



Dom Maklerski BDM S.A.

## WIRTUALNA POLSKA

### RAPORT ANALITYCZNY

## AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 96,2 PLN

21 PAŹDZIERNIK 2024, 12:19 CEST

Od ostatniej naszej rekomendacji Redukuj kurs spółki spadł o ponad 50%. Na podstawie obecnego modelu wyceniamy walory WPL na 96,2 PLN (poprzednio było to 102,8 PLN) i biorąc pod uwagę bieżący kurs spółki zmieniamy nasze zalecenie z Redukuj na Akumuluj. Zgodnie z przyjętymi założeniami spółka przy obecnej cenie rynkowej jest handlowana na mnożniku EV/EBITDA odpowiednio 6,8x oraz 5,6x na lata 2024-2025.

Powodem wykazywanego w raporcie większego optymizmu i lepszego pozycjonowania spółki jest nasza symulacja, która wskazuje, iż w Q3 2024 skor. EBITDA spółki może wskazać na niewielki wzrost w relacji r/r (+2,2%). Jednocześnie wraz z Q4 2024 spodziewamy się, że spółka (w obecnej strukturze) wejdzie w okres czterech kwartałów z wysokimi dynamikami wzrostu skor. EBITDA w relacji r/r. Tym samym akcentujemy, że po wielu kwartałach ścieżka wynikowa dla WPL może ulec zdecydowanej poprawie. Nasze oczekiwania związane są przede wszystkim z perspektywą powrotu do dodatnich dynamik skor. EBITDA w segmencie reklama i subskrypcje oraz utrzymaniem wzrostów w segmencie turystyka – szczegółowe założenia znajdują się w dalszej części raportu.

W analizie zwracamy również uwagę, iż walory WPL w ostatnich miesiącach należą do jednych ze słabszych podmiotów pod względem stóp zwrotu z obszaru media/rozrywka obecnych na GPW. W ujęciu YTD relatywna stopa zwrotu (liczone do indeksu WIG) na walorach WPL to -35,1%, a w ujęciu ostatnich 12 miesięcy to -41,8%. Porównanie do indeksu STOXX Europe 600 Media również wskazuje, że minione miesiące to okres odczuwalnego schodzenia nastrojów wobec oceny perspektyw WPL i materialne znormalizowanie akceptowalnych mnożników rynkowych po jakich handlowana jest obecnie spółka (w oparciu o prognozy na 2024-2025).

W obecnym raporcie analitycznym aktualizujemy średnioterminową ścieżkę wynikową naszej prognozy. W porównaniu do materiału z 2024-01-04 (rekomendacja Redukuj z ceną docelową 102,8 PLN) obniżyliśmy nasze założenia dla skor. EBITDA w segmencie reklama i subskrypcje i jednocześnie skorygowaliśmy w górę oczekiwania dla segmentu turystyka. Uwzględniając perspektywę powrotu do wzrostu wyników w kluczowym segmencie reklama i subskrypcje oraz dodatnich dynamik w segmencie turystyka, założyliśmy odczyt skor. EBITDA na rok 2025 na poziomie 514,5 mln PLN, co będzie oznaczało wzrost względem 2024 roku o 11,1%. Na kolejne dwa lata, czyli lata 2026-2027 nasz model zakłada wzrost skor. EBITDA o odpowiednio 5,4% i 4% r/r.

Wycena końcowa [PLN]	96,2
Wycena DCF [PLN]	98,5
Wycena mnożnikowa [PLN]	93,8
Potencjał do wzrostu / spadku	+15%

Cena rynkowa [PLN]	83,7
Kapitalizacja [mld PLN]	2,48
Ilość akcji [mln szt.]	29,61

Stopa zwrotu [%]	(1)	(2)
3M stopa zwrotu	-15,6	-11,9
6M stopa zwrotu	-28,1	-27,5
YTD stopa zwrotu	-29,8	-35,1
12M stopa zwrotu	-20,9	-41,8

(1) - absolutna stopa zwrotu

(2) - stopa zwrotu względem WIG

Akcjonariat (udział w kapitale):

Łącznie Założyciele*	38,25%
Allianz OFE	12,15%
Allianz TFI	6,87%

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

**Autor raportu:**

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

Dom Maklerski BDM S.A.

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Przychody razem [PLN m]	872,2	1 077,7	1 436,8	1 556,0	1 686,1	1 791,3
<b>EBITDA skor. [PLN m]</b>	<b>307,8</b>	<b>371,4</b>	<b>439,0</b>	<b>463,3</b>	<b>514,5</b>	<b>542,4</b>
EBIT [PLN m]	227,6	239,6	281,2	285,0	336,4	353,8
Wynik netto [PLN m]	182,7	170,5	155,8	158,9	207,2	226,5
P/E	13,5	14,5	15,9	15,6	12,0	10,9
EV/Przychody	3,0	2,8	2,1	1,9	1,7	1,5
EV/EBITDA	8,5	8,9	7,1	6,8	5,6	5,0
DPS [PLN]	1,6	1,2	2,5	2,0	2,8	3,0
Rentowność dywidendy	1,9%	1,4%	3,0%	2,4%	3,3%	3,6%



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. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

## SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE .....	2
WYCENA DCF .....	4
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	6
WYNIKI SKONSOLIDOWANE WPL ZA Q2 2024 .....	8
ZAŁOŻENIA NA Q3 2024 .....	11
ZAŁOŻENIA MODELU NA KOLEJNE OKRESY .....	12

## WYCENA I PODSUMOWANIE

W obecnym raporcie analitycznym aktualizujemy średnioterminową ścieżkę wynikową naszej prognozy. W porównaniu do materiału z 2024-01-10 (rekomendacja Redukuj z ceną docelową 102,8 PLN) obniżyliśmy nasze założenia dla skor. EBITDA w segmencie reklama i subskrypcje i jednocześnie skorygowaliśmy w górę oczekiwania dla segmentu turystyka.

Na podstawie obecnego modelu wyceniamy walory WPL na 96,2 PLN (poprzednio było to 102,8 PLN) i biorąc pod uwagę bieżący kurs spółki zmieniamy nasze zalecenie z Redukuj na Akumuluj. Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz o analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 98,5 PLN/akcję. Z kolei analiza mnożnikowa w oparciu o EV/EBITDA na lata 2024-2025 wskazuje na cenę 93,8 PLN/akcję. Końcowa wycena jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

