

K2 Holding

Przewodnik w cyfrowej transformacji

Kupuj
(Inicjacja)

Cena docelowa: 33 PLN
Potencjał wzrostu: +52%

K2 Holding to grupa firm dostarczająca usługi tworzenia oprogramowania i produktów cyfrowych, cloud computingu, strategii marketingowych oraz marketingu precyzyjnego. Po okresie niższej rentowności w 2019 r. spółka zaskoczyła wynikami w roku 2020, kiedy skokowo wzrosły zyski w biznesie software i mediowym. Poprawa postrzegania przez inwestorów skutkowałą ponad dwukrotnym wzrostem kapitalizacji, a wśród projektów spółki na znaczeniu obok Fabrity zaczął zyskiwać także wzrostowy biznes chatbotów. Korekta kursu w ciągu ostatnich trzech miesięcy stanowi według nas okazję inwestycyjną, szczególnie biorąc pod uwagę to, że perspektywy przed liniami biznesowymi związanymi z IT (software, boty, cloud) pozostają pozytywne, a osiągnięty w 2020 roku wyższy poziom wyników na poziomie przychodowym jak i EBITDA zostanie według nas w kolejnych latach co najmniej utrzymany.

Segment software to główny kontrybutor do wyniku. Spółka jest właścicielem 80% udziałów w Fabrity (software house zapewniający kompleksowe wsparcie w zakresie tworzenia oprogramowania dla biznesu). Wycena samego Fabrity bazująca na zestawieniu z grupą porównawczych spółek notowanych na GPW i NewConnect jest obecnie wyższa niż kapitalizacja grupy K2H, co może wskazywać, że inwestorzy przykładają ujemną wartość do łącznej wartości biznesów infrastruktury chmurowej, marketingu, botów oraz gotówki w grupie. W naszych prognozach na lata 2022-2023 segment software odpowiada za prawie 60% wyniku EBITDA oraz blisko 80% zysku operacyjnego grupy K2H.

Projekt PerfectBot. Obecnie najbardziej wzrostowy biznes w ramach grupy stanowiący nieco powyżej 1% skonsolidowanych przychodów ale z perspektywą istotnej poprawy. PerfectBot to chatbot drugiej generacji wspierający firmy w kontakcie z klientami, wyspecjalizowany w rozwiązywaniu zagadnień dla sektora e-commerce. Grupa świetnych referencyjnych klientów jak IKEA, LPP czy Displate oraz wysoka jakość w porównaniu do wybranych produktów konkurencji będą naszym zdaniem przyczyniać się do wzrostu biznesu w kolejnych latach.

Prognozy 2021-2023. Zakładamy, że spółka utrzyma wyższy poziom wyników po skokowym wzroście skor. wyniku operacyjnego z -0,4mln PLN w 2019 do 8,8mln PLN w 2020 roku dzięki rosnącej kontrybucji z Fabrity. Zakładamy lekki spadek EBIT skor. o 3% r/r w 2021 w związku z niższą rentownością w marketingu ale liczymy na rekordowe wyniki w 2022 roku (+7% r/r do 9,2mln PLN) i 2023 (+13% r/r do 10,5mln PLN) napędzane poprawą w Fabrity i w mniejszym stopniu w biznesie chmurowym.

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 33 PLN co implikuje rekomendację KUPUJ.

Po stronie ryzyk dostrzegamy: 1) możliwe zaostrzenie konkurencji w sektorze software house oraz w marketingu co wpłynęłoby na obniżenie marż, 2) ryzyko utraty klientów, choć nie jest kluczowe z uwagi na skalę dywersyfikacji, 3) ryzyko utraty kluczowych pracowników, szczególnie w biznesie IT, 4) ryzyko wyhamowania tempa wzrostu lub przedłużającego się braku rentowności w projekcie PerfectBot.

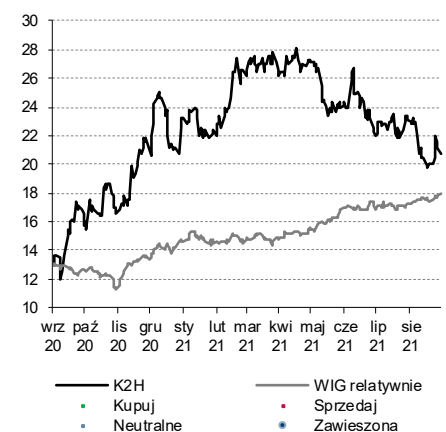
mIn PLN	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	108,8	109,7	119,7	125,7	131,5	136,9
EBITDA	8,0	6,2	14,7	14,3	15,4	17,0
EBIT	3,0	-1,4	8,0	7,4	8,6	10,2
Zysk netto	2,3	-1,8	4,0	4,4	5,3	6,6
EPS (PLN)	0,94	-0,74	1,74	1,88	2,29	2,83
P/E (x)	23,2	-	12,5	11,5	9,5	7,7
EV/EBITDA (x)	7,1	12,8	4,4	4,1	3,5	3,3
P/BV (x)	2,1	2,5	1,9	1,7	1,6	1,4
DY (%)	4,6%	1,9%	0,0%	4,8%	5,5%	6,9%

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

DANE SPÓŁKI

Ticker	K2H		
Sektor	IT		
Kurs (PLN)	21,70		
52 tyg. min/max (PLN)	12 / 29		
Liczba akcji (mln szt.)	2,3		
Kapitalizacja (mln PLN)	50		
Free-float	46,6%		
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0,03		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-6,1%	-10,7%	66,9%

KURS NA TLE WIG



HISTORIA REKOMENDACJI

Data	Wycena

AKCJONARIAT

	Udział %
IPO UNIPESSOAL LDA	20,2%
Janusz Żebrowski	17,5%
FRAM FIZ	10,4%
Piotr Dzięciołowski	5,3%
UNIQA OFE	5,2%

WAŻNE DATY

Raport III kw. '21	23.11.2021
--------------------	------------

ANALITYK

Dominik Niszcz

K2 HOLDING

Bloomberg ticker

K2H PW

Rekomendacja

Kupuj

Cena docelowa (PLN)

33,0

Kurs (PLN)

21,7

Potencjał wzrostu

52%

Poprzednia rekomendacja

Poprzednia cena docelowa (PLN)

Liczba akcji (mln)

2,3

Kapitalizacja (mln PLN)

50

EV (mln PLN)

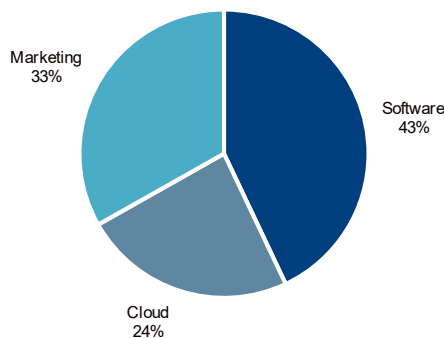
64

Dominik Niszczyński

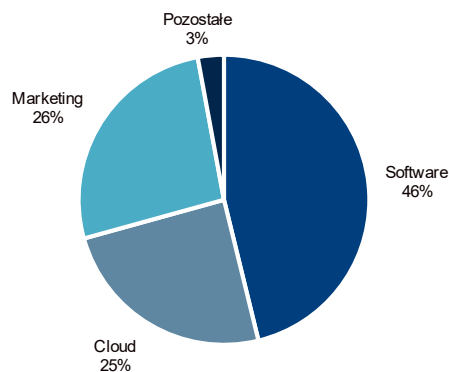
dominik.niszczy@trigon.pl

T: +48 (22) 4338-390

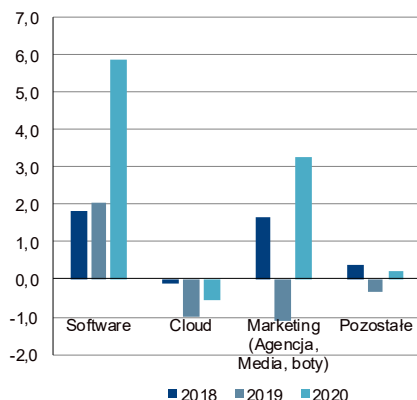
Struktura przychodów operacyjnych (2020 r.)



Struktura wyniku EBITDA skor. w 2020 roku



Struktura skor. EBIT (w mln PLN)



Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021P	2022P	2023P
P/E (x)	-	12,5	11,5	9,5	7,7
P/E skor. (x)	-	12,5	11,5	9,5	7,7
P/BV (x)	2,5	1,9	1,7	1,6	1,4
EV/EBITDA (x)	12,8	4,4	4,1	3,5	3,3
EV/EBITDA skor. (x)	14,5	4,8	4,3	3,9	3,8
EV/Sprzedaż (x)	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4
FCF Yield (%)	4,1%	18,3%	11,0%	11,3%	12,4%
DY (%)	2,2%	0,0%	4,5%	5,2%	6,4%

Wskaźniki finansowe	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EPS (PLN)	-0,7	1,7	1,9	2,3	2,8
EPS skor. (PLN)	-0,7	1,7	1,9	2,3	2,8
DPS (PLN)	0,5	0,0	1,1	1,2	1,5
BVPS (PLN)	8,8	11,3	12,6	14,0	15,4
Liczba akcji (mln)	2,5	2,3	2,3	2,3	2,3
Kapitalizacja (mln PLN)	54	50	50	50	50
EV (mln PLN)	80	64	58	53	56

Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	109,7	119,7	125,7	131,5	136,9
Koszt własny sprzedaży	-102,4	-104,1	-109,2	-113,3	-116,4
Zysk brutto ze sprzedaży	7,3	15,6	16,5	18,2	20,4
EBITDA	6,2	14,7	14,3	15,4	17,0
EBITDA skor.	5,5	13,5	13,4	13,8	14,8
Amortyzacja	-7,6	-6,7	-6,9	-6,9	-6,9
EBIT	-1,4	8,0	7,4	8,6	10,2
Zysk brutto	-1,9	7,0	6,9	8,1	9,7
Zysk mniejszości	0,0	0,8	1,0	1,2	1,3
Zysk netto	-1,8	4,0	4,4	5,3	6,6
Zysk netto skor.	-1,8	4,0	4,4	5,3	6,6

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przeplwy z działalności operacyjnej	9,0	17,1	13,4	14,1	15,0
Przeplwy z działalności inwestycyjnej	-2,3	-3,1	-3,1	-3,7	-4,1
CAPEX	-3,3	-2,9	-3,1	-3,7	-4,1
Przeplwy z działalności finansowej	-5,4	-8,5	-6,3	-7,1	-8,8
Dywidenda	-1,2	0,0	-2,4	-2,8	-3,5
Splata leasingu	-3,6	-4,4	-4,3	-4,3	-4,2
FCF	2,2	9,9	5,9	6,1	6,7
Przeplwy pieniężne netto	1,3	5,5	4,0	3,3	2,1

