



Dom Maklerski BDM S.A.

WIRTUALNA POLSKA

RAPORT ANALITYCZNY

Od publikacji poprzedniego raportu analitycznego (2025-09-15) kurs spółki stracił blisko 7%. W bieżącej aktualizacji decydujemy się na podtrzymanie zalecenia Kupuj i wyznaczamy cenę docelową na poziomie 76,5 PLN (poprzednio było 75,9 PLN). Zgodnie z naszymi założeniami, spółka obecnie jest handlowana na mnożniku EV/EBITDA na rok 2026 w okolicy 4,6x.

Kurs spółki w ostatnich miesiącach nadal utrzymuje relatywną słabość do indeksu WIG oraz do STOXX Europe 600 Media. W kolejnych okresach liczymy jednak na stopniową poprawę klimatu inwestycyjnego. Zakładamy w najbliższych dwóch latach (2026-2027) stabilizację skor. EBITDA w segmencie reklama i subskrypcje. Jednocześnie spodziewamy się budujących odczytów z segmentu turystyka, gdzie ścieżka wynikowa powinna być pod wpływem rosnących przychodów i wdrażanych inicjatyw nakierunkowanych na efektywność działania Invia oraz Szallas.

Krótkoterminowa ścieżka wynikowa (w naszym odczuciu) jest dla spółki nadal wymagająca. Zwracamy uwagę, że najbliższy odczyt kwartalny za Q4 2025 będzie istotnie inny pod względem struktury od rezultatów Q3 2025. Z bieżącej perspektywy zakładamy, iż EBITDA skor. spółki w Q4 2025 może być niższa o blisko 14% r/r (pro forma).

Na lata 2026-2027 w segmencie reklama i subskrypcje staramy się uwzględnić stabilizację wpływów reklamowych i wysokie jednocyfrowe wzrosty w obszarze subskrypcji. Spodziewamy się, że w tych dwóch latach nominalne odczyty skor. EBITDA segmentu będą w przedziale 210-220 mln PLN. Marża skor. EBITDA w 2025 roku może wynieść 34,3% (-3,7 pkt % r/r). Najbliższe dwa lata według naszej symulacji wskażą dalszą erozję skor. EBITDA do blisko 31% (w związku ze zmianą struktury przychodów w tej dywizji biznesowej).

Liczymy, że 2026 rok na poziomie przychodów będzie udanym okresem dla segmentu turystyka. Z bieżącej perspektywy na aktywach, które nie uwzględniają Invia zakładamy na rok 2026 wzrost przychodów o blisko 7,5% r/r i ponad 2,5% wzrost na aktywach Invia (bez uwzględnienia Fluege.de). Na lata 2027-2028 średnioroczny wzrost przychodów segmentu wynosi w naszym modelu ok 5%. Zwracamy uwagę, że dla wyników tej dywizji biznesowej (poza dynamiką przychodów) kluczowe znaczenie na najbliższe dwa lata mogą mieć również nakreślone przez zarząd inicjatywy, które powinny wpływać na stopniową budowę marżowości Invia. Nasza aktualna prognoza zakłada, że skor. EBITDA segmentu turystyka w latach 2026-2027 będzie rosnąć r/r odpowiednio o 6,9% i 6,1%.

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Przychody razem [PLN m]	1 436,8	1 568,3	2 182,8	2 422,9	2 528,5	2 633,4
EBITDA skor. [PLN m]	439,0	468,2	574,1	629,6	658,2	685,8
EBIT [PLN m]	281,2	279,6	269,6	335,8	366,5	397,8
Wynik netto [PLN m]	155,8	155,9	99,4	162,4	155,7	196,8
P/E	11,4	11,5	18,0	11,0	11,5	9,1
EV/Przychody	1,6	1,5	1,5	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	5,4	5,2	6,2	4,6	4,2	3,9
DPS [PLN]	8,3	8,1	11,8	8,5	7,4	6,5
DPS [PLN]	2,5	2,0	2,2	2,5	3,5	4,0
Rentowność dywidendy	4,2%	3,3%	3,7%	4,2%	5,8%	6,6%

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 76,5 PLN

12 GRUDZIEŃ 2025, 14:55 CET/CEST

Wycena końcowa [PLN]	76,5
Wycena DCF [PLN]	77,4
Wycena mnożnikowa [PLN]	75,7
Potencjał do wzrostu / spadku	+27,2%

Cena rynkowa [PLN]	60,2
Kapitalizacja [PLN mld]	1,79
Ilość akcji [m]	29,8

Stopa zwrotu [%]	(1)	(2)
3M stopa zwrotu	-6,5	-13,1
6M stopa zwrotu	-24,1	-36,5
YTD stopa zwrotu	-21,0	-63,5
12M stopa zwrotu	-10,3	-49,1

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

Akcjonariat (udział w kapitale):

Łącznie Założyciele*	38,04%
Allianz OFE	12,08%

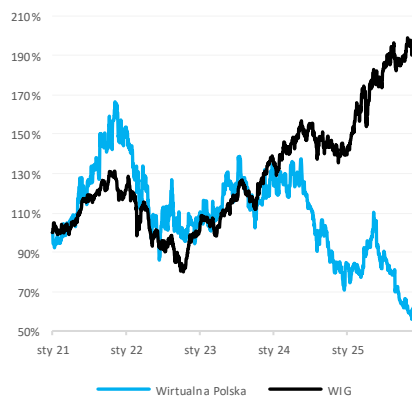
* za pośrednictwem Orfe S.A., 10X S.A. i Albemuth Inwestycje S.A.

Autor raportu:

Maciej Bobrowski

maciej.bobrowski@bdm.pl

Dom Maklerski BDM S.A.



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 całości lub części niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYCENA DCF	4
WYCENA MNOŻNIKOWA	6
WYNIKI SKONSOLIDOWANE WPL ZA Q3 2025	8
ZAŁOŻENIA MODELU NA KOLEJNE OKRESY	11

WYCENA I PODSUMOWANIE

Od publikacji poprzedniego raportu analitycznego (2025-09-15) kurs spółki stracił blisko 7%. **W bieżącej aktualizacji decydujemy się na podtrzymanie zalecenia Kupuj i wyznaczamy cenę docelową na poziomie 76,5 PLN (poprzednio było 75,9 PLN). Zgodnie z naszymi założeniami, spółka obecnie jest handlowana na mnożniku EV/EBITDA na rok 2026 w okolicy 4,6x.**

Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz o analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 77,4 PLN/akcję. Z kolei analiza mnożnikowa w oparciu o EV/EBITDA na lata 2026-2027 wskazuje na cenę 75,7 PLN/akcję. Końcowa wycena jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

Podsumowanie wyceny WPL

A	Wycena DCF [PLN/akcję]	77,4
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	75,7
C = (A*50%+B*50%) Wycena końcowa [PLN/akcję]		76,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kurs spółki w ostatnich miesiącach nadal utrzymuje relatywną słabość do indeksu WIG oraz do STOXX Europe 600 Media. W kolejnych okresach liczymy jednak na stopniową poprawę klimatu inwestycyjnego. Zakładamy w najbliższych dwóch latach (2026-2027) stabilizację skor. EBITDA w segmencie reklama i subskrypcje. Jednocześnie spodziewamy się budujących odczytów z segmentu turystyka, gdzie ścieżka wynikowa powinna być pod wpływem rosnących przychodów i wdrażanych inicjatyw nakierunkowanych na efektywność działania Invia oraz Szallas.