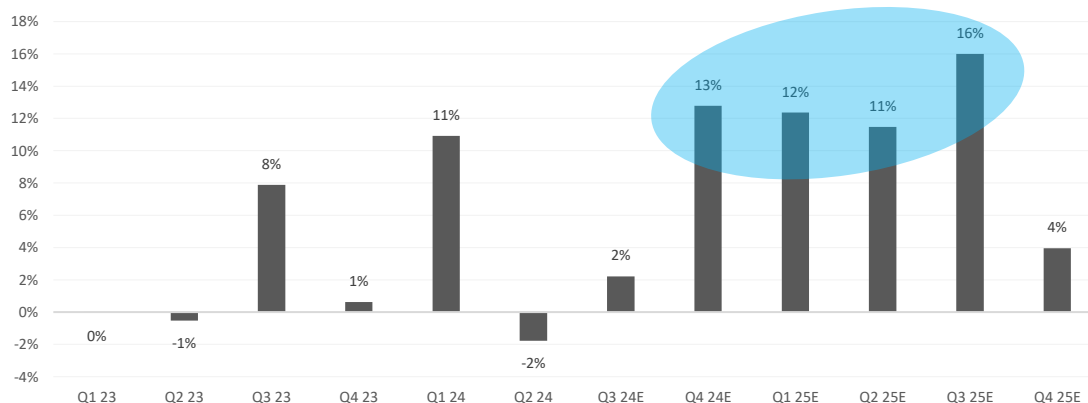
### Podsumowanie wyceny WPL

A	Wycena DCF [PLN/akcję]	98,5
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	93,8
<b>C = (A*50%+B*50%)</b>	<b>Wycena końcowa [PLN/akcję]</b>	<b>96,2</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Powodem wykazywanego w raporcie większego optymizmu i lepszego pozycjonowania spółki jest nasza symulacja, która wskazuje, iż w Q3 2024 skor. EBITDA spółki może wskazać na niewielki wzrost w relacji r/r (+2,2%). Jednocześnie wraz z Q4 2024 spodziewamy się, że spółka (w obecnej strukturze) wejdzie w okres czterech kwartałów z wysokimi dynamikami wzrostu skor. EBITDA w relacji r/r. Tym samym akcentujemy, że po wielu kwartałach ścieżka wynikowa dla WPL może ulec zdecydowanej poprawie. Nasze oczekiwania związane są przede wszystkim z perspektywą powrotu do dodatnich dynamik skor. EBITDA w segmencie reklama i subskrypcje oraz utrzymaniem wzrostów w segmencie turystyka – szczegółowe założenia znajdują się w dalszej części raportu.

### Oczekiwany powrót do dobrych dynamik skor. EBITDA w relacji r/r



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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Jednocześnie zwracamy uwagę, że w perspektywie kolejnych kwartałów (zgodnie z przesłaniem kierowanym przez zarząd spółki do inwestorów na poprzednich konferencjach wynikowych) należy mieć świadomość możliwej materializacji scenariusza wskazującego na kolejne akwizycje w ramach segmentu turystyki o większym znaczeniu niż ostatni projekt rumuński. Oceniamy, iż może to zdopingować przyszłą ścieżkę wynikową spółki, z drugiej strony biorąc pod uwagę poziom odbudowy rynku usług turystycznych otoczenie na realizację dużych projektów M&A (w naszym odczuciu) może być coraz bardziej wymagające dla strony przejmującej.

W analizie zwracamy również uwagę, iż walory WPL w ostatnich miesiącach należą do jednych ze słabszych podmiotów pod względem stóp zwrotu z obszaru media/rozrywka obecnych na GPW. W ujęciu YTD relatywna stopa zwrotu (liczone do indeksu WIG) na walorach WPL to -35,1%, a w ujęciu ostatnich 12 miesięcy to -41,8%. Porównanie do indeksu STOXX Europe 600 Media również wskazuje, że minione miesiące to okres odczuwalnego schodzenia nastrojów wobec oceny perspektyw WPL i materialne znormalizowanie akceptowalnych mnożników rynkowych po jakich handlowana jest obecnie spółka (w oparciu o prognozy na 2024-2025). Zgodnie z naszymi założeniami spółka przy obecnej cenie rynkowej jest handlowana na mnożniku EV/EBITDA na lata 2024-2025 odpowiednio 6,8x oraz 5,6x.

**Względna stopa zwrotu na walorach WPL oraz wybranych spółek z obszaru media/rozrywka obecnych na GPW na tle indeksu WIG**

	3M	6M	YTD	12M
AGORA	-3,8	-7,7	-17,7	-13,5
ATM GRUPA	0,4	41,8	22,2	19,0
CYFROWY POLSAT	9,5	21,3	-6,5	-26,4
DIGITAL NETWORK	-6,1	1,9	50,1	158,5
KINO POLSKA	5,9	28,2	24,4	12,6
ORANGE POLSKA	11,5	15,5	4,5	-1,3
WIRTUALNA POLSKA	-11,9	-27,5	-35,1	-41,8
RAINBOW	3,2	54,1	93,0	199,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Kurs WPL na tle indeksu STOXX Europe 600 Media**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCFF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 5,5% (poprzednio 5,3%). Beta odlewarowana została w wycenie ustalona na poziomie 1,1 i następnie w poszczególnych okresach prognozy stosujemy betę lewarowaną w oparciu o symulację modelu. Premię za ryzyko rynkowe ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Po okresie szczegółowej prognozy, w okresie rezydualnym przyjęliśmy założenie o wzroście przepływów o 2,5% r/r (tak jak poprzednio) i w obliczeniach zastosowaliśmy wacc równy 12,37% (podniesienie z 12,25%).

**Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity WPL na 98,5 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2024-11-04.**

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

		wzrost FCFF w okresie rezydualnym						
		1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
WACC	7,9%	121,2	127,1	134,0	142,1	152,0	164,0	179,2
	9,4%	107,8	111,7	116,2	121,2	127,1	134,0	142,1
	10,9%	98,5	101,3	104,4	107,8	111,7	116,2	121,2
	12,4%	91,6	93,7	96,0	<b>98,5</b>	101,3	104,4	107,8
	13,9%	86,4	88,0	89,7	91,6	93,7	96,0	98,5
	15,4%	82,2	83,5	84,9	86,4	88,0	89,7	91,6
	16,9%	78,8	79,9	81,0	82,2	83,5	84,9	86,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Model DCF**

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 556,0	1 686,1	1 791,3	1 889,3	1 983,5	2 074,8	2 161,7	2 244,0	2 321,5	2 394,5
EBIT [mln PLN]	285,0	336,4	353,8	375,9	404,4	432,3	463,2	490,6	513,8	533,6
NOPAT [mln PLN]	230,8	272,5	286,6	304,5	327,6	350,2	375,2	397,4	416,2	432,2
Amortyzacja [mln PLN]	160,0	172,0	182,6	181,8	175,0	169,4	160,0	154,1	150,6	148,8
Zmiana kapitału obrotowego [mln PLN]	-63,5	-8,4	-2,3	-3,0	-2,0	-2,0	-1,9	-1,9	-1,8	-1,7
CAPEX [mln PLN]	-203,0	-146,0	-156,4	-137,8	-136,7	-134,6	-138,2	-141,2	-143,8	-148,5
FCFF [mln PLN]	124,3	290,1	310,5	345,4	363,9	383,0	395,0	408,4	421,2	430,8
Suma PV FCFF [mln PLN]	1 974,9									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 543,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	3 518,1									
Dług netto i inne korekty [mln PLN]	601,1									
										wzrost / spadek FCFF w okresie rezydualnym: +2,5%
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>2 917,0</b>									WACC w okresie rezydualnym: 12,37%
Ilość akcji [mln szt.]	29,6									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>98,5</b>									

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Przychody ogółem zmiana r/r	8,3%	8,4%	6,2%	5,5%	5,0%	4,6%	4,2%	3,8%	3,5%	3,1%
Marża EBITDA	29%	30%	30%	30%	29%	29%	29%	29%	29%	28%
Marża EBIT	18%	20%	20%	20%	20%	21%	21%	22%	22%	22%
CAPEX / Przychody	13%	9%	9%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%
D / E	31%	30%	29%	28%	27%	26%	24%	23%	22%	21%
E / (E+D)	76%	77%	77%	78%	79%	80%	80%	81%	82%	83%
D / (E+D)	24%	23%	23%	22%	21%	20%	20%	19%	18%	17%
Stopa wolna od ryzyka	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta nielewarowana	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Beta lewarowana	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2
Kosz kapitału własnego	14,0%	14,0%	14,0%	13,9%	13,9%	13,8%	13,7%	13,7%	13,6%	13,6%
Kosz długu po opodatkowaniu	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
WACC	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,4%	12,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA MNOŻNIKOWA

Wycenę spółki metodą mnożnikową oparliśmy o EV/EBITDA według naszych założeń na 2024-2025. Z uwagi m.in. na ograniczenie (w porównaniu do poprzednich naszych projekcji) potencjału dynamiki wzrostu segmentu reklama i subskrypcje zdecydowaliśmy się na obniżenie mnożnika EV/EBITDA wyceny dla segmentu z 8,0x na 7,5x. Dla segmentu turystyka obniżyliśmy mnożnik wyceny EV/EBITDA z 6,5x na 5,5x (m.in. wejście w okres znormalizowanych wyników i dostosowanie do grupy porównawczej). Dla pozostałych obszarów w ramach grupy stosujemy mnożnik 5,0x (było 5,5x). Wskazane podejście sugeruje wycenę equity WPL na poziomie blisko 2,78 mld PLN, czyli ok 93,84 PLN/akcję.