Bilans (mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Aktywa	61,1	62,5	64,1	67,0	76,6
Rzeczowe aktywa trwałe	13,0	9,4	7,3	6,6	13,1
Wartość firmy	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Wartości niematerialne i prawne	7,3	7,7	6,3	5,6	5,4
Gotówka	4,1	9,6	13,6	17,0	19,1
Pasywa	61,1	62,5	64,1	67,0	76,6
Kapitał własny	21,9	26,1	29,2	32,4	35,8
Kapitały mniejszości	1,7	2,5	3,5	4,2	4,9
Zobowiązania oprocentowane	15,2	8,9	5,9	4,3	9,2
Dług netto skor.	11,1	-0,8	-7,8	-12,7	-9,9
Kapitał obrotowy netto	15,2	15,8	15,9	16,5	16,9

Wskaźniki operacyjne	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wzrost sprzedaży (%)	1%	9%	5%	5%	4%
wzrost EPS skor. (%)	-	-	8%	22%	23%
marża brutto na sprzedaży (%)	6,6%	13,0%	13,1%	13,9%	14,9%
marża EBITDA skor. (%)	5,0%	11,3%	10,7%	10,5%	10,8%
marża EBIT (%)	-1,3%	6,7%	5,9%	6,5%	7,4%
marża netto skor. (%)	-1,7%	3,4%	3,5%	4,0%	4,8%
ROE (%)	-	16,8%	15,7%	17,3%	19,2%
ROA (%)	-	6,5%	6,9%	8,1%	9,1%
CAPEX/Sprzedaż (%)	3,0%	2,4%	2,5%	2,8%	3,0%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6
Dług netto/kapitał własny (x)	0,5	0,0	-0,3	-0,4	-0,3
Dług netto/EBITDA (x)	1,8	-0,1	-0,5	-0,8	-0,6
Cykl konwersji gotówki (dni)	136	123	123	124	124
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	94	83	82	82	81
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	-42	-40	-41	-42	-43

Źródło: Spółka, Trigon DM

Spis treści

<u>Podsumowanie inwestycyjne</u>	4
<u>Wycena DCF</u>	6
<u>Wycena porównawcza i wycena sum-of-the-parts</u>	7
<u>Struktura grupy i model biznesowy</u>	9
<u>Historia, akcjonariat, zarząd, program motywacyjny</u>	10
<u>Strategia do 2023</u>	12
<u>Otoczenie rynkowe</u>	13
<u>Czynniki ryzyka</u>	15
<u>Wyniki finansowe i prognozy</u>	16

Podsumowanie inwestycyjne

Udana transformacja w stronę holdingu technologicznego. Prognozujemy, że w 2022 roku segment Software będzie odpowiadał za 58% wyniku EBITDA grupy, natomiast rozwiązania chmurowe za 24%. Tradycyjna działalność związana z marketingiem odpowiadać będzie za mniej niż 20% wyniku. Stabilizacja na wyższym poziomie udziału w wyniku segmentów technologicznych powinna wpłynąć na poprawę postrzegania spółki przez inwestorów.

Umowy ramowe dla Frontexu, rozwój oferty w oparciu o platformy klasy „low code”. W latach 2017-2020 współpraca z Frontex wygenerowała ponad 2mln EUR przychodu (ponad 2mln PLN średniorocznie). Sądzymy, że spółka poprawi sprzedaż w tej instytucji, biorąc pod uwagę obecność w dwóch kontraktach ramowych na kolejne 4 lata o łącznej wartości 50mln EUR (przychody będą zależne od liczby wygranych konkursów w ramach umów). Ważnym kontrybutorem wzrostu, w szczególności na rynkach zagranicznych, będzie również rozwijana obecnie oferta oprogramowania w oparciu o platformy klasy „low code”. W ostatnim okresie Fabryty rozpoczęło budowę zespołów dostarczających tego typu rozwiązania na platformie „Power Platform” Microsoftu, a dotychczas wdrażało u kilku klientów własną platformę „Fast App”. Rozwiązania „low code” umożliwiają szybkie tworzenie aplikacji biznesowych o niekrytycznym przeznaczeniu i niewielkim stopniu złożoności bez angażowania programistów, bazując na urządzeniach wizualnych.

Dobry track record w rozwijaniu nowych projektów. Historycznie spółka odnosiła sukcesy jeśli chodzi o projekty rozwijane w ramach grupy. Przypominamy o biznesie Audioteka rozwijanym przez dział IT spółki, w którym udziały nabyte zostały w 2009 roku. W 2014 r. za 40% udziałów K2 otrzymała 10mln PLN, osiągając ponad 500proc. stopę zwrotu. Podobnie wzrostowym biznesem okazał się Oktawave. Widzimy potencjał do dalszej budowy wartości w projekcie PerfectBot, przy czym niewykluczone, że odbędzie się to w formie partnerstwa z zewnętrznym inwestorem, zależnie od tempa wzrostu i potrzeb inwestycyjnych spółki.

PerfectBot wyróżnia się na tle konkurencji. Reserach jaki przeprowadziliśmy na rynku Chatbotów polegający m.in. na testowaniu rozwiązań spółki i konkurencji wskazuje naszym zdaniem na możliwość dalszego rozwoju projektu i pozyskanie kolejnych klientów. Poziom rozwiązań wybranych konkurentów zaskakiwał nas często in minus (odsyłanie do konsultanta w odpowiedzi na bardzo proste pytanie, info od automatu o zakończeniu sprawy z sukcesem mimo innego stanu faktycznego), podczas gdy PerfectBot wykazywał zrozumienie nawet niestandardowych fraz i lepiej proponował logiczne ścieżki rozwiązania problemu. Szacujemy, że spółka wygeneruje w tym roku niecałe 2mln PLN przychodu przy blisko 1mln PLN starty operacyjnej. Kluczowe dla dalszego rozwoju będą kolejne pozyskania klientów w biznesie e-commerce zarówno w Polsce jak i na rynku globalnym bazując na rozwijanej obecnie angielskiej wersji.

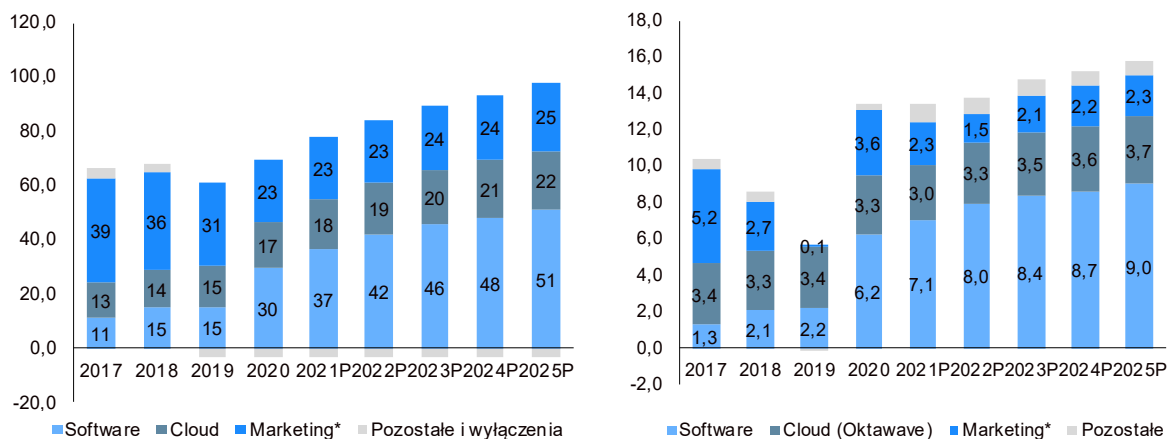
Potencjalne oszczędności kosztów wynajmu biura. Spółka ponosi coroczne koszty opłat leasingowych w wysokości ponad 4mln PLN, z czego znaczną większość stanowią koszty najmu powierzchni biurowej. Sądzymy, że grupa będzie w stanie obniżyć te koszty o 0,5-1mln PLN po roku 2023 dzięki zmniejszeniu wynajmowanej powierzchni.

Mocne oczekiwane wyniki w drugim półroczu w segmencie Software. W ostatnich latach wyraźnie zarysowała się sezonowość biznesu Fabryty ze słabszym pierwszym półroczem, w szczególności drugim kwartałem oraz bardzo mocną drugą połową roku. Zakładamy utrzymanie tego wzorca sezonowości i prognozujemy skor. EBITDA w biznesie software na poziomie 4,1mln PLN w drugim półroczu, po 3,0mln PLN w 1H21, natomiast na rok 2022 szacujemy

wzrost wyniku do 8,0mln PLN.

Marketing coraz bardziej cyfrowy. Zakończenie współpracy z Carrefourem w biznesie K2Precise, choć czasowo wpłynie na rentowność, nie zmienia w dłuższym terminie perspektyw segmentu marketingu, który nadal wyróżnia się doświadczoną kadrą, świetnym portfelem klientów i zapleczem technologicznym, z fokusem na wsparcie e-commerce. Zakładamy że w najbliższych kwartałach spółka będzie w stanie częściowo odbudować lukę po Carrefourze w biznesie marketingowym, choć przejściowo modelujemy spadek rentowności pod koniec obecnego roku i w przyszłym. Zwracamy uwagę na wysoką zmienność wyników w segmencie (częste przetargi na jednorazowe kampanie) co skraca widoczność odnośnie wyników - prognozujemy spadek skor. EBITDA z 3,6mln PLN (wyjątkowo dobry rok) do 1,5mln PLN w 2022.

Prognoza przychodów operacyjnych (I. wykres) i skorygowanego EBIT (p.w.) w mln PLN



Źródło: Spółka, szacunki Trigon DM

Stać i wysoka dystrybucja gotówki do akcjonariuszy. W ostatnich 6 latach spółka wypłaciła łącznie akcjonariuszom w postaci dywidendy i skupu akcji własnych ponad 6 PLN na akcję. Biorąc pod uwagę obecną pozycję gotówkową spółki (gotówka netto na bilansie 1,2 PLN na akcję) i oczekiwaną generację przepływów pieniężnych, zakładamy że spółka będzie w stanie wypłacać nawet większe kwoty w kolejnych latach. Prognozujemy wzrost dywidendy na akcję do 1,2 PLN w roku 2022. Spółka poinformowała też w tym tygodniu o planach **skupu akcji własnych** w celu umorzenia. W okresie od 4 października 2021 do 30 czerwca 2024 w ramach programu spółka może nabyć do 463,5 tys. akcji po cenie nie wyższej niż 25 PLN. Maksymalna pula środków jaka może zostać wykorzystana w ramach skupu to 11,59mln PLN.

