



Dom Maklerski BDM S.A.

## WIRTUALNA POLSKA

### RAPORT ANALITYCZNY

**Wyceniamy walory WPL na 75,9 PLN (poprzednio było 96,2 PLN) i biorąc pod uwagę bieżący kurs rynkowy zmieniamy nasze zalecenie z Akumuluj na Kupuj. Zgodnie z naszymi założeniami, spółka obecnie jest handlowana na mnożniku EV/EBITDA na rok 2025 w okolicy 6,1x, a na prognozie na 2026 jest to 4,9x.**

Zwracamy uwagę, że wymowa ostatniej konferencji wynikowej (w naszym odczuciu) nie jest powodem do optymizmu jeśli chodzi o kreślenie krótkoterminowych oczekiwań wynikowych na H2 2025. Jednocześnie zakładamy, że w średnim horyzoncie WPL pokaże pozytywne efekty podejmowanych inicjatyw mających (przynajmniej) ustabilizować sytuację w segmencie reklama i subskrypcje oraz wskaże na budowę wartości w ramach segmentu turystyka (na chwilę obecną jest duża „masa” i z perspektywy akcjonariuszy mniejszościowych niepokojące obniżenie parametru rentowności: NOPAT/zainwestowany kapitał).

Istotny wpływ na zakładane wzrosty nominalne skor. EBITDA w 2025 i 2026 roku ma efekt konsolidacji Invia. Spodziewamy się, że skor. EBITDA spółki w 2025 roku wyniesie blisko 594 mln PLN i 665,8 mln PLN w 2026 roku. Według naszej symulacji w roku 2026 segment turystyka może odpowiadać za ponad 55% łącznego skor. EBITDA spółki, z kolei segment reklama i subskrypcje będzie odpowiadać za blisko 39% tego odczytu.

Zakładamy, że EPS w ujęciu LTM ustabilizuje się na przełomie Q4 2025 i Q1 2026 na poziomie niespełna 4 PLN/akcję i kolejne kwartały powinny wskazać na wzrost EPS w okolicy 5,3 PLN na koniec 2026 roku. Z bieżącej perspektywy nasza symulacja wskazuje, iż EPS w 2028 roku może powrócić do odczytów z 2022 roku. Jednocześnie przyjęta projekcja dotycząca rentowności NOPAT/zainwestowany kapitał wskazuje, że w najbliższych kwartałach możliwa jest stabilizacja poniżej 10%. W okresie 2027 i 2028 liczymy na odbudowę tego parametru rentowności w kierunku 12%.

Walory WPL w ostatnich kwartałach 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 -49 pkt %, a w ujęciu ostatnich 12 miesięcy to ponad -60 pkt %. Zwracamy też uwagę, że minione kwartały to również okres odczuwalnego schodzenia nastrojów wobec oceny perspektyw spółki i dalsze materialne znormalizowanie akceptowalnych mnożników rynkowych po jakich jest ona obecnie handlowana (w oparciu o prognozy na okres 2025-2026).

|                             | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody razem [PLN m]     | 1 437        | 1 568        | 2 172        | 2 510        | 2 608        | 2 706        |
| <b>EBITDA skor. [PLN m]</b> | <b>439,0</b> | <b>468,2</b> | <b>594,1</b> | <b>665,8</b> | <b>691,9</b> | <b>716,9</b> |
| EBIT [PLN m]                | 281,2        | 279,6        | 295,4        | 357,7        | 388,3        | 414,0        |
| Wynik netto [PLN m]         | 155,8        | 155,9        | 117,4        | 156,4        | 172,0        | 209,2        |
| P/E                         | 12,2         | 12,2         | 16,3         | 12,2         | 11,1         | 9,1          |
| EV/Przychody                | 1,7          | 1,5          | 1,5          | 1,3          | 1,2          | 1,1          |
| EV/EBITDA                   | 5,7          | 5,5          | 6,1          | 4,9          | 4,5          | 4,1          |
| EV/EBIT                     | 8,7          | 8,6          | 11,2         | 8,8          | 7,8          | 6,9          |
| DPS [PLN]                   | 2,5          | 2,0          | 2,2          | 2,5          | 3,5          | 4,0          |
| Rentowność dywidendy        | 3,9%         | 3,1%         | 3,4%         | 3,9%         | 5,5%         | 6,2%         |

## KUPUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

**WYCENA 75,9 PLN**

15 WRZESIEŃ 2025, 14:59 CET/CEST

|                               |        |
|-------------------------------|--------|
| Wycena końcowa [PLN]          | 75,9   |
| Wycena DCF [PLN]              | 73,0   |
| Wycena mnożnikowa [PLN]       | 78,7   |
| Potencjał do wzrostu / spadku | +18,4% |

|                         |      |
|-------------------------|------|
| Cena rynkowa [PLN]      | 64,1 |
| Kapitalizacja [PLN mld] | 1,91 |
| Ilość akcji [m]         | 29,8 |

|                  |       |       |
|------------------|-------|-------|
| Stopa zwrotu [%] | (1)   | (2)   |
| 3M stopa zwrotu  | -16,8 | -23,9 |
| 6M stopa zwrotu  | -9,9  | -19,6 |
| YTD stopa zwrotu | -15,4 | -49,2 |
| 12M stopa zwrotu | -31,2 | -60,5 |

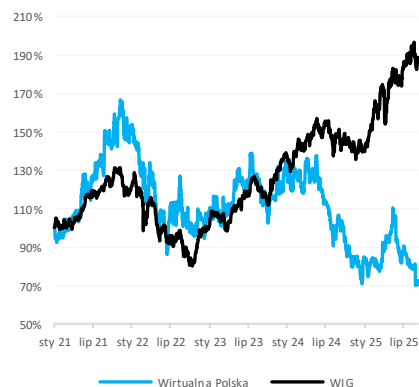
(1) - absolutna stopa zwrotu  
(2) - stopa zwrotu względem WIG

|                                  |        |
|----------------------------------|--------|
| Akcjonariat (udział w kapitale): |        |
| łącznie Założyciele*             | 38,04% |
| Allianz OFE                      | 12,08% |

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

#### Autor raportu:

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



## SPIS TREŚCI:

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| WYCENA I PODSUMOWANIE .....                | 2  |
| WYCENA DCF .....                           | 4  |
| WYCENA MNOŻNIKOWA .....                    | 6  |
| WYNIKI SKONSOLIDOWANE WPL ZA Q2 2025 ..... | 8  |
| ZAŁOŻENIA MODELU NA KOLEJNE OKRESY .....   | 11 |

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Na podstawie obecnego modelu wyceniamy walory WPL na 75,9 PLN (poprzednio było 96,2 PLN) i biorąc pod uwagę bieżący kurs rynkowy zmieniamy nasze zalecenie z Akumuluj na Kupuj. Zgodnie z naszymi założeniami, spółka obecnie jest handlowana na mnożniku EV/EBITDA na rok 2025 w okolicy 6,1x, a na prognozie na 2026 jest to 4,9x.

Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz o analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 73 PLN/akcję. Z kolei analiza mnożnikowa w oparciu o EV/EBITDA na lata 2025-2026 wskazuje na cenę 78,7 PLN/akcję. Końcowa wycena jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

## Podsumowanie wyceny WPL

|                                              |                               |      |
|----------------------------------------------|-------------------------------|------|
| A                                            | Wycena DCF [PLN/akcję]        | 73,0 |
| B                                            | Wycena mnożnikowa [PLN/akcję] | 78,7 |
| C = (A*50%+B*50%) Wycena końcowa [PLN/akcję] |                               | 75,9 |

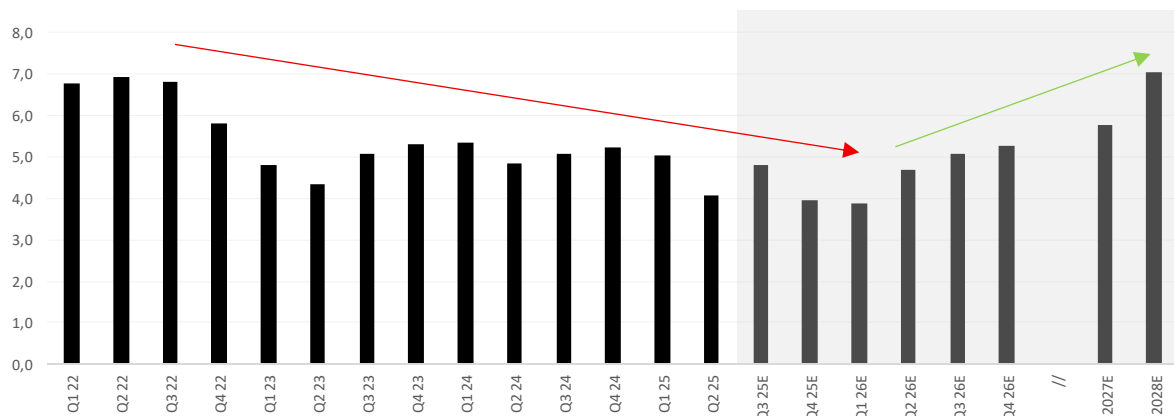
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kurs spółki wykazuje od wielu kwartałów odczuwalną słabość do indeksu WIG oraz do STOXX Europe 600 Media. Zwracamy uwagę, że wymowa ostatniej konferencji wynikowej (w naszym odczuciu) nie jest powodem do optymizmu jeśli chodzi o kreślenie krótkoterminowych oczekiwań wynikowych na H2 2025. Jednocześnie zakładamy, że w średnim horyzoncie WPL pokaże pozytywne efekty podejmowanych inicjatyw mających (przynajmniej) ustabilizować sytuację w segmencie reklama i subskrypcje oraz wskazać na budowę wartości w ramach segmentu turystyka (na chwilę obecną jest duża „masa” i z perspektywy akcjonariuszy mniejszościowych niepokojące obniżenie parametru rentowności: NOPAT/zainwestowany kapitał).

Istotny wpływ na zakładane wzrosty nominalne skor. EBITDA w 2025 i 2026 roku ma efekt konsolidacji Invia. Spodziewamy się, że skor. EBITDA spółki w 2025 roku wyniesie blisko 594 mln PLN i 665,8 mln PLN w 2026 roku. Według naszej symulacji w roku 2026 segment turystyka może odpowiadać za ponad 55% łącznego skor. EBITDA spółki, z kolei segment reklama i subskrypcje będzie odpowiadać za blisko 39% tego odczytu.

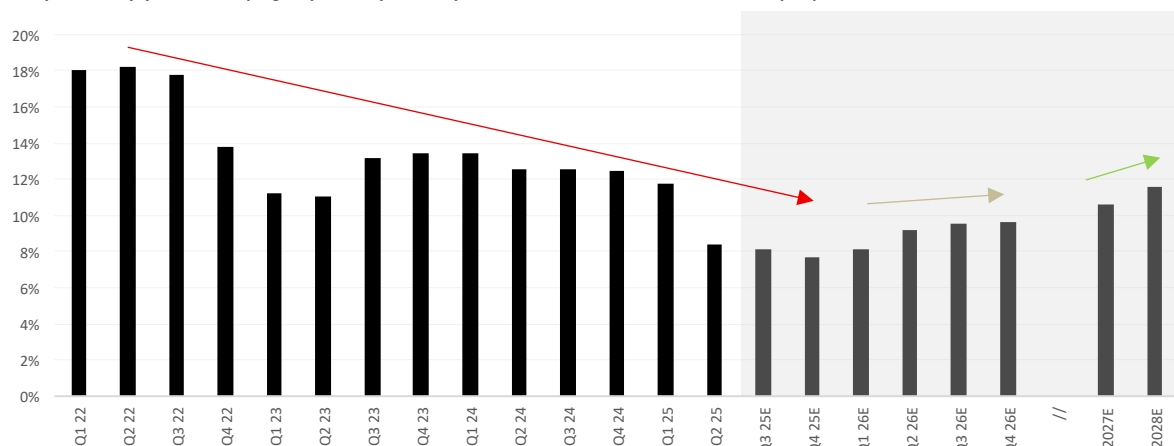
Zakładamy, że EPS w ujęciu LTM ustabilizuje się na przełomie Q4 2025 i Q1 2026 na poziomie niespełna 4 PLN/akcję i kolejne kwartały powinny wskazać na wzrost EPS w okolicy 5,3 PLN na koniec 2026 roku. Z bieżącej perspektywy nasza symulacja wskazuje, iż EPS w 2028 roku może powrócić do odczytów z 2022 roku. Jednocześnie przyjęta projekcja dotycząca rentowności NOPAT/zainwestowany kapitał wskazuje, że w najbliższych kwartałach możliwa jest stabilizacja poniżej 10%. W okresie 2027 i 2028 liczymy na odbudowę tego parametru rentowności w kierunku 12%.

Historyczne odczyty EPS LTM oraz nasze prognozy na kolejne okresy [PLN]



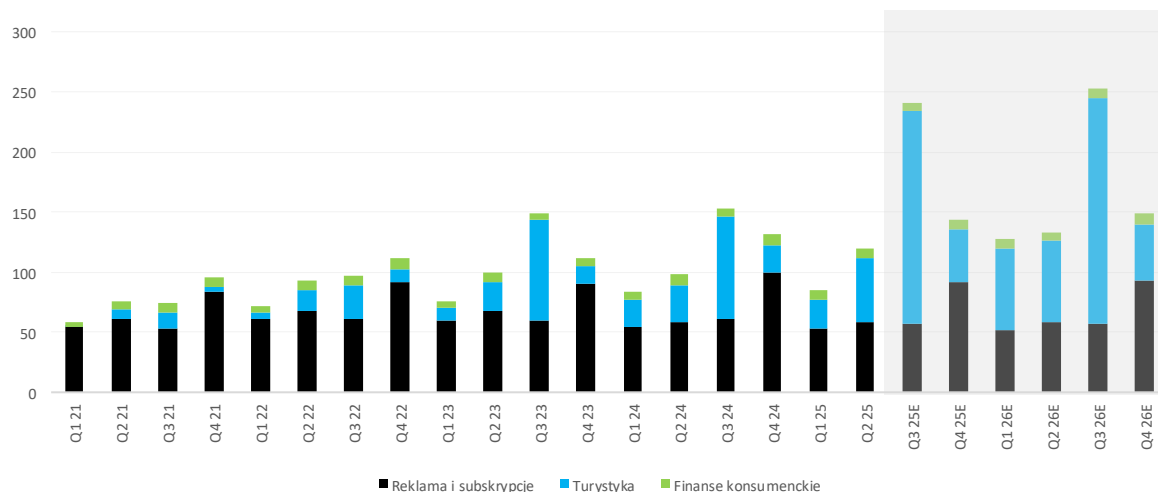
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty oraz nasze prognozy na kolejne okresy dla rentowności: NOPAT/zainwestowany kapitał



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty skor. EBITDA oraz nasze prognozy na kolejne okresy (ujęcie kwartalne) [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCFF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 5,4% (poprzednio 5,5%). 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 12,32% (wcześniej było 12,37%). Przyjęty dług netto na koniec 2025 roku jest naszym założeniem modelowym.

**Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity WPL na 73 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2026-01-01.**

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 | 7,8%  | 94,2                              | 99,7  | 106,1 | 113,8       | 123,0 | 134,4 | 148,7 |
|      | 9,3%  | 81,7                              | 85,4  | 89,5  | 94,2        | 99,7  | 106,1 | 113,8 |
|      | 10,8% | 73,0                              | 75,6  | 78,5  | 81,7        | 85,4  | 89,5  | 94,2  |
|      | 12,3% | 66,6                              | 68,6  | 70,7  | <b>73,0</b> | 75,6  | 78,5  | 81,7  |
|      | 13,8% | 61,7                              | 63,2  | 64,9  | 66,6        | 68,6  | 70,7  | 73,0  |
|      | 15,3% | 57,9                              | 59,1  | 60,4  | 61,7        | 63,2  | 64,9  | 66,6  |
|      | 16,8% | 54,7                              | 55,7  | 56,8  | 57,9        | 59,1  | 60,4  | 61,7  |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.



## WYCENA MNOŻNIKOWA

Wycenę spółki metodą mnożnikową oparliśmy o EV/EBITDA według naszych założeń na 2025-2026. Z uwagi m.in. na ograniczenie (w porównaniu do poprzednich naszych projekcji) potencjału dynamiki wzrostu segmentu reklama i subskrypcje zdecydowaliśmy się na kolejne obniżenie mnożnika EV/EBITDA wyceny dla segmentu z 7,5x do 7,0x. Dla segmentu turystyka ustaliliśmy mnożnik wyceny EV/EBITDA na 5,0x. Dla pozostałych obszarów w ramach grupy utrzymujemy także mnożnik 5,0x. Wskazane podejście sugeruje wycenę equity WPL na poziomie blisko 78,7 PLN/akcję.

### Symulacja wyceny mnożnikowej WPL (w oparciu o docelowy pułap EV/EBITDA)

|                           | Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2025-2026 |      |      |      |      |      |       |
|---------------------------|----------------------------------------------------------|------|------|------|------|------|-------|
|                           | 4,0                                                      | 5,0  | 5,5  | 6,0  | 6,5  | 7,0  | 8,0   |
| Cena docelowa [PLN/akcję] | 35,7                                                     | 55,8 | 65,9 | 75,9 | 85,9 | 96,0 | 116,0 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

|                  | EV/EBITDA |       |
|------------------|-----------|-------|
|                  | 2025E     | 2026E |
| VEND MARKETPLACE | 40,2      | 31,3  |
| SCOUT24          | 21,9      | 19,4  |
| AUTO TRADER      | 16,1      | 14,9  |
| RIGHTMOVE        | 18,6      | 16,9  |
| INFORMA          | 12,1      | 11,5  |
| PEARSON          | 9,5       | 8,9   |
| WOLTERS KLUWER   | 14,5      | 13,7  |
| ALPHABET         | 16,7      | 14,5  |
| META PLATFORMS   | 18,4      | 15,4  |
| TRIPADVISOR      | 6,9       | 6,1   |
| AIRBNB           | 15,9      | 14,4  |
| EXPEDIA GROUP    | 8,7       | 8,0   |
| BOOKING HOLDINGS | 18,6      | 16,6  |
| HOSTELWORLD      | 8,2       | 6,8   |
| LASTMINUTE.COM   | 1,6       | 1,5   |
| MAKEMYTRIP       | 45,0      | 33,1  |
| TRAINLINE        | 6,8       | 6,4   |
| TRIP.COM         | 16,2      | 14,1  |
| RAINBOW          | 5,8       | 5,9   |
| AGORA            | 4,0       | 3,5   |
| GRUPA PRACUJ     | 12,0      | 10,7  |

Mediana EV/EBITDA dla grupy podmiotów z ekspozycją na obszar technologii i mediów elektronicznych na lata 2025-2026 wynosi 15,9x i 14,8x.

