



Dom Maklerski

mDomMaklerski.pl

środa, 1 lipca 2015 | raport analityczny

Wirtualna Polska Holding: kupuj (nowa)

WPL PW; WPPL.WA | TMT, Polska

Czas na zyski online

Wirtualna Polska Holding to właściciel jednego z największych portali horyzontalnych, licznych portali wertykalnych oraz największy dostawca kont poczty elektronicznej w Polsce. Grupa przeszła w trakcie roku restrukturyzację kosztową i od 2015 r. będzie korzystać z dźwigni operacyjnej, monetyzując wzrosty w reklamie internetowej. Dostęp do 15,6 mln realnych użytkowników daje możliwości personalizacji treści reklamowych, co przy użyciu zaawansowanych technik Big Data przełoży się na jeszcze większą skuteczność targetowania. Grupa rozwija się w e-commerce: buduje silną pozycję w portalach tematycznych i agregatorach ofert, co przy dużym wzroście rynku sprzedaży w sieci (CAGR 2014-19 = 15% według PMR) powinno generować dodatkowe przychody. Na bazie naszych prognoz i dwóch metod wyceny szacujemy wartość jednej akcji Wirtualna Polska Holding na 44,70 PLN, co implikuje 33% potencjał wzrostowy. Zalecamy kupno akcji.

Rynek reklamy online wciąż z dużym potencjałem

Na odbijającym rynku reklamy, skorelowanej z poziomem polskiego PKB, reklama online osiąga konsekwentnie kolejny rok z rzędu największe wzrosty, co spowodowane jest głównie wzrostem użycia Internetu oraz przewagą online nad innymi kanałami reklamowymi pod względem mierzalności i precyzyjnego dotarcia do grup targetowych. Różne źródła szacują dynamikę wzrostu rynku reklamy online na 5,2%-12,2%. PwC szacuje wzrosty polskiej reklamy internetowej na 15,2% w ciągu 2014-18. Największe wzrosty zanotuje mobile i video (>20%), obszary w których Wirtualna Polska prowadzi rozwój.

Dźwignia operacyjna po restrukturyzacji w 2014 r.

W roku 2014 doszło do redukcji zatrudnienia o blisko 14%, pomimo nabycia kolejnych portali wertykalnych. Grupa istotnie zredukowała także poziom kosztów obcych w starej WP SA i o2. W wyniku tych działań oraz wzrostu rentowności oczyszczonej EBITDA w grupie WPH osiągnęła 39% (vs. 28% w 2013 r. i 35% w starej WP SA). W kolejnych kwartałach Grupa powinna korzystać z dźwigni operacyjnej, generując dodatkowo synergie z przejścia Money.pl.

Potencjał do generowania gotówki

WPH jest biznesem relatywnie niskokapitałochłonnym (CAPEX w 2015 roku zakładamy na poziomie 22 mln PLN). Cykl konwersji gotówki zakładamy w kolejnych latach na 8 dni, co w połączeniu z wysoką rentownością powinno skutkować FCF yield w kolejnych latach na poziomie 6-7% (na bazie naszej wyceny), który spółka może wykorzystywać w celu konsolidacji polskiego rynku online i wypłaty dywidendy.

(mln PLN)	2014 PF	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody	248,3	276,3	301,3	323,8	347,4
EBITDA skorygowana	84,1	101,0	111,8	119,0	126,1
marża	33,9%	36,5%	37,1%	36,8%	36,3%
EBIT	22,7	63,4	87,2	94,8	103,0
Zysk netto	-2,0	45,9	78,0	87,4	96,4
DYield	0,0%	0,0%	1,2%	6,4%	7,1%
P/E	-	20,7	12,2	10,9	9,9
P/CE	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/BV	3,9	3,3	2,7	2,5	2,3
EV/EBITDA skorygowana	13,6	10,8	9,2	8,5	7,8

PF = proforma

Cena bieżąca	33,67 PLN
Cena docelowa	44,70 PLN
Kapitalizacja	951 mln PLN
Free float	309 mln PLN
Średni dzienny obrót	1,93 mln PLN

Struktura akcjonariatu

European Media Holding	38,5%
Michał Brański (10x)	9,3%
Jacek Świdorski (Orfe)	9,3%
Krzysztof Sierota (Albemuth)	9,3%

Pozostali	33,6%
-----------	-------

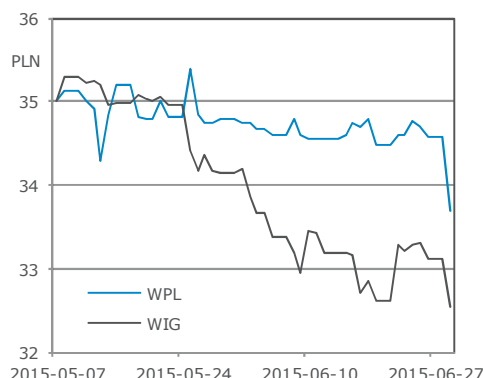
Strategia dotycząca sektora

Reklama jest branżą późnocykliczną, powiązaną ze wzrostem PKB i inwestycji. Spółki z sektora charakteryzuje wysoka dźwignia operacyjna. Pomimo obecnego spowolnienia wzrostu PKB i dalszego braku ożywienia w inwestycjach, jesteśmy optymistyczni co do wzrostu wydatków reklamowych w długim okresie, które w Polsce w relacji do PKB i per capita są istotnie niższe niż w Unii Europejskiej.

Profil spółki

Wirtualna Polska jest czołowym graczem w polskiej reklamie online. Pod względem realnych użytkowników zajmuje 4. miejsce w Polsce (po Google, Facebook, YouTube) z wynikiem 15,6 mln realnych użytkowników. Grupa skupia portale: Wirtualna Polska, o2, Money, Domodi, Pudelek, SportoweFakty i dobreprogramy. Grupa generuje ponad 90% z reklamy, ma bazę elektronicznych kont pocztowych w Polsce (8,0 mln realnych użytkowników).

Kurs akcji WPL na tle WIG



Analityk:

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mdm.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)**EBIT** - Zysk operacyjny**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** - wartość księgowa**WNDB** - wynik na działalności bankowej**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

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

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki Wirtualna Polska Holding S.A.

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszc
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszc@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mdm.pl
media, IT

Piotr Zybala
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mdm.pl
handel

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mdm.pl

Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA
wicedyrektor ds. rynków zagranicznych
tel. +48 22 697 48 47
lukasz.wojtowicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-075 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mdm.pl

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mdm.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mdm.pl

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 48 46
jedrzej.lukomski@mdm.pl

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 48 46
jedrzej.lukomski@mdm.pl

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera
tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mdm.pl

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl