

K2 Holding

Prostsza struktura, gotówka na rozwój

Kupuj

(Poprzednia: Kupuj, 31 PLN)

Cena docelowa: 36 PLN

Potencjał wzrostu: +24%

Od momentu publikacji informacji o negocjacjach z Netią odnośnie sprzedaży Oktawave kurs K2 Holding wzrósł o 7,5 PLN na akcję, natomiast w stosunku do indeksu WIG outperformance wyniósł 54%, to jest prawie 12 PLN na akcję. Ostateczny wynik negocjacji skutkowało zawarciem transakcji o wartości 33,7mln PLN (EV) oraz szacunkowymi wpływami gotówkowymi do K2 Holding w wysokości 26,1mln PLN (pod podatku i kosztach transakcji), co odpowiada 11,3 PLN na akcję. Oktawave nie generował w ostatnich latach dodatnich przepływów pieniężnych i nie był z tego powodu w wystarczającym stopniu uwzględniany w wycenie holdingu. Wskutek sprzedaży pewnym obciążeniem dla spółki mogą być koszty wcześniej przypisane do Oktawave a w kolejnych kwartałach obciążające pozostałe segmenty (około 1mln PLN w skali roku). Z drugiej strony na początku 2023r. wygasa umowa K2 Holding na wynajem biura, a wynajem nowej powierzchni może przynieść oszczędności również zbliżone do 1mln PLN rocznie. Jednocześnie spółce udało się już podjąć część powierzchni biurowej, co wpłynie na wynik w drugim półroczu. Wyraźna pozytywna reakcja inwestorów na transakcję ogranicza już naszym zdaniem krótkoterminowy potencjał do wzrostu, choć w 12 miesięcznej perspektywie nadal widzimy blisko 20 procent niedowartościowania. W najbliższym czasie pozytywnymi katalizatorami dla kursu mogą być 1) powrót Fabryty do generowania wyższego wyniku operacyjnego po kilku kwartałach spowolnienia i ujemnych dynamik zysku r/r, 2) pozyskanie partnera dla projektu PerfectBot, co urealni wycenę tej spółki zależnej, obciążającej obecnie wynik operacyjny holdingu stratą około 1-1,5mln PLN rocznie, 3) niewielka akwizycja rozbudowująca kompetencje grupy w segmencie software.

Segment software pozostanie głównym kontrybutorem do wyniku. W naszych prognozach na lata 2023-2024 Fabryty odpowiada za 80% wyniku skor. EBITDA oraz zysku operacyjnego grupy K2H. W 1Q'22 przychody Fabryty urosły o 25% r/r i sądzimy, że dynamika zbliżona do 20% powinna utrzymać się w kolejnych kwartałach, a w całym roku prognozujemy przychody wyższe o 21% do 48mln PLN. Skala biznesu Fabryty jest teraz 4-5x mniejsza od notowanego Spyrosoft czy PGS Software (odpowiednio 174mln PLN i 203mln PLN przychodów w 2021, wzrosty r/r odpowiednio +54% i + 42% r/r), co skutkuje pewnym dyskontem - sądzimy, że niedroga akwizycja zwiększająca skalę biznesu i wspierająca kompetencje grupy mogłaby zostać dobrze przyjęta przez rynek.

Projekt PerfectBot. PerfectBot generuje około 2% przychodów operacyjnych grupy, ale ma potencjał do istotnej poprawy skali. Spółka pracuje nad pozyskaniem inwestora zewnętrznego, co z dużym prawdopodobieństwem powinno wydarzyć się w ciągu najbliższych miesięcy. Ewentualna transakcja zmniejszy nakłady na dofinansowanie ze strony K2 Holding, a jednocześnie będzie skutkowało urealnieniem wyceny biznesu, choć w przeciwieństwie do transakcji Oktawave zakładalibyśmy jedynie rozwodnienie udziałów, bez bezpośredniego wpływu gotówki do K2H. W wyniku podniesienia kapitału niewykluczone będzie zmniejszenie udziału K2H do poniżej 50%, a w konsekwencji zaprzestanie metody pełnej konsolidacji, co poprawiłoby wynik operacyjny holdingu.

Wycena i rekomendacja. Nasza cena docelowa bazuje na kilku metodach wyceny, przy czym 50% wagi przykładamy do metody DCF, 25% do wyceny porównawczej oraz 25% do wyceny sum-of-the-parts. Nasza 12-miesięczna cena docelowa to 36 PLN co implikuje podtrzymanie rekomendacji KUPUJ.

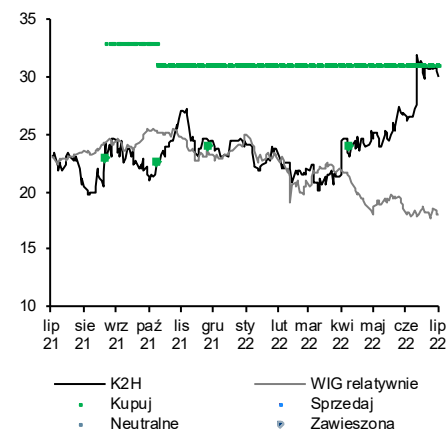
mIn PLN	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody	109,7	119,7	123,8	122,8	118,6	124,4
EBITDA	6,2	14,7	12,9	25,0	10,8	11,7
EBIT	-1,4	8,0	6,3	21,0	8,2	8,8
Zysk netto	-1,8	4,0	3,7	16,4	6,2	6,5
EPS (PLN)	-0,74	1,74	1,62	7,05	2,68	2,81
P/E (x)	-	16,7	17,9	4,1	10,8	10,3
EV/EBITDA (x)	13,3	5,4	5,9	2,5	5,9	5,0
P/BV (x)	3,3	2,6	2,3	2,0	1,9	1,7
DY (%)	1,7%	1,5%	3,6%	29,0%	5,2%	6,2%

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

DANE SPÓŁKI

Ticker	K2H		
Sektor	IT		
Kurs (PLN)	29,00		
52 tyg. min/max (PLN)	19 / 32,1		
Liczba akcji (mln szt.)	2,3		
Kapitalizacja (mln PLN)	67		
Free-float	40,8%		
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0,10		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	9,0%	17,9%	25,0%

KURS NA TLE WIG



HISTORIA REKOMENDACJI

	Data	Wycena
Kupuj	22.04.2022	31,00
Kupuj	09.12.2021	31,00
Kupuj	21.10.2021	31,00
Kupuj	03.09.2021	33,00

