

ANALIZA GRUPY WIRTUALNA POLSKA

SPIS TREŚCI

Argumenty za i przeciw.....	2
Wirtualna Polska – podsumowanie	2
Wirtualna Polska – informacje o grupie.....	3
Historia, przedmiot działalności, zarząd, akcjonariat	3
historia	3
Przedmiot działalności	3
Zarząd, akcjonariat.....	6
Strategia rozwoju	6
Wirtualna Polska – analiza finansowa	7
Przychody, wyniki i prognozy	7
Przychody i zyski.....	7
Sytuacja bilansowa grupy.....	9
Przewidywania, wycena	9
Zdolność do generowania gotówki, dywidendy	10
Pozostałe kwestie.....	11
Zastrzeżenia	12

Autorem analizy jest Remigiusz Iwan, prowadzący również bloga www.rynekobligacji.com

W analizie korzystam z danych i wykresów portali www.biznesradar.pl i www.stooq.pl

Analiza uwzględnia opublikowane przez spółkę wyniki 2018 roku i Q1 2019.

Opracowanie ma charakter edukacyjny, nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej, czy oferowania produktów. Autor opracowania nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane przez Czytelników. Na końcu analizy znajduje się tzw. disclaimer, prosba o dokładne zapoznanie się z nim.

ARGUMENTY ZA I PRZECIW

Poniżej prezentuję najważniejsze plusy i minusy mogące mieć w mojej ocenie wpływ na przyszłe wyniki grupy. Czynniki te zostały szczegółowo omówione w dalszej części analizy.

Czynniki na plus	Czynniki na minus
Spółka technologiczna, jeden z liderów rynku w swoich obszarach działania	Ryzyka biznesowe, związane z konkurencją, ze spadkiem ruchu internetowego, utratą konkurencyjności poczty WP, blokowaniem reklam przez użytkowników serwisów itp.
Solidny, nieprzerwany wzrost przychodów, w ślad za nimi rosną zyski	Ryzyka związane z ochroną danych osobowych (RODO) czy z ACTA 2)
Biznes oparty na 2 fundamentach: reklamy online i mocno rosnącym e-commerce	Ryzyko, że niektóre inwestycje okażą się porażką, wtedy mogą nastąpić wysokie odpisy na WNiP
Jedna z niewielu dojrzałych spółek technologicznych, „must have” dla funduszy inwestycyjnych	Niedochodowy segment TV (choć strata segmentu systematycznie maleje)
Przyjęta polityka dywidendy, wypłaty dywidendy od 3 lat	

WIRTUALNA POLSKA – PODSUMOWANIE

Wirtualna Polska to nie tylko portal internetowy zarabiający na reklamach, ale także grupa kapitałowa z mocno rozwiniętym segmentem e-commerce. WP zarabia na pośrednictwie w sprzedaży wycieczek zagranicznych (w tym poprzez portal wakacje.pl, ale także salony stacjonarne), na prezentowaniu ofert noclegowych w Polsce (serwis nocowanie.pl), na sprzedaży projektów architektonicznych domów (extradom.pl), na wyszukiwarkach modowych, na usługach finansowych czy wreszcie na finansowaniu zakupu samochodów. Grupa dąży do zaspokajania (zarabiania na) większości potrzeb użytkowników jej portali: zdrowie, wypoczynek, mieszkanie, ubiór, samochód, finanse. I trzeba przyznać, że fajnie jej to wychodzi.

Biznes grupy jest więc mocno zdywersyfikowany, a segment e-commerce przejmuje palmę pierwszeństwa od segmentu reklamowego. Jednocześnie już dziś Wirtualna Polska jest dojrzałą spółką technologiczną (a nie startupem) o rozsądnej wycenie i liderem w wielu obszarach swojej działalności. Grupa jest dobrze zarządzana.

Prowadzony biznes, przejęcia, dobre zarządzanie grupą, pozwalają oczekiwać dalszego wzrostu grupy w kolejnych okresach.

Zapraszam do zapoznania się z pełną treścią analizy.

WIRTUALNA POLSKA – INFORMACJE O GRUPIE

HISTORIA, PRZEDMIOT DZIAŁALNOŚCI, ZARZĄD, AKCJONARIAT

Wirtualna Polska zarabia na **e-commerce** czyli na pośrednictwie w sprzedaży wycieczek zagranicznych i ubezpieczeń, umieszczaniu ofert kwater turystycznych w Polsce na portalu nocowanie.pl, na sprzedaży projektów architektonicznych domów mieszkalnych, prowadzeniu największych wyszukiwarek modowych w Polsce, prowadzeniu porównywarek finansowych i zarabianiu na tzw. leadach czyli sprzedaży produktów finansowych, a od niedawna na motoryzacji – prezentacji ofert samochodów od dilerów i zarabianiu na finansowaniu tych pojazdów.

To mniej znana strona holdingu WP, podstawową oczywiście jest **działalność mediowa**, polegająca na prowadzeniu serwisów internetowych, poczty e-mail, telewizji, video i radia internetowego i zarabianiu na reklamach umieszczanych w tych serwisach. Więcej o działalności spółki w dalszej części analizy.

HISTORIA

W 1995 roku Wirtualna Polska debiutuje jako katalog stron internetowych, w 1998 roku ma miejsce start domeny wp.pl oraz udostępnienie darmowego konta e-mail. Równolegle, w 1999 roku 3 studentów SGH (Michał Brański, Jacek Świdorski, Krzysztof Sierota) uruchamiają darmową usługę poczty go2.pl, z czasem o2.pl, a w 2000 roku portal o2.pl. Lata 2000-2012 to systematyczny rozwój portalu wp.pl i równolegle portalu o2.pl.

