

piątek, 25 listopada 2022 | aktualizacja raportu

## Wirtualna Polska: akumuluj (podtrzymana)

WPL PW; WPL.WA | media, Polska

### Atrakcyjna waluacja, ale spowolnienie na horyzoncie

Wirtualna Polska zaraportowała zestaw dobrych wyników za 3Q'22 (przychody gotówkowe +21%, Skor. EBITDA + 30% R/R), co w dużej mierze jest zasługą poprawy wyników portalu wakacje.pl. Spółka w ostatnim czasie dokonała szeregu akwizycji wzmacniając swoją pozycję zwłaszcza na rynku turystyki (poprzez akwizycję węgierskiego Szallas). W niniejszym raporcie konsolidujemy wszystkie dokonane przejścia i zmieniamy prognozy odzwierciedlając słabsze makro w reklamie online i inflację kosztów operacyjnych. Naszym zdaniem grupa ma szansę na wygenerowanie przychodów rzędu 1,32 mld PLN oraz Skor. EBITDA na poziomie 442 mln PLN w 2023 r., co oznaczałoby organiczny wzrost o ok. 7%. Wskaźnik EV/EBITDA'23 szacujemy na 7,5x, co plasuje się ok. 9% poniżej peer grupy i znacznie poniżej średniej z ostatnich 7 lat (ok. 10,8x). Z drugiej strony, w otoczeniu osłabiających się warunków makro, reklama online powinna zanotować wyraźne spowolnienie dynamiki wzrostu. Grupie nie będzie pomagać także ekspozycja na turystykę (szacujemy >20% EBITDA'22 proforma), która ma charakter dyskrecyjalny. Nowy poziom ceny docelowej wyznaczamy na 105,30 PLN, co implikuje 8% potencjał wzrostu. Stąd, **podtrzymujemy rekomendację akumuluj**. **Podkreślamy także niskie zadłużenie grupy (ex. MSSF16 ok. 0,9x EBITDA na koniec 2023 r. pomimo wypłaty dywidendy i wysokich kosztów finansowych).**

### Przejścia zrealizowane

Wirtualna Polska zrealizowała ostatnio cztery przejścia, w tym dwa o dużej skali: Szallas oraz Audioteka. Szallas jest właścicielem internetowego portalu do rezerwacji noclegów, który jest dziś marką pierwszego wyboru dla lokalnych turystów. Po połączeniu z naszym Nocowanie.pl powstanie największa grupa lokalnych spółek działająca w obszarze rezerwacji turystyki krajowej w Europie Środkowo-Wschodniej z ponad 100 tysiącami dostępnych obiektów turystycznych. Z kolei akwizycja Audioteki zdywersyfikuje przychody Wirtualnej Polski Media o kolejną, obok WP Pilot, usługę subskrypcyjną, z której korzysta ponad 200 tys. osób. Ostatnio zrealizowane przejścia dokładają >50 mln PLN EBITDA w 2023 r., rozszerzając portfolio produktowe i wzmacniają geograficzną pozycję spółki. Niemniej jednak rośnie także nieznacznie uwrażliwienie wyników spółki na obszar turystyki.

### Dobra sytuacja bilansowa i potencjał dywidendowy

Pomimo akwizycji w ostatnim czasie oraz wysokich stóp procentowych, poziom dźwigni finansowej jest naszym zdaniem komfortowy (Zarząd szacuje dług netto vs. EBITDA pro forma na koniec 3Q'22 na ok. 1,4x). W 2023 r. FCFE szacujemy na ok. 150 mln PLN (Yield = ok. 6%). Spółka ma potencjał do wypłaty dywidendy. Nie wykluczamy także kolejnych akwizycji w razie zaistnienia okazji inwestycyjnych. Podsumowując, przejścia nie zmieniły istotnie sytuacji bilansowej i nie trzymują elastyczności Zarządu w nadchodzących kwartałach.

(mln PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P
przychody	632,3	872,2	1 063,3	1 329,3	1 425,3
EBITDA skor.	216,9	307,8	362,7	441,8	476,3
marża	34,3%	35,3%	34,1%	33,2%	33,4%
EBIT	121,7	227,6	247,0	289,5	316,8
zysk netto	78,5	182,7	184,1	178,3	211,2
P/E	36,7	15,8	15,7	16,2	13,7
P/S	4,6	3,3	2,7	2,2	2,0
P/BV	4,8	3,9	3,0	2,6	2,3
EV/EBITDA skor.	14,4	9,9	9,5	7,5	6,7
DPS	-	1,52	1,20	1,40	2,58
DYield	0,0%	1,6%	1,2%	1,4%	2,7%

cena bieżąca	96,90 PLN
cena docelowa	105,30 PLN
kapitalizacja	2,89 mld PLN
free float	1,49 mld PLN
średni dzienny obrót (3 m-ce)	2,4 mln PLN

