



Dom Maklerski BDM S.A.

# WIRTUALNA POLSKA

## RAPORT ANALITYCZNY

### AKUMULUJ (RAPORT INICJUJĄCY)

**WYCENA 64,3 PLN**

7 CZERWCA 2019, 09:52 CEST

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla WP od zalecenia Akumuluj z ceną docelową 64,3 PLN/akcję, co daje 11% potencjału. Pozytywnie odbieramy dywersyfikację biznesową grupy, tj. ekspozycję na obszar reklamy internetowej (prognozowane najwyższe wzrosty z wszystkich kategorii) oraz e-commerce. Liczymy, że spółka utrzyma wysokie dwucyfrowe tempo poprawy EBITDA w kolejnych okresach, co w naszej ocenie będzie pochodną z przyspieszenia dynamik w części modowej i turystycznej oraz ubiegłorocznych akwizycji. In plus oceniamy pozycję gotówkową, która stwarza pole do kolejnych przejęć (w modelu nie zakładamy takich procesów; DN/EBITDA'19P spada do 1,3x) oraz dyskonto względem grupy porównawczej dla EV/EBITDA w latach 2019-20.

Z optymizmem podchodzimy do ścieżki wynikowej Wirtualnej Polski w kolejnych kwartałach. Grupa działa w perspektywnym obszarze reklamy internetowej, dla którego prognozy rynkowe zakładają co najmniej wysokie jednocyfrowe wzrosty w '19 (szacujemy, że obecnie ta część biznesu odpowiada za ok. 40% przychodów segmentu online; spółka podejmuje m.in. działania mające na celu podniesienie wiewability na prowadzonych serwisach). Dodatkowo pozytywnie zapatrujemy się na część e-commerce, która według naszych szacunków odpowiada za pozostałe 60% sprzedaży dywizji online. Liczymy, że w nadchodzących okresach do wysokich dynamik obrotów powrócą największe portale fashion i travel, a także że w pełni widoczny będzie wpływ akwizycji dokonanych w '18 (z tabeli zamieszczonej w sprawozdaniu finansowym za 1Q'19 wynika, że MyTravel, Extradom.pl, Parklot i Superauto24.com w okresie nieobjętym konsolidacją osiągnęły w minionym roku blisko 50 mln PLN przychodów oraz niemal 10 mln PLN raportowanej EBITDA). W odniesieniu do części telewizyjnej oczekujemy utrzymania tendencji z ostatnich kwartałów i zakładamy systematyczne ograniczanie straty EBITDA (w '18 ok. -6 mln PLN).

Podsumowując, prognozujemy, że w 2Q'19 grupa wypracuje ok. 170 mln PLN przychodów (162 mln PLN bez barteru), ok. 49,5 mln PLN EBITDA raportowanej (po korekcie o koszty programu motywacyjnego oraz zakupu spółek zależnych ok. 51,2 mln PLN; wg metodologii MSR 17 47,6 mln PLN) oraz 21,1 mln PLN zysku netto. Szacujemy, że w ujęciu całorocznym WP osiągnie 715 mln PLN przychodów (w tym ok. 30 mln PLN z barteru), ok. 204 mln PLN EBITDA (wg MSR 17 ok. 196 mln PLN) oraz niemal 91 mln PLN zysku netto. Estymujemy również, że wskaźnik dług netto/EBITDA na koniec '19 wyniesie 1,3-1,4x.

Wśród ryzyk dla naszych założeń dostrzegamy ewentualny wolniejszy wzrost rynku reklamy internetowej, zmiany algorytmów pozycjonujących strony internetowe oraz regulacje prawne (np. ACTA 2). Zagrożeniem mogą być także nietrafione akwizycje.

|                            | 2016  | 2017  | 2018  | 2019P | 2020P | 2021P |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody ogółem [mln PLN] | 415,1 | 465,6 | 567,3 | 714,8 | 788,8 | 850,4 |
| EBITDA [mln PLN]           | 122,9 | 129,6 | 162,9 | 203,9 | 223,1 | 238,5 |
| EBITDA MSR 17 [mln PLN]    | 122,9 | 129,6 | 162,9 | 196,3 | 215,5 | 230,8 |
| EBIT [mln PLN]             | 80,9  | 78,6  | 107,3 | 131,8 | 153,4 | 169,2 |
| Wynik netto [mln PLN]      | 53,8  | 40,0  | 76,0  | 90,5  | 106,8 | 122,7 |
| P/BV*                      | 4,2x  | 4,1x  | 3,7x  | 3,3x  | 2,9x  | 2,6x  |
| P/E*                       | 32,1x | 43,1x | 22,7x | 19,1x | 16,2x | 14,1x |
| EV/EBITDA*                 | 15,4x | 14,6x | 12,5x | 9,9x  | 8,7x  | 7,9x  |
| EV/EBITDA MSR 17*          | 15,4x | 14,6x | 12,5x | 10,1x | 8,9x  | 8,1x  |
| EV/EBIT*                   | 23,4x | 24,1x | 18,9x | 15,3x | 12,7x | 11,1x |
| DPS [PLN]*                 | 0,0   | 1,1   | 0,9   | 1,0   | 1,2   | 1,8   |

\*obliczenia dla 29,7 mln akcji (uwzględniamy opcje na akcje z pr. motywacyjnego)

|                               |         |
|-------------------------------|---------|
| Wycena końcowa [PLN]          | 64,3    |
| Potencjał do wzrostu / spadku | +11%    |
| Koszt kapitału                | 9,0%    |
| Cena rynkowa [PLN]            | 58,20   |
| Kapitalizacja [mln PLN]       | 1 726,3 |
| Ilość akcji [mln. szt.]       | 29,7    |
| Cena maksymalna za 6 mc [PLN] | 60,40   |
| Cena minimalna za 6 mc [PLN]  | 50,60   |
| Stopa zwrotu za 3 mc          | +7,2%   |
| Stopa zwrotu za 6 mc          | +17,8%  |
| Stopa zwrotu za 9 mc          | +14,6%  |
| Akcjonariat (% głosów):       |         |
| Jacek Świderski               | 18,7%   |
| Michał Brański                | 18,7%   |
| Krzysztof Sierota             | 18,7%   |
| Aviva OFE                     | 5,1%    |
| Pozostali                     | 38,7%   |

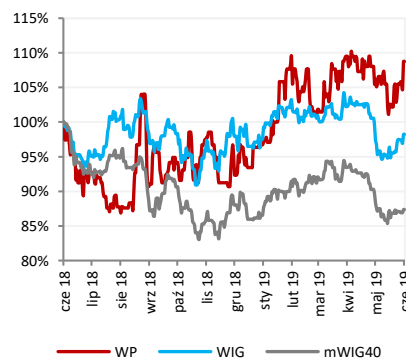
**Adrian Górniak**

adrian.gorniak@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-38

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



**SPIS TREŚCI:**

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| WYCENA I PODSUMOWANIE .....                 | 3  |
| WYCENA DCF.....                             | 4  |
| WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ.....       | 7  |
| WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....                | 9  |
| OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI.....          | 10 |
| DZIAŁALNOŚĆ MEDIOWA.....                    | 11 |
| DZIAŁALNOŚĆ E-COMMERCE .....                | 12 |
| DZIAŁALNOŚĆ REKLAMOWA .....                 | 13 |
| AKCJONARIAT .....                           | 13 |
| OTOCZENIE RYNKOWE .....                     | 14 |
| KRAJOWY RYNEK REKLAMY .....                 | 14 |
| GLOBALNY RYNEK REKLAMY .....                | 16 |
| WYNIKI HISTORYCZNE .....                    | 17 |
| WYNIKI SEGMENTÓW I STRUKTURA KOSZTOWA ..... | 19 |
| PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....             | 21 |
| DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI .....         | 24 |

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Wirtualnej Polski dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 70% wagi, z kolei analizie porównawczej 30%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 65,0 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 62,7 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 1,89 mld PLN, czyli **64,3 PLN/akcję**.

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

|                                           |                    | mld PLN        | PLN         | Potencjał    |
|-------------------------------------------|--------------------|----------------|-------------|--------------|
| A                                         | Wycena DCF         | 1 929,1        | 65,0        | 11,7%        |
| B                                         | Wycena porównawcza | 1 860,4        | 62,7        | 7,8%         |
| <b>C = (70%*A + 30%*B) Wycena końcowa</b> |                    | <b>1 908,5</b> | <b>64,3</b> | <b>10,6%</b> |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Z optymizmem podchodzimy do ścieżki wynikowej Wirtualnej Polski w kolejnych kwartałach. Grupa działa w perspektywnym obszarze reklamy internetowej, dla którego prognozy rynkowe zakładają co najmniej wysokie jednocyfrowe wzrosty w '19 (szacujemy, że obecnie ta część biznesu odpowiada za ok. 40% przychodów segmentu online; spółka podejmuje m.in. działania mające na celu podniesienie wiewability na prowadzonych serwisach). Dodatkowo pozytywnie zapatrujemy się na część e-commerce, która według naszych szacunków odpowiada za pozostałe 60% sprzedaży dywizji online. Liczymy, że w nadchodzących okresach do wysokich dynamik obrotów powrócą największe portale fashion i travel, a także że w pełni widoczny będzie wpływ akwizycji dokonanych w '18 (z tabeli zamieszczonej w sprawozdaniu finansowym za 1Q'19 wynika, że MyTravel, Extradom.pl, Parklot i Superauto24.com w okresie nieobjętym konsolidacją osiągnęły w minionym roku blisko 50 mln PLN przychodów oraz niemal 10 mln PLN raportowanej EBITDA). W odniesieniu do części telewizyjnej oczekujemy utrzymania tendencji z ostatnich kwartałów i zakładamy systematyczne ograniczanie straty EBITDA (w '18 ok. -6 mln PLN).

Podsumowując, prognozujemy, że w 2Q'19 grupa wypracuje ok. 170 mln PLN przychodów (162 mln PLN bez barteru), ok. 49,5 mln PLN EBITDA raportowanej (po korekcie o koszty programu motywacyjnego oraz zakupu spółek zależnych ok. 51,2 mln PLN; wg metodologii MSR 17 47,6 mln PLN) oraz 21,1 mln PLN zysku netto. Szacujemy, że w ujęciu całorocznym WP osiągnie 715 mln PLN przychodów (w tym ok. 30 mln PLN z barteru), ok. 204 mln PLN EBITDA (wg MSR 17 ok. 196 mln PLN) oraz niemal 91 mln PLN zysku netto. Estymujemy również, że wskaźnik dług netto/EBITDA na koniec '19 wyniesie 1,3-1,4x.

**Pokrycie analityczne dla WP rozpoczynamy od rekomendacji Akumuluj z ceną docelową na poziomie 64,3 PLN/walor (+11% potencjału).** Uważamy, że perspektywy wynikowe dla grupy w nadchodzących okresach są pozytywne. Z jednej strony swoją „cegiełkę” będą dokładały ubiegłoroczne akwizycje (w '18 niekonsolidowano ok. 50 mln PLN przychodów i ok. 10 mln PLN EBITDA), a z drugiej oczekujemy przyspieszenia dynamik w obszarach moda/turystyka. Dlatego też spodziewamy się utrzymania wysokich dwucyfrowych dynamik EBITDA w kolejnych kwartałach (średnio ponad 20%). Doceniamy także pozycję gotówkową grupy, która w naszej ocenie stwarza pole do dalszych akwizycji (niemniej zarząd wskazywał po ostatniej konferencji wynikowej, że oczekiwania sprzedających są bardzo wysokie; w modelu nie zakładamy dalszych przejęć i prognozujemy, że dług netto/EBITDA'19 wyniesie ok. 1,3-1,4x). Dodatkowo holding jest notowany z dyskontem względem podmiotów o podobnym profilu działalności dla wskaźnika EV/EBITDA w latach 2019-20. Wśród ryzyk dostrzegamy wolniejszy wzrost rynku reklamy internetowej, zmiany algorytmów pozycjonujących strony internetowe oraz regulacje prawne (np. ACTA 2).

## WYCENA DCF

Wyceny akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10-letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopach zwrotu wolnych od ryzyka (na poziomie 4%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,0x.

### Główne założenia modelu:

- Szacujemy, że przychody gotówkowe w latach 2019-20 wzrosną odpowiednio do 685-756 mln PLN (+26%/10% r/r), natomiast na poziomie EBITDA estymujemy 204-223 mln PLN (wg MSSF 16; zgodnie z MSR 17 byłoby to 196/215 mln PLN).
- W kolejnych latach w modelu nie zakładamy akwizycji, a jedynie wzrost organiczny.
- Szczegółowe założenia dot. przychodów w poszczególnych segmentach operacyjnych

#### Szczegółowe założenia modelu

|                                   | 2018         | 2019P        | 2020P        | 2021P        | 2022P        | 2023P        |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przychody ogółem [mln PLN]</b> | <b>567,3</b> | <b>714,8</b> | <b>788,8</b> | <b>850,4</b> | <b>904,6</b> | <b>951,0</b> |
| <i>Barter</i>                     | 24,6         | 30,0         | 33,1         | 35,6         | 37,9         | 39,9         |
| <b>Przychody gotówkowe</b>        | <b>542,8</b> | <b>684,8</b> | <b>755,7</b> | <b>814,7</b> | <b>866,6</b> | <b>911,2</b> |
| <i>online</i>                     | 526,3        | 661,3        | 719,0        | 770,7        | 819,4        | 863,0        |
| <i>tv</i>                         | 16,5         | 23,5         | 36,7         | 44,0         | 47,2         | 48,2         |
| <b>Dynamika [%]</b>               |              |              |              |              |              |              |
| Przychody ogółem                  | 21,8%        | 26,0%        | 10,4%        | 7,8%         | 6,4%         | 5,1%         |
| Przychody gotówkowe               | 25,5%        | 26,2%        | 10,4%        | 7,8%         | 6,4%         | 5,1%         |
| <i>online</i>                     | 24,0%        | 25,7%        | 8,7%         | 7,2%         | 6,3%         | 5,3%         |
| <i>tv</i>                         | 102,9%       | 42,7%        | 55,8%        | 20,0%        | 7,2%         | 2,0%         |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Spodziewamy się, że grupa w kolejnych latach będzie stopniowo zwiększać poziom wypłaty dywidendy, o ile nie będą przeprowadzane kolejne akwizycje (docelowo przyjmujemy wskaźnik wypłaty = 100%).
- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach.
- Zakładamy efektywną stawkę podatkową na poziomie 19,0% w latach 2019-28 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- Założyliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po 2028 roku na poziomie 2,0%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2028 roku.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2018 roku, który korygujemy zgodnie z MSSF 16 o wartość zadłużenia z tyt. prawa do użytkowania budynku w wys. 19 mln PLN (wg stanu na 01.01.2019).
- W pozycji dot. inwestycji kapitałowych wykazujemy przyszłe płatności z tyt. earn-out'ów, które dotyczą Extradom.pl, Nocowanie.pl, MyTravel.pl i Superauto24.pl.
- Do obliczeń przyjęliśmy 29,7 mln szt. akcji (uwzględniamy 0,7 mln walorów z programu motywacyjnego).
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 07.06.2019 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki WP na poziomie 1,93 mld PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 65,0 PLN.

#### Model DCF

|                                            | 2019           | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025    | 2026    | 2027    | 2028    |
|--------------------------------------------|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody ogółem [mln PLN]                 | 714,8          | 788,8 | 850,4 | 904,6 | 951,0 | 989,7 | 1 022,7 | 1 050,3 | 1 074,7 | 1 096,4 |
| EBIT [mln PLN]                             | 132,8          | 153,8 | 169,6 | 184,8 | 198,2 | 207,4 | 216,9   | 223,6   | 228,4   | 232,6   |
| Stopa podatkowa                            | 20%            | 19%   | 19%   | 19%   | 19%   | 19%   | 19%     | 19%     | 19%     | 19%     |
| Podatek od EBIT [mln PLN]                  | 27,2           | 29,2  | 32,2  | 35,1  | 37,6  | 39,4  | 41,2    | 42,5    | 43,4    | 44,2    |
| NOPLAT [mln PLN]                           | 105,6          | 124,6 | 137,4 | 149,7 | 160,5 | 168,0 | 175,7   | 181,1   | 185,0   | 188,4   |
| Amortyzacja [mln PLN]                      | 72,0           | 69,7  | 69,2  | 68,9  | 67,1  | 67,5  | 66,1    | 66,2    | 67,0    | 67,8    |
| - w tym prawo do użytku budynku            | 8,7            | 8,7   | 8,3   | 8,0   | 7,9   | 7,8   | 7,7     | 7,7     | 7,7     | 7,6     |
| CAPEX [mln PLN]                            | -67,5          | -56,4 | -59,4 | -61,8 | -66,4 | -66,9 | -65,8   | -66,2   | -67,0   | -67,6   |
| - w tym opłaty leasingowe                  | -7,6           | -7,6  | -7,6  | -7,6  | -7,6  | -7,6  | -7,6    | -7,6    | -7,6    | -7,6    |
| Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]    | -16,6          | -0,4  | -0,3  | -0,3  | -0,3  | -0,2  | -0,2    | -0,2    | -0,1    | -0,1    |
| Inwestycje kapitałowe [mln PLN]            | -25,0          | -18,1 | -13,2 | -2,7  | -4,7  | -2,3  | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| Wpływy ze sprzedaży aktywów [mln PLN]      | 0,0            | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| FCF [mln PLN]                              | 68,6           | 119,4 | 133,8 | 153,8 | 156,2 | 166,1 | 175,9   | 181,0   | 185,0   | 188,5   |
| DFCF [mln PLN]                             | 65,8           | 106,3 | 110,4 | 117,3 | 110,0 | 107,9 | 105,2   | 99,5    | 93,4    | 87,4    |
| Suma DFCF [mln PLN]                        | 1 003,3        |       |       |       |       |       |         |         |         |         |
| Wartość rezydualna [mln PLN]               | 2 781,9        |       |       |       |       |       |         |         |         |         |
| Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]   | 1 290,0        |       |       |       |       |       |         |         |         |         |
| Wartość firmy EV [mln PLN]                 | 2 293,3        |       |       |       |       |       |         |         |         |         |
| Dług netto [mln PLN]*                      | 324,5          |       |       |       |       |       |         |         |         |         |
| Udziały mniejszości [mln PLN]              | 10,7           |       |       |       |       |       |         |         |         |         |
| Dywidenda [mln PLN]                        | 29,0           |       |       |       |       |       |         |         |         |         |
| <b>Wartość kapitału własnego [mln PLN]</b> | <b>1 929,1</b> |       |       |       |       |       |         |         |         |         |
| Ilość akcji [mln]                          | 29,7           |       |       |       |       |       |         |         |         |         |
| <b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>     | <b>65,0</b>    |       |       |       |       |       |         |         |         |         |

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2,0%

|                               |         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|-------------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody zmiana r/r          | 26,0%   | 10,4% | 7,8%  | 6,4%  | 5,1%  | 4,1%  | 3,3%  | 2,7%  | 2,3%  | 2,0%  |
| EBIT zmiana r/r               | 22,2%   | 15,8% | 10,3% | 8,9%  | 7,2%  | 4,6%  | 4,6%  | 3,1%  | 2,2%  | 1,8%  |
| FCF zmiana r/r                | -152,8% | 74,1% | 12,1% | 15,0% | 1,6%  | 6,3%  | 5,9%  | 2,9%  | 2,2%  | 1,9%  |
| Marża EBITDA                  | 28,7%   | 28,3% | 28,1% | 28,0% | 27,9% | 27,8% | 27,7% | 27,6% | 27,5% | 27,4% |
| Marża EBIT                    | 18,6%   | 19,5% | 20,0% | 20,4% | 20,8% | 21,0% | 21,2% | 21,3% | 21,3% | 21,2% |
| Marża NOPLAT                  | 10,1%   | 8,8%  | 8,1%  | 7,6%  | 7,1%  | 6,8%  | 6,5%  | 6,3%  | 6,2%  | 6,2%  |
| CAPEX / Przychody             | 9,4%    | 7,2%  | 7,0%  | 6,8%  | 7,0%  | 6,8%  | 6,4%  | 6,3%  | 6,2%  | 6,2%  |
| CAPEX / Amortyzacja           | 93,7%   | 80,9% | 85,7% | 89,7% | 99,0% | 99,0% | 99,5% | 99,9% | 99,9% | 99,7% |
| Zmiana KO / Przychody         | 2,3%    | 0,1%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | 11,2%   | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  | 0,5%  |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; \*dług netto wg MSSF 16

#### Kalkulacja WACC

|                                        | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  |
|----------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Stopa wolna od ryzyka                  | 4,0%  | 4,0%  | 4,0%  | 4,0%  | 4,0%  | 4,0%  | 4,0%  | 4,0%  | 4,0%  | 4,0%  |
| Premia za ryzyko                       | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  |
| Beta                                   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   |
| Premia kredytowa                       | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  | 1,5%  |
| Koszt kapitału własnego                | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  | 9,0%  |
| Udział kapitału własnego               | 66,9% | 72,9% | 77,1% | 81,0% | 84,6% | 87,9% | 91,1% | 94,4% | 97,9% | 97,9% |
| Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu | 4,4%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  | 4,5%  |
| Udział kapitału obcego                 | 33,1% | 27,1% | 22,9% | 19,0% | 15,4% | 12,1% | 8,9%  | 5,6%  | 2,1%  | 2,1%  |
| WACC                                   | 7,5%  | 7,8%  | 8,0%  | 8,1%  | 8,3%  | 8,5%  | 8,6%  | 8,7%  | 8,9%  | 8,9%  |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym**

|      |     | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym |       |       |       |       |       |       |       |       |
|------|-----|-------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |     | -0,50%                                    | 0,00% | 0,50% | 1,00% | 1,50% | 2,00% | 2,50% | 3,00% | 3,50% |
| beta | 0,7 | 64,9                                      | 68,0  | 71,4  | 75,4  | 80,0  | 85,5  | 92,1  | 100,2 | 110,4 |
|      | 0,8 | 60,4                                      | 63,0  | 65,9  | 69,2  | 73,1  | 77,6  | 82,9  | 89,3  | 97,2  |
|      | 0,9 | 56,3                                      | 58,5  | 61,0  | 63,9  | 67,1  | 70,8  | 75,2  | 80,4  | 86,6  |
|      | 1,0 | 52,7                                      | 54,6  | 56,7  | 59,2  | 61,9  | 65,0  | 68,7  | 72,9  | 77,9  |
|      | 1,1 | 49,4                                      | 51,1  | 52,9  | 55,0  | 57,4  | 60,0  | 63,1  | 66,6  | 70,7  |
|      | 1,2 | 46,5                                      | 47,9  | 49,5  | 51,3  | 53,3  | 55,6  | 58,2  | 61,1  | 64,6  |
|      | 1,3 | 43,8                                      | 45,0  | 46,5  | 48,0  | 49,8  | 51,7  | 53,9  | 56,4  | 59,3  |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / Wzrost/spadek FCF w okresie rezydualnym**

|                  |       | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym |       |       |       |       |       |       |       |       |
|------------------|-------|-------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                  |       | -0,50%                                    | 0,00% | 0,50% | 1,00% | 1,50% | 2,00% | 2,50% | 3,00% | 3,50% |
| premia za ryzyko | 3,00% | 70,1                                      | 73,7  | 77,8  | 82,5  | 88,2  | 95,0  | 103,4 | 113,8 | 127,3 |
|                  | 4,00% | 60,4                                      | 63,0  | 65,9  | 69,2  | 73,1  | 77,6  | 82,9  | 89,3  | 97,2  |
|                  | 5,00% | 52,7                                      | 54,6  | 56,7  | 59,2  | 61,9  | 65,0  | 68,7  | 72,9  | 77,9  |
|                  | 6,00% | 46,5                                      | 47,9  | 49,5  | 51,3  | 53,3  | 55,6  | 58,2  | 61,1  | 64,6  |
|                  | 7,00% | 41,3                                      | 42,4  | 43,7  | 45,1  | 46,6  | 48,3  | 50,2  | 52,3  | 54,7  |
|                  | 8,00% | 37,0                                      | 37,9  | 38,8  | 39,9  | 41,1  | 42,4  | 43,8  | 45,4  | 47,2  |
|                  | 9,00% | 33,3                                      | 34,0  | 34,8  | 35,6  | 36,5  | 37,5  | 38,6  | 39,9  | 41,2  |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta**

|                  |       | beta  |       |      |      |      |      |      |      |      |
|------------------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|
|                  |       | 0,7   | 0,8   | 0,9  | 1,0  | 1,1  | 1,2  | 1,3  | 1,4  | 1,5  |
| premia za ryzyko | 3,00% | 110,3 | 104,5 | 99,5 | 95,0 | 91,0 | 87,5 | 84,3 | 81,4 | 78,8 |
|                  | 4,00% | 91,1  | 85,9  | 81,4 | 77,6 | 74,2 | 71,2 | 68,5 | 66,1 | 64,0 |
|                  | 5,00% | 76,8  | 72,2  | 68,4 | 65,0 | 62,2 | 59,6 | 57,4 | 55,4 | 53,7 |
|                  | 6,00% | 65,8  | 61,8  | 58,5 | 55,6 | 53,2 | 51,0 | 49,2 | 47,5 | 46,0 |
|                  | 7,00% | 57,1  | 53,6  | 50,7 | 48,3 | 46,2 | 44,4 | 42,8 | 41,4 | 40,1 |
|                  | 8,00% | 50,0  | 47,0  | 44,5 | 42,4 | 40,6 | 39,0 | 37,7 | 36,5 | 35,4 |
|                  | 9,00% | 44,2  | 41,5  | 39,4 | 37,5 | 36,0 | 34,7 | 33,5 | 32,5 | 31,6 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

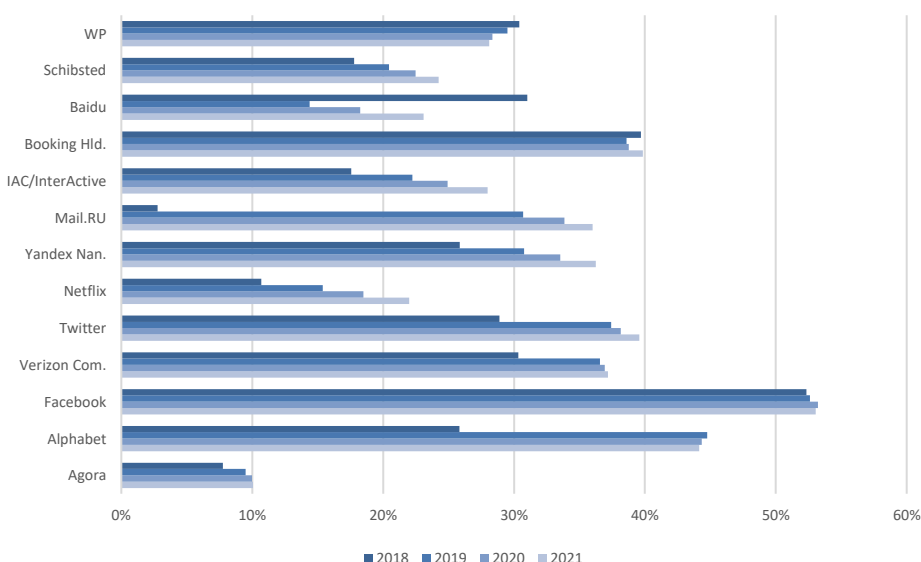
Analiza porównawcza Wirtualnej Polski została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2019-21 dla wybranych spółek z branży mediowej, które przede wszystkim posiadają ekspozycję na segment reklamy internetowej (m.in. Alphabet, Facebook, Booking oraz Agora). W wycenie uwzględniliśmy wskaźniki P/E oraz EV/EBITDA, a poszczególnym latom przypisaliśmy jednakową wagę (po 33%). Końcowa wartość 1 akcji wynikająca z metody porównawczej wynosi **62,7 PLN/walor**.

### Wycena porównawcza

|                             | P/E         |             |             | EV/EBITDA   |             |             |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                             | 2019        | 2020        | 2021        | 2019        | 2020        | 2021        |
| Agora                       | 94,7        | 57,3        | 29,7        | 5,9         | 5,7         | 5,4         |
| Alphabet                    | 18,8        | 16,5        | 14,1        | 11,1        | 9,2         | 7,6         |
| Facebook                    | 20,1        | 16,4        | 13,6        | 12,6        | 9,9         | 7,8         |
| Yandex Nan.                 | 25,0        | 17,9        | 13,3        | 12,9        | 9,0         | 6,3         |
| Mail.RU                     | 19,9        | 14,7        | 11,7        | 11,4        | 8,2         | 6,3         |
| IAC/InterActive             | 28,0        | 21,1        | 19,1        | 17,3        | 13,0        | 9,2         |
| Booking Hld.                | 17,4        | 16,0        | 14,4        | 13,3        | 11,9        | 10,1        |
| Baidu                       | 19,6        | 13,7        | 10,3        | 10,5        | 6,5         | 3,9         |
| Schibsted                   | 33,5        | 26,1        | 22,2        | 14,7        | 12,1        | 10,0        |
| <b>Mediana</b>              | <b>20,1</b> | <b>16,5</b> | <b>14,1</b> | <b>12,6</b> | <b>9,2</b>  | <b>7,6</b>  |
| <b>Mediana zagraniczne</b>  | <b>20,0</b> | <b>16,5</b> | <b>13,8</b> | <b>12,8</b> | <b>9,6</b>  | <b>7,7</b>  |
| WP                          | 19,1        | 16,2        | 14,1        | 9,9         | 8,7         | 7,9         |
| Premia/dyskonto grupa       | -5,0%       | -2,1%       | 0,0%        | -21,5%      | -5,4%       | 4,4%        |
| <b>Wycena wg wskaźnika</b>  | <b>61,2</b> | <b>59,5</b> | <b>58,2</b> | <b>79,7</b> | <b>62,1</b> | <b>55,6</b> |
| Waga roku                   | 33%         | 33%         | 33%         | 33%         | 33%         | 33%         |
| <b>Wycena wg wskaźników</b> |             | <b>59,6</b> |             |             | <b>65,8</b> |             |
| Waga wskaźnika              |             | 50%         |             |             | 50%         |             |
| <b>Wycena końcowa [PLN]</b> |             | <b>62,7</b> |             |             |             |             |

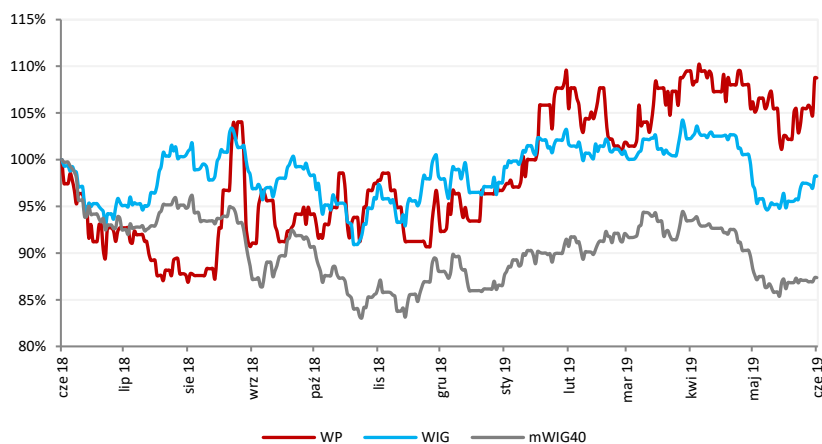
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Porównanie marż EBITDA w latach 2019-21



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

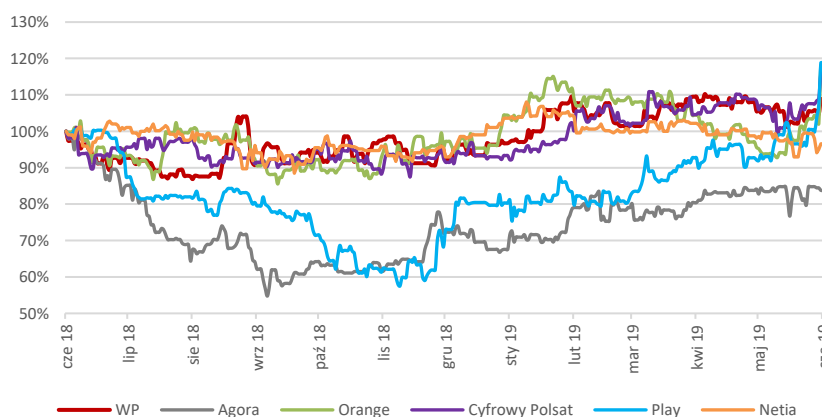
#### Zachowanie kursu na tle WIG i mWIG40



*W perspektywie rocznej walory WP zachowywały się lepiej niż indeks szerokiego rynku, który stracił 2% (WP +9%).*

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

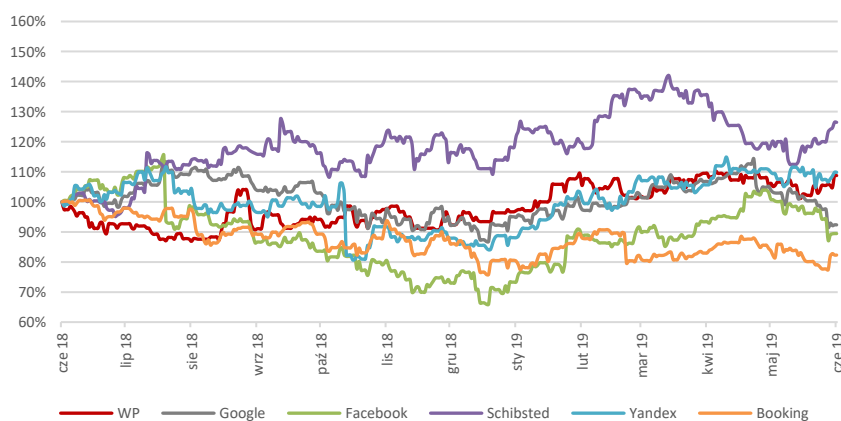
#### Zachowanie kursu na tle krajowych spółek z obszaru Media/Telko



*Na przestrzeni roku in minus wyróżniały się walory Agory. Reszta podmiotów z obszaru Media/Telko zachowywała się podobnie..*

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

#### Zachowanie kursu na tle wybranych podmiotów zagranicznych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

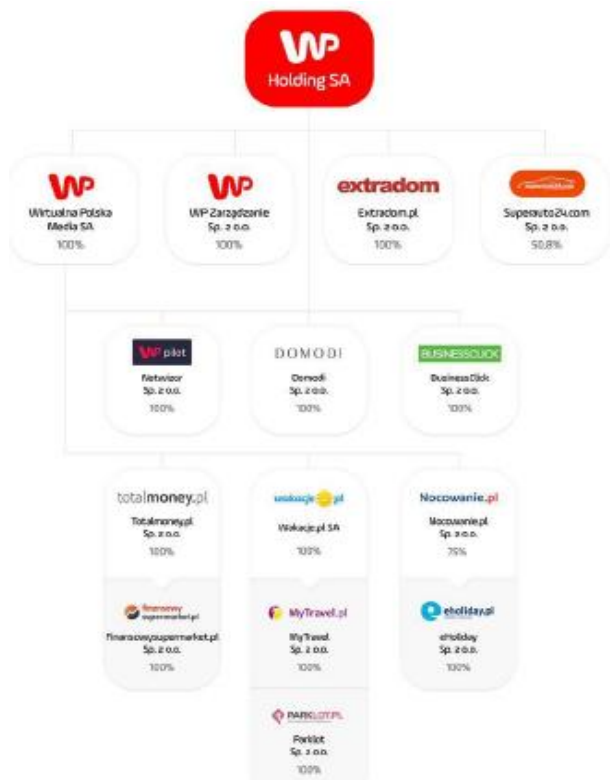
## WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **Otoczenie makroekonomiczne**  
Obszar, w którym działa Wirtualna Polska, jest bardzo mocno powiązany ze wzrostem gospodarczym i sytuacją makroekonomiczną kraju. Ewentualne spowolnienie gospodarki może negatywnie przekładać się na klientów grupy, zarówno po stronie podmiotów nabywających powierzchnie reklamowe (obniżenie budżetów marketingowych), jak i klientów spółki w działalności e-commerce (spadek siły nabywczej)
- **Konkurencja na rynku reklamy**  
Rynek reklamy cechuje się wysoką konkurencyjnością. Grupa jest zmuszona rywalizować o klientów z innymi portalami internetowymi (jak np. Onet czy Interia), ale także z podmiotami oferującymi różne usługi internetowe (należy tu wskazać przede wszystkim Google i Facebook, które znajdują się w TOP3 liczby realnych użytkowników). W pewnym sensie konkurentami są również podmioty, które funkcjonują w innych obszarach rynku reklamowego (np. radio, telewizja, prasa). Zwracamy jednak uwagę, że najmocniej rosnącym kanałem jest obecnie reklama internetowa, co stawia spółkę w korzystnym położeniu.
- **Utrata kluczowych klientów**  
Duża część przychodów grupy pochodzi od stałej liczby klientów, w tym domów mediowych. Spółka zawiera umowy o współpracę na prowadzenie kampanii reklamowych lub na podstawie zleceń. Głównym ryzykiem jest zaprzestanie współpracy i nawiązanie współpracy z konkurentami Wirtualnej Polski. Zwracamy uwagę, że wg badań Megapanel PBI/Gemius spółka jest jednym z liderów rynku pod względem realnych użytkowników lub spędzonego czasu. W naszej ocenie utrata pozycji w podobnych rankingach na korzyść innych podmiotów działających na rynku reklamy internetowej może powodować migrację klientów i utratę przychodów.
- **Zmiany regulacji prawnych (RODO, Ust. Radiofonii i Telewizji, ACTA 2)**  
Wśród głównych aktów prawnych, których musi przestrzegać WP, należy wymienić ogólne rozporządzenie o ochronie danych osobowych (RODO), które weszło w życie w dn. 25 maja 2018 roku i dotyczy przede wszystkim przetwarzania danych osobowych, które są wykorzystywane np. w reklamie targetowanej czy e-mailingu reklamowego. Drugim istotnym aktem jest Ustawa o Radiofonii i Telewizji, która reguluje treść audycji oraz treści i czas nadawania reklam. Zwracamy także uwagę na dyrektywę ACTA 2, która została przegłosowana w PE pod koniec marca '19 i ma być wprowadzona w ciągu 2 lat (akt dotyczy udostępniania kontentu objętego prawami autorskimi i wprowadza m.in. obowiązek podpisania licencji z właścicielami praw na treści chronione prawem autorskim, a także uprzedniego filtrowania treści m.in. przez Facebook czy Youtube, które mogłyby być uznane jako akt piractwa).
- **Spadek ruchu internetowego i rozwój oprogramowania blokującego wyświetlanie reklam**  
Duża część ruchu internetowego na portalach spółki jest generowana za pośrednictwem wyszukiwarek internetowych lub serwisów społecznościowych, takich jak Google i Facebook. Działają one na podstawie algorytmów, które określają względną pozycję strony internetowej, według najlepszego dopasowania wyszukiwania i dostępnej treści oraz popularności danych w sieci. Ewentualna zmiana algorytmów może spowodować zmianę pozycjonowania stron grupy, a tym samym spadek ruchu internetowego na portalach WPH i w konsekwencji obniżenie przychodów z reklam. Wraz z rozwojem internetu coraz popularniejsze stają się programy służące do blokowania reklam. Rozpowszechnienie oprogramowania tego typu może negatywnie wpływać na rynek reklamy internetowej jako narzędzia marketingowego oraz zmniejszać budżety na kampanie reklamowe w internecie.
- **Utrata koncesji**  
Spółka posiada koncesję na rozpowszechnianie programu Telewizja WP poprzez nadawanie naziemne i satelitarne. Licencja, która otrzymała grupa, jest ważna do 2026 roku i nie ma pewności, że KRRiT przedłuży ją na kolejne lata. Istnieje również ryzyko, że KRRiT odbierze Wirtualnej Polsce koncesję w przypadku rażącego naruszenia Ustawy o Radiofonii i Telewizji lub warunków przyznanej licencji.
- **Ryzyko nieudanych akwizycji**  
W ostatnich latach grupa wykorzystywała możliwość rozwoju poprzez akwizycje podmiotów posiadających ekspozycję na rynek reklamy oraz e-commerce. Istnieje ryzyko, że potencjalne akwizycje w przyszłości mogą okazać się nietrafione i obciążać wyniki spółki (zwłaszcza w okresie dekonjunkury) oraz bilans. Ewentualne duże transakcje mogą także wymagać emisji akcji.

## OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI

Wirtualna Polska jest grupą, która prowadzi działalność na krajowym rynku reklamy online oraz w obszarze e-commerce, który według naszych szacunków odpowiada obecność za ponad 50% sprzedaży. Jest to również holding spółek mediowych, wśród których należy wymienić przede wszystkim jeden z najpopularniejszych horyzontalnych portali internetowych, czyli WP.

Struktura grupy



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

### Akwizycje grupy od momentu debiutu na GPW

| Data    | Spółka                   | Kwota transakcji [mln PLN] | Udział [%] | Szacunkowa EV/EBITDA* | Opis                                                                                                                                                      |
|---------|--------------------------|----------------------------|------------|-----------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2014/18 | Domodi                   | 134,0                      | 100,0%     | -                     | marketplace dla produktów z branży modowej; WP nabyło 51% udziałów w '14 za 15 mln PLN oraz 49% w '18 za ok. 119 mln PLN                                  |
| 2015    | Allani                   | 11,3                       | 100,0%     | -                     | marketplace dla produktów z branży modowej                                                                                                                |
| 2015    | Finansowy Supermarket    | 12,5                       | 100,0%     | -                     |                                                                                                                                                           |
| 2015    | Wakacje.pl               | 83,6                       | 100,0%     | 9,3x                  | podmiot jest agentem turystycznym online, który współpracuje z tour-operatorami                                                                           |
| 2016    | Nocowanie.pl             | 22,0                       | 75,0%      | 6,9x                  | podmiot działający w obszarze pośrednictwa noclegowego w Polsce                                                                                           |
| 2016    | Totalmoney.pl            | 14,5                       | 100,0%     | 9,7x                  | porównywarka przy wyborze produktów i usług finansowych                                                                                                   |
| 2017    | eHoliday.pl              | 11,3                       | 100,0%     | 7,5x                  | podmiot działający w obszarze pośrednictwa noclegowego w Polsce                                                                                           |
| 2018/19 | My Travel                | 10-19                      | 100,0%     | 8,8x                  | franczyzowa sieć 116 salonów, zajmujących się sprzedażą wycieczek i usług turystycznych; płatność w 3 ratach (ostatnia w 3Q'19)                           |
| 2018    | Extradom.pl              | 62,9                       | 100,0%     | 10,2x                 | lider rynku sprzedaży projektów architektonicznych online                                                                                                 |
| 2018    | Superauto24.com          | 21,1-26,1                  | 50,8%      | 4,9-6,0x              | agregator nowych samochodów pochodzących od autoryzowanych dilerów i podmiot doradzający w finansowaniu zakupu aut                                        |
| 2018    | Parklot                  | 2,8                        | 100,0%     | 4,4x                  | marketplace pośredniczący w rezerwacji miejsc parkingowych przy lotniskach w Polsce                                                                       |
| 2019    | Travel Network Solutions | 6,8                        | 100,0%     | -                     | właściciel Wakacyjny Świat; podmiot prowadzi sieć franczyzową 103 salonów będących pośrednikami dla tour-operatorów                                       |
| 2019    | Teroplan                 | 7,8                        | 13,1%      | -                     | właściciel e-podróżnik.pl; serwis oferuje możliwość zakupu biletów na połączenia autobusowe i kolejowe u ponad 400 przewoźników krajowych i zagranicznych |

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; \*szac. EV/EBITDA liczona dla danych z roku przejścia

## DZIAŁALNOŚĆ MEDIOWA

W obszarze mediowym można wyróżnić następujące formy działalności:

1. **Serwisy i kontent** – w tym obszarze spółka prowadzi takie portale jak WP, o2, money.pl, dobreprogramy.pl czy WP Sportowe Fakty. Według danych PBI/Gemius z kwietnia'19 portale grupy miały 21,8 mln realnych użytkowników, co dało 3 miejsce po grupie Google oraz facebook.com. Holding prowadzi serwisy dot. wiadomości, finansowy, z informacjami sportowymi czy lifestyle'owymi.
2. **Poczta** – WPH prowadzi 2 poczty elektroniczne, tj. WP Poczta oraz poczta o2, które oferują m.in. nielimitowaną pojemność skrzynki oraz możliwość wysyłania załączników do 100 MB. Dodatkowymi opcjami są możliwość czatu online czy opcja oglądania treści wiadomości filmów z serwisu YouTube. W 2018 roku grupa zakończyła proces migracji systemu pocztowego, co ograniczyło jednocześnie liczbę wykorzystywanych serwerów.
3. **Telewizja** – WPH uruchomiło swój kanał w grudniu 2016 roku. Telewizja WP oferuje możliwość oglądania filmów i seriali, programów publicystycznych oraz rozrywkowych. Stacja jest dostępna naziemnie na MUX8, platformie NC+ i w wybranych stacjach kablowych.
4. **Wideo** – grupa uruchomiła usługę WP Pilot, dzięki której można oglądać ponad 80 kanałów telewizyjnych (w tym 25 za darmo). Usługa jest dostępna poprzez stronę internetową, aplikacje w systemach Android i iOS.
5. **Radio** – spółka prowadzi OpenFM, które jest najpopularniejszym polskim radiem internetowym. Oferuje ono ponad 100 zróżnicowanych stacji muzycznych z ok. 2 tys. godzin muzyki/dobę. Usługa jest dostępna pod adresem [www.open.fm](http://www.open.fm) oraz poprzez aplikacje mobilne na Android i iOS.

### Realni użytkownicy [mln osób]

|                  | 4Q'16        | 1Q'17        | 2Q'17        | 3Q'17        | 4Q'17        | 1Q'18        | 2Q'18        | 3Q'18        | 4Q'18        | 1Q'19        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Google           | 26,3         | 26,6         | 26,1         | 25,8         | 26,9         | 26,6         | 25,8         | 25,8         | 26,8         | 26,6         |
| <b>WP</b>        | <b>21,2</b>  | <b>21,1</b>  | <b>20,0</b>  | <b>20,2</b>  | <b>21,8</b>  | <b>20,9</b>  | <b>20,9</b>  | <b>21,1</b>  | <b>22,2</b>  | <b>21,8</b>  |
| Facebook         | 22,7         | 22,9         | 22,0         | 21,6         | 23,1         | 21,9         | 21,1         | 21,1         | 22,4         | 22,0         |
| Onet (RASP)      | 21,4         | 21,5         | 20,5         | 20,6         | 21,8         | 20,8         | 20,6         | 20,9         | 21,1         | 21,0         |
| Youtube          | 20,3         | 20,0         | 19,5         | 19,3         | 21,1         | 19,9         | 19,5         | 19,2         | 19,9         | 19,1         |
| Interia          | 17,9         | 18,8         | 18,0         | 17,9         | 19,7         | 19,8         | 18,3         | 18,2         | 19,0         | 19,0         |
| Allegro          | 16,0         | 16,8         | 15,3         | 15,6         | 17,6         | 17,2         | 17,4         | 17,5         | 18,0         | 17,8         |
| OLX              | 15,7         | 16,4         | 15,8         | 15,9         | 16,8         | 16,3         | 16,3         | 16,6         | 17,2         | 17,1         |
| gazeta.pl        | 17,1         | 16,3         | 15,1         | 15,6         | 16,8         | 15,7         | 16,0         | 16,5         | 17,3         | 17,2         |
| Polska Press     | 15,3         | 15,6         | 14,3         | 14,7         | 16,3         | 15,4         | 15,9         | 16,2         | 17,3         | 17,6         |
| <b>RAZEM</b>     | <b>193,9</b> | <b>196,0</b> | <b>186,6</b> | <b>187,2</b> | <b>201,9</b> | <b>194,5</b> | <b>191,8</b> | <b>193,1</b> | <b>201,2</b> | <b>199,2</b> |
| <b>udział WP</b> | <b>10,9%</b> | <b>10,8%</b> | <b>10,7%</b> | <b>10,8%</b> | <b>10,8%</b> | <b>10,7%</b> | <b>10,9%</b> | <b>10,9%</b> | <b>11,0%</b> | <b>10,9%</b> |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, <http://pbi.org.pl/>

### Odsłony [mld wejść]

|                  | 4Q'16        | 1Q'17        | 2Q'17        | 3Q'17        | 4Q'17        | 1Q'18        | 2Q'18        | 3Q'18        | 4Q'18        | 1Q'19        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Google           | 9,2          | 8,6          | 7,4          | 7,7          | 8,5          | 6,6          | 7,0          | 5,6          | 6,5          | 7,7          |
| <b>WP</b>        | <b>3,3</b>   | <b>3,2</b>   | <b>3,0</b>   | <b>3,2</b>   | <b>4,1</b>   | <b>2,8</b>   | <b>2,9</b>   | <b>2,7</b>   | <b>2,8</b>   | <b>2,8</b>   |
| Facebook         | 5,7          | 6,0          | 5,4          | 4,7          | 5,1          | 4,6          | 3,9          | 3,1          | 3,8          | 4,1          |
| Onet (RASP)      | 3,3          | 3,0          | 2,6          | 2,7          | 3,3          | 2,7          | 2,6          | 2,0          | 2,1          | 2,1          |
| Youtube          | 1,3          | 1,2          | 1,1          | 1,1          | 1,6          | 1,3          | 1,0          | 1,2          | 0,8          | 0,9          |
| Interia          | 1,3          | 1,3          | 1,2          | 1,2          | 1,4          | 1,3          | 1,3          | 1,2          | 1,3          | 1,4          |
| Allegro          | 1,8          | 1,6          | 1,3          | 1,4          | 2,1          | 1,8          | 1,8          | 1,8          | 2,0          | 2,0          |
| OLX              | 1,6          | 0,8          | 1,2          | 1,3          | 1,8          | 3,3          | 3,6          | 3,8          | 4,3          | 4,4          |
| gazeta.pl        | 0,8          | 1,6          | 0,7          | 0,7          | 0,7          | 0,6          | 0,6          | 0,6          | 0,6          | 0,5          |
| Polska Press     | 0,3          | 0,4          | 0,4          | 0,4          | 0,6          | 0,5          | 0,5          | 0,5          | 0,6          | 0,7          |
| <b>RAZEM</b>     | <b>28,5</b>  | <b>27,7</b>  | <b>24,3</b>  | <b>24,4</b>  | <b>29,2</b>  | <b>25,5</b>  | <b>25,2</b>  | <b>22,5</b>  | <b>24,8</b>  | <b>26,6</b>  |
| <b>udział WP</b> | <b>11,5%</b> | <b>11,6%</b> | <b>12,3%</b> | <b>13,1%</b> | <b>14,0%</b> | <b>11,0%</b> | <b>11,5%</b> | <b>12,0%</b> | <b>11,3%</b> | <b>10,5%</b> |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, <http://pbi.org.pl/>

### Spędzony czas [mln h]

|                  | 4Q'16        | 1Q'17        | 2Q'17        | 3Q'17        | 4Q'17        | 1Q'18        | 2Q'18        | 3Q'18        | 4Q'18        | 1Q'19        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Google           | 345,5        | 328,0        | 285,0        | 270,1        | 282,0        | 223,9        | 223,0        | 193,0        | 203,0        | 218,0        |
| <b>WP</b>        | <b>118,6</b> | <b>117,0</b> | <b>104,0</b> | <b>107,7</b> | <b>130,0</b> | <b>124,0</b> | <b>115,0</b> | <b>116,0</b> | <b>120,0</b> | <b>121,0</b> |
| Facebook         | 196,6        | 191,0        | 186,0        | 160,2        | 162,0        | 153,3        | 130,0        | 116,0        | 122,0        | 136,0        |
| Onet (RASP)      | 97,8         | 94,0         | 82,0         | 79,8         | 95,0         | 84,0         | 77,0         | 71,0         | 72,0         | 70,0         |
| Youtube          | 56,1         | 51,0         | 51,0         | 49,2         | 62,0         | 48,2         | 47,0         | 53,0         | 39,0         | 41,0         |
| Interia          | 54,8         | 56,0         | 50,0         | 51,4         | 63,0         | 60,8         | 57,0         | 55,0         | 58,0         | 60,0         |
| Allegro          | 32,0         | 30,0         | 24,0         | 25,7         | 36,0         | 30,8         | 29,0         | 28,0         | 31,0         | 31,0         |
| OLX              | 29,7         | 16,0         | 23,0         | 25,1         | 34,0         | 39,6         | 43,0         | 45,0         | 51,0         | 49,0         |
| gazeta.pl        | 16,8         | 31,0         | 14,0         | 13,9         | 17,0         | 13,8         | 14,0         | 13,0         | 14,0         | 14,0         |
| Polska Press     | 7,3          | 4,0          | 3,0          | 3,3          | 4,0          | 3,9          | 4,0          | 4,0          | 4,0          | 5,0          |
| <b>RAZEM</b>     | <b>955,1</b> | <b>918,0</b> | <b>822,0</b> | <b>786,4</b> | <b>885,0</b> | <b>782,3</b> | <b>739,0</b> | <b>694,0</b> | <b>714,0</b> | <b>745,0</b> |
| <b>udział WP</b> | <b>12,4%</b> | <b>12,7%</b> | <b>12,7%</b> | <b>13,7%</b> | <b>14,7%</b> | <b>15,9%</b> | <b>15,6%</b> | <b>16,7%</b> | <b>16,8%</b> | <b>16,2%</b> |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, <http://pbi.org.pl/>

**Realni użytkownicy [mln osób] i pozycja w rankingu popularności wg grup tematycznych**

|                           | marzec '17 |      | czerwiec '17 |      | wrzesień '17 |      | styczeń '18 |      | kwiecień '18 |      | lipiec '18 |      | wrzesień '18 |      | luty '19 |      | kwiecień '19 |      |
|---------------------------|------------|------|--------------|------|--------------|------|-------------|------|--------------|------|------------|------|--------------|------|----------|------|--------------|------|
|                           | RU         | Poz. | RU           | Poz. | RU           | Poz. | RU          | Poz. | RU           | Poz. | RU         | Poz. | RU           | Poz. | RU       | Poz. | RU           | Poz. |
| Biznes, finanse, prawo    | 7,7        | 1    | 6,7          | 1    | 7,0          | 1    | 7,9         | 1    | 7,6          | 1    | 7,2        | 1    | 7,3          | 1    | 8,1      | 1    | 8,6          | 1    |
| Styl życia                | 11,9       | 1    | 11,6         | 1    | 11,6         | 1    | 13,1        | 1    | 11,8         | 1    | 12,0       | 1    | 11,2         | 1    | 12,4     | 1    | 11,8         | 1    |
| Plotki, życie gwiazd      | -          | -    | -            | -    | -            | -    | -           | -    | -            | -    | -          | -    | -            | -    | 7,2      | 1    | 6,7          | 1    |
| Nowe technologie          | 6,6        | 1    | 5,7          | 1    | 6,3          | 1    | 7,6         | 1    | 6,1          | 1    | 6,3        | 1    | 6,4          | 1    | 7,0      | 1    | 6,0          | 1    |
| Sport                     | 6,5        | 2    | 6,0          | 2    | 5,8          | 1    | 7,6         | 2    | 5,4          | 2    | 7,3        | 2    | 6,6          | 2    | 6,4      | 1    | 6,0          | 1    |
| Turystyka                 | 4,2        | 1    | 5,1          | 1    | 4,5          | 1    | 5,6         | 1    | 5,1          | 1    | 6,8        | 1    | 4,5          | 1    | 5,5      | 1    | 5,3          | 2    |
| Dzieci, rodzina           | 3,2        | 1    | 3,0          | 1    | 2,7          | 1    | 3,5         | 1    | 3,1          | 1    | 3,0        | 1    | 3,3          | 1    | 3,6      | 1    | 3,8          | 1    |
| Serwisy pocztowe          | 9,8        | 1    | 9,1          | 1    | 9,1          | 1    | 9,7         | 1    | 9,3          | 1    | 9,2        | 1    | 9,7          | 1    | 9,9      | 2    | 9,2          | 2    |
| Zdrowie i medycyna        | 6,7        | 2    | 6,3          | 1    | 6,6          | 1    | 7,8         | 1    | 6,8          | 1    | 6,8        | 1    | 6,8          | 2    | 6,3      | 3    | 6,3          | 2    |
| Motoryzacja               | 3,0        | 3    | 2,9          | 2    | 3,0          | 3    | 3,9         | 2    | 3,4          | 3    | 3,8        | 3    | 4,0          | 2    | 3,7      | 3    | 3,8          | 2    |
| Kultura i rozrywka        | 7,2        | 5    | 6,3          | 6    | 6,8          | 2    | 8,1         | 5    | 6,8          | 5    | 6,7        | 7    | 7,7          | 3    | 7,5      | 4    | 7,3          | 3    |
| Informacje i publicystyka | 8,1        | 4    | 7,3          | 5    | 7,6          | 5    | 9,1         | 3    | 8,0          | 5    | 8,1        | 5    | 8,1          | 5    | 8,8      | 5    | 9,8          | 5    |
| E-commerce                | 5,4        | 3    | 4,3          | 4    | 5,1          | 4    | 5,8         | 4    | 5,3          | 3    | 4,6        | 4    | 5,1          | 4    | 5,1      | 7    | 4,7          | 7    |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, <http://pbi.org.pl/>

**DZIAŁALNOŚĆ E-COMMERCE**

W e-commerce można wyróżnić następujące obszary działalności:

1. **Podróże** – spółka prowadzi serwisy turystyczne, które posiadają ofertę dla osób podróżujących oraz poszukujących noclegów w kraju oraz za granicą. Największym aktywem jest spółka Wakacje.pl, który poza stroną internetową prowadzi również sieć salonów stacjonarnych na terenie całego kraju i oferuje oferty największych organizatorów imprez turystycznych. Dodatkowo użytkownicy mają do dyspozycji portale nocowanie.pl oraz eholiday.pl, których oferta jest skierowana do osób zainteresowanych krajowymi noclegami.
- W '18 Wakacje.pl przejęło sieć MyTravel, dzięki czemu połączona sieć zwiększyła do 250 salonów, a tym samym została największym podmiotem na krajowym rynku pod względem wielkości punktów. W ramach obszaru podróżniczego, w strukturach grupy działa także Parklot.pl, który funkcjonuje od 2016 roku i jest marketplace'm dla parkingów zlokalizowanych przy lotniskach.
2. **Moda** – WPH posiada dwie największe wyszukiwarki modowe w Polsce, czyli domodi.pl oraz allani.pl. W ofercie obu serwisów znajduje się kilkaset tysięcy produktów z setek sklepów internetowych, a wśród głównych dostępnych marek można wymienić eobuwie.pl, C&A, Van Graaf czy marki z grupy LPP. Dodatkowo obie strony oferują artykuły i blog modowe.
3. **Wyposażenie wnętrz i projektowanie domów** – w tym obszarze Wirtualna Polska posiada portal Homebook.pl, który oferuje możliwość wyszukiwania produktów z kilkuset sklepów w kategorii dom i wnętrze. Drugim podmiot z tej dywizji jest, od 2018 roku, Extradom.pl, który specjalizuje w sprzedaży projektów architektonicznych online i ma bazę ok. 18 tys. projektów budowlanych. Dodatkową funkcjonalnością jest utworzony portal społecznościowy, który jest skierowany do osób budujących domy.
4. **Usługi finansowe** – WPH posiada 3 porównywarki usług finansowych (direct.money.pl, totalmoney.pl i finansowysupermarket.pl), które umożliwiają wybór ofert w obszarach ubezpieczeń, kredytów, pożyczek, kart i kont.
5. **Zdrowie i medycyna** – spółka stworzyła serwis WP abcZdrowie, który wpisuje się trend digitalizacji służby zdrowia. Portal oferuje materiały dot. zdrowia, stylu życia oraz odżywiania. Posiada także bazę danych lekarzy i oferuje usługę umówienia wizyty.
6. **Motoryzacja** – jest to obszar, który w ramach działalności operacyjnej pojawił się w '18, kiedy WPH została większościowym udziałowcem spółki Superauto24.com (powstała w 2000 roku). Serwis prezentuje szeroką ofertę nowych samochodów pochodzących od autoryzowanych dealerów. Zespół doradców ma umożliwić klientom sfinansowanie zakupu auta w leasingu oraz pożyczce.