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2024-2025						
	4,5	5,5	6,5	7,0	7,5	8,5	9,5
Cena docelowa [PLN/akcję]	56,6	72,7	88,8	<b>96,8</b>	104,9	121,0	137,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	EV/EBITDA	
	2024E	2025E
SCHIBSTED	34,9	24,8
NEW WORK	6,2	4,5
ADEVINTA		
SCOUT24	18,9	16,6
AUTO TRADER	19,5	17,7
RIGHTMOVE	18,2	16,7
VIVENDI	9,5	9,0
INFORMA	12,2	10,7
PEARSON	10,2	9,8
WOLTERS KLUWER	21,1	19,6
ALPHABET	13,9	12,5
META PLATFORMS	16,0	14,2
TRIPADVISOR	5,5	5,1
HOMETOGO		7,9
AIRBNB	20,2	18,0
EXPEDIA GROUP	7,8	7,2
BOOKING HOLDINGS	18,8	16,8
HOSTELWORLD	9,1	7,9
LASTMINUTE.COM	2,2	1,9
MAKEMYTRIP	67,9	46,7
TRAINLINE	10,7	10,0
TRIP.COM	15,4	13,1
RAINBOW	5,6	5,9
AGORA	4,7	3,9
GRUPA PRACUJ	11,0	10,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Mediana mnożnika EV/EBITDA na lata 2024-2025 dla wskazanych podmiotów wyniosła odpowiednio 11,4x oraz 10,4x.

Dla grupy podmiotów z ekspozycją na obszar technologii i mediów elektronicznych mediana na lata 2024-2025 wynosi 16,0x i 14,2x. Z kolei spółki z główną ekspozycją na rynek turystyki, wg mediany, na lata 2024-2025 są handlowane na poziomie odpowiednio 9,9x i 8,9x.

### Kurs WPL na tle indeksu WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Kurs WPL na tle indeksu STOXX Europe 600 Media



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Względna stopa zwrotu na walorach WPL oraz wybranych spółek z obszaru media/rozrywka obecnych na GPW na tle indeksu WIG

	3M	6M	YTD	12M
AGORA	-3,8	-7,7	-17,7	-13,5
ATM GRUPA	0,4	41,8	22,2	19,0
CYFROWY POLSAT	9,5	21,3	-6,5	-26,4
DIGITAL NETWORK	-6,1	1,9	50,1	158,5
KINO POLSKA	5,9	28,2	24,4	12,6
ORANGE POLSKA	11,5	15,5	4,5	-1,3
<b>WIRTUALNA POLSKA</b>	<b>-11,9</b>	<b>-27,5</b>	<b>-35,1</b>	<b>-41,8</b>
RAINBOW	3,2	54,1	93,0	199,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Walory WPL w ostatnich miesiącach należą do jednych ze słabszych podmiotów pod względem stóp zwrotu z obszaru media/rozrywka obecnych na GPW. W ujęciu YTD relatywna stopa zwrotu (liczone do indeksu WIG) na walorach WPL to -35,1%, a w ujęciu ostatnich 12 miesięcy to -41,8%. Porównanie do indeksu STOXX Europe 600 Media również wskazuje, że minione miesiące to okres odczuwalnego schodzenia nastrojów wobec oceny perspektyw spółki i materialne znormalizowanie akceptowalnych mnożników rynkowych po jakich handlowana jest obecnie spółka (w oparciu o prognozy na 2024-2025). Zgodnie z naszymi założeniami spółka przy obecnej cenie rynkowej jest handlowana na mnożniku EV/EBITDA na lata 2024-2025 odpowiednio 6,8x oraz 5,6x.

## WYNIKI SKONSOLIDOWANE WPL ZA Q2 2024

Dane za Q2 2024 na poziomie EBITDA jak i wyniku netto okazały się być poniżej naszych wcześniejszych oczekiwań (kolejny z rzędu trudny odczyt kwartalny dla kluczowego segmentu reklama i subskrypcje). Zaprezentowany raport Wirtualnej Polski za Q2 2024 był według nas relatywnie najłagodniejszym odczytem wynikowym na tle innych pokrywanych przez nas podmiotów z obszaru telekomunikacja/media/rozrywka.

W segmencie reklama i subskrypcje przychody były wyższe o 3,3% r/r. Spółka w komentarzu zwraca uwagę, że wzrost przychodów w omawianym kwartale to skutek stopniowej poprawy w dynamice wpływów z reklamy i rosnącej sprzedaży subskrypcji. Odczyt EBITDA skor. segmentu reklama i subskrypcje (bez kosztów restrukturyzacji zatrudnienia) spadł o 14% r/r do 58,1 mln PLN. W Q2 2024 marża EBITDA skor. segmentu spadła do 33,4% i w ujęciu r/r jest to erozja o 6,6 pkt %. Jak podała spółka w komentarzu, erozja marży „... wynika głównie ze wzrostu kosztów operacyjnych segmentu, zwłaszcza związanych z wynagrodzeniami... Dodatkowo, EBITDA segmentu była pod wpływem wyższych kosztów marketingu i inwestycji w przyszły wzrost części subskrypcyjnej...”. Zwracamy uwagę, że w pozycjach uzgadniających (ujęcie poza segmentem) spółka rozpoznała koszty zwolnień grupowych, które miały miejsce w segmencie w kwocie ok 8,6 mln PLN.

W segmencie turystyka w Q2 2024 przychody wzrosły o 18% r/r do poziomu 144,5 mln PLN. W dalszym ciągu wysoka dynamika przychodów wynikała głównie ze sprzedaży pakietów wakacji zagranicznych. Odczyt EBITDA skor. segmentu turystyka to 31,4 mln PLN (+32% r/r).

