



Dom Maklerski BDM S.A.

WIRTUALNA POLSKA

RAPORT ANALITYCZNY

Na podstawie obecnego modelu wyceniamy walory WPL na 102,8 PLN (poprzednio było to 129,1 PLN) i biorąc pod uwagę bieżący kurs spółki zmieniamy nasze zalecenie z Akumuluj na Redukuj. W bieżącym raporcie analitycznym zdecydowaliśmy się na chłodniejsze spojrzenie na ścieżkę budowy wyników w segmencie reklama i subskrypcje. Dla segmentu turystyka pozostawiamy podobne (co poprzednio) założenia dla dynamiki wzrostu przychodów na najbliższe lata przy jednoczesnej poprawie marżowości biznesu. Finalnie uwzględnione korekty wpływają na obniżenie naszych oczekiwań wynikowych zarówno na Q4 2023 jak i na lata 2024-2025.

W naszym odczuciu spółka na przestrzeni ostatnich lat osiągnęła wyjątkowy sukces rozwoju biznesu w Polsce na tle sektora mediowego obecnego na GPW. Zbudowana skala biznesu (szczególnie w obszarze wysokomarżowych przychodów w segmencie reklama i subskrypcje) jest wg nas na tyle duża, iż w kolejnych latach nie oczekujemy powrotu do dwucyfrowych wzrostów r/r (na bazie wzrostu organicznego). Inicjatywy przyspieszenia dynamiki wzrostu przychodów związane ze sprzedażą reklam na powierzchniach zewnętrznych (także na rynkach CEE) będą prawdopodobnie oznaczały rozwodnienie marży EBITDA. Z drugiej strony budowa obszaru związanego subskrypcjami to proces, który finalnie może wykazać, iż coraz bardziej prawdopodobne będą większe koszty na utrzymanie redakcji.

W segmencie turystyka kolejne lata w naszej prognozie to dalsza dynamiczna transformacja modelu biznesowego. Chociaż konkurencja ze strony międzynarodowych platform turystycznych jest bardzo silna to mamy na uwadze przesłanie prezesa spółki, który w liście do akcjonariuszy po wynikach rocznych za 2022 rok podkreślił, że pokłada „duże nadzieje w projekcie budowy championa Europy Środkowo-Wschodniej w obszarze turystyki krajowej”. Zakładamy zatem, że spółka będzie w stanie skutecznie rywalizować o spory udział rynku turystyki krajowej w obszarze CEE. Założony przez nas CAGR przychodów tego segmentu na lata 2024-2027 wynosi prawie 13,5%. Jednocześnie przyjęliśmy, że marża EBITDA segmentu turystyka będzie powyżej 27%.

W roku 2024 spodziewamy się, że WPL pokaże odczyt EBITDA skor. na poziomie blisko 470,6 mln PLN. W latach 2025-2026 EBITDA skor. w naszym modelu rośnie do odpowiednio 509 mln PLN i 547,9 mln PLN (w tych dwóch latach segment turystyki może odpowiadać za ok 35% wyników grupy).

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Przychody razem [mln PLN]	872,2	1 077,7	1 422,2	1 542,4	1 687,4	1 837,0
EBITDA skor. [mln PLN]	307,8	371,4	436,5	470,6	509,0	547,9
EBIT [mln PLN]	227,6	239,6	279,4	310,4	348,6	387,0
Wynik netto [mln PLN]	182,7	170,5	155,5	184,6	222,7	268,4
P/E	18,6	19,9	21,9	18,4	15,3	12,7
EV/Przychody	4,1	3,7	2,8	2,5	2,2	2,0
EV/EBITDA	11,5	11,6	9,2	8,3	7,4	6,7
DPS [PLN]	1,6	1,2	2,5	3,5	4,5	5,5
Rentowność dywidendy	1,3%	1,0%	2,2%	3,0%	3,9%	4,8%

REDUKUJ

(POPZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 102,8 PLN

04 STYCZEŃ 2024, 08:29 CET

Wycena końcowa [PLN]	102,8
Wycena DCF [PLN]	102,8
Wycena mnożnikowa [PLN]	102,7
Potencjał do wzrostu / spadku	-11%

Cena rynkowa [PLN]	115,4
Kapitalizacja [mld PLN]	3,4
Ilość akcji [mln szt.]	29,5

Cena maksymalna za 12 mc [PLN]	129
Cena minimalna za 12 mc [PLN]	93,7

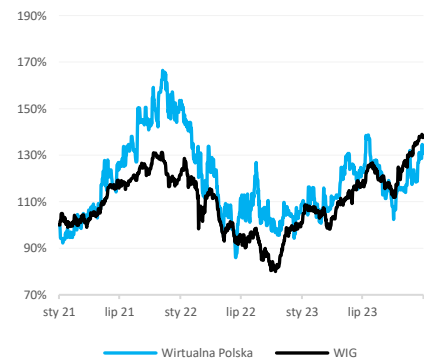
Zmiana kursu za 3 mc	15%
Zmiana kursu za 6 mc	4%
Zmiana kursu za 12 mc	17%
Zmiana kursu YTD	-3%

Akcjonariat (udział w kapitale):	
Łącznie Zażyciele*	38,65%
Allianz OFE	12,28%
Allianz TFI	6,94%

* za pośrednictwem Orfe S.A., 10X S.A. i Albemuth Inwestycje S.A.

Autor raportu:

Maciej Bobrowski
maciej.bobrowski@bdm.pl
Dom Maklerski BDM S.A.



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYCENA DCF.....	3
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	5
WYNIKI SKONSOLIDOWANE WPL ZA Q3 2023	6
RYNEK TURYSTYCZNY W REGIONIE CEE	10
ZAŁOŻENIA MODELU NA KOLEJNE OKRESY.....	12

WYCENA I PODSUMOWANIE

W bieżącym raporcie analitycznym zdecydowaliśmy się na chłodniejsze spojrzenie na ścieżkę budowy wyników w segmencie reklama i subskrypcje. Dla segmentu turystyka pozostawiamy podobne (co poprzednio) założenia dla dynamiki wzrostu przychodów na najbliższe lata przy jednoczesnej poprawie marżowości biznesu. Finałnie uwzględnione korekty wpływają na obniżenie naszych oczekiwań wynikowych zarówno na Q4 2023 jak i na lata 2024-2025.

Na podstawie obecnego modelu wyceniamy walory WPL na 102,8 PLN (poprzednio było to 129,1 PLN) i biorąc pod uwagę bieżący kurs spółki zmieniamy nasze zalecenie z Akumuluj na Redukuj. Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz o analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 102,8 PLN/akcję. Z kolei analiza mnożnikowa w oparciu o EV/EBITDA na lata 2023-2025 wskazuje na cenę 102,7 PLN/akcję. Końcowa wycena jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

Podsumowanie wyceny WPL

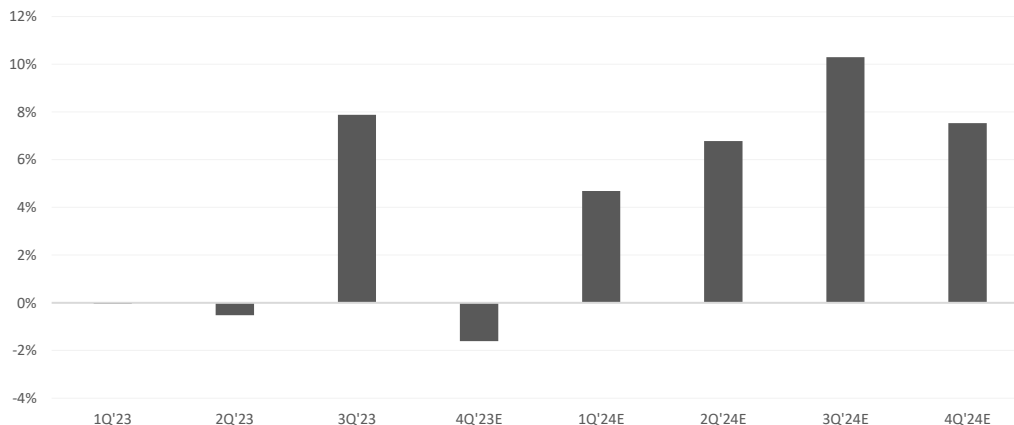
A	Wycena DCF [PLN/akcję]	102,8
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	102,7
C = (A*50%+B*50%)	Wycena końcowa [PLN/akcję]	102,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W naszym odczuciu spółka na przestrzeni ostatnich lat osiągnęła wyjątkowy sukces rozwoju biznesu w Polsce na tle sektora mediowego obecnego na GPW. W założeniach w dalszym ciągu zakładamy, że WPL będzie walczyć o utrzymanie pozycji jaką zdobyła na przestrzeni ostatnich lat w obszarze reklamy internetowej. Poprawa dynamiki wzrostu przychodów ma być efektem m.in. rozwoju sprzedaży reklamy na powierzchniach zewnętrznych. Spółka duży akcent kładzie na rozwój skali biznesu WP Sales Booster, WP ADS. Ważnym elementem wyjścia na rynki CEE ma być wreszcie WPartner. Duży akcent w ramach segmentu reklama i subskrypcje władze spółki kładą również na rozwój modelu subskrypcyjnego, który w perspektywie kilku lat jest w naszym odczuciu koniecznością aby utrzymać wiodącą pozycję na rynku w Polsce. Z drugiej jednak strony zbudowana skala biznesu (szczególnie w obszarze wysokomarżowych przychodów w segmencie reklama i subskrypcje) jest w naszym odczuciu na tyle duża, iż w kolejnych latach nie oczekujemy powrotu do dwucyfrowych wzrostów (na bazie wzrostu organicznego). Inicjatywy przyśpieszenia dynamiki wzrostu przychodów związane ze sprzedażą reklam na powierzchniach zewnętrznych będą prawdopodobnie oznaczały rozwodnienie marży EBITDA. Z drugiej strony budowa obszaru związanego subskrypcjami to proces, który finalnie może wykazać, iż coraz bardziej prawdopodobne będą większe koszty na utrzymanie redakcji.

W segmencie turystyka kolejne lata w naszej prognozie to dalsza dynamiczna transformacja modelu biznesowego. Chociaż konkurencja ze strony międzynarodowych platform turystycznych jest bardzo silna to mamy na uwadze przesłanie prezesa spółki, który w liście do akcjonariuszy po wynikach rocznych za 2022 rok podkreślił, że pokłada „duże nadzieje w projekcie budowy championa Europy Środkowo-Wschodniej w obszarze turystyki krajowej”. Zakładamy zatem, że spółka będzie w stanie skutecznie rywalizować o spory udział rynku turystyki krajowej w obszarze CEE. Założony przez nas CAGR przychodów tego segmentu na lata 2024-2027 wynosi prawie 13,5%. Jednocześnie przyjęliśmy, że marża EBITDA segmentu będzie powyżej 27%.

Oczekiwany powrót do dodatnich dynamik EBITDA w relacji r/r w 2024 roku



Dynamika r/r dla poszczególnych kwartałów z 2023 roku dotyczy odniesienia do danych pro forma z 2022 roku (efekty akwizycji m.in. Audioteka oraz Szallas)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCFF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 5,3% (poprzednio 5,6%). Beta odlewarowana została w wycenie ustalona na poziomie 1,1 i następnie w poszczególnych okresach prognozy stosujemy betę lewarowaną w oparciu o symulację modelu. Premię za ryzyko rynkowe ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Po okresie szczegółowej prognozy, w okresie rezydualnym przyjęliśmy założenie o wzroście przepływów o 2,5% r/r (poprzednio +3% r/r) i w obliczeniach zastosowaliśmy wacc równy 12,25%.

Dług netto w wyliczeniach uwzględnia nasze szacunki na koniec 2023 roku.

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity WPL na 102,8 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2023-02-01.

Wrażliwość wyceny na przyjęte parametry w okresie rezydualnym (po okresie szczegółowej prognozy)

	WACC	wzrost FCFF w okresie rezydualnym						
		1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
7,8%		126,6	132,8	140,0	148,6	159,1	172,0	188,3
9,3%		112,6	116,6	121,3	126,6	132,8	140,0	148,6
10,8%		102,8	105,7	108,9	112,6	116,6	121,3	126,6
12,3%		95,7	97,9	100,2	102,8	105,7	108,9	112,6
13,8%		90,3	91,9	93,7	95,7	97,9	100,2	102,8
15,3%		86,0	87,3	88,7	90,3	91,9	93,7	95,7
16,8%		82,5	83,6	84,7	86,0	87,3	88,7	90,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 542,4	1 687,4	1 837,0	1 975,7	2 107,2	2 237,9	2 364,3	2 485,7	2 601,6	2 696,9
EBIT [mln PLN]	310,4	348,6	387,0	422,2	456,8	490,0	521,8	551,8	580,4	603,1
NOPAT [mln PLN]	251,4	282,3	313,4	342,0	370,0	396,9	422,6	447,0	470,1	488,5
Amortyzacja [mln PLN]	154,2	154,4	154,8	154,1	151,8	150,2	148,8	148,9	150,1	152,0
Zmiana kapitału obrotowego [mln PLN]	-6,7	-4,1	-4,4	-4,3	-3,2	-3,2	-3,1	-3,0	-2,9	-2,6
CAPEX [mln PLN]	-134,4	-140,8	-143,8	-144,3	-144,7	-143,9	-149,3	-154,1	-158,3	-164,2
FCFF [mln PLN]	264,5	291,8	320,1	347,5	373,9	400,0	418,9	438,7	459,0	473,7
Suma PV FCFF [mln PLN]	2 000,4									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 575,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	3 575,5									
Dług netto i inne korekty [mln PLN]	545,8									
										wzrost / spadek FCFF w okresie rezydualnym: +2,5%
Wartość kapitału [mln PLN]	3 029,7									WACC w okresie rezydualnym: 12,25%
Ilość akcji [mln szt.]	29,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	102,8									

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Przychody ogółem zmiana r/r	8,5%	9,4%	8,9%	7,5%	6,7%	6,2%	5,6%	5,1%	4,7%	3,7%
Marża EBITDA	30%	30%	29%	29%	29%	29%	28%	28%	28%	28%
Marża EBIT	20%	21%	21%	21%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
CAPEX / Przychody	9%	8%	8%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%
D / E	22%	22%	21%	20%	19%	18%	17%	16%	15%	15%
E / (E+D)	82%	82%	83%	83%	84%	85%	85%	86%	87%	87%
D / (E+D)	18%	18%	17%	17%	16%	15%	15%	14%	13%	13%
Stopa wolna od ryzyka	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Beta nielewarowana	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Beta lewarowana	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Kosz kapitału własnego	13,5%	13,4%	13,4%	13,3%	13,3%	13,3%	13,2%	13,2%	13,1%	13,1%
Kosz długu po opodatkowaniu	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
WACC	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

Wycenę spółki metodą mnożnikową oparliśmy o EV/EBITDA według naszych założeń na 2023-2025. Obniżenie potencjału wzrostu głównych obszarów biznesowych wpłynęło na obniżenie wyceny. Ustaliliśmy akceptowalny średni poziom EV/EBITDA dla segmentu reklama i subskrypcje równy 8,0x (było 10x), dla segmentu turystyka 6,5x (było 7x), a dla pozostałych obszarów w ramach grupy 5,5x (było 6,5x). Takie podejście sugeruje wycenę equity WPL na poziomie blisko 3,03 mld PLN, czyli 102,7 PLN/akcję.

Wycena mnożnikowa Agora (w oparciu o docelowy pułap EV/EBITDA)

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2023-2025						
	5,0	6,0	7,0	7,5	8,0	9,0	10,0
Cena docelowa [PLN/akcję]	63,9	79,7	95,5	103,4	111,3	127,1	142,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	EV/EBITDA	
	2023E	2024E
SCHIBSTED	28,9	23,6
NEW WORK	4,5	4,5
ADEVINTA	21,6	18,2
SCOUT24	17,3	15,1
AUTO TRADER	18,2	16,5
RIGHTMOVE	17,1	16,4
VIVENDI	10,3	8,3
INFORMA	13,2	11,8
PEARSON	9,8	9,2
WOLTERS KLUWER	19,4	17,9
ALPHABET	13,7	11,9
META PLATFORMS	12,5	10,7
TRIPADVISOR	8,9	7,3
AIRBNB	22,4	20,1
EXPEDIA GROUP	8,9	7,8
BOOKING HOLDINGS	17,5	15,2
HOSTELWORLD	11,5	9,7
LASTMINUTE.COM	5,2	4,0
MAKEMYTRIP	40,2	27,0
TRAINLINE	14,0	12,3
TRIP.COM	12,3	11,6
RAINBOW	2,9	4,6
AGORA	5,8	5,6
GRUPA PRACUJ	14,5	13,0

Mediana mnożnika EV/EBITDA na lata 2023-2024 dla wskazanych podmiotów wyniosła odpowiednio 13,5x oraz 11,8x.

Dla grupy podmiotów z ekspozycją na obszar technologii i mediów elektronicznych mediana na lata 2023-2024 wynosi 15,4x i 13,5x. Z kolei spółki z główną ekspozycją na rynek turystyki, wg mediany, na lata 2023-2024 są handlowane na poziomie odpowiednio 11,9x i 10,7x.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI SKONSOLIDOWANE WPL ZA Q3 2023

Dane za Q3 odbieramy neutralnie. W segmencie reklama i subskrypcje wyniki okazały się słabsze niż nasze oczekiwania. Jednocześnie w omawianym kwartale lepsze rezultaty wypracował segment turystyka.

Okres Q3 to kolejny kwartał, kiedy główny obszar biznesowy, czyli reklama i subskrypcje zanotował erozję wyników r/r (dane raportowane -2,7% r/r, a dane pro forma -10,8% r/r).

W segmencie turystyka opublikowane dane oceniamy dobrze na tle wcześniejszych oczekiwań (specyfika ekspozycji na rynek turystyki lokalnej). Jednocześnie zwracamy uwagę, że na tle dynamik rynku turystyki i raportów zagranicznych podmiotów z branży, opublikowane dane segmentu pozycjonujemy blisko średniej.

Wyniki WP w Q3 2023 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań

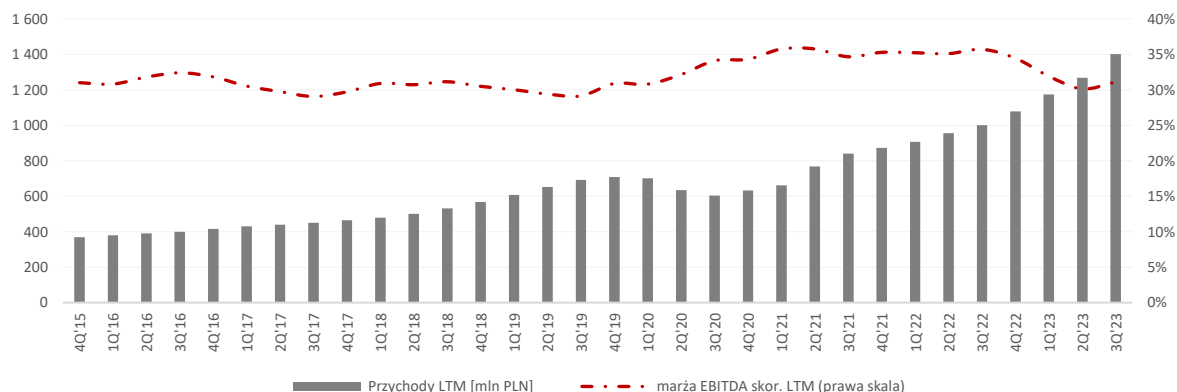
	3Q'22	3Q'23	zmiana r/r	3Q'22 LTM	3Q'23 LTM	zmiana r/r	3Q'23P	realizacja
Przychody	264,1	396,9	50,3%	974,0	1 371,7	40,8%	391,2	101%
Reklama i subskrypcje	128,8	156,3	21,3%	554,1	686,3	23,9%	162,3	96%
Turystyka	76,1	185,8	144,0%	210,6	461,8	119,3%	175,1	106%
Finanse konsumenckie	50,5	47,6	-5,8%	159,2	198,9	25,0%	48,0	99%
Inne	10,9	9,8	-10,5%	59,4	37,2	-37,4%	9,3	105%
Wyłączenia konsolidacyjne	-2,4	-2,6	---	-9,3	-12,6	---	-3,6	73%
EBITDA skor.	95,8	149,8	56,3%	357,4	436,2	22,1%	145,4	103%
Reklama i subskrypcje	61,5	59,8	-2,7%	274,4	279,8	1,9%	61,5	97%
Turystyka	27,9	83,4	198,7%	54,5	127,9	134,5%	77,2	108%
Finanse konsumenckie	7,3	5,7	-21,6%	28,3	28,6	1,1%	6,9	83%
Inne	-0,8	0,9	---	0,1	-0,1	---	-0,2	-372%
Amortyzacja	89,3	146,3	63,8%	336,7	414,8	23,2%	143,4	102%
EBIT	22,9	36,7	60,1%	89,2	144,8	62,3%	39,3	93%
Saldo finansowe	66,4	109,6	65,0%	247,5	270,0	9,1%	104,1	105%
Wynik brutto	-1,7	-16,8	---	12,3	-56,6	---	-16,2	104%
Podatek	64,4	90,0	39,6%	259,5	213,3	-17,8%	87,2	103%
Wynik netto	50,8	71,7	41,3%	206,4	156,5	-24,2%	65,8	109%
wynik przypisany akcjonariuszom	48,9	70,1	43,4%	199,9	148,8	-25,5%	63,8	110%

*EBITDA skorygowana obliczona przez BDM może różnić się od odczytów EBITDA jakie podaje WPL w raportach okresowych

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

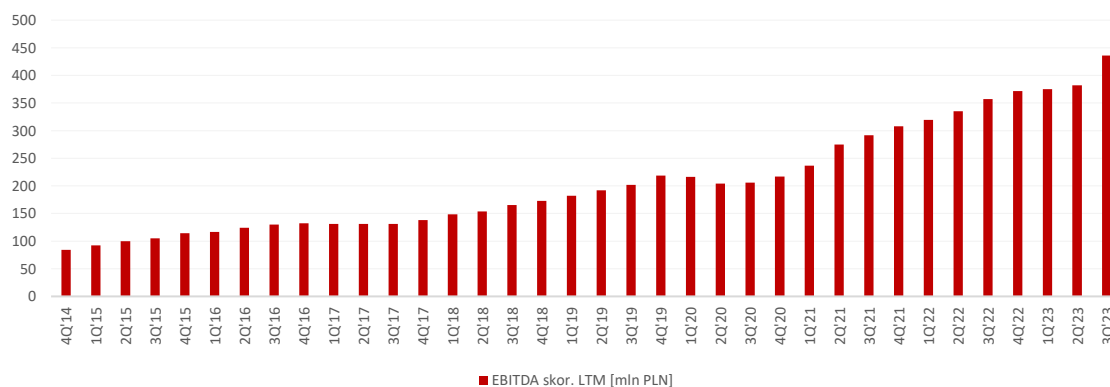
- Przychody segmentu reklama i subskrypcje wyniosły 156,3 mln PLN (+21,3 r/r), na co wpływ miały wcześniejsze M&A. Odczyt dla EBITDA skor. dla tego segmentu wyniósł 59,8 mln PLN, co oznacza spadek o 2,7% r/r (a w ujęciu pro forma jest to spadek o 10,8% r/r).
- Przychody segmentu turystyka wzrosły do 185,8 mln PLN (+21,3% r/r), co jest efektem konsolidacji Szallas, oraz silnego wzrostu przychodów w wakacje.pl. Odczyt EBITDA skor. segmentu w omawianym okresie to 83,4 mln PLN (+199% r/r). W ujęciu pro forma EBITDA skor. segmentu wykazuje wzrost o 30,8% r/r (w Q2 dynamika wyniosła 37,6% r/r).
- Ogółem EBITDA skor. w Q3 2023 wyniosła 149,8 mln PLN (+56,3% r/r). Nasze wcześniejsze oczekiwania wskazywały na odczyt rzędu 145,4 mln PLN. EBITDA skor. w ujęciu LTM to 436,2 mln PLN (+22,1% r/r). Szacunkowa EBITDA skor. w ujęciu pro forma była o ok 7,9% wyższa r/r (zasługa segmentu turystyka).
- Tak jak w poprzednich kwartałach koszty obsługi zadłużenia (wzrost po akwizycjach z ubiegłego roku) miały negatywny wpływ na eps. Jednocześnie spółka w samym Q3 2023 rozpoznała ponownie niższy niż oczekiwaliśmy podatek. Ogółem wynik netto WPL za Q3 2023 wzrósł do 70,1 mln PLN.
- Na koniec września'23 widać istotny wpływ segmentu turystyka na kapitał obrotowy (duży ujemny wpływ q/q, czyli zmiana sytuacji w porównaniu do pierwszego półrocza). Ten obszar biznesowy wykazuje sezonowość. Skutkuje to dużą skalą przedpłat w pierwszym półroczu roku kalendarzowego i regulowaniu powstałych z tego tytułu zobowiązań po sezonie wakacyjnym, co przełoży się na istotną negatywną zmianę kapitału obrotowego WPL w drugim półroczu.