Podsumowanie wyceny. Z uwagi na skomplikowany charakter grupy w wycenie oprócz tradycyjnych metod dochodowej oraz porównawczej uwzględniamy także wycenę sum-of-the-parts z zastosowaniem dyskonta z tytułu działalności holdingowej. Nasza średnia ważona wycena implikuje wartość kapitałów na akcję na poziomie 33 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Wycena	Waga
Wycena DCF	31	50%
Wycena porównawcza	34	25%
Wycena sum-of-the-parts	38	25%
Średnia ważona	33	

Źródło: Szacunki Trigon DM

Wycena DCF

Założenia wyceny DCF:

- 1) Stopa wolna od ryzyka na poziomie 2,0%, premia rynkowa 7,5%;
- 2) Współczynnik beta nielewarowana na poziomie 1,1x, rezydualna stopa wzrostu 1,0%;
- 3) Wartość firmy pomniejszamy o wartość udziałów mniejszości w PerfectBot oraz w Fabrity.
- 4) 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

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	>2029
Przychody	125,7	131,5	136,9	141,3	146,0	148,2	150,4	152,7	155,0	
EBITDA	14,3	15,4	17,0	17,8	18,6	18,9	19,2	19,5	19,8	
EBIT	7,4	8,6	10,2	10,8	11,1	11,1	11,1	11,0	11,0	
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
NOPLAT	6,0	7,0	8,2	8,7	9,0	9,0	9,0	8,9	8,9	
Amortyzacja	6,9	6,9	6,9	7,0	7,5	7,8	8,1	8,4	8,7	
Nakłady inw estycyjne	-3,1	-3,7	-4,1	-4,5	-4,9	-5,0	-5,1	-5,1	-5,2	
Płatności leasingowe	-4,3	-4,3	-4,2	-3,5	-3,5	-3,6	-3,7	-3,7	-3,8	
Zmiana kapitału obrotowego	-0,6	-0,5	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
Przejęcia, inne korekty	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF	4,9	5,3	6,3	7,4	7,7	7,8	8,0	8,1	8,3	7,9
Dług / (Dług + Kapitał)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Stopa wolna od ryzyka	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
Premia rynkowa	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	
Beta nielewarowana	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	
Beta lewarowana	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	
Koszt długu po podatku (%)	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	
Koszt kapitału własnego (%)	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	
WACC (%)	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
Suma PV FCF 2021-29	42									
Stopa wzrostu FCF TV	1,0%									
Zdyskontowana TV	36									
Dług netto, mniejszości, inne	15									
Wartość KW (mln PLN)	63									
Liczba akcji (mln)	2,3									
Wartość 1 akcji (PLN, 1/1/2021)	27,0									
Wyplacona dywidenda na akcję	1,05									
Cena docelowa za 12M	30,5									

		8,3%	9,3%	WACC TV	10,3%	11,3%	12,3%
	0,0%	32,6	30,4	10,3%	28,6	27,2	26,0
	0,5%	34,0	31,5		29,5	27,9	26,6
g	1,0%	35,6	32,8		30,5	28,8	27,3
	1,5%	37,4	34,2		31,7	29,7	28,1
	2,0%	39,5	35,8		32,9	30,7	28,9

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 Fabrity, natomiast polskie podmioty uwzględniamy w wycenie sum-of-the-parts ale w odniesieniu do wyników historycznych) ale do odzwierciedlenia potencjału biznesu K2H preferujemy zestawienie z polskimi podmiotami. Biorąc pod uwagę brak dodatkowej kontrybucji do wyniku operacyjnego z cloud (średnio kilkaset tys. straty Oktawave w ostatnich latach), a także brak spółek o takim samym profilu na rynku polskim, nie wyodrębniamy w tabeli podmiotów specjalizujących się w rozwiązaniach chmurowych.

K2H: Wycena porównawcza

Spółka	MC [m EUR]	EV/EBITDA			P/E		
		2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
GLOBANT SA	11 231	51,5	41,2	33,4	88,6	70,1	56,3
ENDAVA PLC- SPON ADR	6 242	50,1	40,5	33,5	78,7	65,2	53,5
EPAM SYSTEMS INC	30 194	49,2	39,6	32,0	74,8	59,6	48,6
Mediana: IT zagraniczne (waga 0%)		50,1	40,5	33,4	78,7	65,2	53,5
WPP PLC	13 639	8,3	7,5	6,9	13,4	11,8	10,6
PUBLICIS GROUPE	14 146	7,7	7,4	7,2	11,6	11,0	10,7
OMNICOM GROUP	13 300	7,5	7,4	7,0	12,0	11,5	10,7
Mediana: marketing zagraniczne (waga 50%)		7,7	7,4	7,0	12,0	11,5	10,7
ASSECO POLAND		6,4	6,0	5,7	14,4	14,8	14,5
COMARCH		7,1	6,3	6,0	17,5	15,1	14,9
ASSECO BUSINESS SOLUTIONS		9,5	9,0	8,6	14,6	14,0	13,4
Mediana: IT spółki polskie (waga 50%)		7,1	6,3	6,0	14,6	14,8	14,5
średnia ważona		7,4	6,9	6,5	13,3	13,1	12,6
K2H		4,1	3,5	3,3	11,5	9,5	7,7
Wycena na akcję		39,5	37,4	38,2	24,9	30,1	35,6
średnia wycena dla poszczególnych wskaźników			38,4			30,2	
średnia wycena porównawcza							34,3

Źródło: Bloomberg, Trigon DM

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 podobnej wielkości software housami notowanymi na GPW. Z uwagi na brak prognoz dla większości z tych graczy porównujemy wyniki czterech wybranych spółek przyjmując do wyceny wskaźniki P/E oraz EV/EBIT. Co ciekawe przy podobnej wielkości podmiotów także marże w roku 2020 były dość zbliżone. Segment software K2 Holding osiągnął marżę EBIT na poziomie 18%, natomiast spółki Spyrosoft, TenderHut, PGS Software oraz segment software w Ailleronie wypracowały marże w przedziale 15%-18%.

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. Z uwagi na wysoką dynamikę przychodów w PerfectBot do górnego przedziału wyceny przyjmujemy premię 50% w stosunku do mnożnika InteliWise (który jest już jednak rentowną spółką). Zwracamy uwagę na wyceny porównywalnych start-upów w segmencie Chatbotów i Voicebotów w Polsce, to jest Zowie (poprzednio Chatbotize) oraz Talkie. W pierwszym przypadku runda finansowania odbyła się jesienią 2020. Fundusz VC Inovo i inni inwestorzy zainwestowali ok 2,4mln PLN. Z szacunków branżowych portali (dealroom.co) wynika wycena na poziomie 2-3mln USD, co wskazywałoby na mnożnik EV/Sales nieco niższy od 10x ale nie dysponujemy dokładnymi danymi

(przy 1,2mln PLN przychodów spółki Chatbotize w 2019 roku i 1,9mln PLN w 2020). Z kolei Talkie.ai, właściciel platformy do tworzenia i zarządzania voicebotami, pozyskała od funduszy Movens VC i LT Capital dofinansowanie 3mln PLN (800tys. USD) we wrześniu 2020. Fundusze dysponują 19% udziałem w spółce co implikuje wycenę transakcji post-money na poziomie 16mln PLN.

Dla pozostałych biznesów przyjęliśmy docelowe wskaźniki EV/EBITDA 5x i EV/EBIT 8x bazując na wycenach stabilnie rozwijających się spółek w sektorach marketingu czy IT, z uwzględnieniem wysokiej kapitałochłonności biznesu Oktawave. Mnożniki odnosimy do łącznych prognozowanych wyników segmentów marketingu (bez botów), chmury i pozostałych w roku 2021 (dla podmiotów z grupy porównawczej w marketingu EV/EBIT na rok 2021 osiąga średnio 8x, natomiast w IT wśród stabilnych spółek waha się między 8x a 15x). Przedział wyceny na akcję jaki uzyskujemy bazując na ostatniej grupie jest zbliżony do wyceny holdingu z lat 2016-2018, to jest z okresu sprzed sukcesu odniesionego przez Fabrity oraz przed rozwinięciem skali przez PerfectBot. Przykładamy do wyceny 10% dyskonto z tytułu struktury holdingowej (bazując na metodologii, że wyodrębnienie/sprzedaż niektórych biznesów mogłaby uwolnić część wartości w spółce).

WYCENA SUM-OF-THE-PARTS
Fabrity

Spółka	2020 EV/EBIT	2020 P/E		
Spyrosoft	11,8	15,5		
TenderHut	13,9	18,8		
PGS Software	18,7	22,6		
Software Mind / Ailleron*	13,0	17,7		
Mediana	13,4	18,2		
Fabrity EBIT / z.netto skor. o ods. w 2020r. (mln PLN)	5,5	4,4		
Wycena Fabrity bez gotówki (mln PLN)	73,9	79,7		
Wycena 80% Fabrity (mln PLN)	59,1	63,8	Wycena na akcję	
			min	max
			25,5	27,5

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

PerfectBot

	EV/Sprzedaż	EV/Sprzedaż		
Intelligence (mnożnik EV/LTM sales)	3,8	3,8		
PerfectBot - szacowana roczna sprzedaż (mln PLN)*	1,8	1,8		
Wycena (mln PLN)	6,8			
Wycena (mln PLN) - założenie 50% premii za wzrost		10,2		
Wycena 82% PerfectBot (mln PLN)	5,6	8,4	Wycena na akcję	
			min	max
			2,4	3,6

*zakładając 150 tys. miesięcznie przychodów

Pozostałe (Octawave, Marketing bez botów, koszty wsparcia, gotówka)

	Target EV/EBITDA	Target EV/EBIT		
Przyjęta wartość docelowa mnożnika wyceny	5,0	8,0		
EBITDA skor. w 2021e (mln PLN)	6,7			
EBIT skor. w 2021e (mln PLN)		2,8		
Gotówka netto	2,8	2,8		
Wycena (mln PLN)	36,2	25,2	Wycena na akcję	
			min	max
			10,9	15,6

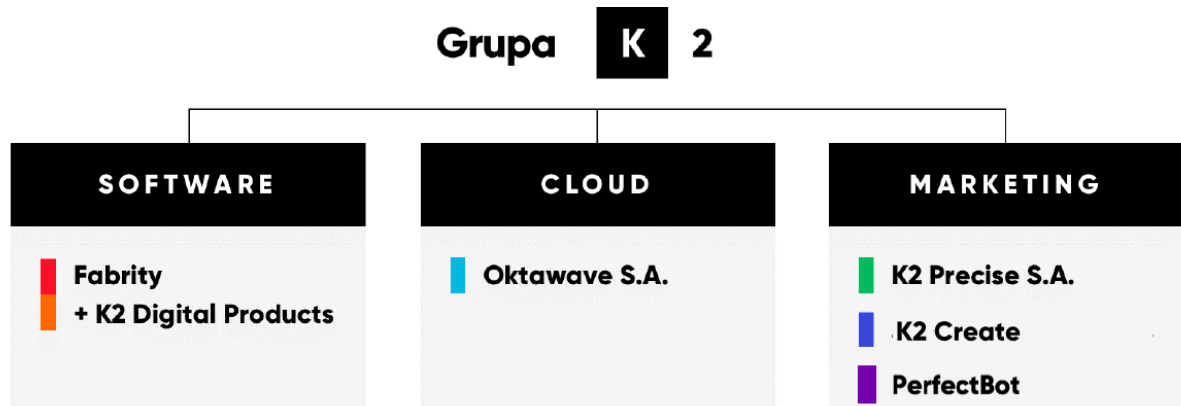
Podsumowanie

	mln PLN	mln PLN	na akcję min	na akcję max
Fabrity	59,1	63,8	25,5	27,5
PerfectBot	5,6	8,4	2,4	3,6
Pozostałe	36,2	25,2	10,9	15,6
Wycena razem (PLN na akcję)			38,8	46,8
Dyskonto z tytułu struktury holdingowej			10%	10%
Wartość po dyskoncie (PLN na akcję)			34,9	42,1
Średnia wartość na akcję			38,5	

