

## K2 Holding

**A good customer base allows to maintain strong results despite the market slowdown**

**Change of the company's name, strategic options review, possible acquisitions.** At the June general meeting, the shareholders voted to change the name of the company from K2 Holding to Fabrity Holding. The change will take place together with the entry in the National Court Register. The review of strategic options in the marketing segment is still underway, which, according to the Management Board, should be completed by the end of 2023. In the scenario of selling the marketing segment, it seems more probable to distribute funds to shareholders than to allocate these funds to acquisitions. Potential acquisitions in the area of software are to be financed from Fabrity's profits.

**Fabrity.** The good start of the year at Fabrity is associated with large contracts for Frontex and the expansion of cooperation with several existing clients. Currently, there is practically no 'bench' in Fabrity. At the last conference, the Management Board upheld the goals for 2023, i.e. organic growth not lower than the average from the previous 2 years. The company also counts on gaining new customers after the holidays. Currently, there is a slowdown in the market, but additional orders are being obtained from the largest customers. As a reminder, the medium-term EBITDA margin target for Fabrity is 12-15%. FastApp low-code platform: currently, the key goal is to continue working on the product, with acceleration of scaling and license sales expected only in the future. The employees employed in the first quarter (an increase of the staff by 30 people to around 250) will contribute to projects for the largest clients, in large part a project for Frontex. It is now easier to attract employees. In some cases, the rates expected by new hires fell from the peak by a dozen or even more than 20%.

**PerfectBot.** The current work on PerfectBot concerns not only GPT but also other platforms such as Google's Bard. The aim of the work is, among others a dramatic decrease in product 'hallucinations' (fabricated false response elements). The tests are carried out with several dozen entities in the USA. For regulatory reasons, the version under development cannot yet be offered in Europe.

**Valuation and recommendation.** We are reiterating our Hold rating and revising our target price to PLN 37.

**Forecast 2Q23.** We believe that it will be difficult to beat last year's exceptionally good result in Q2, and we hope for better dynamics only in the second half of the year. We assume a 10% y/y decline in operating income and a slightly weaker q/q result (only Fabrity in this line). At the net level, we also expect a slightly lower q/q contribution from marketing and a loss in PerfectBot comparable to Q1).

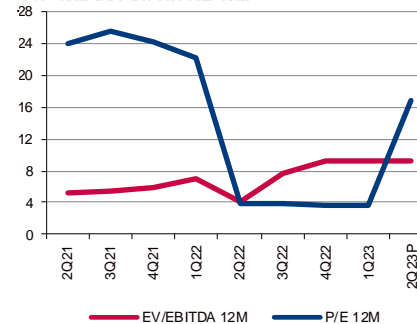
mPLN	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	y/y	q/q
Sales	28,9	27,1	35,7	11,8	13,0	14,0	15,2	16,1	16,5	27%	2%
EBITDA adj.	3,2	3,4	3,0	1,8	2,4	1,3	2,2	2,2	2,1	-11%	-5%
EBIT	1,5	1,8	1,4	1,2	1,9	1,0	1,5	1,6	1,5	-19%	-7%
Net profit	1,0	1,1	1,0	1,0	20,7	0,5	2,1	1,5	1,3	-94%	-10%
P/E12M trailing	23,9	25,4	24,0	22,2	3,8	3,9	3,7	3,6	16,7		
EV/EBITDA 12M trailing	5,2	5,3	5,8	7,0	4,0	7,7	9,2	9,2	9,2		
sales growth y/y	6%	-7%	-2%	-63%	-55%	-48%	-58%	37%	27%		
EBITDA margin	11,1%	12,5%	8,4%	15,3%	18,6%	8,9%	14,5%	13,9%	12,9%		
EBIT margin	5,1%	6,5%	4,0%	10,0%	14,4%	7,0%	10,0%	10,0%	9,1%		
Net margin	3,3%	4,1%	2,8%	8,4%	159,7%	3,4%	13,7%	9,2%	8,2%		