## DZIAŁALNOŚĆ REKLAMOWA

Grupa funkcjonuje na krajowym rynku reklamy online, oferując klientom rozległy wachlarz produktów, do których należy zaliczyć m.in. reklamy display (video online, reklamy wysyłane pocztą elektroniczną, reklamy na urządzenia mobilne) oraz reklamy, które są oparte na modelu efektywnościowym (oznacza to, że są one rozliczane za przejścia do strony, wypełnienie formularza, zakup towarów czy lead generation). Spółka rozwija model programatyczny oraz tzw. siatkę reklamową, której celem jest zwiększenie parametrów jakościowych (np. viewability).

W '18 WP zdecydowało się na zmianę metody rozliczeń z CPM na vCPM (cost per viewed mille). Model jest dostępny w kampaniach odsłonowych i programatycznych. Główną zaletą nowego modelu jest efektywniejsza ocena prowadzonych kampanii reklamowych.

## AKCJONARIAT

Głównymi akcjonariuszami WP jest trójka założycieli spółki, tj. Jacek Świderski, Michał Brański oraz Krzysztof Sierota, którzy posiadają po 13,0% walorów grupy (uwzględniając kontrolowane podmioty zależne) oraz po 18,7% głosów na WZA. Z podmiotów instytucjonalnych ok. 7% akcji posiada Aviva OFE. W wolnym obrocie znajduje się 53,8% walorów.

### Główni akcjonariusze spółki

|                   | Liczba akcji | %kap.podst.   | Liczba głosów | %głosów       |
|-------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| Jacek Świderski   | 3,8          | 13,0%         | 7,5           | 18,7%         |
| Michał Brański    | 3,8          | 13,0%         | 7,5           | 18,7%         |
| Krzysztof Sierota | 3,8          | 13,0%         | 7,5           | 18,7%         |
| Aviva OFE         | 2,0          | 7,0%          | 2,0           | 5,1%          |
| Pozostali         | 15,6         | 53,8%         | 15,6          | 38,7%         |
| <b>RAZEM</b>      | <b>29,0</b>  | <b>100,0%</b> | <b>40,2</b>   | <b>100,0%</b> |

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

## OTOCZENIE RYNKOWE

### KRAJOWY RYNEK REKLAMY

Po słabym '17, rok 2018 przyniósł zdecydowane odbicie na rynku reklamowym. Wartość krajowego rynku zwiększyła się do ok. 8,3 mld PLN, co oznacza wzrost o ok. 6% r/r. Najmocniejszy przyrost odnotowano w przypadku obszaru internetowego (+12% r/r), na kolejnych miejsca znalazły się reklama telewizyjna oraz reklama OOH, które osiągnęły dynamikę rzędu 6%. Ponownie pod kreską znalazły się dzienniki i magazyny. W strukturze rynku zdecydowanie przeważa reklama telewizyjna, która stanowi ok. 49% całości. Drugim największym obszarem jest internet, który ma 28% udział. Udział reszty segmentów nie przekracza 10%.

Według szacunków Zenith Media rynek reklamowy w Polsce wzrośnie ogółem o 5,3%, co oznacza, że będzie wyższe tempo niż w przypadku rynku globalnego (agencja prognozuje +4,7% r/r i zwiększenie wartości do 623 mld USD).

#### Prognozy rynku reklamy w Polsce na '19 [%]

|                    | Zenith      | Agora           |
|--------------------|-------------|-----------------|
| <b>RYNEK</b>       | <b>5,3%</b> | <b>2,5-4,5%</b> |
| TV                 | 3,1%        | 2-4%            |
| Dzienniki          | -9,7%       | -13/-11%        |
| Internet           | 12,1%       | 5-8%            |
| Magazyny           | -10,4%      | -10/-8%         |
| Radio              | 3,0%        | 2-4%            |
| Reklama zewnętrzna | 5,2%        | 2-4%            |
| Kino               | 3,1%        | 1-3%            |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Zenith, Agora

W przypadku telewizji oczekiwany jest spadek oglądalności, co ma być po części spowodowane brakiem dużych wydarzeń sportowych (np. Mistrzostw Świata w piłce nożnej). Z drugiej strony wiele stacji telewizyjnych założyło wzrost cenników, co ma offsetować ograniczenie oglądalności. Ubiegłoroczna wysoka baza wydaje się być trudna do przebiccia, dlatego też Zenith przyjmuje, że rynek reklamy telewizyjnej zwiększy się o nieco ponad 3% r/r.

Mocnych wzrostów należy spodziewać się w obszarze reklamy online, które są prognozowane na ok. 12% w w porównaniu do '18. Zenith wskazuje, że sprzyjać temu ma m.in. polityka Google, która zakłada przejście na aukcje pierwszej ceny do końca bieżącego roku. Swoje stawki powinni podwyższać również lokalni gracze, których portale cały czas wzbudzają duże zainteresowanie ze strony reklamodawców. Agencja szacuje, że przychody ze stron głównych odpowiadają obecnie za ok. 25% wpływów z reklamy. Cały czas utrzymuje się trend dużych nakładów ponoszonych na rozwój digitalu i związanych z tym technologii.

Rok '18 przyniósł wysoki wzrost wartości rynku reklamy radiowej. W '19 oczekiwany jest dalszy wzrost, jednak w znacznie niższym tempie, które ma wynieść ok. 3%. Głównym powodem jest spodziewane przesunięcie wydatków w stronę obszaru internetu i tv. Cały czas głównymi reklamodawcami są podmioty z branży handlu, m.in. RTV, AGD i dyskonty.

W obszarze reklamy zewnętrznej (OOH) Zenith oczekuje dynamiki powyżej 5%. Agencja wskazuje na wzrost cen, która w przypadku niektórych klientów może jednak nie być akceptowana. Przyspieszenie trendu redukcji budżetów ma być widoczne w reklamie prasowej, gdzie spadek może wynieść ok. 10% r/r. Z niższą dynamiką należy się również liczyć w kinach. Po bardzo mocnym '18, wielu analityków branżowych spodziewa się słabszej frekwencji. Dlatego też wzrost reklamy kinowej w '19 może być bliski 3% (vs 6% w '18).

#### Krajowy rynek reklamy wg kategorii [mld PLN]

|               | 2007        | 2008        | 2009        | 2010        | 2011        | 2012        | 2013        | 2014        | 2015        | 2016        | 2017        | 2018        |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| TV            | 3,35        | 3,83        | 3,41        | 3,68        | 3,70        | 3,49        | 3,37        | 3,56        | 3,72        | 4,07        | 3,83        | 4,07        |
| Dzienniki     | 1,06        | 1,06        | 0,80        | 0,71        | 0,62        | 0,50        | 0,35        | 0,29        | 0,26        | 0,21        | 0,18        | 0,17        |
| Internet      | 0,62        | 0,82        | 0,88        | 1,08        | 1,29        | 1,40        | 1,51        | 1,61        | 1,75        | 2,35        | 2,08        | 2,33        |
| Magazyny      | 1,09        | 1,14        | 0,97        | 0,91        | 0,87        | 0,77        | 0,67        | 0,59        | 0,54        | 0,50        | 0,45        | 0,42        |
| Radio         | 0,61        | 0,65        | 0,54        | 0,57        | 0,60        | 0,58        | 0,57        | 0,60        | 0,65        | 0,63        | 0,66        | 0,69        |
| Reklama zewn. | 0,61        | 0,65        | 0,61        | 0,60        | 0,60        | 0,56        | 0,48        | 0,47        | 0,49        | 0,50        | 0,50        | 0,53        |
| Kino          | 0,00        | 0,00        | 0,09        | 0,09        | 0,09        | 0,11        | 0,09        | 0,09        | 0,10        | 0,13        | 0,12        | 0,12        |
| <b>Razem</b>  | <b>7,33</b> | <b>8,16</b> | <b>7,29</b> | <b>7,65</b> | <b>7,77</b> | <b>7,41</b> | <b>7,04</b> | <b>7,22</b> | <b>7,51</b> | <b>8,40</b> | <b>7,82</b> | <b>8,32</b> |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Agora, <https://www.zenithmedia.pl/>

**Struktura wydatków na reklamę wg kategorii [%]**

|               | 2007        | 2008        | 2009        | 2010        | 2011        | 2012        | 2013        | 2014        | 2015        | 2016        | 2017        | 2018        |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| TV            | 46%         | 47%         | 47%         | 48%         | 48%         | 47%         | 48%         | 49%         | 50%         | 49%         | 49%         | 49%         |
| Dzienniki     | 14%         | 13%         | 11%         | 9%          | 8%          | 7%          | 5%          | 4%          | 3%          | 3%          | 2%          | 2%          |
| Internet      | 8%          | 10%         | 12%         | 14%         | 17%         | 19%         | 21%         | 22%         | 23%         | 28%         | 27%         | 28%         |
| Magazyny      | 15%         | 14%         | 13%         | 12%         | 11%         | 10%         | 9%          | 8%          | 7%          | 6%          | 6%          | 5%          |
| Radio         | 8%          | 8%          | 7%          | 7%          | 8%          | 8%          | 8%          | 8%          | 9%          | 8%          | 8%          | 8%          |
| Reklama zewn. | 8%          | 8%          | 8%          | 8%          | 8%          | 8%          | 7%          | 7%          | 6%          | 6%          | 6%          | 6%          |
| Kino          | 0%          | 0%          | 1%          | 1%          | 1%          | 1%          | 1%          | 1%          | 1%          | 2%          | 2%          | 1%          |
| <b>Razem</b>  | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> |

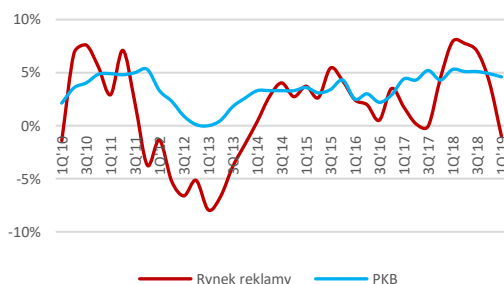
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Agora, <https://www.zenithmedia.pl/>

**Dynamika wydatków na reklamę wg kategorii [%]**

|               | 2008       | 2009        | 2010      | 2011      | 2012       | 2013       | 2014      | 2015      | 2016       | 2017       | 2018      |
|---------------|------------|-------------|-----------|-----------|------------|------------|-----------|-----------|------------|------------|-----------|
| TV            | 15%        | -11%        | 8%        | 1%        | -6%        | -4%        | 6%        | 5%        | 9%         | -6%        | 6%        |
| Dzienniki     | 0%         | -25%        | -11%      | -13%      | -20%       | -29%       | -16%      | -12%      | -19%       | -15%       | -8%       |
| Internet      | 31%        | 8%          | 23%       | 19%       | 9%         | 8%         | 6%        | 9%        | 34%        | -12%       | 12%       |
| Magazyny      | 5%         | -15%        | -5%       | -5%       | -11%       | -14%       | -12%      | -8%       | -7%        | -10%       | -7%       |
| Radio         | 7%         | -17%        | 4%        | 5%        | -3%        | -2%        | 6%        | 7%        | -3%        | 4%         | 5%        |
| Reklama zewn. | 8%         | -6%         | -2%       | -1%       | -6%        | -14%       | -2%       | 3%        | 3%         | -1%        | 6%        |
| Kino          | -          | -           | 9%        | 3%        | 11%        | -12%       | 0%        | 5%        | 29%        | -6%        | 3%        |
| <b>Razem</b>  | <b>11%</b> | <b>-11%</b> | <b>5%</b> | <b>2%</b> | <b>-5%</b> | <b>-5%</b> | <b>2%</b> | <b>4%</b> | <b>12%</b> | <b>-7%</b> | <b>6%</b> |

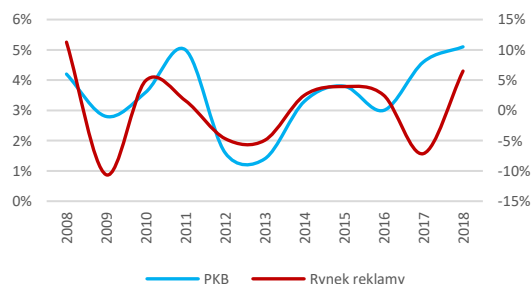
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Agora, <https://www.zenithmedia.pl/>

**Dynamika rynku reklamy na tle PKB – uj. kwartalne [%]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

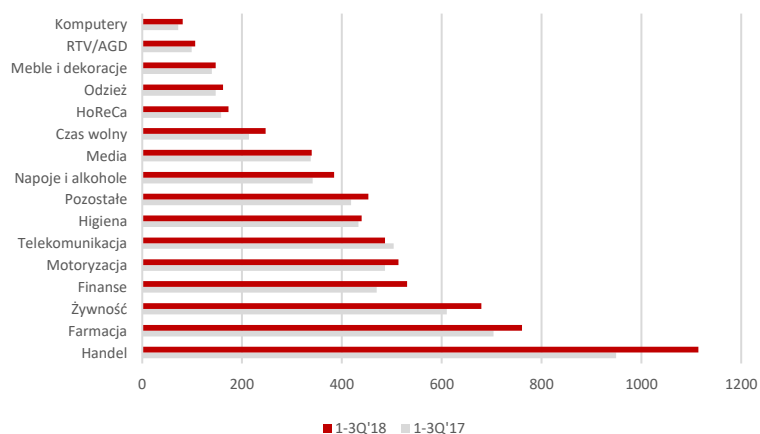
**Dynamika rynku reklamy na tle PKB – uj. roczne [%]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Według analiz Starcom największy udział w wydatkach reklamowych w Polsce w okresie 1-3Q'18 miała branża handlu, która odpowiadała za 17% całkowitych wydatków. Sektor osiągnął też najwyższą dynamikę (+17% r/r), co można przypisać kampaniom reklamowym sieci Lidl, Euro RTV AGD, Kaufland i Allegro. Ponad 10% udziału posiadają też przedstawiciele farmacji (11%) oraz żywności (10%; gł. Ferrero, Wawel i Mars).

**Wydatki branż na reklamę [mln PLN]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Starcom

## GLOBALNY RYNEK REKLAMY

Zgodnie z raportem Zenith Advertising Expenditure Forecasts globalny rynek reklamy urośnie w '19 o 4,7%. W perspektywie lat 2020-21 oczekiwane są wzrosty po 4,6%. Głównym „konikiem pociągowym” będzie segment internetu, który w '18 przebił założenia branżowych analityków o 4 p.p. (całorocznie +16% r/r). Do '21 obszar ma rosnąć po 10% rocznie, dzięki czemu wartość rynku reklamy internetowej wzrośnie do prawie 330 mld USD i będzie stanowiła 49% globalnych wydatków. Tak mocne wzrosty można wytłumaczyć rosnącym popytem na reklamę w kanałach online video oraz w social mediach, które w najbliższych latach mają rosnąć po odpowiednio 19% i 14%. Dwucyfrową dynamikę powinien wykazać też format display (13%), z kolei wysokich jednocyfrowych wartości można się spodziewać w obszarze reklamy w wyszukiwarkach i ogłoszeniach.

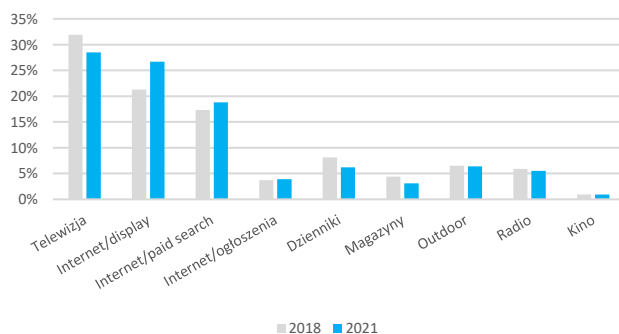
W segmencie tv Zenith prognozuje coroczne wzrosty o 0,7% do 2021 roku. Agencja wskazuje, że pomimo spadków oglądalności na kluczowych rynkach, wydatki na reklamę telewizyjną pozostają cały czas stabilne. Najszybciej rosnącym wolumenowo segmentem wśród kanałów tradycyjnych pozostaje rynek reklamy zewnętrznej. Według prognoz obszar ma zwiększyć swoją wartość w ciągu trzech lat o 4,4 mld USD (tv o 3,7 mld USD). OOH rośnie m.in. dzięki nowym digitalowym ekranom i zakupom programatycznym. Spadków należy się spodziewać w prasie, gdzie w okresie 2018-21 oczekuje się erozji w magazynach o 5mld USD, a w dziennikach o 6,3 mld USD.

## Największe rynki reklamowe na świecie

| 2018  |                  |                   | // | 2021  |                  |                   |
|-------|------------------|-------------------|----|-------|------------------|-------------------|
| Lp.   | Kraj             | Wartość [mld USD] |    | Lp.   | Kraj             | Wartość [mld USD] |
| 1     | USA              | 218,0             |    | 1     | USA              | 250,0             |
| 2     | Chiny            | 85,2              |    | 2     | Chiny            | 101,6             |
| 3     | Japonia          | 42,5              |    | 3     | Japonia          | 44,7              |
| 4     | Wielka Brytania  | 25,7              |    | 4     | Wielka Brytania  | 28,7              |
| 5     | Niemcy           | 23,0              |    | 5     | Niemcy           | 24,0              |
| 6     | Brazylia         | 15,7              |    | 6     | Brazylia         | 18,3              |
| 7     | Francja          | 12,6              |    | 7     | Francja          | 14,3              |
| 8     | Korea Południowa | 12,6              |    | 8     | Korea Południowa | 14,3              |
| 9     | Australia        | 12,5              |    | 9     | Indie            | 14,2              |
| 10    | Kanada           | 10,8              |    | 10    | Australia        | 13,5              |
| RAZEM |                  | 458,6             |    | RAZEM |                  | 523,6             |

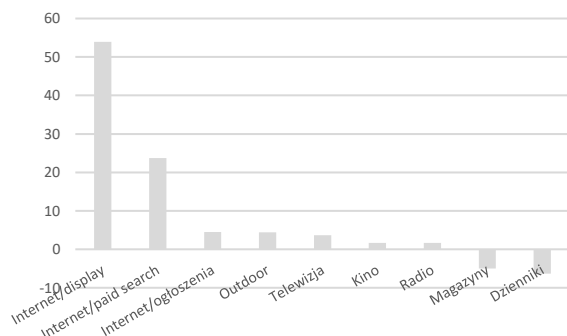
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Zenith

## Udziałów mediów w wydatkach reklamowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Zenith

## Udziałów mediów we wzroście wydatków reklamowych [mld USD]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Zenith

## WYNIKI HISTORYCZNE

Rezultaty WP w 1Q'19 były zdecydowanie lepsze w ujęciu r/r. Przychody grupy zwiększyły się o 33% r/r do 157,0 mln PLN (pozytywny wpływ kolejnych podmiotów konsolidowanych w ramach działalności internetowej; duży wzrost w tv). Na poziomie EBITDA grupa osiągnęła 40,5 mln PLN (wg MSR 17; wg MSSF 16 42,3 mln PLN), co oznacza wzrost o 27% r/r (+3% względem konsensusu), z kolei zysk netto wyniósł 14,8 mln PLN. Przepływy z działalności operacyjnej były bliskie 52,6 mln PLN, a wskaźnik dług netto/EBITDA pozostał na poziomie 1,9x. W ujęciu segmentowym obszar online wypracował 147,8 mln PLN obrotów (+33% r/r) oraz 44,0 mln PLN gotówkowej EBITDA (+17% r/r; raportowana EBITDA ok. 42,3 mln PLN). Działalność telewizyjna osiągnęła 4,6 mln PLN wpływów oraz ok. 1,8 mln PLN straty EBITDA.