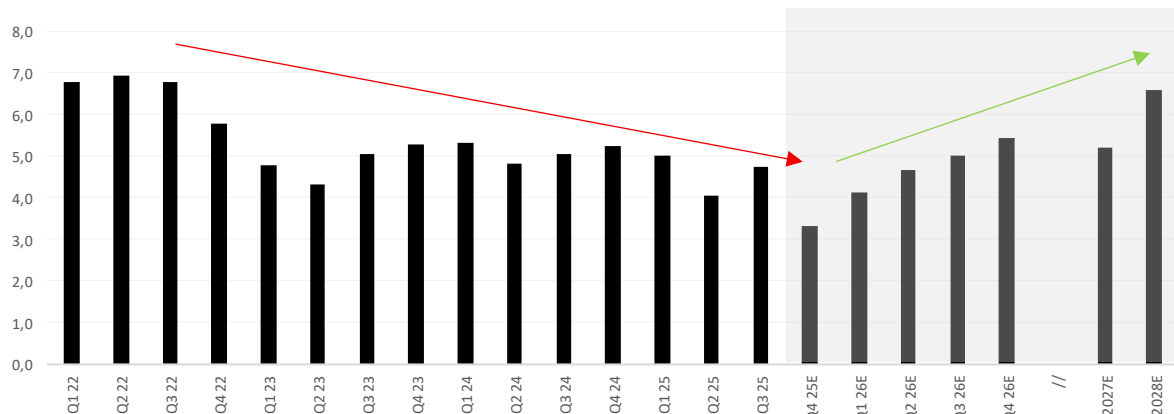
Krótkoterminowa ścieżka wynikowa (w naszym odczuciu) jest dla spółki nadal wymagająca. Zwracamy uwagę, że najbliższy odczyt kwartalny za Q4 2025 będzie istotnie inny pod względem struktury od rezultatów Q3 2025. Przypominamy, że okres Q3 w ramach roku kalendarzowego jest sezonowo kluczowym momentem dla segmentu turystyka oraz względnie niskim okresem dla segmentu reklama i subskrypcje. Z kolei okres Q4 w ramach roku kalendarzowego jest sezonowo niskim momentem dla segmentu turystyka oraz kluczowym dla segmentu reklama i subskrypcje. **Z bieżącej perspektywy zakładamy zatem, iż EBITDA skor. spółki w Q4 2025 może być niższa o blisko 14% r/r (pro forma).**

Na lata 2026-2027 w segmencie reklama i subskrypcje staramy się uwzględnić stabilizację wpływów reklamowych i wysokie jednocyfrowe wzrosty w obszarze subskrypcji. Spodziewamy się, że w tych dwóch latach nominalne odczyty skor. EBITDA segmentu będą w przedziale 210-220 mln PLN. Marża skor. EBITDA w 2025 roku może wynieść 34,3% (-3,7 pkt % r/r). Najbliższe dwa lata według naszej symulacji wskażą dalszą erozję skor. EBITDA do blisko 31% (w związku ze zmianą struktury przychodów w tej dywizji biznesowej).

Liczymy, że 2026 rok na poziomie przychodów będzie udanym okresem dla segmentu turystyka. Z bieżącej perspektywy na aktywach, które nie uwzględniają Invia zakładamy na rok 2026 wzrost przychodów o blisko 7,5% r/r i ponad 2,5% wzrost na aktywach Invia (bez uwzględnienia Fluege.de). Na lata 2027-2028 średnioroczny wzrost przychodów segmentu wynosi w naszym modelu ok 5%. Zwracamy uwagę, że dla wyników tej dywizji biznesowej (poza dynamiką przychodów) kluczowe znaczenie na najbliższe dwa lata mogą mieć również nakreślone przez zarząd inicjatywy, które powinny wpływać na stopniową budowę marżowości Invia. Nasza aktualna prognoza zakłada, że skor. EBITDA segmentu turystyka w latach 2026-2027 będzie rosnąć r/r odpowiednio o 6,9% i 6,1%.

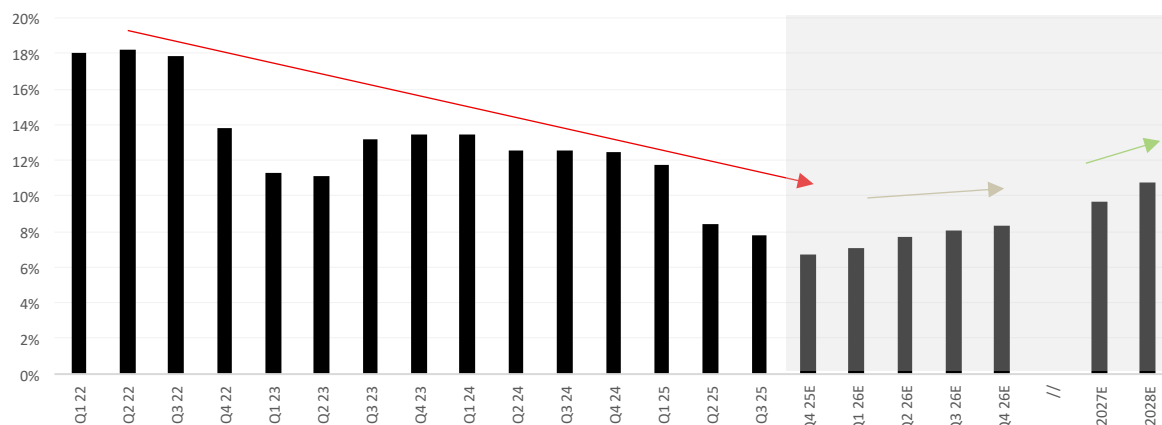
Zakładamy, że EPS w ujęciu LTM na koniec grudnia 2025 spadnie do niespełna 3,4 PLN. Od Q1 2026 spodziewamy się odbudowy EPS w ujęciu LTM i powrotu powyżej 4 PLN. Nasza symulacja wskazuje, że na koniec 2026 roku EPS może być powyżej 5,4 PLN. Z bieżącej perspektywy przyjęta prognoza wskazuje, iż EPS w 2028 roku może powrócić do odczytów z 2022 roku. Jednocześnie przyjęta projekcja dotycząca rentowności NOPAT/zainwestowany kapitał wskazuje, że w najbliższych kwartałach 2026 roku możliwa jest stabilizacja powyżej 8%. W okresie 2027 i 2028 liczymy na odbudowę tego parametru rentowności w kierunku 11%.

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.

Na początku grudnia br. spółka opublikowała komunikat o zawarciu umowy warunkowej na sprzedaż Invia Flights Germany (Fluege.de). W ramach transakcji wartość sprzedaży (enterprise value) została ustalona na 42,3 mln EUR. W 2024 roku ten podmiot miał blisko 4,7 mln EUR skor. EBITDA. Implikowany mnożnik EV/EBITDA w tej transakcji sprzedaży jest zatem bliski 9,0x. Przypominamy, że w ramach zeszłorocznej transakcji przejęcia Invia mnożnik EV/EBITDA był ustalony na 7,2x. W ujęciu LTM (po odczycie Q3 2025) Fluege.de miało blisko 138 mln PLN przychodów i odczyt EBITDA na poziomie 19 mln PLN (stanowiło to zatem 9,4% łącznych przychodów segmentu turystyka w ujęciu LTM i niespełna 5,5% odczytu skor. EBITDA).

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 5,3% (poprzednio 5,4%). 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 12,2%. Przyjęty dług netto na koniec 2025 roku jest naszym założeniem modelowym (dodatkowo w korektach uwzględniamy wpływy ze sprzedaży Fluege.de).

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity WPL na 77,4 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2026-02-02.