### Wyniki WP za Q2 2024 [PLN m]

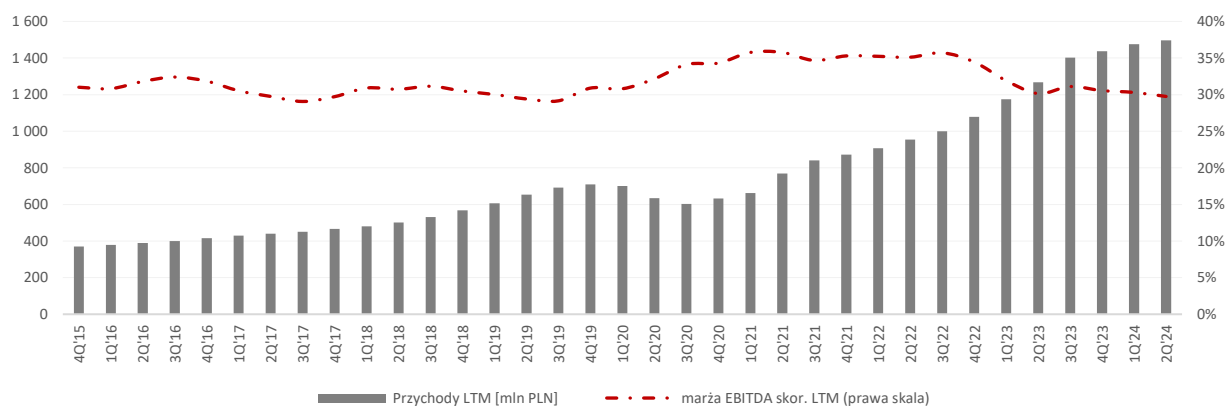
	Q2'23	Q2'24	y/y	Q2'23 LTM	Q2'24 LTM	y/y
Przychody	359,6	380,8	5,9%	1 268,0	1 497,4	18,1%
Reklama i subskrypcje	168,5	174,1	3,3%	658,9	695,4	5,5%
Turystyka	122,4	144,5	18,0%	352,2	550,2	56,2%
Finanse konsumenckie	56,1	49,2	-12,4%	201,8	191,0	-5,4%
<b>EBITDA skor.</b>	<b>100,2</b>	<b>98,4</b>	<b>-1,8%</b>	<b>382,2</b>	<b>445,5</b>	<b>16,6%</b>
Reklama i subskrypcje	68,0	58,1	-14,5%	281,4	262,2	-6,8%
Turystyka	23,9	31,4	31,6%	72,4	152,9	111,1%
Finanse konsumenckie	8,1	8,4	4,6%	30,2	27,1	-10,3%
EBITDA	96,7	85,4	-11,8%	357,8	421,3	17,7%
Amortyzacja	38,1	39,6	4,0%	131,0	148,8	13,6%
EBIT	58,6	45,7	-22,0%	226,8	272,4	20,1%
Saldo finansowe	-15,8	-13,9	---	-41,5	-60,7	---
Wynik brutto	46,3	30,5	-34,3%	187,7	204,0	8,6%
Wynik netto	33,6	19,1	-43,1%	135,5	152,2	12,3%
<b>wynik przypisany akcjonariuszom</b>	<b>31,9</b>	<b>16,8</b>	<b>-47,2%</b>	<b>127,6</b>	<b>143,0</b>	<b>12,1%</b>
EBITDA skor. marża %	27,9%	25,8%	-2,0%	30,1%	29,8%	-0,4%
Reklama i subskrypcje	40,3%	33,4%	-6,9%	42,7%	37,7%	-5,0%
Turystyka	19,5%	21,7%	2,2%	20,6%	27,8%	7,2%
Finanse konsumenckie	14,4%	17,2%	2,8%	15,0%	14,2%	-0,8%

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

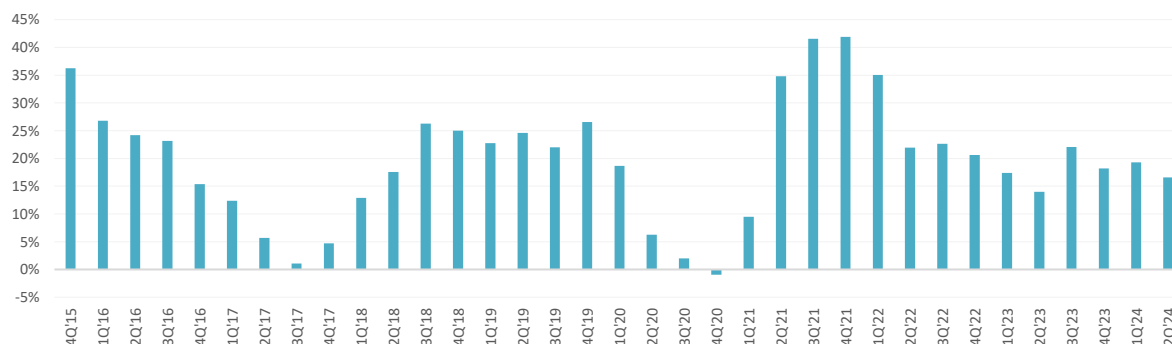


**Przychody w ujęciu LTM i marża EBITDA skor.**



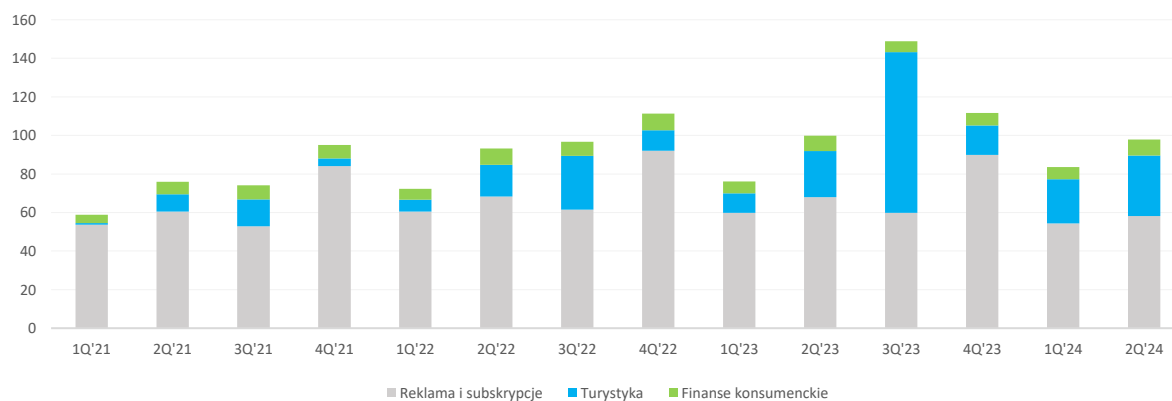
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Historyczna dynamika r/r odczytów EBITDA skorygowana LTM**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Kontrybucja segmentów do odczytów EBITDA [mln PLN]**



