



Dom Maklerski BDM S.A.

WIRTUALNA POLSKA

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(WZNOWIENIE POKRYCIA ANALITYCZNEGO)

WYCENA 129,1 PLN

23 SIERPIEŃ 2023, 08:39 CEST

Wznawiamy pokrycie analityczne dla Wirtualna Polska Holding (WPL). Uwzględniając przyjęte przez nas założenia wydajemy dla walorów WPL zalecenie Akumuluj z ceną docelową 129,1 PLN/akcję, czyli ok 11,5% powyżej obecnego kursu rynkowego. Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz o analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 124,6 PLN/akcję. Z kolei analiza mnożnikowa w oparciu o EV/EBITDA na lata 2023-2025 wskazuje na cenę 133,7 PLN/akcję. Końcowa wycena jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

Zwracamy uwagę, że spółka odczuła negatywnie pogorszenie sytuacji na rynku reklamy internetowej z przełomu 2022/2023. Założyliśmy, że obszar reklamy w WPL w 2Q'23 nadal wykazywał względnie słabe odczyty, co będzie m.in. efektem umocnienia segmentów tradycyjnych nośników reklamy oraz wysokiej bazy porównawczej z ubiegłego roku dla biznesu WPL. W segmencie reklama i subskrypcje, wg nas, EBITDA skor. może wynieść 66,6 mln PLN (względem danych pro forma z 2Q'22 na poziomie 73,8 mln PLN). W segmencie turystyka staramy się uwzględnić wysoki popyt (zwłaszcza dla wakacje.pl) i w samym 2Q'23 założyliśmy, że EBITDA skor. może wynieść 23,6 mln PLN (względem danych pro forma z 2Q'22 na poziomie 17,4 mln PLN).

Przygotowujemy się na scenariusz, że wraz z zakończeniem pierwszego półrocza br. WPL wejdzie w bardziej optymistyczne okienko wynikowe (co powinno być widać już od 3Q'23). Liczymy, że drugie półrocze br. wskaże na mocne wyniki segmentu turystyka oraz stopniową odbudowę wyników w segmencie reklama i subskrypcje. Na tej podstawie założyliśmy, że w drugim półroczu zarówno 3Q jak i 4Q powinny wskazać na wzrost EBITDA w relacji r/r.

Spodziewamy się, że WPL w najbliższych okresach będzie chciała mocno zaakcentować rozwój modelu subskrypcji w ramach segmentu reklama i subskrypcje. Drugim obszarem istotnych zmian jest transformacja segmentu turystyki w kierunku modelu transakcyjnego.

W modelu, w kolejnych latach liczymy na pozytywne efekty rozwoju modelu subskrypcyjnego w segmencie reklama i subskrypcje, co powinno pomóc w utrzymaniu obecnych wysokich udziałów rynkowych WPL i umożliwić generowanie silnych wyników także w przyszłości. 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 2023 spodziewamy się, że WPL pokaże odczyt EBITDA na poziomie blisko 433 mln PLN. W latach 2024-2025 EBITDA w naszym modelu rośnie do odpowiednio 478,6 i 526,5 mln PLN (w tych dwóch latach segment turystyki może odpowiadać za ponad 30% wyników grupy).

	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody razem [mln PLN]	872,2	1 077,7	1 445,2	1 574,8	1 735,9	1 928,4
EBITDA [mln PLN]	310,1	340,1	433,3	478,6	526,5	583,2
EBIT [mln PLN]	227,6	239,6	284,3	327,8	376,2	434,4
Wynik netto [mln PLN]	182,7	170,5	159,9	202,9	253,1	314,7
P/E	18,7	20,0	21,4	16,8	13,5	10,9
EV/Przychody	4,1	3,7	2,7	2,4	2,1	1,8
EV/EBITDA	11,5	11,7	9,1	7,9	7,0	6,0
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%	4,7%

Wycena końcowa [PLN]	129,1
Wycena DCF [PLN]	124,6
Wycena mnożnikowa [PLN]	133,7
Potencjał do wzrostu / spadku	+11,5%

Cena rynkowa [PLN]	116
Kapitalizacja [mld PLN]	3,42
Ilość akcji [mln szt.]	29,5

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	129
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	93,7

Zmiana kursu za 3 mc	-5%
Zmiana kursu za 6 mc	15%
Zmiana kursu za 12 mc	4%
Zmiana kursu YTD	14%

Akcjonariat (udział w kapitale):	
Łącznie Zażyciele*	38,72%
Allianz OFE	12,28%
Pozostali	49%

* 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.....	4
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	6
WYNIKI SKONSOLIDOWANE WPL ZA 1Q'23	7
RYNEK TURYSTYCZNY W REGIONIE CEE	12
OCZEKIWANIA WYNIKOWE NA 2Q 2023.....	14
ZAŁOŻENIA MODELU NA KOLEJNE OKRESY.....	14

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wznawiamy pokrycie analityczne dla Wirtualna Polska Holding (WPL).

Uwzględniając przyjęte przez nas założenia wydajemy dla walorów WPL zalecenie Akumuluj z ceną docelową 129,1 PLN/akcję, czyli ok 11,5% powyżej obecnego kursu rynkowego. Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz o analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 124,6 PLN/akcję. Z kolei analiza mnożnikowa w oparciu o EV/EBITDA na lata 2023-2025 wskazuje na cenę 133,7 PLN/akcję. Końcowa wycena jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

Podsumowanie wyceny WPL

A	Wycena DCF [PLN/akcję]	124,6
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	133,7
C = (A*50%+B*50%)	Wycena końcowa [PLN/akcję]	129,1

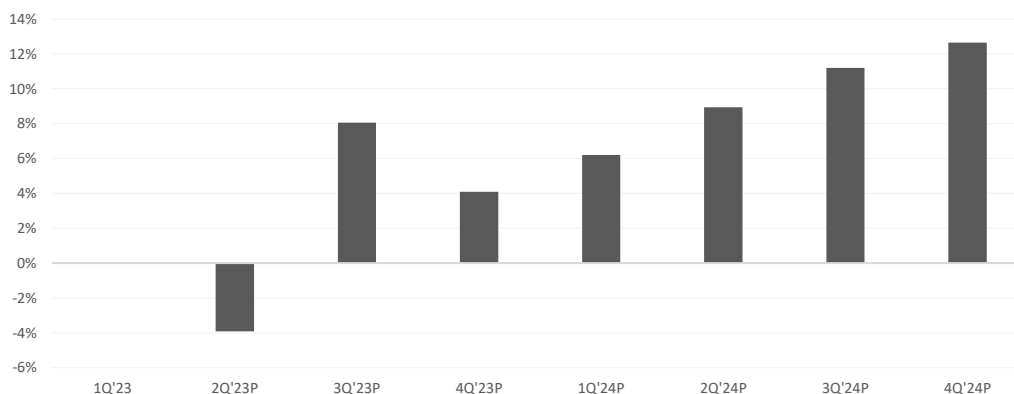
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zwracamy uwagę, że spółka odczuła negatywnie pogorszenie sytuacji na rynku reklamy internetowej z przełomu 2022/2023. Założyliśmy, że obszar reklamy w WPL w 2Q'23 nadal wykazywał względnie słabe odczyty, co będzie m.in. efektem umocnienia segmentów tradycyjnych nośników reklamy oraz wysokiej bazy porównawczej z ubiegłego roku dla biznesu WPL. W segmencie reklama i subskrypcje, wg nas, EBITDA skor. może wynieść 66,6 mln PLN (względem danych pro forma z 2Q'22 na poziomie 73,8 mln PLN). W segmencie turystyka staramy się uwzględnić wysoki popyt (zwłaszcza dla wakacje.pl) i w samym 2Q'23 założyliśmy, że EBITDA skor. może wynieść 23,6 mln PLN (względem danych pro forma z 2Q'22 na poziomie 17,4 mln PLN).