Przychody w ujęciu zannualizowanym i marża EBITDA skor.



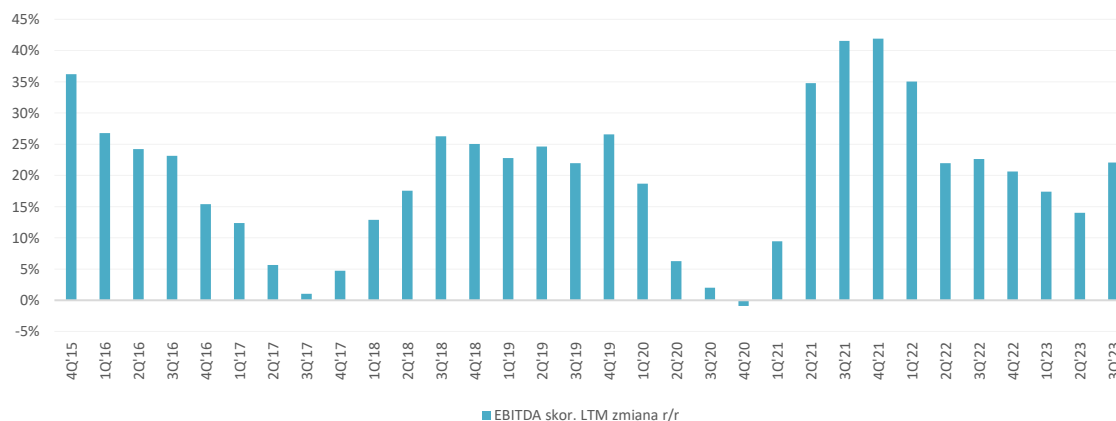
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA skorygowana (ujęcie ostatnich czterech kwartałów)



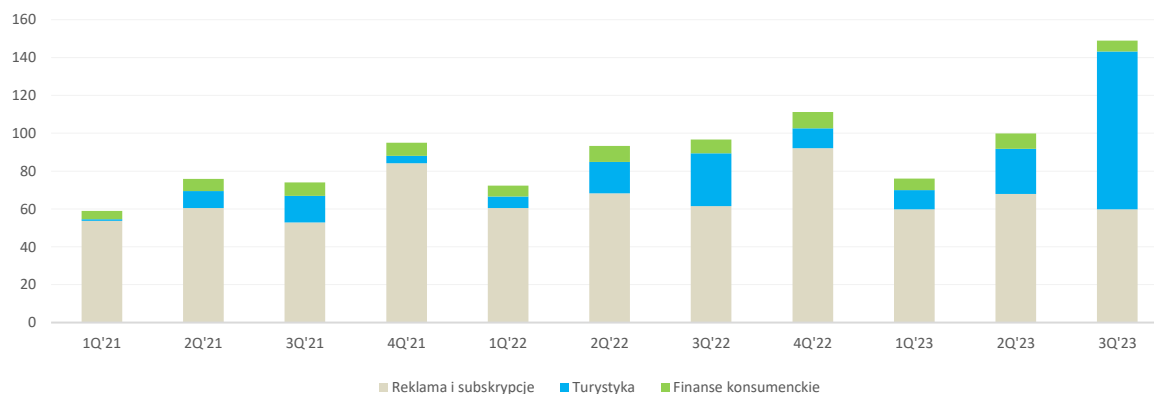
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczna dynamika r/r odczytów EBITDA skorygowana LTM w poszczególnych kwartałach



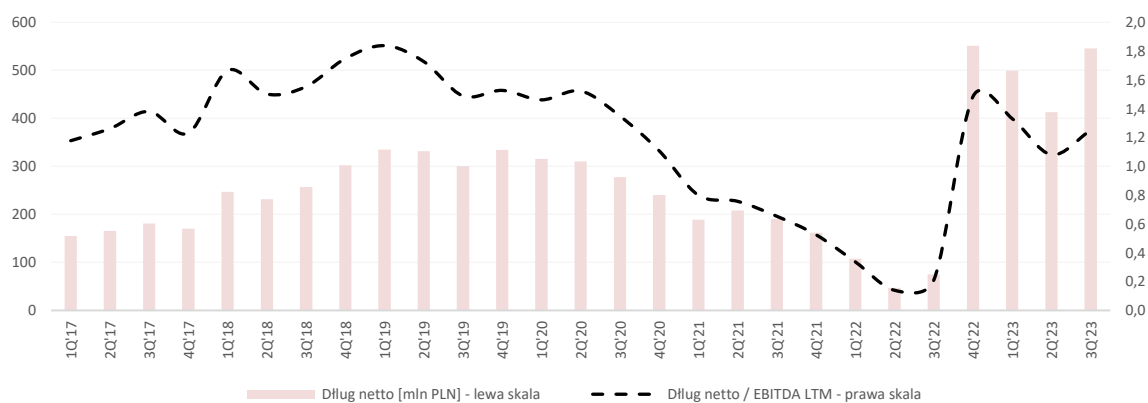
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kontrybucja segmentów do odczytów EBITDA [mln PLN]



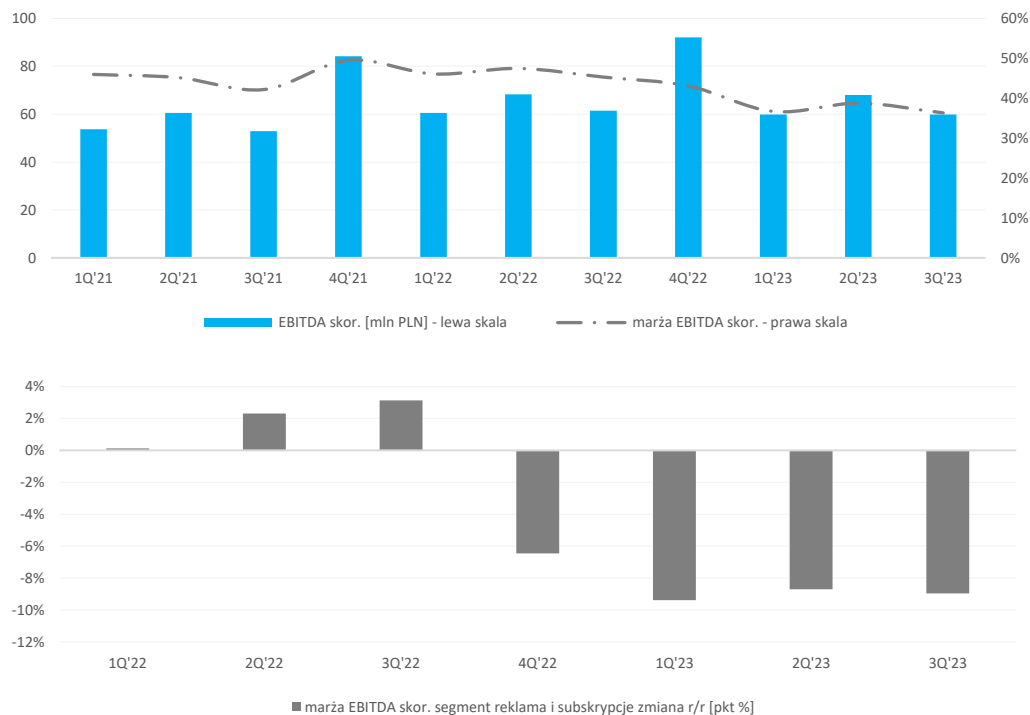
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dług netto w relacji do EBITDA LTM