Z kolei spółki z główną ekspozycją na rynek turystyki, wg mediany, na lata 2025-2026 są handlowane na poziomie odpowiednio 8,2x i 6,8x.

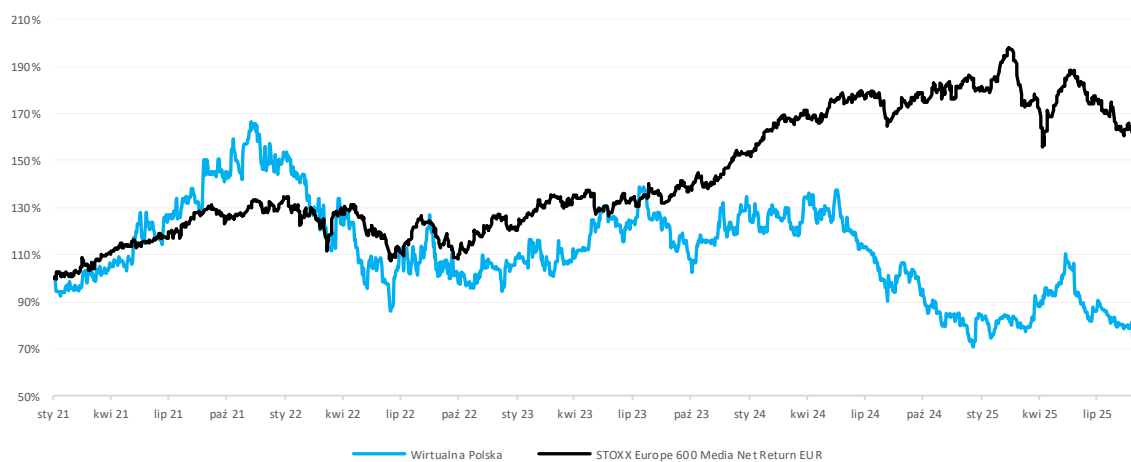
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### 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.

## WYNIKI SKONSOLIDOWANE WPL ZA Q2 2025

Wyniki za Q2 2025 były pierwszym okresem ujmującym konsolidację Invia. Naszą uwagę zwróciły też odczyty operacyjne wskazujące, iż w minionym kwartale zarówno w segmencie reklama i subskrypcje jak i w segmencie turystyka spółka zmagająca się z wymagającymi uwarunkowaniami, co finalnie przełożyło się na erozję marży skor. EBITDA (dane pro forma w ujęciu r/r).

Wyniki segmentu reklama i subskrypcje za Q2 2025 odebraliśmy neutralnie. Niska dynamika przychodów (dobre dynamiki wzrostu na subskrypcjach i słabe odczuty dla reklamy display) były bliskie naszym oczekiwaniom. Skor. EBITDA segmentu w Q2 2025 była niższa o 0,7% w ujęciu r/r (nieznacznie ponad nasze wcześniejsze symulacje).

Dane pro forma wskazują, że w Q2 2025 segment turystyka zwiększył przychody o 2,8% r/r (raportowane dane przychodów to wzrost o ponad 105% r/r). Skor. EBITDA segmentu turystyka (pro forma) spadła z 67,8 mln PLN do 65 mln PLN (-4,2% r/r). Marża skor. EBITDA w minionym kwartale (pro forma) spadła o 1,3 pkt %. Spółka tłumaczy erozję wyników (pro forma) wymagającym otoczeniem działania na rynku DACH (m.in. wysoka baza porównawcza oraz pogorszenie popytu w minionych miesiącach). W ujęciu LTM po Q2 2025 (pro forma) skor. EBITDA segmentu wyniosłaby 333,6 mln PLN, czyli odpowiadałaby za ponad 52% skor. EBITDA spółki.

### Wyniki PRO FORMA WP w Q2 2025 na tle danych Q2 2024

|                           | Q2 24        | Q2 25        | y/y              | Q2 25 LTM      |
|---------------------------|--------------|--------------|------------------|----------------|
| <b>Przychody</b>          | <b>572,3</b> | <b>596,7</b> | <b>4,3%</b>      | <b>2 388,9</b> |
| Reklama i Subskrypcje     | 167,0        | 167,2        | 0,1%             | 683,3          |
| Turystyka                 | 342,9        | 352,4        | 2,8%             | 1 429,7        |
| Finanse konsumenckie      | 49,2         | 60,3         | 22,7%            | 214,3          |
| <b>adj. EBITDA</b>        | <b>134,8</b> | <b>132,4</b> | <b>-1,8%</b>     | <b>640,9</b>   |
| Reklama i Subskrypcje     | 58,1         | 57,7         | -0,7%            | 271,4          |
| Turystyka                 | 67,8         | 65,0         | -4,2%            | 333,6          |
| Finanse konsumenckie      | 8,4          | 7,3          | -14,0%           | 31,3           |
| <b>adj. EBITDA margin</b> | <b>23,6%</b> | <b>22,2%</b> | <b>-1,4 pkt%</b> | <b>26,8%</b>   |
| Reklama i Subskrypcje     | 34,8%        | 34,5%        | -0,3 pkt%        | 39,7%          |
| Turystyka                 | 19,8%        | 18,4%        | -1,3 pkt%        | 23,3%          |
| Finanse konsumenckie      | 17,2%        | 12,0%        | -5,1 pkt%        | 14,6%          |

z uwzględnieniem rezultatów Invia, Creative Eye i zmiany rozpoznawania przychodów w Audioteka Group

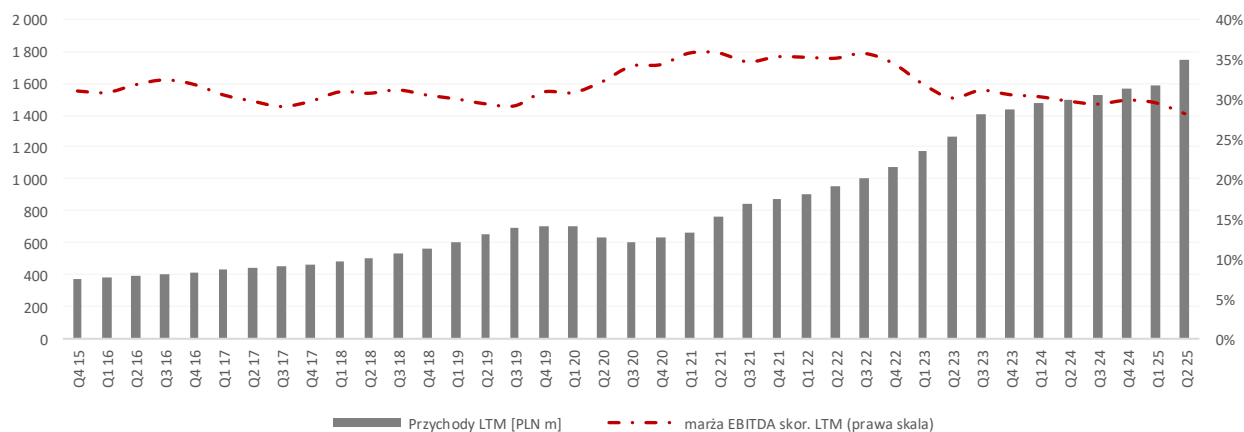
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Wyniki WP w Q2 2025 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań

|                                        | Q2 24        | Q2 25        | y/y           | Q2 24 LTM      | Q2 25 LTM      | y/y           | Q2 25E       | realizacja   |
|----------------------------------------|--------------|--------------|---------------|----------------|----------------|---------------|--------------|--------------|
| <b>Przychody</b>                       | <b>380,8</b> | <b>540,8</b> | <b>42,0%</b>  | <b>1 497,4</b> | <b>1 750,5</b> | <b>16,9%</b>  | <b>512,6</b> | <b>106%</b>  |
| Reklama i subskrypcje                  | 167,0        | 167,2        | 0,1%          | 681,1          | 683,3          | 0,3%          | 168,7        | 99%          |
| Turystyka                              | 144,5        | 296,6        | 105,3%        | 550,2          | 769,3          | 39,8%         | 276,1        | 107%         |
| Finanse konsumenckie                   | 49,2         | 60,3         | 22,7%         | 191,0          | 214,3          | 12,2%         | 55,6         | 109%         |
| <b>adj. EBITDA.</b>                    | <b>98,4</b>  | <b>121,9</b> | <b>23,8%</b>  | <b>445,5</b>   | <b>493,2</b>   | <b>10,7%</b>  | <b>116,0</b> | <b>105%</b>  |
| Reklama i subskrypcje                  | 58,1         | 57,7         | -0,7%         | 262,2          | 271,4          | 3,5%          | 56,6         | 102%         |
| Turystyka                              | 31,4         | 54,5         | 73,5%         | 152,9          | 186,0          | 21,6%         | 50,0         | 109%         |
| Finanse konsumenckie                   | 8,4          | 7,3          | -14,0%        | 27,1           | 31,3           | 15,5%         | 9,0          | 81%          |
| <b>EBITDA</b>                          | <b>85,4</b>  | <b>88,1</b>  | <b>3,2%</b>   | <b>421,3</b>   | <b>439,5</b>   | <b>4,3%</b>   | <b>90,6</b>  | <b>97%</b>   |
| Amortyzacja                            | 39,6         | 61,9         | 56,2%         | 148,8          | 187,5          | 26,0%         | 60,3         | 103%         |
| <b>EBIT</b>                            | <b>45,7</b>  | <b>26,2</b>  | <b>-42,8%</b> | <b>272,4</b>   | <b>252,0</b>   | <b>-7,5%</b>  | <b>30,4</b>  | <b>86%</b>   |
| Saldo finansowe                        | -13,9        | -24,9        | ---           | -60,7          | -67,8          | ---           | -22,0        | 113%         |
| Wynik brutto                           | 30,5         | -3,1         | ---           | 204,0          | 182,7          | -10,4%        | 10,3         | -30%         |
| Wynik netto                            | 19,1         | -9,3         | ---           | 152,2          | 130,9          | -14,0%        | 3,9          | -237%        |
| <b>wynik przypisany akcjonariuszom</b> | <b>16,8</b>  | <b>-11,1</b> | <b>---</b>    | <b>143,0</b>   | <b>121,3</b>   | <b>-15,2%</b> | <b>1,5</b>   | <b>-738%</b> |

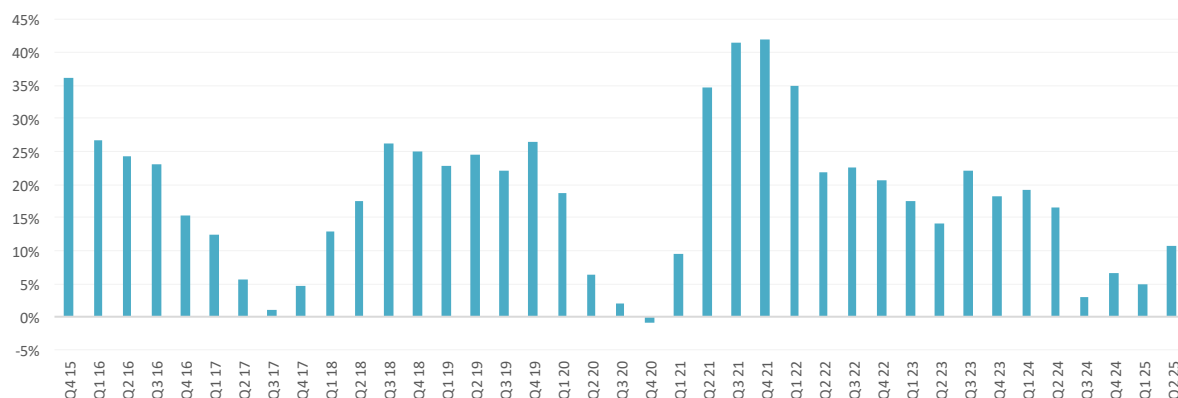
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



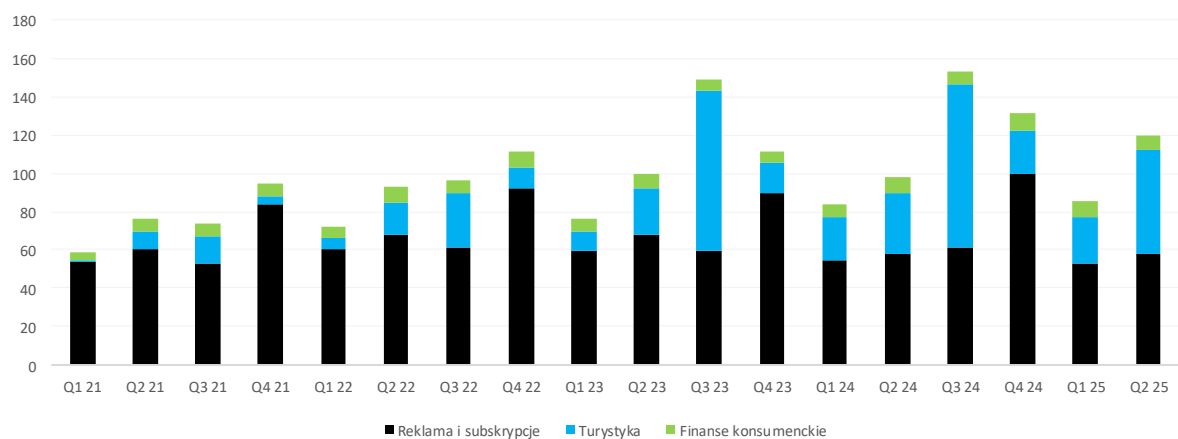
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Historyczna dynamika r/r odczytów skor. EBITDA LTM



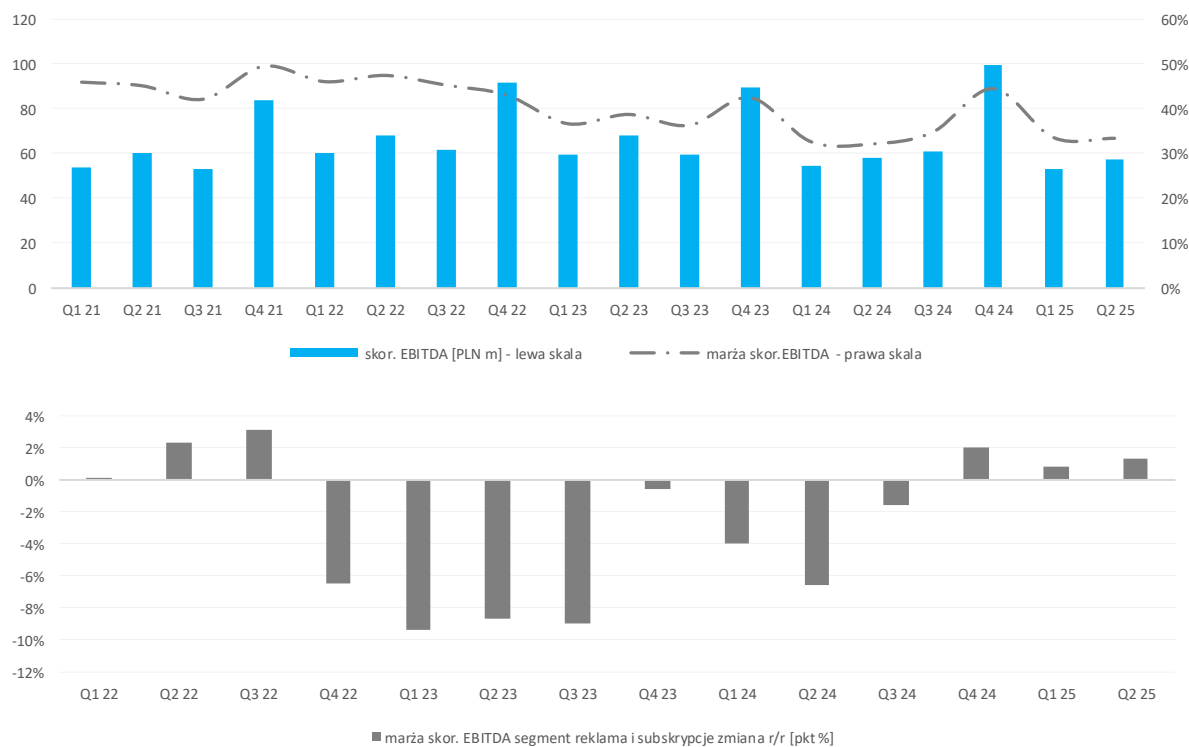
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Kontrybucja segmentów do odczytów EBITDA [PLN m]



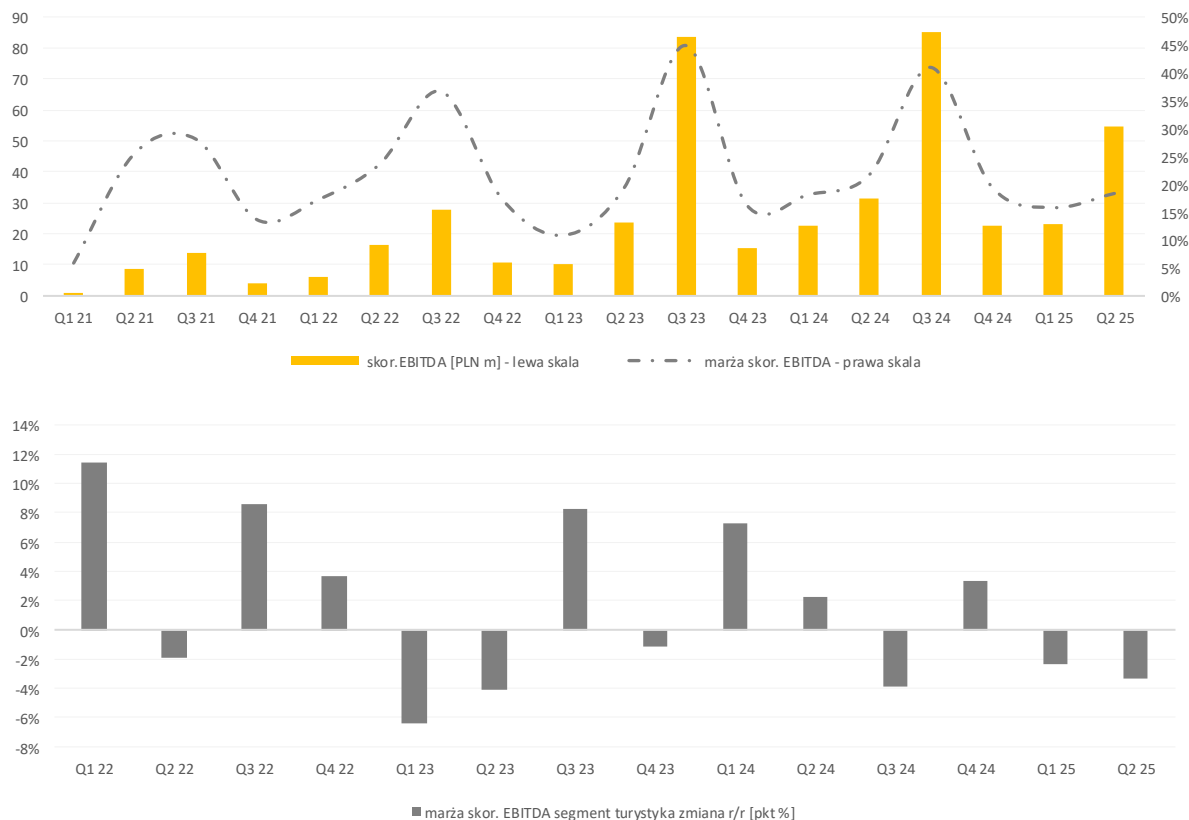
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### 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 MODELU NA KOLEJNE OKRESY