W 2014 roku grupa o2 wraz z funduszem private equity Innova Capital uzyskuje zgodę na przejęcie Wirtualnej Polski i powstaje Grupa Wirtualna Polska. W tym roku grupa przejmuje serwisy Sportowe Fakty oraz Money. Do portfolio dołączają serwis modowy Domodi oraz Homebook, który wraz z ofertami najlepszych marek pomaga w zarządzaniu wewnątrz.

W 2015 roku grupa przejmuje radio internetowe OpenFM, uzyskując pozycję lidera w tym segmencie rynku. Do portfolio dołączają również serwisy WP abcZdrowie i WP Parenting. Grupa przejmuje również serwisy FinansowySupermarket, Allani oraz wakacje.pl. **W 2015 roku ma miejsce debiut spółki na GPW w Warszawie.**

W 2016 roku debiutuje Telewizja WP. Spółka kupuje też porównywarke TotalMoney.pl oraz największy serwis pośredniczący usługi noclegowe – nocowanie.pl.

W 2017 roku do oferty dołącza serwis eholiday.pl, grupa inwestuje również w serwis podróżniczy eSky.

W 2018 roku mają miejsca nabycia: serwisu Superauto24.com, Extradom.pl, Parklot oraz sieci 116 salonów sprzedaży wycieczek MyTravel.

W 2019 roku spółka nabywa sieć Wakacyjny Świat (103 salony sprzedaży wycieczek) oraz udziały w Teroplan, prowadzącym portal e-podróżnik.pl.

PRZEDMIOT DZIAŁALNOŚCI

Spółka w raportowaniu finansowym wydziela **Segment Online** oraz **Segment TV**. Jednak od strony praktycznej aktywność holdingu można podzielić na: **Segment Mediowy** i **Segment E-commerce**.

W segmencie mediowym głównym źródłem dochodu WP są reklamy. Grupa oferuje swoim klientom szeroką gamę produktów reklamowych. Należą do nich m.in. reklamy display, w tym m.in. reklamy wideo online, reklamy wysyłane pocztą elektroniczną, reklamy na urządzenia mobilne oraz reklamy oparte na modelu efektywnościowym (tj. rozliczane za przejścia do strony, wypełnienie formularza, rejestracje, zakup towarów lub usług, lead generation, performance marketing).

W ramach **segmentu mediowego** grupa:

- Prowadzi **około 40 portali internetowych**, m. in.: **wp.pl, o2.pl, money.pl, dobreprogramy.pl, WP Sportowe Fakty, WP Magazyn, BizTok, Pudelek, Kafeteria**, dostarczając wiadomości z różnych dziedzin życia.

Według badania Gemius/PBI grupa zajmuje w Polsce 3 miejsce (po Google i Facebook), a w lutym 2019 roku, z wszystkich produktów internetowych Grupy WP korzystało już 22,2 mln realnych użytkowników, którzy wykonali 2,8 mld odsłon, spędzając w serwisach łącznie aż 120 milionów godzin.



źródło: badania Gemius/PBI, lipiec 2019

Nr	Podmiot	Realni użytkownicy (mln)	Odsłony (mld)	Czas spędzony (mln h)
1	Grupa Google	26,8	6,5	203
2	facebook.com	22,4	3,8	122
3	Grupa Wirtualna Polska	22,2	2,8	120
4	Grupa RAS Polska	21,1	2,1	72
5	youtube.com	19,9	0,8	39
6	Grupa Interia.pl	19,0	1,3	58
7	Grupa Allegro	18,0	2,0	31
8	Grupa Polska Press	17,3	0,6	4
9	Grupa Gazeta.pl	17,3	0,6	14
10	Grupa OLX	17,2	4,3	51

Źródło: Badanie Gemius/PBI, luty 2019

- Dostarcza ponad 10 milionom osób usługi **poczty elektronicznej** poprzez serwisy WP poczta i poczta o2,
- Prowadzi telewizję WP. **Telewizja WP** nadaje od grudnia 2016 roku. W jej ramówce znaleźć można światowe filmy i serie nieemitowane wcześniej w polskich kanałach otwartej telewizji, autorskie programy publicystyczne, w tym „Tłit” i „Money. To się liczy”, rozrywkowe: „Klika Pudelka” oraz szereg programów dokumentalnych i poradniczych, w tym popularnych o remontowaniu i urządzaniu wnętrz. Stacja dostępna jest naziemnie na ósmym multipleksie (MUX8), na platformie NC+ oraz w najlepszych sieciach kablowych. Strategia programowa telewizji to łączenie produkcji własnych z wartościową ofertą zagraniczną. Zgodnie z danymi Nielsen Audience Measurement w 2018 roku Telewizja WP została liderem wśród stacji nadających na MUX8.
- Dostarcza usługę **WP Pilot**, dzięki której można oglądać 80 kanałów telewizyjnych,
- Prowadzi najpopularniejsze radio internetowe **Open FM**. Do dyspozycji słuchaczy jest ponad sto zróżnicowanych stacji muzycznych z prawie dwoma tysiącami godzin muzyki na dobę. Usługa jest dostępna pod adresem www.open.fm oraz przez aplikację mobilną na platformy Android i iOS.

W segmencie e-commerce spółka zarabia dostarczając klientom rekomendacji zakupowych i sprzedając produkty / usługi z zakresu turystyki, mody, wyposażenia wnętrz i projektowania domów, usług finansowych, zdrowia i medycyny oraz motoryzacji. Niestety spółka nie podaje wyników finansowych poszczególnych obszarów, ale część danych idzie znaleźć w portalach prezentujących dane z KRS.