Źródło: Bloomberg, sprawozdania spółek, Trigon DM

Struktura grupy i model biznesowy

Struktura grupy K2 Holding



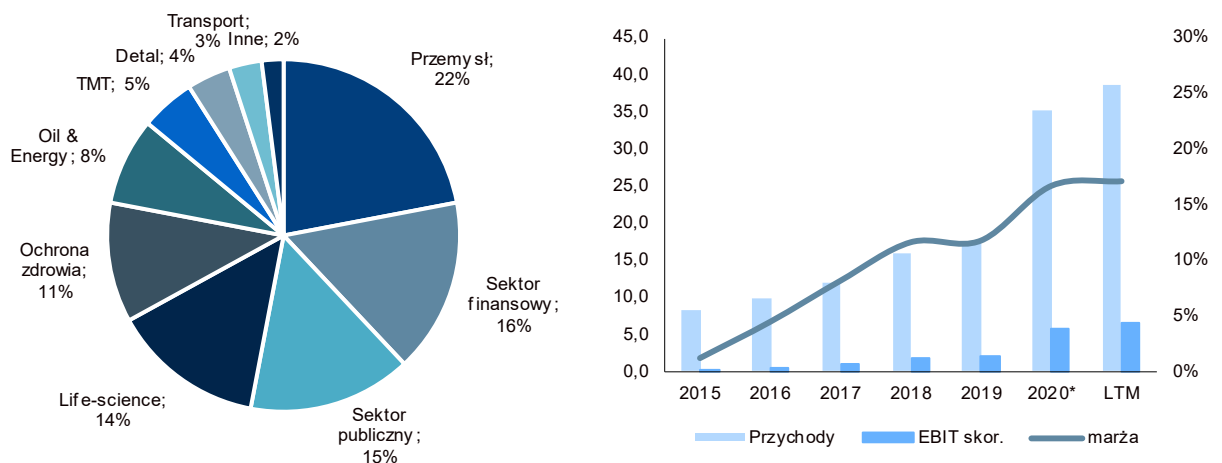
Źródło: Prezentacja inwestorska spółki

Grupa K2 Holding działa w 3 obszarach:

1) Software (spółka Fabrity oraz biznes K2 Digital Products)

Spółka Fabrity to software house zapewniający kompleksowe wsparcie w zakresie tworzenia oprogramowania dla biznesu, doradztwa i realizacji projektów informatycznych. Firma tworzy i wdraża dedykowane rozwiązania informatyczne i specjalizuje się w rozwiązaniach wspierających zarządzanie procesami biznesowymi, zarządzaniem zawartością i obiegiem dokumentów, budową korporacyjnych aplikacji mobilnych oraz rozwiązań Business Intelligence. W spółce pracuje około 200 inżynierów i programistów (większość na umowach B2B) w czterech lokalizacjach (Warszawa, Łódź, Rzeszów, Białystok). Udział eksportu i sprzedaży do lokalnych oddziałów koncernów globalnych w przychodach Fabrity wyniósł w 2020 roku 45%, w tym głównie regiony DACH, Nordics oraz USA. Do klientów segmentu software należą m.in. Frontex, PKO BP, ABB, Dormakaba, Liebherr, Sanofi, Pepsico, LeroyMerlin, Saint-Gobain, Toyota Bank czy Bayer.

Struktura przychodów Fabrity wg branż (l.w.), historyczne wyniki Fabrity (p.w.)



*Źródło: Spółka, *Rok 2020 uwzględnia całoroczne dane biznesu K2DP połączonego ze spółką Fabrity 1 sierpnia 2020 roku*

2) Cloud (spółka Oktawave)

Oktawave to platforma publicznej chmury obliczeniowej, uruchomiona w 2012 roku. Firma tworzy otwartą technologię chmurową oraz wspiera firmy w transformacji cyfrowej, realizacji strategii multicloud, migracji i zarządzaniu chmurą obliczeniową. Pomaga również korzystać z rozwiązań dostawców globalnych jak AWS, Azure i Google Cloud. Do znaczących klientów Oktawave

należą TUI Poland, Grupa Pracuj oraz Edipresse. Model Infrastructure as a Service jest modelem kapitałochłonnym co skutkowało jak dotąd lekko ujemnymi wartościami przepływów pieniężnych kosztem wzrostu. Spowolnienie w roku 2020 i pierwszym półroczu 2021 (główni klienci grupy odczuli wyraźnie skutki pandemii) oraz rosnące koszty opóźniły wyjście biznesu na plus na poziomie zysku operacyjnego. Zakładamy że spółka osiągnie próg rentowności w roku 2023. Biznes wyróżnia kompleksowość usługi i bliskość klienta. Oktawave zainwestowało również ostatnio w zespół fachowców zajmujących się wdrażaniem i konfiguracją dla klientów klastrów Kubernetes. Infrastruktura spółki zlokalizowana jest w trzech certyfikowanych centrach danych Tier 3 w Polsce.

3) Marketing

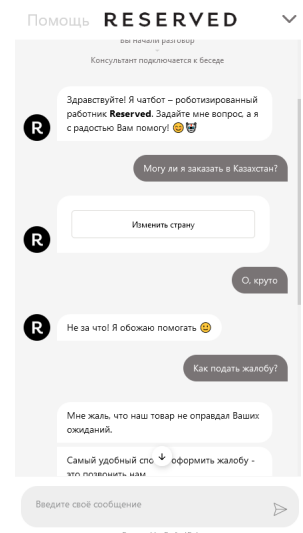
Segment marketing tworzą następujące trzy obszary biznesowe:

I) K2 Create (Agencja K2) to jedna z najbardziej rozpoznawalnych i docenianych agencji interaktywnych w Polsce. Dla swoich klientów agencja tworzy strategie marketingowe i strategie komunikacji. Do usług spółki zaliczamy przeprowadzanie zintegrowanych kampanii, komunikację w social media, strategię marki, analizy strategiczne czy projektowanie brand experience. Ze struktur agencji wyodrębnione zostały w ostatnich latach spółki K2Bots.ai oraz K2 Digital Products (obecnie w segmencie software).

II) K2 Precise to dom mediowy specjalizujący się w kampaniach digitalowych i świadczące szereg specjalistycznych usług (Social, Programmatic, Performance, SEO/SEM, Business Intelligence, Analityka).

Do klientów Agencji i K2 Precise należą m.in. Samsung, Netflix, Danone, Pepsi, Carrefour, UPC, Warta, CD Projekt czy Provident.

III) PerfectBot (wcześniej K2Bots.AI) to rozwiązanie automatyzujące obsługę klientów w obliczu gwałtownego wzrostu sprzedaży online. Sztuczna inteligencja na której opiera się rozwiązanie (chatbot) zautomatyzowała już 3 miliony rozmów dla m.in. firm takich jak IKEA czy LPP. PerfectBot potrafi odpowiadać na 200 najpopularniejszych problemów klientów sklepów internetowych związanych m.in. z zamówieniami, zwrotami czy reklamacjami. Działa w oparciu o silnik Google Dialogflow i jest zintegrowany z LiveChat.com lub Genesys Cloud, dwoma wiodącymi rozwiązaniami wspierającymi obsługę klienta. PerfectBot wyróżnia się wysoką skutecznością udzielania prawidłowych odpowiedzi (rozwiązuje prawidłowo około 50-80% spraw bez angażowania człowieka). Rozwiązanie wyróżnia też zaawansowany i rozbudowany panel analityki dla klienta, który może na bieżąco sprawdzać statystyki i przebieg historycznych rozmów. PerfectBot ma za sobą pierwsze wdrożenia w obcych językach (np. dla LPP po rosyjsku i angielsku, dla Displate po angielsku). W ofercie PerfectBot są dwa plany abonamentowe za 5tys. PLN lub 7tys. PLN miesięcznie (w zamyśle odpowiednik wartości jednego etatu konsultanta, z limitem konwersacji), natomiast więksi klienci generują dodatkowe przychody w zależności od skali.



Historia grupy, akcjonariat, zarząd, program motywacyjny

Główne wydarzenia w historii K2 Holding

- 1997 - Powstaje K2 Internet Provider
- 2006 - Start ACR (obecnie K2 Precise)
- 2007 - Powstaje K2 Web Systems (obecnie Fabrity)
- 2008 - Debiut na GPW w Warszawie
- 2010 - Uruchomienie Audioteki
- 2012 - Początek działalności Oktawave

2014 - Sprzedaż Audioteki

2017 - Przekroczenie progu 100mln PLN przychodów

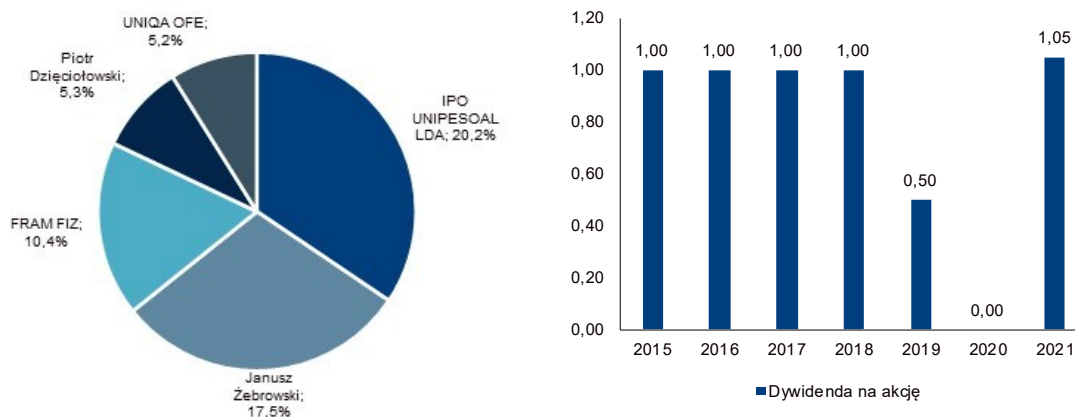
2019 - Uruchomienie Chatbota przez K2Bots.AI (obecna nazwa PerfectBot)

2020 - Skokowy wzrost wyników grupy (głównie biznes Fabrity)

Akcjonariat. Spółkę charakteryzuje dość rozproszony akcjonariat. Dwóch największych akcjonariuszy to 1) IPO Unipessoal LDA, 20,2%, podmiot związany z p. Grzegorzem Stulgisem, jednocześnie największym akcjonariuszem grupy Alumetal, 2) p. Janusz Żebrowski, 17,5%, wieloletni akcjonariusz i współzałożyciel grupy. Powyżej 5% akcji posiadają również FRAM FIZ, p. Piotr Dzięciołowski oraz Uniqa OFE.

Polityka dywidendowa i skup akcji. Uchwalona w kwietniu 2015 r. polityka dywidendowa zakłada coroczną wypłatę dywidendy Akcjonariuszom Spółki w wysokości **minimum 50% skonsolidowanego zysku netto** z działalności operacyjnej za rok poprzedni, przy uwzględnieniu potrzeb inwestycyjnych oraz przy założeniu, że struktura Grupy K2 Holding pozostanie bez zmian. Oprócz dystrybucji środków w formie dywidendy K2 Holding przeprowadził również **skup 167 tys. akcji własnych w latach 2018-2021 za 1,7mln PLN** po średniej cenie 10,43 PLN. Zarząd jest upoważniony do nabywania akcji własnych do 30 czerwca 2024 r. Spółka nie wyklucza dalszego nabywania akcji.