W segmencie reklama i subskrypcje staramy się ująć niską dynamikę wzrostu przychodów reklamowych oraz wysokie jednocyfrowe wzrosty w obszarze subskrypcji. W średnim horyzoncie (najbliższe 2-3 lata) w szczególności staramy się uwzględnić potencjał przychodowy rozwoju WPartner na rynku krajowym jak i na rynkach zagranicznych (CEE). Kolejnym impulsem dla wzrostu przychodów powinien być WP Sales Booster oraz WP Ads. Akcentowane impulsy, które mają pobudzić dynamikę sprzedaży segmentu reklama i subskrypcje będą jednak w naszym odczuciu wpływać na dalsze rozwodnienie dotychczasowej wysokiej marżowości tej dywizji biznesowej.

W raporcie okresowym Q2 2025 znalazł się komentarz spółki sugerujący, iż w segmencie reklama i subskrypcje w drugim półroczu br. może być widać odczuwalny wpływ presji kosztowej przy stabilnej bazie przychodowej. Dlatego, przy założeniu braku impulsu wzrostu na wpływach z reklamy przygotowujemy się na erozję skor. EBITDA segmentu reklama i subskrypcje w H2 2025 do 148,9 mln PLN (-7,7% r/r) z poziomu z 160,4 mln PLN wypracowanego w H2 2024. W skali 2025 roku skor. EBITDA segmentu w naszym modelu wynosi prawie 260 mln PLN, co oznacza spadek o 4,8% względem 2024 roku.

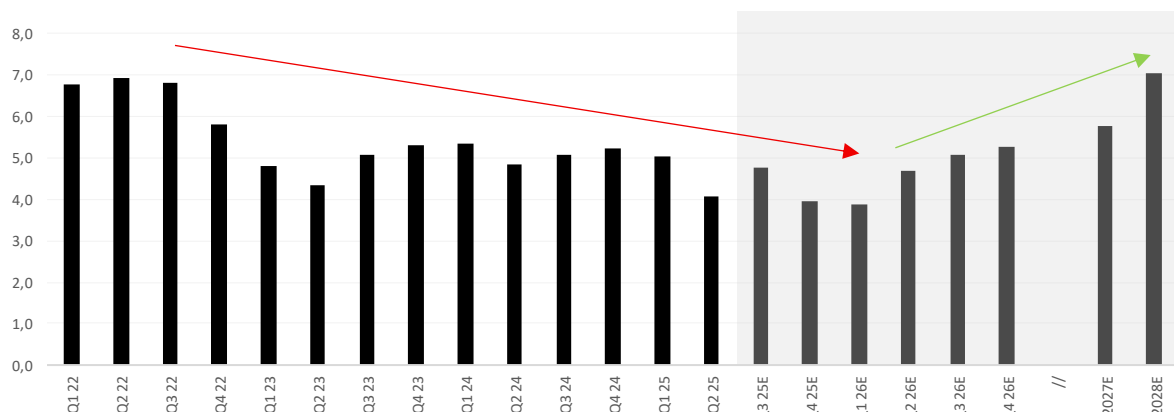
Jak już zasygnalizowaliśmy, w modelu staramy się uwzględnić szereg inicjatyw, które mają zatrzymać trwałą erozję wartości segmentu. Przyjęta przez nas ścieżka średnioterminowa wskazuje, że powrót do płaskich odczytów w ujęciu r/r będzie możliwy w H1 2026. Na lata 2025-2027 uwzględniamy w ramach segmentu reklama i subskrypcje odczyty skor. EBITDA w wąskim przedziale 260-263 mln PLN.

Potencjalnym impulsem dla segmentu reklama i subskrypcje może być rozstrzygnięcie sporu jaki prowadzą polscy wydawcy z big tech. W naszym odczuciu, uchwalone w 2024 roku przepisy o prawie autorskim w Polsce oznaczają jakościową poprawę pozycji negocjacyjnej wydawców z globalnymi gigantami technologicznymi. Liczymy, że przełom 2025/2026 roku wskaże na efekty rozmów/negocjacji na linii wydawcy-big tech (porozumienie lub skierowanie sporu na ścieżkę administracyjną). Scenariusz wprowadzenia nowego mechanizmu definiującego podział strumienia przychodów należnego wydawcom może mieć istotne znaczenie dla przyszłej kondycji finansowej branży mediów w Polsce. W obecnym raporcie nie wprowadzamy jednak zmian w ekosystemie działania segmentu.

Oceniamy, że najbliższe dwa lata będą dla spółki wyjątkowym okresem pracy w ramach realizacji projektu budowy championa Europy Środkowo-Wschodniej w obszarze turystyki. Na drugie półrocze br. spółka w turystyce spodziewa się wzrostu przychodów w przedziale „wysokich jednocyfrowych wartości procentowych.” Zarząd spółki liczy na dwucyfrowy wzrost przychodów w segmencie turystyki zagranicznej w regionie CEE (CEE OTA). Jednocześnie spółka obserwuje słabsze wyniki w segmencie turystyki zagranicznej w regionie DACH OTA (m.in. dojrzałość rynku oraz czynniki krótkoterminowe związane z upadkiem FTI - biuro podróży na rynku niemieckim). Z bieżącej perspektywy na aktywach, które nie uwzględniają Invia zakładamy na rok 2026 wzrost przychodów o ponad 6% r/r. Z kolei na lata 2026-2027 na aktywach Invia w modelu przyjmujemy założenie płaskich przychodów r/r. Jednocześnie staramy się uwzględnić zasygnalizowane przez spółkę działania mające na celu integrację technologiczną przejętych aktywów w ramach grupy WPL i stopniową poprawę efektywności działania. Łącznie dla segmentu turystyka prognozujemy, że odczyt skor. EBITDA będzie blisko 298 mln PLN w bieżącym 2025 roku. W latach 2026-2027 skor. EBITDA segmentu w naszym modelu wynosi odpowiednio 369 mln PLN i 391 mln PLN.

Podsumowując, spodziewamy się, że łączna skor. EBITDA spółki w 2025 roku wyniesie 594,1 mln PLN i 665,8 mln PLN w 2026 roku. W roku 2026 segment turystyka może odpowiadać za ponad 55% łącznego odczytu skor. EBITDA spółki, z kolei segment reklama i subskrypcje będzie odpowiadać za blisko 39% tego odczytu.

Historyczne odczyty EPS LTM oraz nasze prognozy na kolejne okresy [PLN]

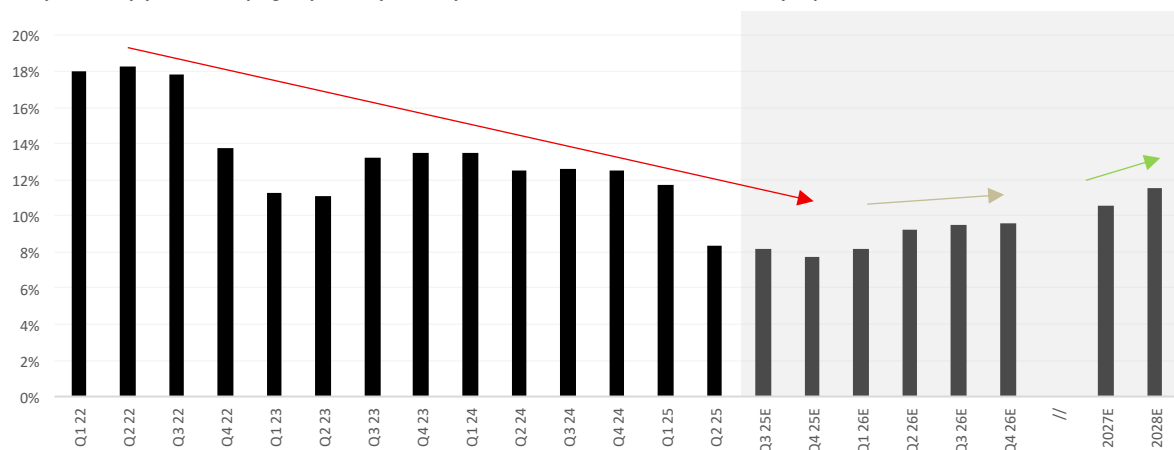


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Spółka nabrała sporo „masy” po ostatnich akwizycjach, co pozwoli w nadchodzących kwartałach przeskalować nominalne przychody oraz odczyty skor. EBITDA (dzięki konsolidacji Invia). Jednocześnie w krótkim horyzoncie skutkiem erozji marż w segmencie reklama i subskrypcje oraz konsolidacji Invia będzie odczuwalny spadek rentowności zainwestowanego kapitału oraz niższy EPS.