W skład **segmentu e-commerce** wchodzi następujące obszary:

- **Podróże**, pod postacią następujących serwisów:



Nocowanie.pl



Wakacje.pl to pierwszy portal turystyczny w Polsce agregujący oferty wyjazdów zagranicznych, ale także dynamicznie rozwijająca się sieć stacjonarnych salonów sprzedaży wycieczek. Na koniec 2018 roku stacjonarna sieć sprzedaży wycieczek liczyła 250 salonów, a na koniec roku 2019 planuje osiągnąć 350 salonów (po przejęciu w 2019 roku MyTravel cel już jest zrealizowany). W ramach wakacje.pl funkcjonuje również Parklot.pl – marketplace pozwalający dokonywać rezerwacji miejsc na prawie 50 parkingach przy głównych lotniskach w Polsce.

Spółka Wakacje.pl uzyskuje przychody z tytułu prowizji od operatorów turystycznych za sprzedaż wycieczki oraz z tytułu sprzedaży ubezpieczeń. **W 2018 roku przychody spółki Wakacje.pl wyniosły 99,2 mln zł (wobec 61 mln zł rok wcześniej), a zysk netto 15,7 mln zł (8,7 mln zł rok wcześniej).** Mamy zatem do czynienia wysoką dynamiką rozwoju i bardzo fajną rentownością działalności. A dodatkowo segment turystyki zagranicznej ma spory udział w wynikach grupy Wirtualnej Polski.

Osobnym podmiotem jest **Nocowanie.pl**, serwis agregujący ogłoszenia z ofertami noclegowymi w Polsce. Serwis utrzymuje się z abonamentów – opłat od właścicieli obiektów turystycznych za zamieszczanie ich ofert oraz z reklam. **W 2018 roku przychody portalu wyniosły 12,7 mln zł (wobec 10 mln zł rok wcześniej), a zysk netto 2 mln zł.**

Ze swej strony dodam, że na portalu dotyczącym obiektów w PL są odnośniki do wakacji zagranicą i odwrotnie, co pokazuje przemyślane działanie grupy – wykorzystywanie możliwych synergii.

- **Moda.** Grupa WP posiada 2 największe wyszukiwarki modowe w Polsce, domodi.pl oraz allani.pl. W ofercie tych serwisów znajduje się kilkaset tysięcy produktów z setek sklepów internetowych. W KRS znalazłem informację, że **spółka Domodi w 2018 roku uzyskała 81,6 mln zł przychodów ze sprzedaży (11% więcej niż rok wcześniej) i 9,5 mln zł zysku netto.** Kolejny zatem bardzo rentowny i wzrostowy podmiot.
- **Wyposażenie wnętrz i projektowanie domów.** Homebook.pl to platforma, która oferuje użytkownikom możliwość wyszukiwania wśród setek tysięcy produktów z kilkuset sklepów w kategorii dom i wnętrze, a WP.PL możliwość zarabiania na kupnie przez użytkowników tych produktów. W 2018 roku do grupy dołączyła spółka Extradom.pl, specjalizująca się w sprzedaży projektów architektonicznych online, agregująca ponad 18 tys. projektów budowlanych. Przejęcie pozwoliło zintegrować ścieżkę zakupową konsumentów od projektu domu, poprzez materiały budowlane, aż do wyposażenia wnętrz. Spółka, oprócz sprzedaży projektów architektonicznych, stworzyła pierwszy w Polsce portal społecznościowy dla osób budujących domy, który jest źródłem inspiracji i praktycznych informacji dotyczących budowy. Zgodnie z KRS **Extradom.pl w 2018 roku osiągnęła przychody na poziomie 36 mln zł (wzrost o 29% do poprzedniego roku) oraz zysk netto na poziomie blisko 4 mln zł (3,5 mln zł rok wcześniej).**
- **Usługi finansowe.** WP posiada 3 porównywarki usług finansowych (direct.money.pl, totalmoney.pl i finansowysupermarket.pl), które umożliwiają wybór ofert w obszarach ubezpieczeń, kredytów, pożyczek, kart i kont, a grupie zarabianie na afiliacji z tytułu uruchomionych produktów. W KRS odnalazłem informację, że spółka Totalmoney osiągnęła w 2018 roku przychody 33,3 mln zł (wobec 26,4) rok wcześniej i 3,3 mln zł zysku netto (1,9 rok wcześniej).
- **Zdrowie i Medycyna.** Serwis WP abcZdrowie oferuje materiały dotyczące zdrowia, stylu życia oraz odżywiania.
- **Motoryzacja.** Pod koniec 2018 roku WP została większościowym udziałowcem spółki Superauto24.com. Serwis prezentuje szeroką ofertę nowych samochodów pochodzących od autoryzowanych dilerów różnych marek, a zarabia między innymi na pośrednictwie w udzielaniu finansowania zakupu tych pojazdów. Ze sprawozdania finansowego grupy WP wynika, że **zysk netto 2018 roku spółki Superauto24.com wyniósł 4,2 mln zł (nie konsolidowany w WP).**

Podsumowując, wygląda na to, że grupa Wirtualna Polska całkiem dobrze wykorzystuje popularność (liczbę użytkowników) swoich głównych serwisów, oferując im dodatkowe produkty i usługi z wielu dziedzin życia (turystyka, moda, budownictwo, finanse, wyposażenie wnętrz, motoryzacja i zdrowie). I wygląda, że robi to bardzo skutecznie, wszystkie serwisy są rentowne i notują wyraźne wzrosty przychodów, a większość z nich również zysków.

ZARZĄD, AKCJONARIAT

Prezesem zarządu spółki jest absolwent SGH Jacek Świdorski. Od powstania grupy wp.pl do dzisiaj rozwija działalność założonej spółki, pełniąc funkcję prezesa zarządu. W zarządzie są również Michał Brański i Krzysztof Sierota, współzałożyciele z Jackiem Świdorskim o2.pl. W skład zarządu wchodzi jeszcze odpowiedzialna za finanse Elżbieta Bujniewicz-Belka, z grupą WP związana od 2014 roku.

