



Dom Maklerski BDM S.A.

ORANGE POLSKA

RAPORT ANALITYCZNY

Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do walorów Orange Polska i wydajemy zalecenie Kupuj z ceną docelową 8,87 PLN. Spółka konsekwentnie realizuje strategię i na tle innych operatorów telekomunikacyjnych wykazuje względnie dobre dynamiki ARPO. Zgodnie z przyjętymi założeniami, Orange jest obecnie handlowany przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2024-2025 na poziomie odpowiednio 3,8x i 3,6x.

Liczymy, że w średnim horyzoncie inwestorzy będą doceniać oferowaną przez spółkę perspektywę dalszego wzrostu DPS. Oczekiwany przez nas w kolejnych latach wzrost przychodów z najważniejszych obszarów biznesowych odpowiedzialnych za realizację strategii Orange oraz przyjęte założenie modelowe o wygaśnięciu presji kosztowej na głównych pozycjach odpowiadających za ich wzrost w latach 2022-2023 skutkuje w naszym modelu przyrostem EBITDAaL w 2024 i 2025 roku, odpowiednio do 3,318 mld PLN i 3,497 mld PLN. Spodziewamy się, iż w momencie kolejnej decyzji o wypłacie dywidendy za rok 2023, wskaźnik dług netto/EBITDAaL będzie w okolicy 1,2x. Liczymy również, że zarząd spółki potwierdzi pozytywne długoterminowe trendy finansowe i dlatego przyjęliśmy w symulacji scenariusz wzrostu dywidendy wypłaconej w 2024 roku do 0,45 PLN/akcję i oceniamy, że DPS w kolejnych latach będzie mógł rosnąć do poziomu 0,6 PLN w 2025 roku i 0,75 PLN w 2026 roku.

Przyjmujemy w modelu, że w latach 2024/25/26 na rozbudowę i modernizacji sieci mobilnej Orange przeznaczy łącznie blisko 1,1 mld PLN. Ogółem w naszych założeniach na lata 2024/25/26 przyjęliśmy, iż eCapex będzie na poziomie poniżej 1,9 mld PLN rocznie. Jest to zatem realizacja scenariusza, który powinien pozwolić na utrzymanie ścieżki wzrostu DPS równoległe z ponoszeniem oczekiwanych wydatków inwestycyjnych szczególnie w obszarze sieci mobilnej i zakupu pasma 5G (przyjęliśmy, iż będzie to jeszcze przed końcem 2023 roku).

Opublikowane dane za 2Q'23 oceniamy pozytywnie na tle innych podmiotów z branży. Zwracamy uwagę, że w 2Q'23 ARPO z ofert konwergentnych wzrosło o 4,3% r/r (jest to najwyższa dynamika wzrostu od 4Q'21). Z kolei ARPO w usługach szerokopasmowych wzrosło o ok 4,4% r/r. Spółka w raporcie zwróciła uwagę, że pozytywna dynamika wzrostu przychodów z kluczowej działalności przełożyła się na wzrost marży bezpośredniej o 6% r/r. Na tle naszych wcześniejszych założeń negatywne odchylenie widzimy na sprzedaży sprzętu (po trzech kwartałach wyjątkowo wysokich dynamik r/r ta linia biznesowa odczuwalnie wyhamowała). Ogółem spółka w 2Q'23 pokazała o ok 2% wyższy od naszych oczekiwań odczyt EBITDAaL. W ujęciu LTM EBITDAaL wynosi 3,143 mld PLN, co oznacza wzrost o 4,1% r/r.

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody razem [mln PLN]	11 508	11 928	12 488	12 966	12 995	13 412
Przychody (trzy linie biznesowe) [mln PLN]*	5 154	5 497	5 841	6 126	6 474	6 895
EBITDAaL [mln PLN]	2 797	2 963	3 078	3 152	3 318	3 497
EBIT [mln PLN]	404	2 211	1 161	1 359	1 416	1 591
Wynik netto [mln PLN]	46	1 672	724	899	919	1 039
P/E	199,1x	5,5x	12,7x	10,2x	10,0x	8,8x
EV/EBITDA	5,3x	3,3x	4,3x	4,0x	3,8x	3,6x
P/BV	0,9x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x
DPS [PLN]	0,00	0,00	0,25	0,35	0,45	0,60
Rentowność dywidendy	0,0%	0,0%	3,6%	5,0%	6,4%	8,6%

* kategoria przychodów obejmuje sumę wpływów z usług konwergentnych B2C oraz z usług wyłącznie komórkowych i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego

KUPOJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 8,87 PLN

14 SIERPIEŃ 2023, 13:37 CEST

Wycena końcowa [PLN]	8,87
Wycena DCF	8,61
Wycena mnożnikowa [PLN]	9,14
Potencjał do wzrostu / spadku	+27,1%
Cena rynkowa [PLN]	6,98
Kapitalizacja [mld PLN]	9,16
Ilość akcji [mln. szt.]	1 312
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	7,64
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	6,42
Zmiana kursu za 3 mc	-9%
Zmiana kursu za 6 mc	3%
Zmiana kursu za 12 mc	9%
Zmiana kursu YTD	5%
Akcjonariat:	
Orange SA	50,67%
Allianz Otwarty Fundusz Emerytalny	7,7%
Nationale Nederlanden	5,6%
Pozostali akcjonariusze	36%

Autor raportu:

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYCENA DCF	3
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	5
WYNIKI SKONSOLIDOWANE ORANGE ZA 2Q'23	6
DŁUG FINANSOWY	10
PROGNOZA KOLEJNE OKRESY	11

WYCENA I PODSUMOWANIE

Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do walorów Orange Polska i wydajemy zalecenie Kupuj z ceną docelową 8,87 PLN. Spółka konsekwentnie realizuje strategię i na tle innych operatorów telekomunikacyjnych wykazuje względnie dobre dynamiki ARPO. Zgodnie z przyjętymi założeniami, Orange jest obecnie handlowany przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2024-2025 na poziomie odpowiednio 3,8x i 3,6x.

Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 8,61 PLN/akcję. Z kolei przyjęty przez nas akceptowalny mnożnik EV/EBITDA na lata 2023-2025 wskazuje na cenę 9,14 PLN/akcję. Końcowa wycena wynosząca 8,87 PLN/akcję jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

Podsumowanie wyceny Orange

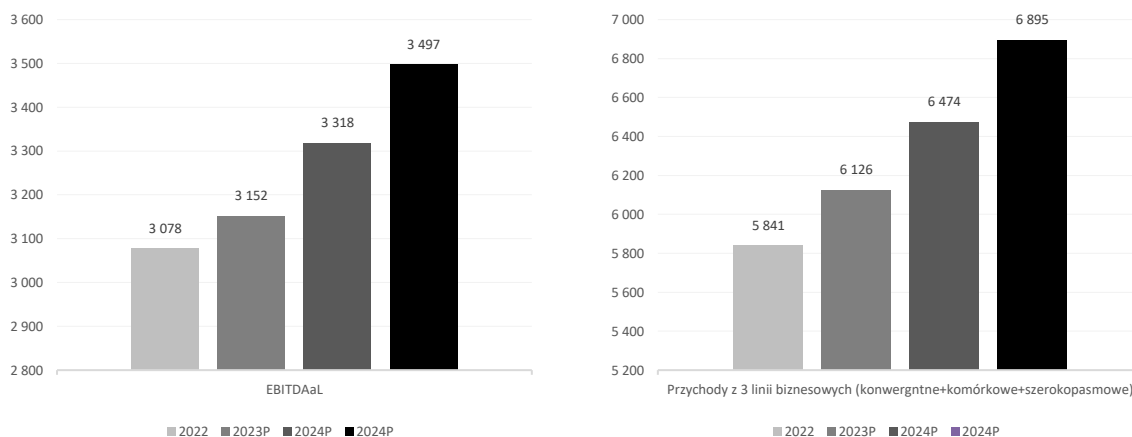
A	Wycena DCF [PLN/akcję]	8,61
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	9,14
C = (A*50%+B*50%)	Wycena końcowa [PLN/akcję]	8,87

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Z bieżącej perspektywy kurs spółki w ujęciu YTD, na tle bazy porównawczej, wykazuje względną siłę i jednocześnie pod względem stóp zwrotu notuje słabsze odczyty względem wyjątkowo silnego w bieżącym roku indeksu WIG.

Liczymy, że w średnim horyzoncie inwestorzy będą doceniać oferowaną przez spółkę perspektywę dalszego wzrostu DPS. Oczekiwany przez nas w kolejnych latach wzrost przychodów z najważniejszych obszarów biznesowych odpowiedzialnych za realizację strategii Orange oraz przyjęte założenie modelowe o wygaśnięciu presji kosztowej na głównych pozycjach odpowiadających za ich wzrost w latach 2022-2023 skutkuje w naszym modelu przyrostem EBITDAaL w 2024 i 2025 roku, odpowiednio do 3,318 mld PLN i 3,497 mld PLN. Spodziewamy się, iż w momencie kolejnej decyzji o wypłacie dywidendy za rok 2023, wskaźnik dług netto/EBITDAaL będzie w okolicy 1,2x. Liczymy również, że zarząd spółki potwierdzi pozytywne długoterminowe trendy finansowe i dlatego przyjęliśmy w symulacji scenariusz wzrostu dywidendy wypłacanej w 2024 roku do 0,45 PLN/akcję i oceniamy, że DPS w kolejnych latach będzie mógł rosnąć do poziomu 0,6 PLN w 2025 roku i 0,75 PLN w 2026 roku.

Założenia dla EBITDAaL oraz przychodów z trzech linii biznesowych (konwergentne+komórkowe+internet szerokopasmowy) [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCFF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 5,6%. Beta odlewarowana została w wycenie ustalona na poziomie 0,8 i następnie w poszczególnych okresach prognozy stosujemy betę lewarowaną w oparciu o przedstawioną symulację. Premię za ryzyko rynkowe ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Po okresie szczegółowej prognozy, w okresie rezydualnym, przyjęliśmy założenie o wzroście przepływów o 1% r/r i w obliczeniach zastosowaliśmy WACC równy 10,5%.

Dług netto uwzględnia wypłaconą w br. dywidendę. Do wyniku końcowego dodaliśmy także szacunkową wartość pakietu w projekcie joint venture pomiędzy Orange i APG (Światłowod Inwestycje).

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity na poziomie 11,29 mld PLN, czyli 8,61 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2023-09-01.

Wrażliwość wyceny na przyjęte parametry w okresie rezydualnym (po okresie szczegółowej prognozy)

	wzrost FCFF w okresie rezydualnym							
	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	
7,5%	9,53	9,92	10,36	10,88	11,48	12,19	13,04	
8,5%	8,88	9,18	9,53	9,92	10,36	10,88	11,48	
9,5%	8,36	8,60	8,88	9,18	9,53	9,92	10,36	
WACC	10,5%	7,93	8,14	8,36	8,61	8,88	9,18	9,53
	11,5%	7,58	7,75	7,93	8,14	8,36	8,60	8,88
	12,5%	7,28	7,42	7,58	7,75	7,93	8,14	8,36
	13,5%	7,02	7,15	7,28	7,42	7,58	7,75	7,93

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	12 966	12 995	13 412	13 692	13 937	14 187	14 463	14 747	15 046	15 331
EBITDAaL [mln PLN]	3 152	3 318	3 497	3 602	3 675	3 761	3 838	3 916	3 991	4 058
EBIT [mln PLN]	1 359	1 416	1 591	1 698	1 764	1 868	1 874	1 949	2 018	2 069
NOPAT [mln PLN]	1 101	1 147	1 289	1 375	1 429	1 513	1 518	1 579	1 634	1 676
Amortyzacja [mln PLN]	2 031	2 087	2 069	2 061	2 034	2 016	2 062	2 064	2 070	2 086
Zmiana kapitału obrotowego [mln PLN]	-273	-54	-17	-11	-10	-10	-11	-11	-12	-11
CAPEX + inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-2 181	-1 849	-1 911	-1 780	-1 812	-2 837	-2 025	-2 101	-2 182	-2 223
FCFF [mln PLN]	678	1 331	1 431	1 645	1 642	682	1 544	1 530	1 511	1 528
Suma PV FCFF [mln PLN]	8 440									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	6 441									
Wartość firmy EV [mln PLN]	14 881									
Dług netto 2022 eop [mln PLN]	4 475									
Inne korekty (udziały w projekcie jv) [mln PLN]	889									
										wzrost / spadek FCFF w okresie rezydualnym: +1,0%
Wartość kapitału [mln PLN]	11 295									
										WACC w okresie rezydualnym: 10,5%
Ilość akcji [mln szt.]	1 312									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	8,61									

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ogółem zmiana r/r	3,8%	0,2%	3,2%	2,1%	1,8%	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%	1,9%
Marża EBITDAaL	24%	26%	26%	26%	26%	27%	27%	27%	27%	26%
Marża EBIT	10%	11%	12%	12%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
CAPEX / Przychody	17%	14%	14%	13%	13%	20%	14%	14%	15%	15%
D / E	42%	36%	32%	27%	23%	30%	28%	27%	27%	28%
E / (E+D)	71%	73%	76%	79%	81%	77%	78%	79%	78%	78%
D / (E+D)	29%	27%	24%	21%	19%	23%	22%	21%	22%	22%
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Beta nielewarowana	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Beta lewarowana	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Kosz kapitału własnego	12,1%	12,0%	11,8%	11,7%	11,5%	11,8%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%
Kosz długu po opodatkowaniu	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
WACC	10,4%	10,4%	10,4%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

Wycenę spółki metodą wskaźnikową oparliśmy o mnożnik EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny średni poziom EV/EBITDA na lata 2023-2025 w wysokości 4,5x (analogicznie jak w poprzednim raporcie analitycznym). Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie blisko 12 mld PLN, czyli 9,14 PLN/akcję.