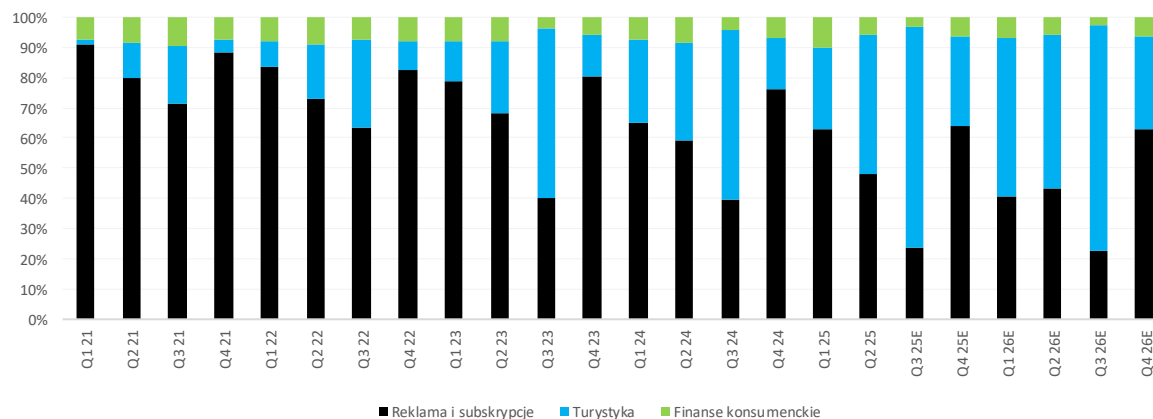
Zakładamy, że EPS w ujęciu LTM ustabilizuje się na przełomie Q4 2025 i Q1 2026 na poziomie niespełna 4 PLN/akcję i kolejne kwartały powinny wskazać na wzrost EPS w okolicy 5,3 PLN na koniec 2026 roku. Z bieżącej perspektywy nasza symulacja wskazuje, iż EPS w 2028 roku może powrócić do odczytów z 2022 roku. Jednocześnie przyjęta projekcja dotycząca rentowności NOPAT/zainwestowany kapitał wskazuje, że w najbliższych kwartałach możliwa jest stabilizacja poniżej 10%. W okresie 2027 i 2028 liczymy na odbudowę tego parametru rentowności w kierunku 12%.

Historyczne odczyty oraz nasze prognozy na kolejne okresy dla rentowności: NOPAT/zainwestowany kapitał



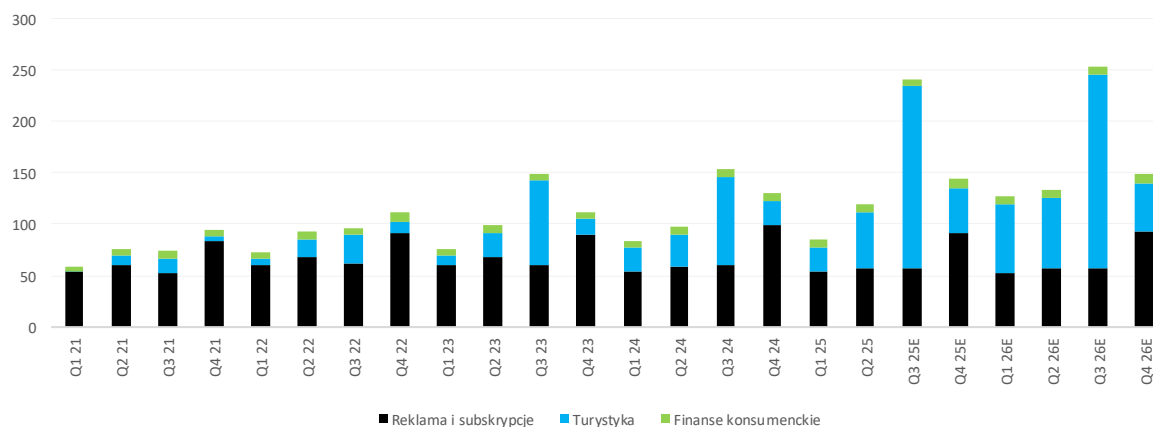
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

#### Historyczne odczyty skor. EBITDA oraz nasze prognozy na kolejne okresy (ujęcie kwartalne) [struktura EBITDA]



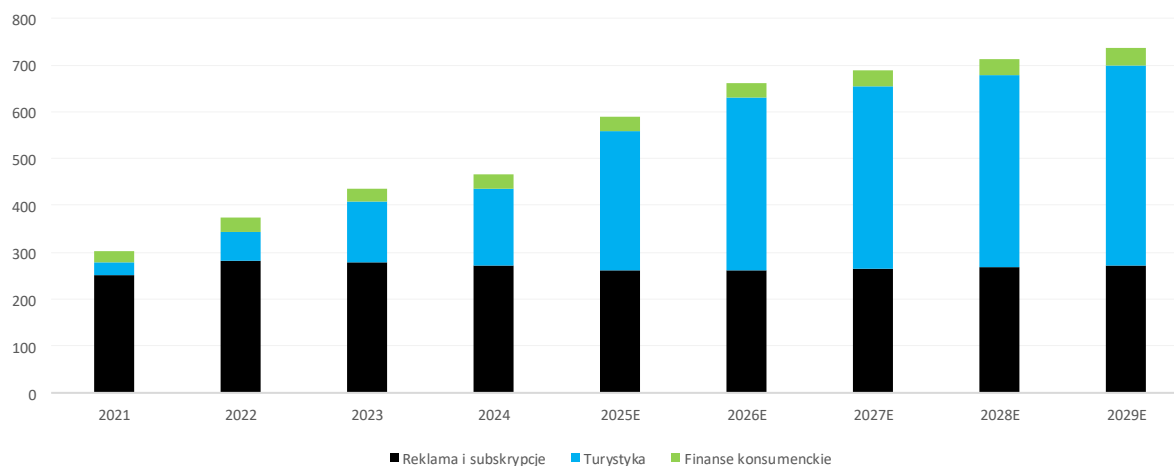
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

#### Historyczne odczyty skor. EBITDA oraz nasze prognozy na kolejne okresy (ujęcie kwartalne) [PLN m]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