AKCJONARIAT

	Udział %
IPO UNIPESOAL LDA	26,1%
Janusz Żebrowski	17,5%
FRAM FIZ	10,4%
UNIQA OFE	5,2%

WAŻNE DATY

Raport II kw. '22	30.08.2022
Raport III kw. '22	24.11.2022

ANALITYK

Dominik Niszczyński

K2 HOLDING

Bloomberg ticker

K2H PW

Rekomendacja
Kupuj
Cena docelowa (PLN)
36,0
Kurs (PLN)
29,0
Potencjał wzrostu
24%

Poprzednia rekomendacja

Kupuj

Poprzednia cena docelowa (PLN)

31,0

Liczba akcji (mln)

2,3

Kapitalizacja (mln PLN)

67

EV (mln PLN)

76

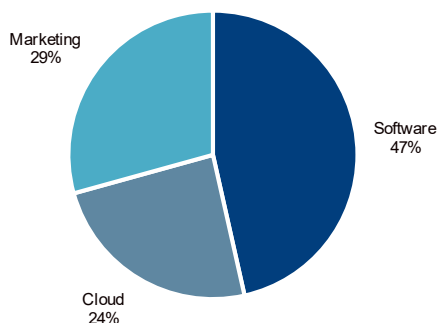
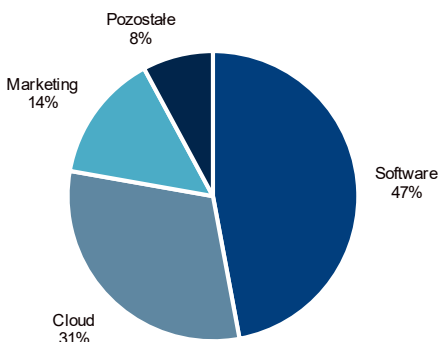
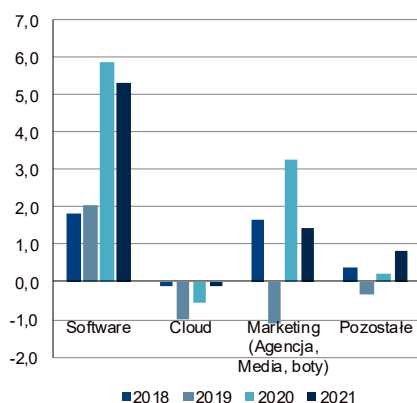
Dominik Niszcz

dominik.niszcz@trigon.pl

T: +48 (22) 4338-390

Wskaźniki rynkowe	2020	2021	2022P	2023P	2024P
P/E (x)	16,7	17,9	4,1	10,8	10,3
P/E skor. (x)	16,7	17,9	13,8	10,8	10,3
P/BV (x)	2,6	2,3	2,0	1,9	1,7
EV/EBITDA (x)	5,4	5,9	2,5	5,9	5,0
EV/EBITDA skor. (x)	5,9	6,4	6,2	6,8	5,9
EV/Sprzedaż (x)	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5
FCF Yield (%)	14,7%	2,9%	6,7%	8,5%	8,8%
DY (%)	0,0%	3,6%	28,9%	5,2%	6,2%

Wskaźniki finansowe	2020	2021	2022P	2023P	2024P
EPS (PLN)	1,7	1,6	7,1	2,7	2,8
EPS skor. (PLN)	1,7	1,6	2,1	2,7	2,8
DPS (PLN)	0,0	1,1	8,4	1,5	1,8
BVPS (PLN)	11,3	12,3	14,4	15,7	16,8
Liczba akcji (mln)	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Kapitalizacja (mln PLN)	67	67	67	67	67
EV (mln PLN)	79	76	62	64	59

Struktura przychodów operacyjnych (2021 r.)

Struktura wyniku EBITDA skor. w 2021 roku

Struktura skor. EBIT (w mln PLN)


Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody	119,7	123,8	122,8	118,6	124,4
Koszt własny sprzedaży	-104,1	-108,0	-107,0	-101,9	-106,6
Zysk brutto ze sprzedaży	15,6	15,8	15,8	16,7	17,8
EBITDA	14,7	12,9	25,0	10,8	11,7
EBITDA skor.	13,5	12,0	9,9	9,4	10,1
Amortyzacja	-6,7	-6,6	-4,0	-2,6	-2,9
EBIT	8,0	6,3	21,0	8,2	8,8
Zysk brutto	7,0	5,8	21,5	9,1	9,5
Zysk mniejszości	0,8	0,7	1,0	1,1	1,2
Zysk netto	4,0	3,7	16,4	6,2	6,5
Zysk netto skor.	4,0	3,7	4,9	6,2	6,5

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przebiegi z działalności operacyjnej	17,1	9,5	9,7	9,2	9,6
Przebiegi z działalności inwestycyjnej	-3,1	-2,9	24,1	-1,0	-1,3
CAPEX	-2,9	-3,1	-2,0	-1,0	-1,3
Przebiegi z działalności finansowej	-8,5	-6,0	-21,5	-5,5	-5,5
Dywidenda	0,0	-2,4	-19,5	-3,5	-4,2
Splata leasingu	-4,4	-4,5	-3,1	-2,4	-2,5
FCF	9,9	2,0	4,5	5,7	5,9
Przebiegi wy pieniężne netto	5,5	0,6	12,3	2,7	2,9

Bilans (mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Aktywa	62,5	59,6	57,3	65,6	67,2
Rzeczowe aktywa trwałe	9,4	3,5	2,0	7,6	5,2
Wartość firmy	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Wartości niematerialne i prawne	7,7	1,3	1,0	1,0	1,3
Gotówka	9,6	10,1	22,4	25,1	28,0
Pasywa	62,5	59,6	57,3	65,6	67,2
Kapitał własny	26,1	28,6	33,3	36,3	39,0
Kapitały mniejszości	2,5	3,2	3,9	4,5	5,2
Zobowiązania oprocentowane	8,9	6,3	4,3	9,2	7,1
Dług netto skor.	-0,8	-3,8	-18,1	-15,8	-20,9
Kapitał obrotowy netto	15,8	16,6	16,9	17,1	17,6