Wycena mnożnikowa Orange (w oparciu o docelowy pułap EV/EBITDA)

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2023-2025						
	3,50	4,00	4,25	4,50	4,75	5,00	5,50
Cena docelowa [PLN/akcję]	6,05	7,60	8,37	9,14	9,91	10,68	12,23

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	P/E		EV/EBITDA	
	2023P	2024P	2023P	2024P
ORANGE FRANCE	9,1	8,6	5,1	5,0
TELENOR	11,8	14,4	7,4	7,2
DEUTSCHE TELEKOM	10,5	10,1	6,5	6,1
KPN	16,8	15,6	7,6	7,4
TELEFONICA	11,2	10,3	5,5	5,5
TELEKOM AUSTRIA	7,0	6,5	3,5	3,4
HELLENIC TELECOM	11,0	10,1	4,5	4,4
TELIA	16,5	13,0	6,3	6,0
VODAFONE	9,9	9,1	5,4	5,4
ELISA	19,6	18,8	12,2	11,8
PROXIMUS	5,8	6,0	3,3	3,3
BT GROUP	6,3	6,1	3,9	3,8
SWISSCOM	15,9	15,8	7,9	7,9
TELECOM ITALIA			6,4	6,1
CYFROWY POLSAT	36,9	14,3	6,0	5,7

Mediana mnożnika EV/EBITDA na 2023 rok dla wskazanych podmiotów wyniosła ok 6x.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kurs Orange Polska na tle indeksu WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI SKONSOLIDOWANE ORANGE ZA 2Q'23

Opublikowane dane za 2Q'23 oceniamy pozytywnie na tle innych podmiotów z branży. Zwracamy uwagę, że w 2Q'23 ARPO z ofert konwergentnych wzrosło o 4,3% r/r (jest to najwyższa dynamika wzrostu od 4Q'21). Z kolei ARPO w usługach szerokopasmowych wzrosło o ok 4,4% r/r. Spółka w raporcie zwróciła uwagę, że pozytywna dynamika wzrostu przychodów z kluczowej działalności przełożyła się na wzrost marży bezpośredniej o 6% r/r. Na tle naszych wcześniejszych założeń negatywne odchylenie widzimy na sprzedaży sprzętu (po trzech kwartałach wyjątkowo wysokich dynamik r/r ta linia biznesowa odczuwalnie wyhamowała).

Ogółem spółka w 2Q'23 pokazała o ok 2% wyższy od naszych oczekiwań odczyt EBITDAaL. W ujęciu LTM EBITDAaL wynosi 3,143 mld PLN, co oznacza wzrost o 4,1% r/r.

Zwracamy uwagę, że spółka zdecydowała się na podwyższenie założeń całorocznych:

- podwyższenie prognozy przychodów do niskiego do średniego jednocyfrowego wzrostu (wobec niskiego jednocyfrowego wzrostu poprzednio),
- podwyższenie prognozy EBITDAaL do niskiego jednocyfrowego wzrostu (wobec stabilnego poziomu lub niskiego jednocyfrowego wzrostu poprzednio).

Wyniki Orange Polska w 2Q'23 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań

	2Q'22	2Q'23	zmiana r/r	2Q'22 LTM	2Q'23 LTM	zmiana r/r	2Q'23P	realizacja
Przychody razem	3 055	3 224	5,5%	12 042	12 865	6,8%	3 196	101%
Usługi wyłącznie komórkowe	699	723	3,4%	2 723	2 860	5,0%	717	101%
Usługi wyłącznie stacjonarne	475	471	-0,8%	1 922	1 881	-2,1%	461	102%
Usługi konwergentne B2C	530	578	9,1%	2 089	2 240	7,2%	573	101%
Sprzedaż sprzętu	363	417	14,9%	1 481	1 768	19,4%	454	92%
Usługi IT i integracyjne	348	458	31,6%	1 320	1 606	21,7%	430	107%
Usługi hurtowe	467	448	-4,1%	1 917	1 842	-3,9%	422	106%
Pozostałe przychody	173	129	-25,4%	590	668	13,2%	140	92%
Przychody trzy linie biznesowe *	1 452	1 525	5,0%	5 685	5 994	5,4%	1 512	101%
Koszty razem	2 257	2 401	6,4%	9 024	9 722	7,7%	2 392	100%
Koszty świadczeń pracowniczych	344	347	0,9%	1 394	1 406	0,9%	351	99%
Koszty zakupów zewnętrznych	1 780	1 881	5,7%	6 965	7 703	10,6%	1 877	100%
EBITDAaL	798	823	3,1%	3 018	3 143	4,1%	804	102%
EBIT	337	343	1,8%	2 452	1 315	-46,4%	358	96%
Koszty finansowe, netto	68	45	-33,8%	326	245	-24,8%	40	111%
Skonsolidowany wynik netto	243	239	-1,6%	1 885	865	-54,1%	255	94%

* kategoria przychodów obejmuje sumę wpływów z usług konwergentnych B2C oraz z usług wyłącznie komórkowych i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYBRANE DANE Z RAPORTU ORANGE ZA 2Q'23