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	7,7%	99,3	105,0	111,7	119,7	129,4	141,5	156,8
	9,2%	86,3	90,1	94,4	99,3	105,0	111,7	119,7
	10,7%	77,4	80,0	83,0	86,3	90,1	94,4	99,3
	12,2%	70,8	72,8	75,0	77,4	80,0	83,0	86,3
	13,7%	65,8	67,4	69,0	70,8	72,8	75,0	77,4
	15,2%	61,9	63,1	64,4	65,8	67,4	69,0	70,8
	16,7%	58,7	59,7	60,7	61,9	63,1	64,4	65,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

Wycenę spółki metodą mnożnikową oparliśmy o EV/EBITDA według naszych założeń na 2026-2027. (poprzednio 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 7,0x do 6,5x. Dla segmentu turystyka ustaliliśmy mnożnik wyceny EV/EBITDA na 4,5x. Wskazane podejście sugeruje wycenę equity WPL na poziomie blisko 75,7 PLN/akcję.

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2026-2027						
	4,00	4,50	4,75	5,00	5,25	5,50	6,00
Cena docelowa [PLN/akcję]	51,0	61,6	66,8	72,1	77,4	82,7	93,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

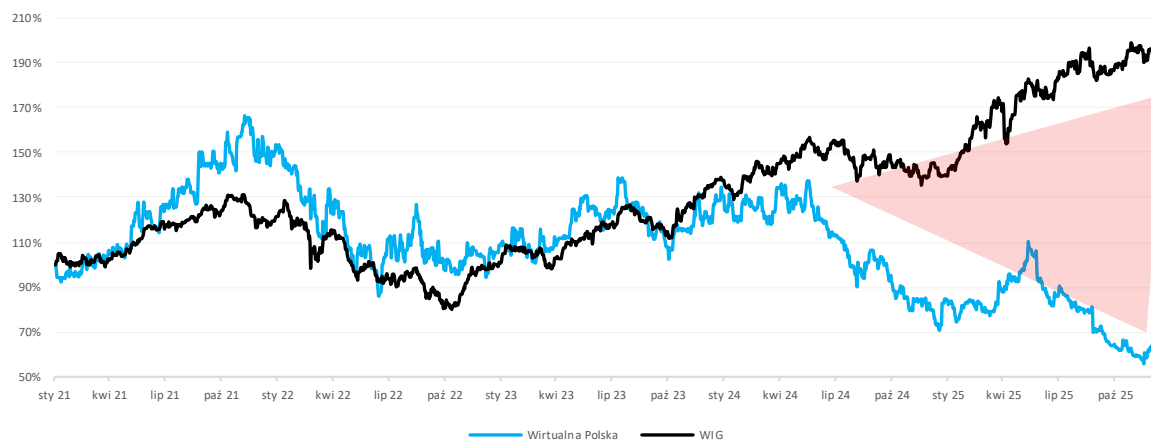
	EV/EBITDA	
	2025E	2026E
VEND MARKETPLACE	41,0	37,2
SCOUT24	16,5	14,5
AUTO TRADER	12,0	11,1
RIGHTMOVE	13,4	12,8
INFORMA	12,3	11,6
PEARSON	9,5	8,9
WOLTERS KLUWER	12,2	11,6
ALPHABET	21,7	18,2
META PLATFORMS	16,3	13,8
TRIPADVISOR	6,2	5,4
AIRBNB	16,2	14,7
EXPEDIA GROUP	10,6	9,6
BOOKING HOLDINGS	17,3	15,4
HOSTELWORLD	8,5	7,1
LASTMINUTE.COM	2,1	1,7
MAKEMYTRIP	40,2	30,0
TRAINLINE	5,7	5,7
TRIP.COM	15,3	13,0
RAINBOW	4,9	5,0
AGORA	3,8	3,3
GRUPA PRACUJ	10,5	9,5

Mediana EV/EBITDA dla grupy podmiotów z ekspozycją na obszar technologii i mediów elektronicznych na lata 2025-2026 wynosi 13,4x i 12,8x.

Z kolei spółki z główną ekspozycją na rynek turystyki, wg mediany, na lata 2025-2026 są handlowane na poziomie odpowiednio 9,2x i 8,4x.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kurs WPL na tle indeksu WIG



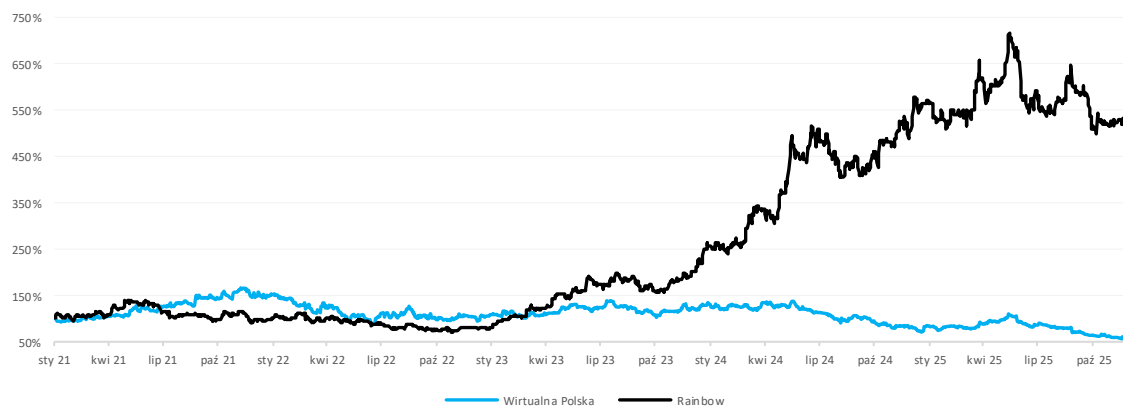
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kurs WPL na tle indeksu STOXX Europe 600 Media



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kurs WPL na tle Rainbow Tours



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYNIKI SKONSOLIDOWANE WPL ZA Q3 2025

Raport za Q3 2025 wskazał na solidny wzrost biznesu turystycznego. Jednocześnie druga kluczowa dywizja biznesowa spółki, segment reklama i subskrypcje znajdowała się pod wpływem negatywnych trendów biznesowych (m.in. erozja wpływów reklamowych).

Odczyt skor. EBITDA za Q3 2025 (pro forma) wzrósł r/r o 4,3% do poziomu 241,6 mln PLN. Ujęcie segmentowe wskazuje, że skor. EBITDA w turystyce była wyższa o 11,6% r/r (pro forma), z kolei dywizja biznesowa reklama i subskrypcje wykazała erozję skor. EBITDA o ponad 22% r/r.

Wyniki PRO FORMA WP w Q3 2025 na tle danych Q3 2024

	Q3 24	Q3 25	y/y	Q3 25 LTM
Przychody	668,7	722,2	8,0%	2 442,4
Reklama i Subskrypcje	159,5	153,9	-3,5%	677,8
Turystyka	447,6	490,0	9,5%	1 472,1
Finanse konsumenckie	48,3	60,6	25,3%	226,5
adj. EBITDA	231,7	241,6	4,3%	650,8
Reklama i Subskrypcje	60,9	47,3	-22,4%	257,8
Turystyka	163,4	182,3	11,6%	352,5
Finanse konsumenckie	6,9	10,3	48,3%	34,6
adj. EBITDA margin	34,6%	33,5%	-1,2 pkt%	26,6%
Reklama i Subskrypcje	38,2%	30,7%	-7,5 pkt%	38,0%
Turystyka	36,5%	37,2%	0,7 pkt%	23,9%
Finanse konsumenckie	14,3%	16,9%	2,6 pkt%	15,3%