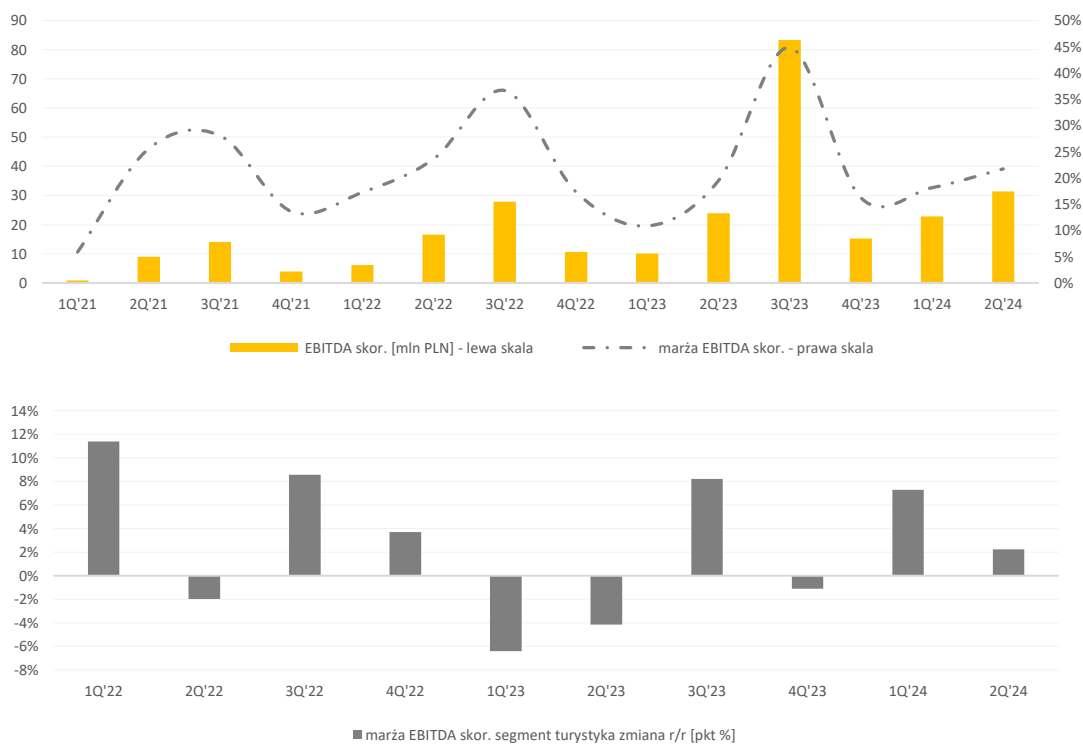
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Segment reklama i subskrypcje – EBITDA w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Segment turystyka – EBITDA w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## ZAŁOŻENIA NA Q3 2024

Przygotowujemy się na scenariusz stopniowej poprawy dynamiki wzrostu przychodów w segmencie reklama i subskrypcje. W naszym modelu spodziewamy się wzrostu wartości sprzedaży w tym segmencie o 3,8% r/r (wysokie dynamiki w kategorii subskrypcje i nadal niskie w kategorii reklama). Na poziomie skor. EBITDA w omawianej dywizji biznesowej założyliśmy płaski odczyt w ujęciu r/r (60,4 mln PLN względem 59,8 mln PLN w Q3 2023). W ujęciu LTM skor. EBITDA segmentu według naszej symulacji może wynieść 262,8 mln PLN, co będzie oznaczało spadek o 6,1% r/r.

Dla segmentu turystyka przyjęliśmy założenie o 13% wzroście przychodów w ujęciu r/r. Przypominamy, że spółka w komentarzu do wyników za poprzednie kwartały wskazywała, że „...bardzo dobra sprzedaż w formule first-minute w 2024 r. może mieć wpływ na dynamikę wzrostu przychodów rozpoznawanych w najwyższym sezonie 2024 roku (przypadającym na III kwartał)...”. Na poziomie skor. EBITDA prognozujemy dla segmentu odczyt rzędu 85,3 mln PLN, co oznacza wzrost o 2,3% r/r. W ujęciu LTM skor. EBITDA segmentu według nas może wynieść 154,8 mln PLN (+21,1% r/r).

Ogółem na poziomie skonsolidowanym zakładamy, iż Q3 2024 powinien przynieść bardziej budujące dane po słabym odczycie za Q2 2024. Przychody skonsolidowane w Q3 2024 zakładamy na poziomie 437,5 mln PLN (+7,9% r/r). Na poziomie skor. EBITDA spółka według naszej prognozy może pokazać 153,2 mln PLN (+2,2% r/r). Wynik netto przypisany akcjonariuszom zakładamy, iż będzie bliski 73,3 mln PLN (+4,5% r/r).

### Założenia dla WP na Q3 2024 [PLN m]

	Q3 23	Q3 24E	y/y	Q3 23 LTM	Q3 24E LTM	y/y
Przychody	405,3	437,5	7,9%	1 402,4	1 529,6	9,1%
Reklama i subskrypcje	156,3	162,1	3,8%	686,3	701,2	2,2%
Turystyka	185,8	209,9	13,0%	461,8	574,4	24,4%
Finanse konsumenckie	47,6	49,8	4,5%	198,9	193,1	-2,9%
<b>EBITDA skor.</b>	<b>149,8</b>	<b>153,2</b>	<b>2,2%</b>	<b>436,2</b>	<b>448,8</b>	<b>2,9%</b>
Reklama i subskrypcje	59,8	60,4	1,0%	279,8	262,8	-6,1%
Turystyka	83,4	85,3	2,3%	127,9	154,8	21,1%
Finanse konsumenckie	5,7	6,7	17,6%	28,6	28,1	-1,9%
EBITDA	146,3	152,0	3,9%	414,8	427,0	2,9%
Amortyzacja	36,7	40,6	10,8%	144,8	152,8	5,5%
EBIT	109,6	111,4	1,6%	270,0	274,2	1,6%
Saldo finansowe	-16,8	-13,6	---	-56,6	-57,4	---
Wynik brutto	90,0	97,3	8,1%	213,3	211,3	-0,9%
Wynik netto	71,7	75,6	5,4%	156,5	156,0	-0,3%
<b>wynik przypisany akcjonariuszom</b>	<b>70,1</b>	<b>73,3</b>	<b>4,5%</b>	<b>148,8</b>	<b>146,1</b>	<b>-1,8%</b>
EBITDA skor. marża %	37,0%	35,0%	-2,0%	31,1%	29,3%	-1,8%
Reklama i subskrypcje	38,3%	37,3%	-1,0%	40,8%	37,5%	-3,3%
Turystyka	44,9%	40,6%	-4,3%	27,7%	26,9%	-0,7%
Finanse konsumenckie	12,0%	13,5%	1,5%	14,4%	14,5%	0,2%

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## ZAŁOŻENIA MODELU NA KOLEJNE OKRESY

Ogółem dla WPL na Q4 2024 założyliśmy przychody na poziomie 387,8 mln PLN, co będzie oznaczało wzrost o 7% r/r. W ujęciu całego 2024 przychody mogą wynieść 1,56 mld PLN. Odczyt EBITDA skor. spółki w Q4 2024 może wynieść 127,4 mln PLN (+12,8% r/r), a w ujęciu 2023 może to być wartość 463,3 mln PLN. Wynik netto przypisany akcjonariuszom za Q4 2024 według naszej symulacji może wynieść 73,3 mln PLN, a w ujęciu 2024 wynik netto może wynieść 158,9 mln PLN (względem 155,8 mln PLN z 2023 roku).

Z bieżącej perspektywy bardziej optymistycznie patrzymy na Q4 2024. Liczymy na niewielką poprawę dynamiki przychodów w segmencie reklama i subskrypcje. Staramy się również uwzględnić dokonane przez spółkę w bieżącym roku zmiany w strukturze kosztowej (m.in. efekt przeprowadzonej restrukturyzacji zatrudnienia w trakcie 2024 roku). Tym samym według naszej projekcji, po serii słabych odczytów wyników, w Q4 2024 segment może wykazać już wzrost skor. EBITDA w ujęciu r/r. Z bieżącej perspektywy spodziewamy się odczytu skor. EBITDA na poziomie 102,8 mln PLN (+14,4% r/r). W skali całego 2024 roku w segmencie prognozujemy odczyt skor. EBITDA na poziomie 275,7 mln PLN (-0,6% r/r).

W średnim horyzoncie (najbliższe 3 lata) w modelu staramy się uwzględnić potencjał przychodowy inicjatywy związanej rozwojem WPartner na rynku krajowym jak i na rynkach zagranicznych (CEE). Kolejnym impulsem dla wzrostu przychodów według nas powinien być rozwój WP Sales Booster oraz WP Ads. Równolegle w ramach segmentu w najbliższych trzech latach spodziewamy się wysokich jednocyfrowych dynamik wzrostu przychodów z subskrypcji.