Wskaźniki operacyjne	2020	2021	2022P	2023P	2024P
wzrost sprzedaży (%)	9%	3%	-1%	-3%	5%
wzrost EPS skor. (%)	-	-7%	30%	27%	5%
marża brutto na sprzedaży (%)	13,0%	12,8%	12,8%	14,1%	14,3%
marża EBITDA skor. (%)	11,3%	9,7%	8,1%	7,9%	8,1%
marża EBIT (%)	6,7%	5,1%	17,1%	6,9%	7,1%
marża netto skor. (%)	3,4%	3,0%	4,0%	5,2%	5,2%
ROE (%)	16,8%	13,7%	15,8%	17,8%	17,3%
ROA (%)	6,5%	6,1%	8,3%	10,1%	9,8%
CAPEX/Sprzedaż (%)	2,4%	2,5%	1,7%	0,8%	1,0%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4
Dług netto/kapitał własny (x)	0,0	-0,1	-0,5	-0,4	-0,5
Dług netto/EBITDA (x)	-0,1	-0,3	-0,7	-1,5	-1,8
Cykl konwersji gotówki (dni)	123	112	105	108	105
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	83	78	75	78	76
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	-40	-34	-29	-30	-29

Źródło: Spółka, Trigon DM

Sprzedaż Oktawave

- 21 czerwca spółka sfinalizowała sprzedaż 90% udziałów w Oktawave do Netii za 25,2mln PLN, przy wycenie wartości przedsiębiorstwa EV 33,7mln PLN
- Pełna wartość ceny sprzedaży została zapłacona w dniu transakcji
- Dodatkowo Netia spłaciła zadłużenie Oktawave względem K2 Holding w wysokości 6,5mln PLN
- Jednocześnie K2 Holding zobowiązał się w okresie do dnia 31 maja 2024 r. zlecić na rzecz Oktawave usługi o wartości nie mniejszej niż 887 tys. PLN rocznie
- 22 czerwca Zarząd zarekomendował wypłatę dywidendy w kwocie 8,4 PLN na akcję

Komentarz: Oktawave pozostawał w ostatnich 5 latach nierentowny na poziomie wyniku operacyjnego, a nowy właściciel ma warunki do zapewnienia spółce istotnie szybszej ścieżki rozwoju. Otrzymana gotówka: 1) może zostać przeznaczona na dystrybucję do akcjonariuszy (nie wykluczamy, że po odcięciu dywidendy rynkowa cena akcji spadnie do poziomu, który umożliwiłby uruchomienie skupu akcji własnych, który obecnie zakłada górny limit 25 PLN na akcję), 2) wzmacnia pozycję negocjacyjną grupy przy poszukiwaniu ewentualnego partnera dla PerfectBot, a jednocześnie alternatywnie ułatwia sfinansowanie rozwoju projektu z własnych środków, 3) może wspomóc rozwój Fabrity np. przez selektywne przejęcia lub dofinansowanie kapitału obrotowego w średnim terminie w przypadku szybszego rozwoju biznesu IT. Ponadto w wyniku transakcji uproszczona zostaje struktura grupy, co również powinno wspierać wycenę. Skorygowana EBITDA segmentu cloud za ostatnie 4 kwartały wyniosła 3,75mln PLN (EV/EBITDA 9x) a EBIT 0,05mln PLN.

Podsumowanie konferencji po sprzedaży Oktawave

- Umowa na wynajem biura wygasa za pół roku, a nowa będzie uwzględniać nową strukturę grupy
- Spółka nie spodziewa się żadnych negatywnych konsekwencji sprzedaży na wyniki biznesowe pozostałych segmentów
- Technicznie nie ma więcej kapitałów, żeby zapłacić większą **dywidendę**
- **Usługi wsparcia dla Oktawave** przez grupę to około 1,1-1,2mln PLN rocznie. Do końca roku usługi będą świadczone, ale w dużo mniejszym wymiarze, około 40%. W 2023 nie będą już świadczone, ale z drugiej strony **oszczędności na wynajmie powierzchni biurowej** na poziomie cashowym mają wynieść około 1mln PLN rocznie. Część kosztów wspólnych będzie przypisanych do mniejszej liczby segmentów, ale oszczędności na biurze, powinny to w znacznym stopniu kompensować
- **Kolejne działania i outlook na 2H:** 1) oczekiwany wzrost przychodów, ale presja inflacyjna może wpłynąć na rentowność; 2) priorytetem jest dalszy rozwój segmentu Software; 3) w ciągu kwartału zapadną decyzje dotyczące finansowania PerfectBota; 4) aktualizacja strategii planowana w 3Q/4Q'22

Wycena DCF

Założenia wyceny DCF:

- 1) Stopa wolna od ryzyka na poziomie 6,0% w okresie prognozy szczegółowej, 5,0% do kalkulacji wartości rezydualnej
- 2) Premia rynkowa 7,5%; beta 1,05 (nieco powyżej 1,0 ze względu na udział biznesu marketingowego)
- 3) Rezydualna stopa wzrostu 2,5%;
- 4) Wartość firmy pomniejszamy o wartość udziałów mniejszości w PerfectBot oraz w Fabrity.
- 5) Uwzględniamy w przepływach przyszłe koszty programu motywacyjnego (podejście A. Damodarana) i pomniejszamy wartość spółki o już zaksięgowane koszty co łącznie uwzględnia oczekiwane rozwodnienie.

K2H: wycena DCF

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	TV
Przychody	122,8	118,6	124,4	129,6	134,5	139,7	145,0	150,5	156,2	
EBITDA	25,0	10,8	11,7	12,4	12,8	13,3	13,8	14,3	14,9	
EBIT	21,0	8,2	8,8	9,1	9,4	9,6	9,7	9,9	10,1	
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
NOPLAT	17,0	6,6	7,1	7,3	7,6	7,8	7,9	8,0	8,2	
Amortyzacja	4,0	2,6	2,9	3,3	3,4	3,7	4,1	4,5	4,8	
Nakłady inwestycyjne	-2,0	-1,0	-1,3	-1,5	-1,6	-1,6	-1,7	-1,8	-1,8	
Płatności leasingowe	-3,1	-2,4	-2,5	-2,5	-2,6	-2,7	-2,8	-3,0	-3,1	
Zmiana kapitału obrotowego	-0,4	-0,2	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
Przejęcia, inne korekty	14,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	30,1	5,6	5,7	6,1	6,4	6,7	7,0	7,3	7,7	7,9
Dług / (Dług + Kapitał)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Stopa wolna 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 niewalutowa	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05
Beta walutowa	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05
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 (%)	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	12,9%
WACC (%)	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	12,9%

Suma PV FCF 2022-30	59
Stopa wzrostu FCF TV	2,5%
Zdyskontowana TV	23
Dług netto, mniejszości, inne (2021)	11
Wartość KW (mln PLN)	71
Liczba akcji (mln)	2,3
Wartość 1 akcji, PLN	30,5
Wyplacona dywidenda na akcję	0,00