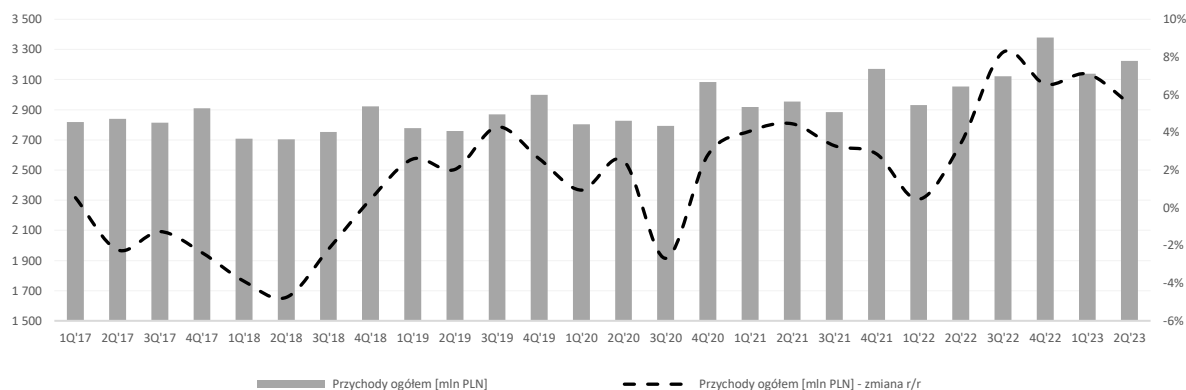
- Przychody z kluczowego dla spółki obszaru usług telekomunikacyjne (konwergencja, usługi wyłącznie komórkowe oraz stacjonarnego dostępu szerokopasmowego) w 2Q'23 wzrosły o 5% r/r. Punktowo dynamika wzrostu była zatem słabsza niż w minionych dwóch kwartałach.
- Liczba klientów usług konwergentnych wzrosła o ok 75 tys. r/r (w ujęciu q/q było to 14 tys., czyli podobnie jak w 1Q'23). Na koniec czerwca'23 baza wynosiła 1,65 mln. ARPO w usługach konwergentnych wzrosło do 118,4 PLN, czyli o 4,3% r/r. Zwracamy uwagę, że w lipcu br. Orange podniósł ceny pakietów konwergentnych Love w przedziale od 5 do 7,5 PLN. Był to ruch wyczekiwany przez nas. Choć sama skala podwyżki nie jest w naszym odczuciu duża, to warto odnotować, iż ma to miejsce w środowisku silnej presji konkurencyjnej zwłaszcza w usługach dostępu internetu światłowodowego (efekt wyrównywania się zasięgów, na których operatorzy mogą oferować usługi dostępu do internetu w technologii światłowodowej). Baza indywidualnych klientów konwergentnych wzrosła w 1 połowie 2023 r. o 28 tys. (niecałe 2%) i osiągnęła 1,65 mln. Spółka zwraca uwagę, że większość usług mobilnych oraz internetu stacjonarnego jest sprzedawanych w formule pakietów konwergentnych. Poziom nasycenia bazy klientów internetowych usługami konwergentnymi osiągnął poziom ok 70%. Na koniec 2Q'23 całkowita liczba usług świadczonych w ramach konwergencji wśród klientów OPL osiągnęła 6,5 mln (średnio klient konwergentny w pakiecie posiada ok cztery usługi).
- Liczba klientów internetu w technologii światłowodowej wzrosła w 2Q'23 o 39 tys. q/q (w całym 1H'23 był to przyrost o 86 tys.). Udział klientów światłowodowych w bazie klientów internetu stacjonarnego to 45% (na koniec 2Q'22 było to ok 38%). Jednocześnie zwracamy uwagę, że nominalny przyrost bazy klientów w tej usłudze jest coraz wolniejszy. W technologii ADSL widać erozję bazy i w 1H'23 liczba klientów spadła o ok 57 tys. Ogółem liczba klientów stacjonarnego dostępu szerokopasmowego w 2Q'23 zwiększyła się o 3 tys. q/q (w 1Q'23 było to 1 tys. q/q). Wskaźnik ARPO z usług wyłącznie stacjonarnego dostępu szerokopasmowego wzrósł do 64 PLN, czyli o 4,4% r/r.
- W usługach wyłącznie komórkowych w minionym kwartale było widać stabilizację bazy usług kontraktowych i spadek liczby kart pre-paid. Ogółem na koniec 2Q'23 łączna liczba usług mobilnych wyniosła ok 17,5 mln (-2% r/r). Zagregowane ARPO dla usług wyłącznie komórkowych w 2Q'23 to 21,9 PLN (+8,4% r/r). ARPO w usługach abonentowych było wyższe o ok 3,4% r/r, a w przedpłaconych o 11,2% r/r (efekt m.in. zmian w ofercie komercyjnej jak i stopniowego wygaszania kart aktywowanych przez uchodźców z Ukrainy).
- Przychody z usług IT i integracji były wyższe o 32% r/r. Wysoka dynamika wzrostu wynikała m.in. z ujęcia projektów z sektora publicznego związanych z cyfryzacją placówek medycznych. Wpływ na dobre rezultaty na tej linii przychodowej mają również podmioty softwarowe: BlueSoft i Craftware.
- Sprzedaż sprzętu w omawianym kwartale była wyższa r/r o ok 15%. W skali LTM wpływy ze sprzedaży sprzętu wyniosły prawie 1,77 mld PLN. Oceniamy, że kolejne kwartały przyniosą wyraźne spowolnienie wzrostu tej pozycji. W minionych kwartałach operatorzy wykorzystali sytuację mniejszej liczby ofert ratalnych na 0% i zdecydowali się na przejęcie części rynku związanego z popytu na telefony (w przypadku OPL wprowadzono m.in. raty na 36 miesięcy).
- W wyniku wpływu inflacji na umowy najmu oraz wyższym stopom procentowym (co ma wpływ na część odsetkową zobowiązań leasingowych) w 2Q'23 odnotowano wzrost amortyzacji praw do użytkowania oraz kosztów odsetek od zobowiązań z tytułu leasingu o 16,7% r/r (w 1Q'23 było to +15,7% r/r).