Przygotowujemy się na scenariusz, że wraz z zakończeniem pierwszego półrocza br. WPL wejdzie w bardziej optymistyczne okienko wynikowe (co powinno być widać już od 3Q'23). Liczymy, że drugie półrocze br. wskaże na mocne wyniki segmentu turystyka oraz stopniową odbudowę wyników w segmencie reklama i subskrypcje. Na tej podstawie założyliśmy, że w drugim półroczu zarówno 3Q jak i 4Q powinny wskazać na wzrost EBITDA w relacji r/r.

Spodziewamy się, że WPL w najbliższych okresach będzie chciała mocno zaakcentować rozwój modelu subskrypcji w ramach segmentu reklama i subskrypcje. Drugim obszarem istotnych zmian jest transformacja segmentu turystyki w kierunku modelu transakcyjnego.

Oczekiwany powrót do dodatnich dynamik EBITDA w relacji r/r



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.

Potencjalne impulsy wzrostowe dla wyceny:



- Udana monetyzacja modelu subskrypcyjnego w segmencie reklama i subskrypcje
- Wdrożenie nowego modelu transakcyjnego w ramach segmentu turystyka (nocowanie.pl)
- Trwały wzrost udziału w rynku turystyki w obszarze CEE
- Utrzymanie obecnych przewag technologicznych w segmencie reklama i subskrypcje
- Ekspansja na rynku reklamowym w regionie CEE

Potencjalne impulsy dla obniżenia wyceny:



- Słaby rynek reklamy w Polsce
- Wysokie koszty rozwoju oferty subskrypcyjnej w kolejnych latach
- Utrata udziałów w rynku reklamy internetowej
- Trwała erozja marży EBITDA, w szczególności w segmencie reklama i subskrypcje
- Ewentualne dotkliwe kary wynikające z trwających postępowań UOKiK

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 5,6%. 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 3% r/r i w obliczeniach zastosowaliśmy wacc równy 12,5%.

Dług netto w wyliczeniach uwzględnia wypłaconą dywidendę. W wydatkach inwestycyjnych uwzględniliśmy przejście pełnej kontroli nad Audioteka.

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity WPL na 124,6 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2023-09-01.

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

		wzrost FCFF w okresie rezydualnym						
		1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%	4,50%
WACC	8,0%	157,3	165,9	176,1	188,3	203,2	221,7	245,6
	9,5%	137,9	143,5	149,9	157,3	165,9	176,1	188,3
	11,0%	124,6	128,5	132,9	137,9	143,5	149,9	157,3
	12,5%	114,9	117,8	121,0	124,6	128,5	132,9	137,9
	14,0%	107,5	109,8	112,2	114,9	117,8	121,0	124,6
	15,5%	101,7	103,5	105,4	107,5	109,8	112,2	114,9
	17,0%	97,0	98,5	100,1	101,7	103,5	105,4	107,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 445,2	1 574,8	1 735,9	1 928,4	2 122,2	2 306,2	2 492,8	2 679,4	2 866,2	3 052,3
EBITDA [mln PLN]	433,3	478,6	526,5	583,2	641,0	697,0	754,8	811,9	868,3	923,6
EBIT [mln PLN]	284,3	327,8	376,2	434,4	491,6	545,7	601,8	657,1	710,8	761,4
NOPAT [mln PLN]	230,3	265,5	304,7	351,8	398,2	442,0	487,5	532,2	575,7	616,7
Amortyzacja [mln PLN]	149,0	150,8	150,3	148,8	149,4	151,3	153,0	154,8	157,6	162,3
Zmiana kapitału obrotowego [mln PLN]	-0,9	-7,1	-3,5	-3,9	-4,1	-4,2	-4,3	-4,4	-4,5	-4,5
CAPEX + inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-190,2	-127,4	-143,1	-151,6	-158,3	-159,5	-161,6	-167,7	-179,7	-191,7
FCFF [mln PLN]	188,2	281,9	308,5	345,1	385,2	429,7	474,7	515,0	549,2	582,8
Suma PV FCFF [mln PLN]	2 195,1									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	2 100,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	4 295,3									
Dług netto i inne korekty [mln PLN]	624,9									
										wzrost / spadek FCFF w okresie rezydualnym: +3,0%
Wartość kapitału [mln PLN]	3 670,4									WACC w okresie rezydualnym: 12,5%
Ilość akcji [mln szt.]	29,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	124,6									

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ogółem zmiana r/r	34,1%	9,0%	10,2%	11,1%	10,1%	8,7%	8,1%	7,5%	7,0%	6,5%
Marża EBITDA	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Marża EBIT	20%	21%	22%	23%	23%	24%	24%	25%	25%	25%
CAPEX / Przychody	13%	8%	8%	8%	7%	7%	6%	6%	6%	6%
D / E	23%	22%	21%	20%	20%	19%	18%	17%	16%	15%
E / (E+D)	81%	82%	82%	83%	84%	84%	85%	85%	86%	87%
D / (E+D)	19%	18%	18%	17%	16%	16%	15%	15%	14%	13%
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
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	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Kosz kapitału własnego	13,8%	13,7%	13,7%	13,7%	13,6%	13,6%	13,6%	13,5%	13,5%	13,4%
Kosz długu po opodatkowaniu	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
WACC	12,4%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

Wycenę spółki metodą mnożnikową oparliśmy o EV/EBITDA według naszych założeń na 2023-2025. Ustaliliśmy akceptowalny średni poziom EV/EBITDA dla segmentu reklama i subskrypcje równy 10,0x, dla segmentu turystyka 7,0x, a dla pozostałych obszarów w ramach grupy 6,5x. Takie podejście sugeruje wycenę equity WPL na poziomie blisko 3,94 mld PLN, czyli 133,7 PLN/akcję.

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2023-2025						
	6,5	7,5	8,5	9,0	9,5	10,5	11,5
Cena docelowa [PLN/akcję]	93,0	109,2	125,5	133,7	141,8	158,1	174,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	EV/EBITDA	
	2023P	2024P
SCHIBSTED	22,2	17,8
NEW WORK	6,0	5,3
ADEVINTA	15,6	12,9
SCOUT24	16,7	14,6
AUTO TRADER	15,6	14,1
RIGHTMOVE	16,7	15,7
VIVENDI	8,9	7,7
INFORMA	13,2	11,4
PEARSON	8,9	8,3
WOLTERS KLUWER	17,1	15,9
ALPHABET	13,1	11,6
META PLATFORMS	10,5	8,8
TRIPADVISOR	6,2	5,0
AIRBNB	21,2	18,5
EXPEDIA GROUP	6,4	5,7
BOOKING HOLDINGS	15,5	13,4
HOSTELWORLD	11,8	10,2
LASTMINUTE.COM	3,8	3,1
MAKEMYTRIP	31,4	21,4
TRAINLINE	11,2	9,9
TRIP.COM	17,1	15,1
RAINBOW	4,3	5,5
AGORA	5,5	5,3
GRUPA PRACUJ	14,2	12,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Mediana mnożnika EV/EBITDA na lata 2023-2024 dla wskazanych podmiotów wyniosła odpowiednio 13,2x oraz 11,5x.