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

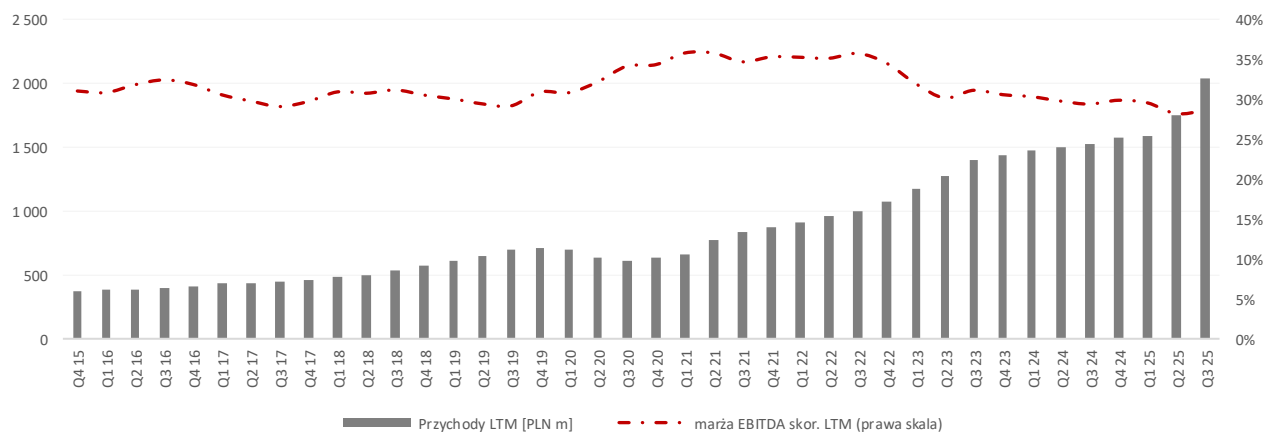
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki WP w Q3 2025 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań

	Q3 24	Q3 25	y/y	Q3 24 LTM	Q3 25 LTM	y/y	Q3 25E BDM	realizacja
Przychody	437,5	722,2	65,1%	1 529,6	2 035,2	33,1%	711,7	101%
Reklama i subskrypcje	159,5	153,9	-3,5%	684,3	677,8	-1,0%	159,3	97%
Turystyka	208,4	490,0	135,1%	572,8	1 050,9	83,5%	485,2	101%
Finanse konsumenckie	48,3	60,6	25,3%	191,7	226,5	18,2%	53,2	114%
adj. EBITDA.	153,6	241,6	57,3%	449,3	581,2	29,4%	234,6	103%
Reklama i subskrypcje	60,9	47,3	-22,4%	263,3	257,8	-2,1%	50,2	94%
Turystyka	85,3	182,3	113,6%	154,8	282,9	82,7%	176,8	103%
Finanse konsumenckie	6,9	10,3	48,3%	28,3	34,6	22,5%	7,1	145%
EBITDA	152,6	229,3	50,3%	427,6	516,3	20,7%	225,1	102%
Amortyzacja	39,1	70,5	80,6%	151,2	219,0	44,8%	71,8	98%
EBIT	113,5	158,8	39,9%	276,4	297,3	7,6%	153,4	104%
Saldo finansowe	-15,6	-34,4	---	-59,4	-86,7	---	-33,4	103%
Wynik brutto	98,8	129,7	31,3%	212,8	213,6	0,4%	119,2	109%
Wynik netto	79,9	101,9	27,5%	160,4	152,9	-4,6%	81,6	125%
wynik przypisany akcjonariuszom	77,4	97,7	26,2%	150,3	141,6	-5,8%	80,7	121%

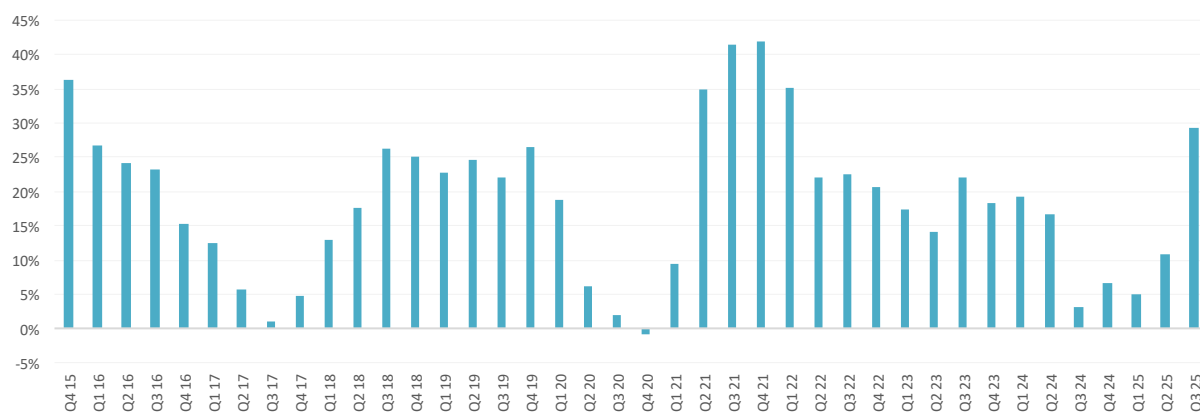
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody w ujęciu LTM i marża EBITDA skor.



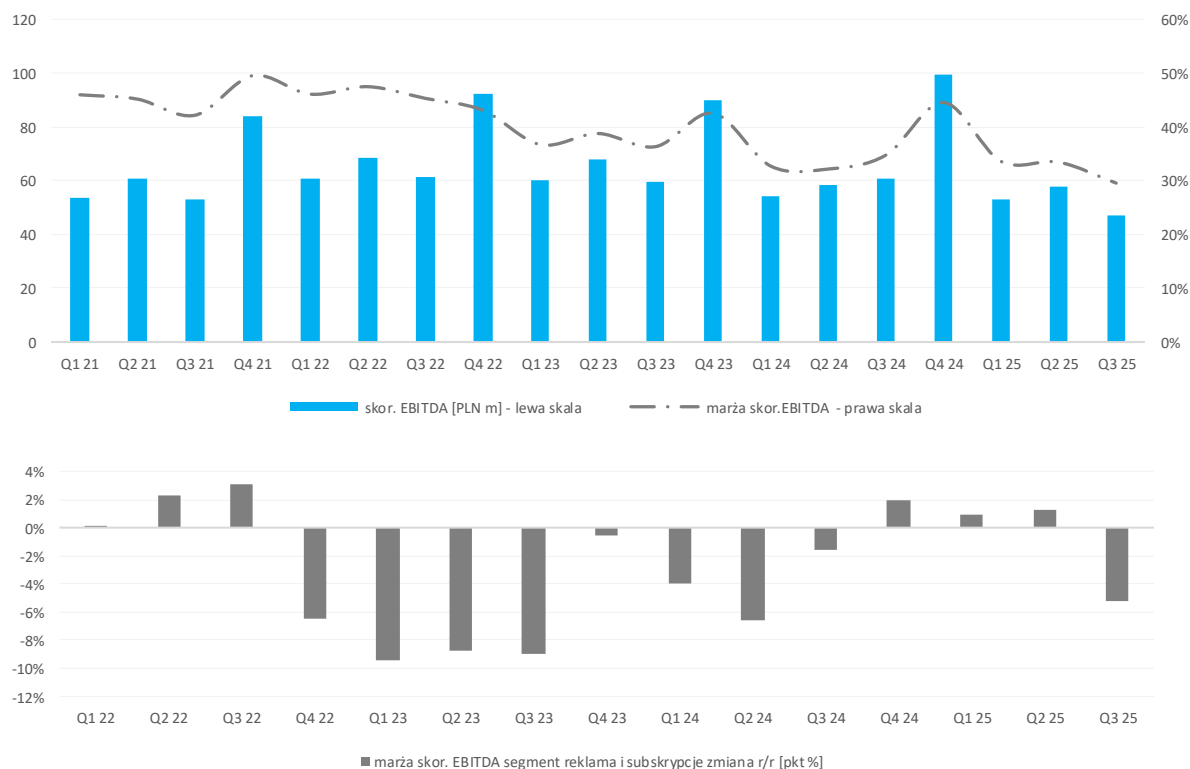
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczna dynamika r/r odczytów skor. EBITDA LTM