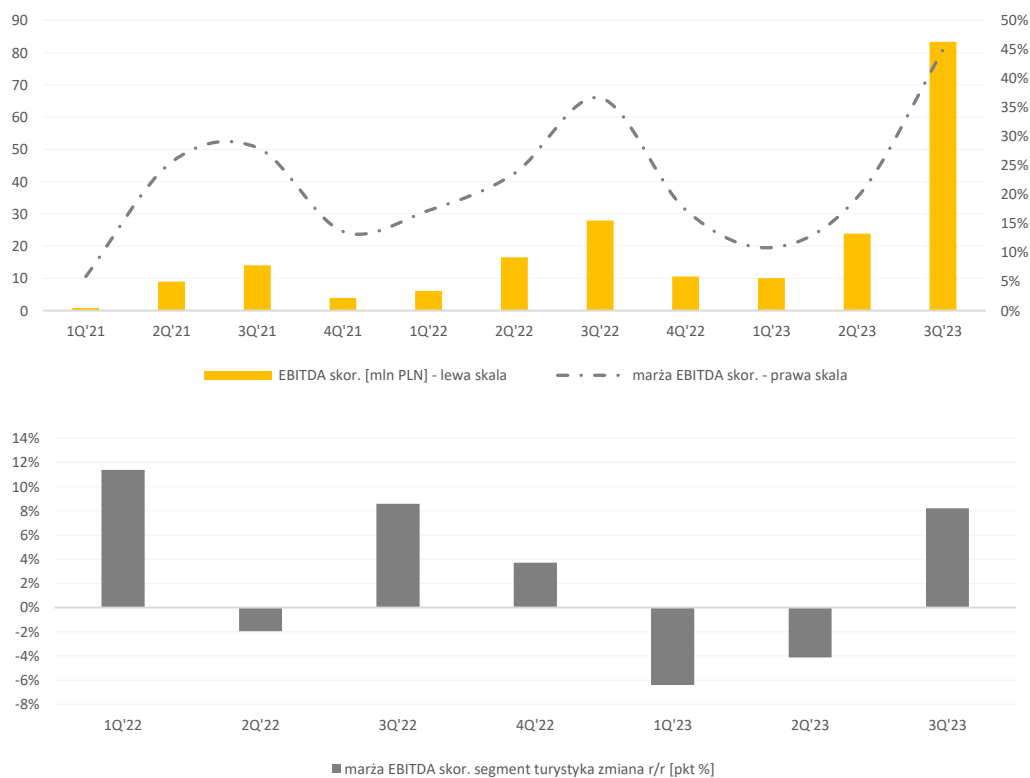
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Segment reklama i subskrypcje – EBITDA w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Segment turystyka – EBITDA w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

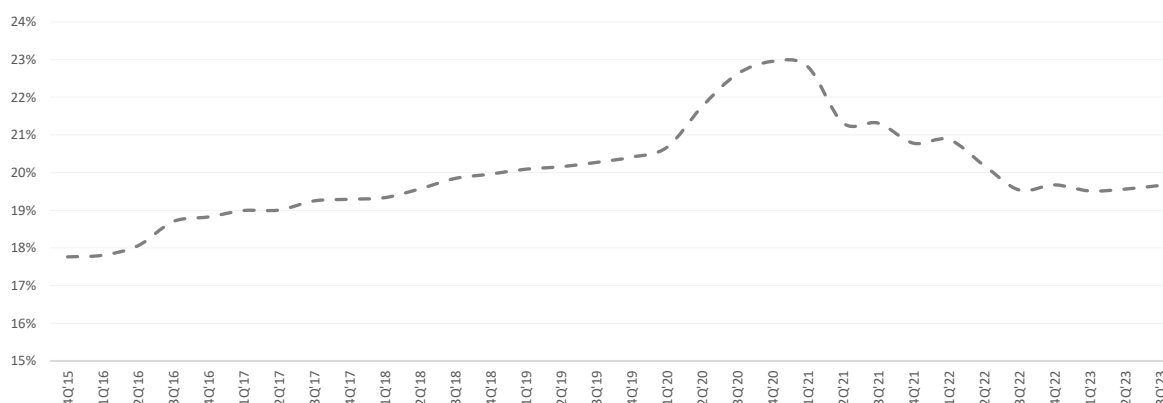
RYNEK TURYSTYCZNY W REGIONIE CEE

W regionie CEE spoglądamy na cztery rynki: Polska, Chorwacja, Węgry oraz Czechy i Słowacja. Zebrane dane dla tych rynków lokalnych wskazują, że łączna liczba udzielonych noclegów na tych rynkach jest już bliska temu, co obserwowaliśmy w szczycie przed pandemią.

Szacujemy, że obecny potencjał rynku noclegów turystycznych w omawianym obszarze CEE wynosi ok 285 mln noclegów w skali roku. Proces odbudowy wolumenów po kryzysie wywołanym pandemią był zauważalny z kwartału na kwartał (słabiej wypadł już jednak okres Q3 2023). Jednocześnie nadal dotychczasowe odbicie rynku turystycznego w krajach Europy Zachodniej (Włochy, Francja, Hiszpania, Portugalia) jest bardziej dynamiczne aniżeli obszaru CEE.

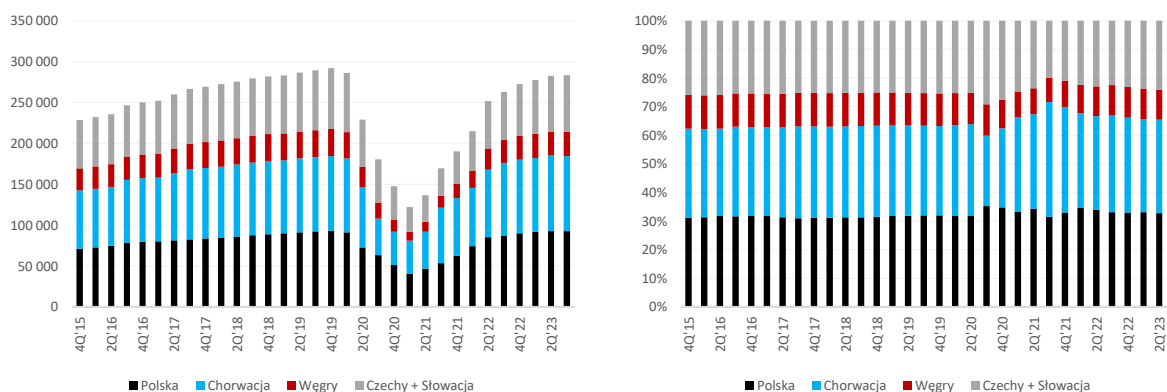
Szacujemy, że obecny rynek CEE (pod względem liczny noclegów) to ok 20% rynku z obszaru Włoch, Francji, Hiszpanii i Portugalii. Przed pandemią trend zwiększenia znaczenia rynku CEE był widoczny i liczymy, że kolejne lata wskażą na powrót do tendencji obserwowanej wcześniej.

Wielkość rynku pod względem liczny udzielonych noclegów LTM w wybranym obszarze CEE (Polska, Chorwacja, Węgry oraz Czechy i Słowacja) w relacji do rynku krajów Europy Zachodniej (Włochy, Francja, Hiszpania i Portugalia)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych GUS i Eurostat

Liczba sprzedanych noclegów w wybranych krajach CEE (Polska, Chorwacja, Czechy+Słowacja oraz Węgry) [tys. noclegów w ujęciu LTM]