Odczyt EBITDAaL dla Orange w ujęciu LTM



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

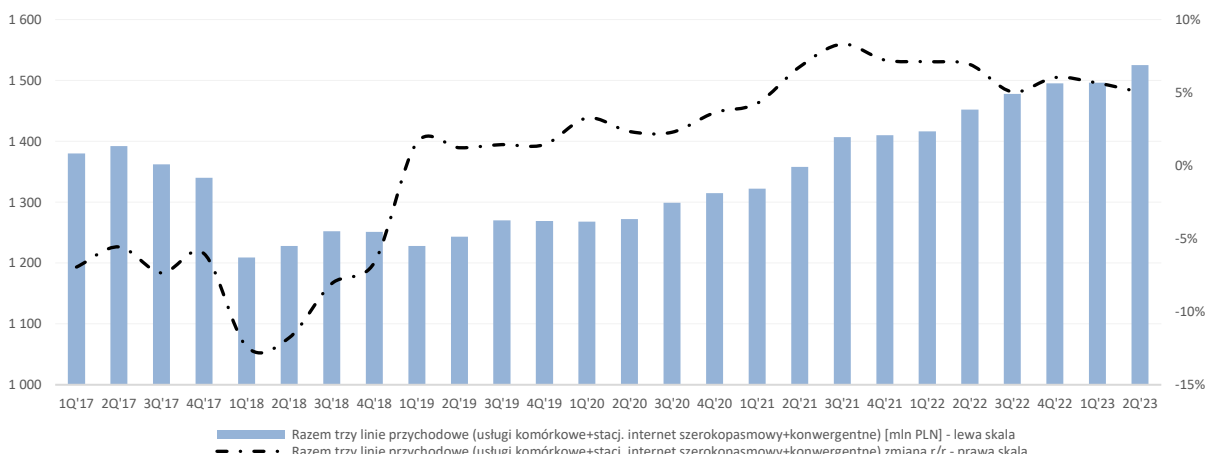
Dynamika przychodów ogółem



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

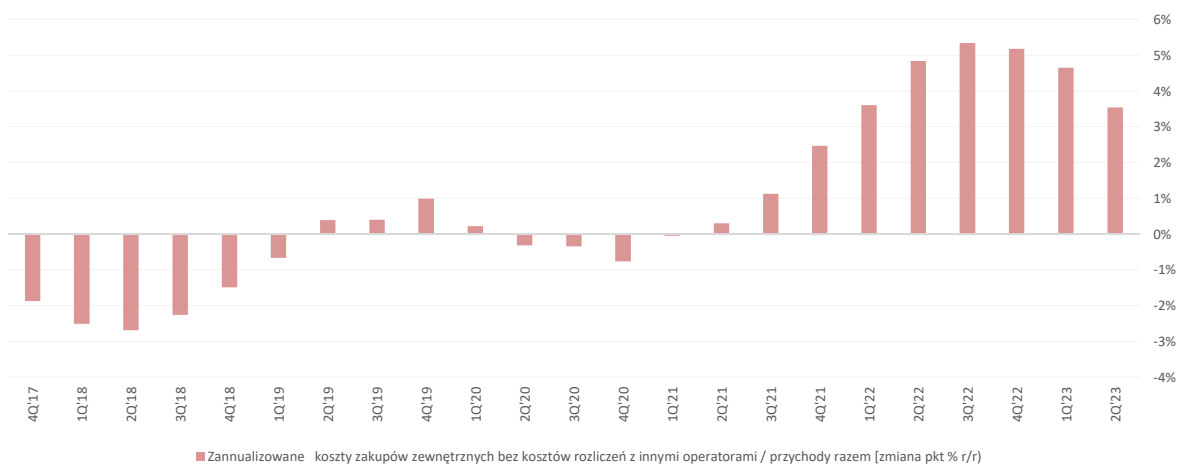
Kluczowe linie przychodowe związane z usługami telekomunikacyjnymi to konwergencja oraz usługi wyłącznie komórkowe i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego. Łączne przychody tych trzech linii przychodowych wzrosły w 2Q'23 o 5% r/r (w całym 2022 r. było to ok +6,3% r/r).

Przychody z kluczowych usług OPL



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dynamika r/r kosztów zakupów zewnętrznych (bez kosztów rozliczeń z innymi operatorami)



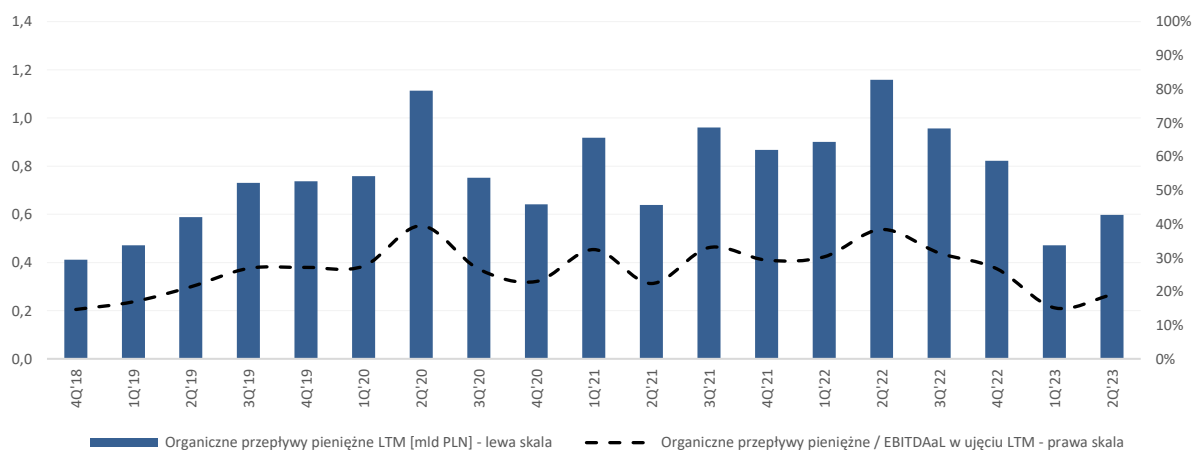
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Spółka definiuje organiczne przepływy pieniężne jako przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej skorygowane m.in. o

- płatności za zakup środków trwałych i wartości niematerialnych,
- spłatę zobowiązań z tytułu leasingu,
- wpływ różnic kursowych netto,
- wpływy ze sprzedaży środków trwałych i wartości niematerialnych,
- płatności za nabycie rezerwacji i innych praw do częstotliwości.

W samym 2Q'23 organiczne przepływy pieniężne wyniosły ok 0,54 mld PLN (jeden z lepszych odczytów kwartalnych w ostatnim okresie), natomiast w ujęciu LTM było to blisko 0,6 mld PLN.

Organiczne przepływy pieniężne w ujęciu LTM



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

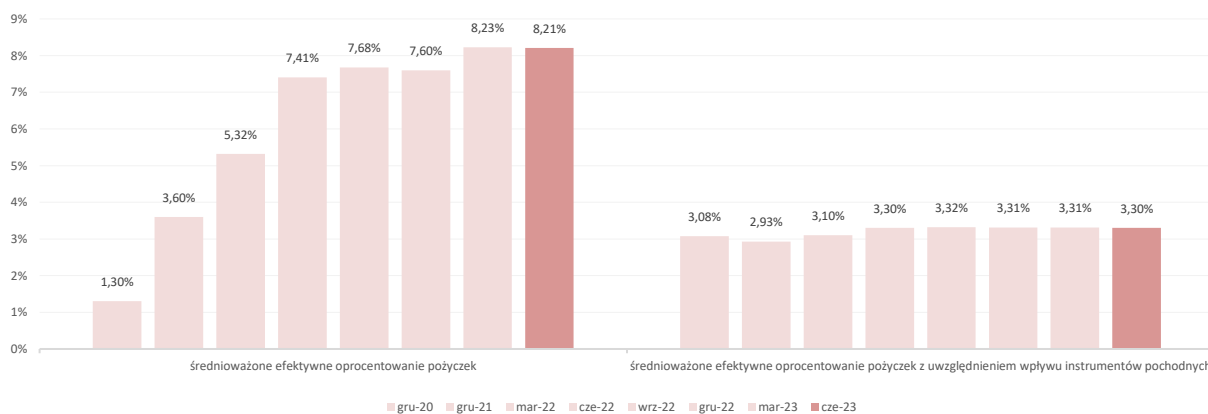
DŁUG FINANSOWY

Dług finansowy netto na koniec czerwca 2023 roku wynosił 3,6 mld PLN (bez uwzględnienia zadłużenia związanego z leasingiem). Zadłużenie netto łącznie z leasingiem sięgało niespełna 6,5 mld PLN. Wskaźnik dług netto (bez uwzględnienia leasingu) do EBITDAaL w ujęciu ostatnich czterech kwartałów (LTM) na koniec 2Q'23 wynosił blisko 1,15x.

W strukturze zadłużenia najważniejszą pozycją były pożyczki od jednostki powiązanej (Atlas Services Belgium w ramach grupy Orange France) rzędu 4,2 mld PLN. Na koniec czerwca'23 średnioważone efektywne oprocentowanie pożyczek od jednostki powiązanej wynosiło 8,21% bez uwzględnienia wpływu instrumentów pochodnych oraz 3,3% z uwzględnieniem wpływu instrumentów pochodnych (na koniec czerwca'22 było to odpowiednio 7,41% i 3,3%). Zwracamy uwagę, że spółka wdrożyła politykę zabezpieczenia kosztu finansowania i efektywny koszt długu od grudnia 2020 roku do 2Q'23 jest w przedziale 2,9-3,3%.

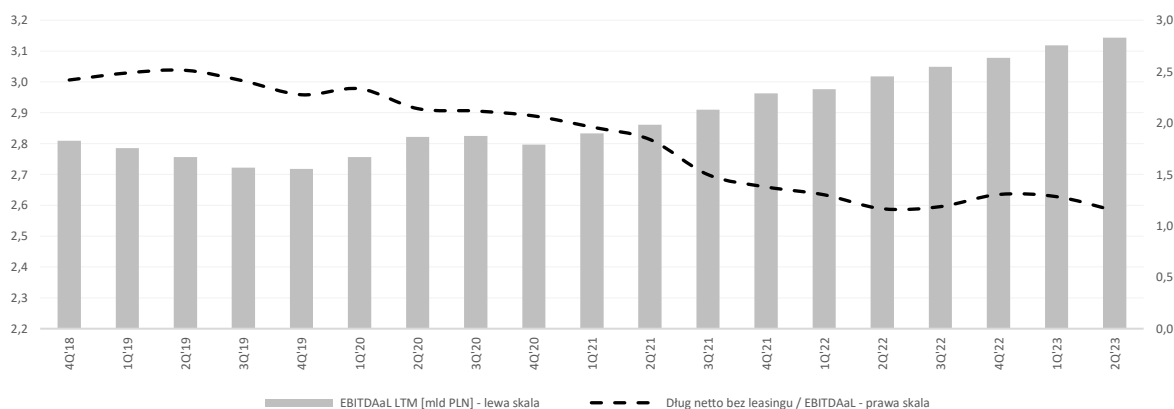
Na koniec 2Q'23 stosunek długu opartego na stałej stopie procentowej do długu opartego o oprocentowanie zmienne (z uwzględnieniem wpływu zabezpieczeń) wyniósł 90/10. Dlatego przyszłe zmiany rynkowych stóp procentowych będą miały ograniczony wpływ na koszt długu spółki do połowy 2024 roku (około 35% zobowiązań jest zabezpieczonych do 1H'24 i blisko 54% do 2026 roku).

Koszt obsługi zadłużenia Orange (pożyczek od jednostki powiązanej)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wskaźnik zadłużenia netto (bez leasingu) do EBITDAaL w ujęciu LTM



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

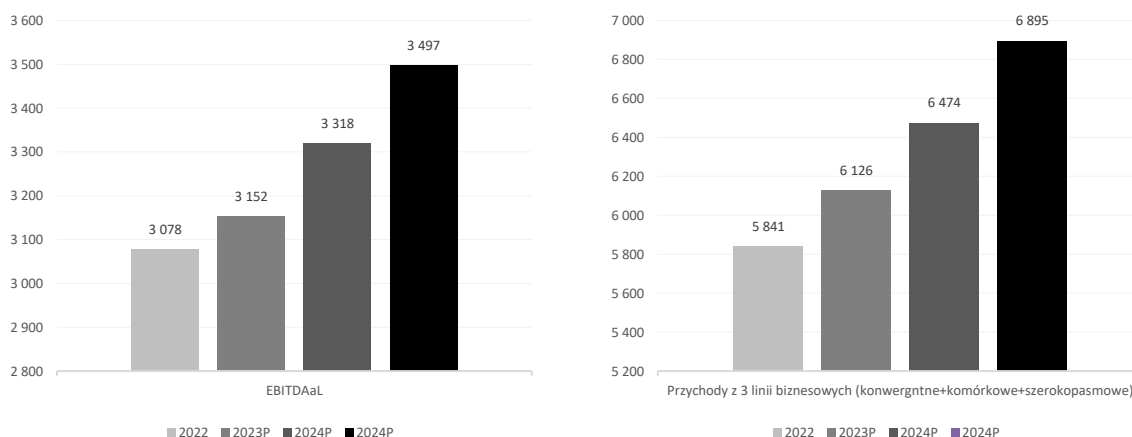
PROGNOZA KOLEJNE OKRESY

Na bieżący rok 2023 roku założyliśmy wzrost EBITDAaL do poziomu 3,15 mld PLN (+2,41% r/r). W pierwszym półroczu br. EBITDAaL wzrósł o 4,3% r/r, a w drugim półroczu, na podstawie przyjętych założeń, przygotowujemy się na wzrost EBITDAaL rzędu 0,7% r/r.

W naszym poprzednim raporcie analitycznym zastanawialiśmy się czy rok 2023 może wskazać na śmiałe ruchy operatorów telekomunikacyjnych w kształtowaniu cenników w środowisku wysokiej inflacji. W usługach mobilnych w 1Q'23 odnotowaliśmy podwyżki u niemal wszystkich głównych graczy. Jednocześnie nadal obserwujemy silną walkę cenową w obszarze dostępu do internetu szerokopasmowego i zaostojącą się presję w usługach konwergentnych. Pomimo wymagającego otoczenia biznesowego, w naszym odczuciu Orange konsekwentnie stara się utrzymywać przyjętą politykę mającą na celu budowę wartości krajowego rynku usług telekomunikacyjnych.

Oczekiwany przez nas w kolejnych latach wzrost przychodów z najważniejszych obszarów biznesowych odpowiedzialnych za realizację strategii Orange oraz przyjęte założenie modelowe o wygaśnięciu presji kosztowej na głównych pozycjach odpowiadających za ich wzrost w latach 2022-2023 skutkuje w naszym modelu przyrostem EBITDAaL w 2024 i 2025 roku, odpowiednio do 3,318 mld PLN i 3,497 mld PLN.