#### Historyczne odczyty skor. EBITDA oraz nasze prognozy na kolejne okresy w podziale na segmenty [PLN m]

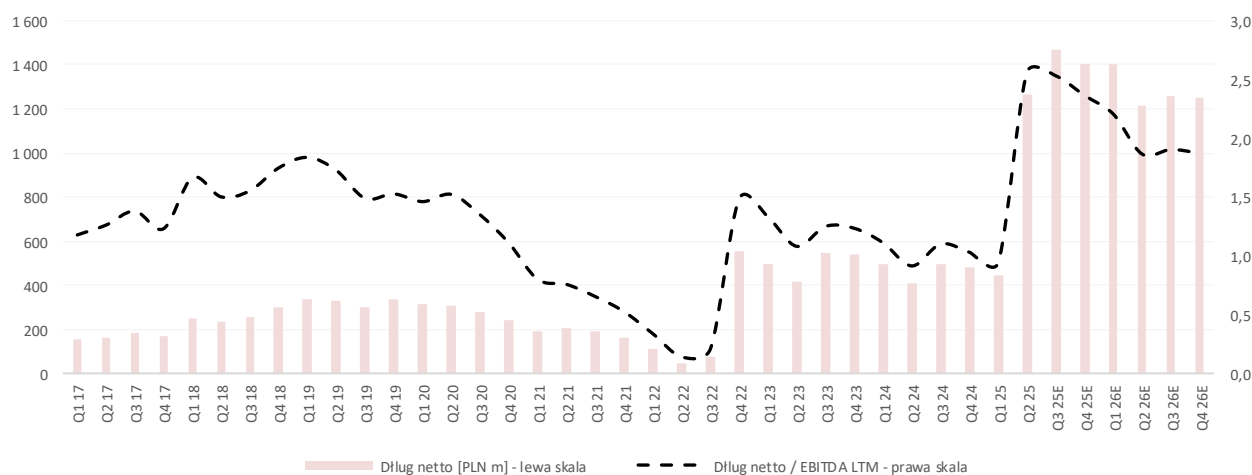


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

|                                        | Q1 24        | Q2 24        | Q3 24        | Q4 24        | Q1 25        | Q2 25        | Q3 25E       | Q4 25E       | 2024         | 2025E        | 2026E        |
|----------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody                              | 349,8        | 380,8        | 437,5        | 400,2        | 372,0        | 540,8        | 712,7        | 546,7        | 1 568,3      | 2 172,1      | 2 509,7      |
| Reklama i subskrypcje                  | 154,1        | 167,0        | 159,5        | 201,7        | 155,0        | 167,2        | 160,3        | 205,7        | 718,6        | 688,2        | 707,2        |
| Turystyka                              | 126,0        | 144,5        | 208,4        | 116,6        | 147,8        | 296,6        | 485,2        | 272,4        | 595,4        | 1 201,9      | 1 510,2      |
| Finanse konsumenckie                   | 47,5         | 49,2         | 48,3         | 49,4         | 56,2         | 60,3         | 53,2         | 51,9         | 194,5        | 221,6        | 230,5        |
| <b>EBITDA skor.</b>                    | <b>84,3</b>  | <b>98,4</b>  | <b>153,6</b> | <b>131,9</b> | <b>85,8</b>  | <b>121,9</b> | <b>241,5</b> | <b>144,9</b> | <b>468,2</b> | <b>594,1</b> | <b>665,8</b> |
| Reklama i subskrypcje                  | 54,4         | 58,1         | 60,9         | 99,5         | 53,3         | 57,7         | 57,1         | 91,8         | 272,9        | 260,0        | 260,7        |
| Turystyka                              | 22,9         | 31,4         | 85,3         | 22,8         | 23,4         | 54,5         | 176,8        | 43,3         | 162,3        | 297,9        | 369,0        |
| Finanse konsumenckie                   | 6,4          | 8,4          | 6,9          | 8,8          | 8,4          | 7,3          | 7,1          | 8,9          | 30,5         | 31,6         | 32,9         |
| EBITDA                                 | 81,1         | 85,4         | 152,6        | 119,5        | 79,3         | 88,1         | 237,5        | 140,9        | 438,6        | 545,8        | 649,8        |
| Amortyzacja                            | 38,3         | 39,6         | 39,1         | 42,0         | 44,6         | 61,9         | 71,8         | 72,1         | 159,0        | 250,4        | 292,1        |
| EBIT                                   | 42,8         | 45,7         | 113,5        | 77,6         | 34,7         | 26,2         | 165,8        | 68,8         | 279,6        | 295,4        | 357,7        |
| Saldo finansowe                        | -15,1        | -13,9        | -15,6        | -13,9        | -13,5        | -24,9        | -33,4        | -33,6        | -58,5        | -105,3       | -124,3       |
| Wynik brutto                           | 27,3         | 30,5         | 98,8         | 63,8         | 23,2         | -3,1         | 131,6        | 34,4         | 220,3        | 186,1        | 230,3        |
| Wynik netto                            | 19,0         | 19,1         | 79,9         | 47,9         | 12,4         | -9,3         | 99,3         | 21,0         | 165,9        | 123,5        | 160,5        |
| <b>wynik przypisany akcjonariuszom</b> | <b>16,7</b>  | <b>16,8</b>  | <b>77,4</b>  | <b>44,9</b>  | <b>10,0</b>  | <b>-11,1</b> | <b>98,4</b>  | <b>20,1</b>  | <b>155,9</b> | <b>117,4</b> | <b>156,4</b> |
| <b>EBITDA skor. marża %</b>            | <b>24,5%</b> | <b>26,3%</b> | <b>35,8%</b> | <b>33,6%</b> | <b>23,3%</b> | <b>22,8%</b> | <b>34,2%</b> | <b>26,9%</b> | <b>30,4%</b> | <b>27,7%</b> | <b>26,8%</b> |
| Reklama i subskrypcje                  | 33,7%        | 33,4%        | 36,4%        | 46,1%        | 34,4%        | 34,5%        | 35,6%        | 44,6%        | 38,0%        | 37,8%        | 36,9%        |
| Turystyka                              | 18,1%        | 21,7%        | 40,9%        | 19,5%        | 15,8%        | 18,4%        | 36,4%        | 15,9%        | 27,3%        | 24,8%        | 24,4%        |
| Finanse konsumenckie                   | 13,5%        | 17,2%        | 14,3%        | 17,7%        | 14,9%        | 12,0%        | 13,3%        | 17,2%        | 15,7%        | 14,3%        | 14,3%        |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Historyczne odczyty dług netto/skor. EBITDA LTM oraz nasze prognozy na kolejne okresy**


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W dalszym ciągu zakładamy, że spółka będzie walczyć o utrzymanie pozycji jaką zdobyła na przestrzeni ostatnich lat w obszarze reklamy internetowej. Jednocześnie dostrzegamy coraz bardziej wymagające środowisko działania dla lokalnych wydawców. W obecnym raporcie analitycznym obniżyliśmy założenia wynikowe na najbliższe lata dla segmentu reklama i subskrypcje. Korekta in minus na poziomie przychodów to ponad 8% dla roku 2025 oraz ok 11-13% na lata 2026-2027. Staramy się uwzględnić wyższe dynamiki dla strumienia przychodów związanego ze sprzedażą reklam na powierzchniach trzecich. Jest to też jednym z głównych powodów dla których w naszym modelu spada marża EBITDA segmentu. Ogółem skor. EBITDA segmentu reklama i subskrypcje w 2025 roku jest niższa o ponad 13% w porównaniu do założeń symulacji z 2024-10-21. Na lata 2026-2027 skor. EBITDA obecnie jest niższa odpowiednio o 17,5% i niemal 20%.

W segmencie turystyka uwzględniamy dokonane akwizycje (w szczególności aktywa Invia), co ma istotny wpływ na przeskalowanie nominalne przychodów jak i skor. EBITDA segmentu.

Ogółem na poziomie skonsolidowanym zakładamy w 2025 roku wyższą skor. EBITDA o 15,5% względem prognoz z 2024-10-21. Na lata 2026-2027 obecna prognoza jest wyższa o blisko 23% względem wcześniejszych założeń. Jak już zwróciliśmy uwagę, decydujący wpływ na wyższe odczyty skor. EBITDA mają projekty akwizycyjne w obszarze turystyka.

**Zmiana w naszych założeniach na lata 2025-2027 (w porównaniu do raportu analitycznego z 2024-10-21) [PLN m]**

|                                        | nowe         | nowe         | nowe         | było         | było         | było         | zmiana        | zmiana        | zmiana        |
|----------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
|                                        | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
| Przychody                              | 2 172,1      | 2 509,7      | 2 608,3      | 1 686,1      | 1 791,3      | 1 889,3      | 28,8%         | 40,1%         | 38,1%         |
| Reklama i subskrypcje                  | 688,2        | 707,2        | 731,9        | 750,2        | 797,6        | 844,8        | -8,3%         | -11,3%        | -13,4%        |
| Turystyka                              | 1 201,9      | 1 510,2      | 1 574,4      | 663,7        | 710,2        | 751,0        | 81,1%         | 112,6%        | 109,6%        |
| <b>EBITDA skor.</b>                    | <b>594,1</b> | <b>665,8</b> | <b>691,9</b> | <b>514,5</b> | <b>542,4</b> | <b>563,8</b> | <b>15,5%</b>  | <b>22,7%</b>  | <b>22,7%</b>  |
| Reklama i subskrypcje                  | 260,0        | 260,7        | 263,6        | 300,5        | 316,0        | 329,1        | -13,5%        | -17,5%        | -19,9%        |
| Turystyka                              | 297,9        | 369,0        | 391,0        | 179,8        | 191,0        | 198,1        | 65,7%         | 93,2%         | 97,4%         |
| EBITDA                                 | 545,8        | 649,8        | 675,5        | 508,5        | 536,4        | 557,7        | 7,3%          | 21,1%         | 21,1%         |
| Amortyzacja                            | 250,4        | 292,1        | 287,1        | 172,0        | 182,6        | 181,8        | 45,6%         | 60,0%         | 57,9%         |
| EBIT                                   | 295,4        | 357,7        | 388,3        | 336,4        | 353,8        | 375,9        | -12,2%        | 1,1%          | 3,3%          |
| Saldo finansowe                        | -105,3       | -124,3       | -113,5       | -54,6        | -49,2        | -37,9        |               |               |               |
| Wynik netto                            | 123,5        | 160,5        | 175,3        | 216,2        | 235,6        | 266,5        | -42,9%        | -31,9%        | -34,2%        |
| <b>wynik przypisany akcjonariuszom</b> | <b>117,4</b> | <b>156,4</b> | <b>172,0</b> | <b>207,2</b> | <b>226,5</b> | <b>257,0</b> | <b>-43,3%</b> | <b>-30,9%</b> | <b>-33,1%</b> |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Założenia modelowe oraz wskaźniki rynkowe dla WPL**

|                                           | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 2028E        | 2029E        |
|-------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody                                 | 1 436,8      | 1 568,3      | 2 172,1      | 2 509,7      | 2 608,3      | 2 705,7      | 2 801,7      |
| Segment reklama i subskrypcje             | 686,8        | 718,6        | 688,2        | 707,2        | 731,9        | 756,3        | 780,2        |
| Segment turystyka                         | 494,7        | 595,4        | 1 201,9      | 1 510,2      | 1 574,4      | 1 637,9      | 1 700,8      |
| <b>EBITDA skor.</b>                       | <b>439,0</b> | <b>468,2</b> | <b>594,1</b> | <b>665,8</b> | <b>691,9</b> | <b>716,9</b> | <b>739,7</b> |
| Segment reklama i subskrypcje             | 277,5        | 272,9        | 260,0        | 260,7        | 263,6        | 266,7        | 270,8        |
| Segment turystyka                         | 132,5        | 162,3        | 297,9        | 369,0        | 391,0        | 411,7        | 429,2        |
| EBITDA                                    | 427,2        | 438,6        | 545,8        | 649,8        | 675,5        | 700,1        | 722,4        |
| Amortyzacja                               | 146,0        | 159,0        | 250,4        | 292,1        | 287,1        | 286,0        | 284,2        |
| EBIT                                      | 281,2        | 279,6        | 295,4        | 357,7        | 388,3        | 414,0        | 438,2        |
| Saldo finansowe                           | -62,5        | -59,0        | -109,3       | -127,4       | -115,9       | -97,9        | -88,0        |
| Wynik netto                               | 164,0        | 165,9        | 123,5        | 160,5        | 175,3        | 212,6        | 240,6        |
| Wynik netto dla akcjonariuszy             | 155,8        | 155,9        | 117,4        | 156,4        | 172,0        | 209,2        | 237,0        |
| EBITDA skor. marża %                      | 31,2%        | 30,4%        | 27,7%        | 26,8%        | 26,8%        | 26,8%        | 26,7%        |
| Reklama i subskrypcje                     | 40,4%        | 38,0%        | 37,8%        | 36,9%        | 36,0%        | 35,3%        | 34,7%        |
| Turystyka                                 | 26,8%        | 27,3%        | 24,8%        | 24,4%        | 24,8%        | 25,1%        | 25,2%        |
| Segm. reklama i subskrypcje jako % EBITDA | 63,2%        | 58,3%        | 43,8%        | 39,2%        | 38,1%        | 37,2%        | 36,6%        |
| Ssgm. Turystyka jako % EBITDA             | 30,2%        | 34,7%        | 50,1%        | 55,4%        | 56,5%        | 57,4%        | 58,0%        |