Dla grupy podmiotów z ekspozycją na obszar technologii i mediów elektronicznych mediana na lata 2023-2024 wynosi 15,6x i 12,9x. Z kolei spółki z główną ekspozycją na rynek turystyki, wg mediany, na lata 2023-2024 są handlowane na poziomie odpowiednio 11,2x i 9,8x.

WYNIKI SKONSOLIDOWANE WPL ZA 1Q'23

Spółka w końcówce 2022 roku zmieniła sposób raportowania i wyodrębnione zostały segmenty: reklama i subskrypcje, turystyka, finanse konsumenckie oraz pozostałe obszary. Obecnie w segmencie reklama i subskrypcje wpływ na wzrost skali biznesu miała m.in. konsolidacja Audioteki. Z kolei w segmencie turystyka spółka konsoliduje przejęty Szallas.

- EBITDA skor. w 1Q'23 wyniosła 76 mln PLN, co oznacza wzrost o 5% r/r (porównanie z danymi proforma z 1Q'22 oznacza jednak wynik płaski r/r). Rozbicie segmentowe wskazuje, że w samym 1Q'23 w obszarze reklamy i subskrypcji odczyt EBITDA skor. był niższy o 1,1% (proforma -8,9% r/r), a w segmencie turystyka EBITDA skor. była wyższa o 64,7% r/r (proforma wzrost o 223% r/r).
- Saldo finansowe (przychody i koszty finansowe) jest pod wpływem obsługi zadłużenia powstałego po dokonanych przejściach. Na tej pozycji w samym 1Q'23 ujęto ok 13,9 mln straty netto.
- Wynik netto (przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej) w 1Q'23 był odczuwalnie niższy r/r i wyniósł 14,4 mln PLN (oraz 141,5 mln PLN w ujęciu LTM).

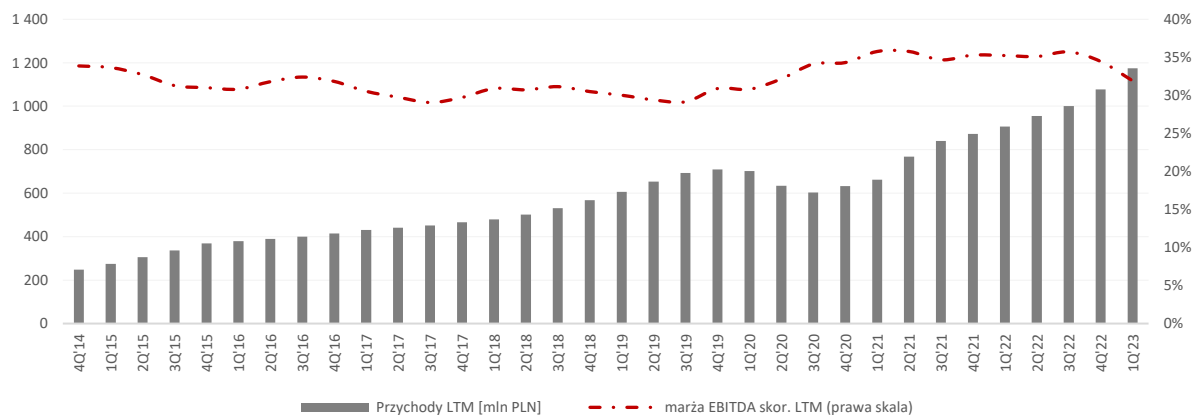
Wyniki skonsolidowane za 1Q'23 [mln PLN]

	1Q'22	1Q'23	zmiana r/r	1Q'22 LTM	1Q'23 LTM	zmiana r/r
Przychody	208,2	305,6	46,8%	879,5	1 145,5	30,2%
Reklama i subskrypcje	126,5	158,3	25,2%	533,7	626,9	17,5%
Turystyka	35,3	92,5	161,8%	149,2	299,9	101,0%
Finanse konsumenckie	32,1	49,1	52,9%	135,1	188,0	39,1%
Inne	16,3	9,1	-44,4%	71,3	42,0	-41,1%
Wyłączenia konsolidacyjne	-2,0	-3,3	70,1%	-9,9	-11,3	14,6%
EBITDA skor.	72,4	76,0	5,0%	319,4	375,0	17,4%
Reklama i subskrypcje	60,6	59,9	-1,1%	258,1	281,7	9,1%
Turystyka	6,1	10,0	64,7%	33,0	65,1	97,3%
Finanse konsumenckie	5,6	6,2	10,3%	26,2	30,6	16,6%
Inne	0,1	-0,1	---	2,1	-2,4	---
EBITDA	67,3	75,6	12,3%	320,6	348,4	8,7%
Amortyzacja	21,8	37,0	69,3%	84,9	115,6	36,2%
EBIT	45,5	38,6	-15,1%	235,7	232,7	-1,3%
Saldo finansowe	8,8	-13,9	---	11,4	-28,4	---
Wynik brutto	54,3	26,1	-51,9%	251,0	203,2	-19,0%
Podatek	-9,2	-9,8	6,5%	-45,4	-53,7	18,3%
Wynik netto	45,1	16,3	-63,8%	205,6	149,5	-27,3%
wynik przypisany akcjonariuszom	43,4	14,4	-66,8%	199,6	141,5	-29,1%

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

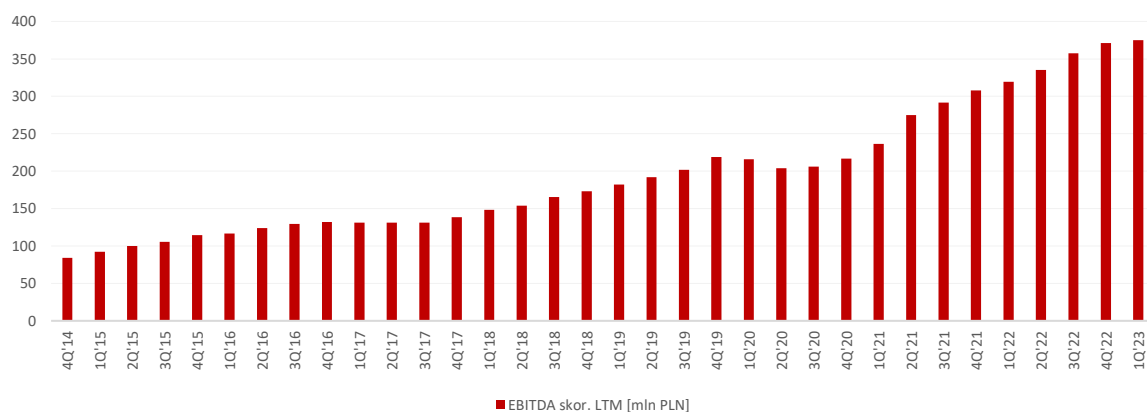
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody w ujęciu zannualizowanym i marża EBITDA skor.