### Wyniki WP za 1Q'19 [mln PLN]

|                     | 1Q'18 | 1Q'19 MSR 17 | zmiana r/r | 1Q'19 MSSF 16 | 1Q'19 kons. PAP | odchylenie |
|---------------------|-------|--------------|------------|---------------|-----------------|------------|
| Przychody ogółem    | 117,8 | 157,0        | 33,3%      | 157,0         | 145,9           | 7,6%       |
| Przychody gotówkowe | 113,8 | 152,5        | 34,0%      | 152,5         | -               | -          |
| EBITDA              | 32,0  | 40,5         | 26,5%      | 42,3          | 39,4            | 2,7%       |
| EBIT                | 18,5  | 24,1         | 29,9%      | 23,7          | 24,5            | -1,7%      |
| Wynik brutto        | 12,5  | 20,3         | 62,4%      | 19,8          | -               | -          |
| Wynik netto         | 8,3   | 14,8         | 77,1%      | 14,4          | 16,4            | -10,1%     |
| marża EBITDA*       | 27,2% | 25,8%        |            | 26,9%         | 27,0%           |            |
| marża EBIT*         | 15,7% | 15,3%        |            | 15,1%         | 16,8%           |            |
| marża netto*        | 7,1%  | 9,4%         |            | 9,2%          | 11,2%           |            |

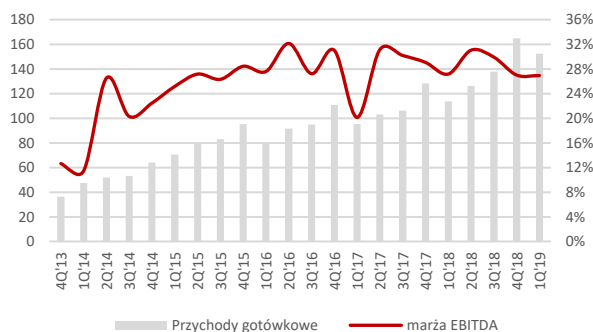
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; \*liczone od przychodów ogółem (w celu odniesienia do konsensusu)

### Ścieżka wynikowa w poprzednich okresach [mln PLN]

|                             | 1Q'16 | 2Q'16 | 3Q'16 | 4Q'16 | 1Q'17 | 2Q'17 | 3Q'17 | 4Q'17 | 1Q'18 | 2Q'18 | 3Q'18 | 4Q'18 | 1Q'19 | // | 2015  | 2016      | 2017  | 2018  |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|-------|-----------|-------|-------|
| Przychody ogółem            | 88,4  | 100,8 | 103,0 | 123,0 | 103,5 | 110,9 | 113,6 | 137,6 | 117,8 | 132,2 | 143,8 | 173,5 | 157,0 |    | 369,4 | 415,1     | 465,6 | 567,3 |
| Przychody gotówkowe         | 79,9  | 91,7  | 94,9  | 110,9 | 95,3  | 103,0 | 106,2 | 128,1 | 113,8 | 126,2 | 137,9 | 164,9 | 152,5 |    | 329,6 | 377,3     | 432,6 | 542,8 |
| EBITDA                      | 24,4  | 32,4  | 28,0  | 38,1  | 20,8  | 34,5  | 34,3  | 40,0  | 32,0  | 41,0  | 43,0  | 46,8  | 42,3  |    | 99,4  | 122,9     | 129,6 | 162,9 |
| EBITDA MSR 17               | 24,4  | 32,4  | 28,0  | 38,1  | 20,8  | 34,5  | 34,3  | 40,0  | 32,0  | 41,0  | 43,0  | 46,8  | 40,5  |    | 99,4  | 122,9     | 129,6 | 162,9 |
| EBIT                        | 14,6  | 22,3  | 17,2  | 26,8  | 8,7   | 21,9  | 21,7  | 26,3  | 18,5  | 27,9  | 28,9  | 31,9  | 23,7  |    | 62,8  | 80,9      | 78,6  | 107,3 |
| EBIT MSR 17                 | 14,6  | 22,3  | 17,2  | 26,8  | 8,7   | 21,9  | 21,7  | 26,3  | 18,5  | 27,9  | 28,9  | 31,9  | 24,1  |    | 62,8  | 80,9      | 78,6  | 107,3 |
| Wynik brutto                | 10,6  | 16,9  | 12,8  | -24,9 | 4,2   | 17,7  | 17,6  | 14,8  | 12,5  | 25,0  | 27,6  | 28,3  | 19,8  |    | 12,3  | 15,4      | 54,3  | 93,4  |
| Wynik netto                 | 8,2   | 12,8  | 9,7   | 23,1  | 3,0   | 13,8  | 13,6  | 9,7   | 8,3   | 19,4  | 21,7  | 26,6  | 14,4  |    | 2,9   | 53,8      | 40,0  | 76,0  |
| marża EBITDA*               | 30,5% | 35,3% | 29,5% | 34,4% | 21,9% | 33,5% | 32,3% | 31,2% | 28,1% | 32,5% | 31,2% | 28,4% | 27,7% |    | 30,1% | 32,6%     | 30,0% | 30,0% |
| marża EBIT*                 | 18,2% | 24,3% | 18,1% | 24,2% | 9,1%  | 21,3% | 20,4% | 20,5% | 16,3% | 22,1% | 21,0% | 19,3% | 15,6% |    | 19,1% | 21,4%     | 18,2% | 19,8% |
| marża netto*                | 10,2% | 14,0% | 10,3% | 20,9% | 3,1%  | 13,4% | 12,8% | 7,6%  | 7,3%  | 15,4% | 15,7% | 16,1% | 9,4%  |    | 0,9%  | 14,3%     | 9,3%  | 14,0% |
| zmiana przychodów r/r [%]   |       |       |       |       | 19%   | 12%   | 12%   | 16%   | 19%   | 23%   | 30%   | 29%   | 34%   |    |       | 14%       | 15%   | 25%   |
| zmiana EBITDA r/r [%]       |       |       |       |       | -15%  | 7%    | 22%   | 5%    | 54%   | 19%   | 25%   | 17%   | 32%   |    |       | 24%       | 5%    | 26%   |
| zmiana wyniku netto r/r [%] |       |       |       |       | -64%  | 8%    | 40%   | -58%  | 179%  | 41%   | 60%   | 175%  | 73%   |    |       | 1738<br>% | -26%  | 90%   |
| <b>Segment online</b>       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |    |       |           |       |       |
| Przychody                   | 79,9  | 91,7  | 94,9  | 110,4 | 94,5  | 101,3 | 104,1 | 124,7 | 110,9 | 122,1 | 134,1 | 159,1 | 147,8 |    | 329,6 | 376,9     | 424,5 | 526,3 |
| EBITDA                      | 24,5  | 32,7  | 28,5  | 41,0  | 24,8  | 38,4  | 37,4  | 41,6  | 34,6  | 42,9  | 44,6  | 46,6  | 44,1  |    | 99,4  | 126,7     | 142,2 | 168,7 |
| EBITDA got.                 | 25,9  | 35,9  | 34,3  | 39,7  | 29,0  | 39,1  | 36,7  | 45,7  | 37,5  | 42,9  | 47,0  | 51,4  | 45,8  |    | 114,5 | 135,9     | 150,6 | 178,7 |
| marża EBITDA*               | 30,7% | 35,6% | 30,1% | 37,1% | 26,2% | 37,9% | 36,0% | 33,3% | 31,2% | 35,1% | 33,3% | 29,3% | 29,8% |    | 30,1% | 33,6%     | 33,5% | 32,1% |
| EBITDA MSR 17               | 24,5  | 32,7  | 28,5  | 41,0  | 24,8  | 38,4  | 37,4  | 41,6  | 34,6  | 42,9  | 44,6  | 46,6  | 42,3  |    | 99,4  | 126,7     | 142,2 | 168,7 |
| EBITDA got. MSR 17          | 25,9  | 35,9  | 34,3  | 39,7  | 29,0  | 39,1  | 36,7  | 45,7  | 37,5  | 42,9  | 47,0  | 51,4  | 44,0  |    | 114,5 | 135,9     | 150,6 | 178,7 |
| marża EBITDA*               | 30,7% | 35,6% | 30,1% | 37,1% | 26,2% | 37,9% | 36,0% | 33,3% | 31,2% | 35,1% | 33,3% | 29,3% | 29,8% |    | 30,1% | 33,6%     | 33,5% | 32,1% |
| <b>Segment TV**</b>         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |    |       |           |       |       |
| Przychody                   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,5   | 0,9   | 1,7   | 2,1   | 3,5   | 2,9   | 4,0   | 3,8   | 5,8   | 4,6   |    | 0,0   | 0,5       | 8,1   | 16,5  |
| EBITDA                      | -0,1  | -0,3  | -0,5  | -2,8  | -4,0  | -3,9  | -3,1  | -1,6  | -2,6  | -1,9  | -1,6  | 0,3   | -1,8  |    | 0,0   | -3,7      | -12,6 | -5,8  |
| EBITDA got.                 | -0,1  | -0,3  | -0,5  | -2,8  | -4,0  | -3,8  | -2,8  | -1,5  | -2,5  | -1,9  | -1,6  | 0,3   | -1,8  |    | 0,0   | -3,7      | -12,2 | -5,7  |
| marża EBITDA*               | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     | 4,6%  | -     |    | -     | -         | -     | -     |

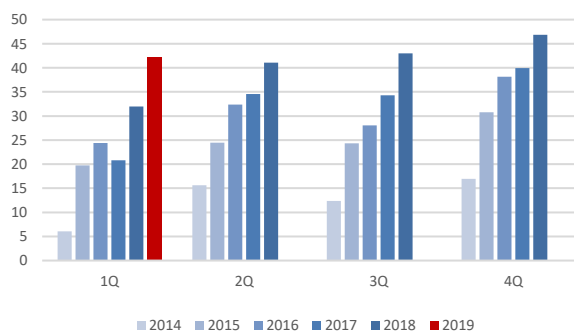
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; \*w relacji do przychodów got.; \*\*EBITDA MSSF 16 = EBITDA MSR 17

**Przychody ze sprzedaży [mln PLN] i marża EBITDA**



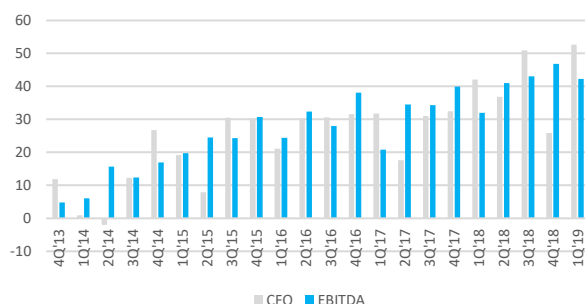
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

**Porównanie kwartalnej EBITDA [mln PLN]**



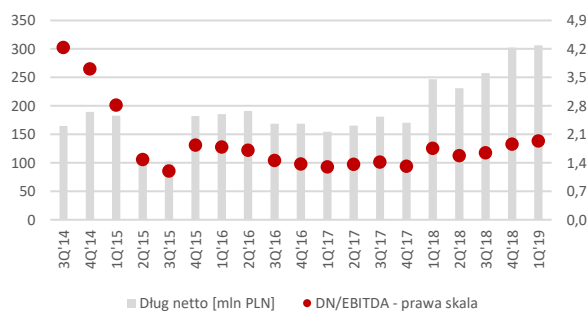
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

**CF Operacyjny vs EBITDA [mln PLN]**



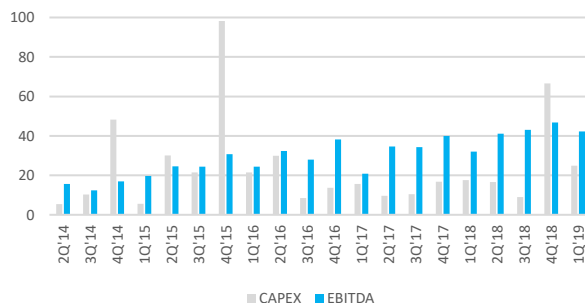
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

**Dług netto/EBITDA ltm [mln PLN]**



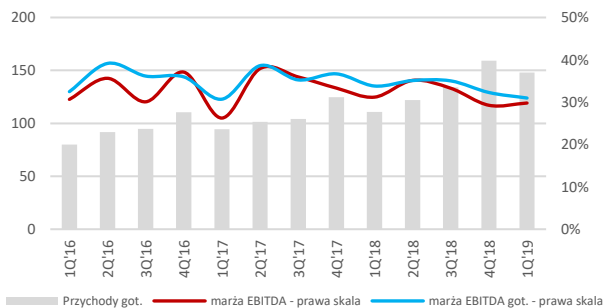
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

**CAPEX\* na tle EBITDA [mln PLN]**



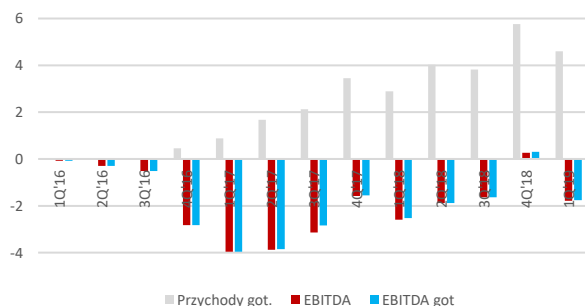
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; \*w tym wyd. na zakup jedn. zależnych

**Retrowność segmentu on-line**



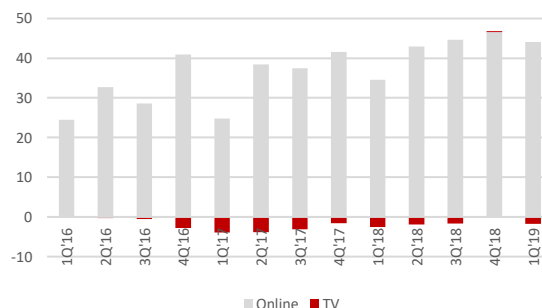
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

**Retrowność segmentu TV**



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

**Struktura EBITDA wg segmentów [mln PLN]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

## WYNIKI SEGMENTÓW I STRUKTURA KOSZTOWA

Grupa prezentuje 2 segmenty operacyjne, tj. online oraz tv. W ramach obszaru online wykazywane są wyniki pochodzące z działalności reklamowej oraz e-commerce. Działalność tv jest wykazywana od 2016 roku, kiedy to spółka otrzymała decyzję KRRiT oraz rozpoczęto prace nad uruchomieniem MUX 8.

Głównym segmentem działalności jest zdecydowanie dywizja online, która wypracowała w '18 ok. 526,3 mln PLN przychodów, co oznacza wzrost o 24% r/r. Na poziomie EBITDA raportowanej spółka osiągnęła 168,7 mln PLN (EBITDA gotówkowa wyniosła 178,7 mln PLN; +19% r/r). Udział obszaru w sprzedaży grupy wyniósł w minionym roku 97%.

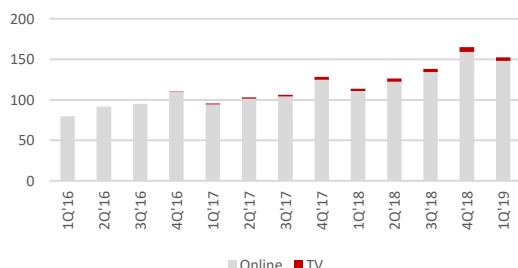
Dywizja TV działa dopiero od 2016 roku i regularnie zwiększa przychody, które w '18 osiągnęły 16,5 mln PLN (podwojenie względem '17). Strata EBITDA segmentu w zakończonym roku była bliska 5,8 mln PLN (w '17 było to -12,6 mln PLN!), jednak należy zwrócić uwagę, że w 4Q'18 obszar wykazał 0,3 mln PLN EBITDA.

### Wyniki segmentów [mln PLN]\*

|                          | 1Q'16        | 2Q'16        | 3Q'16        | 4Q'16        | 1Q'17        | 2Q'17        | 3Q'17        | 4Q'17        | 1Q'18        | 2Q'18        | 3Q'18        | 4Q'18        | 1Q'19        | // | 2014         | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przychody</b>         | <b>79,9</b>  | <b>91,7</b>  | <b>94,9</b>  | <b>110,9</b> | <b>95,3</b>  | <b>103,0</b> | <b>106,2</b> | <b>128,1</b> | <b>113,8</b> | <b>126,2</b> | <b>137,9</b> | <b>164,9</b> | <b>152,5</b> |    | <b>216,4</b> | <b>329,6</b> | <b>377,3</b> | <b>432,6</b> | <b>542,8</b> |
| online                   | 79,9         | 91,7         | 94,9         | 110,4        | 94,5         | 101,3        | 104,1        | 124,7        | 110,9        | 122,1        | 134,1        | 159,1        | 147,8        |    | 216,4        | 329,6        | 376,9        | 424,5        | 526,3        |
| TV                       | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,5          | 0,9          | 1,7          | 2,1          | 3,5          | 2,9          | 4,0          | 3,8          | 5,8          | 4,6          |    | 0,0          | 0,0          | 0,5          | 8,1          | 16,5         |
| <b>EBITDA</b>            | <b>24,4</b>  | <b>32,4</b>  | <b>28,0</b>  | <b>38,1</b>  | <b>20,8</b>  | <b>34,5</b>  | <b>34,3</b>  | <b>40,0</b>  | <b>32,0</b>  | <b>41,0</b>  | <b>43,0</b>  | <b>46,8</b>  | <b>42,3</b>  |    | <b>51,0</b>  | <b>99,4</b>  | <b>122,9</b> | <b>129,6</b> | <b>162,9</b> |
| online                   | 24,5         | 32,7         | 28,5         | 41,0         | 24,8         | 38,4         | 37,4         | 41,6         | 34,6         | 42,9         | 44,6         | 46,6         | 44,1         |    | b.d.         | b.d.         | 126,7        | 142,2        | 168,7        |
| TV                       | -0,1         | -0,3         | -0,5         | -2,8         | -4,0         | -3,9         | -3,1         | -1,6         | -2,6         | -1,9         | -1,6         | 0,3          | -1,8         |    | b.d.         | b.d.         | -3,7         | -12,6        | -5,8         |
| <b>EBITDA gotówkowa</b>  | <b>25,9</b>  | <b>35,6</b>  | <b>33,8</b>  | <b>36,9</b>  | <b>25,1</b>  | <b>35,3</b>  | <b>33,9</b>  | <b>44,2</b>  | <b>35,0</b>  | <b>41,0</b>  | <b>45,3</b>  | <b>51,7</b>  | <b>44,0</b>  |    | <b>84,1</b>  | <b>114,5</b> | <b>132,2</b> | <b>138,4</b> | <b>173,0</b> |
| online                   | 25,9         | 35,9         | 34,3         | 39,7         | 29,0         | 39,1         | 36,7         | 45,7         | 37,5         | 42,9         | 47,0         | 51,4         | 45,8         |    | 84,1         | 114,5        | 135,9        | 150,6        | 178,7        |
| TV                       | -0,1         | -0,3         | -0,5         | -2,8         | -4,0         | -3,8         | -2,8         | -1,5         | -2,5         | -1,9         | -1,6         | 0,3          | -1,8         |    | 0,0          | 0,0          | -3,7         | -12,2        | -5,7         |
| <b>marża EBITDA got.</b> | <b>32,4%</b> | <b>38,8%</b> | <b>35,6%</b> | <b>33,3%</b> | <b>26,3%</b> | <b>34,3%</b> | <b>31,9%</b> | <b>34,5%</b> | <b>30,7%</b> | <b>32,5%</b> | <b>32,9%</b> | <b>31,3%</b> | <b>28,9%</b> |    | <b>38,8%</b> | <b>34,8%</b> | <b>35,0%</b> | <b>32,0%</b> | <b>31,9%</b> |
| online                   | 32,5%        | 39,2%        | 36,2%        | 36,0%        | 30,7%        | 38,6%        | 35,3%        | 36,7%        | 33,8%        | 35,1%        | 35,0%        | 32,3%        | 31,0%        |    | 38,8%        | 34,8%        | 36,1%        | 35,5%        | 34,0%        |
| TV                       | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -            | 5,4%         | -            |    | -            | -            | -            | -            | -            |