Struktura akcjonariatu (l.w.), historia wypłat dywidendy (p.w.)



Źródło: Spółka

Zarząd. W skład zarządu holdingu wchodzi: **1) Prezes Zarządu p. Paweł Wujec** dołączył do grupy w roku 2020. Wcześniej p. Wujec związany był z Agorą, z czego przez ostatnich 8 lat jako szef segmentu internetowego grupy. **2) Wiceprezes p. Michał Paschalis-Jakubowicz**, nadzorujący m.in. działalność Oktawave, w grupie od 2018 roku, wcześniej związany m.in. z Orange Polska i Wirtualną Polską. **3) Wiceprezes p. Artur Piątek**, odpowiedzialny m.in. za finanse grupy, związany z K2 Holding od 2001 roku. Członkowie zarządu posiadali w 2Q21 łącznie 3,5% udziałów w kapitale K2H.

Program motywacyjny. Program motywacyjny K2 Holding wprowadzony na podstawie uchwały NWZ z grudnia 2020 przyznaje osobom uprawnionym prawo do zrealizowania warrantów przy cenie emisyjnej za akcję na poziomie 10,48 w okresach 2021-2024. Łączna liczba akcji możliwych do przyznania w programie wynosi 150 tys. (po 30 tys. w okresach 2021-2023 i 60 tys. w 2024), co stanowi 6,4% obecnej liczby akcji spółki. Cele programu to 1) osiągnięcie przez spółkę co najmniej 12mln PLN EBITDA w roku obrotowym 2022 oraz osiągnięcie co najmniej 30mln PLN EBITDA w latach 2020-22, 2) średnia cena rynkowa akcji na GPW w I kwartale 2023 roku będzie nie niższa niż 22 PLN. Warunki programu wskazują naszym zdaniem na duże prawdopodobieństwo przyznania znacznej części (jeśli nie wszystkich) akcji. Koszty księgowo programu szacowane były na ok 2,6mln PLN, to jest około 5% obecnej kapitalizacji spółki.

Strategia do 2023

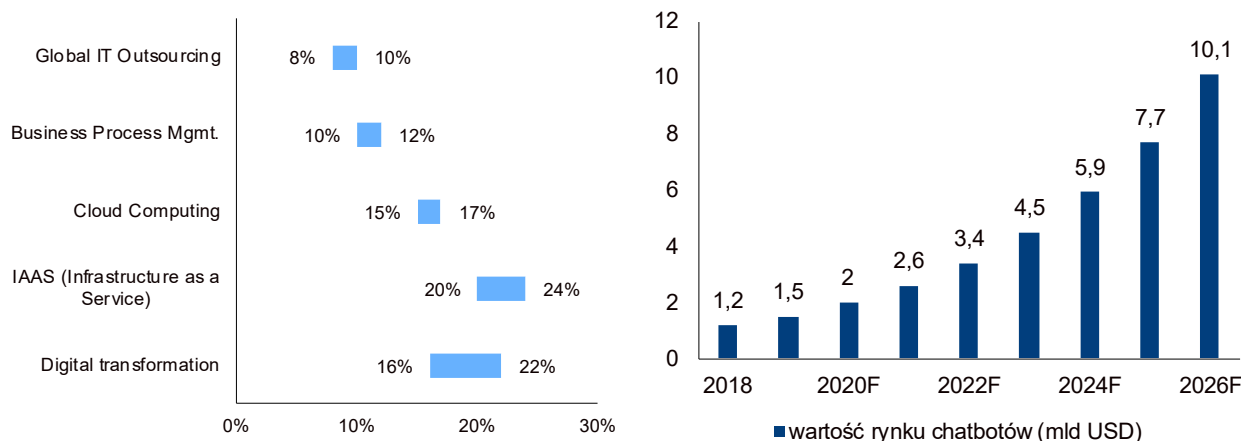
Kierunki strategiczne spółki:

- **Grupa K2 Holding** chce być partnerem dla firm w cyfrowej transformacji, dzięki ofercie i kompetencjom łączącym technologię, marketing i wsparcie sprzedaży.
- **Segment Software** ma rozwijać się przez poszerzenie oferty oraz wzrost sprzedaży eksportowej, w tym w szczególności na rynku niemieckim. Spółka celuje we wzrost przychodów w segmencie na poziomie przynajmniej 20% rocznie. Nie wykluczone są selektywne akwizycje w celu pozyskania wyspecjalizowanych zespołów.
- Rozwój **segmentu Cloud** przez własną platformę Oktawave oraz usługi multi-cloud. Co prawda biznes pozostaje kapitałochłonny i jak dotąd nie generuje wyraźnych przepływów gotówkowych, jednak od lat stopniowo zwiększa skalę i sądzimy że udział Oktawave w przychodach będzie nadal rósł kosztem segmentu marketingu.
- Rozwój **marketingu** precyzyjnego, contentowego oraz kreacji wspierających cyfryzację marek i sprzedaż e-commerce. W najbliższym okresie spółka będzie brała udział w kolejnych przetargach na pozyskanie kontraktów w celu odbudowy biznesu po zakończeniu współpracy z największym klientem (Carrefour).
- **Skalowanie projektu PerfectBot.** W najbliższych kwartałach spółka skupi się na ekspansji międzynarodowej w szczególności dążąc do pozyskania kolejnych klientów z segmentu fashion. Z uwagi na ryzykowny charakter biznesu nie wykluczamy że w przyszłości spółka zdecyduje się na współpracę z zewnętrznym inwestorem w celu przyspieszenia ekspansji zagranicznej.

Założenia finansowe strategii do 2023:

- Docelowy **CAGR przychodów** operacyjnych na poziomie **20%**
- **15-20% rentowność EBITDA** z wyłączeniem projektów greenfield
- K2 Holding pozostanie **spółką dywidendową**

Prognozowane średnioroczne tempo wzrostu wybranych segmentów globalnego rynku IT do 2025/27 (lewy wykres), szacowana wartość globalnego rynku chatbotów (prawy wykres)

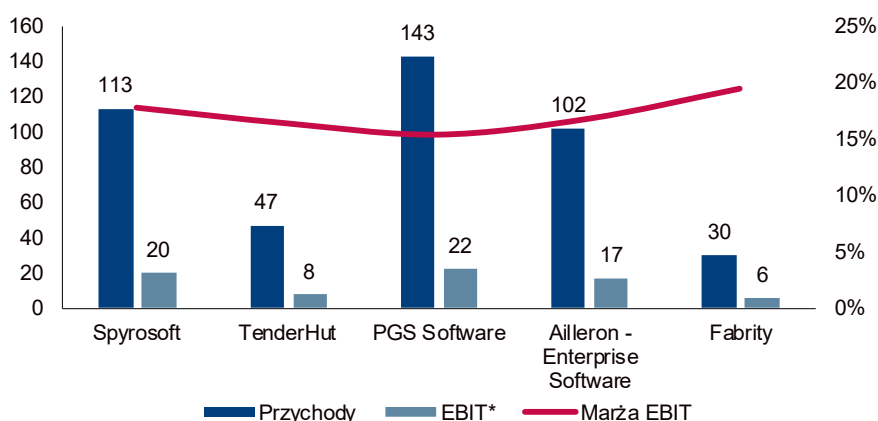


Źródło: K2 Holding, InteliWise

Otoczenie rynkowe

Segment software. Polska jest jednym z ważniejszych rynków outsourcingu usług IT. Przychody polskich software housów przekraczają 1mld PLN a znaczna część sprzedaży generowana jest zagranicą. Ostatnie lata charakteryzują dwucyfrowe stopy wzrostu w sektorze, a Polska konkuruje m.in. z innymi krajami regionu wschodniej Europy, z podmiotami z Ameryki Południowej czy Azji. W szczególności wśród klientów polskich software housów są podmioty z Europy Zachodniej (model nearshoringu), które w wielu przypadkach odpowiadają ze większością przychodów polskich spółek. Fabrity skokowo zwiększyło skalę w ostatnich latach i w 2020 wygenerowało porównywalną marżę do notowanych na polskim rynku software housów, przy nadal nieco mniejszych obrotach.

Zestawienie wyników wybranych software housów w 2020 roku (mln PLN)



Źródło: Spółki, *dla Fabrity EBIT skorygowany

Agencje marketingowe w ostatnich latach doświadczyły globalnie presji pod wpływem negatywnych strukturalnych trendów związanych m.in. z większym zainteresowaniem klientów bezpośrednim efektywnościowym marketingiem kosztem budowy marek, dążenia do usuwania pośredników (digital disintermediation), konkurencji ze strony konsultingu czy nacisku na rozwiązania in-house u klientów. Pandemia wpłynęła też na presję cenową. W kontekście cyklu makroekonomicznego biznes marketingowy, jako późnocykliczny, znajduje się jednak w punkcie z którego oczekujemy wzrostów - widzimy powrót do dwucyfrowych wzrostów na rynku reklamy TV (ponad 10% oczekiwanego wzrostu w tym roku, z niskiej bazy), nadal mocny jest rynek reklamy internetowej. Mimo utraty zleceń od dużego klienta (Carrefour), sądzimy, że spółka będzie w stanie generować w kolejnych latach dość stabilne wyniki w segmencie marketingu, biorąc pod uwagę mocne strony K2Holding w tym obszarze takie jak 1) duży, około 120-osobowy doświadczony zespół, 2) dobry track record projektów, 3) wysokie kompetencje w biznesie cyfrowym (w tym kampanie programmatic). W rankingu „Agencje Reklamowe i Domy Mediowe” magazynu Media & Marketing K2 Precise uzyskała 8 miejsce (na 26 możliwych) wśród agencji mediowych obecnych na polskim rynku.

Otoczenie na rynku chatbotów. W ostatnich kwartałach spółki obecne na polskim rynku i oferujące zautomatyzowane rozwiązania typu ChatBot poprawiały istotnie wyniki przychodowe dzięki rosnącemu popytowi związanemu z pandemią i wzrostem znaczenia komunikacji online. W dalszej części raportu prezentujemy zestawienie obejmujące wybranych graczy z segmentu chatbotów i voicebotów w Polsce oraz w dalszej części wyniki finansowe wybranych graczy. Większość spółek to typowe start-upy skupiające się na wygenerowaniu skali działania, przy niskiej lub ujemnej rentowności. Zwracamy uwagę na ostatnie rundy finansowania w tym Chatbotize/Zowie oraz Talkie (wyceny rzędu od około 10mln PLN do kilkunastu mln, opisywaliśmy w sekcji wyceny SOTP) a także obecnie trwającą ofertę crowdingową projektu Emplocity. Sądzimy że przy

wysokiej jakości konwersacji (nasz research na bazie konwersacji z wybranymi botami przyniósł kilka negatywnych zaskoczeń wśród podmiotów z poniższego zestawienia przy jednocześnie bardzo dobrym performance PerfectBota) oraz specjalizacji na rynku e-commerce i segmencie fashion PerfectBot może pozyskać inwestora przy porównywalnych wartościach wycen. Szacujemy, że projekt może osiągnąć w tym roku przychody niewiele niższe od 2mln PLN przy stracie operacyjnej bliskiej 1 mln PLN, co plasuje go na zbliżonym poziomie pod względem wyników do wybranych konkurentów. Kluczowe dla skalowania projektu będą wdrożenia w języku angielskim i pozyskania graczy o globalnym zasięgu, utrzymujących kontakt z klientami na świecie w języku angielskim.