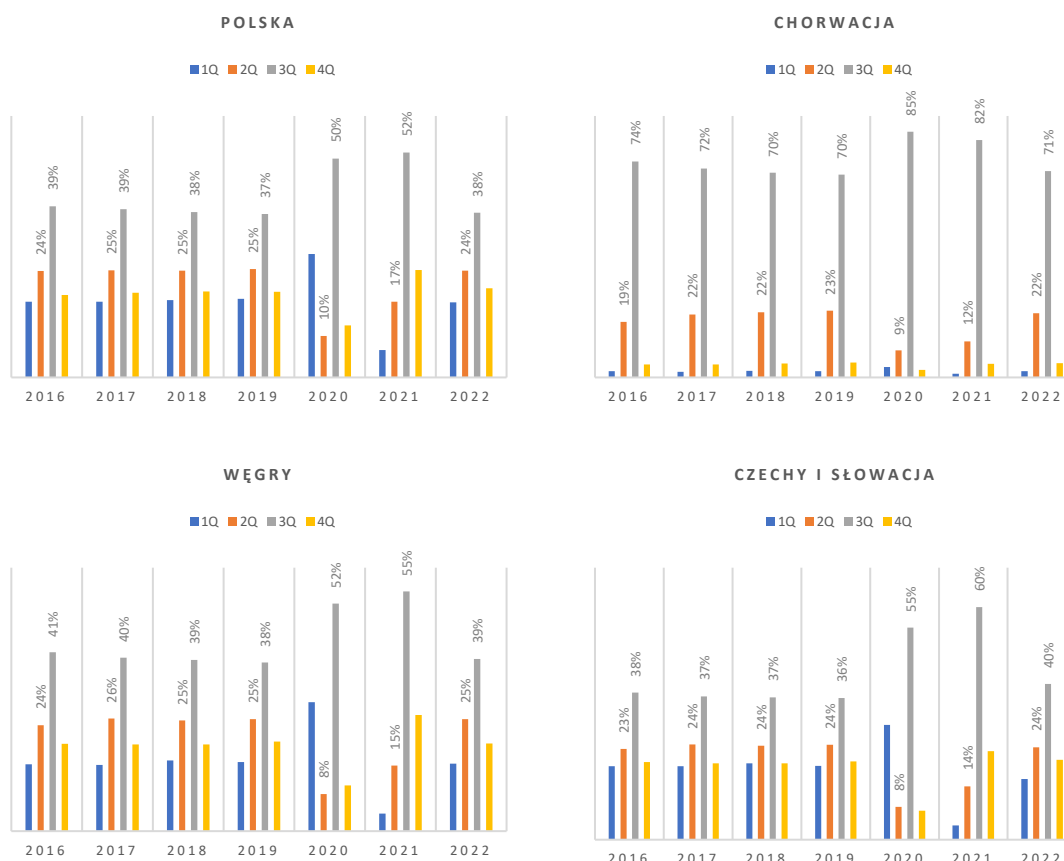


dane dotyczą turystycznych obiektów noclegowych posiadających 10 lub więcej miejsc noclegowych

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych GUS i Eurostat

Przypominamy, że w trakcie roku kalendarzowego występuje duża sezonowość w popycie na noclegi. Kluczowe miesiące dla segmentu turystyka w spółce to okres trzeciego kwartału. W ostatnich latach łącznie w Q2 i Q3 w Polsce, na Węgrzech oraz w Czechach i Słowacji oba kwartały odpowiadały średnio za 60-68% całorocznej frekwencji. Dla Chorwacji z kolei okres Q2 i Q3 to średnio ok 92% całorocznej frekwencji w obiektach turystycznych. Spółka w ramach segmentu turystyka wskazuje na podobną zależność (dla Szallas kluczowym okresem pod względem EBITDA jest Q3 roku kalendarzowego).

Sezonowość sprzedaży noclegów turystycznych w wybranych krajach CEE (Polska, Chorwacja, Węgry oraz Czechy i Słowacja)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych GUS i Eurostat

ZAŁOŻENIA MODELU NA KOLEJNE OKRESY

W okresie Q1-Q3 2023 w segmencie reklama i subskrypcje widoczna była erozja wyników pro forma. Uwzględniając dane rynkowe dla dynamiki reklamy na całym rynku oraz m.in. stonowany komentarz spółki po wynikach za Q3 dotyczący potencjału budowy wyników w tym segmencie, zdecydowaliśmy się na obniżenie naszych oczekiwań na Q4 2023. Tym samym przygotowujemy się na scenariusz, że segment reklamy w WPL nadal wykazywał względnie słabe odczyty, co było m.in. efektem umocnienia segmentów tradycyjnych nośników reklamy oraz wysokiej bazy porównawczej z ubiegłego roku dla biznesu WPL. Przyjęliśmy w modelu założenie, że w Q4 przychody w segmencie reklama i subskrypcje wyniosły 204,2 mln PLN, z kolei EBITDA skor. może wynieść 89,1 mln PLN (względem danych pro forma z Q4'22 na poziomie 92,8 mln PLN).

W segmencie turystyka zakładamy, że ostatni kwartał 2023 roku był kolejnym mocnym okresem pod względem dynamiki wzrostu przychodów w ujęciu r/r zwłaszcza dla wakacje.pl (choć jest to już niski sezon) Punktowo w Q4 2023 przyjęliśmy przychody segmentu na poziomie 81,6 mln PLN. EBITDA skor. dla tego segmentu, wg naszych symulacji, w Q4 może wynieść 12,5 mln PLN.

Ogółem dla WPL na Q4 2023 założyliśmy przychody na poziomie 346,9 mln PLN, co będzie oznaczało wzrost o 6,1% r/r. W ujęciu całego 2023 przychody mogą wynieść 1,42 mld PLN. Odczyt EBITDA skor. spółki w Q4 2023 może wynieść 110,5 mln PLN (+0,3% r/r), a w ujęciu 2023 może to być wartość 436,5 mln PLN. Przypominamy, że po zrealizowanych projektach M&A na saldzie finansowym w całym roku 2023 widać było odczuwalne koszty związane z obsługą zadłużenia. Finalnie przyjęliśmy wynik netto za Q4'23 na poziomie 39,1 mln PLN, a w ujęciu 2023 wynik netto może wynieść 155,5 mln PLN.

Szczegółowe założenia w modelu na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23E	1Q'24E	2Q'24E	3Q'24E	4Q'24E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przychody	310,5	359,6	405,3	346,9	332,5	389,0	444,1	376,8	872,2	1 077,7	1 422,2	1 542,4	1 687,4
Reklama i subskrypcje	158,3	168,5	156,3	204,2	163,9	176,9	167,2	220,5	521,4	595,1	687,3	728,5	779,5
Turystyka	92,5	122,4	185,8	81,6	106,3	139,6	211,8	92,6	127,8	242,8	482,3	550,3	632,8
Finanse konsumenckie	49,1	56,1	47,6	45,6	50,1	58,7	49,8	47,7	131,8	171,0	198,5	206,2	215,5
EBITDA skor.	76,0	100,2	149,8	110,5	79,6	107,0	165,3	118,8	307,8	371,4	436,5	470,6	509,0
Reklama i subskrypcje	59,9	68,0	59,8	89,1	61,1	70,4	62,9	94,7	251,2	282,3	276,8	289,1	301,5
Turystyka	10,0	23,9	83,4	12,5	12,0	27,6	95,2	14,7	27,7	61,2	129,8	149,5	173,6
Finanse konsumenckie	6,2	8,1	5,7	8,5	6,4	8,5	6,0	8,9	25,0	30,0	28,5	29,8	31,5
EBITDA	75,6	96,7	146,3	109,5	78,1	105,5	163,8	117,3	310,1	340,1	428,1	464,6	503,0
Amortyzacja	37,0	38,1	36,7	36,9	37,1	38,0	39,0	40,1	82,5	100,5	148,7	154,2	154,4
EBIT	38,6	58,6	109,6	72,5	41,0	67,5	124,8	77,1	227,6	239,6	279,4	310,4	348,6
Saldo finansowe	-13,9	-15,8	-16,8	-15,6	-15,3	-14,7	-13,5	-13,3	0,6	-5,6	-62,2	-56,8	-49,7
Wynik brutto	26,1	46,3	90,0	56,5	25,2	52,3	110,8	63,4	231,8	231,4	218,9	251,6	297,5
Wynik netto	16,3	33,6	71,7	41,2	17,2	39,1	86,5	48,3	187,8	178,3	162,8	191,1	229,5
wynik przypisany akcjonariuszom	14,4	31,9	70,1	39,1	15,6	37,5	84,8	46,7	182,7	170,5	155,5	184,6	222,7
EBITDA skor. marża %	24,9%	28,4%	37,8%	32,8%	24,5%	28,1%	37,9%	32,4%	36,3%	35,4%	31,4%	31,2%	30,8%
Reklama i subskrypcje	37,8%	40,3%	38,3%	43,7%	37,3%	39,8%	37,6%	43,0%	48,2%	47,4%	40,3%	39,7%	38,7%
Turystyka	10,9%	19,5%	44,9%	15,3%	11,3%	19,8%	45,0%	15,9%	21,7%	25,2%	26,9%	27,2%	27,4%
Finanse konsumenckie	12,7%	14,4%	12,0%	18,6%	12,8%	14,5%	12,1%	18,7%	18,9%	17,6%	14,4%	14,5%	14,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana w naszych założeniach na lata 2023-2025 (w porównaniu do raportu analitycznego z 2023-08-23)