Akcentowane przez nas impulsy, które mają pobudzić dynamikę sprzedaży segmentu reklama i subskrypcje będą jednak w naszym odczuciu wpływać na rozwodnienie dotychczasowej bardzo wysokiej marżowości biznesu. Przypominamy, iż marża skor. EBITDA w latach 2021-2022 w segmencie wynosiła odpowiednio 48,2% i 47,5% i w 2023 roku spadła do ok 40,4%, na co wpływ miało m.in. ujęcie nowej działalności subskrypcyjnej. Biorąc pod uwagę nasze projekcje na rok 2024 spodziewamy się, iż marża skor. EBITDA w segmencie wyniesie blisko 38,8% (dzięki oczekiwanemu dobremu odczytowi za Q4 2024; w ujęciu LTM marża po Q2 2024 wynosi 37,7%). Na 2025 rok staramy się ująć efekt lepszych dynamik przychodowych oraz wpływ dokonanej optymalizacji kosztowej (z 2024 roku), co w naszym modelu znajduje odzwierciedlenie w poprawie marży segmentu do poziomu blisko 40,1%. Kolejne lata w naszym modelu wskazują na stopniową erozję marży, co jest skutkiem wysokich dynamik linii przychodowych cechujących się rentownością poniżej średniej dla omawianej dywizji biznesowej. W ujęciu nominalnym skor. EBITDA segmentu reklama i subskrypcje w roku 2025 może wynieść według naszych założeń 300,5 mln PLN (+9% r/r). Lata 2026-2027 w naszym modelu wskazują na scenariusz wzrostu skor. EBITDA o odpowiednio 5,1% i 4,2% r/r.

Segment turystyka jest beneficjentem bardzo silnego popytu na usługi wyjazdowe. Dynamika wpływów ze sprzedaży wakacji zagranicznych od dłuższego czasu przewyższa dynamikę zachowania rynku turystyki krajowej. W modelu staramy się uwzględnić dokonaną akwizycję podmiotu z ekspozycją na rynek rumuński. Spółka poinformowała pod koniec września br., iż nastąpiła finalizacja nabycia udziałów w rumuńskim podmiocie Creative Eye przez Szallas Group (warunkowa transakcja nabycia została już zakomunikowana w czerwcu br.). Cena nabycia 80% udziałów wyniosła 16,7 mln EUR i zostanie skorygowana o gotówkę netto na dzień zamknięcia transakcji. Szallas zobowiązał się do nabycia pozostałych 20% udziałów w Creative Eye w 2025 roku po zatwierdzeniu sprawozdania finansowego za rok finansowy 2024. Jak podano w komunikacie, Creative Eye poprzez platformę [www.litoralulromanesc.ro](http://www.litoralulromanesc.ro) ma w ofercie około 460 obiektów noclegowych (portal oferuje m.in. obiekty noclegowe położone wzdłuż linii brzegowej Morza Czarnego), w których w 2023 roku klienci dokonali ponad 87 tys. rezerwacji, o łącznej wartości ponad 45 mln EUR. W 2023 roku Creative Eye wygenerowało blisko 3 mln EUR wyniku EBITDA. Przejęty podmiot wzbogaca ofertę spółki w ramach oferty turystyki krajowej w obszarze CEE, co jest jednym z celów strategicznych dla segmentu turystyka. W modelu przyjęliśmy podobny rozkład przychodów i wyników nowego podmiotu, jak dla Szallas.

Ogółem w segmencie turystyka zakładamy, że w 2024 roku przychody wzrosną do 586,6 mln PLN, a skor. EBITDA do 155,7 mln PLN, czyli w ujęciu r/r jest to odpowiednio +18,6% oraz +17,5%. W 2023 roku udział segmentu turystyki w kontrybucji do skor. EBITDA grupy to blisko 30,2% (po Q2 2024 w ujęciu LTM było to 34,3%). Według naszej projekcji w 2026 roku (w obecnej strukturze spółki) segment turystyki może odpowiadać za blisko 35% skor. EBITDA grupy.

W segmencie turystyka kolejne lata w naszej prognozie to dalsza dynamiczna transformacja modelu biznesowego. Przypominamy, że po akwizycji Szallas w ramach segmentu spółka zapowiedziała rozwój modelu transakcyjnego także w części biznesowej powiązanej z [nocowanie.pl](http://nocowanie.pl) (odejście od dotychczasowego modelu ogłoszeniowego na jakim opierał się serwis).

Konkurencja ze strony międzynarodowych platform turystycznych jest bardzo silna. Niemniej w naszym odczuciu, spółka konsekwentnie podejmuje szereg działań mających wzmocnić pozycję spółki na rynku usług turystycznych w regionie CEE. Przypominamy też wyznaczony cel biznesowy przez prezesa spółki, który w liście do akcjonariuszy po wynikach rocznych za 2022 rok podkreślił, że pokłada „duże nadzieje w projekcie budowy championa Europy Środkowo-Wschodniej w obszarze turystyki krajowej”.

Oceniamy, że w perspektywie kolejnych kwartałów inwestorzy powinni mieć świadomość materializacji scenariusza wskazującego na dalsze akwizycje w ramach segmentu turystyki (o większym znaczeniu niż ostatni projekt rumuński). Jednocześnie oceniamy, iż biorąc pod uwagę poziom odbudowy rynku usług turystycznych otoczenie na realizację dużych projektów M&A może być coraz bardziej wymagające dla strony przejmującej.

Na rok 2025 w segmencie turystyka (w obecnej strukturze) w modelu zakładamy nadal wyraźnie lepsze dynamiki wzrostu organicznego w obszarze turystyki zagranicznej oraz niskie/średnie jednocyfrowe dynamiki wzrostu w turystyce krajowej (plus efekt konsolidacji Creative Eye). W średnim horyzoncie spodziewamy się stopniowej poprawy dynamik sprzedaży w obszarze turystyki krajowej. Przypominamy, że platforma nocowanie.pl kontynuuje proces stopniowej transformacji modelu biznesowego, z subskrypcyjnego na transakcyjny. W ramach segmentu, dodatkowo została zawarta umowa nabycia 80% udziałów w Creative Eye (Rumunia). Dlatego, w roku 2026 w prognozie uwzględniamy już podobne dynamiki wzrostu w obszarze turystyki zagranicznej i lokalnej. Tym samym na lata 2025-2026 spodziewamy się wzrostu przychodów segmentu do odpowiednio 663,7 mln PLN i 710,2 mln PLN (odpowiednio +13,1% r/r i +7% r/r). Skor. EBITDA w latach 2025-2026 w naszej prognozie wynosi odpowiednio 179,8 mln PLN i 191 mln PLN (+15,5% r/r i +6,2% r/r). Zwracamy uwagę, że marża na poziomie skor. EBITDA w naszym modelu w nadchodzących latach jest bliska 27%, co na tle grupy porównawczej jest wartością powyżej średniej.

Uwzględniając perspektywę powrotu do wzrostu wyników w kluczowym segmencie reklama i subskrypcje oraz dodatnich dynamik w segmencie turystyka, założyliśmy odczyt skor. EBITDA na rok 2025 na poziomie 514,5 mln PLN, co będzie oznaczało wzrost względem 2024 roku o 11,1%. Na kolejne dwa lata, czyli lata 2026-2027 nasz model zakłada wzrost skor. EBITDA o odpowiednio 5,4% i 4% r/r.