Financial Results  
31.08.2023

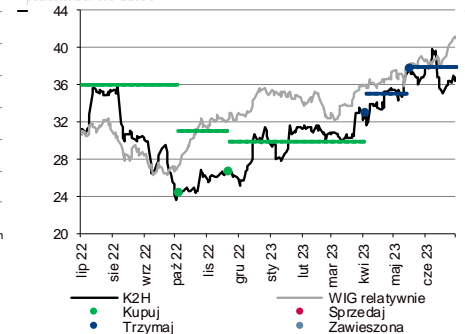
Company data	Recommendation history	Date	Price
Ticker	K2H	Hold	05.06.2023 38
Sector	TMT	Hold	24.04.2023 35
Price	36,5	Buy	12.12.2022 30
52w min/max (PLN)	22 / 39,9	Buy	24.10.2022 31
Shares (m)	2,5	Buy	21.07.2022 36
MC (PLNm)	90	Buy	18.07.2022 36
S&P Global ESG Scores	-	Buy	22.04.2022 31
Avg. 3M turnover (PLNm)	0,06	Buy	09.12.2021 31
Price chng.	1M -8,3%	3M 7,6%	1Y 16,6%

**Hold**  
(Previous Hold, PLN 38)  
**Target Price 37 PLN**  
Current Price 36,5  
Upside: 1%

D/E 12M vs EV/EBITDA 12M



Relative to WIG



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

Valuation/weight	Current		Previous			Change		
DCF valuation	33,4	50%		36,3	50%			-8%
Peer valuation	34,9	0%		34,2	0%			2%
SOTP valuation	39,9	50%		39,2	50%			2%

Changes to forecasts	2023P			2024P			2025P		
mn PLN	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Estimates revision	67,5	67,5	0%	78,2	78,2	0%	87,4	87	0%
mPLN	9,6	9,5	1%	10,9	10,7	2%	12,0	12	2%
Sales	7,0	7,0	1%	8,2	8,0	2%	9,0	9	2%
EBITDA	6,6	6,5	0%	7,1	7,0	2%	7,8	8	2%
EBIT	13,7	13,8		12,7	12,9		11,6	11,8	
Net profit	8,6	8,6		7,1	7,2		6,1	6,1	
P/E (x)	3,0			2,7			2,5		
EV/EBITDA adj. (x)	11,0%			5,2%			5,2%		

MARKET RATIOS	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	24,0	3,7	13,7	12,7	11,6
P/E adj. (x)	24,0	16,1	13,7	12,7	11,6
P/BV (x)	3,0	2,7	3,0	2,7	2,5
EV/EBITDA (x)	10,8	9,3	8,6	7,1	6,1
EV/EBITDA adj.	8,7	7,9	10,7	8,6	7,3
EV/Sales (x)	1,8	1,3	1,2	1,0	0,8
FCFE yield adj.					
FCFF yield adj.	2,4%	-1,9%	3,2%	9,2%	10,3%
DY (%)	2,9%	21,6%	11,0%	5,2%	5,2%

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

OPERATING INDICATORS	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EBITDA margin (%)	18,3%	18,1%	18,5%	18,7%	18,6%
Operating profit margin (%)	22,7%	16,7%	11,4%	11,5%	11,5%
Net profit adj. margin (%)	12,2%	9,3%	10,4%	10,5%	10,3%
	9,2%	45,4%	9,7%	9,0%	8,9%

ROE (%)	13,7%	17,9%	20,4%	22,3%	22,6%
ROA (%)	6,1%	40,2%	10,4%	10,7%	11,3%
CAPEX/Sales (%)	7,6%	5,1%	1,8%	1,9%	2,0%
CAPEX/D&A (x)	0,5	0,6	0,5	0,5	0,6
Net debt /equity (x)	-0,1	-0,4	-0,1	-0,2	-0,3
Net debt /EBITDA (x)	-0,5	-1,8	-0,2	-0,6	-0,9

Cash conversion cycle (days)	145	99	77	76	71
Inventory turnover (days)	0	0	0	0	0
Receivables turnover ratio (days)	237	144	105	105	100
Accounts payable turnover ratio (days)	91	45	28	29	30