Trójka zarządzających spółką posiada łącznie około 39% udziałów w spółce, ale 56% głosów (uprzywilejowanie akcji). W akcjonariacie znajdziemy mnóstwo (blisko 30) TFI i OFE, również Norges Bank. W efekcie free float (akcje w "wolnym obrocie" jest mniejszy niż 20%.



Akcjonariat: Wirtualna Polska Holding SA (C)Stooq

■	Michał Branski z 10X SA (13.01%)
■	Krzysztof Sierota z Albemuth Inwestycje SA (13.01%)
■	Jacek Swiderski z Orfe SA (13.01%)
■	OFE Aviva Santander (7.55%)
■	OFE Nationale-Nederlanden (6.87%)
■	OFE PZU Zlota Jesien (4.97%)
■	OFE Aegon (3.95%)
■	TFI Aviva Investors Poland SA (3.27%)
■	OFE Allianz Polska (2.97%)
■	TFI Santander (d. BZ WBK) SA (2.50%)
■	OFE Pocztynion (1.86%)
■	OFE PKO BP Bankowy (1.21%)
■	TFI Allianz Polska SA (1.07%)
■	TFI PKO SA (0.96%)
■	OFE Generali (0.96%)
■	Norges Bank (Government of Norway) (0.86%)

STRATEGIA ROZWOJU

Za sprawozdaniem finansowym spółki za 2018 rok (wyróżnienia moje).

Zdaniem Zarządu następujące tendencje będą się utrzymywać i wpływać na działalność jednostki dominującej i Grupy:

- **Dalszy wzrost udziału reklamy online w całkowitej wartości wydatków reklamowych w Polsce;**
- W ramach reklamy online w Polsce **najszybciej rosnącymi** segmentami będą **segmenty reklamy wideo** stanowiącej element nowoczesnego display oraz **reklamy na urządzenia mobilne** – będzie to spowodowane głównie wzrostem dostępności i spadkiem cen szybkich połączeń internetowych oraz upowszechnieniem smartfonów i tabletów;
- **Dynamiczny wzrost wartości rynku e-commerce w Polsce w najbliższych latach**, który będzie spowodowany zarówno wzrostem liczby osób dokonujących zakupów w internecie, liczby i wartości transakcji dokonywanych przez takie osoby w internecie, jak i rozwojem systemów płatności elektronicznych na urządzeniach mobilnych; a także rozwojem infrastruktury logistycznej, w szczególności dostaw poniżej 2 godzin (jedzenie, zakupy lokalne) oraz 48 godzin (dla e-zakupów tradycyjnych), jak i odbiorów w sieciach paczkomatów i kioskach.
- Wzrost przychodów Grupy wynikający z pozytywnego wpływu powyższych tendencji rynkowych na działalność Grupy, a także ze **zwiększenia efektywności reklamy** dzięki wykorzystaniu obecnych zasobów i narzędzi do analizy dużych i różnorodnych zbiorów danych (tzw. big data) w celu lepszego dopasowania przekazu reklamowego do profilu użytkownika, a także daje możliwość wyodrębniania gotowych lub przygotowywanych na indywidualne potrzeby klientów Grupy WP segmentów konsumentów;
- Najwięksi marketerzy tradycyjni oraz w coraz większym stopniu podmioty e-commerce (duże e-sklepy) od ekosystemów (platform) reklamowych, tj. Grupa WP, oczekują kompleksowych, pakietowanych działań – od formatów wizerunkowych poprzez angażujące akcje specjalne aż do tzw. kampanii performance (rozliczanych za efekt). Grupa WP już dziś jest gotowa (technologia i ludzie) i pełni rolę tzw. one-stop shop (miejsce obsługi

- wszystkich potrzeb) oraz widzi siebie jako beneficjenta rosnących wymagań reklamodawców co do efektywności kampanii mierzonej sprzedażą;
- Zwiększenie wykorzystania modelu zautomatyzowanego zakupu powierzchni reklamowej w czasie rzeczywistym do dokonywania zakupu produktów reklamowych na polskim rynku online, który ma obecnie pozytywny wpływ na przychody Grupy;
 - **Podnoszenie konwersji w serwisach e-commerce Grupy WP za sprawą rozwoju mechanizmów rekomendacji i personalizacji (big data, machine learning).** Skala działalności grupy w poszczególnych wortalach pozwala zwiększać inwestycje w rozwiązania, których koszt jest prohibywny dla małych i średnich graczy. Rozwój tych narzędzi to również jedna z synergii w Grupie WP.
 - Pozytywny wpływ synergii przychodowych i kosztowych oczekiwanych przez Grupę z przeprowadzonych przez Grupę akwizycji;
 - Wzrost kosztów, w szczególności wynagrodzeń, wynikający z podnoszenia jakości treści udostępnianych użytkownikom oraz rozwoju liczby i jakości treści wideo.