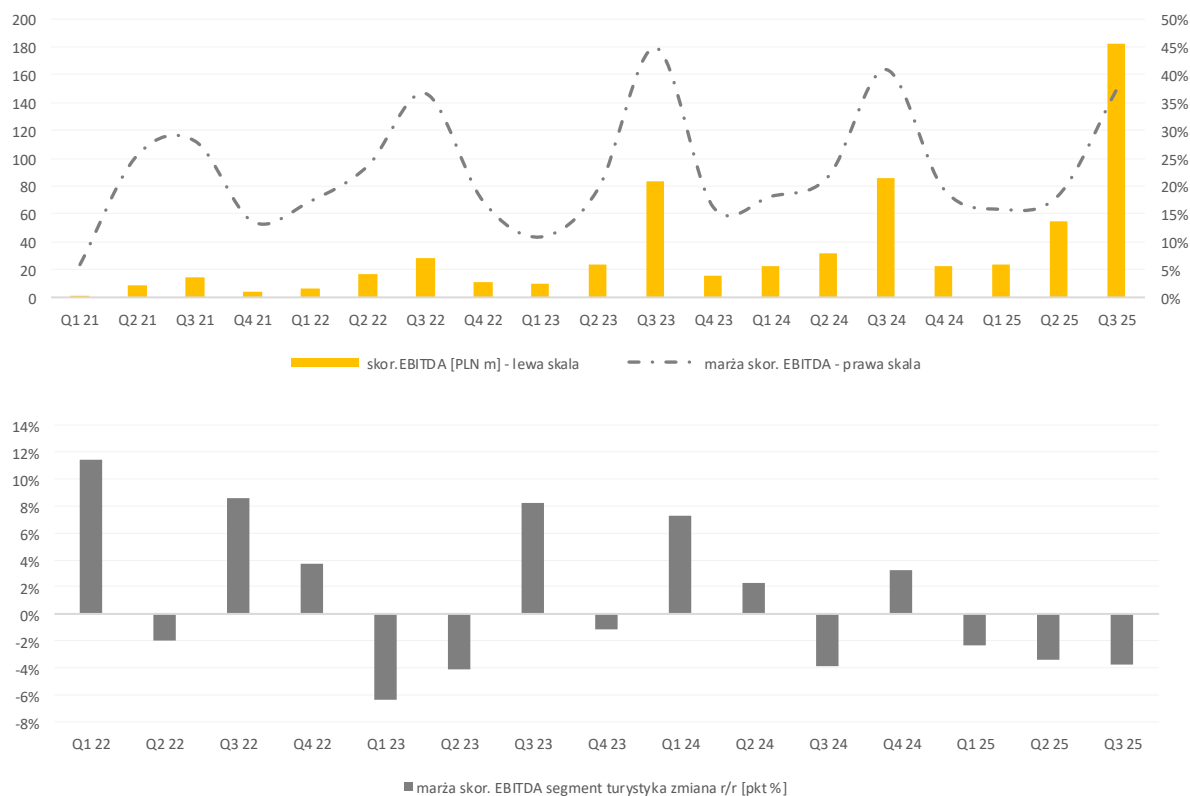
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

Zwracamy uwagę, że najbliższy odczyt kwartalny za Q4 2025 będzie istotnie inny pod względem struktury od rezultatów Q3 2025. Przypominamy, że okres Q3 w ramach roku kalendarzowego jest sezonowo kluczowym momentem dla segmentu turystyka oraz względnie niskim okresem dla segmentu reklama i subskrypcje. Z kolei okres Q4 w ramach roku kalendarzowego jest sezonowo niskim momentem dla segmentu turystyka oraz kluczowym dla segmentu reklama i subskrypcje.

W komentarzu do raportu okresowego za Q3 2025 spółka przedstawiła swoje oczekiwania na Q4 2025:

- W turystyce spodziewany jest kilkunastoprocentowy wzrost przychodów.
- W obszarze reklama i subskrypcje spodziewane są płaskie przychody w ujęciu r/r jednocześnie zakładany jest odczuwalny wzrost kosztów r/r (m.in. wyższe koszty pracownicze, presja na koszty powierzchni zewnętrznych i treści licencjonowanych/audiobooków, dodatkowo koszt wizerunkowej kampanii reklamowej WP).

Z bieżącej perspektywy zakładamy zatem, iż EBITDA skor. spółki w Q4 2025 może być niższa o blisko 14% r/r (pro forma).

W skali całego 2025 roku spodziewamy się, że skor. EBITDA spółki wyniesie 574,1 mln PLN. W segmencie reklama i subskrypcje skor. EBITDA w oparciu o naszą prognozę może wynieść 231,8 mln PLN (w ujęciu LTM po Q3 2025 było to prawie 258 mln PLN). W segmencie turystyka zakładamy, że skor. EBITDA będzie blisko 302 mln PLN.

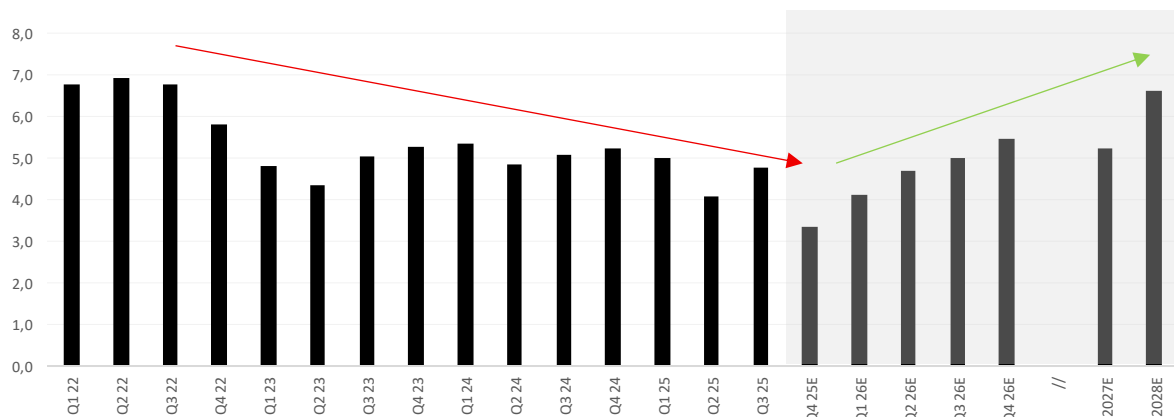
Na początku grudnia br. spółka opublikowała komunikat o zawarciu umowy warunkowej na sprzedaż Invia Flights Germany (Fluege.de). W ramach transakcji wartość sprzedaży (enterprise value) została ustalona na 42,3 mln EUR. W 2024 roku ten podmiot miał blisko 4,7 mln EUR skor. EBITDA. Implikowany mnożnik EV/EBITDA w tej transakcji sprzedaży jest zatem bliski 9,0x. Przypominamy, że w ramach zeszłorocznej transakcji przejęcia Invia mnożnik EV/EBITDA był ustalony na 7,2x. W ujęciu LTM (po odczycie Q3 2025) Fluege.de miało blisko 138 mln PLN przychodów i odczyt EBITDA na poziomie 19 mln PLN (stanowiło to zatem 9,4% łącznych przychodów segmentu turystyka w ujęciu LTM i niespełna 5,5% odczytu skor. EBITDA). Sprzedaż aktywów, które nie były związane z podstawowym biznesem w segmencie turystycznym odbieramy pozytywnie. Wpływ transakcji w naszej symulacji rozpoznajemy w Q1 2026 (zmniejszenie długu netto oraz jednorazowy zysk na transakcji wpływający na raportowany wynik netto).