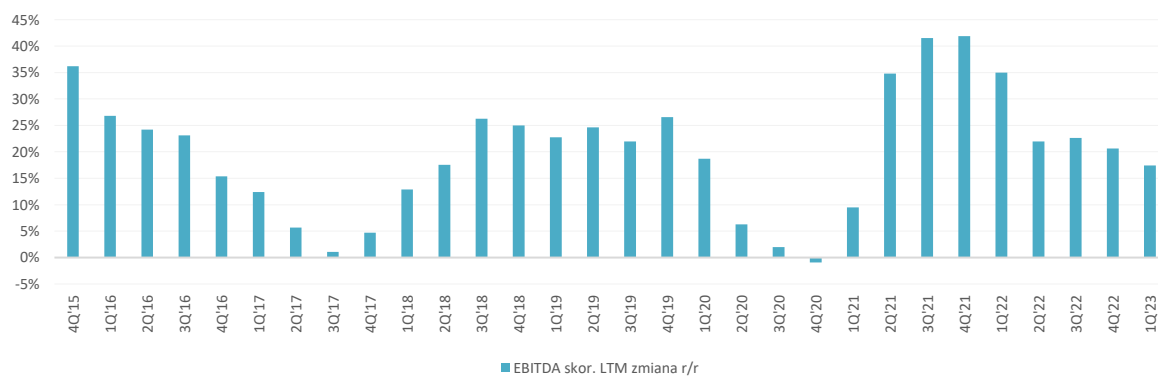
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA skorygowana (ujęcie ostatnich czterech kwartałów)



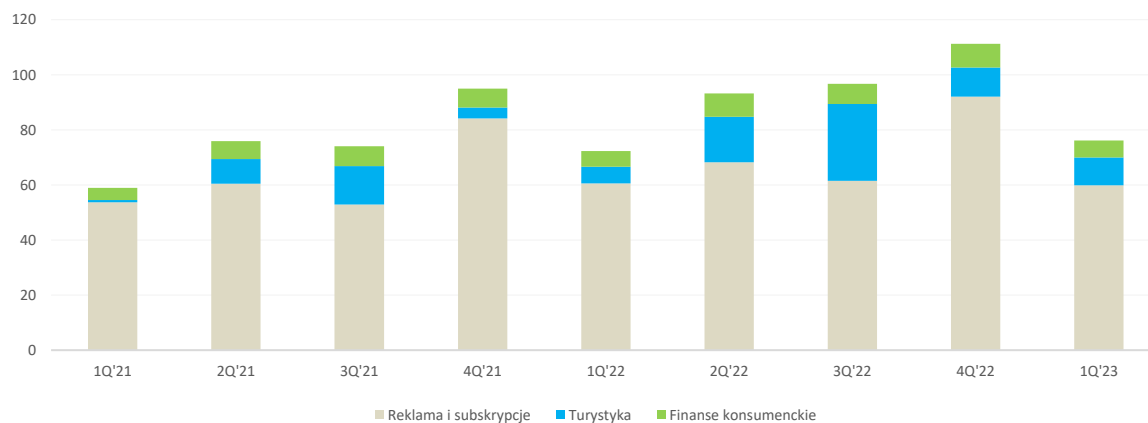
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



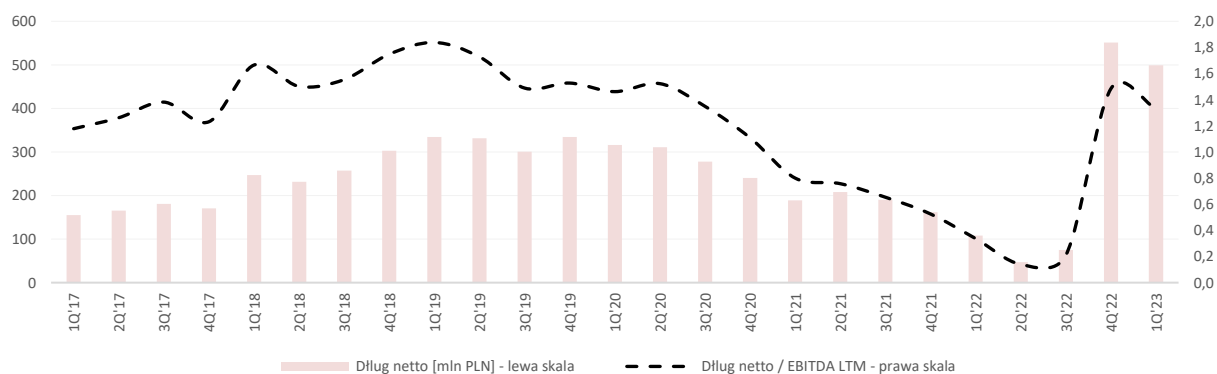
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kontrybucja segmentów do odczytów EBITDA [mln PLN]



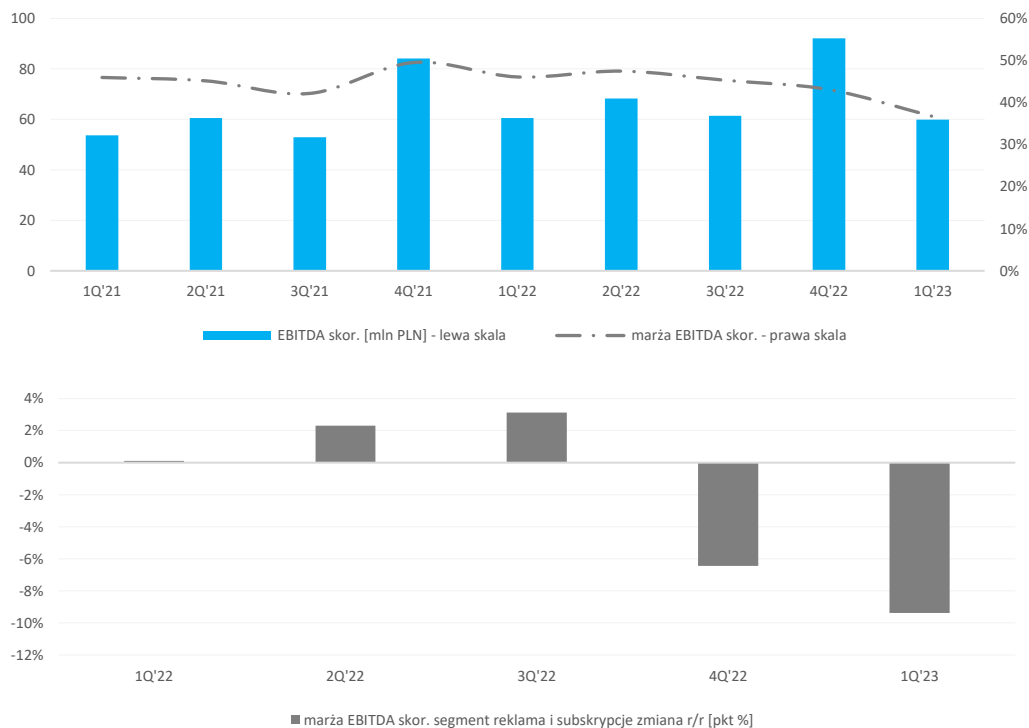
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dług netto w relacji do EBITDA LTM