Celem nadrzędnym Grupy jest osiągnięcie pozycji głównego medium informacyjno-kulturalno-rozrywkowego w Polsce. Cel ten Grupa chciałaby osiągnąć poprzez realizację poniższych celów strategicznych i kierunków rozwoju:

- **Nowoczesny display** - umocnienie wiodącej pozycji w zakresie dostarczania treści drogą internetową w Polsce w najistotniejszych kategoriach tematycznych przy jednoczesnym rozwoju zaawansowanych technologii targetowania i personalizacji reklam;
- **Poczta elektroniczna** - utrzymanie i rozwój usług poczty elektronicznej jako narzędzia do komunikacji i źródła informacji istotnego do personalizacji treści, usług i reklam;
- **Mobile** - zdobycie i utrzymanie pozycji lidera w Polsce w zakresie reklamy na urządzenia mobilne;
- **Wideo online** - zdobycie i utrzymanie pozycji lidera w Polsce w zakresie reklam wideo online, w tym dzięki zwiększonym inwestycjom w produkcje własne oraz z zakupów z bibliotek zagranicznych;
- **E-commerce** - wykorzystanie potencjału szybko rosnącego rynku e-commerce w kluczowych kategoriach produktowych;
- **Big data** - wykorzystanie kluczowej przewagi konkurencyjnej Grupy, jaką są różnorodne zbiory danych o zachowaniach konsumenckich Polaków;
- **Akwizycje** - wzmocnienie wzrostu organicznego Grupy poprzez transakcje przejęć innych podmiotów.

Przekładając to na nasz język, Wirtualna Polska będzie dążyć do maksymalizacji wpływów z reklam zamieszczanych na prowadzonych przez grupę serwisach, a także do dalszego wzrostu e-commerce – wykorzystania dużej liczby odbiorców treści do oferowania im zakupu produktów związanych z ich życiem.

W liście do Akcjonariuszy prezes wspomina jeszcze np. o takim obszarze do poprawy, jak wyeliminowanie zakupu reklam przez jedne spółki z grupy od drugich za pośrednictwem Google, co oznacza 20% prowizji dla Google „za darmo”. To pokazuje, że jest potencjał do dalszej optymalizacji. Wydaje się również, że dalszy potencjał jest w kierowaniu ruchu do niedawno przejętych podmiotów (motoryzacja, extradom), co będzie napędzać wyniki tych spółek.

WIRTUALNA POLSKA – ANALIZA FINANSOWA

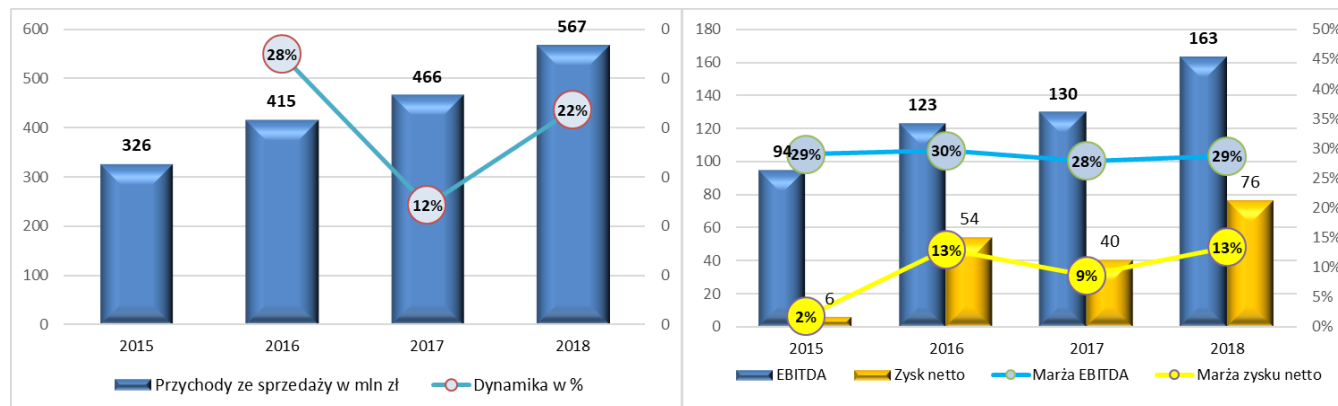
PRZYCHODY, WYNIKI I PROGNOZY

PRZYCHODY I ZYSKI

Mimo, że sprawozdanie finansowe grupy Wirtualnej Polski jest bardzo obszerne, to jednak pomija niektóre obszary, które mogłyby nas mocniej zainteresować. Chodzi mi tutaj o pokazywanie wyników według poszczególnych obszarów działalności. Z oficjalnego raportu nie dowiemy się, ile WP zarobiła na turystyce, ile na reklamach, a ile na agregatorach modowych. Według

analityków BDM sprzedaż w segmencie e-commerce obecnie przewyższa już sprzedaż w segmencie mediowym (reklamy) i patrząc na rozwój poszczególnych spółek ten trend będzie kontynuowany.

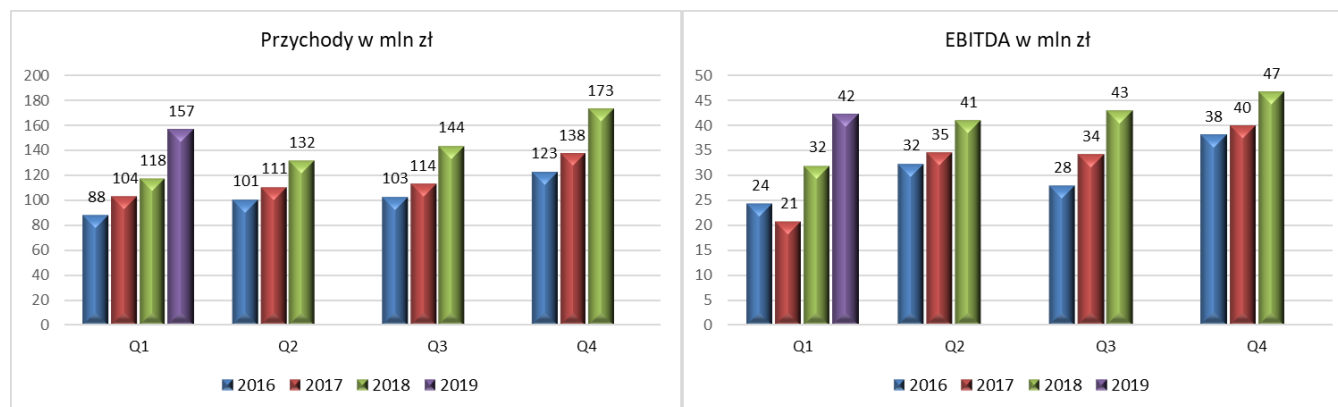
W swoim raportowaniu Wirtualna Polska wyróżnia **Segment Online** i **Segment TV**, przy czym zdecydowana większość sprzedaży i całość zysków przypada na segment online. TV powstała pod koniec 2016 roku i w 2017 oraz 2018 roku nie osiągała istotnych przychodów (8 mln w 2017 i 16,5 mln w 2018 roku), a EBITDA segmentu była ujemna (odpowiednio -12,5 i -5,8 mln zł). Poniżej zestawienie przychodów i zysków grupy w skali roku:



Na wykresie po lewej stronie widzimy, że co roku grupa zwiększa swoje przychody, a tempo wzrostu jest dwucyfrowe. Biorąc pod uwagę rozwój grupy i przejścia dokonane w 2018 roku, mimo coraz większej bazy, na 2019 rok zapowiadają się również dwucyfrowe wzrosty, najprawdopodobniej powyżej 20%.

Marża EBITDA zachowuje się w miarę stabilnie, co oczywiście pociąga za sobą wzrost samej EBITDA, jak również zysku netto, poza 2017 rokiem, który nie był zbyt dobrym dla spółki.

Bardzo ładnie wzrosty przychodów i EBITDA wyglądają na wykresie w ułożeniu kwartalnym:

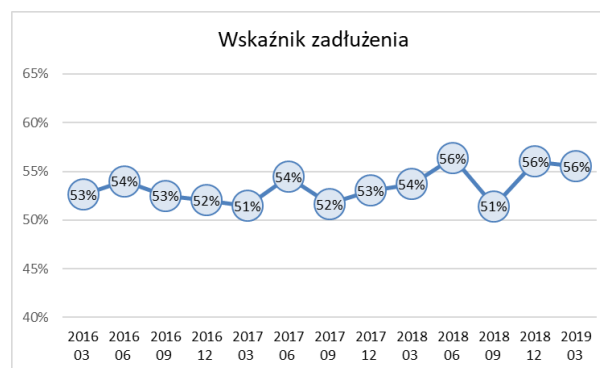


W Q1 2019 grupa zanotowała 33% wzrostu przychodów (efekt m.in. konsolidacji przejętych pod koniec 2018 roku spółek) oraz 31% wzrostu EBITDA, co pozwala z optymizmem patrzeć na kolejne okresy. Przypominam, że w latach 2017-2018 grupa ponosiła straty na segmencie TV. Straty te systematycznie maleją (a Q4 2018 na EBITDA był nawet dodatni), co powinno dodatkowo wspierać wyniki grupy w 2019 roku.

SYTUACJA BILANSOWA GRUPY

Sytuację bilansową grupy określam jako poprawną. Specyfika działalności powoduje, że grupa generuje sporo gotówki. Wzrost biznesu poprawia wyniki WP, spółka jest w stanie jednocześnie się rozwijać (również poprzez przejęcia) i wypłacać dywidendę, przy zachowaniu rozsądnej struktury finansowania. Wskaźnik zadłużenia grupy waha się w przedziale 50-56%, co nie jest wartością budzącą niepokój.

Spółka spełnia wskaźniki umów kredytowych zawartych z bankami. Wskaźnik dźwigni finansowej znajduje się na stabilnych i dobrych poziomach:



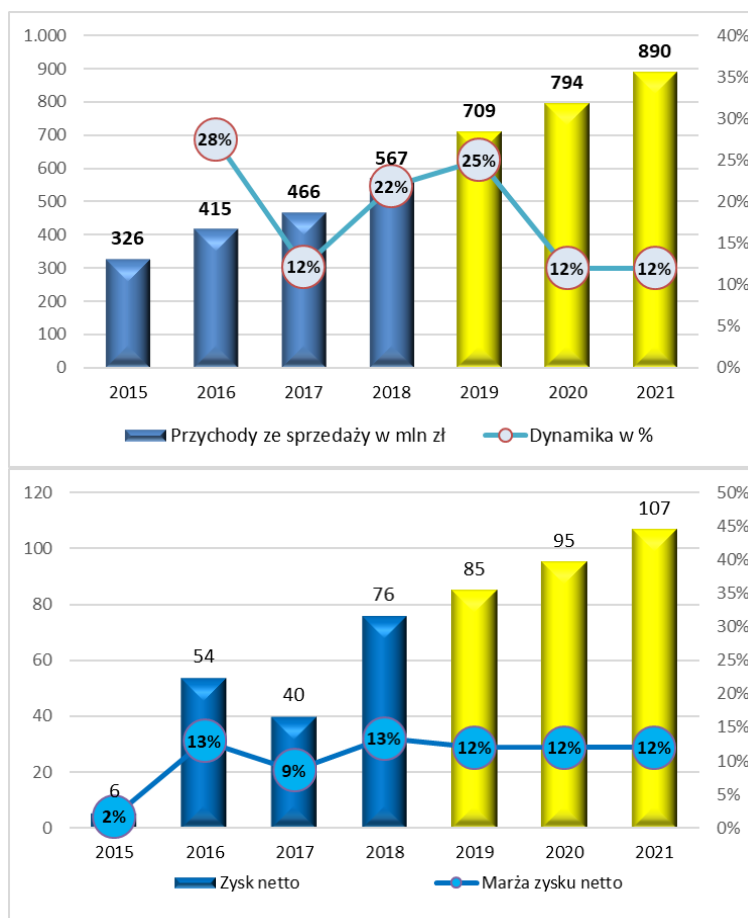
Wskaźniki dźwigni finansowej x	31 Gru 2016	31 Gru 2017	31 Gru 2018	31 Mar 2019
EBITDA Skorygowana LTM wg IFR17	132,2	138,4	173,0	180,3
Skor. wskaźnik dźwigni fin. (Dług Netto + zob. warunkowe M&A/ Ebitda Skor. LTM)	2,3	2,3	2,1	2,0