Na lata 2026-2027 w segmencie reklama i subskrypcje staramy się uwzględnić stabilizację wpływów reklamowych i wysokie jednocyfrowe wzrosty w obszarze subskrypcji. W średnim horyzoncie (najbliższe 2-3 lata) staramy się uwzględnić potencjał przychodowy rozwoju WPartner na rynku krajowym jak i na rynkach zagranicznych (CEE). Kolejnym impulsem dla „obrony” przychodów segmentu 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. Marża skor. EBITDA segmentu w 2025 roku może wynieść 34,3% (-3,7 pkt % r/r). Najbliższe dwa lata według nas wskażą dalszą erozję skor. EBITDA do blisko 31%.

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 2026 rok 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.

Liczymy, że 2026 rok na poziomie przychodów będzie udanym okresem dla segmentu turystyka. Z bieżącej perspektywy na aktywach, które nie uwzględniają Invia zakładamy na rok 2026 wzrost przychodów o blisko 7,5% r/r i ponad 2,5% wzrost na aktywach Invia (bez uwzględnienia Fluege.de). Na lata 2027-2028 średnioroczny wzrost przychodów segmentu wynosi w naszym modelu ok 5%. Zwracamy uwagę, że dla wyników tej dywizji biznesowej (poza dynamiką przychodów) kluczowe znaczenie na najbliższe dwa lata mogą mieć również nakreślone przez zarząd inicjatywy, które powinny wpływać na stopniową budowę marżowości Invia. Nasza aktualna prognoza zakłada, że skor. EBITDA segmentu turystyka w latach 2026-2027 będzie rosnąć r/r odpowiednio o 6,9% i 6,1%.

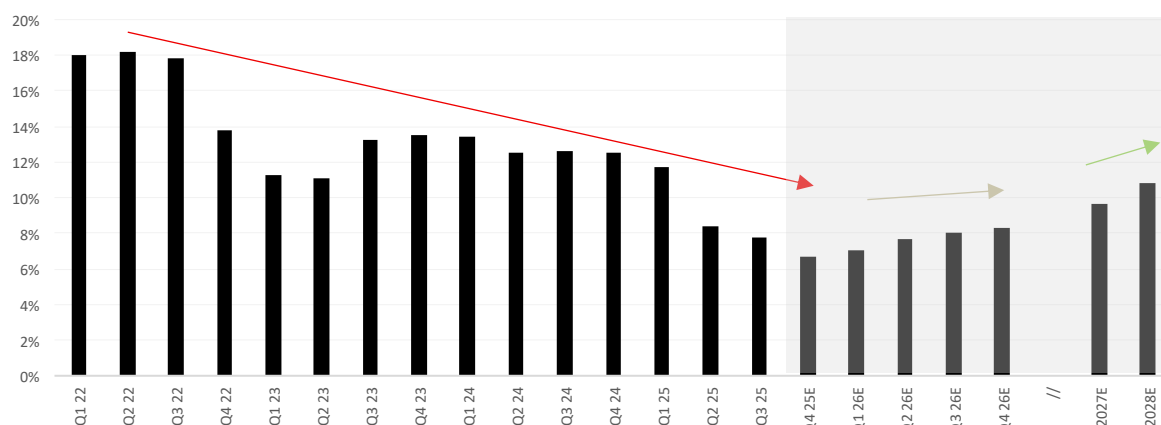
Historyczne odczyty EPS LTM oraz nasze prognozy na kolejne okresy [PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

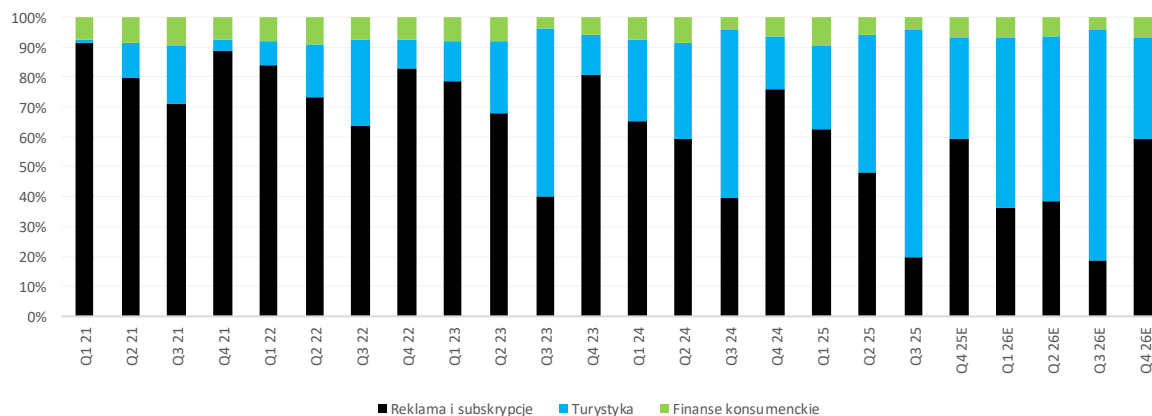
Zakładamy, że EPS w ujęciu LTM na koniec grudnia 2025 spadnie do niespełna 3,4 PLN. Od Q1 2026 spodziewamy się odbudowy EPS w ujęciu LTM i powrotu powyżej 4 PLN. Nasza symulacja wskazuje, że na koniec 2026 roku EPS może być powyżej 5,4 PLN. Z bieżącej perspektywy przyjęta prognoza wskazuje, iż EPS w 2028 roku może powrócić do odczytów z 2022 roku. Jednocześnie przyjęta projekcja dotycząca rentowności NOPAT/zainwestowany kapitał wskazuje, że w najbliższych kwartałach 2026 roku możliwa jest stabilizacja powyżej 8%. W okresie 2027 i 2028 liczymy na odbudowę tego parametru rentowności w kierunku 11%.

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



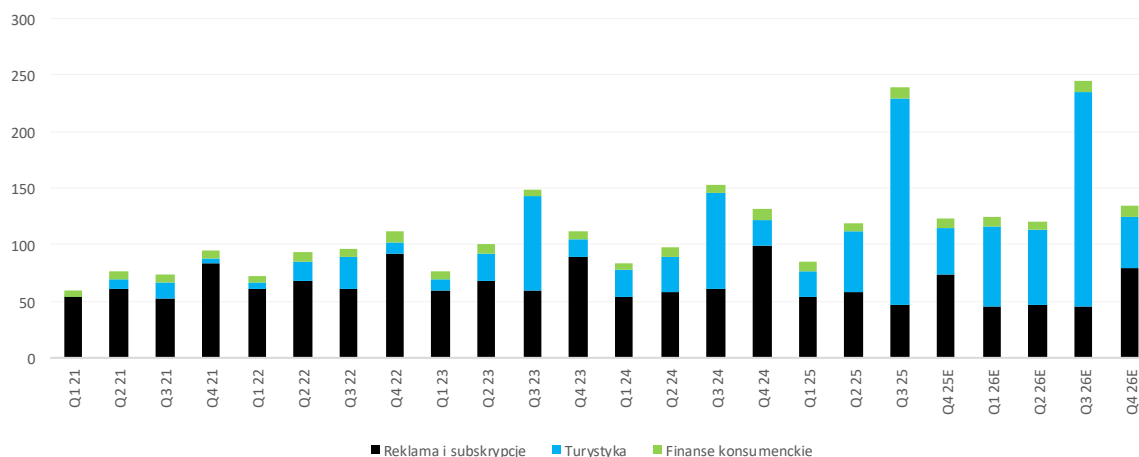
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