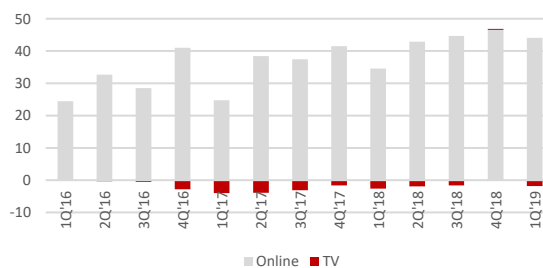
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; \* MSSF 16; według MSR 17 EBITDA segmentu online wyniosła 42,3 mln PLN

### Struktura przychodów [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

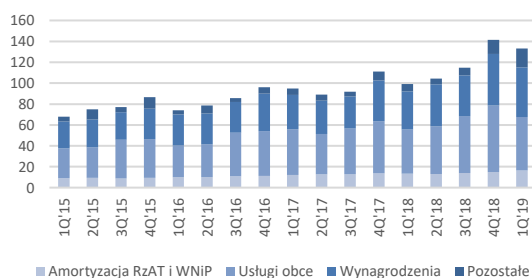
### Struktura EBITDA [mln PLN]\*



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*wg MSSF 16

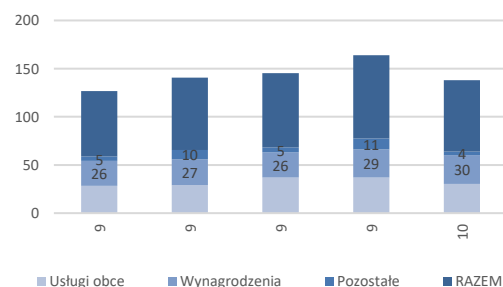
W strukturze kosztów rodzajowych można wyróżnić 3 zasadnicze grupy, tj. usługi obce (ok. 45% kosztów), świadczenia pracownicze (ok. 36%) oraz amortyzację (ok. 12-13%). Pozostała część to ok. 7% ogółu kosztów.

### Kwartalna struktura kosztów rodzajowych [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Roczna struktura kosztów rodzajowych [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Struktura kosztów rodzajowych**

|                                     | 1Q'16         | 2Q'16         | 3Q'16         | 4Q'16         | 1Q'17         | 2Q'17         | 3Q'17         | 4Q'17         | 1Q'18         | 2Q'18         | 3Q'18         | 4Q'18         | 1Q'19         | // | 2016          | 2017          | 2018          |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----|---------------|---------------|---------------|
| Przychody ogółem                    | 88,4          | 100,8         | 103,0         | 123,0         | 103,5         | 110,9         | 113,6         | 137,6         | 117,8         | 132,2         | 143,8         | 173,5         | 157,0         |    | 415,1         | 465,6         | 567,3         |
| Przychody gotówkowe                 | 79,9          | 91,7          | 94,9          | 110,9         | 95,3          | 103,0         | 106,2         | 128,1         | 113,8         | 126,2         | 137,9         | 164,9         | 152,5         |    | 377,3         | 432,6         | 542,8         |
| Koszty                              | -73,9         | -78,5         | -85,8         | -96,1         | -94,8         | -89,0         | -91,9         | -111,3        | -99,3         | -104,3        | -114,9        | -141,6        | -133,3        |    | -334,3        | -387,0        | -460,0        |
| Wart.sprz.towarów                   | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | -4,2          | -8,5          |    | 0,0           | 0,0           | -4,2          |
| Amort. RzAT i WNiP                  | -9,8          | -10,1         | -10,8         | -11,3         | -12,1         | -12,6         | -12,6         | -13,7         | -13,5         | -13,1         | -14,1         | -15,0         | -16,4         |    | -42,1         | -51,0         | -55,6         |
| Amort.licencji                      | 0,0           | 0,0           | 0,0           | -0,3          | -0,8          | -0,9          | -0,6          | -0,5          | -0,7          | -0,8          | -1,0          | -1,0          | -1,4          |    | -0,3          | -2,9          | -3,5          |
| Amort.prawa od uż.bud.              | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | -2,2          |    | 0,0           | 0,0           | 0,0           |
| Zużycie materiałów                  | -1,3          | -1,4          | -1,4          | -1,5          | -1,4          | -1,5          | -1,5          | -1,5          | -1,6          | -1,2          | -1,3          | -2,0          | -1,7          |    | -5,6          | -5,9          | -6,2          |
| Koszty dot. zakupu sp.zal. i restr. | -1,3          | -3,1          | -0,7          | -2,8          | -0,9          | -1,0          | -0,8          | -1,3          | -2,0          | -0,9          | -2,0          | -3,2          | -1,4          |    | -7,9          | -4,1          | -8,2          |
| Koszty programu opcji prac.         | -0,5          | -0,8          | -0,2          | -0,2          | -0,3          | -0,4          | -0,3          | -0,3          | -0,3          | -0,4          | -0,3          | -0,3          | -0,6          |    | -1,8          | -1,3          | -1,4          |
| Pozostałe usługi obce               | -30,4         | -31,4         | -41,7         | -42,7         | -43,7         | -38,8         | -44,0         | -50,0         | -42,2         | -45,5         | -54,4         | -63,8         | -51,2         |    | -146,2        | -176,5        | -206,0        |
| Pozostałe wynagrodzenia             | -29,7         | -29,4         | -29,5         | -35,8         | -32,8         | -31,9         | -30,6         | -39,0         | -36,5         | -40,1         | -39,0         | -49,3         | -47,5         |    | -124,4        | -134,2        | -164,9        |
| Saldo PPO/PKO                       | -0,8          | -2,3          | -1,2          | -2,2          | -2,7          | -1,9          | -1,5          | -5,0          | -2,4          | -2,2          | -2,7          | -2,8          | -2,5          |    | -6,4          | -11,0         | -10,0         |
| Wynik ze zbycia akt.fin             | 0,0           | 0,0           | -0,3          | 0,7           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           |    | 0,3           | 0,0           | 0,0           |
| <b>EBIT</b>                         | <b>14,6</b>   | <b>22,3</b>   | <b>17,2</b>   | <b>26,8</b>   | <b>8,7</b>    | <b>21,9</b>   | <b>21,7</b>   | <b>26,3</b>   | <b>18,5</b>   | <b>27,9</b>   | <b>28,9</b>   | <b>31,9</b>   | <b>23,7</b>   |    | <b>80,9</b>   | <b>78,6</b>   | <b>107,3</b>  |
| <b>EBITDA</b>                       | <b>24,4</b>   | <b>32,4</b>   | <b>28,0</b>   | <b>38,1</b>   | <b>20,8</b>   | <b>34,5</b>   | <b>34,3</b>   | <b>40,0</b>   | <b>32,0</b>   | <b>41,0</b>   | <b>43,0</b>   | <b>46,8</b>   | <b>42,3</b>   |    | <b>122,9</b>  | <b>129,6</b>  | <b>162,9</b>  |
| <b>koszty jako %przychodów got.</b> | <b>-92,5%</b> | <b>-85,6%</b> | <b>-90,4%</b> | <b>-86,7%</b> | <b>-99,5%</b> | <b>-86,4%</b> | <b>-86,6%</b> | <b>-86,8%</b> | <b>-87,2%</b> | <b>-82,7%</b> | <b>-83,3%</b> | <b>-85,9%</b> | <b>-87,4%</b> |    | <b>-88,6%</b> | <b>-89,4%</b> | <b>-84,8%</b> |
| Wart.sprz.towarów                   | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | -2,6%         | -5,6%         |    | 0,0%          | 0,0%          | -0,8%         |
| Amort. RzAT i WNiP                  | -12,3%        | -11,0%        | -11,4%        | -10,2%        | -12,7%        | -12,3%        | -11,9%        | -10,7%        | -11,8%        | -10,4%        | -10,2%        | -9,1%         | -10,7%        |    | -11,2%        | -11,8%        | -10,2%        |
| Amort.licencji                      | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | -0,3%         | -0,9%         | -0,9%         | -0,6%         | -0,4%         | -0,6%         | -0,7%         | -0,7%         | -0,6%         | -0,9%         |    | -0,1%         | -0,7%         | -0,6%         |
| Amort.prawa od uż.bud.              | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | -1,4%         |    | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          |
| Zużycie materiałów                  | -1,6%         | -1,5%         | -1,5%         | -1,3%         | -1,5%         | -1,4%         | -1,4%         | -1,2%         | -1,4%         | -0,9%         | -1,0%         | -1,2%         | -1,1%         |    | -1,5%         | -1,4%         | -1,1%         |
| Koszty dot. zakupu sp.zal. i restr. | -1,6%         | -3,4%         | -0,7%         | -2,5%         | -1,0%         | -1,0%         | -0,8%         | -1,0%         | -1,8%         | -0,7%         | -1,5%         | -1,9%         | -0,9%         |    | -2,1%         | -0,9%         | -1,5%         |
| Koszty programu opcji prac.         | -0,7%         | -0,9%         | -0,2%         | -0,2%         | -0,3%         | -0,4%         | -0,3%         | -0,2%         | -0,3%         | -0,3%         | -0,2%         | -0,2%         | -0,4%         |    | -0,5%         | -0,3%         | -0,3%         |
| Pozostałe usługi obce               | -38,1%        | -34,2%        | -43,9%        | -38,5%        | -45,8%        | -37,7%        | -41,4%        | -39,0%        | -37,1%        | -36,1%        | -39,5%        | -38,7%        | -33,6%        |    | -38,7%        | -40,8%        | -38,0%        |
| Pozostałe wynagrodzenia             | -37,2%        | -32,1%        | -31,1%        | -32,3%        | -34,4%        | -31,0%        | -28,8%        | -30,4%        | -32,1%        | -31,8%        | -28,3%        | -29,9%        | -31,1%        |    | -33,0%        | -31,0%        | -30,4%        |
| Saldo PPO/PKO                       | -1,0%         | -2,5%         | -1,3%         | -2,0%         | -2,8%         | -1,8%         | -1,4%         | -3,9%         | -2,1%         | -1,7%         | -2,0%         | -1,7%         | -1,7%         |    | -1,7%         | -2,6%         | -1,8%         |
| Wynik ze zbycia akt.fin             | 0,0%          | 0,0%          | -0,3%         | 0,6%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          |    | 0,1%          | 0,0%          | 0,0%          |

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

## PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Z optymizmem podchodzimy do ścieżki wynikowej Wirtualnej Polski w kolejnych kwartałach. Grupa działa w perspektywnym obszarze reklamy internetowej, dla którego prognozy rynkowe zakładają co najmniej wysokie jednocyfrowe wzrosty w '19 (szacujemy, że obecnie ta część biznesu odpowiada za ok. 40% przychodów segmentu online; spółka podejmuje m.in. działania mające na celu podniesienie viewability na prowadzonych serwisach). Dodatkowo pozytywnie zapatrujemy się na część e-commerce, która według naszych szacunków odpowiada za pozostałe 60% sprzedaży dywizji online. Liczymy, że w nadchodzących okresach do wysokich dynamik obrotów powrócą największe portale fashion i travel, a także że w pełni widoczny będzie wpływ akwizycji dokonanych w '18 (z tabeli zamieszczonej w sprawozdaniu finansowym za 1Q'19 wynika, że MyTravel, Extradom.pl, Parklot i Superauto24.com w okresie nieobjętym konsolidacją osiągnęły w minionym roku blisko 50 mln PLN przychodów oraz niemal 10 mln PLN raportowanej EBITDA). W odniesieniu do części telewizyjnej oczekujemy utrzymania tendencji z ostatnich kwartałów i zakładamy systematyczne ograniczanie straty EBITDA (w '18 ok. -6 mln PLN).

Podsumowując, prognozujemy, że w 2Q'19 grupa wypracuje ok. 170 mln PLN przychodów (162 mln PLN bez barteru), ok. 49,5 mln PLN EBITDA raportowanej (po korekcie o koszty programu motywacyjnego oraz zakupu spółek zależnych ok. 51,2 mln PLN; wg metodologii MSR 17 47,6 mln PLN) oraz 21,1 mln PLN zysku netto. Szacujemy, że w ujęciu całorocznym WP osiągnie 715 mln PLN przychodów (w tym ok. 30 mln PLN z barteru), ok. 204 mln PLN EBITDA (wg MSR 17 ok. 196 mln PLN) oraz niemal 91 mln PLN zysku netto. Estymujemy również, że wskaźnik dług netto/EBITDA na koniec '19 wyniesie 1,3-1,4x.

W naszym modelu zakładamy jedynie wzrost organiczny. Wskazujemy jednak, że z publicznych wypowiedzi zarządu grupy wynika, iż rozgląda się za potencjalnymi celami akwizycyjnymi zarówno w Polsce, jak i zagranicą (w grę wchodzi podmioty z obszaru e-commerce). Władze spółki komunikowały także, że na chwilę obecną zamierza skupić się na wysokiej dynamice sprzedaży, dlatego też przyjmujemy, że rentowność EBITDA w okresie 2019-20 będzie lekko spadać (po części efekt rozwodnienia przez rosnący udział handlu). W dłuższej perspektywie zakładamy ustabilizowanie rentowności oraz stopniowy wzrost wskaźnika wypłacanej dywidendy.

### Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

|                        | 1Q'17 | 2Q'17 | 3Q'17 | 4Q'17 | 1Q'18 | 2Q'18 | 3Q'18 | 4Q'18 | 1Q'19 | 2Q'19P | 3Q'19P | 4Q'19P | 2016  | 2017  | 2018  | 2019P | 2020P | 2021P |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody ogółem       | 103,5 | 110,9 | 113,6 | 137,6 | 117,8 | 132,2 | 143,8 | 173,5 | 157,0 | 169,6  | 183,9  | 204,3  | 415,1 | 465,6 | 567,3 | 714,8 | 788,8 | 850,4 |
| Przychody gotówkowe    | 95,3  | 103,0 | 106,2 | 128,1 | 113,8 | 126,2 | 137,9 | 164,9 | 152,5 | 161,8  | 176,4  | 194,2  | 377,3 | 432,6 | 542,8 | 684,8 | 755,7 | 814,7 |
| EBITDA                 | 20,8  | 34,5  | 34,3  | 40,0  | 32,0  | 41,0  | 43,0  | 46,8  | 42,3  | 49,5   | 52,4   | 59,7   | 122,9 | 129,6 | 162,9 | 203,9 | 223,1 | 238,5 |
| EBITDA skor.*          | 22,1  | 35,9  | 35,4  | 41,6  | 34,3  | 42,4  | 45,4  | 50,3  | 44,2  | 51,2   | 54,1   | 61,3   | 132,6 | 135,0 | 172,4 | 210,9 | 223,5 | 238,9 |
| EBITDA MSR 17          | 20,8  | 34,5  | 34,3  | 40,0  | 32,0  | 41,0  | 43,0  | 46,8  | 40,4  | 47,6   | 50,5   | 57,8   | 122,9 | 129,6 | 162,9 | 196,3 | 215,5 | 230,8 |
| EBIT                   | 8,7   | 21,9  | 21,7  | 26,3  | 18,5  | 27,9  | 28,9  | 31,9  | 23,7  | 31,0   | 34,6   | 42,5   | 80,9  | 78,6  | 107,3 | 131,8 | 153,4 | 169,2 |
| EBIT MSR 17            | 8,7   | 21,9  | 21,7  | 26,3  | 18,5  | 27,9  | 28,9  | 31,9  | 24,0  | 31,2   | 34,9   | 42,8   | 80,9  | 78,6  | 107,3 | 132,9 | 154,4 | 169,9 |
| Wynik brutto           | 4,2   | 17,7  | 17,6  | 14,8  | 12,5  | 25,0  | 27,6  | 28,3  | 19,8  | 26,1   | 30,1   | 37,8   | 15,4  | 54,3  | 93,4  | 113,9 | 131,8 | 151,4 |
| Wynik netto            | 3,0   | 13,8  | 13,6  | 9,7   | 8,3   | 19,4  | 21,7  | 26,6  | 14,4  | 21,1   | 24,4   | 30,7   | 53,8  | 40,0  | 76,0  | 90,5  | 106,8 | 122,7 |
| marża EBITDA           | 20,1% | 31,1% | 30,2% | 29,1% | 27,2% | 31,0% | 29,9% | 27,0% | 26,9% | 29,2%  | 28,5%  | 29,2%  | 29,6% | 27,8% | 28,7% | 28,5% | 28,3% | 28,0% |
| marża EBIT             | 8,4%  | 19,8% | 19,1% | 19,1% | 15,7% | 21,1% | 20,1% | 18,4% | 15,1% | 18,2%  | 18,8%  | 20,8%  | 19,5% | 16,9% | 18,9% | 18,4% | 19,4% | 19,9% |
| marża netto            | 2,9%  | 12,4% | 11,9% | 7,0%  | 7,1%  | 14,7% | 15,1% | 15,3% | 9,2%  | 12,5%  | 13,3%  | 15,0%  | 13,0% | 8,6%  | 13,4% | 12,7% | 13,5% | 14,4% |
| Przychody wg segmentów | 95,3  | 103,0 | 106,2 | 128,1 | 113,8 | 126,2 | 137,9 | 164,9 | 152,5 | 161,8  | 176,4  | 194,2  | 377,3 | 432,6 | 542,8 | 684,8 | 755,7 | 814,7 |
| On-line                | 94,5  | 101,3 | 104,1 | 124,7 | 110,9 | 122,1 | 134,1 | 159,1 | 147,8 | 155,5  | 170,9  | 187,0  | 376,9 | 424,5 | 526,3 | 661,3 | 719,0 | 770,7 |
| TV                     | 0,9   | 1,7   | 2,1   | 3,5   | 2,9   | 4,0   | 3,8   | 5,8   | 4,6   | 6,3    | 5,5    | 7,1    | 0,5   | 8,1   | 16,5  | 23,5  | 36,7  | 44,0  |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*korekta o koszty dot. zakupu spółek zależnych i restrukturyzacji oraz programu opcji prac.