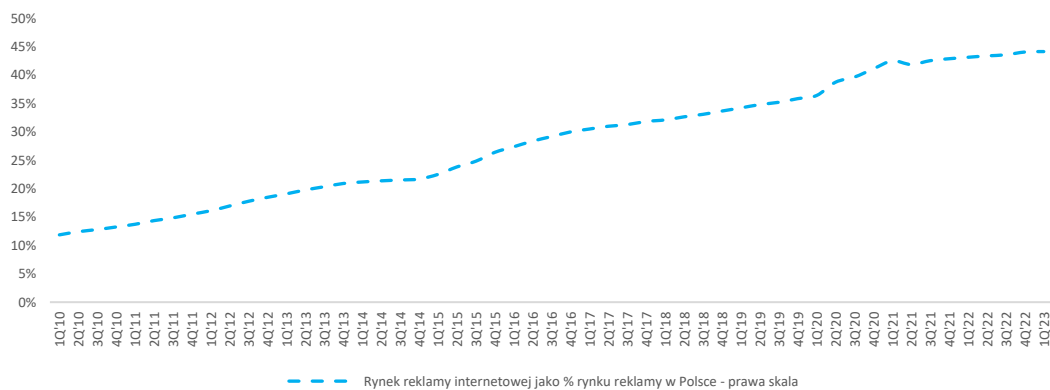
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Segment reklama i subskrypcje – EBITDA w ujęciu kwartalnym



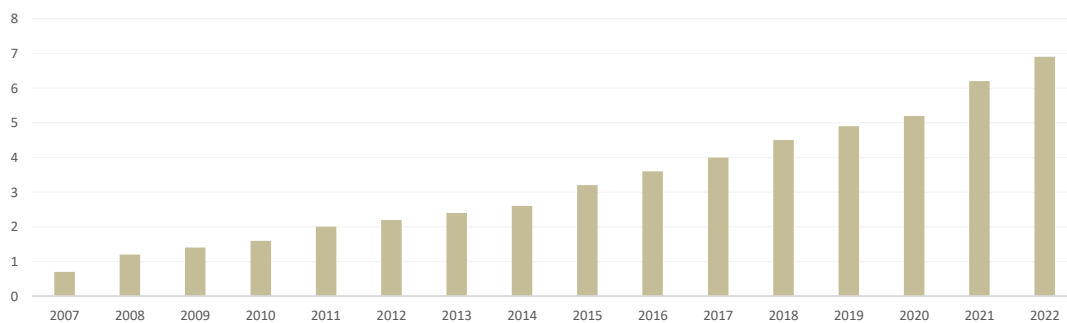
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rynek reklamy internetowej w Polsce jako % całego rynku reklamy na przestrzeni ostatnich lat



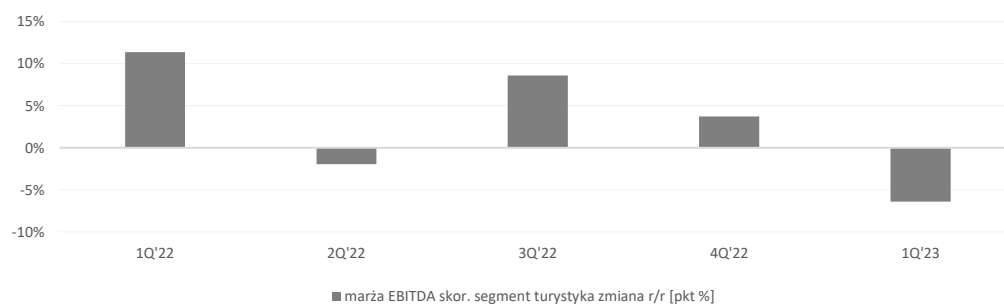
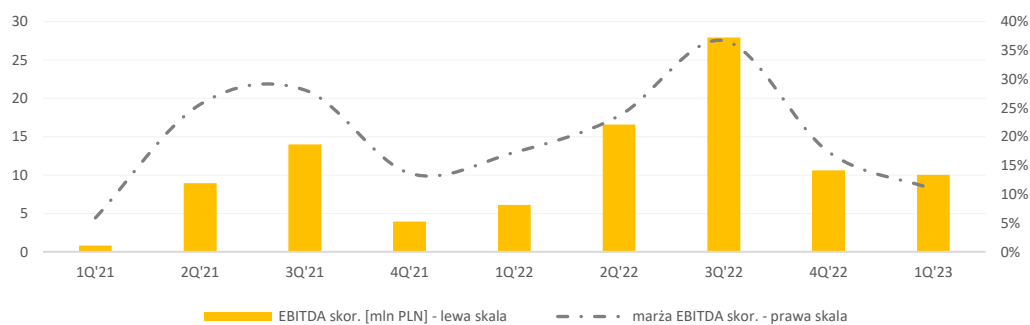
Źródło: szacunki Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych Publicis Groupe, CPS, Agora, WPL

Rynek reklamy internetowej w Polsce na przestrzeni ostatnich lat [mld PLN]



Źródło: szacunki IAB Polska/PwC AdEx

Segment turystyka – EBITDA w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

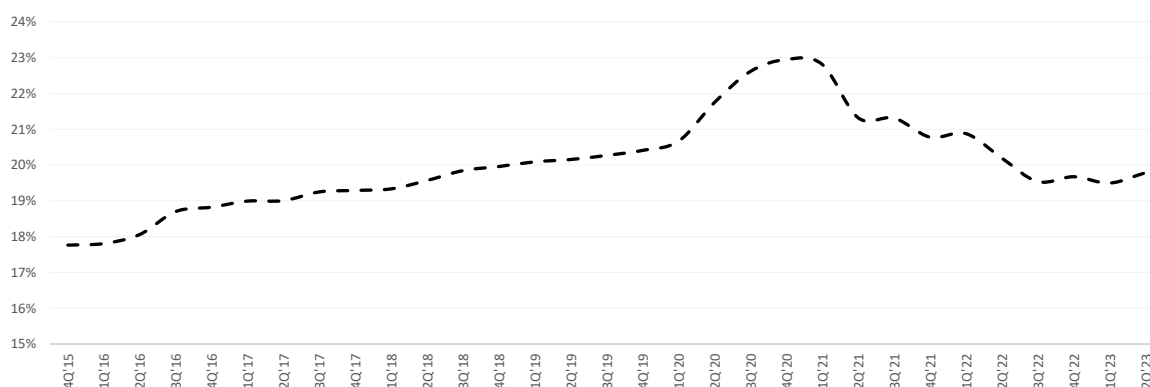
RYNEK TURYSTYCZNY W REGIONIE CEE

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 280 mln noclegów w skali roku. Oceniamy, że proces odbudowy wolumenów po kryzysie wywołanym pandemią jest zauważalny z kwartału na kwartał. Jednocześnie dotychczasowe odbicie rynku turystycznego w krajach Europy Zachodniej (Włochy, Francja, Hiszpania, Portugalia) jest bardziej dynamiczne niżeli 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)

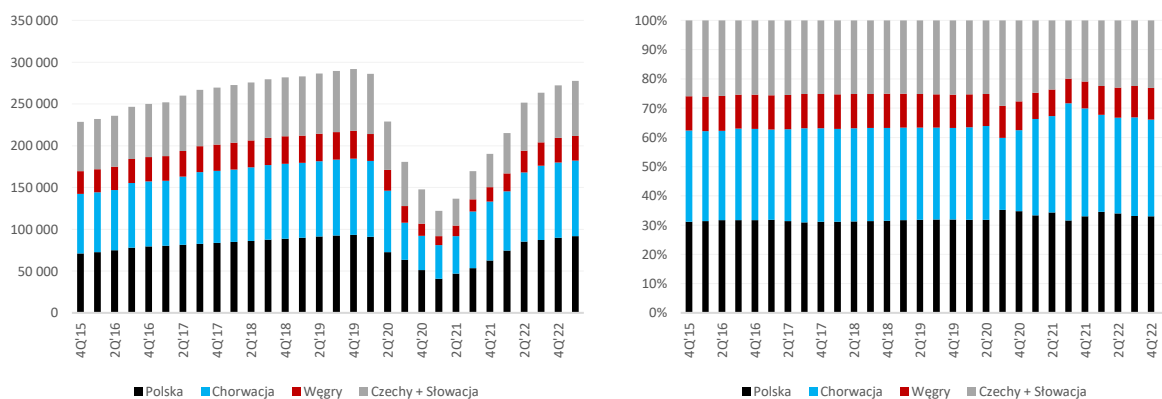


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych GUS i Eurostat

Początek br. to kontynuacja odbicia w turystyce w regionie CEE. Zgodnie z danymi GUS, w 1Q'23 w Polsce liczba udzielonych noclegów (dane dotyczą obiektów turystycznych/noclegowych posiadających przynajmniej 10 miejsc noclegowych) wzrosła o ok 12% r/r, a liczba turystów/klientów wzrosła o 18,1% r/r.

Spodziewamy się, że finalnie w 2023 roku liczba udzielonych noclegów w Polsce i Chorwacji przebieje poziomy z 2019 roku. Natomiast dla Czech i Słowacji mogą to być pułapy bardzo bliskie szczytu z 2019 roku, a dla samych Węgier będzie to wciąż odczyt o kilka pkt % poniżej roku 2019.

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

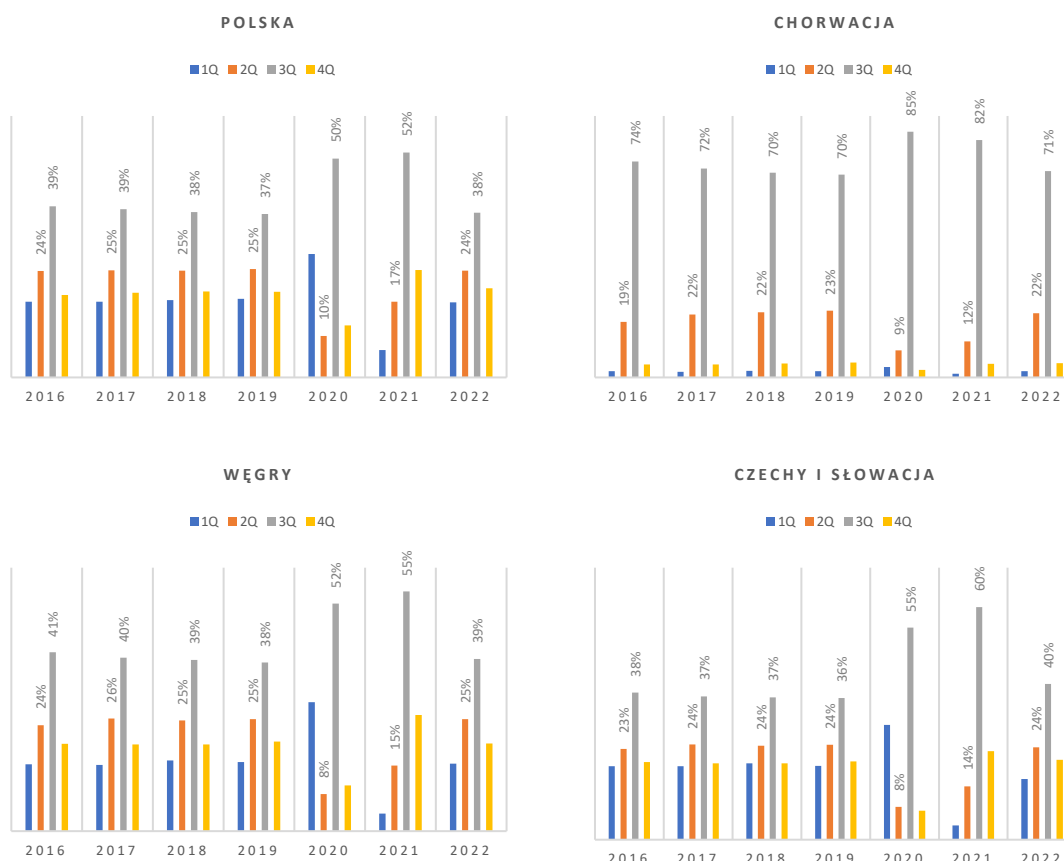


dane dotyczą turystycznych obiektów noclegowych posiadających 10 lub więcej miejsc noclegowych

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

Zwracamy uwagę, 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 2Q i 3Q w Polsce, na Węgrzech oraz w Czechach i Słowacji oba kwartały odpowiadały średnio za 60-68% całorocznej frekwencji. Dla Chorwacji z kolei okres 2Q i 3Q 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 3Q 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

OCZEKIWANIA WYNIKOWE NA 2Q 2023

Spółka odczuła negatywnie pogorszenie sytuacji na rynku reklamy internetowej z przełomu 2022/2023. Zakładamy, że sytuacja na rynku reklamy w Polsce po pesymistycznym początku br. ulega stopniowej poprawie. Jednocześnie jednak założyliśmy, że segment reklamy w WPL będzie nadal wykazywał względnie słabe odczyty, co będzie m.in. efektem umocnienia segmentów tradycyjnych nośników reklamy oraz wysokiej bazy porównawczej z ubiegłego roku dla biznesu WPL. Przyjęliśmy zatem w modelu założenie, że przychody w segmencie reklama i subskrypcje wyniosły 168,6 mln PLN, z kolei EBITDA skor. może wynieść 66,6 mln PLN (względem danych pro forma z 2Q'22 na poziomie 73,8 mln PLN).

W segmencie turystyka staramy się uwzględnić wysoki popyt (zwłaszcza dla wakacje.pl) i w samym 2Q'23 założyliśmy przychody na poziomie 124,2 mln PLN. EBITDA skor. dla tego segmentu, wg naszych symulacji, może wynieść 23,6 mln PLN (względem danych pro forma z 2Q'22 na poziomie 17,4 mln PLN).

Ogółem dla WPL prognozujemy przychody na poziomie 345 mln PLN, co będzie oznaczało wzrost o 33% r/r (dynamika wzrostu wynika z konsolidacji nowych aktywów zarówno w segmencie reklamy i subskrypcji jak i turystyki). W ujęciu LTM przychody mogą wynieść 1,23 mld PLN (+32,7% r/r). EBITDA skor. spółki w omawianym okresie może wynieść 96,8 mln PLN (+4% r/r), a w ujęciu LTM może to być odczyt rzędu 378,8 mln PLN (+13% r/r). Zwracamy uwagę, że obsługa zadłużenia powstałego w wyniku transakcji M&A obciąży wynik netto, który w relacji r/r może być niższy o ponad 44% r/r. Przyjęliśmy wynik netto za 2Q'23 na poziomie 25,2 mln PLN, a w ujęciu LTM wynik netto może wynieść 121 mln PLN (-40,8% r/r).

ZAŁOŻENIA MODELU NA KOLEJNE OKRESY

Zakładamy, że WPL będzie walczyć o utrzymanie pozycji jaką zdobyła na przestrzeni ostatnich lat w obszarze reklamy internetowej. Duży akcent jaki spółka kładzie obecnie na obszar rozwoju modelu subskrypcyjnego jest w naszym odczuciu koniecznością. Jednocześnie uważamy, że konkurencja w tym obszarze jest duża i przed WPL będzie sporo wyzwań aby utrzymać się w grupie liderów rynku (po przejęciu pełnej kontroli nad Audioteka spodziewamy się w przyszłości kolejnych projektów akwizycyjnych wzmacniających kontent i zasięgi).

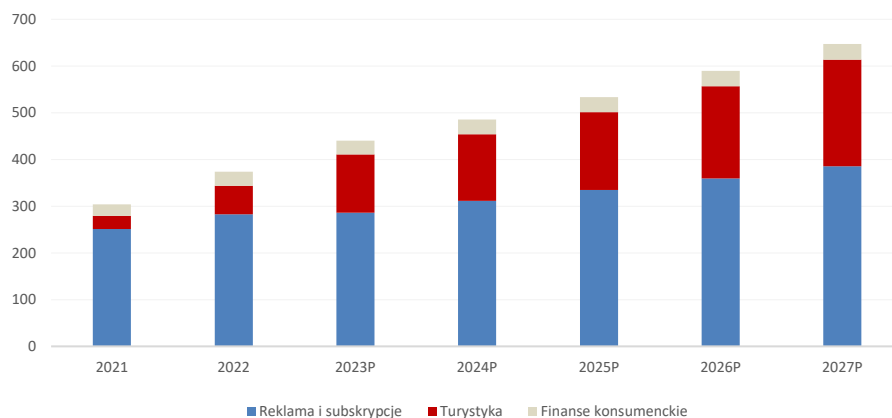
Przyjęliśmy, że CAGR przychodów w segmencie reklama i subskrypcje w latach 2024-2027 wyniesie 8,5%. W latach 2025/2026 spodziewamy się, że przychody tego segmentu mogą spaść poniżej 50% przychodów całej grupy (efekt umocnienia turystyki). Na poziomie EBITDA skor. zakładamy wynik segmentu w 2023 roku na poziomie ok 285,8 mln PLN. W dwóch kolejnych latach, wg naszych założeń, EBITDA skor. segmentu może wzrosnąć do ok 311 i 335 mln PLN. Zmiany w ramach segmentu reklama i subskrypcje (m.in. akwizycja Audioteka) wpływają na rozwodnienie marży. Marża EBITDA skor. tej dywizji biznesowej w naszym modelu w 2023 roku wynosi 40,1%. W latach 2024-2025 spodziewamy się, że segment utrzyma marżę powyżej 40% (w otoczeniu rosnącego rynku).

W segmencie turystyka kolejne 3 lata prawdopodobnie będą upływać pod znakiem dynamicznej transformacji modelu biznesowego. Po akwizycji Szallas, w ramach segmentu, spółka zapowiedziała położenie akcentu na model transakcyjny (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”.

Zakładamy, 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 15%. Jednocześnie przyjęliśmy, że marża EBITDA segmentu będzie przekraczała 26%. Zwracamy uwagę, że dynamika przychodów jak i koszt zdobycia rynku mogą finalnie istotnie różnić się od przyjętych projekcji (m.in. docelowy poziom take rate, koszty akwizycji klientów, wydatki reklamowe).

Ogółem na poziomie grupy liczymy na pozytywne efekty rozwoju modelu subskrypcyjnego w segmencie reklama i subskrypcje, co powinno pomóc w utrzymaniu obecnych wysokich udziałów rynkowych WPL i umożliwić generowanie silnych wyników także w przyszłości. 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 2023 spodziewamy się, że WPL pokaże odczyt EBITDA na poziomie blisko 433 mln PLN. W latach 2024-2025 EBITDA w naszym modelu rośnie do odpowiednio 478,6 i 526,5 mln PLN (w tych dwóch latach segment turystyki może odpowiadać za ponad 30% wyników grupy).

Założona ścieżka wzrostu EBITDA w kolejnych latach



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Szczegółowe założenia w modelu na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'23	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	305,6	344,9	412,8	351,8	326,4	374,2	452,2	388,2	847,5	1 048,2	1 415,1	1 541,1	1 699,1
Reklama i subskrypcje	158,3	168,6	166,9	218,5	167,8	179,5	179,4	241,4	521,4	595,1	712,2	768,1	836,9
Turystyka	92,5	124,2	189,6	81,6	103,6	140,3	214,2	93,0	127,8	242,8	487,8	551,1	633,8
Finanse konsumenckie	49,1	49,5	54,1	48,4	51,3	51,7	56,5	50,6	131,8	171,0	201,0	210,1	217,4
Inne	9,1	5,7	6,0	7,0	7,2	6,0	6,3	7,2	75,5	49,2	27,8	26,8	27,6
Wyłączenia konsolidacyjne	-3,3	-3,1	-3,8	-3,6	-3,6	-3,3	-4,1	-4,0	-9,1	-9,9	-13,8	-15,0	-16,5
EBITDA skor.	76,0	96,8	150,1	116,9	80,7	105,4	166,9	131,6	307,8	371,4	439,7	484,6	532,5
Reklama i subskrypcje	59,9	66,6	65,8	93,5	62,7	71,3	71,6	105,5	251,2	282,3	285,8	311,2	334,8
Turystyka	10,0	23,6	76,6	14,5	11,6	27,2	87,3	16,9	27,7	61,2	124,8	143,0	166,1
Finanse konsumenckie	6,2	6,7	7,8	9,0	6,5	7,0	8,2	9,4	25,0	30,0	29,8	31,1	32,2
Inne	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	3,9	-2,2	-0,7	-0,6	-0,5
EBITDA	75,6	94,8	148,1	114,9	79,2	103,9	165,4	130,1	310,1	340,1	433,3	478,6	526,5
Amortyzacja	37,0	37,2	37,4	37,5	37,5	37,6	37,8	37,9	82,5	100,5	149,0	150,8	150,3
EBIT	38,6	57,6	110,7	77,4	41,7	66,3	127,6	92,3	227,6	239,6	284,3	327,8	376,2
Saldo finansowe	-13,9	-16,2	-15,2	-15,7	-16,2	-15,2	-14,8	-14,3	0,6	-5,6	-61,0	-60,5	-49,2
Wynik brutto	26,1	40,4	95,5	61,7	25,5	51,0	112,8	78,0	231,8	231,4	223,7	267,4	327,1
Wynik netto	16,3	27,7	74,0	46,6	17,4	38,1	87,9	60,0	187,8	178,3	164,6	203,4	253,7
wynik przypisany akcjonariuszom	14,4	25,2	73,8	46,4	17,3	38,0	87,8	59,9	182,7	170,5	159,9	202,9	253,1
EBITDA skor. marża %	24,9%	28,1%	36,4%	33,2%	24,7%	28,2%	36,9%	33,9%	36,3%	35,4%	31,1%	31,4%	31,3%
Reklama i subskrypcje	37,8%	39,5%	39,5%	42,8%	37,4%	39,7%	39,9%	43,7%	48,2%	47,4%	40,1%	40,5%	40,0%
Turystyka	10,9%	19,0%	40,4%	17,8%	11,2%	19,4%	40,8%	18,2%	21,7%	25,2%	25,6%	26,0%	26,2%
Finanse konsumenckie	12,7%	13,5%	14,4%	18,7%	12,7%	13,5%	14,4%	18,7%	18,9%	17,6%	14,8%	14,8%	14,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Założenia modelowe oraz wskaźniki rynkowe dla WPL

	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	872,2	1 077,7	1 445,2	1 574,8	1 735,9	1 928,4	2 122,2	2 306,2
Segment reklama i subskrypcje	521,4	595,1	712,2	768,1	836,9	909,9	987,3	1 069,2
Segment turystyka	127,8	242,8	487,8	551,1	633,8	744,7	852,7	946,5
EBITDA skor.	307,8	371,4	439,7	484,6	532,5	589,2	647,0	703,0
Segment reklama i subskrypcje	251,2	282,3	285,8	311,2	334,8	359,5	385,6	413,3
Segment turystyka	27,7	61,2	124,8	143,0	166,1	197,0	227,7	255,1
EBITDA	310,1	340,1	433,3	478,6	526,5	583,2	641,0	697,0
Amortyzacja	82,5	100,5	149,0	150,8	150,3	148,8	149,4	151,3
EBIT	227,6	239,6	284,3	327,8	376,2	434,4	491,6	545,7
Saldo finansowe	4,2	-8,2	-60,6	-60,5	-49,2	-42,7	-35,8	-30,8
Wynik netto	187,8	178,3	164,6	203,4	253,7	315,3	366,9	414,5
Wynik netto dla akcjonariuszy	182,7	170,5	159,9	202,9	253,1	314,7	366,3	413,9
EBITDA skor. marża %	36,3%	35,4%	31,1%	31,4%	31,3%	31,2%	31,1%	31,1%
Reklama i subskrypcje	48,2%	47,4%	40,1%	40,5%	40,0%	39,5%	39,1%	38,7%
Turystyka	21,7%	25,2%	25,6%	26,0%	26,2%	26,5%	26,7%	27,0%
	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	907,5	1 533,6	1 547,6	1 526,1	1 520,9	1 526,0	1 537,3	1 548,0
Aktywa obrotowe	355,5	477,2	609,7	765,7	895,4	1 053,4	1 214,7	1 377,8
Należności	202,8	251,6	297,0	323,6	354,3	391,0	429,7	466,3
Zapasy	16,1	26,8	35,6	38,8	42,8	47,5	52,3	56,9
Inne	1,2	13,4	13,8	13,9	14,0	14,1	14,2	14,3
Środki pieniężne	135,4	185,4	263,3	389,4	484,3	600,8	718,5	840,2
Aktywa razem	1 262,9	2 010,8	2 157,2	2 291,8	2 416,3	2 579,4	2 752,0	2 925,7
Kapitał własny	743,3	922,9	981,4	1 111,2	1 232,3	1 385,5	1 546,2	1 710,4
Zobowiązania długoterminowe	301,0	641,9	715,4	695,4	665,4	635,4	605,4	575,4
Zobowiązania krótkoterminowe	218,6	446,1	460,4	485,3	518,6	558,4	600,3	640,0
Pasywa razem	1 262,9	2 010,8	2 157,2	2 291,8	2 416,3	2 579,4	2 752,0	2 925,7
Zobowiązania %	297,1	736,7	780,5	760,5	730,5	700,5	670,5	640,5
Dług netto	161,7	551,3	517,2	371,1	246,3	99,7	-47,9	-199,7
	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
CF operacyjny	244,7	265,8	369,9	407,6	449,7	502,9	548,0	592,4
CF inwestycyjny	-114,3	-571,0	-198,1	-127,4	-143,1	-151,6	-158,3	-159,5
CF finansowy	-184,3	359,0	-93,4	-154,1	-211,7	-234,7	-272,0	-311,2
Przepływy razem	-53,9	53,7	78,4	126,1	94,9	116,5	117,7	121,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Założenia modelowe oraz wskaźniki rynkowe dla WPL

	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Liczba akcji [mln szt.]	29,5	29,5	29,5	29,5	29,5	29,5	29,5	29,5
Kurs [PLN]	116,0	116,0	116,0	116,0	116,0	116,0	116,0	116,0
BVPS [PLN]	25,2	31,3	33,3	37,7	41,8	47,0	52,5	58,1
EPS [PLN]	6,2	5,8	5,4	6,9	8,6	10,7	12,4	14,0
P/E [x]	18,7	20,0	21,4	16,8	13,5	10,9	9,3	8,3
EV/Przychody [x]	4,1	3,7	2,7	2,4	2,1	1,8	1,6	1,4
EV/EBITDA [x]	11,5	11,7	9,1	7,9	7,0	6,0	5,3	4,6
EV/EBIT [x]	15,7	16,6	13,8	11,6	9,7	8,1	6,9	5,9
P/BV [x]	4,6	3,7	3,5	3,1	2,8	2,5	2,2	2,0
EV [mln PLN]	3 579	3 969	3 935	3 789	3 664	3 517	3 370	3 218
Kapitalizacja [mln PLN]	3 418	3 418	3 418	3 418	3 418	3 418	3 418	3 418
Dług netto [mln PLN]	162	551	517	371	246	100	-48	-200
Dług netto/EBITDA [x]	0,5	1,6	1,2	0,8	0,5	0,2	-0,1	-0,3
Przychody zmiana r/r	38%	24%	34%	9%	10%	11%	10%	9%
Marża EBITDA	36%	32%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Marża netto	21%	16%	11%	13%	15%	16%	17%	18%
ROA	15%	10%	8%	9%	11%	13%	14%	15%
ROE	28%	21%	17%	20%	22%	24%	25%	26%
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

Tomasz Ilczyszyn

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

Maciej Fink-Finowicki

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

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 3Q'23*:			, 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	3	50%	0	0%
Akumuluj	2	33%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	17%	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: 2023-08-23.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-08-23 (08:39 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-08-28.

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 2023-08-23:

- BDM oświadcza i zapewnia, że 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 świadomy, 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.