2</b>	<b>26,5</b>	<b>20,9</b>	<b>16,9</b>
WPP PLC	11 579	7,0	6,7	6,5	9,5	8,8	8,1
PUBLICIS GROUPE	18 799	7,1	6,9	6,6	11,2	10,8	10,3
OMNICOM GROUP	17 200	8,7	8,4	8,1	13,0	12,2	11,4
<b>Mediana: marketing zagraniczne (waga 50%)</b>		<b>7,1</b>	<b>6,9</b>	<b>6,6</b>	<b>11,2</b>	<b>10,8</b>	<b>10,3</b>
ASSECO POLAND		5,2	4,9	4,5	13,4	12,8	12,4
COMARCH		3,6	3,1	2,9	11,2	9,7	9,5
ASSECO BUSINESS SOLUTIONS		8,8	8,1	7,5	13,3	12,5	11,7
<b>Mediana: IT spółki polskie (waga 50%)</b>		<b>5,2</b>	<b>4,9</b>	<b>4,5</b>	<b>13,3</b>	<b>12,5</b>	<b>11,7</b>
<b>średnia ważona</b>		<b>6,2</b>	<b>5,9</b>	<b>5,6</b>	<b>12,3</b>	<b>11,7</b>	<b>11,0</b>
<b>Wycena na akcję</b>		<b>28</b>	<b>28</b>	<b>29</b>	<b>33</b>	<b>32</b>	<b>32</b>
<b>średnia wycena dla poszczególnych wskaźników</b>		<b>28</b>			<b>32</b>		
<b>średnia wycena porównawcza</b>		<b>30</b>					

Źródło: Bloomberg, Trigon DM, wyniki za 2022 skor. o zysk ze sprzedaży Oktawave

## Wycena sum-of-the-parts

### WYCENA SUM-OF-THE-PARTS

#### Fabrity

Spółka	P/E trailing
Spyrosoft	29,5
Comarch	10,2
Asseco Poland	13,6
Ailleron	19,4
Mediana	16,5
Fabrity szac. z. netto (mln PLN)	4,5
Wycena Fabrity (mln PLN)	71,0
<b>Wycena 80% Fabrity (mIn PLN)</b>	<b>56,8</b>

#### PerfectBot

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

#### Pozostałe (Marketing bez botów, pozostałe, gotówka)

	Target EV/EBITDA	Target EV/EBIT
Przyjęta w artosć docelow a mnoznika wyceny	5,5	7,0
EBITDA skor. w 2023e (mln PLN)	2,4	
EBIT skor. w 2023e (mln PLN)		2,2
Gotów ka netto (koniec 4Q22)	17,9	17,9
<b>Wycena (mIn PLN)</b>	<b>31,3</b>	<b>33,1</b>

#### Podsumowanie

	mIn PLN	mIn PLN	na akcję min	na akcję max
Fabrity	56,8	56,8	23,0	23,0
PerfectBot	7,5	7,5	3,0	3,0
Pozostałe i gotów ka	31,3	33,1	12,7	13,4
<b>Wycena razem (PLN na akcję)</b>			<b>38,7</b>	<b>39,5</b>
<b>Średnia wartość na akcję</b>			<b>39,1</b>	

Źródło: Bloomberg, sprawozdania spółek, Trigon DM

## Podsumowanie wyceny

Ustalona cena docelowa (TP) 1 akcji Spółki bazuje w 50% na metodzie dochodowej, 20% na wycenie porównawczej oraz w 30% na wycenie sum-of-the-parts. Główne czynniki ryzyka zostały szczegółowo omówione w raporcie inicjującym.

**Wycena na akcję**  
 min max  
**23,0 23,0**

**Wycena na akcję**  
 min max  
**3,0 3,0**

**Wycena na akcję**  
 min max  
**12,7 13,4**



## Trigon Dom Maklerski S.A.

Plac Unii, Budynek B, ul. Puławska 2  
02-566 Warszawa  
T: +48 2211 11 | F: +48 2211 12  
<http://www.trigon.pl> | E: [repcja@trigon.pl](mailto:repcja@trigon.pl)

### EQUITY RESEARCH TEAM

**Grzegorz Kujawski**, Head of Research  
*Konsument, Finanse*

**Maciej Marciniowski**, Deputy Head of Research  
*Strategia, Banki, Finanse*

**Kacper Koproń**  
*Gaming, TMT*

**Katarzyna Kosiorek**  
*Biotechnologia*

**Michał Kozak**  
*Paliwa, Chemia, Energetyka*

**Dominik Niszczyński**  
*TMT*

**Łukasz Rudnik**  
*Przemysł, Wydobycie*

**David Sharma**  
*Budownictwo, Deweloperzy, Materiały budowlane*

### 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 wybrany 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

RFRR - 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 oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.  
 Dokument sporządził: 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 metody oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto model DCF, wycenę porównawczą oraz metodę 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](http://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, informacje w nim zawarte 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 sporządzaniu 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.

Ponadto 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 otrzymują 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](http://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 rozpowszechnienie 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](http://www.doakcji.trigon.pl), [www.trigon.pl](http://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: 24 kwietnia 2023 r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 24 kwietnia 2023 r. godz.: [8:00]