PRZEWIDYWANIA, WYCENA

W zakresie przychodów ze sprzedaży w ciemno można zakładać fajne wzrosty w 2019 roku. W zasadzie każda ze spółek z obszaru e-commerce na 2019 rok zakłada dynamiczny rozwój. Przejęcia dokonane w 2018/2019 roku w segmencie salonów turystycznych, w zakresie projektów architektonicznych domów, czy wejście w dziedzinę motoryzacji będą dodatkowym, oprócz organicznego, przyczynkiem do wzrostu przychodów. Stąd też w 2019 roku oczekuję minimum 25% wzrostu przychodów ze sprzedaży. Kolejne lata uzależnione będą od możliwości grupy w zakresie optymalnego wykorzystania potencjału przejętych spółek, a także ewentualnych kolejnych przejęć. Zakładam, że w latach 2020 – 2021 możliwy jest do osiągnięcia dwucyfrowy wzrost przychodów ze sprzedaży, powiedzmy na poziomie 12%.

W 2018 roku spółka zanotowała 13% rentowności netto. W Q1 2019 roku rentowność netto jest wyższa, niż w Q1 2018, jednak na cały rok 2019 (i lata kolejne) zakładam osiągnięcie przez grupę 12% rentowności netto. Zysk netto w kolejnych latach przy w/w założeniach prezentuję na wykresie obok, w 2021 roku mógłby wynieść 107 mln zł.

Uwaga! To nie są oficjalne prognozy dla spółki, a ćwiczenie wykonane w celach edukacyjnych.



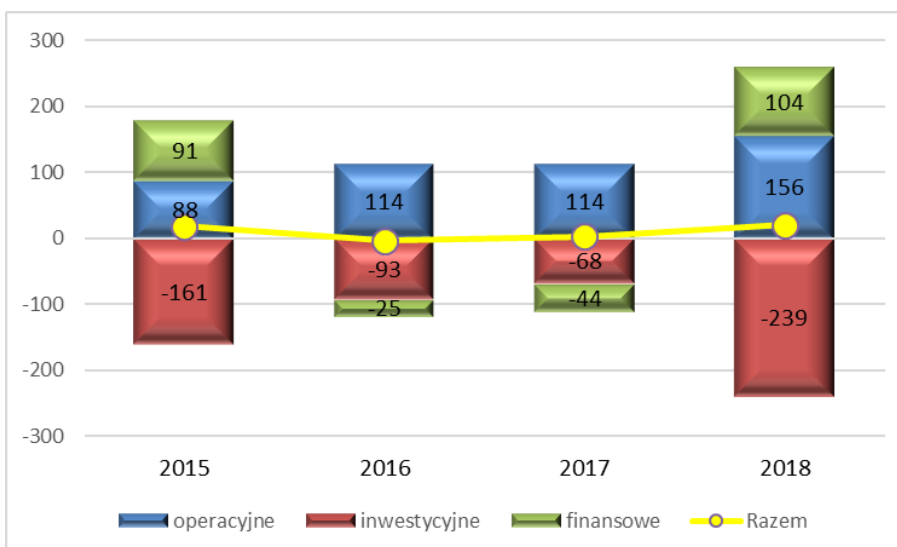
W swoich przewidywaniach staram się być ostrożny. Dla przykładu nieskonsolidowane przychody w 2018 roku przejętych w trakcie tego okresu spółek wyniosły 49 mln zł, a zysk netto 7,5 mln zł. A więc już z tego tytułu zysk netto powinien w 2019 roku wzrosnąć z 76 mln zł do 83,5 ml zł, a więc do poziomu zbliżonego do prognozy. Z drugiej strony właśnie dziś (02 sierpnia 2019 roku) spółka poinformowała o zwiększeniu wyceny opcji zakupu dodatkowych udziałów w serwisie nocowanie.pl, co obciąży wynik spółki w Q2 2019 roku o 11,6 mln zł. Wzrost wyceny wynika z lepszych od zakładanych wyników nocowanie.pl.

Ogólnie jednak uważam, że istnieje większe prawdopodobieństwo, że wyniki grupy okażą się lepsze od moich przewidywań.

Obecna wycena spółki wynosi 1,8 mld zł, wskaźnik C/Z znajduje się na poziomie 22,2, co jest bliskie najniższemu historycznie poziomom (19,45). Przy zysku netto na poziomie 107 mln zł (w 2021 roku) i aktualnej cenie akcji spółki (62 zł) wskaźnik C/Z wyniósłby 16,8.

ZDOLNOŚĆ DO GENEROWANIA GOTÓWKI, DYWIDENDY

Rodzaj działalności powoduje, że w grupie Wirtualnej Polski brak jest zapasów, a należności dość szybko zamieniają się w gotówkę. Taki układ sprzyja generowaniu wysokich przepływów z działalności operacyjnej, co oczywiście ma miejsce (na wykresie obok niebieski słupek). Generowana gotówka w dużej mierze przeznaczana jest na inwestycje. Na wykresie obok widać rozmach inwestycyjny w 2018 roku, gdy grupa przeznaczyła na działalność inwestycyjną 239 mln zł.