### Porównanie prognoz DM BDM na tle konsensusu w latach 2019-21 [mln PLN]

|                     | 2019  |           |            | 2020  |           |            | 2021  |           |            |
|---------------------|-------|-----------|------------|-------|-----------|------------|-------|-----------|------------|
|                     | BDM   | Konsensus | odchylenie | BDM   | Konsensus | odchylenie | BDM   | Konsensus | odchylenie |
| Przychody           | 714,8 | 693,0     | 3,1%       | 788,8 | 748,0     | 5,5%       | 850,4 | 800,5     | 6,2%       |
| Przychody gotówkowe | 684,8 | -         | -          | 755,7 | -         | -          | 814,7 | -         | -          |
| EBITDA              | 203,9 | 206,0     | -1,0%      | 223,1 | 217,3     | 2,7%       | 238,5 | 234,0     | 1,9%       |
| EBITDA MSR 17       | 196,3 | -         | -          | 215,5 | -         | -          | 230,8 | -         | -          |
| EBIT                | 131,8 | 138,0     | -4,5%      | 153,4 | 159,0     | -3,5%      | 169,2 | 174,7     | -3,1%      |
| EBIT MSR 17         | 132,9 | -         | -          | 154,4 | -         | -          | 169,9 | -         | -          |
| Wynik brutto        | 113,9 | 119,3     | -4,6%      | 131,8 | 143,0     | -7,8%      | 151,4 | 162,0     | -6,5%      |
| Wynik netto         | 90,5  | 98,1      | -7,7%      | 106,8 | 115,4     | -7,5%      | 122,7 | 132,0     | -7,1%      |
| marża EBITDA        | 28,5% | 29,7%     |            | 28,3% | 29,0%     |            | 28,0% | 29,2%     |            |
| marża EBIT          | 18,4% | 19,9%     |            | 19,4% | 21,3%     |            | 19,9% | 21,8%     |            |
| marża netto         | 12,7% | 14,2%     |            | 13,5% | 15,4%     |            | 14,4% | 16,5%     |            |

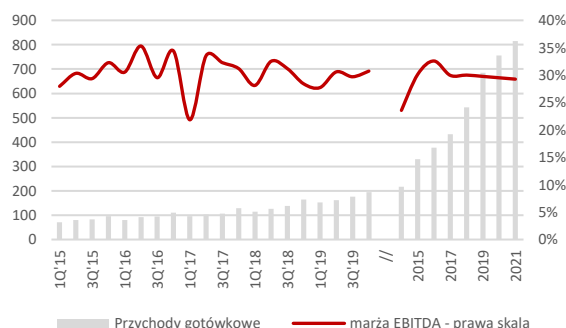
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; \*liczone w relacji do przychodów ogółem (w celu zachowania porównywalności)

**Prognoza ogólna na lata 2019-2028 [mln PLN]**

|                                          | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         | 2019P        | 2020P        | 2021P        | 2022P        | 2023P        | 2024P        | 2025P        | 2026P          | 2027P          | 2028P          |
|------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| Przychody                                | 369,4        | 415,1        | 465,6        | 567,3        | 714,8        | 788,8        | 850,4        | 904,6        | 951,0        | 989,7        | 1 022,7      | 1 050,3        | 1 074,7        | 1 096,4        |
| Przychody gotówkowe                      | 329,6        | 377,3        | 432,6        | 542,8        | 684,8        | 755,7        | 814,7        | 866,6        | 911,2        | 948,2        | 979,9        | 1 006,3        | 1 029,7        | 1 050,5        |
| EBITDA                                   | 99,4         | 122,9        | 129,6        | 162,9        | 203,9        | 223,1        | 238,5        | 253,2        | 264,8        | 274,4        | 283,0        | 289,8          | 295,5          | 300,5          |
| EBITDA skor.*                            | 114,7        | 132,6        | 135,0        | 172,4        | 210,9        | 223,5        | 238,9        | 253,7        | 265,3        | 274,9        | 283,0        | 289,8          | 295,5          | 300,5          |
| EBITDA MSR 17                            | 99,4         | 122,9        | 129,6        | 162,9        | 196,3        | 215,5        | 230,8        | 245,6        | 257,2        | 266,8        | 275,4        | 282,2          | 287,8          | 292,8          |
| EBITDA skor. MSR 17                      | 114,7        | 132,6        | 135,0        | 172,4        | 203,3        | 215,9        | 231,3        | 246,0        | 257,7        | 267,3        | 275,4        | 282,2          | 287,8          | 292,8          |
| EBIT                                     | 62,8         | 80,9         | 78,6         | 107,3        | 131,8        | 153,4        | 169,2        | 184,4        | 197,7        | 206,9        | 216,9        | 223,6          | 228,4          | 232,6          |
| EBIT MSR 17                              | 62,8         | 80,9         | 78,6         | 107,3        | 132,9        | 154,4        | 169,9        | 184,8        | 198,0        | 207,1        | 217,0        | 223,6          | 228,5          | 232,6          |
| Wynik brutto                             | 12,3         | 15,4         | 54,3         | 93,4         | 113,9        | 131,8        | 151,4        | 169,7        | 186,1        | 198,2        | 210,9        | 220,2          | 227,6          | 232,8          |
| Wynik netto                              | 2,9          | 53,8         | 40,0         | 76,0         | 90,5         | 106,8        | 122,7        | 137,5        | 150,8        | 160,5        | 170,9        | 178,3          | 184,3          | 188,6          |
| marża EBITDA                             | 26,9%        | 29,6%        | 27,8%        | 28,7%        | 28,5%        | 28,3%        | 28,0%        | 28,0%        | 27,8%        | 27,7%        | 27,7%        | 27,6%          | 27,5%          | 27,4%          |
| marża EBIT                               | 17,0%        | 19,5%        | 16,9%        | 18,9%        | 18,4%        | 19,4%        | 19,9%        | 20,4%        | 20,8%        | 20,9%        | 21,2%        | 21,3%          | 21,3%          | 21,2%          |
| marża netto                              | 0,8%         | 13,0%        | 8,6%         | 13,4%        | 12,7%        | 13,5%        | 14,4%        | 15,2%        | 15,9%        | 16,2%        | 16,7%        | 17,0%          | 17,2%          | 17,2%          |
| <b>zmiana r/r</b>                        |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |                |                |                |
| Przychody gotówkowe                      |              | 14,5%        | 14,7%        | 25,5%        | 26,2%        | 10,4%        | 7,8%         | 6,4%         | 5,1%         | 4,1%         | 3,3%         | 2,7%           | 2,3%           | 2,0%           |
| EBITDA                                   |              | 23,7%        | 5,4%         | 25,7%        | 25,2%        | 9,4%         | 6,9%         | 6,2%         | 4,6%         | 3,6%         | 3,1%         | 2,4%           | 2,0%           | 1,7%           |
| EBIT                                     |              | 28,7%        | -2,8%        | 36,4%        | 22,9%        | 16,3%        | 10,3%        | 9,0%         | 7,2%         | 4,7%         | 4,8%         | 3,1%           | 2,2%           | 1,8%           |
| Wynik netto                              |              | -            | -25,7%       | 89,8%        | 19,1%        | 17,9%        | 14,9%        | 12,0%        | 9,7%         | 6,5%         | 6,4%         | 4,4%           | 3,4%           | 2,3%           |
| <b>Przychody wg segmentów</b>            | <b>329,6</b> | <b>377,3</b> | <b>432,6</b> | <b>542,8</b> | <b>684,8</b> | <b>755,7</b> | <b>814,7</b> | <b>866,6</b> | <b>911,2</b> | <b>948,2</b> | <b>979,9</b> | <b>1 006,3</b> | <b>1 029,7</b> | <b>1 050,5</b> |
| On-line                                  | 329,6        | 376,9        | 424,5        | 526,3        | 661,3        | 719,0        | 770,7        | 819,4        | 863,0        | 899,2        | 930,0        | 955,7          | 978,3          | 998,4          |
| TV                                       | 0,0          | 0,5          | 8,1          | 16,5         | 23,5         | 36,7         | 44,0         | 47,2         | 48,2         | 49,0         | 49,9         | 50,6           | 51,4           | 52,1           |
| <b>zmiana r/r</b>                        |              | <b>14,5%</b> | <b>14,7%</b> | <b>25,5%</b> | <b>26,2%</b> | <b>10,4%</b> | <b>7,8%</b>  | <b>6,4%</b>  | <b>5,1%</b>  | <b>4,1%</b>  | <b>3,3%</b>  | <b>2,7%</b>    | <b>2,3%</b>    | <b>2,0%</b>    |
| On-line                                  |              | 14,3%        | 12,6%        | 24,0%        | 25,7%        | 8,7%         | 7,2%         | 6,3%         | 5,3%         | 4,2%         | 3,4%         | 2,8%           | 2,4%           | 2,0%           |
| TV                                       |              | -            | -            | 102,9%       | 42,7%        | 55,8%        | 20,0%        | 7,2%         | 2,0%         | 1,8%         | 1,8%         | 1,5%           | 1,5%           | 1,5%           |
| <b>udział w sprzedaży</b>                |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |                |                |                |
| On-line                                  | 100,0%       | 99,9%        | 98,1%        | 97,0%        | 96,6%        | 95,1%        | 94,6%        | 94,6%        | 94,7%        | 94,8%        | 94,9%        | 95,0%          | 95,0%          | 95,0%          |
| TV                                       | 0,0%         | 0,1%         | 1,9%         | 3,0%         | 3,4%         | 4,9%         | 5,4%         | 5,4%         | 5,3%         | 5,2%         | 5,1%         | 5,0%           | 5,0%           | 5,0%           |
| <b>rynek reklamy ogółem [mld PLN]</b>    | <b>7,5</b>   | <b>8,4</b>   | <b>7,8</b>   | <b>8,3</b>   | <b>8,5</b>   | <b>8,8</b>   | <b>9,1</b>   | <b>9,4</b>   | <b>9,7</b>   | <b>9,9</b>   | <b>10,2</b>  | <b>10,4</b>    | <b>10,7</b>    | <b>10,9</b>    |
| zmiana r/r                               |              | 11,9%        | -6,9%        | 6,5%         | 1,9%         | 3,6%         | 3,6%         | 3,4%         | 3,0%         | 2,7%         | 2,5%         | 2,2%           | 2,2%           | 2,3%           |
| <b>rynek reklamy internet. [mld PLN]</b> | <b>1,8</b>   | <b>2,4</b>   | <b>2,1</b>   | <b>2,3</b>   | <b>2,5</b>   | <b>2,7</b>   | <b>2,8</b>   | <b>3,0</b>   | <b>3,2</b>   | <b>3,3</b>   | <b>3,4</b>   | <b>3,5</b>     | <b>3,7</b>     | <b>3,8</b>     |
| zmiana r/r                               |              | 34,3%        | -11,7%       | 12,0%        | 7,5%         | 6,5%         | 6,3%         | 6,0%         | 5,0%         | 4,5%         | 4,0%         | 3,5%           | 3,5%           | 3,5%           |

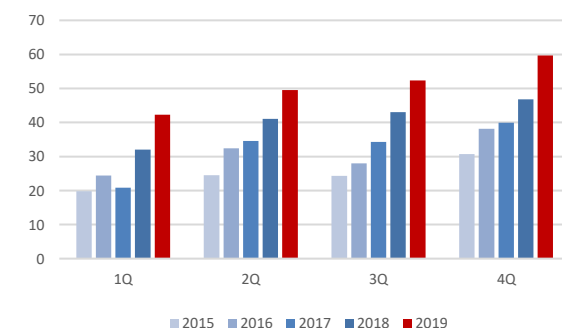
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*korekta o koszty dot. zakupu spółek zależnych i restrukturyzacji oraz programu opcji prac.

**Rentowność EBITDA**



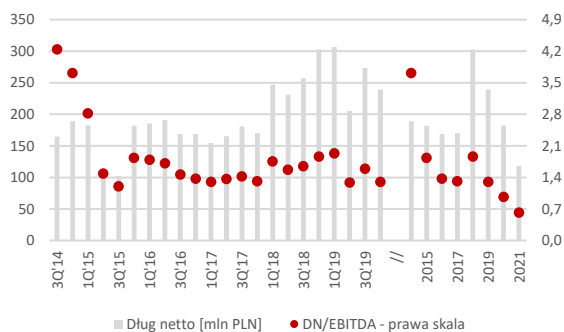
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Ścieżka EBITDA w kolejnych okresach**

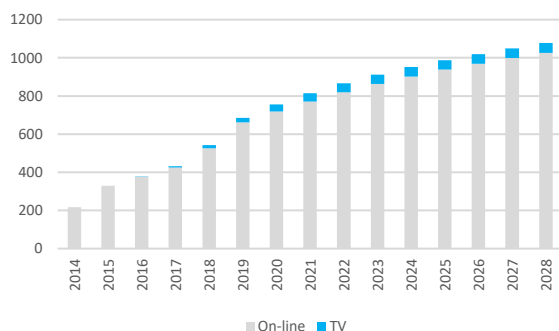


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Dług netto/EBITDA ltm [mln PLN]**

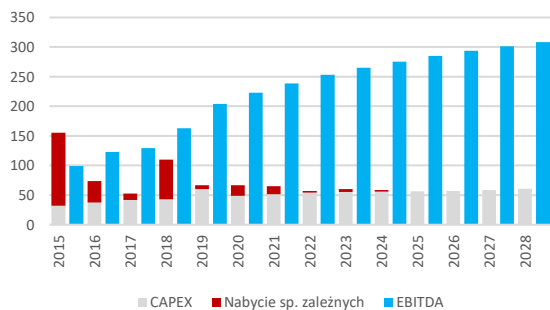


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka  
Sprzedaż w podziale na segmenty [mln PLN]



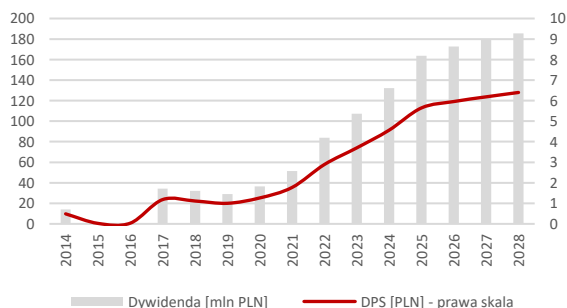
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**CAPEX na tle EBITDA [mln PLN]**



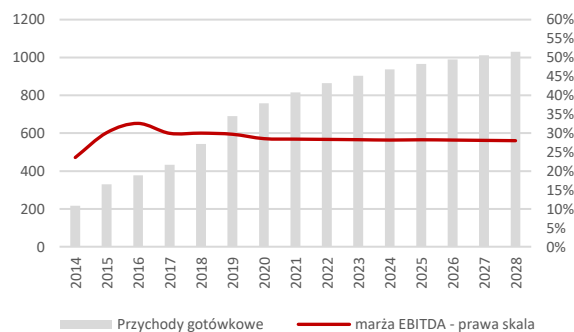
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Ścieżka dywidendy**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Rentowność EBITDA w ujęciu rocznym**

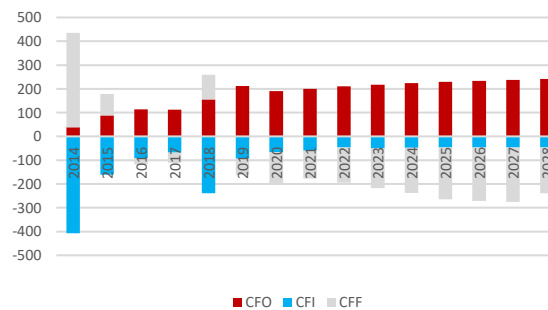


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka  
CFOper. na tle EBITDA [mln PLN]



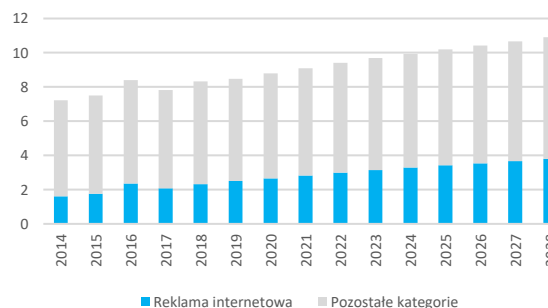
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**CFO, CFI, CFF [mln PLN]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Rynek reklamy [mld PLN]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

| Bilans [mln PLN]                          | 2016         | 2017         | 2018         | 2019P        | 2020P        | 2021P        | 2022P        | 2023P        | 2024P        | 2025P        | 2026P        | 2027P        | 2028P        |
|-------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Aktywa trwałe</b>                      | <b>729,7</b> | <b>752,2</b> | <b>854,7</b> | <b>885,5</b> | <b>874,5</b> | <b>866,2</b> | <b>860,2</b> | <b>860,3</b> | <b>860,2</b> | <b>860,2</b> | <b>860,3</b> | <b>860,4</b> | <b>860,1</b> |
| RzAT                                      | 57,9         | 63,0         | 58,3         | 50,4         | 38,1         | 28,9         | 22,2         | 21,8         | 21,3         | 21,1         | 21,1         | 21,1         | 20,9         |
| Prawo do użytkowania budynku              | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 24,2         | 23,1         | 22,5         | 22,0         | 21,8         | 21,6         | 21,5         | 21,4         | 21,3         | 21,3         |
| Wartość firmy                             | 246,5        | 259,6        | 352,1        | 357,7        | 357,7        | 357,7        | 357,7        | 357,7        | 357,7        | 357,7        | 357,7        | 357,7        | 357,7        |
| Znaki towarowe                            | 158,0        | 157,1        | 178,5        | 177,3        | 177,3        | 177,3        | 177,3        | 177,3        | 177,3        | 177,3        | 177,3        | 177,3        | 177,3        |
| Strona główna i poczta WP                 | 133,9        | 127,4        | 121,0        | 119,3        | 119,3        | 119,3        | 119,3        | 119,3        | 119,3        | 119,3        | 119,3        | 119,3        | 119,3        |
| Pozostałe aktywa trwałe                   | 133,5        | 145,1        | 144,8        | 156,6        | 158,9        | 160,5        | 161,7        | 162,5        | 163,0        | 163,3        | 163,5        | 163,6        | 163,6        |
| <b>Aktywa obrotowe</b>                    | <b>122,5</b> | <b>141,7</b> | <b>208,8</b> | <b>269,4</b> | <b>281,8</b> | <b>319,7</b> | <b>352,7</b> | <b>365,8</b> | <b>364,5</b> | <b>341,6</b> | <b>314,5</b> | <b>285,2</b> | <b>294,9</b> |
| Krótkoterminowe akt.programowe            | 0,0          | 0,0          | 3,4          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Należności handlowe                       | 77,3         | 95,2         | 138,7        | 174,8        | 192,9        | 208,0        | 221,2        | 232,6        | 242,1        | 250,1        | 256,9        | 262,8        | 268,2        |
| Gotówka                                   | 45,2         | 46,4         | 66,7         | 94,6         | 88,9         | 111,7        | 131,4        | 133,2        | 122,4        | 91,5         | 57,6         | 22,4         | 26,7         |
| <b>Kapitał własny</b>                     | <b>408,7</b> | <b>419,9</b> | <b>467,8</b> | <b>530,6</b> | <b>601,6</b> | <b>671,3</b> | <b>729,5</b> | <b>777,6</b> | <b>810,4</b> | <b>820,7</b> | <b>828,2</b> | <b>834,2</b> | <b>838,5</b> |
| <b>Zobowiązania długoterminowe</b>        | <b>330,1</b> | <b>307,3</b> | <b>404,6</b> | <b>418,9</b> | <b>358,8</b> | <b>304,0</b> | <b>259,9</b> | <b>213,9</b> | <b>170,4</b> | <b>129,3</b> | <b>88,2</b>  | <b>47,1</b>  | <b>47,1</b>  |
| Kredyty                                   | 174,6        | 203,5        | 337,2        | 328,0        | 287,0        | 246,0        | 205,0        | 164,0        | 123,0        | 82,0         | 41,0         | 0,0          | 0,0          |
| Pozostałe zob. długoterminowe             | 155,6        | 103,8        | 67,3         | 91,0         | 71,8         | 58,0         | 54,9         | 49,9         | 47,4         | 47,3         | 47,2         | 47,1         | 47,1         |
| <b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>       | <b>113,3</b> | <b>166,7</b> | <b>191,1</b> | <b>205,4</b> | <b>195,9</b> | <b>210,6</b> | <b>223,6</b> | <b>234,7</b> | <b>243,9</b> | <b>251,8</b> | <b>258,4</b> | <b>264,2</b> | <b>269,4</b> |
| Kredyty                                   | 39,2         | 13,3         | 31,9         | 27,2         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Zob.handlowe                              | 68,8         | 142,3        | 151,4        | 170,9        | 188,6        | 203,3        | 216,3        | 227,4        | 236,7        | 244,6        | 251,2        | 257,0        | 262,2        |
| Pozostałe zob. krótkoterminowe            | 5,3          | 11,0         | 7,8          | 7,3          | 7,3          | 7,3          | 7,3          | 7,3          | 7,3          | 7,3          | 7,3          | 7,3          | 7,3          |
|                                           |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Rachunek zysków i strat [mln PLN]         | 2016         | 2017         | 2018         | 2019P        | 2020P        | 2021P        | 2022P        | 2023P        | 2024P        | 2025P        | 2026P        | 2027P        | 2028P        |
| Przychody ogółem                          | 415,1        | 465,6        | 567,3        | 714,8        | 788,8        | 850,4        | 904,6        | 951,0        | 989,7        | 1 022,7      | 1 050,3      | 1 074,7      | 1 096,4      |
| Przychody gotówkowe, w tym:               | 377,3        | 432,6        | 542,8        | 684,8        | 755,7        | 814,7        | 866,6        | 911,2        | 948,2        | 979,9        | 1 006,3      | 1 029,7      | 1 050,5      |
| online                                    | 376,9        | 424,5        | 526,3        | 661,3        | 719,0        | 770,7        | 819,4        | 863,0        | 899,2        | 930,0        | 955,7        | 978,3        | 998,4        |
| tv                                        | 0,5          | 8,1          | 16,5         | 23,5         | 36,7         | 44,0         | 47,2         | 48,2         | 49,0         | 49,9         | 50,6         | 51,4         | 52,1         |
| Koszty ogółem, w tym                      | 334,3        | 387,0        | 460,0        | 582,9        | 635,4        | 681,1        | 720,2        | 753,3        | 782,8        | 805,8        | 826,8        | 846,3        | 863,8        |
| Amortyzacja RzAT                          | 42,1         | 51,0         | 55,6         | 63,4         | 61,1         | 61,0         | 60,8         | 59,2         | 59,7         | 58,4         | 58,5         | 59,4         | 60,2         |
| Amortyzacja prawa do uż.bud.              | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 8,7          | 8,7          | 8,3          | 8,0          | 7,9          | 7,8          | 7,7          | 7,7          | 7,7          | 7,6          |
| Usługi obce                               | 146,2        | 176,5        | 206,0        | 243,1        | 276,6        | 298,2        | 317,2        | 333,5        | 347,0        | 358,6        | 368,3        | 376,8        | 384,4        |
| Wynagrodzenia                             | 124,4        | 134,2        | 164,9        | 207,1        | 229,3        | 248,1        | 264,8        | 279,3        | 291,7        | 302,4        | 311,7        | 320,0        | 327,5        |
| Pozostałe koszty                          | 21,6         | 25,2         | 33,5         | 60,8         | 59,8         | 65,7         | 69,4         | 73,4         | 76,6         | 78,7         | 80,6         | 82,5         | 84,0         |
| <b>EBITDA</b>                             | <b>122,9</b> | <b>129,6</b> | <b>162,9</b> | <b>203,9</b> | <b>223,1</b> | <b>238,5</b> | <b>253,2</b> | <b>264,8</b> | <b>274,4</b> | <b>283,0</b> | <b>289,8</b> | <b>295,5</b> | <b>300,5</b> |
| <b>EBITDA MSR 17</b>                      | <b>122,9</b> | <b>129,6</b> | <b>162,9</b> | <b>196,3</b> | <b>215,5</b> | <b>230,8</b> | <b>245,6</b> | <b>257,2</b> | <b>266,8</b> | <b>275,4</b> | <b>282,2</b> | <b>287,8</b> | <b>292,8</b> |
| EBIT                                      | 80,9         | 78,6         | 107,3        | 131,8        | 153,4        | 169,2        | 184,4        | 197,7        | 206,9        | 216,9        | 223,6        | 228,4        | 232,6        |
| EBIT MSR 17                               | 80,9         | 78,6         | 107,3        | 132,9        | 154,4        | 169,9        | 184,8        | 198,0        | 207,1        | 217,0        | 223,6        | 228,5        | 232,6        |
| Saldo finansowe                           | -65,5        | -24,3        | -13,8        | -18,0        | -21,5        | -17,8        | -14,7        | -11,6        | -8,7         | -6,0         | -3,4         | -0,9         | 0,2          |
| Wynik brutto                              | 15,4         | 54,3         | 93,4         | 113,9        | 131,8        | 151,4        | 169,7        | 186,1        | 198,2        | 210,9        | 220,2        | 227,6        | 232,8        |
| Wynik netto                               | 53,8         | 40,0         | 76,0         | 90,5         | 106,8        | 122,7        | 137,5        | 150,8        | 160,5        | 170,9        | 178,3        | 184,3        | 188,6        |
|                                           |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN] | 2016         | 2017         | 2018         | 2019P        | 2020P        | 2021P        | 2022P        | 2023P        | 2024P        | 2025P        | 2026P        | 2027P        | 2028P        |
| CF operacyjny                             | 113,6        | 112,8        | 155,7        | 190,0        | 195,7        | 208,2        | 220,0        | 228,9        | 236,5        | 242,4        | 247,6        | 252,0        | 256,1        |
| CF inwestycyjny                           | -92,6        | -67,8        | -239,4       | -92,8        | -66,9        | -64,9        | -56,8        | -63,6        | -61,6        | -58,1        | -58,5        | -59,4        | -60,0        |
| CF finansowy                              | -24,8        | -43,8        | 104,0        | -69,2        | -134,6       | -120,4       | -143,4       | -163,6       | -185,6       | -215,2       | -222,9       | -227,9       | -191,8       |
| CF netto                                  | -3,8         | 1,3          | 20,4         | 28,0         | -5,8         | 22,8         | 19,7         | 1,7          | -10,7        | -31,0        | -33,9        | -35,2        | 4,3          |
| Środki pieniężne na początek okresu       | 49,0         | 45,1         | 46,4         | 66,7         | 94,6         | 88,9         | 111,7        | 131,4        | 133,2        | 122,4        | 91,5         | 57,6         | 22,4         |
| Środki pieniężne na koniec okresu         | 45,1         | 46,4         | 66,7         | 94,6         | 88,9         | 111,7        | 131,4        | 133,2        | 122,4        | 91,5         | 57,6         | 22,4         | 26,7         |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

#### Wskaźniki rynkowe

| Dane finansowe               | 2016        | 2017        | 2018        | 2019P        | 2020P        | 2021P        | 2022P        | 2023P        | 2024P        | 2025P        | 2026P        | 2027P        | 2028P        |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody ogółem zmiana r/r  | 12,4%       | 12,2%       | 21,8%       | 26,0%        | 10,4%        | 7,8%         | 6,4%         | 5,1%         | 4,1%         | 3,3%         | 2,7%         | 2,3%         | 2,0%         |
| Przychody got. zmiana r/r    | 14,5%       | 14,7%       | 25,5%       | 26,2%        | 10,4%        | 7,8%         | 6,4%         | 5,1%         | 4,1%         | 3,3%         | 2,7%         | 2,3%         | 2,0%         |
| EBITDA zmiana r/r            | 23,7%       | 5,4%        | 25,7%       | 25,2%        | 9,4%         | 6,9%         | 6,2%         | 4,6%         | 3,6%         | 3,1%         | 2,4%         | 2,0%         | 1,7%         |
| EBIT zmiana r/r              | 28,7%       | -2,8%       | 36,4%       | 22,9%        | 16,3%        | 10,3%        | 9,0%         | 7,2%         | 4,7%         | 4,8%         | 3,1%         | 2,2%         | 1,8%         |
| Wynik netto zmiana r/r       | 1737,8%     | -25,7%      | 89,8%       | 19,1%        | 17,9%        | 14,9%        | 12,0%        | 9,7%         | 6,5%         | 6,4%         | 4,4%         | 3,4%         | 2,3%         |
| Marża EBITDA*                | 32,6%       | 30,0%       | 30,0%       | 29,8%        | 29,5%        | 29,3%        | 29,2%        | 29,1%        | 28,9%        | 28,9%        | 28,8%        | 28,7%        | 28,6%        |
| Marża EBIT*                  | 21,4%       | 18,2%       | 19,8%       | 19,3%        | 20,3%        | 20,8%        | 21,3%        | 21,7%        | 21,8%        | 22,1%        | 22,2%        | 22,2%        | 22,1%        |
| Marża brutto*                | 4,1%        | 12,5%       | 17,2%       | 16,6%        | 17,4%        | 18,6%        | 19,6%        | 20,4%        | 20,9%        | 21,5%        | 21,9%        | 22,1%        | 22,2%        |
| Marża netto*                 | 14,3%       | 9,3%        | 14,0%       | 13,2%        | 14,1%        | 15,1%        | 15,9%        | 16,5%        | 16,9%        | 17,4%        | 17,7%        | 17,9%        | 18,0%        |
| ROE                          | 13,2%       | 9,5%        | 16,2%       | 17,1%        | 17,7%        | 18,3%        | 18,8%        | 19,4%        | 19,8%        | 20,8%        | 21,5%        | 22,1%        | 22,5%        |
| ROA                          | 6,3%        | 4,5%        | 7,1%        | 7,8%         | 9,2%         | 10,3%        | 11,3%        | 12,3%        | 13,1%        | 14,2%        | 15,2%        | 16,1%        | 16,3%        |
| Dług, w tym:                 | 213,8       | 216,8       | 369,2       | 382,4        | 313,2        | 271,5        | 230,1        | 188,8        | 147,6        | 106,5        | 65,5         | 24,4         | 24,4         |
| D/(D+E)                      | 34,3%       | 34,1%       | 44,1%       | 41,9%        | 34,2%        | 28,8%        | 24,0%        | 19,5%        | 15,4%        | 11,5%        | 7,3%         | 2,8%         | 2,8%         |
| D/E                          | 52,3%       | 51,6%       | 78,9%       | 72,1%        | 52,1%        | 40,4%        | 31,5%        | 24,3%        | 18,2%        | 13,0%        | 7,9%         | 2,9%         | 2,9%         |
| Odstetki/EBIT                | 22,2%       | 25,0%       | 16,7%       | 15,1%        | 14,7%        | 11,0%        | 8,6%         | 6,5%         | 4,9%         | 3,3%         | 1,9%         | 0,6%         | 0,0%         |
| Dług/Kapitał własny          | 52,3%       | 51,6%       | 78,9%       | 72,1%        | 52,1%        | 40,4%        | 31,5%        | 24,3%        | 18,2%        | 13,0%        | 7,9%         | 2,9%         | 2,9%         |
| Dług netto                   | 168,6       | 170,4       | 302,5       | 287,8        | 224,3        | 159,8        | 98,6         | 55,6         | 25,2         | 15,1         | 7,9          | 2,0          | -2,4         |
| Dług netto MSR 17            | 168,6       | 170,4       | 302,5       | 260,5        | 198,1        | 134,3        | 73,5         | 30,8         | 0,6          | -9,5         | -16,6        | -22,4        | -26,7        |
| Dług netto/Kapitał własny    | 41,3%       | 40,6%       | 64,7%       | 54,2%        | 37,3%        | 23,8%        | 13,5%        | 7,2%         | 3,1%         | 1,8%         | 0,9%         | 0,2%         | -0,3%        |
| Dług netto/EBITDA            | 137,2%      | 131,4%      | 185,7%      | 141,1%       | 100,5%       | 67,0%        | 39,0%        | 21,0%        | 9,2%         | 5,3%         | 2,7%         | 0,7%         | -0,8%        |
| Dług netto/EBITDA MSR 17     | 137,2%      | 131,4%      | 185,7%      | 132,7%       | 91,9%        | 58,2%        | 29,9%        | 12,0%        | 0,2%         | -3,4%        | -5,9%        | -7,8%        | -9,1%        |
| Dług netto/EBIT              | 208,5%      | 216,7%      | 282,0%      | 218,3%       | 146,3%       | 94,4%        | 53,5%        | 28,1%        | 12,2%        | 6,9%         | 3,5%         | 0,9%         | -1,0%        |
| Dług netto/EBIT MSR 17       | 208,5%      | 216,7%      | 282,0%      | 196,0%       | 128,3%       | 79,0%        | 39,8%        | 15,6%        | 0,3%         | -4,4%        | -7,4%        | -9,8%        | -11,5%       |
| EV                           | 1 894,9     | 1 896,7     | 2 028,8     | 2 014,1      | 1 950,6      | 1 886,1      | 1 824,9      | 1 781,9      | 1 751,5      | 1 741,4      | 1 734,2      | 1 728,3      | 1 724,0      |
| Dług/EV                      | 11,3%       | 11,4%       | 18,2%       | 19,0%        | 16,1%        | 14,4%        | 12,6%        | 10,6%        | 8,4%         | 6,1%         | 3,8%         | 1,4%         | 1,4%         |
| CAPEX/Przychody*             | 9,9%        | 9,7%        | 7,9%        | 8,8%         | 6,5%         | 6,4%         | 6,2%         | 6,5%         | 6,2%         | 5,9%         | 5,8%         | 5,8%         | 5,7%         |
| CAPEX/Amortyzacja            | 88,4%       | 82,3%       | 76,8%       | 94,6%        | 79,9%        | 84,9%        | 89,0%        | 99,3%        | 99,2%        | 99,6%        | 100,0%       | 100,0%       | 99,7%        |
| Amortyzacja/Przychody*       | 11,2%       | 11,8%       | 10,2%       | 9,3%         | 8,1%         | 7,5%         | 7,0%         | 6,5%         | 6,3%         | 6,0%         | 5,8%         | 5,8%         | 5,7%         |
| Zmiana KO/Przychody*         | 2,0%        | -10,1%      | -2,2%       | 0,5%         | 0,5%         | 0,5%         | 0,5%         | 0,5%         | 0,5%         | 0,5%         | 0,5%         | 0,5%         | 0,5%         |
| Zmiana KO/Zmiana przychodów* | -0,9%       | 110,0%      | -33,8%      | -11,2%       | -0,5%        | -0,5%        | -0,5%        | -0,5%        | -0,5%        | -0,5%        | -0,5%        | -0,5%        | -0,5%        |
| <b>Wskaźniki rynkowe</b>     | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019P</b> | <b>2020P</b> | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> | <b>2024P</b> | <b>2025P</b> | <b>2026P</b> | <b>2027P</b> | <b>2028P</b> |
| MC/S*                        | 4,6         | 4,0         | 3,2         | 2,5          | 2,3          | 2,1          | 2,0          | 1,9          | 1,8          | 1,8          | 1,7          | 1,7          | 1,6          |
| P/E                          | 32,1        | 43,1        | 22,7        | 19,1         | 16,2         | 14,1         | 12,6         | 11,5         | 10,8         | 10,1         | 9,7          | 9,4          | 9,2          |
| P/BV                         | 4,2         | 4,1         | 3,7         | 3,3          | 2,9          | 2,6          | 2,4          | 2,2          | 2,1          | 2,1          | 2,1          | 2,1          | 2,1          |
| P/CE                         | 17,4        | 20,0        | 12,1        | 9,3          | 8,8          | 7,4          | 6,4          | 6,1          | 6,1          | 6,6          | 7,3          | 8,4          | 8,0          |
| EV/EBITDA                    | 14,3        | 14,0        | 11,8        | 9,6          | 8,7          | 7,9          | 7,2          | 6,7          | 6,4          | 6,2          | 6,0          | 5,8          | 5,7          |
| EV/EBITDA MSR 17             | 14,3        | 14,0        | 11,8        | 9,8          | 8,9          | 8,0          | 7,3          | 6,8          | 6,5          | 6,2          | 6,1          | 5,9          | 5,8          |
| EV/EBIT                      | 23,4        | 24,1        | 18,9        | 15,3         | 12,7         | 11,1         | 9,9          | 9,0          | 8,5          | 8,0          | 7,8          | 7,6          | 7,4          |
| EV/EBIT MSR 17               | 23,4        | 24,1        | 18,9        | 14,9         | 12,5         | 11,0         | 9,7          | 8,9          | 8,3          | 7,9          | 7,6          | 7,5          | 7,3          |
| EV/S*                        | 5,0         | 4,4         | 3,7         | 2,9          | 2,5          | 2,3          | 2,1          | 1,9          | 1,8          | 1,8          | 1,7          | 1,7          | 1,6          |
| BVPS                         | 13,8        | 14,2        | 15,8        | 17,9         | 20,3         | 22,6         | 24,6         | 26,2         | 27,3         | 27,7         | 27,9         | 28,1         | 28,3         |
| EPS                          | 1,8         | 1,3         | 2,6         | 3,1          | 3,6          | 4,1          | 4,6          | 5,1          | 5,4          | 5,8          | 6,0          | 6,2          | 6,4          |
| CEPS                         | 3,3         | 2,9         | 4,8         | 6,2          | 6,6          | 7,9          | 9,1          | 9,6          | 9,5          | 8,8          | 8,0          | 7,0          | 7,3          |
| Dywidenda [mln PLN]          | 0,0         | 31,7        | 27,7        | 29,0         | 36,2         | 53,4         | 79,7         | 103,1        | 128,1        | 160,5        | 170,9        | 178,3        | 184,3        |
| DPS                          | 0,0         | 1,1         | 0,9         | 1,0          | 1,2          | 1,8          | 2,7          | 3,5          | 4,3          | 5,4          | 5,8          | 6,0          | 6,2          |
| Dywid                        | 0,0%        | 1,8%        | 1,6%        | 1,7%         | 2,1%         | 3,1%         | 4,6%         | 6,0%         | 7,4%         | 9,3%         | 9,9%         | 10,3%        | 10,7%        |
| Payout ratio                 | 0,0%        | 58,9%       | 69,3%       | 38,2%        | 40,0%        | 50,0%        | 65,0%        | 75,0%        | 85,0%        | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       | 100,0%       |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 58,2 PLN i 29,7 mln akcji; \*liczone w relacji do przychodów gotówkowych

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

**Krzysztof Pado**  
Dyrektor Wydziału  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 20-81-432  
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl  
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

**Krzysztof Brymora**  
Analityk rynku akcji  
tel. (032) 20-81-435  
e-mail: krzysztof.brymora@bdm.pl  
chemia, przemysł drzewny, energetyka

**Adrian Górniak**  
Analityk rynku akcji  
tel. (032) 20-81-438  
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl  
deweloperzy, handel, media

**Krzysztof Tkocz**  
Młodszy analityk rynku akcji  
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**

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

**Bartosz Zieliński**  
tel. (022) 62-20-854  
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

**Maciej Bąk**  
tel. (022) 62-20-855  
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

**Historia rekomendacji na temat spółki:**

| zalecenie | cena docelowa | poprzednia rekomendacja | poprzednia cena docelowa | data       | godzina publikacji | kurs | WIG    |
|-----------|---------------|-------------------------|--------------------------|------------|--------------------|------|--------|
| Akumuluj  | 64,3          | ---                     | ---                      | 07.06.2019 | 09:52 CEST         | 58,2 | 58 526 |

#### 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.

#### Słabe i silne 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 2Q'19*: |        |     | , 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                                                      | 1      | 20% | 0                                                                                                                                                             | 0% |
| Akumuluj                                                   | 2      | 40% | 0                                                                                                                                                             | 0% |
| Trzymaj                                                    | 1      | 20% | 0                                                                                                                                                             | 0% |
| Redukuj                                                    | 1      | 20% | 0                                                                                                                                                             | 0% |
| Sprzedaj                                                   | 0      | 0%  | 0                                                                                                                                                             | 0% |

\* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie [www.bdm.pl](http://www.bdm.pl).

#### Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest 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 na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek 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 uwzględniał 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 jakiegokolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona 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 (bazując także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument 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 portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 07.06.2019 roku (09:52 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 12.06.2019 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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 rekomendację 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.

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.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej 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.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. 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 nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

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.”. Zaznaczamy, że na dzień 07.06.2019 roku:

- 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 jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- 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 jakiejkolwiek 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 zaistnieć 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.