INCOME STATEMENT (PLNm)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Sales</b>	<b>119,7</b>	<b>40,7</b>	<b>53,4</b>	<b>67,5</b>	<b>78,2</b>	<b>87,4</b>
Operating expenses	-104,1	-33,3	-43,8	-55,0	-63,5	-71,1
<b>Content costs</b>	<b>15,6</b>	<b>7,5</b>	<b>9,6</b>	<b>12,5</b>	<b>14,6</b>	<b>16,3</b>
Distribution, marketing, client retention costs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Equipment costs	-8,9	-2,5	-4,7	-5,8	-6,7	-7,4
Technical and carrier settlements costs	6,7	4,9	5,0	6,7	8,0	8,8
Other	1,3	0,0	0,0	0,3	0,2	0,2
<b>EBITDA</b>	<b>14,7</b>	<b>7,4</b>	<b>7,6</b>	<b>9,6</b>	<b>10,9</b>	<b>12,0</b>
<b>EBITDA adj.</b>	<b>13,5</b>	<b>9,2</b>	<b>8,9</b>	<b>7,7</b>	<b>9,0</b>	<b>10,0</b>
Amortization	-6,7	-6,6	-4,8	-2,5	-2,7	-3,0
<b>EBIT</b>	<b>8,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>7,0</b>	<b>8,2</b>	<b>9,0</b>
Financial net	-1,0	-0,3	22,1	0,1	-0,1	-0,2
<b>Income before income taxes</b>	<b>7,0</b>	<b>4,6</b>	<b>27,1</b>	<b>7,2</b>	<b>8,1</b>	<b>8,9</b>
Income tax	-2,1	-1,0	-3,0	-1,4	-1,5	-1,7
Minority interest	0,8	0,7	0,8	1,1	1,3	1,5
<b>Net profit</b>	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>	<b>24,2</b>	<b>6,6</b>	<b>7,1</b>	<b>7,8</b>
<b>Net profit adj.</b>	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>	<b>5,6</b>	<b>6,6</b>	<b>7,1</b>	<b>7,8</b>

BALANCE SHEET (PLNm)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Fixed assets</b>	<b>23,1</b>	<b>8,7</b>	<b>9,3</b>	<b>15,3</b>	<b>13,3</b>	<b>11,8</b>
<b>Current assets</b>	<b>39,4</b>	<b>51,0</b>	<b>51,6</b>	<b>49,9</b>	<b>53,9</b>	<b>58,6</b>
Inventory	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Trade receivables	27,6	25,2	17,0	22,0	23,1	24,9
Cash	9,6	10,1	17,8	11,1	13,9	16,9
<b>ASSETS</b>	<b>62,5</b>	<b>59,6</b>	<b>60,9</b>	<b>65,3</b>	<b>67,2</b>	<b>70,4</b>
<b>Equity</b>	<b>26,1</b>	<b>28,6</b>	<b>33,8</b>	<b>30,5</b>	<b>32,9</b>	<b>36,0</b>
<b>Minority capital</b>	<b>2,5</b>	<b>3,2</b>	<b>3,9</b>	<b>4,6</b>	<b>5,3</b>	<b>6,1</b>
<b>Long-term liabilities</b>	<b>7,4</b>	<b>2,7</b>	<b>3,8</b>	<b>9,6</b>	<b>8,1</b>	<b>6,6</b>
Interest-bearing liabilities	4,7	1,0	2,8	7,8	6,3	4,8
<b>Short-term liabilities</b>	<b>26,4</b>	<b>25,0</b>	<b>19,4</b>	<b>20,5</b>	<b>20,9</b>	<b>21,6</b>
Interest-bearing liabilities	4,2	5,3	1,6	1,5	0,9	0,9
Trade liabilities	11,8	8,6	4,6	5,8	6,7	7,5
<b>Liabilities</b>	<b>62,5</b>	<b>59,6</b>	<b>60,9</b>	<b>65,3</b>	<b>67,2</b>	<b>70,4</b>