Wybrane firmy oferujące chatboty i voiceboty w Polsce oraz ich klienci

Firma	Klienci, Marki	Typ robotyzacji
Alfavox	VIVUS, CUK Ubezpieczenia	Voicebot
BOTWISE.io	Santander Bank, innogy, Miasto Poznań	Chatbot
Chatbotize / Zowie	InPost, Pelvifly, Tymbark, Aviva, Yves Rocher, Avon, OleOle!, Pyrkon, Maniewski, Lancome, HydroTech, Portal Oświatowy, Cudowna, Uniroyal Polska, Magia Podróżowania, Aquanet	Chatbot
Chatforce	mFinanse, mBank, Cyber Rescue, Miasto Łódź	Chatbot
Dronn.com	Alior Bank, Wonga.pl, Ultimo	Voicebot
Emplocity	PKO BP, Aviva, DPD, BNP Paribas, Neuca, Budimex, Santander Bank, Adecco Poland, Medicover, Transcom, MetLife, Grupa Żywiec, ING BŚ, Santander Consumer Bank, BGK	Chatbot
Evobot2	TUZ Ubezpieczenia, Kredyt OK	Voicebot
InteliWISE	Warta, Castorama, AXA Direct, Tarcza Antykryzysowa gov.pl Min. Rozwoju, Decathlon, Min. Rodziny PiPS, Lorenz Bahlsen, Urzędy Miast Wrocław, Gdynia, Vivus Finance, Cosinus Szkoły, Wolters Kluwer, Instytut Rozwoju Fitness, Fortum, Toyota Bank, Canal+, UJ, UM w Łodzi	Chatbot Voicebot
PerfectBot	Sinsay, Diverse, 4F, Displate, Echo Investment, IKEA, Reserved, Cropp, House, Mohito	Chatbot
KODA Bots	4Fun Media, Salelifter, Zieloniec SKI Arena, Onet (Sport), Semilac, Port Lotniczy Wrocław, TravelPlanet.pl, TVN24 GO, Unity Line, MOICO, Orbis, Komputronik, Runmagedon, Limango Polska, UNIQA, Kazar, Openfinance, Home Broker, Gamivo	Chatbot
Stanusch Technologies	ING Bank Śląski, Santander Bank, Geting Bank, UPC, Play, Beyond.pl, zeslownikeim.pl	Chatbot
Talkie	Jean Louis David, BSH Sprzęt Gospodarstwa Domowego, Columbus Energy, EWE Energia, Apaczka	Voicebot
VoiceLab.AI	Millennium Bank, DHL Polska	Voicebot
Vocietel Communications	Port Lotniczy Gdańsk, Autopay	Voicebot
Unima 2000 Systemy Tel.	Teleinvention, Black Red White	Chatbot
Wandlee	Accenture, Mutlikino, Nickelodeon, Orange, Sanofi, Wirtualna Polska	Chatbot

Źródło: Robonomika.pl, spółki, stanuschBOT

Wyniki wybranych spółek oferujących Chatboty i Voiceboty

Koda Bots				Wandlee			
mIn PLN	2018	2019	2020	mIn PLN	2018	2019	2020
Sprzedaż	0,40	1,04	n.d.	Sprzedaż	0,89	1,36	n.d.
Zysk netto	0,00	0,14	n.d.	Zysk netto	0,13	-0,39	n.d.

Talkie				Emplocity				
mIn PLN	2018	2019	2020	mIn PLN	2018	2019	2020	1H 21
Sprzedaż		0,00	0,24	Sprzedaż	0,15	0,96	1,25	0,84
Zysk netto		0,00	-0,63	Zysk netto	-0,46	-1,53	-0,72	-0,25

Chatbotize (Zowie)				Inteliwise				
mIn PLN	2018	2019	2020	mIn PLN	2018	2019	2020	1H 21
Sprzedaż	0,01	1,20	1,94	Sprzedaż	3,17	3,85	4,77	2,13
Zysk netto	0,01	0,48	-0,78	Zysk netto	0,24	0,10	0,15	0,01

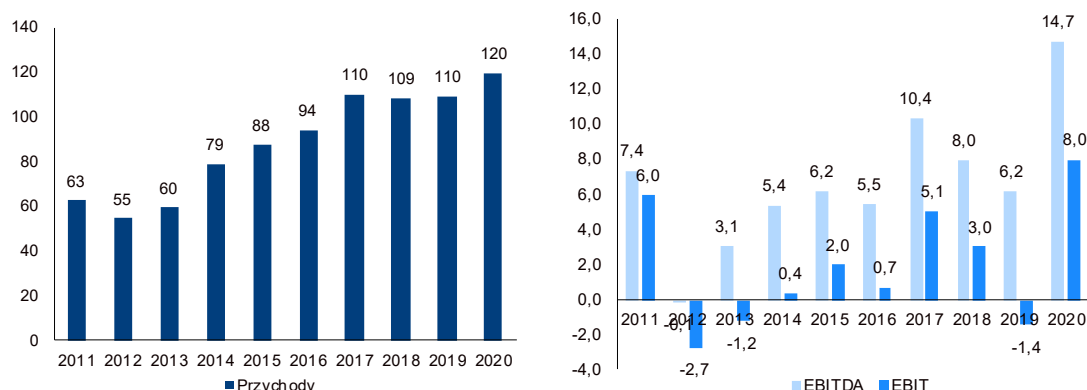
Źródło: KRS, raporty spółek

Czynniki ryzyka

- **Ryzyko związane ze wzrostem konkurencji** - Grupa jest stosunkowo niewielkim podmiotem, zależnym od sytuacji rynkowej. W szczególności w segmencie marketingu oraz cloud 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: np. Carrefour rozważał ograniczenie działalności w Polsce, UPC - ostatnie spekulacje rynkowe o sprzedaży biznesu do gracza mobilnego).
- **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 2Q21 wynosił 26,8mln PLN, to jest ponad 11 PLN na akcję. 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.

Wyniki finansowe i prognozy

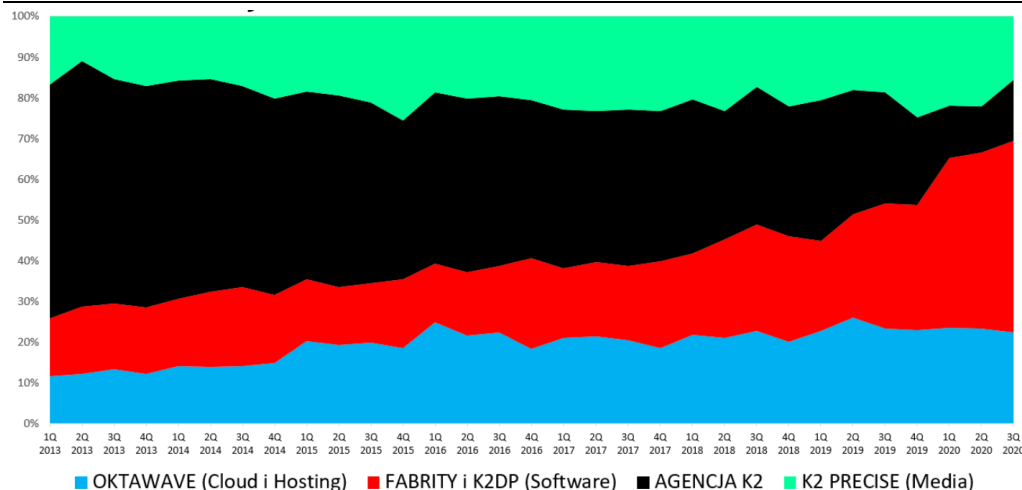
Przychody, EBITDA i EBIT grupy w latach 2011-2020 (w mln PLN)



Źródło: K2 Holding

W ciągu ostatnich 10 lat stopniowo zwiększała się skala działalności spółki a jednocześnie zmieniała się struktura przychodów w stronę większego udziału software a kosztem marketingu. Transformacja, która przyspieszyła w ostatnich latach, skutkuje **wzrostem udziału przychodów technologicznych (tj. segment Software oraz Cloud) do 2/3 przychodów operacyjnych grupy**, natomiast segment Marketing (połączone biznesy agencji marketingowej i domu mediowego K2 Precise) odpowiada za 1/3 przychodów operacyjnych.

Udział przychodów operacyjnych linii biznesowych w latach 2013-2020



Źródło: K2 Holding

Wzrost przychodów w 2020 roku w spółce Fabrity o 103% wynikał w znacznym stopniu z przejęcia działalności K2 Digital Products za 2mln PLN (projekty związane z projektowaniem i tworzeniem cyfrowych produktów i usług oraz platform e-commerce), a 45% wzrostu powiązane było ze zwiększeniem przychodów z tradycyjnego segmentu rozwoju i utrzymania oprogramowania dla klientów korporacyjnych pod marką Fabrity. Mimo dodatkowej kontrybucji do przychodów wpływ K2DP na wyniki Fabrity będzie w pierwszym okresie po przejęciu raczej marginalny (szacujemy że rentowność kontraktów była wyraźnie niższa, no co wskazuje też niska wycena w transakcji wewnętrzgrupowej).

Przychody operacyjne. W sprawozdaniach spółka prezentuje oprócz standardowych przychodów także linię przychody operacyjne. Stanowią je przychody ze sprzedaży pomniejszone o koszty zakupu usług mediowych, marketingowych i licencji celem dalszej odsprzedaży a także o pozostałe koszty związane z refakturami i podnajmem oraz koszty projektowe związane z udziałem firm trzecich. Tak zmodyfikowane przychody w lepszym stopniu odzwierciedlają rzeczywisty potencjał grupy do generowania zysku.

Wyniki za 2Q21

Spółka zaraportowała **17% wzrost przychodów operacyjnych r/r** przy wzroście we wszystkich segmentach spółki (w tabeli poniżej uwzględniamy w 2020 roku przekształcone wyniki w segmencie software wraz z działalnością K2 Digital Products).