#### Szczegółowe założenia modelu na kolejne okresy [mln PLN]

	Q1 24	Q2 24	Q3 24E	Q4 24E	Q1 25E	Q2 25E	Q3 25E	Q4 25E	2023	2024E	2025E
Przychody	349,8	380,8	437,5	387,8	376,7	410,9	485,7	412,8	1 436,8	1 556,0	1 686,1
Reklama i subskrypcje	161,3	174,1	162,1	213,4	170,2	184,1	171,0	224,9	686,8	710,9	750,2
Turystyka	126,0	144,5	209,9	106,3	139,8	160,4	246,7	116,9	494,7	586,6	663,7
Finanse konsumenckie	47,5	49,2	49,8	49,2	51,1	52,9	51,8	51,1	199,5	195,7	206,9
<b>EBITDA skor.</b>	<b>84,3</b>	<b>98,4</b>	<b>153,2</b>	<b>127,4</b>	<b>94,7</b>	<b>109,7</b>	<b>177,6</b>	<b>132,4</b>	<b>439,0</b>	<b>463,3</b>	<b>514,5</b>
Reklama i subskrypcje	54,4	58,1	60,4	102,8	62,3	66,6	65,5	106,1	277,5	275,7	300,5
Turystyka	22,9	31,4	85,3	16,2	24,3	34,0	103,9	17,6	132,5	155,7	179,8
Finanse konsumenckie	6,4	8,4	6,7	7,4	7,4	8,5	7,5	7,7	26,5	28,9	31,1
EBITDA	81,1	85,4	152,0	126,5	93,2	108,2	176,1	130,9	427,2	445,0	508,5
Amortyzacja	38,3	39,6	40,6	41,4	42,1	42,7	43,3	44,0	146,0	160,0	172,0
EBIT	42,8	45,7	111,4	85,1	51,2	65,5	132,8	87,0	281,2	285,0	336,4
Saldo finansowe	-15,1	-13,9	-13,6	-13,6	-13,9	-13,5	-12,7	-12,6	-61,3	-56,3	-52,7
Wynik brutto	27,3	30,5	97,3	71,0	36,8	51,5	119,6	73,9	218,7	225,9	281,8
Wynik netto	19,0	19,1	75,6	54,4	26,8	38,8	93,7	57,0	164,0	168,0	216,2
wynik przypisany akcjonariuszom	16,7	16,8	73,3	52,1	24,5	36,5	91,4	54,7	155,8	158,9	207,2
<b>EBITDA skor. marża %</b>	<b>24,5%</b>	<b>26,3%</b>	<b>35,7%</b>	<b>33,6%</b>	<b>25,5%</b>	<b>27,2%</b>	<b>37,2%</b>	<b>32,8%</b>	<b>31,2%</b>	<b>30,3%</b>	<b>31,1%</b>
Reklama i subskrypcje	33,7%	33,4%	37,3%	48,2%	36,6%	36,2%	38,3%	47,2%	40,4%	38,8%	40,1%
Turystyka	18,1%	21,7%	40,6%	15,2%	17,4%	21,2%	42,1%	15,0%	26,8%	26,5%	27,1%
Finanse konsumenckie	13,5%	17,2%	13,5%	15,0%	14,5%	16,2%	14,5%	15,0%	13,3%	14,8%	15,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Zmiana w naszych założeniach na lata 2023-2025 (w porównaniu do raportu analitycznego z 2024-01-04) [PLN m]**

	nowe	nowe	nowe	było	było	było	zmiana	zmiana	zmiana
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Przychody	1 556,0	1 686,1	1 791,3	1 542,4	1 687,4	1 837,0	0,9%	-0,1%	-2,5%
Reklama i subskrypcje	710,9	750,2	797,6	728,5	779,5	830,0	-2,4%	-3,8%	-3,9%
Turystyka	586,6	663,7	710,2	550,3	632,8	721,4	6,6%	4,9%	-1,6%
Finanse konsumenckie	195,7	206,9	215,1	206,2	215,5	224,1	-5,1%	-4,0%	-4,0%
<b>EBITDA skor.</b>	<b>463,3</b>	<b>514,5</b>	<b>542,4</b>	<b>470,6</b>	<b>509,0</b>	<b>547,9</b>	<b>-1,6%</b>	<b>1,1%</b>	<b>-1,0%</b>
Reklama i subskrypcje	275,7	300,5	316,0	289,1	301,5	312,8	-4,6%	-0,3%	1,0%
Turystyka	155,7	179,8	191,0	149,5	173,6	199,7	4,2%	3,6%	-4,3%
Finanse konsumenckie	28,9	31,1	32,3	29,8	31,5	33,0	-2,9%	-1,2%	-2,1%
EBITDA	445,0	508,5	536,4	464,6	503,0	541,8	-4,2%	1,1%	-1,0%
Amortyzacja	160,0	172,0	182,6	154,2	154,4	154,8	3,8%	11,4%	17,9%
EBIT	285,0	336,4	353,8	310,4	348,6	387,0	-8,2%	-3,5%	-8,6%
Saldo finansowe	-56,3	-52,7	-47,4	-56,8	-49,7	-43,4			
Wynik brutto	225,9	281,8	304,6	251,6	297,5	342,3	-10,2%	-5,3%	-11,0%
Wynik netto	168,0	216,2	235,6	191,1	229,5	275,6	-12,1%	-5,8%	-14,5%
<b>wynik przypisany akcjonariuszom</b>	<b>158,9</b>	<b>207,2</b>	<b>226,5</b>	<b>184,6</b>	<b>222,7</b>	<b>268,4</b>	<b>-13,9%</b>	<b>-7,0%</b>	<b>-15,6%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W obecnym raporcie analitycznym skorygowaliśmy w dół założenia wynikowe na najbliższe lata. Rewizja in minus dotyczy segmentu reklama i subskrypcje. Obniżyliśmy prognozowane przychody na lata 2024-2025 odpowiednio o 2,4 i 3,8%. Na poziomie skor. EBITDA spodziewamy się, że segment może wykazać słabsze odczyty o 4,6% i 0,3% względem naszych założeń z 2024-01-04.

Dla segmentu turystyka korygujemy w górę oczekiwania przychodowe na lata 2024-2025, co skutkuje wzrostem EBITDA w latach 2024-2025 odpowiednio o 4,2% i 3,6% względem poprzedniego raportu analitycznego.

Ogółem na poziomie skonsolidowanym obniżyliśmy ścieżkę wzrostu skor. EBITDA skor. 463,3 mln PLN w 2024 roku i 514,5 mln PLN w 2025 roku (rewizja odpowiednio o -1,6% na 2024 rok i +1,1% na 2025 rok względem poprzedniego raportu analitycznego z 2024-01-04).