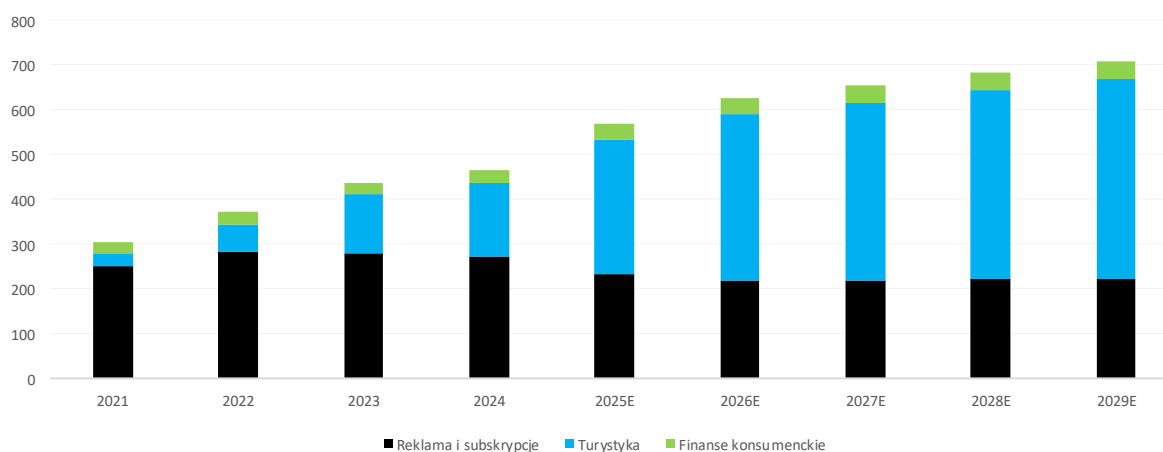
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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]

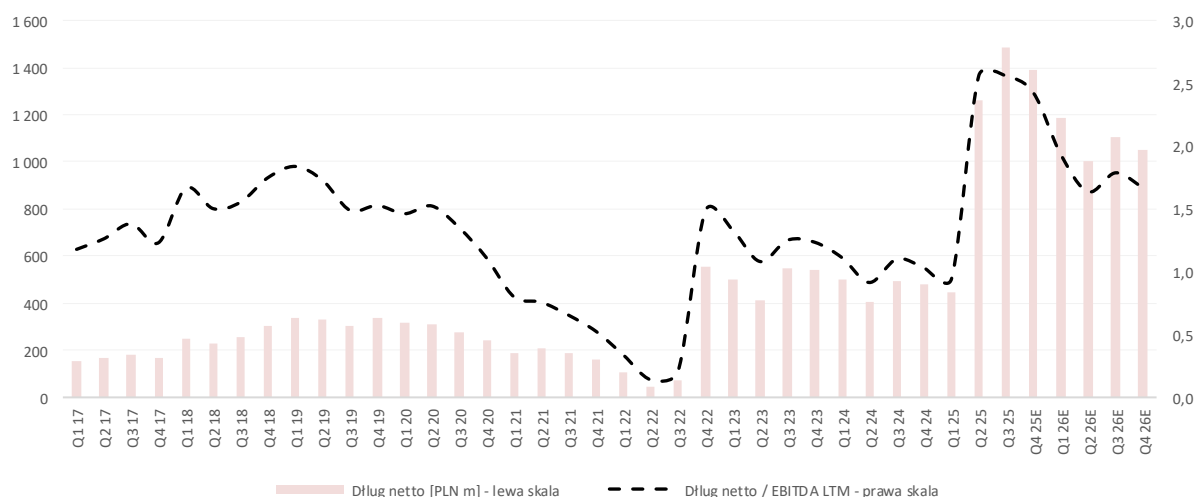


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Szczegółowe założenia modelu na kolejne okresy [mln PLN]

	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25E	Q1 26E	Q2 26E	Q3 26E	Q4 26E	2024	2025E	2026E
Przychody	372,0	540,8	722,2	547,8	577,4	589,1	716,1	540,3	1 568,3	2 182,8	2 422,9
Reklama i subskrypcje	155,0	167,2	153,9	200,7	155,7	169,7	157,8	205,7	718,6	676,8	688,9
Turystyka	147,8	296,6	490,0	278,8	350,1	339,5	476,9	263,4	595,4	1 213,1	1 430,0
Finanse konsumenckie	56,2	60,3	60,6	51,9	58,4	62,8	63,0	54,0	194,5	229,0	238,2
EBITDA skor.	85,8	121,9	241,6	124,8	125,2	121,6	247,4	135,4	468,2	574,1	629,6
Reklama i subskrypcje	53,3	57,7	47,3	73,5	45,0	46,7	46,1	79,5	272,9	231,8	217,3
Turystyka	23,4	54,5	182,3	41,5	70,7	66,4	188,8	45,7	162,3	301,6	371,6
Finanse konsumenckie	8,4	7,3	10,3	8,9	8,7	7,5	10,7	9,3	30,5	34,8	36,2
EBITDA	79,3	88,1	229,3	120,8	121,2	117,6	243,4	131,4	438,6	517,5	613,6
Amortyzacja	44,6	61,9	70,5	70,9	70,2	68,9	69,2	69,5	159,0	247,9	277,8
EBIT	34,7	26,2	158,8	49,9	51,0	48,7	174,2	61,8	279,6	269,6	335,8
Saldo finansowe	-13,5	-24,9	-34,4	-34,1	-4,3	-31,1	-30,0	-29,9	-58,5	-106,9	-95,3
Wynik brutto	23,2	-3,1	129,7	16,9	47,8	18,7	145,3	33,0	220,3	166,6	244,8
Wynik netto	12,4	-9,3	101,9	7,1	37,8	9,2	111,3	20,9	165,9	112,2	179,3
wynik przypisany akcjonariuszom	10,0	-11,1	97,7	2,8	33,4	5,7	107,0	16,4	155,9	99,4	162,4
EBITDA skor. marża %	23,1%	22,5%	33,5%	22,8%	21,7%	20,6%	34,6%	25,1%	29,9%	26,3%	26,0%
Reklama i subskrypcje	34,4%	34,5%	30,7%	36,6%	28,9%	27,5%	29,2%	38,6%	38,0%	34,3%	31,5%
Turystyka	15,8%	18,4%	37,2%	14,9%	20,2%	19,6%	39,6%	17,3%	27,3%	24,9%	26,0%
Finanse konsumenckie	14,9%	12,0%	16,9%	17,2%	14,9%	12,0%	16,9%	17,2%	15,7%	15,2%	15,2%

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 porównaniu z poprzednim raportem analitycznym (z 2025-09-15) obniżyliśmy ścieżkę wynikową dla segmentu reklama i subskrypcje. Jednocześnie podnieśliśmy nasze oczekiwania dla dynamik wzrostu przychodów oraz efektów optymalizacji bazy kosztowej segmentu turystyka. Dodatkowo w bieżącym modelu od Q1 2026 staramy się uwzględnić sprzedaż Fluege.de.

Nasza prognoza na 2026-2027 na poziomie skor. EBITDA segmentu reklama i subskrypcje jest niższa o odpowiednio 16,6% i 16,9% względem poprzednich symulacji. Spodziewamy się, że w tych dwóch latach nominalne odczyty skor. EBITDA w tym segmencie będą w przedziale 210-220 mln PLN.

Z kolei w segmencie turystyka nasza bieżąca prognoza na 2026-2027 dla skor. EBITDA jest wyższa o odpowiednio 0,7% i 1,6%. W symulacji nie uwzględniamy jednak rezultatów Fluege.de (ta część segmentu odpowiadała wcześniej za ponad 5% odczytu rocznego skor. EBITDA).

Ogółem na poziomie skonsolidowanym zakładamy obecnie niższy odczyt skor. EBITDA na lata 2026-2027 o odpowiednio 5,4% i 4,9%. Wzrost wyniku netto w 2026 roku względem projekcji z poprzedniej analizy wynika z ujęcia oczekiwanego przez nas jednorazowego zysku w związku ze sprzedażą Fluege.de.