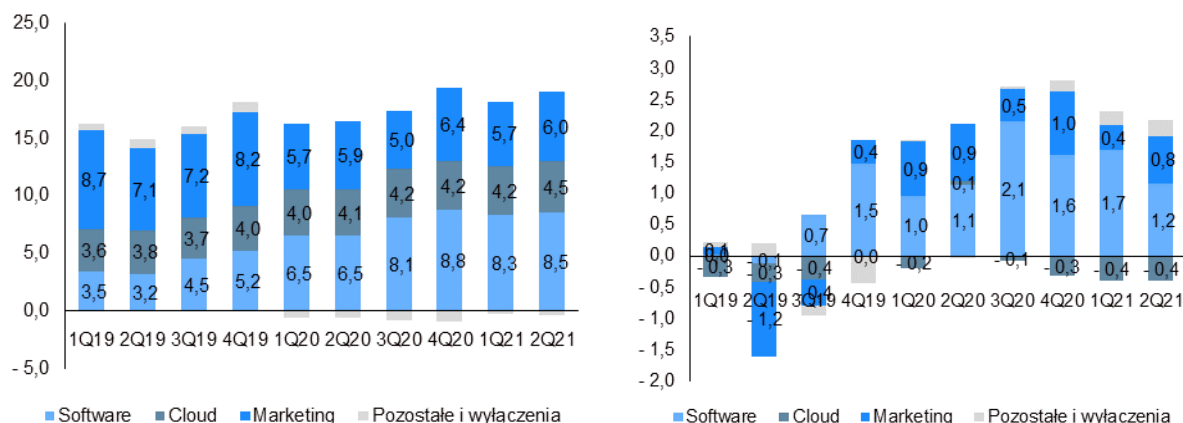
Wyniki operacyjne były niższe r/r ale przypominamy o pozytywnym efekcie pandemii w ubiegłym roku, który wpłynął na bazę kosztową. Spółka skorzystała z możliwości umorzenia składek w okresie marzec-maj 2020, którego łączna kwota wyniosła 558 tys. PLN. Poza tym w zeszłym roku spółka ograniczyła koszty ogólne i wydatki biurowe oraz czasowo zamroziła podwyżki i premie po wybuchu pandemii. Pozycja EBITDA skor. to EBITDA obniżona o wartość amortyzacji MSSF16 oraz skorygowana w górę m.in. o koszty programu motywacyjnego.

Wyniki finansowe w podziale na segmenty

mIn PLN	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	y/y	q/q
Przychody	27,7	22,7	26,0	33,3	27,0	27,2	29,0	36,5	32,2	28,9	6%	-10%
Przychody operacyjne	16,2	14,9	16,0	18,1	15,7	15,8	16,5	18,5	17,9	18,6	17%	4%
Software	3,5	3,2	4,5	5,2	6,5	6,5	8,1	8,8	8,3	8,5	31%	2%
Cloud	3,6	3,8	3,7	4,0	4,0	4,1	4,2	4,2	4,2	4,5	10%	6%
Marketing	8,7	7,1	7,2	8,2	5,7	5,9	5,0	6,4	5,7	6,0	2%	6%
Pozostałe i wyłączenia	0,5	0,7	0,7	0,9	-0,6	-0,7	-0,9	-0,9	-0,3	-0,4	-	-
EBITDA	1,5	0,4	1,7	2,7	3,2	3,6	4,1	3,9	3,3	3,2	-10%	-3%
EBITDA skor.	1,3	0,0	1,1	3,1	2,8	3,2	3,8	3,6	3,1	3,0	-8%	-4%
Software	0,1	-0,1	0,7	1,5	1,1	1,2	2,2	1,7	1,8	1,2	1%	-30%
Cloud	0,7	0,8	0,7	1,1	0,8	1,0	0,9	0,6	0,6	0,6	-40%	5%
Marketing	0,4	-1,0	-0,2	0,9	0,9	1,0	0,6	1,1	0,5	0,8	-17%	78%
Pozostałe i wyłączenia	0,1	0,2	-0,1	-0,4	0,1	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3	3538%	13%
EBIT	-0,3	-1,6	-0,3	0,7	1,5	1,9	2,5	2,2	1,6	1,5	-22%	-9%
EBIT skor.	-0,1	-1,4	-0,3	1,4	1,7	2,1	2,6	2,5	1,9	1,8	-14%	-7%
Software	0,0	-0,1	0,7	1,5	1,0	1,1	2,1	1,6	1,7	1,2	2%	-31%
Cloud	-0,3	-0,3	-0,4	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4	-	-
Marketing	0,1	-1,2	-0,4	0,4	0,9	0,9	0,5	1,0	0,4	0,8	-17%	92%
Pozostałe i wyłączenia	0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3	-	16%
Zysk netto	-0,3	-1,3	-0,6	0,4	0,5	1,4	1,4	0,8	0,7	1,0	-29%	43%

Źródło: dane spółki, Trigon DM

Przychody operacyjne (l.w.) i EBIT skor. (p.w.) w podziale na segmenty (mIn PLN)



Źródło: K2 Holding

Rentowność w **segmencie Software** nieco spadła q/q wyniki w ostatnich latach pokazują, że w biznesie software obecnie to drugie półrocze jest okresem największych zysków, ewentualnie przesuniętych na pierwszy kwartał. Sądymy że spółka będzie wstanie generować średnio 2mIn PLN zysku operacyjnego w kolejnych kwartałach. Zwraca uwagę dynamika przychodów operacyjnych (+31% r/r).

Segment marketingu osiągnął porównywalne wyniki r/r i pozyskał kilku klientów (w pierwszym półroczu wygrana w przetargu na agencję kreatywną dla Samsunga w kategorii telewizorów, nawiązanie przez K2 Precise współpracy z kilkoma graczami biznesu e-commerce (Atlantic.pl, AMKO, Tchibo5You, 4Swiss, Parantaga).

Przychody wzrosły o 9% r/r i 6% q/q w Oktawave ale strata pozostawała na dość wysokim poziomie podobnie jak w pierwszym kwartale (-0,4mln PLN). Uruchomiony został w pierwszym półroczu projekt data center w Skawinie. Spółka prowadzi akcje sprzedażowe usług backupu do obecnych i potencjalnych klientów, co przy zauważalnym wzroście usług chmurowych ze strony branży e-commerce powinno przełożyć się na poprawę wyników w drugim półroczu.

Na koniec kwartału **gotówka netto** wyniosła 2,8mln PLN, wsparta wysokimi przepływami operacyjnymi w pierwszym półroczu (6,8mln PLN przy capexie 1,1mln PLN i spłacie leasingu 2,3mln PLN).

Outlook na drugie półrocze i rok 2022.

Zakładamy, że biznes **software** będzie kontynuował wzrosty, w tym w szczególności biorąc pod uwagę powolny start projektów dla Frontexu, które będą coraz wyraźniej widoczne w wynikach. Sądzymy że marża na tych projektach może być nieco wyższa od przeciętnej generowanej przez spółkę. Zakładamy wzrost wyniku EBITDA skor. z 3,1mln PLN w pierwszym półroczu do 4,0mln PLN w 2H21.

Podsumowanie prognoz

	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	110,3	108,8	109,7	119,7	125,7	131,5	136,9	141,3	146,0
Software	12,1	15,9	17,3	35,1	40,7	46,9	50,6	53,6	56,9
Cloud	12,8	14,0	15,1	16,7	18,2	19,2	20,2	21,0	21,9
Marketing*	87,5	80,4	74,8	68,7	69,2	68,9	69,6	70,3	71,1
Pozostałe i w yłączenia	-2,0	-1,5	2,5	-0,8	-2,5	-3,5	-3,6	-3,7	-3,8
Przychody operacyjne	66,8	68,1	57,7	66,5	74,8	81,1	86,1	90,2	94,6
Software	11,4	15,0	15,5	29,9	36,7	42,2	45,6	48,3	51,2
Cloud	12,8	14,0	15,0	16,6	18,2	19,2	20,2	21,0	21,9
Marketing*	38,6	35,8	30,6	23,1	23,2	22,8	23,6	24,2	25,0
Pozostałe i w yłączenia	4,0	3,3	-3,3	-3,0	-3,2	-3,2	-3,3	-3,4	-3,5
EBITDA	10,4	8,0	6,5	14,7	14,3	15,4	17,0	17,8	18,6
EBITDA skor.	10,4	8,7	5,5	13,5	13,4	13,8	14,8	15,3	15,8
Software	1,3	2,1	2,2	6,2	7,1	8,0	8,4	8,7	9,0
Cloud (Oktaw ave)	3,4	3,3	3,4	3,3	3,0	3,3	3,5	3,6	3,7
Marketing*	5,2	2,7	0,1	3,6	2,3	1,5	2,1	2,2	2,3
Pozostałe	0,5	0,6	-0,2	0,4	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8
EBIT	5,1	3,0	-1,4	8,0	7,4	8,6	10,2	10,8	11,1
EBIT skor.	5,1	3,7	-0,4	8,8	8,6	9,2	10,5	11,1	11,4
Software	1,1	1,8	2,0	5,9	6,7	7,6	8,0	8,3	8,7
Cloud (Oktaw ave)	-0,4	-0,1	-1,0	-0,5	-1,0	-0,4	-0,1	0,2	0,1
Marketing*	4,2	1,7	-1,1	3,3	2,0	1,3	1,8	1,9	2,0
Pozostałe	0,1	0,4	-0,3	0,2	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Zysk netto po mniejszościach	3,8	2,3	-1,8	4,0	4,4	5,3	6,6	7,0	7,3

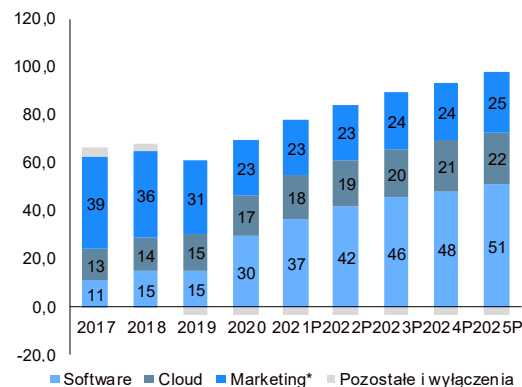
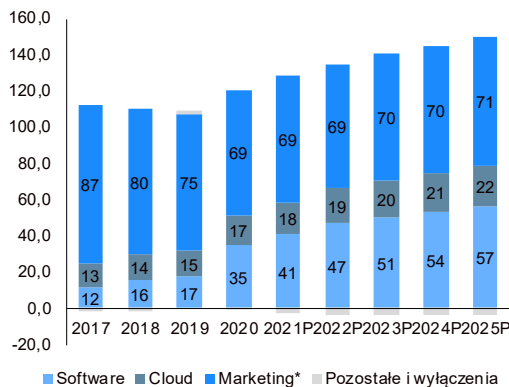
Źródło: Spółka, szacunki Trigon DM,

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

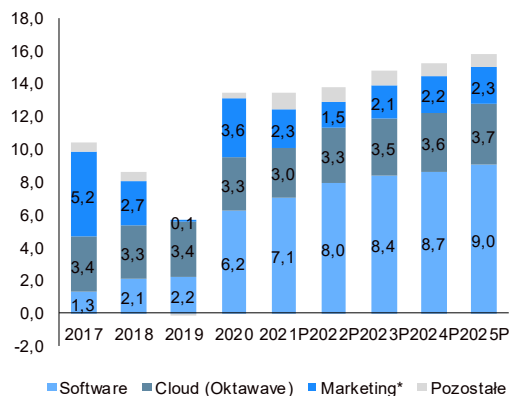
W Oktawave zakładamy, że klienci najmocniej dotknięci przez pandemię będą odmrażać inwestycje i liczymy na lekki wzrost przychodów w stosunku do pierwszego półrocza oraz poprawę rentowności. W biznesie marketingowym liczymy na pozytywny wpływ odbicia na rynku reklamowym, choć oczywiście w krótkim okresie negatywnie na wyniki wpłynie utrata kontraktu z największym klientem K2 Precise (Carrefour) od września tego roku. Wpływ niższej rentowności z tego tytułu ale także wysokiej bazy z 2020 (dochodowe projekty

mimo pandemii) będzie skutkowało naszym zdaniem spadkiem wyniku operacyjnego do nieco ponad 1mln PLN (z 2mln PLN w tym roku). Kluczowe będzie dla wyników segmentu tempo odbudowy biznesu K2 Precise. Nie zakładamy, że spółka zdecyduje się na ograniczenie skali w tym segmencie, a raczej skupi na odbudowie bazy klientów, co w negatywnym scenariuszu braku nowych pozyskań niesie za sobą ryzyko silniejszego niż zakładamy spadku rentowności. Obecnie spółka bierze udział w kilku przetargach co może skutkować nowymi kontraktami jeszcze w tym roku.