Cena docelowa za 12M

34,7

		WACC	TV		
		10,9%	11,9%	12,9%	13,9%
	1,5%	36,0	34,7	33,6	32,7
	2,0%	36,8	35,3	34,1	33,1
g	2,5%	37,7	36,0	34,7	33,6
	3,0%	38,7	36,8	35,3	34,1
	3,5%	39,8	37,7	36,0	34,7

Źródło: Trigon DM

Wycena porównawcza

W analizie metodą porównawczą uwzględniamy grupę polskich oraz zagranicznych spółek porównywalnych obecnych w sektorze marketingu a także w biznesie IT bazując na wskaźnikach EV/EBITDA oraz PE. Z uwagi na brak prognoz dla porównywalnej wielkości spółek w segmencie IT oraz marketingu proponujemy wycenę bazującą na dwóch grupach: 1) zagraniczne spółki w obszarze marketingu, 2) wybrane polskie spółki IT. Poglądowo pokazujemy też wyceny globalnych liderów świadczących usługi IT (biznes zbliżony do Fabirity, natomiast polskie podmioty uwzględniamy w wycenie sum-of-the-parts, ale w odniesieniu do wyników historycznych), jednak do odzwierciedlenia potencjału biznesu K2H preferujemy zestawienie z polskimi podmiotami. Z uwagi na wyjątkowo wysoką dywidendę oczekiwaną w tym roku dodajemy jej wartość do wyceny (EV na koniec roku jest już pomniejszone o kwotę dywidendy, co zaniżałoby wartość spółki, podobnie jak nasze prognozy zysku na kolejny rok, które uwzględniają już mniejsze zasoby gotówki po wypłacie dywidendy).

K2H: Wycena porównawcza

Spółka	MC [m EUR]	EV/EBITDA			P/E		
		2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
GLOBANT SA	7 745	20,8	16,9	13,5	38,8	30,9	23,4
ENDAVA PLC- SPON ADR	5 014	26,8	21,4	16,5	39,7	32,7	26,9
GRID DYNAMICS HOLDINGS INC	1 189	23,8	16,6	13,0	47,7	30,8	26,1
EPAM SYSTEMS INC	18 045	23,3	16,0	12,5	37,4	25,8	19,4
Mediana: IT zagraniczne (waga 0%)		23,5	16,7	13,3	39,3	30,8	24,7
WPP PLC	10 336	5,8	5,5	5,2	8,6	7,9	7,2
PUBLICIS GROUPE	11 234	5,2	5,2	4,9	7,9	7,7	7,4
OMNICOM GROUP	13 044	6,6	6,4	6,0	9,9	9,5	8,7
Mediana: marketing zagraniczne (waga 50%)		5,8	5,5	5,2	8,6	7,9	7,4
ASSECO POLAND		5,9	5,5	5,1	13,7	13,4	12,9
COMARCH		4,2	4,0	3,8	10,8	10,5	10,2
ASSECO BUSINESS SOLUTIONS		10,2	9,5	9,0	15,7	14,5	13,7
Mediana: IT spółki polskie (waga 50%)		5,9	5,5	5,1	13,7	13,4	12,9
średnia ważona		5,9	5,5	5,1	11,2	10,6	10,1
K2H		6,2	6,8	5,9	13,8	10,8	10,3
Wycena na akcję (plus dyw. 8,4 PLN)		35,8	32,9	33,1	31,9	36,8	36,9
średnia wycena dla poszczególnych wskaźników			33,9			35,2	
średnia wycena porównawcza				34,6			

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

Wycena sum-of-the-parts

Kolejnym podejściem do wyceny jest sum-of-the-parts bazująca na docelowych mnożnikach i historycznych wynikach grupy porównawczej, zależnie od segmentu.

W biznesie **software** porównujemy spółkę z software housami notowanymi na GPW (najbliższy profilem do Fabirity Spyrosoft ma jednak 4-5x większą skalę i istotnie wyższą dynamikę wzrostu) oraz dwoma notowanymi liderami rynku IT. Z uwagi na brak prognoz dla porównywalnej wielkości graczy porównujemy historyczne wyniki spółek przyjmując do wyceny wskaźniki P/E oraz EV/EBIT.

Uwzględniamy też oddzielnie biznes **PefectBot**. Podchodzimy do wyceny uwzględniając szacowane przez nas przychody i porównujemy na bazie wskaźnika EV/przychody do notowanego InteliWise, które specjalizuje się w automatyzacji obsługi klientów w tym oferując Chatboty i Voiceboty. Zwracamy uwagę na wysokie wyceny porównywalnych start-upów w segmencie Chatbotów i Voicebotów w Polsce, w szczególności Zowie, które w ostatniej rundzie finansowania pozyskało 14mln USD, w tym od Tiger Global Management.

Dla pozostałych biznesów przyjęliśmy docelowe wskaźniki EV/EBITDA 5x i EV/EBIT 6x bazując na wycenach spółek w sektorze marketingu. Mnożniki odnosimy do łącznych prognozowanych wyników segmentów marketingu (bez botów) i pozostałych.

WYCENA SUM-OF-THE-PARTS
Fabrity

Spółka	2021 EV/EBIT	2021 P/E	Wycena na akcję	
Spyrosoft	16,7	22,3		
Comarch	5,9	11,2		
Asseco Poland	6,7	12,6		
Software Mind / Ailleron*	13,0	18,2		
Mediana	9,8	15,4		
Fabrity EBIT segm. software / szac. z. netto (mln PLN)	5,3	4,3		
Wycena Fabrity (mln PLN)	52,3	66,0	min	max
Wycena 80% Fabrity (mln PLN)	41,8	52,8	18,0	22,8

* przyjęliśmy P/E dla Ailleron i wycenę transakcji sprzedaży udziałów (szacowaną) w Software Mind do EBIT segmentu

PerfectBot

	EV/Sprzedaż	EV/Sprzedaż	Wycena na akcję	
Inteli ise (mnożnik EV/LTM sales)	5,8	5,8		
PerfectBot - szacowana roczna sprzedaż (mln PLN)*	1,4	1,8		
Wycena (mln PLN)	8,4	10,5		
Wycena 82% PerfectBot (mln PLN)	6,9	8,6	3,0	3,7

*zakładając 120-150 tys. miesięcznie przychodów

Pozostałe (Marketing bez botów, pozostałe, gotówka)

	Target EV/EBITDA	Target EV/EBIT	Wycena na akcję	
Przyjęta w artosć docelowa mnożnika wyceny	5,0	6,0		
EBITDA skor. w 2023e (mln PLN)	3,1			
EBIT skor. w 2023e (mln PLN)		2,6		
Gotówka netto (koniec 1Q22 + wpływ ze sprzed. Oktawave)	25,5	25,5	min	max
Wycena (mln PLN)	40,8	41,2	17,6	17,8

Podsumowanie

	mln PLN	mln PLN	na akcję min	na akcję max
Fabrity	41,8	52,8	18,0	22,8
PerfectBot	6,9	8,6	3,0	3,7
Pozostałe i gotówka	40,8	41,2	17,6	17,8
Wycena razem (PLN na akcję)			38,6	44,3
Średnia wartość na akcję			41,4	

Źródło: Bloomberg, sprawozdania spółek, Trigon DM

Podsumowanie wyceny. Z uwagi na złożony charakter grupy w wycenie oprócz tradycyjnych metod dochodowej oraz porównawczej uwzględniamy także wycenę sum-of-the-parts. Nasza średnia ważona wycena implikuje wartość kapitałów na akcję na poziomie 36 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Wycena	Waga
Wycena DCF	35	50%
Wycena porównawcza	35	25%
Wycena sum-of-the-parts	41	25%
Średnia ważona	36	

Źródło: Szacunki Trigon DM

Wyniki finansowe i prognozy

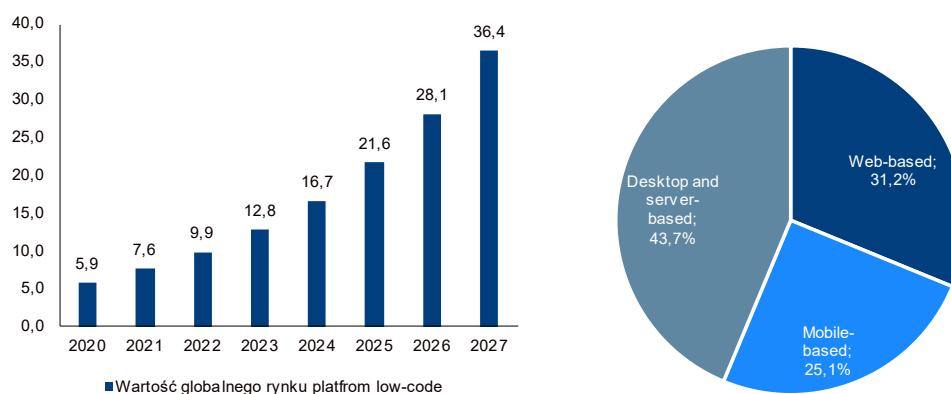
Podsumowanie 1Q'22 - Fabrity

Przychody Fabrity wzrosły r/r o 25% do 11,7mln PLN, natomiast przychody operacyjne (usługi własne) były wyższe o 24% r/r do 10,4mln PLN. Wzrosty przychodów powiązane były głównie z rozwojem współpracy z klientami pozyskanymi przed końcem 2021. Wynik operacyjny spadł r/r z 1,69mln PLN do 1,13mln PLN.

Na dynamikę przychodu pozytywnie wpłynęli klienci m.in. z sektora opieki zdrowotnej i branży finansowej. Kilku nowych klientów zostało pozyskanych w 1Q'22 w tym duża międzynarodowa firma leasingowa.

Obszar low-code. W 2021 Fabrity informowało o istotnym wzroście wolumenu usług pochodzących z obszaru low-code, w tym własnej platformy low-code (Fast App, [LINK](#)). Narzędzia low-code (platforma niskokodowa) to oprogramowanie umożliwiające budowę aplikacji głównie w sposób wizualny, za pomocą diagramów, grafów lub formularzy bez konieczności znajomości języków programowania. Obecnie low-code stanowi nieznaczny udział przychodów Fabrity ale perspektywy, szczególnie na rynkach zagranicznych są optymistyczne, przy globalnym CAGR 2020-27 oczekiwanym na poziomie 30%.

Wartość globalnego rynku platform low-code (mld USD), podział rynku wg. platform (2021r.)



Źródło: Mordor Global Industry Reports

Podsumowanie 1Q'22 - Marketing

PerfectBot. Spółka skupiła się w 1Q'22 na rozwoju konsoli koniecznej do skalowania produktu na rynkach zagranicznych. Spółka wdrażała też rozwiązanie u nowych polskich klientów i pracowała nad testowym wdrożeniem w USA. PerfectBot obsługiwał 14 firm z branży e-commerce.

K2 Precise. Przychody i zyski biznesu K2 Precise (wsparcie dla e-commerce, kampanie digitalowe, social, programmatic, SEO/SEM) były na poziomie zbliżonym r/r. Spółka pozyskała kilku nowych klientów (m.in. współpraca z dużym producentem elektroniki, kontrakt dla firmy z branży wyposażenia wnętrz, rozszerzenie współpracy z dużym klientem e-commerce).

K2 Create. Łączne raportowane przychody w 1Q'22 były niższe r/r, ale wzrosły przychody operacyjne. Spółka realizowała m.in. kampanie dla serwisu Morizon.pl, wygrała kolejny przetarg Pepsi oraz pozyskała m.in. Google dla którego rozpoczęła już realizację pierwszej kampanii.

Łącznie w segmencie marketingu przychody operacyjne wzrosły o 2% r/r do 5,8mln PLN, a EBIT skor. był wyższy o 8% r/r i wyniósł 0,5mln PLN.