	nowe	nowe	nowe	było	było	było	zmiana	zmiana	zmiana
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Przychody	1 422,2	1 542,4	1 687,4	1 445,20	1 574,80	1 735,90	-2%	-2%	-3%
Segment reklama i subskrypcje	687,3	728,5	779,5	712,2	768,1	836,9	-4%	-5%	-7%
Segment turystyka	482,3	550,3	632,8	487,8	551,1	633,8	-1%	0%	0%
EBITDA skor.	436,5	470,6	509,0	439,7	484,6	532,5	-1%	-3%	-4%
Segment reklama i subskrypcje	276,8	289,1	301,5	285,8	311,2	334,8	-3%	-7%	-10%
Segment turystyka	129,8	149,5	173,6	124,8	143	166,1	4%	5%	4%
EBITDA	428,1	464,6	503,0	433,3	478,6	526,5	-1%	-3%	-4%
Amortyzacja	148,7	154,2	154,4	149	150,8	150,3	0%	2%	3%
EBIT	279,4	310,4	348,6	284,3	327,8	376,2	-2%	-5%	-7%
Saldo finansowe	-60,5	-58,7	-51,1	-60,6	-60,5	-49,2	0%	-3%	4%
Wynik netto	162,8	191,1	229,5	164,6	203,4	253,7	-1%	-6%	-10%
Wynik netto dla akcjonariuszy	155,5	184,6	222,7	159,9	202,9	253,1	-3%	-9%	-12%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W obecnym raporcie analitycznym skorygowaliśmy w dół założenia wynikowe na 2024-2025. Rewizja in minus dotyczy segmentu reklama i subskrypcje. Obniżyliśmy prognozowane przychody na lata 2024-2025 odpowiednio o 5% i 7%. Na poziomie EBITDA skor. segment (wg nas) może wykazać słabsze odczyty o 7% i 10% względem naszych założeń z 2023-08-23. Dla segmentu turystyka pozostawiamy podobne oczekiwania przychodowe na lata 2024-2025. Jednocześnie zdecydowaliśmy się na poprawę marży tego obszaru biznesowego, co skutkuje wzrostem EBITDA w latach 2024-2025 odpowiednio o 5% i 4% względem poprzedniego raportu analitycznego. Ogółem na poziomie skonsolidowanym obniżyliśmy ścieżkę wzrostu EBITDA skor. do 470,6 mln PLN w 2024 roku i 509 mln PLN w 2025 roku (rewizja odpowiednio o 3% na 2024 rok i -4% na 2025 rok względem poprzedniego raportu analitycznego z 2023-08-23).

W dalszym ciągu zakładamy, że WPL będzie walczyć o utrzymanie pozycji jaką zdobyła na przestrzeni ostatnich lat w obszarze reklamy internetowej. Poprawa dynamiki wzrostu przychodów ma być efektem m.in. rozwoju sprzedaży reklamy na powierzchniach zewnętrznych. Spółka duży akcent kładzie na rozwój skali biznesu WP Sales Booster, WP ADS. Ważnym elementem wyjścia na rynki CEE ma być wreszcie WPartner. Duży akcent w ramach segmentu reklama i subskrypcje władze spółki kładą również na obszar rozwoju modelu subskrypcyjnego, który w perspektywie kilku lat jest w naszym odczuciu koniecznością aby utrzymać wiodącą pozycję na rynku w Polsce. Podtrzymujemy naszą wcześniejszą ocenę, iż konkurencja w tym obszarze jest już duża i przed WPL będzie sporo wyzwań, co może wiązać się z ponoszeniem wyższych kosztów (spodziewamy się w przyszłości kolejnych projektów akwizycyjnych wzmacniających kontent i zasięgi).

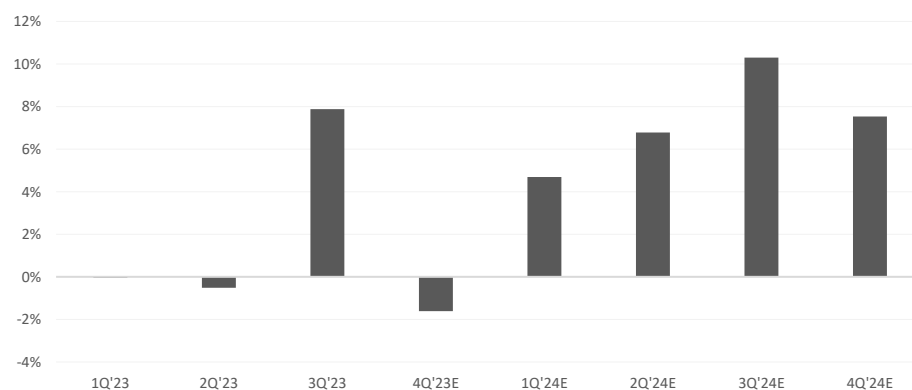
Przyjęliśmy, że CAGR przychodów w segmencie reklama i subskrypcje w latach 2024-2027 wyniesie 6,5%. W latach 2026/2027 spodziewamy się, że przychody tego segmentu mogą wynosić ok 45% przychodów całej grupy (efekt umocnienia turystyki). Na poziomie EBITDA skor. zakładamy wynik segmentu w 2024 roku na poziomie ok 289,1 mln PLN. W dwóch kolejnych latach, wg naszych założeń, EBITDA skor. segmentu może wzrosnąć do ok 301,5 i 312,8 mln PLN. Zmiany w ramach segmentu reklama i subskrypcje (m.in. sprzedaż reklamy na powierzchniach zewnętrznych czy rozwój oferty subskrypcyjnej) wpływają w naszym modelu na erozję marży. Według przyjętej symulacji marża EBITDA skor. tej dywizji biznesowej w 2024 roku wynosi 39,7%. W perspektywie roku 2027 spodziewamy się, że marża spadnie poniżej 37% (w otoczeniu rosnącego rynku).

W segmencie turystyka kolejne lata w naszej prognozie to dalsza dynamiczna transformacja modelu biznesowego. Przypominamy, że po akwizycji Szallas w ramach segmentu spółka zapowiedziała rozwój modelu transakcyjnego (odejście od dotychczasowego modelu ogłoszeniowego na jakim opierał się serwis nocowanie.pl). Choć konkurencja ze strony międzynarodowych platform turystycznych jest bardzo silna, to mamy na uwadze przesłanie prezesa spółki, który w liście do akcjonariuszy po wynikach rocznych za 2022 rok podkreślił, że pokłada „duże nadzieje w projekcie budowy championa Europy Środkowo-Wschodniej w obszarze turystyki krajowej”. W roku 2025 spodziewamy się, że dynamika wzrostu części związanej z turystyką lokalną będzie wykazywać dynamiki wzrostu lepsze aniżeli turystyka zagraniczna (wakacje.pl).

Zakładamy zatem, że spółka będzie w stanie skutecznie rywalizować o spory udział rynku turystyki krajowej w obszarze CEE. Założony przez nas CAGR przychodów tego segmentu na lata 2024-2027 wynosi prawie 13,5%. Jednocześnie przyjęliśmy, że marża EBITDA segmentu będzie powyżej 27%. Zwracamy uwagę, że przyszła dynamika przychodów jak i koszt zdobycia rynku mogą finalnie istotnie różnić się od przyjętych przez nas projekcji (m.in. docelowy poziom take rate, koszty akwizycji klientów, wydatki reklamowe).

Ogółem na poziomie grupy liczymy na jednocyfrowe tempo wzrostu organicznego w segmencie reklama i subskrypcje, co powinno nadal umożliwić generowanie silnych wyników w przyszłości (na ten moment nie uwzględniamy istotnych zmian w modelu i doważenie kosztów związanych z utrzymaniem redakcji/kontentu informacyjnego). W obszarze turystyki staraliśmy się przyjąć scenariusz transformacji na model transakcyjny i mamy świadomość szeregu zaskoczeń jakie może pokazać ten obszar biznesowy (zarówno in plus jak in minus). W roku 2024 spodziewamy się, że WPL pokaże odczyt EBITDA skor. na poziomie blisko 470,6 mln PLN. W latach 2025-2026 EBITDA skor. w naszym modelu rośnie do odpowiednio 509 mln PLN i 547,9 mln PLN (w tych dwóch latach segment turystyki może odpowiadać za ok 35% wyników grupy).