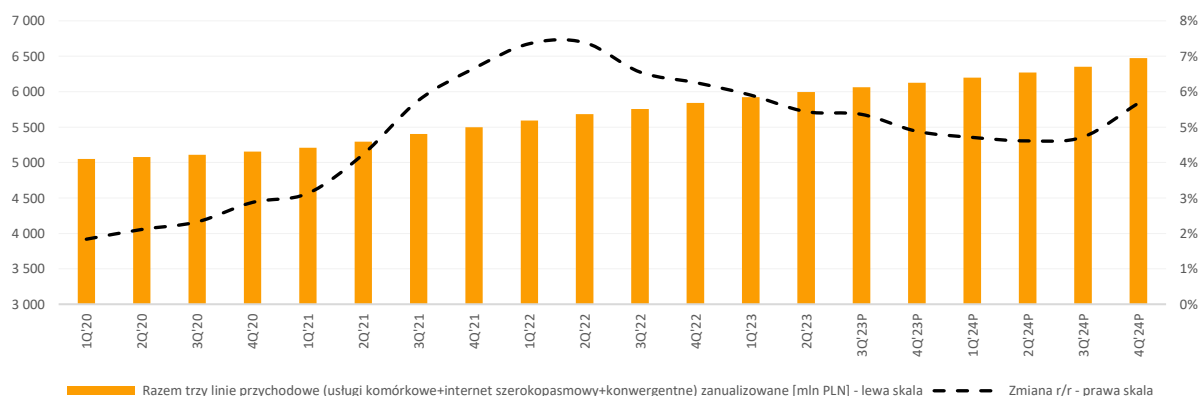
Założenia dla EBITDAaL oraz przychodów z trzech linii biznesowych (konwergentne+komórkowe+internet szerokopasmowy) [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wpływy z usług konwergentnych B2C oraz usług wyłącznie komórkowych i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego internetu w naszej prognozie na koniec 2023 roku oscylując w okolicy 6,13 mld PLN, czyli jest to wzrost rzędu 4,9% r/r. W kolejnych dwóch latach, czyli na okres 2024-2025 uwzględniliśmy wzrost przychodów z tych trzech pozycji o 348 mln PLN r/r i 421 mln PLN r/r (dynamika odpowiednio 5,7% oraz 6,5% r/r).

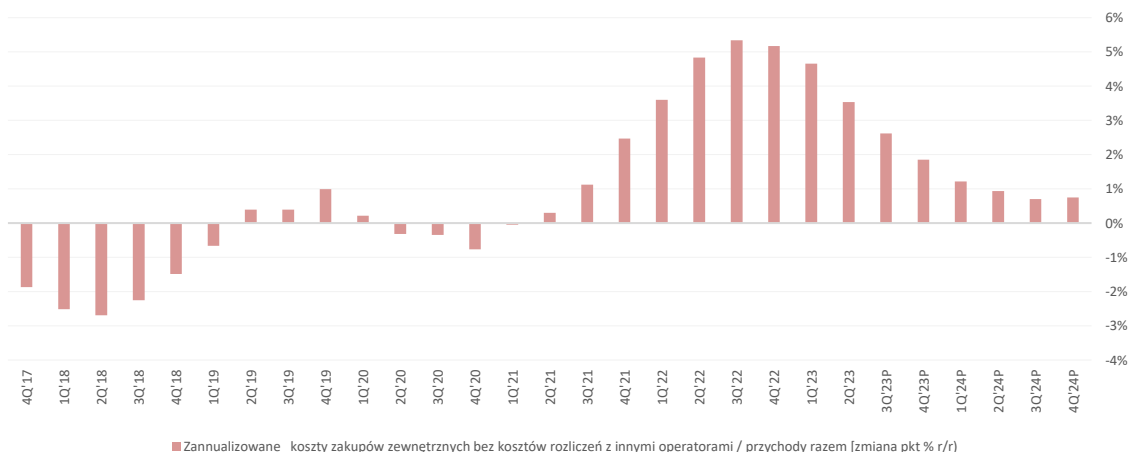
Założenia dla przychodów z usług komórkowych, dostępu szerokopasmowego oraz usług konwergentnych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Spodziewamy się, iż w najbliższych kwartałach będzie stopniowo zmniejszać się presja na dalszy wzrost kosztów operacyjnych. Mamy równocześnie na uwadze, że spółka w dotychczasowych wynikach wykazuje dużą dyscyplinę w ramach zarządzania pozycjami kosztowymi. W ostatnich okresach prawdopodobnie erozyjny wpływ na marżowość biznesu mają dynamiki związane z kosztami energii, czynszów, czy usług obcych (indeksowanych kosztami pracy). Przyjęliśmy w modelu wzrost pozycji koszty zakupów zewnętrznych (bez uwzględnienia kosztów rozliczeń z innymi operatorami) w 2023 roku do poziomu ok 6,35 mld PLN, czyli o 7,9% więcej r/r. W 2024 roku zakładamy, iż coraz wyraźniej będzie widać efekt wygasania presji inflacyjnej dotychczasowych głównych pozycji odpowiedzialnych za wzrost tej grupy kosztów. Taka symulacja wskazuje zatem stopniową odbudowę marży w 2024 roku (przy rosnących przychodach z kluczowych linii biznesowych).

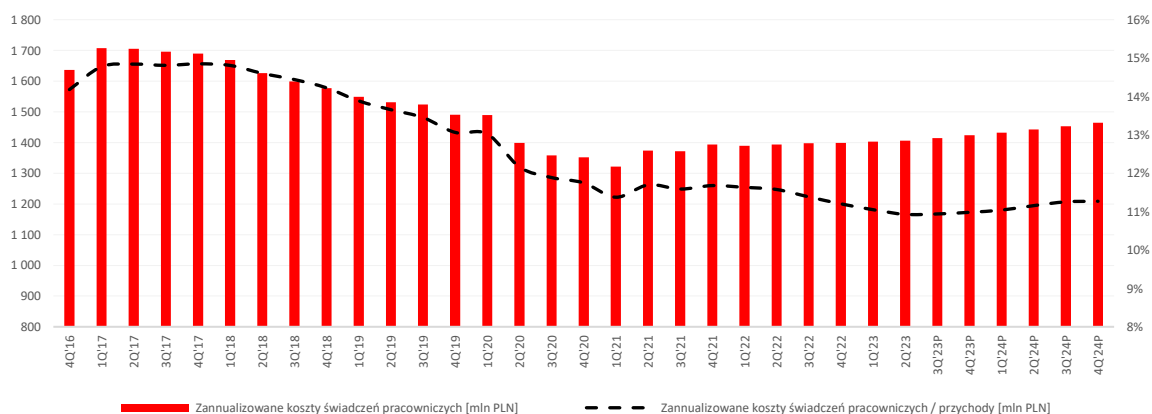
Relacja kosztów zakupów zewnętrznych (bez rozliczeń z innymi operatorami) do przychodów ogółem [zmiana w pkt % r/r]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