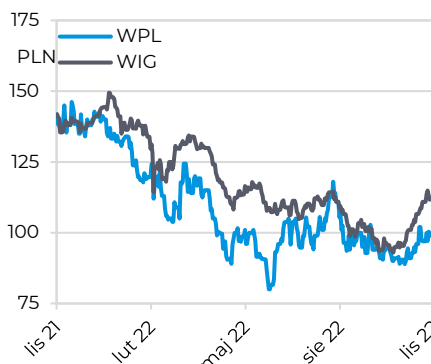
### Struktura akcjonariatu

Jacek Świdewski	13,0%
Michał Brański	12,9%
Krzysztof Sierota	12,9%
AVIVA OFE	9,6%
pozostali akcjonariusze	51,6%

### Profil spółki

Wirtualna Polska jest czołowym graczem w polskiej reklamie online. Pod względem realnych użytkowników zajmuje 4. miejsce w Polsce (po Google, Facebook, YouTube). Grupa skupia portale: Wirtualna Polska, o2, Money, Domodi, Pudelek, SportoweFakty i dobreprogramy. Grupa generuje ponad 90% z reklamy, ma bazę elektronicznych kont pocztowych w Polsce. W 2016 r. grupa podjęła decyzję o uruchomieniu kanału TV.

### Kurs akcji WPL na tle WIG



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Wirtualna Polska	105,30	104,60	akumuluj	akumuluj
spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany	
Wirtualna Polska	96,90	105,30	+8,7%	
zmiana prognoz od ostatniego raportu		2022P	2023P	2024P
przychody		+8,8%	+25,8%	+25,1%
EBITDA*		+2,2%	+22,7%	+22,4%
zysk netto		-0,7%	-12,9%	-7,9%

\*odpowiednio -4,0%, -0,8% oraz -0,8% ex. przejścia

### Analitik:

Paweł Szpigiel  
+48 509 603 258  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)



**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV:** wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgową), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing) - rata leasing

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku  
**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku  
**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

**Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

- KUPUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
- AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
- TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
- REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
- SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Prostej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Compreum, Sygnity. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: [https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynnek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynnek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może 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 materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek Cognor Holding, Compreum, Sygnity, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wylimitowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 25 listopada 2022 o godzinie 08:01. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 25 listopada 2022 o godzinie 08:45.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: <https://mdm.pl/bm/analizy>

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

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

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

**Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność wahań wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność doborze grupy porównywalnych spółek.

**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

**Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:**

**Wirtualna Polska (Paweł Szpigiel)**

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2022-10-03	2022-07-08	2022-04-07	2022-01-17
cena docelowa (PLN)	104,60	111,80	133,10	160,00
kurs z dnia rekomendacji	91,00	100,00	117,20	133,20

**mBank S.A.**

Prosta 18  
00-850 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

**Departament Analiz**

Kamil Kliszcz  
dyrektor  
+48 667 770 837  
[kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

Michał Konarski  
+48 515 025 640  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Paweł Szpigiel  
+48 509 603 258  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja, e-commerce

Piotr Poniatowski  
+48 509 603 046  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
gaming

Mikołaj Lemańczyk, CFA  
+48 501 663 511  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

Janusz Pięta  
+48 506 065 659  
[janusz.pieta@mbank.pl](mailto:janusz.pieta@mbank.pl)  
handel, e-commerce

Mateusz Krupa, CFA  
+48 571 608 973  
[mateusz.krupa@mbank.pl](mailto:mateusz.krupa@mbank.pl)  
strategia

Beata Szparaga-Waśniewska, CFA  
+48 510 929 021  
[beata.szparaga-wasniewska@mbank.pl](mailto:beata.szparaga-wasniewska@mbank.pl)  
biotechnologia, healthcare

dr Paweł Wieprzowski  
+48 789 443 768  
[pawel.wieprzowski@mbank.pl](mailto:pawel.wieprzowski@mbank.pl)  
przemysł, górnictwo

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**

**Maklerzy**

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 698 832 853  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Paweł Cyłkowski  
+48 503 684 130  
[pawel.cylkowski@mbank.pl](mailto:pawel.cylkowski@mbank.pl)

Piotr Brożyna  
+48 512 756 702  
[piotr.brozyna@mbank.pl](mailto:piotr.brozyna@mbank.pl)

Andrzej Kowalczyk  
+48 601 053 470  
[andrzej.kowalczyk@mbank.pl](mailto:andrzej.kowalczyk@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 605 848 003  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

Łukasz Płaska  
+48 22 697 47 90  
[lukasz.plaska@mbank.pl](mailto:lukasz.plaska@mbank.pl)

Karol Kułaj  
+48 509 602 984  
[karol.kulaj@mbank.pl](mailto:karol.kulaj@mbank.pl)

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektor  
+48 696 427 249  
[marzena.lempicka-wilim@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka-wilim@mbank.pl)

**Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)