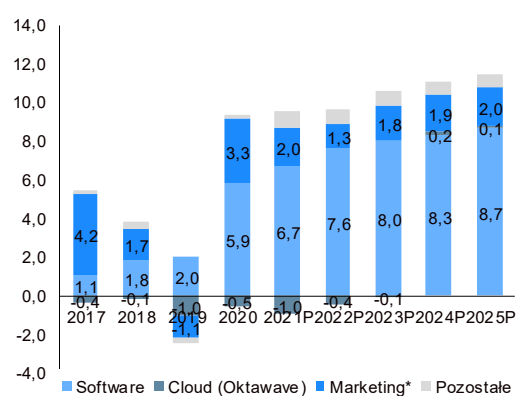
Prognoza przychodów w segmentach (mln PLN) Przychody operacyjne (mln PLN)



EBITDA skor. w segmentach (mln PLN)



EBIT skor. w segmentach (mln PLN)



Źródło: Spółka, szacunki Trigon DM,

W naszych **prognozach długoterminowych** podchodzimy dość konserwatywnie do **biznesu Fabrity**, który historycznie rósł w dwucyfrowym tempie. Obecna sytuacja na rynku pracy (trudności w pozyskaniu nowych pracowników i powiększaniu zespołów), tendencje konsolidacyjne (więksi gracze mogą wywoływać presję na marże) i jednocześnie wyższa bazie okresu pandemii skłaniają nas do przyjęcia ostrożniejszych niż spółka w swojej strategii założeń wzrostu. Mimo to, uwzględniając spadek wyniku w marketingu i bardzo powolną poprawę w Oktawave, w kolejnych latach zdecydowaną większość wyniku operacyjnego będzie prawdopodobnie generował segment Software, zwiększając jednocześnie udział w przychodach operacyjnych grupy.

Rachunek wyników (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	108,8	109,7	119,7	125,7	131,5	136,9
Koszt własny sprzedaży	-98,3	-102,4	-104,1	-109,2	-113,3	-116,4
Zysk brutto ze sprzedaży	10,5	7,3	15,6	16,5	18,2	20,4
Koszty sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty ogólnego zarządu	-8,3	-9,5	-8,9	-9,7	-10,1	-10,5
Zysk ze sprzedaży	2,2	-2,3	6,7	6,8	8,1	9,9
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	0,8	0,8	1,3	0,6	0,5	0,3
EBITDA	8,0	6,2	14,7	14,3	15,4	17,0
EBITDA skor.	8,7	5,5	13,5	13,4	13,8	14,8
Amortyzacja	-4,9	-7,6	-6,7	-6,9	-6,9	-6,9
EBIT	3,0	-1,4	8,0	7,4	8,6	10,2
Wynik na działalności finansowej	-0,3	-0,5	-1,0	-0,5	-0,5	-0,5
Zysk brutto	2,8	-1,9	7,0	6,9	8,1	9,7
Podatek dochodowy	-0,4	0,1	-2,1	-1,6	-1,5	-1,8
Zysk mniejszości	0,0	0,0	0,8	1,0	1,2	1,3
Zysk netto	2,3	-1,8	4,0	4,4	5,3	6,6
Zysk netto skor.	2,3	-1,8	4,0	4,4	5,3	6,6

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

zmiana przychodów r./r.	-1%	1%	9%	5%	5%	4%
zmiana w wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	-12%	-31%	115%	6%	10%	12%
zmiana EBITDA skor. r./r.	-16%	-37%	146%	-1%	3%	8%
zmiana EBIT r./r.	-40%	-	-	-7%	15%	18%
zmiana zysku netto skor. r./r.	-39%	-	-	8%	22%	23%

Źródło: Spółka, Trigon DM

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
Przychody	27,0	27,2	29,0	36,5	32,2	28,9
Koszt własny sprzedaży	-23,6	-23,8	-24,7	-31,9	-28,5	-25,1
Zysk brutto ze sprzedaży	3,4	3,4	4,2	4,6	3,7	3,8
Koszty sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty ogólnego zarządu	-2,0	-2,1	-2,1	-2,7	-2,3	-2,5
Zysk ze sprzedaży	1,4	1,3	2,2	1,9	1,5	1,3
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	0,1	0,6	0,3	0,3	0,2	0,2
EBITDA	3,2	3,6	4,1	3,9	3,3	3,2
EBITDA skor.	2,8	3,2	3,8	3,6	3,1	3,0
Amortyzacja	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7
EBIT	1,5	1,9	2,5	2,2	1,6	1,5
Wynik na działalności finansowej	-0,6	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	0,0
Zysk brutto	0,8	1,9	2,2	2,0	1,3	1,5
Podatek dochodowy	-0,2	-0,3	-0,6	-1,0	-0,5	-0,4
Zysk mniejszości	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2	0,1
Zysk netto	0,5	1,4	1,4	0,8	0,7	1,0
Zysk netto skor.	0,5	1,4	1,4	0,8	0,7	1,0

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

zmiana przychodów r./r.	-2,5%	20,0%	11,2%	9,7%	19,2%	6,3%
zmiana w wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	106,9%	873,0%	168,3%	24,6%	10,5%	11,5%
zmiana EBITDA skor. r./r.	125,9%	161650,0%	235,4%	17,0%	8,6%	-8,4%
zmiana EBIT r./r.	-	-	-	195,5%	9,1%	-21,8%
zmiana zysku netto skor. r./r.	-	-	-	115,9%	25,5%	-29,1%

Źródło: Spółka, Trigon DM

Bilans (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Aktywa trwałe	20,6	27,0	23,1	19,6	18,0	24,4
Rzeczowe aktywa trwałe	6,9	13,0	9,4	7,3	6,6	13,1
Wartości niematerialne i prawne	8,8	7,3	7,7	6,3	5,6	5,4
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	3,7	5,4	4,7	4,6	4,5	4,5
Aktywa obrotowe	35,7	34,0	39,4	44,6	49,0	52,2
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności handlowe	29,9	26,5	27,6	28,8	29,9	31,0
Pozostałe	3,0	3,4	2,1	2,1	2,1	2,1
Gotówka	2,8	4,1	9,6	13,6	17,0	19,1
Aktywa	56,4	61,1	62,5	64,1	67,0	76,6
Kapitał własny	26,0	21,9	26,1	29,2	32,4	35,8
Kapitał zakładowy	2,5	2,5	2,3	2,3	2,3	2,3
Pozostałe	21,2	21,3	19,8	22,5	24,8	26,9
Zysk (strata) netto	2,3	-1,8	4,0	4,4	5,3	6,6
Kapitały mniejszości	0,7	1,7	2,5	3,5	4,2	4,9
Zobowiązania długoterminowe	4,3	11,5	7,4	4,4	2,9	7,9
Zobowiązania oprocentowane	1,5	7,9	4,7	1,7	0,2	5,2
Pozostałe	2,7	3,5	2,7	2,7	2,7	2,7
Zobowiązania krótkoterminowe	25,4	25,9	26,4	27,0	27,5	28,0
Zobowiązania oprocentowane	4,3	7,3	4,2	4,2	4,1	4,0
Zobowiązania handlowe	12,1	11,3	11,8	12,9	13,5	14,0
Pozostałe	9,0	7,4	10,5	10,0	10,0	10,0
Pasywa	56,4	61,1	62,5	64,1	67,0	76,6
Kapitał obrotowy netto	17,8	15,2	15,8	15,9	16,5	16,9
Dług netto	3,1	11,1	-0,8	-7,8	-12,7	-9,9
Dług netto skor.	3,1	11,1	-0,8	-7,8	-12,7	-9,9
Dług netto/EBITDA (x)	0,4	1,8	-0,1	-0,5	-0,8	-0,6
Dług netto/kapitał własny (x)	0,1	0,5	0,0	-0,3	-0,4	-0,3
ROE (%)	9%	-	17%	16%	17%	19%
ROA (%)	4%	-	7%	7%	8%	9%
Cykl konwersji gotówki (dni)	150	136	123	123	124	124
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	107	94	83	82	82	81
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	-43	-42	-40	-41	-42	-43

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przebiegi z działalności operacyjnej	8,6	9,0	17,1	13,4	14,1	15,0
Zysk (strata) netto	2,3	-1,8	4,0	4,4	5,3	6,6
Amortyzacja	4,9	7,6	6,7	6,9	6,9	6,9
Zmiany w kapitale obrotowym	1,7	3,6	3,3	-0,6	-0,5	-0,5
Zmiana zapasów	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana należności handlowych	3,1	3,2	-0,3	-1,2	-1,1	-1,0
Zmiana zobowiązań handlowych	-0,4	0,4	0,3	1,1	0,6	0,5
Pozostałe	-0,3	-0,4	3,1	2,7	2,5	2,1
Przebiegi z działalności inwestycyjnej	-4,4	-2,3	-3,1	-3,1	-3,7	-4,1
CAPEX	-4,7	-3,3	-2,9	-3,1	-3,7	-4,1
Pozostałe	0,3	0,9	-0,2	0,0	0,0	0,0
Przebiegi z działalności finansowej	-4,5	-5,4	-8,5	-6,3	-7,1	-8,8
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	0,7	0,3	-3,2	0,0	0,0	0,0
Wpływy z emisji akcji	-0,6	-0,5	-0,6	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	-2,5	-1,2	0,0	-2,4	-2,8	-3,5
Pozostałe	-2,2	-4,0	-4,7	-3,8	-4,3	-5,3
Przebiegi y pieniężne netto	-0,3	1,3	5,5	4,0	3,3	2,1
Środki pieniężne na początek okresu	3,1	2,8	4,1	9,6	13,6	17,0
Środki pieniężne na koniec okresu	2,8	4,1	9,6	13,6	17,0	19,1

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

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, Wydobycie

David Sharma
Budownictwo, Deweloperzy

Sales:

Paweł Szczepański, Head of Sales

Paweł Czupryński

Sebastian Kosakowski

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 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

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
rentowność zysku brutto na sprzedaży - 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

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – K2 Holding S.A.

KUPUJ – 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, wycenę porównawczą oraz wycenę sum-of-the-parts.

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

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

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

Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

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

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

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

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

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

Pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w 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 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 pierwszym 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 Dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują GPW na podstawie Umowy, Dom Maklerski jest uprawniony do redystrybucji niniejszego Dokumentu na rzecz swoich klientów. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego.

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

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

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;

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

- wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumencie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu. Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data sporządzenia: 2 września 2021 r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 2 września 2021 r. godz.: [8:00]