Prognozy wyników za 2Q22

Wyniki finansowe w podziale na segmenty

mln PLN	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	y/y	q/q
Przychody	27,0	27,2	29,0	36,5	32,2	28,9	27,1	35,7	36,1	30,8	7%	-15%
Przychody operacyjne	15,7	15,8	16,5	18,5	17,9	18,6	18,1	20,5	20,7	20,3	9%	-2%
Software	6,5	6,5	8,1	8,8	8,3	8,5	8,6	10,2	10,4	10,2	20%	-1%
Cloud	4,0	4,1	4,2	4,2	4,2	4,5	4,8	5,0	5,0	5,0	12%	1%
Marketing	5,7	5,9	5,0	6,4	5,7	6,0	5,1	5,7	5,8	5,4	-10%	-7%
Pozostałe i wyłączenia	-0,6	-0,7	-0,9	-0,9	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-	-
EBITDA	3,2	3,6	4,1	3,9	3,3	3,2	3,4	3,0	3,0	17,5	448%	484%
EBITDA skor.	2,8	3,2	3,8	3,6	3,1	3,0	3,1	2,8	2,6	3,0	2%	16%
Software	1,1	1,2	2,2	1,7	1,8	1,2	1,3	1,3	1,2	1,8	44%	47%
Cloud	0,8	1,0	0,9	0,6	0,6	0,6	1,2	1,2	0,7	0,8	25%	15%
Marketing	0,9	1,0	0,6	1,1	0,5	0,8	0,4	0,0	0,5	0,3	-67%	-45%
Pozostałe i wyłączenia	0,1	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	-38%	-14%
EBIT	1,5	1,9	2,5	2,2	1,6	1,5	1,8	1,4	1,4	16,0	981%	1056%
EBIT skor.	1,7	2,1	2,6	2,5	1,9	1,8	2,1	1,7	1,5	2,0	12%	30%
Software	1,0	1,1	2,1	1,6	1,7	1,2	1,3	1,2	1,1	1,7	47%	50%
Cloud	-0,2	0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4	0,3	0,4	-0,2	-0,1	-	-
Marketing	0,9	0,9	0,5	1,0	0,4	0,8	0,4	0,0	0,4	0,2	-74%	-53%
Pozostałe i wyłączenia	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	-40%	-16%
Zysk netto	0,5	1,4	1,4	0,8	0,7	1,0	1,1	1,0	1,0	12,7	1225%	1187%
P/E12M trailing	-	43,9	19,8	17,8	17,2	19,0	20,2	19,1	17,6	4,5		
EV/EBITDA 12M trailing	12,1	7,7	6,3	5,7	5,4	5,6	5,8	6,2	6,7	2,1		
zmiana przychodów r./r.	0%	20%	11%	10%	19%	6,3%	-6,5%	-2,3%	12,0%	6,5%		
marża EBITDA	11,8%	13,1%	14,2%	10,6%	10,3%	11,1%	12,5%	8,4%	8,3%	57,0%		
marża EBIT	5,5%	7,0%	8,5%	6,0%	5,0%	5,1%	6,5%	4,0%	3,8%	51,9%		
marża netto	2,0%	5,0%	4,7%	2,2%	2,1%	3,3%	4,1%	2,8%	2,7%	41,4%		
Dług netto		1,0	0,4	-0,8	-4,1	-2,8	-5,0	-3,8	0,6	-26,5		

Zródło: dane spółki, Trigon DM

- Raportowane wyniki będą pod wpływem transakcji sprzedaży Oktawave, natomiast skor. wyniki powinny odzwierciedlać poprawę w biznesie Software, przy jednoczesnym pogorszeniu wyniku w marketingu.
- W Fabrity liczymy na kontynuację silnych wzrostów przychodów operacyjnych, które powinny utrzymać się na poziomie ponad 10mln PLN. Jednocześnie, po kilku słabszych kwartałach na linii wyniku operacyjnego zakładamy, że spółka wróci na poziom z okresu przełomu 2020 i 2021 roku.
- W Marketingu widoczna będzie presja na wynik związana z utratą przychodów na kontrakcie z Carrefourem, a wynik nadal będzie obciążać stratą biznesu PerfectBot (spowolnienie w e-commerce oraz problemy klientów na rynkach zagranicznych mogą odbić się na dynamice wzrostu).
- Przez ostatni kwartał w grupie konsolidowany będzie biznes cloud Oktawave (w naszych szacunkach prezentujemy jeszcze oddzielnie wyniki operacyjne segmentu).
- Zysk na sprzedaży Oktawave wyniósł 11,5mln PLN, a wpływy gotówkowe (po uwzględnieniu podatku, który zostanie zapłacony) to 26,1mln PLN.

Perspektywa na kolejne okresy

Zakładamy, że biznes **software** pozostanie motorem wzrostu grupy, natomiast w **marketingu** przyjmujemy raczej płaskie wyniki od 2023, po odbudowie portfela klientów, i po słabszym roku 2022. Nie uwzględniamy w naszych prognozach pozyskania inwestora dla PefrectBot, ale ewentualna dekonsolidacja projektu skutkowałaby w pierwszych latach wyjęciem ze sprawozdania ujemnego wyniku operacyjnego w wysokości ponad 1mln PLN rocznie.

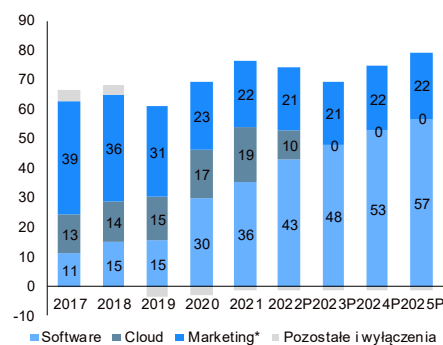
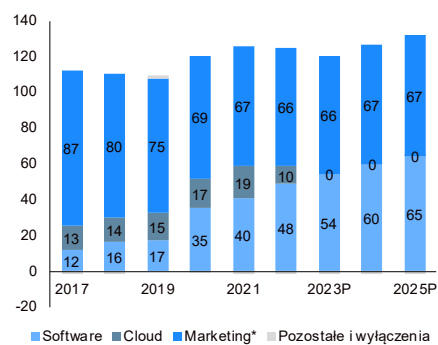
Podsumowanie prognoz

	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	110,3	108,8	109,7	119,7	123,8	122,8	118,6	124,4	129,6
Software	12,1	15,9	17,3	35,1	40,3	48,5	54,3	59,7	64,5
Cloud	12,8	14,0	15,1	16,7	18,5	10,0	0,0	0,0	0,0
Marketing*	87,5	80,4	74,8	68,7	67,0	66,1	66,2	66,6	67,0
Pozostałe i wylączenia	-2,0	-1,5	2,5	-0,8	-2,0	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9
Przychody operacyjne	66,8	68,1	57,7	66,5	75,1	72,9	68,1	73,2	77,9
Software	11,4	15,0	15,5	29,9	35,6	42,9	48,0	52,8	57,0
Cloud	12,8	14,0	15,0	16,6	18,5	10,0	0,0	0,0	0,0
Marketing*	38,6	35,8	30,6	23,1	22,4	21,4	21,5	21,9	22,3
Pozostałe i wylączenia	4,0	3,3	-3,3	-3,0	-1,5	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5
EBITDA	10,4	8,0	6,5	14,7	12,9	25,0	10,8	11,7	12,4
EBITDA skor.	10,4	8,7	5,5	13,5	12,0	9,9	9,4	10,1	10,5
Software	1,3	2,1	2,2	6,2	5,6	6,8	7,5	8,0	8,4
Cloud (Oktaw ave)	3,4	3,3	3,4	3,3	3,7	1,4	0,0	0,0	0,0
Marketing*	5,2	2,7	0,1	3,6	1,7	1,0	1,6	1,9	1,9
Pozostałe	0,5	0,6	-0,2	0,4	0,9	0,7	0,3	0,2	0,2
EBIT	5,1	3,0	-1,4	8,0	6,3	21,0	8,2	8,8	9,1
EBIT skor.	5,1	3,7	-0,4	8,8	7,5	7,4	8,5	9,1	9,4
Software	1,1	1,8	2,0	5,9	5,3	6,4	7,1	7,5	7,9
Cloud (Oktaw ave)	-0,4	-0,1	-1,0	-0,5	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0
Marketing*	4,2	1,7	-1,1	3,3	1,5	0,7	1,3	1,5	1,5
Pozostałe	0,1	0,4	-0,3	0,2	0,8	0,6	0,1	0,1	0,0
Zysk netto po mniejszościach	3,8	2,3	-1,8	4,0	3,7	16,4	6,2	6,5	6,4