CASH FLOW STATEMENT (PLNm)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Cash flow from operations</b>	<b>17,1</b>	<b>9,5</b>	<b>5,4</b>	<b>6,3</b>	<b>10,9</b>	<b>11,5</b>
Net profit (loss)	4,0	3,7	24,2	6,6	7,1	7,8
Amortization	6,7	6,6	4,8	2,5	2,7	3,0
<b>Cash flow from investing</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,9</b>	<b>28,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,7</b>
CAPEX	-2,9	-3,1	-2,7	-1,2	-1,5	-1,7
<b>Cash flows from financial activities</b>	<b>-8,5</b>	<b>-6,0</b>	<b>-24,8</b>	<b>-11,7</b>	<b>-6,7</b>	<b>-6,8</b>
Dividend	0,0	-2,4	-19,5	-9,9	-4,7	-4,7
<b>Net cash flow</b>	<b>5,5</b>	<b>0,6</b>	<b>9,1</b>	<b>-6,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>
Cash opening balance	4,1	9,6	10,1	17,8	11,1	13,9
Closing balance of cash	9,6	10,1	17,8	11,1	13,9	16,9

## Valuation

### K2H: DCF valuation

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	TV
Sales	67,5	78,2	87,4	92,7	98,2	104,1	110,4	117,0	124,0	
EBITDA	9,6	10,9	12,0	12,7	13,5	14,3	15,2	16,1	17,1	
<b>EBIT</b>	<b>7,0</b>	<b>8,2</b>	<b>9,0</b>	<b>9,6</b>	<b>10,1</b>	<b>10,8</b>	<b>11,4</b>	<b>12,1</b>	<b>12,8</b>	
Tax rate	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
<b>NOPAT</b>	<b>5,7</b>	<b>6,6</b>	<b>7,3</b>	<b>7,8</b>	<b>8,2</b>	<b>8,7</b>	<b>9,2</b>	<b>9,8</b>	<b>10,4</b>	
Amortization	2,5	2,7	3,0	3,2	3,4	3,6	3,8	4,0	4,2	
Capex	-1,2	-1,5	-1,7	-1,8	-1,9	-2,1	-2,2	-2,3	-2,5	
Lease payments	-2,5	-2,4	-2,3	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4	-2,5	-2,5	
Net WC investments	-3,8	-0,2	-0,9	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,1	
M&A, other adjustments	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>FCF</b>	<b>0,8</b>	<b>5,3</b>	<b>5,4</b>	<b>6,0</b>	<b>6,5</b>	<b>6,9</b>	<b>7,4</b>	<b>8,0</b>	<b>8,6</b>	<b>9,0</b>
Debt / (Debt + Equity)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
RFR	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%
Market premium	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Unlevered beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Levered beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Debt cost to tax (%)	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	5,3%
Equity cost (%)	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	12,5%
<b>WACC (%)</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>12,5%</b>

		10,5%	11,5%	WACC TV 12,5%	13,5%	14,5%		
PV FCF sum 2021-29	32							
FCF growth ratio in TV	3,0%							
Discounted TV	30							
Net debt, other adj.	-19	2,0%	35,1	33,4	32,0	30,8	29,8	
Equity value (mln PLN)	81	2,5%	36,2	34,2	32,6	31,4	30,3	
Number of shares (mln)	2,5	g	3,0%	37,4	35,1	33,4	32,0	30,8
1 share value PLN	32,9		3,5%	38,7	36,2	34,2	32,6	31,4
Dividend per share paid out	4,00		4,0%	40,3	37,4	35,1	33,4	32,0
<b>12m TP</b>	<b>33,4</b>							