Wynikało to przede wszystkim z nabycia łącznie 49% udziałów w Domodi Sp. z o.o. (85.484 tys. złotych w marcu 2018 roku oraz 33.397 tys. złotych we wrześniu), nabycia 100% udziałów w My Travel Sp. z o.o. (7.943 tys. złotych pomniejszone o saldo przejętych środków pieniężnych w kwocie 1.084 tys. złotych oraz powiększone o pierwszą płatność earn-out w lipcu 2018 w wysokości 2.692 tys. złotych). W czwartym kwartale Grupa nabyła 100% udziałów w Extradom.pl Sp. z o.o. (59.475 tys. złotych pomniejszone o saldo przejętych środków pieniężnych w kwocie 3.401 tys. złotych), 51% udziałów w Superauto24.com Sp. z o.o. oraz 100% udziałów w Parklot Sp. z o.o.

Wydatki inwestycyjne przewyższyły wpływy z działalności operacyjnej, stąd konieczność zaciągnięcia kredytów: na sfinansowanie nabycia 35% udziałów w Domodi Sp. z o.o. (85.484 tys. złotych), sfinansowanie nabycia 100% udziałów w Extradom.pl Sp. z o.o. (59.475 tys. zł) oraz zrefinansowania przez Wirtualna Polska Media SA części nakładów inwestycyjnych na środki trwałe i wartości niematerialne i prawe o wartości 8.420 tys. złotych.

Pomimo rozwoju poprzez inwestycje grupa posiada przyjętą politykę dywidendową:

Polityka ta zakłada **wypłatę dywidendy na poziomie powyżej 1 złoty na jedną akcję, jednakże nie więcej niż 70% skonsolidowanego zysku netto Grupy Kapitałowej**, wykazanego w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym za dany rok obrotowy. Zarząd WPH SA rekomendując wypłatę dywidendy przez WPH SA każdorazowo będzie brał pod uwagę istotne czynniki, w tym w szczególności bieżącą sytuację finansową Grupy, jej plany inwestycyjne oraz potencjalne cele akwizycyjne,

a także przewidywany poziom wolnych środków pieniężnych w WPH SA w roku obrotowym, w którym przypada płatność dywidendy.

I grupa od 3 lat dzieli się zyskiem z akcjonariuszami. Za 2016 rok wypłaciła dywidendę w kwocie 1,10 zł na akcję (stopa 2,08%), za 2017 rok było to 0,96 zł na akcję (stopa 1,89%), a z zysku za 2018 rok 1 zł na akcję (stopa 1,72%).

Z kolei 1 zł dywidendy przy aktualnej cenie akcji 62 zł daje 1,61% stopy dywidendy. Może i to niewiele, ale można też spojrzeć na to od tej strony, że dostajemy ekwiwalent marnej lokaty bankowej, a jednocześnie mamy ekspozycję na rosnącą, zwiększającą zyski spółkę, czyli perspektywy na poprawę stopy dywidendy w kolejnych okresach.

POZOSTAŁE KWESTIE

Kurs akcji spółki od momentu debiutu znajduje się w trendzie wzrostowym, choć w 2017 roku ze względu na pogorszenie zysków przeżywał trudne chwile.



Trudno na GPW w Warszawie znaleźć spółkę porównywalną, stąd tym razem danych z biznesradar nie zamieszczam. Natomiast warto zajrzeć do jak zwykle dobrej jakościowo analizy spółki i rekomendacji Wirtualnej Polski sporządzonej przez Dom Maklerski BDM ([link do pdf](#)). Analitycy tego biura wydali rekomendację Akumuluj, a 1 akcję WP wycenili na 64,3 zł. Oprócz opisu spółki można tam znaleźć dane do analizy porównawczej ze spółkami technologicznymi z giełdy w USA (mediana C/Z dla tych spółek wynosi 20, czyli podobnie do WP). Jest tam również opis rynku, w szczególności perspektyw wzrostu poszczególnych rynków reklamy online.

Nie przesądzając czy obecna wycena akcji grupy jest wysoka czy nie, w mojej ocenie mamy do czynienia z solidną i już dojrzałą spółką z obszaru nowych technologii, szybko się rozwijającą, ze zdywersyfikowanym biznesem, a jednocześnie płacącą dywidendy. Spółka wydaje się również idealnym kandydatek pod inwestycje funduszy w ramach PPK.

ZASTRZEŻENIA

Przy tworzeniu niniejszej analizy starałem się dochować maksymalnej staranności, wierzę, że analiza nie zawiera żadnych błędów, choć nie mogę dać takiej gwarancji.

Konflikt interesów:

Za wykonaną analizę nie otrzymałem i nie otrzymam wynagrodzenia ze strony spółki. Docelowo Portal Analiz będzie się utrzymywał z abonamentów opłacanych przez Inwestorów.

Autor analizy może posiadać relatywnie niewielki pakiet akcji i obligacji spółki.

Zastrzeżenie:

Niniejszy dokument nie stanowi ani oferty, ani zaproszenia do subskrypcji lub zakupu dowolnych instrumentów finansowych i nie powinien być traktowany jako oferta sprzedaży lub zakupu papierów wartościowych. Ten dokument został przygotowany i zaprezentowany wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub dalej dystrybuowany jakimkolwiek osobom trzecim.

Treść Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej Autora, nie uwzględnia indywidualnej sytuacji i potrzeb Czytelnika oraz nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 roku. Niniejsza analiza nie powinna być wykorzystywana w charakterze lub traktowana jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji instrumentów finansowych.

Autor Analizy nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na jej podstawie.

Prawa autorskie i własności intelektualnej – zastrzeżone. Wykorzystanie w publikacjach w całości lub fragmentach bez zgody Autora jest zabronione.