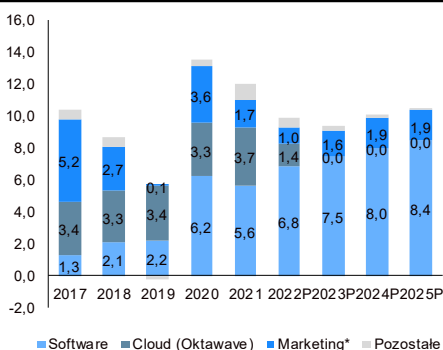
Źródło: Spółka, szacunki Trigon DM

*Segment marketing obejmuje agencję, dom mediowy, boty, oraz przed 2020 K2DP (obecnie w Software)

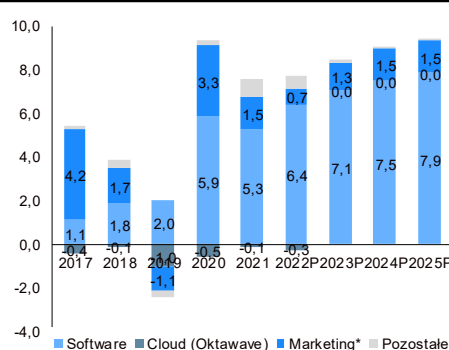
Prognoza przychodów w segmentach (mln PLN) Przychody operacyjne (mln PLN)



EBITDA skor. w segmentach (mln PLN)



EBIT skor. w segmentach (mln PLN)



Źródło: Spółka, szacunki Trigon DM

Czynniki ryzyka

- **Ryzyko związane ze wzrostem konkurencji** - Grupa jest stosunkowo niewielkim podmiotem, zależnym od sytuacji rynkowej. W szczególności 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).
- **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.
- **Ryzyko związane z niewywiązywaniem się klientów z dotrzymania terminów płatności** - Zwracamy uwagę na wysoki poziom należności w grupie, który na koniec 1Q22 wynosił 30,8mln PLN, to jest ponad 13 PLN na akcję. Mimo istotnego zaangażowania kapitału pracującego historycznie odpisy należności były niewielkie, 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. Obecne osłabienie PLN powinno sprzyjać grupie w drugim półroczu.

Rachunek wyników (mln PLN)

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody	109,7	119,7	123,8	122,8	118,6	124,4
Koszt własny sprzedaży	-102,4	-104,1	-108,0	-107,0	-101,9	-106,6
Zysk brutto ze sprzedaży	7,3	15,6	15,8	15,8	16,7	17,8
Koszty sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty ogólnego zarządu	-9,5	-8,9	-8,9	-8,8	-8,5	-8,9
Zysk ze sprzedaży	-2,3	6,7	6,9	6,9	8,2	8,9
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	0,8	1,3	0,5	14,7	0,3	0,2
EBITDA	6,2	14,7	12,9	25,0	10,8	11,7
EBITDA skor.	5,5	13,5	12,0	9,9	9,4	10,1
Amortyzacja	-7,6	-6,7	-6,6	-4,0	-2,6	-2,9
EBIT	-1,4	8,0	6,3	21,0	8,2	8,8
Wynik na działalności finansowej	-0,5	-1,0	-0,5	0,5	0,9	0,8
Zysk brutto	-1,9	7,0	5,8	21,5	9,1	9,5
Podatek dochodowy	0,1	-2,1	-1,3	-4,1	-1,7	-1,8
Zysk mniejszości	0,0	0,8	0,7	1,0	1,1	1,2
Zysk netto	-1,8	4,0	3,7	16,4	6,2	6,5
Zysk netto skor.	-1,8	4,0	3,7	4,9	6,2	6,5

marża brutto ze sprzedaży	6,6%	13,0%	12,8%	12,8%	14,1%	14,3%
marża EBITDA	5,7%	12,3%	10,4%	20,4%	9,1%	9,4%
marża EBITDA skor.	5,0%	11,3%	9,7%	8,1%	7,9%	8,1%
marża EBIT	-	6,7%	5,1%	17,1%	6,9%	7,1%
marża netto skor.	-	3,4%	3,0%	4,0%	5,2%	5,2%

zmiana przychodów r./r.	1%	9%	3%	-1%	-3%	5%
zmiana w wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	-31%	115%	2%	-1%	6%	7%
zmiana EBITDA skor. r./r.	-37%	146%	-11%	-17%	-6%	8%
zmiana EBIT r./r.	-	-	-21%	233%	-61%	8%
zmiana zysku netto skor. r./r.	-	-	-7%	30%	27%	5%

Źródło: Spółka, Trigon DM

	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
Przychody	36,5	32,2	28,9	27,1	35,7	36,1
Koszt własny sprzedaży	-31,9	-28,5	-25,1	-23,0	-31,4	-32,1
Zysk brutto ze sprzedaży	4,6	3,7	3,8	4,1	4,3	3,9
Koszty sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty ogólnego zarządu	-2,7	-2,3	-2,5	-2,4	-1,7	-2,5
Zysk ze sprzedaży	1,9	1,5	1,3	1,7	2,5	1,4
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
EBITDA	3,9	3,3	3,2	3,4	3,0	3,0
EBITDA skor.	3,6	3,1	3,0	3,1	2,8	2,6
Amortyzacja	-1,7	-1,7	-1,7	-1,6	-1,6	-1,6
EBIT	2,2	1,6	1,5	1,8	1,4	1,4
Wynik na działalności finansowej	-0,2	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	0,1
Zysk brutto	2,0	1,3	1,5	1,6	1,3	1,5
Podatek dochodowy	-1,0	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1	-0,3
Zysk mniejszości	0,2	0,2	0,1	0,1	0,3	0,1
Zysk netto	0,8	0,7	1,0	1,1	1,0	1,0
Zysk netto skor.	0,8	0,7	1,0	1,1	1,0	1,0

marża brutto ze sprzedaży	12,6%	11,6%	13,1%	15,1%	11,9%	10,9%
marża EBITDA skor.	9,9%	9,6%	10,3%	11,6%	7,7%	7,2%
marża EBIT	6,0%	5,0%	5,1%	6,5%	4,0%	3,8%
marża netto skor.	2,2%	2,1%	3,3%	4,1%	2,8%	2,7%

zmiana przychodów r./r.	9,7%	19,2%	6,3%	-6,5%	-2,3%	12,0%
zmiana w wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	24,6%	10,5%	11,5%	-3,3%	-7,6%	5,4%
zmiana EBITDA skor. r./r.	17,0%	8,6%	-8,4%	-16,9%	-23,9%	-15,9%
zmiana EBIT r./r.	-	9,1%	-21,8%	-28,2%	-34,2%	-14,7%
zmiana zysku netto skor. r./r.	115,9%	25,5%	-29,1%	-17,2%	26,2%	47,6%

Źródło: Spółka, Trigon DM

Bilans (mln PLN)

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	27,0	23,1	8,7	6,8	12,6	10,3
Rzeczowe aktywa trwałe	13,0	9,4	3,5	2,0	7,6	5,2
Wartości niematerialne i prawne	7,3	7,7	1,3	1,0	1,0	1,3
Wartość firmy	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
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	5,4	4,7	2,6	2,6	2,6	2,6
Aktywa obrotowe	34,0	39,4	51,0	50,5	53,1	57,0
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności handlowe	26,5	27,6	25,2	25,5	25,4	26,3
Pozostałe	3,4	2,1	15,6	2,6	2,6	2,6
Gotówka	4,1	9,6	10,1	22,4	25,1	28,0
Aktywa	61,1	62,5	59,6	57,3	65,6	67,2
Kapitał własny	21,9	26,1	28,6	33,3	36,3	39,0
Kapitał zakładowy	2,5	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Pozostałe	21,3	19,8	22,5	14,6	27,8	30,1
Zysk (strata) netto	-1,8	4,0	3,7	16,4	6,2	6,5
Kapitały mniejszości	1,7	2,5	3,2	3,9	4,5	5,2
Zobowiązania długoterminowe	11,5	7,4	2,7	1,8	6,8	5,3
Zobowiązania oprocentowane	7,9	4,7	1,0	0,0	5,0	3,5
Pozostałe	3,5	2,7	1,8	1,8	1,8	1,8
Zobowiązania krótkoterminowe	25,9	26,4	25,0	18,5	18,1	17,9
Zobowiązania oprocentowane	7,3	4,2	5,3	4,3	4,2	3,6
Zobowiązania handlowe	11,3	11,8	8,6	8,6	8,3	8,7
Pozostałe	7,4	10,5	11,1	5,6	5,6	5,6
Pasywa	61,1	62,5	59,6	57,3	65,6	67,2
Kapitał obrotowy netto	15,2	15,8	16,6	16,9	17,1	17,6
Dług netto	11,1	-0,8	-3,8	-18,1	-15,8	-20,9
Dług netto skor.	11,1	-0,8	-3,8	-18,1	-15,8	-20,9
Dług netto/EBITDA (x)	1,8	-0,1	-0,3	-0,7	-1,5	-1,8
Dług netto/kapitał własny (x)	0,5	0,0	-0,1	-0,5	-0,4	-0,5
ROE (%)	-	17%	14%	16%	18%	17%
ROA (%)	-	7%	6%	8%	10%	10%
Cykl konwersji gotówki (dni)	136	123	112	105	108	105
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	94	83	78	75	78	76
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	-42	-40	-34	-29	-30	-29

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przepływy z działalności operacyjnej	9,0	17,1	9,5	9,7	9,2	9,6
Zysk (strata) netto	-1,8	4,0	3,7	16,4	6,2	6,5
Amortyzacja	7,6	6,7	6,6	4,0	2,6	2,9
Zmiany w kapitale obrotowym	3,6	3,3	-2,4	-0,4	-0,2	-0,5
Zmiana zapasów	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana należności handlowych	3,2	-0,3	0,0	-0,3	0,1	-0,9
Zmiana zobowiązań handlowych	0,4	0,3	-2,4	-0,1	-0,3	0,4
Pozostałe	-0,4	3,1	1,6	-10,4	0,6	0,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2,3	-3,1	-2,9	24,1	-1,0	-1,3
CAPEX	-3,3	-2,9	-3,1	-2,0	-1,0	-1,3
Pozostałe	0,9	-0,2	0,2	26,1	0,0	0,0
Przepływy z działalności finansowej	-5,4	-8,5	-6,0	-21,5	-5,5	-5,5
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	0,3	-3,2	1,2	0,0	0,0	0,0
Wpływy z emisji akcji	-0,5	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	-1,2	0,0	-2,4	-19,5	-3,5	-4,2
Pozostałe	-4,0	-4,7	-4,7	-2,0	-2,0	-1,3
Przepływy pieniężne netto	1,3	5,5	0,6	12,3	2,7	2,9
Środki pieniężne na początek okresu	2,8	4,1	9,6	10,1	22,4	25,1
Środki pieniężne na koniec okresu	4,1	9,6	10,1	22,4	25,1	28,0

Źródło: Spółka, Trigon DM

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

Research:

Grzegorz Kujawski, Head of Research
Konsument, Finanse

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

Kacper Koproń
Gaming, TMT

Katarzyna Kosiorek
Biotechnologia

Michał Kozak
Paliwa, Chemia, Energetyka

Dominik Niszcz
TMT

Łukasz Rudnik
Przemysł, Wydobywanie

David Sharma
Budownictwo, Deweloperzy, Materiały budowlane

Sales:

Paweł Szczepański, Head of Sales

Paweł Czupryński

Michał Sopiński

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 MiAR”), 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 wpływów 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
 WACC - średni ważony koszt kapitału

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 -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 wycenę DCF, porównawczą oraz wycenę sum-of-the-parts

Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie ulegają 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 Dokumentacie 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 Dokumentacie.

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 Dokumentacie 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 Dokumentacie 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 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.

Pomijając Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzaniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązaniymi 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 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 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 Dokumentacie 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 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 usług w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumentacie 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 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: 18 lipca 2022 r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 18 lipca 2022 r. godz.: [8:30]