Source: Trigon DM

### Peer group valuation

#### K2H: Peer group valuation

Company	MC [m EUR]	EV/EBITDA			P/E		
		2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
GLOBANT SA	6 909	17,5	14,7	11,4	31,4	26,5	21,7
ENDAVA PLC- SPON ADR	2 850	12,7	11,9	9,7	19,9	19,2	16,0
GRID DYNAMICS HOLDINGS INC	693	11,0	8,1	6,2	28,3	20,7	16,3
EPAM SYSTEMS INC	12 360	14,8	13,2	10,8	23,7	21,2	17,9
<b>Median: IT foreign (weight 25%)</b>		<b>13,7</b>	<b>12,6</b>	<b>10,3</b>	<b>26,0</b>	<b>20,9</b>	<b>17,1</b>
WPP PLC	10 257	6,2	6,0	5,8	8,1	7,5	7,0
PUBLICIS GROUPE	17 843	6,7	6,5	6,3	10,7	10,1	9,8
OMNICOM GROUP	16 881	8,9	8,4	8,1	12,6	11,9	11,1
<b>Median: marketing foreign (weight 25%)</b>		<b>6,7</b>	<b>6,5</b>	<b>6,3</b>	<b>10,7</b>	<b>10,1</b>	<b>9,8</b>
ASSECO POLAND		5,2	4,8	4,5	13,4	12,9	12,5
COMARCH		4,3	3,6	3,4	12,5	11,2	10,6
ASSECO BUSINESS SOLUTIONS		9,2	8,4	7,8	14,2	13,3	12,5
<b>Median: IT domestic (weight 50%)</b>		<b>5,2</b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>	<b>13,4</b>	<b>12,9</b>	<b>12,5</b>
<b>average weighted</b>		<b>7,7</b>	<b>7,2</b>	<b>6,4</b>	<b>15,9</b>	<b>14,2</b>	<b>12,9</b>
<b>Valuation per share</b>		<b>27,3</b>	<b>29,3</b>	<b>29,1</b>	<b>42,2</b>	<b>40,8</b>	<b>40,8</b>
<b>average weighted for multiples</b>			<b>29</b>			<b>41</b>	
<b>average weighted valuation</b>				<b>35</b>			

Source: Bloomberg, Trigon DM

### SUM-OF-THE-PARTS VALUATION

Fabrity	P/E trailing - IT	P/E trailing - only software houses	Per share	
<b>Company</b>			min	max
Spyrosoft	20,5	20,5		
Comarch	12,3	-		
Asseco Poland	13,5	-		
Ailleron	14,7	14,7		
Mediana	14,1	17,6		
Fabrity est. net LTM (PLN mn)	4,9	4,9		
Fabrity valuation (mn PLN)	68,7	85,7		
<b>80% Fabrity (mIn PLN)</b>	<b>55,0</b>	<b>68,6</b>	<b>22,3</b>	<b>27,8</b>

### PerfectBot

	mIn PLN	mIn PLN	Per share	
			min	max
Latest financing round, 10% discount	7,5	7,5	3,0	3,0

### Other (Marketing, other, cash)

	Target EV/EBITDA	Target EV/EBIT	Per share	
			min	max
Target multiple	6,5	7,5		
EBITDA adj. 2023e (mln PLN)	2,7			
EBIT adj. 2023e (mln PLN)		2,4		
Net cash (1Q23 minus 4 PLN DPS)	-0,1	-0,1		
<b>Valuation (PLN mn)</b>	<b>17,1</b>	<b>18,1</b>	<b>6,9</b>	<b>7,3</b>

### Summary

	mIn PLN	mIn PLN	per share min per shares max	
Fabrity	55,0	68,6	22,3	27,8
PerfectBot	7,5	7,5	3,0	3,0
Other and cash	17,1	18,1	6,9	7,3
<b>Valuation (PLN per shares)</b>			<b>32,2</b>	<b>38,1</b>
<b>Average valuation today</b>			<b>35,2</b>	
<b>Target valuation 12M</b>			<b>39,9</b>	

Source: Bloomberg, companies, Trigon DM

## Risk factors

1) Risk related to increased competition on the software houses market, 2) General economic situation, 3) Risk of losing customers, 4) Risk of losing key employees, 5) Risk of failure of the PerfectBot project, 6) Risk of customers failing to meet payment deadlines, 7) Currency risk (Fabrity generates currency)

## Trigon Dom Maklerski S.A.

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

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

W: <http://www.trigon.pl> | E: [repcja@trigon.pl](mailto:repcja@trigon.pl)