Zmiana w naszych założeniach na lata 2025-2027 (w porównaniu do raportu analitycznego z 2025-09-15) [PLN m]

	nowe	nowe	nowe	było	było	było	zmiana	zmiana	zmiana
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Przychody	2 182,8	2 422,9	2 528,5	2 172,1	2 509,7	2 608,3	0,5%	-3,5%	-3,1%
Reklama i subskrypcje	676,8	688,9	711,6	688,2	707,2	731,9	-1,7%	-2,6%	-2,8%
Turystyka	1 213,1	1 430,0	1 502,9	1 201,9	1 510,2	1 574,4	0,9%	-5,3%	-4,5%
EBITDA skor.	574,1	629,6	658,2	594,1	665,8	691,9	-3,4%	-5,4%	-4,9%
Reklama i subskrypcje	231,8	217,3	219,1	260,0	260,7	263,6	-10,8%	-16,6%	-16,9%
Turystyka	301,6	371,6	397,3	297,9	369,0	391,0	1,2%	0,7%	1,6%
EBITDA	517,5	613,6	641,8	545,8	649,8	675,5	-5,2%	-5,6%	-5,0%
Amortyzacja	247,9	277,8	275,3	250,4	292,1	287,1	-1,0%	-4,9%	-4,1%
EBIT	269,6	335,8	366,5	295,4	357,7	388,3	-8,7%	-6,1%	-5,6%
Saldo finansowe	-106,9	-95,3	-112,8	-105,3	-124,3	-113,5			
Wynik netto przypisany akcjonariuszom	99,4	162,4	155,7	117,4	156,4	172,0	-15,3%	3,9%	-9,5%

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	2 182,8	2 422,9	2 528,5	2 633,4	2 737,3
Segment reklama i subskrypcje	686,8	718,6	676,8	688,9	711,6	733,9	755,8
Segment turystyka	494,7	595,4	1 213,1	1 430,0	1 502,9	1 575,7	1 648,2
EBITDA skor.	439,0	468,2	574,1	629,6	658,2	685,8	711,4
Segment reklama i subskrypcje	277,5	272,9	231,8	217,3	219,1	220,9	223,3
Segment turystyka	132,5	162,3	301,6	371,6	397,3	421,8	443,7
EBITDA	427,2	438,6	517,5	613,6	641,8	668,9	694,2
Amortyzacja	146,0	159,0	247,9	277,8	275,3	271,2	270,5
EBIT	281,2	279,6	269,6	335,8	366,5	397,8	423,6
Saldo finansowe	-62,5	-59,0	-103,0	-91,0	-109,4	-91,4	-81,7
Wynik netto	164,0	165,9	112,2	179,3	169,1	210,9	240,3
Wynik netto dla akcjonariuszy	155,8	155,9	99,4	162,4	155,7	196,8	225,4
EBITDA skor. marża %	31,2%	30,4%	26,6%	26,2%	26,3%	26,3%	26,2%
Reklama i subskrypcje	40,4%	38,0%	34,3%	31,5%	30,8%	30,1%	29,5%
Turystyka	26,8%	27,3%	24,9%	26,0%	26,4%	26,8%	26,9%
Segm. reklama i subskrypcje jako % EBITDA	63,2%	58,3%	40,4%	34,5%	33,3%	32,2%	31,4%
Segm. turystyka jako % EBITDA	30,2%	34,7%	52,5%	59,0%	60,4%	61,5%	62,4%

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Aktywa trwałe	1 526,3	1 616,9	2 926,5	2 664,2	2 607,0	2 551,2	2 500,6
Aktywa obrotowe	558,8	640,4	924,2	1 212,6	1 215,4	1 241,2	1 276,2
Należności	278,3	337,5	406,7	471,3	502,2	528,5	555,0
Zapasy	26,6	32,8	38,9	43,1	45,0	46,9	48,7
Inne	14,5	11,9	9,8	9,9	9,9	9,9	10,0
Środki pieniężne	239,5	258,2	468,8	688,3	658,2	655,9	662,5
Aktywa razem	2 085	2 257	3 851	3 877	3 822	3 792	3 777
Kapitał własny	915,8	1 012,4	1 073,8	1 178,6	1 243,6	1 335,4	1 441,7
Zobowiązania długoterminowe	634,1	729,6	2 037,4	1 917,4	1 767,4	1 617,4	1 467,4
Zobowiązania krótkoterminowe	535,2	515,3	739,5	780,7	811,4	839,7	867,7
Pasywa razem	2 085	2 257	3 851	3 877	3 822	3 792	3 777
Zobowiązania %	781	741	1 859	1 739	1 589	1 439	1 289
Dług netto	542	483	1 391	1 051	931	783	627
Dług netto / Adj. EBITDA [x]	1,2	1,0	2,4	1,7	1,4	1,1	0,9
Skor. koszty obsługi zadłużenia	74,1	80,1	133,8	155,5	144,1	126,2	116,7
Fixed charge cover [x]	5,9	5,8	4,3	4,0	4,6	5,4	6,1

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	464,6	523,7	554,0	575,9	594,4
CF inwestycyjny	-225,9	-195,3	-1 117,2	-14,4	-217,0	-214,3	-218,9
CF finansowy	-99,7	-161,2	865,4	-289,8	-367,0	-363,9	-369,0
Przepływy razem	58,5	21,3	212,8	219,5	-30,1	-2,3	6,6

	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]	60,2	60,2	60,2	60,2	60,2	60,2	60,2
BVPS [PLN]	30,9	34,0	36,1	39,6	41,8	44,8	48,4
EPS [PLN]	5,3	5,2	3,3	5,5	5,2	6,6	7,6
P/E [x]	11,4	11,5	18,0	11,0	11,5	9,1	8,0
EV/Przychody [x]	1,6	1,5	1,5	1,2	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA [x]	5,4	5,2	6,2	4,6	4,2	3,9	3,5
EV/EBIT [x]	8,3	8,1	11,8	8,5	7,4	6,5	5,7
P/BV [x]	1,9	1,8	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2
EV [PLN m]	2 325	2 275	3 183	2 844	2 724	2 576	2 419
Kapitalizacja [PLN m]	1 783	1 792	1 792	1 792	1 792	1 792	1 792
Dług netto [PLN m]	542	483	1 391	1 051	931	783	627
Dług netto/EBITDA [x]	1,2	1,0	2,4	1,7	1,4	1,1	0,9
Przychody zmiana r/r	33,3%	9,2%	39,2%	11,0%	4,4%	4,1%	3,9%
Marża EBITDA	29,7%	28,0%	23,7%	25,3%	25,4%	25,4%	25,4%
Marża netto	10,8%	9,9%	4,6%	6,7%	6,2%	7,5%	8,2%
ROE	17,8%	16,9%	10,0%	15,3%	13,8%	16,5%	17,6%
ROIC	13,6%	12,6%	8,4%	8,3%	9,7%	10,8%	11,7%
DPS [PLN]	2,5	2,0	2,2	2,5	3,5	4,0	4,5
rentowność dywidendy	4,2%	3,3%	3,7%	4,2%	5,8%	6,6%	7,5%

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

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
kupuj	76,5	kupuj	75,9	2025-12-12	14:55	60,2	114 014
kupuj	75,9	akumuluj	96,2	2025-09-15	14:59	64,1	106 918
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 Q4 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	10	83%		0	0%
Akumuluj	1	8%		0	0%
Trzymaj	1	8%		0	0%
Redukuj	0	0%		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: 2025-12-12.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-12-12 (14:55 CET/CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-12-19.

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 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 wczytane 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 2025-12-12:

- 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.