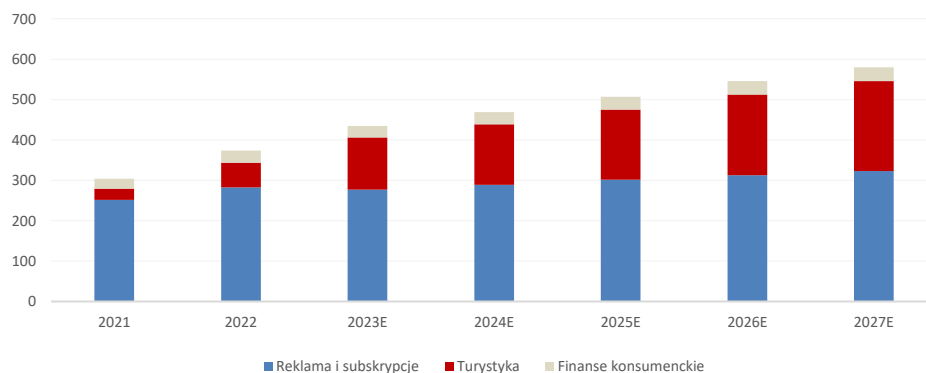
Oczekiwany powrót do dodatnich dynamik EBITDA w relacji r/r w 2024 roku



Dynamika r/r dla poszczególnych kwartałów z 2023 roku dotyczy odniesienia do danych pro forma z 2022 roku (efekty akwizycji m.in. Audioteka oraz Szallas)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Założona w modelu ścieżka wzrostu EBITDA w kolejnych latach



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Założenia modelowe oraz wskaźniki rynkowe dla WPL

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Przychody	872,2	1 077,7	1 422,2	1 542,4	1 687,4	1 837,0	1 975,7	2 107,2
Segment reklama i subskrypcje	521,4	595,1	687,3	728,5	779,5	830,0	881,0	932,5
Segment turystyka	127,8	242,8	482,3	550,3	632,8	721,4	800,8	872,9
EBITDA skor.	307,8	371,4	436,5	470,6	509,0	547,9	582,6	615,0
Segment reklama i subskrypcje	251,2	282,3	276,8	289,1	301,5	312,8	323,2	333,7
Segment turystyka	27,7	61,2	129,8	149,5	173,6	199,7	222,8	243,8
EBITDA	310,1	340,1	428,1	464,6	503,0	541,8	576,3	608,6
Amortyzacja	82,5	100,5	148,7	154,2	154,4	154,8	154,1	151,8
EBIT	227,6	239,6	279,4	310,4	348,6	387,0	422,2	456,8
Saldo finansowe	4,2	-8,2	-60,5	-58,7	-51,1	-44,6	-36,3	-35,1
Wynik netto	187,8	178,3	162,8	191,1	229,5	275,6	310,7	339,4
Wynik netto dla akcjonariuszy	182,7	170,5	155,5	184,6	222,7	268,4	303,1	331,5
EBITDA skor. marża %	36,3%	35,4%	31,4%	31,2%	30,8%	30,5%	30,1%	29,8%
Reklama i subskrypcje	48,2%	47,4%	40,3%	39,7%	38,7%	37,7%	36,7%	35,8%
Turystyka	21,7%	25,2%	26,9%	27,2%	27,4%	27,7%	27,8%	27,9%
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Aktywa trwałe	907,5	1 533,6	1 523,1	1 505,0	1 493,1	1 483,8	1 475,8	1 470,5
Aktywa obrotowe	355,5	477,2	583,1	691,9	799,4	921,4	1 032,4	1 124,6
Należności	202,8	251,6	292,2	316,9	344,4	372,4	400,0	426,1
Zapasy	16,1	26,8	35,1	38,0	41,6	45,3	48,7	52,0
Inne	1,2	13,4	15,3	15,4	15,5	15,5	15,6	15,7
Środki pieniężne	135,4	185,4	240,5	321,6	398,0	488,1	568,1	630,9
Aktywa razem	1 262,9	2 010,8	2 106,1	2 196,9	2 292,5	2 405,2	2 508,2	2 595,1
Kapitał własny	743,3	922,9	934,4	1 022,3	1 119,3	1 232,8	1 337,3	1 426,3
Zobowiązania długoterminowe	301,0	641,9	652,6	632,6	602,6	572,6	542,6	512,6
Zobowiązania krótkoterminowe	218,6	446,1	519,1	541,9	570,6	599,8	628,3	656,2
Pasywa razem	1 262,9	2 010,8	2 106,1	2 196,9	2 292,5	2 405,2	2 508,2	2 595,1
Zobowiązania %	297,1	736,7	786,3	766,3	736,3	706,3	676,3	646,3
Dług netto	161,7	551,3	545,8	444,7	338,3	218,1	108,2	15,3
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
CF operacyjny	244,7	265,8	362,6	395,5	429,5	469,5	495,9	522,3
CF inwestycyjny	-114,3	-571,0	-210,6	-134,4	-140,8	-143,8	-144,3	-144,7
CF finansowy	-184,3	359,0	-95,2	-179,9	-212,3	-235,5	-271,7	-314,7
Przepływy razem	-53,9	53,7	56,8	81,1	76,4	90,2	79,9	62,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Założenia modelowe oraz wskaźniki rynkowe dla WPL

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Liczba akcji [mln szt.]	29,5	29,5	29,5	29,5	29,5	29,5	29,5	29,5
Kurs [PLN]	115,4	115,4	115,4	115,4	115,4	115,4	115,4	115,4
BVPS [PLN]	25,2	31,3	31,7	34,7	38,0	41,8	45,4	48,4
EPS [PLN]	6,2	5,8	5,3	6,3	7,6	9,1	10,3	11,3
P/E [x]	18,6	19,9	21,9	18,4	15,3	12,7	11,2	10,3
EV/Przychody [x]	4,1	3,7	2,8	2,5	2,2	2,0	1,8	1,6
EV/EBITDA [x]	11,5	11,6	9,2	8,3	7,4	6,7	6,1	5,6
EV/EBIT [x]	15,6	16,5	14,1	12,4	10,7	9,3	8,3	7,5
P/BV [x]	4,6	3,7	3,6	3,3	3,0	2,8	2,5	2,4
EV [mln PLN]	3 562	3 951	3 946	3 845	3 738	3 618	3 508	3 415
Kapitalizacja [mln PLN]	3 400	3 400	3 400	3 400	3 400	3 400	3 400	3 400
Dług netto [mln PLN]	162	551	546	445	338	218	108	15
Dług netto/EBITDA [x]	0,5	1,6	1,3	1,0	0,7	0,4	0,2	0,0
Przychody zmiana r/r	38%	24%	32%	8%	9%	9%	8%	7%
Marża EBITDA	36%	32%	30%	30%	30%	29%	29%	29%
Marża netto	21%	16%	11%	12%	13%	15%	15%	16%
ROA	15%	10%	8%	9%	10%	11%	12%	13%
ROE	28%	21%	18%	20%	22%	24%	25%	25%
DPS [PLN]	1,6	1,2	2,5	3,5	4,5	5,5	7,0	8,5
rentowność dywidendy	1%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału
tel. (032) 208 14 12
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy

Krzysztof Tkocz

Analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 38
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
gry komputerowe

Anna Tobiasz

Młodszy analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Piotr Dedecjus

tel. (022) 62-20-100
e-mail: piotr.dedecjus@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Tomasz Grzeszczyk

tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.grzeszczyk@bdm.pl

Piotr Komorowski

tel. (022) 62-20-851
e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
redukuj	102,8	akumuluj	129,1	2024-01-04	08:29 CET	115,4	77 054
akumuluj	129,1	wznowienie	---	2023-08-23	08:39 CEST	116	68 161
kupuj **	94,8	Kupuj	87,5	09.12.2020	08:00 CEST	81,6	56 012
kupuj **	87,5	Akumuluj	64,3	03.03.2020	08:00 CEST	71,0	50 150
akumuluj **	64,3	---	---	07.06.2019	09:15 CEST	58,2	58 526

** autorem raportów był inny analityk

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto — zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w Q1 2024*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	0	0%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	100%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2024-01-04.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-01-04 (08:29 CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-01-09.

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględnił indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Tym samym w opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.". BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie premiowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”

Na dzień 2024-01-04:

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane
- Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.