### CEE EQUITY RESEARCH

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

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

**Kacper Koproń**  
*Gaming, TMT*

**Katarzyna Kosiorek**  
*Biotechnology*

**Michał Kozak**  
*Oil&Gas, Chemicals, Utilities*

**Dominik Niszczyński**  
*TMT, E-commerce*

**Łukasz Rudnik**  
*Industrials, Metals&Mining*

**David Sharma**  
*Construction, Real Estate*

**Piotr Rychlicki**  
*Junior Analyst*

**Piotr Chodyra**  
*Junior Analyst*

### EQUITY SALES

**Grzegorz Skowroński**

### SALES TRADING

**Paweł Szczepański**, Head of Sales

**Michał Sopiński**, Deputy Head of Sales

**Paweł Czupryński**

**Hubert Kwiecień**

## Disclaimer

## Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”) odplatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. („GPW”), na podstawie Umowy o świadczenie usług przygotowania usług przygotowania raportów analitycznych („Umowa”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Dokument adresowany jest głównie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www.Dom 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 dyrektywy 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE („Rozporządzenie MAR”), oraz w Rozporządzeniu Delegowanym Komisji (UE) 2016/958 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 - licznicy ceny rynkowej i liczby akcji spółki  
free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki  
min/max 52 tyg. - minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni  
średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny  
EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację  
zysk skorygowany - zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym  
CF - cash flow, przepływy pieniężne  
CAPEX - suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe  
OCF - środki pieniężne wygenerowane poprzez operacyjną działalność przedsiębiorstwa  
FCF - gotówka wygenerowana przez przedsiębiorstwo po uwzględnieniu wpływów na wsparcie działalności oraz utrzymanie 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 (MbRS) - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży  
rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży  
rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży  
rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

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

RFRR - stopa wolna od ryzyka

## Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – K2 Holding S.A.  
KUPIJ - w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 10%  
TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 10%  
SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -9%.  
Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia (data wskazana wstępnie w dokumencie) lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.  
Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oraz powziąć przez osoby sporządzające rekomendację.  
Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.  
Dokument sporządziła: Dominik Niszcz

## Stosowane metody wyceny

Dom Maklerski stosuje zwykle dwie metody wyceny: model DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę wskaźnikową, a więc zestawienie podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych. Opcjonalnie może być wykorzystywany model zdyskontowanych dywidend. Wada metod opartych na zdyskontowanych przepływach jest wysoka wrażliwość na przyjęte założenia. Zaletą tych metod jest brak zależności z bieżącą wyceną rynkową spółki. Z kolei wadą metody wskaźnikowej jest ryzyko, że w danej chwili wycena rynkowa porównywalnych spółek może nie odzwierciedlać prawidłowo ich rzeczywistej wartości. Jej zaletą jest to, że pokazuje ona wycenę rynkową spółki uzyskaną w oparciu o rynkowe wyceny spółek porównywalnych. Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakiegokolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora. Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumencie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszące się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik osoby własnej Domu Maklerskiego. Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie ulegały zmianie od daty sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia Dokumentu. Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie ulegał zmianom od dnia jego sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia. Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, jak również informacje odnośnie wcześniejszych rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, opublikowanych w okresie ostatnich 12 miesięcy przed datą niniejszej rekomendacji, zamieszczono na stronie internetowej Domu Maklerskiego [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl).

## Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony obiektywnie, z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumencie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumencie. Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakiegokolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora. Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumencie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszące się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik osoby własnej Domu Maklerskiego. Postępując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumencie nie należy rezygnować z: przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę. O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego. Pomoczą Domu Maklerskiem i/lub bieżącymi udziałem w sporządzeniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją, pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanymi z Emitentem nie występuje konflikt interesów. W datę sporządzenia Dokumentu Dom Maklerski nie posiada akcji Emitenta. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta, w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie otrzymał od Emitenta dywidendy. Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A. Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Dom Maklerski nie świadczy dla Emitenta i spółek powiązanych z Emitentem usług doradztwa finansowego lub usługi bankowości inwestycyjnej lub innych usług maklerskich. Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem: i) sporządzania analiz i rekomendacji instrumentów finansowych Emitenta, ii) oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu, iii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego, iv) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. Dom Maklerski pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję animatora emitenta. Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Emitenta 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 usług usług. Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również żanim Dokumentu zostanie przedstawiony odbiorcom. Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji oraz realizację ogólnej polityki zarządzania konfliktami interesów Domu Maklerskiego. W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Pracownicy Domu Maklerskiego biorący udział w sporządzaniu niniejszego Dokumentu na rzecz swoich klientów, Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego. Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać. Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;
  - potwierdza, że zapoznana się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: [www.domskil.trigon.pl](http://www.domskil.trigon.pl), [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl), zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;
  - wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usług 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 rozważenia z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.
- Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.  
Data sporządzenia: 24 lipca 2023 r.  
Data pierwszego rozpowszechnienia: 24 lipca 2023r g. 8:00