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

**Założenia modelowe oraz wskaźniki rynkowe dla WPL**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Przychody	872,2	1 077,7	1 436,8	1 556,0	1 686,1	1 791,3	1 889,3	1 983,5	2 074,8
Segment reklama i subskrypcje	521,4	595,1	686,8	710,9	750,2	797,6	844,8	890,9	937,2
Segment turystyka	127,8	242,8	494,7	586,6	663,7	710,2	751,0	789,9	826,7
EBITDA skor.	307,8	371,4	439,0	463,3	514,5	542,4	563,8	585,7	608,2
Segment reklama i subskrypcje	251,2	282,3	277,5	275,7	300,5	316,0	329,1	342,7	356,7
Segment turystyka	27,7	61,2	132,5	155,7	179,8	191,0	198,1	205,3	212,8
EBITDA	310,1	340,1	427,2	445,0	508,5	536,4	557,7	579,4	601,7
Amortyzacja	82,5	100,5	146,0	160,0	172,0	182,6	181,8	175,0	169,4
EBIT	227,6	239,6	281,2	285,0	336,4	353,8	375,9	404,4	432,3
Saldo finansowe	4,2	-8,2	-62,5	-58,7	-54,6	-49,2	-37,9	-35,2	-30,2
Wynik netto	187,8	178,3	164,0	168,0	216,2	235,6	266,5	292,3	320,0
Wynik netto dla akcjonariuszy	182,7	170,5	155,8	158,9	207,2	226,5	257,0	282,4	309,5
EBITDA skor. marża %	36,3%	35,4%	31,2%	30,3%	31,1%	30,8%	30,4%	30,1%	29,9%
Reklama i subskrypcje	48,2%	47,4%	40,4%	38,8%	40,1%	39,6%	39,0%	38,5%	38,1%
Turystyka	21,7%	25,2%	26,8%	26,5%	27,1%	26,9%	26,4%	26,0%	25,7%

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Aktywa trwałe	907,5	1 533,6	1 526,3	1 574,6	1 550,3	1 526,2	1 483,9	1 447,3	1 414,2
Aktywa obrotowe	355,5	477,2	558,8	570,2	738,2	912,4	1 092,9	1 264,1	1 429,1
Należności	202,8	251,6	278,3	302,7	334,9	355,8	374,8	392,9	410,4
Zapasy	16,1	26,8	26,6	38,4	41,6	44,2	46,6	48,9	51,2
Inne	1,2	13,4	14,5	8,1	8,2	8,3	8,3	8,4	8,5
Środki pieniężne	135,4	185,4	239,5	221,1	353,5	504,1	663,2	813,9	959,0
Aktywa razem	1 262,9	2 010,8	2 085,1	2 144,8	2 288,5	2 438,6	2 576,8	2 711,4	2 843,3
Kapitał własny	743,3	922,9	915,8	962,2	1 097,0	1 243,8	1 391,8	1 536,1	1 678,4
Zobowiązania długoterminowe	301,0	641,9	634,1	692,0	672,0	652,0	622,0	592,0	562,0
Zobowiązania krótkoterminowe	218,6	446,1	535,2	490,6	519,5	542,8	563,0	583,2	602,8
Pasywa razem	1 262,9	2 010,8	2 085,1	2 144,8	2 288,5	2 438,6	2 576,8	2 711,4	2 843,3
Zobowiązania %	297,1	736,7	781,3	766,7	746,7	726,7	696,7	666,7	636,7
Dług netto	161,7	551,3	541,8	545,7	393,2	222,6	33,5	-147,1	-322,3

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
CF operacyjny	244,7	265,8	384,0	328,7	432,5	463,2	481,8	499,1	516,2
CF inwestycyjny	-114,3	-571,0	-225,9	-214,2	-146,0	-156,4	-137,8	-136,7	-134,6
CF finansowy	-184,3	359,0	-99,7	-133,7	-154,1	-156,2	-184,9	-211,8	-236,4
Przepływy razem	-53,9	53,7	58,5	-19,2	132,4	150,7	159,1	150,7	145,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Założenia modelowe oraz wskaźniki rynkowe dla WPL**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Liczba akcji [mln szt.]	29,5	29,5	29,6	29,6	29,6	29,6	29,6	29,6	29,6
Kurs [PLN]	83,7	83,7	83,7	83,7	83,7	83,7	83,7	83,7	83,7
BVPS [PLN]	25,2	31,3	30,9	32,5	37,0	42,0	47,0	51,9	56,7
EPS [PLN]	6,2	5,8	5,3	5,4	7,0	7,6	8,7	9,5	10,5
P/E [x]	13,5	14,5	15,9	15,6	12,0	10,9	9,6	8,8	8,0
EV/Przychody [x]	3,0	2,8	2,1	1,9	1,7	1,5	1,3	1,2	1,0
EV/EBITDA [x]	8,5	8,9	7,1	6,8	5,6	5,0	4,5	4,0	3,6
EV/EBIT [x]	11,5	12,6	10,7	10,6	8,5	7,6	6,7	5,8	5,0
P/BV [x]	3,3	2,7	2,7	2,6	2,3	2,0	1,8	1,6	1,5
EV [mln PLN]	2 627,7	3 017,3	3 020,6	3 024,4	2 872,0	2 701,3	2 512,3	2 331,6	2 156,4
Kapitalizacja [mln PLN]	2 466,0	2 466,0	2 478,7	2 478,7	2 478,7	2 478,7	2 478,7	2 478,7	2 478,7
Dług netto [mln PLN]	161,7	551,3	541,8	545,7	393,2	222,6	33,5	-147,1	-322,3
Dług netto/EBITDA [x]	0,5	1,6	1,3	1,2	0,8	0,4	0,1	-0,3	-0,5
Przychody zmiana r/r	38,0%	23,6%	33,3%	8,3%	8,4%	6,2%	5,5%	5,0%	4,6%
Marża EBITDA	35,6%	31,6%	29,7%	28,6%	30,2%	29,9%	29,5%	29,2%	29,0%
Marża netto	20,9%	15,8%	10,8%	10,2%	12,3%	12,6%	13,6%	14,2%	14,9%
ROA	14,6%	10,4%	7,6%	7,5%	9,3%	9,6%	10,3%	10,7%	11,1%
ROE	27,8%	21,3%	17,8%	17,7%	21,1%	20,4%	20,6%	20,4%	20,4%
DPS [PLN]	1,6	1,2	2,5	2,0	2,8	3,0	4,0	5,0	6,0
rentowność dywidendy	1,9%	1,4%	3,0%	2,4%	3,3%	3,6%	4,8%	6,0%	7,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.



**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**
**Maciej Bobrowski**

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

**Krzysztof Pado**

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

**Krzysztof Tkocz**

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

**Anna Tobiasz**

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

**Andrzej Wodecki**

Młodszy analitik rynku akcji  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 39  
e-mail: andrzej.wodecki@bdm.pl

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**
**Leszek Mackiewicz**

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

**Piotr Dedecjus**

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

**Maciej Fink-Finowicki**

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

**Tomasz Grzeszczyk**

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

**Piotr Komorowski**

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

**Historia rekomendacji na temat spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
akumuluj	96,2	redukuj	102,8	2024-10-21	12:19 CET	83,7	82 521
redukuj	102,8	akumuluj	129,1	2024-01-04	08:29 CET	115,4	77 054
akumuluj	129,1	wznowienie	---	2023-08-23	08:39 CEST	116	68 161
kupuj **	94,8	Kupuj	87,5	09.12.2020	08:00 CEST	81,6	56 012
kupuj **	87,5	Akumuluj	64,3	03.03.2020	08:00 CEST	71,0	50 150
akumuluj **	64,3	---	---	07.06.2019	09:15 CEST	58,2	58 526

\*\* autorem raportów był inny analitik

#### Objaśnienia używanej terminologii:

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

#### System rekomendacji:

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

#### Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w Q4 2024*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	33%	0	0%
Akumuluj	1	33	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	33%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

## INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

**Data sporządzenia materiału: 2024-10-21.**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-10-21 (12:19 CET).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-10-24.**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### **DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPLYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:**

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

#### **Na dzień 2024-10-21:**

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

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą 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.