|                                 | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   | 2028E   | 2029E   |
|---------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Aktywa trwałe                   | 1 526,3 | 1 616,9 | 2 856,9 | 2 764,2 | 2 703,1 | 2 639,5 | 2 581,6 |
| Aktywa obrotowe                 | 558,8   | 640,4   | 875,5   | 1 001,9 | 1 012,9 | 1 046,3 | 1 086,7 |
| Należności                      | 278,3   | 337,5   | 404,7   | 488,2   | 518,1   | 543,0   | 568,0   |
| Zapasy                          | 26,6    | 32,8    | 38,7    | 44,7    | 46,4    | 48,2    | 49,9    |
| Inne                            | 14,5    | 11,9    | 10,1    | 10,1    | 10,1    | 10,2    | 10,2    |
| Środki pieniężne                | 239,5   | 258,2   | 422,1   | 458,9   | 438,2   | 444,9   | 458,6   |
| Aktywa razem                    | 2 085   | 2 257   | 3 732   | 3 766   | 3 716   | 3 686   | 3 668   |
| Kapitał własny                  | 915,8   | 1 012,4 | 1 001,0 | 1 087,1 | 1 158,2 | 1 251,7 | 1 358,3 |
| Zobowiązania długoterminowe     | 634,1   | 729,6   | 2 001,2 | 1 881,2 | 1 731,2 | 1 581,2 | 1 431,2 |
| Zobowiązania krótkoterminowe    | 535,2   | 515,3   | 730,2   | 797,8   | 826,6   | 852,9   | 878,8   |
| Pasywa razem                    | 2 085   | 2 257   | 3 732   | 3 766   | 3 716   | 3 686   | 3 668   |
| Zobowiązania %                  | 781     | 741     | 1 827   | 1 707   | 1 557   | 1 407   | 1 257   |
| Dług netto                      | 542     | 483     | 1 405   | 1 248   | 1 119   | 962     | 799     |
| Dług netto / Adj. EBITDA [x]    | 1,2     | 1,0     | 2,4     | 1,9     | 1,6     | 1,3     | 1,1     |
| Skor. koszty obsługi zadłużenia | 74,1    | 80,1    | 134,2   | 151,9   | 141,3   | 123,4   | 113,7   |
| Fixed charge cover [x]          | 5,9     | 5,8     | 4,4     | 4,4     | 4,9     | 5,8     | 6,5     |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Założenia modelowe oraz wskaźniki rynkowe dla WPL**

|                 | 2023   | 2024   | 2025E    | 2026E  | 2027E  | 2028E  | 2029E  |
|-----------------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|--------|
| CF operacyjny   | 384,0  | 377,8  | 393,6    | 553,8  | 572,0  | 592,7  | 608,6  |
| CF inwestycyjny | -225,9 | -195,3 | -1 095,1 | -198,2 | -225,0 | -221,4 | -225,3 |
| CF finansowy    | -99,7  | -161,2 | 867,2    | -318,8 | -367,8 | -364,6 | -369,7 |
| Przepływy razem | 58,5   | 21,3   | 165,7    | 36,8   | -20,7  | 6,7    | 13,7   |

|                         | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Liczba akcji [mln szt.] | 29,6  | 29,8  | 29,8  | 29,8  | 29,8  | 29,8  | 29,8  |
| Kurs [PLN]              | 64,1  | 64,1  | 64,1  | 64,1  | 64,1  | 64,1  | 64,1  |
| BVPS [PLN]              | 30,9  | 34,0  | 33,6  | 36,5  | 38,9  | 42,0  | 45,6  |
| EPS [PLN]               | 5,3   | 5,2   | 3,9   | 5,3   | 5,8   | 7,0   | 8,0   |
| P/E [x]                 | 12,2  | 12,2  | 16,3  | 12,2  | 11,1  | 9,1   | 8,1   |
| EV/Przychody [x]        | 1,7   | 1,5   | 1,5   | 1,3   | 1,2   | 1,1   | 1,0   |
| EV/EBITDA [x]           | 5,7   | 5,5   | 6,1   | 4,9   | 4,5   | 4,1   | 3,7   |
| EV/EBIT [x]             | 8,7   | 8,6   | 11,2  | 8,8   | 7,8   | 6,9   | 6,2   |
| P/BV [x]                | 2,1   | 1,9   | 1,9   | 1,8   | 1,6   | 1,5   | 1,4   |
| EV [PLN m]              | 2 440 | 2 391 | 3 314 | 3 157 | 3 028 | 2 871 | 2 707 |
| Kapitalizacja [PLN m]   | 1 898 | 1 909 | 1 909 | 1 909 | 1 909 | 1 909 | 1 909 |
| Dług netto [PLN m]      | 542   | 483   | 1 405 | 1 248 | 1 119 | 962   | 799   |
| Dług netto/EBITDA [x]   | 1,2   | 1,0   | 2,4   | 1,9   | 1,6   | 1,3   | 1,1   |
| Przychody zmiana r/r    | 33,3% | 9,2%  | 38,5% | 15,5% | 3,9%  | 3,7%  | 3,5%  |
| Marża EBITDA            | 29,7% | 28,0% | 25,1% | 25,9% | 25,9% | 25,9% | 25,8% |
| Marża netto             | 10,8% | 9,9%  | 5,4%  | 6,2%  | 6,6%  | 7,7%  | 8,5%  |
| ROE                     | 17,8% | 16,9% | 12,2% | 15,8% | 16,1% | 18,2% | 19,1% |
| ROIC                    | 13,6% | 12,6% | 9,5%  | 9,5%  | 10,6% | 11,6% | 12,5% |
| DPS [PLN]               | 2,5   | 2,0   | 2,2   | 2,5   | 3,5   | 4,0   | 4,5   |
| rentowność dywidendy    | 3,9%  | 3,1%  | 3,4%  | 3,9%  | 5,5%  | 6,2%  | 7,0%  |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

### Maciej Bobrowski

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

### Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora, Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 32  
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl  
oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy

### Anna Tobiasz

Młodszy analityk rynku akcji, Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 35  
e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl  
biotechnologia/medycyna, handel (odzież)

### Piotr Barcz

Młodszy analityk rynku akcji, Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 39  
e-mail: piotr.barcz@bdm.pl

### Andrzej Wodecki

Młodszy analityk rynku akcji, Doradca Inwestycyjny  
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

### 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            |
|--------------|---------------|-------------------------|--------------------------|-------------------|--------------------|-------------|----------------|
| <b>kupuj</b> | <b>75,9</b>   | <b>akumuluj</b>         | <b>96,2</b>              | <b>2025-09-15</b> | <b>14:59</b>       | <b>64,1</b> | <b>106 918</b> |
| akumuluj     | 96,2          | redukuj                 | 102,8                    | 2024-10-21        | 11:59              | 83,7        | 82 550         |
| redukuj      | 102,8         | akumuluj                | 129,1                    | 2024-01-04        | 08:29              | 115,4       | 77 054         |
| akumuluj     | 129,1         | wznowienie              | ---                      | 2023-08-23        | 08:39              | 116         | 68 161         |
| kupuj **     | 94,8          | Kupuj                   | 87,5                     | 09.12.2020        | 08:00              | 81,6        | 56 012         |
| kupuj **     | 87,5          | Akumuluj                | 64,3                     | 03.03.2020        | 08:00              | 71,0        | 50 150         |
| akumuluj **  | 64,3          | ---                     | ---                      | 07.06.2019        | 09:15              | 58,2        | 58 526         |

\*\* autorem raportów był inny analityk

#### Objaśnienia używanej terminologii:

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

#### System rekomendacji:

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

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

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

| Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w Q3 2025*: |        |     |  | , 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                                                        | 4      | 36% |  | 0                                                                                                                                                             | 0% |
| Akumuluj                                                     | 4      | 36% |  | 0                                                                                                                                                             | 0% |
| Trzymaj                                                      | 1      | 9%  |  | 0                                                                                                                                                             | 0% |
| Redukuj                                                      | 2      | 18% |  | 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: 2025-09-15.**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-09-15 (14:59 CET/CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-09-22.**

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 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 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 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 (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 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 jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analitik (analitiky) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitikowi wynagrodzenie premialne. 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 analitikę) 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 2025-09-15:**

- 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 świadomym, 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.