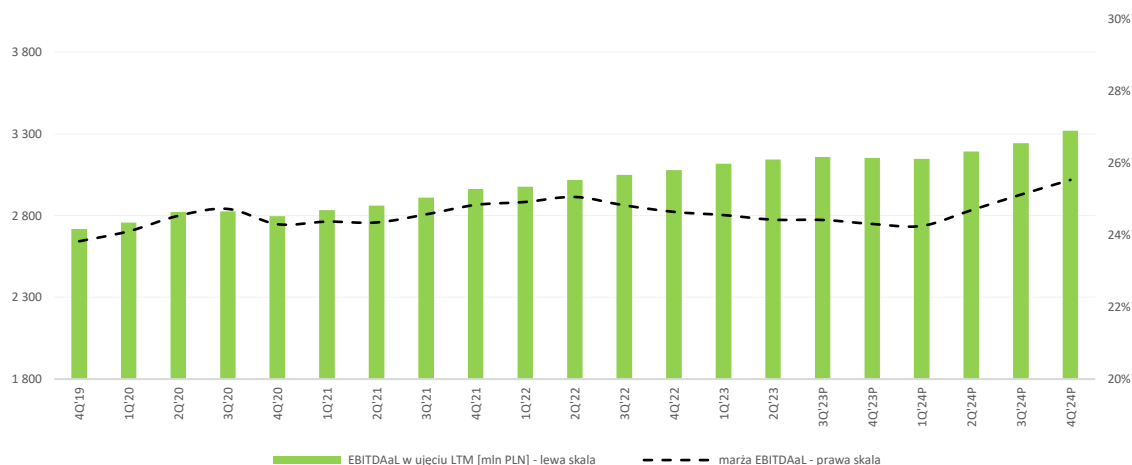
Duże znaczenie w naszych projekcjach ma utrzymanie założenia, iż koszty pracownicze w kolejnych okresach będą pod ścisłą kontrolą. Przyjęliśmy, że koszty pracownicze w ujęciu zannualizowanym nie będą przekraczać 11,3% przychodów w najbliższych latach (do końca 2024 roku). Nominalnie na tej pozycji uwzględniamy jednocześnie wzrost bazy kosztowej z 1,42 mld PLN do ok 1,47 mld PLN (niższa liczba etatów i indeksacja inflacyjna płac). Docelowo w kolejnych latach w modelu przyjmujemy, że koszty związane z świadczeniami pracowniczymi będą zbliżyły się do 12% przychodów.

Założenia dla kosztów pracowniczych na kolejne okresy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Symulacja wzrostu EBITDAaL w kolejnych kwartałach



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Założenia dla wyników Orange Polska na kolejne okresy

[mln PLN]	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24	2022	2023	2024	2025
Przychody razem	3 139	3 224	3 190	3 413	3 142	3 180	3 172	3 501	12 488	12 966	12 995	13 412
Usługi wyłącznie komórkowe	710	723	735	736	741	752	770	788	2 797	2 904	3 050	3 246
Usługi wyłącznie stacjonarne	464	471	466	460	456	453	449	450	1 898	1 862	1 808	1 721
Usługi konwergentne B2C	564	578	591	600	610	624	639	667	2 154	2 334	2 540	2 774
Sprzedaż sprzętu	463	417	444	516	472	430	464	539	1 582	1 840	1 905	1 962
Usługi IT i integracyjne	348	458	385	536	365	423	347	562	1 453	1 727	1 698	1 783
Usługi hurtowe	427	448	444	434	366	366	369	359	1 890	1 753	1 460	1 386
Pozostałe przychody	163	129	125	130	131	133	134	135	714	547	533	541
Przychody trzy linie biznesowe *	1 496	1 525	1 549	1 557	1 570	1 596	1 629	1 680	5 841	6 126	6 474	6 895
Koszty razem	2 377	2 401	2 353	2 683	2 387	2 311	2 283	2 696	9 410	9 814	9 677	9 916
Koszty świadczeń pracowniczych	372	347	331	374	380	357	341	386	1 399	1 424	1 465	1 484
Koszty zakupów zewnętrznych	1 867	1 881	1 847	2 134	1 826	1 773	1 761	2 129	7 423	7 729	7 489	7 691
EBITDAaL	762	823	838	730	756	869	889	805	3 078	3 152	3 318	3 497
EBIT	392	343	381	244	288	401	418	309	1 161	1 359	1 416	1 591
Koszty finansowe, netto	62	45	67	70	71	70	61	69	294	245	271	307
Skonsolidowany wynik netto	270	239	252	138	174	266	287	192	724	899	919	1 039

* kategoria obejmuje sumę trzech pozycji: usługi wyłącznie komórkowe+internet szerokopasmowy+usługi konwergentne

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W porównaniu do poprzedniego raportu analitycznego z 2023-01-30 podnieśliśmy założenia dla wyników 2023 roku. Na poziomie przychodów z trzech kluczowych linii biznesowych (usługi wyłącznie komórkowe+internet szerokopasmowy+usługi konwergentne) zwiększyliśmy prognozę symbolicznie o 16 mln PLN (+0,3%). W kategorii przychody in plus jesteśmy zaskoczeni poziomem sprzedaży sprzętu (rewizja w górę założeń o 18%). Obecnie mamy także wyższe wpływy z kategorii usługi IT i integracyjne (głównie wpływ projektu cyfryzacji placówek medycznych MON). Odczyt EBITDAaL na bazie zaktualizowanego modelu na rok 2023, wg nas, powinien wynieść 3,152 mld PLN (jest to więcej o 5,5% względem poprzedniego raportu). Na poziomie wyniku netto spodziewamy się aktualnie odczytu rządu 899 mln PLN, co jest wartością wyższą o 59% względem styczniowej projekcji. Istotny wpływ na to mają zyski ze sprzedaży nieruchomości jakie spółka pokazała w 1H'23, a także niższe koszty finansowe.

Na rok 2024 obniżyliśmy oczekiwania dotyczące dynamiki przychodów z kluczowych usług telekomunikacyjnych. W tej kategorii nasze obecne prognozy są niższe ok 50 mln PLN, czyli o 0,8% (liczyliśmy na odważniejsze ruchy związane z zastosowaniem klauzul inflacyjnych). Jednocześnie przy ostrożniejszych założeniach dotyczących poziomu kosztów działania OPL, obecnie na rok 2024, spodziewamy się EBITDAaL rządu 3,318 mld PLN i jest to o 2,7% mniej niż w styczniowym raporcie. Wynik netto na rok 2024, wg naszego modelu, powinien wynieść 919 mln PLN, czyli o 1,2% więcej niż wskazywaliśmy wcześniej.

Zmiana założeń dla wyników Orange Polska na kolejne okresy (obecnie względem raportu analitycznego z 2023-01-30)

[mln PLN]	2023P	2024P	2023P było	2024P było	zmiana	zmiana
Przychody razem	12 966	12 995	12 486	12 685	3,8%	2,4%
Usługi wyłącznie komórkowe	2 904	3 050	2 821	2 924	2,9%	4,3%
Usługi wyłącznie stacjonarne	1 862	1 808	1 871	1 857	-0,5%	-2,6%
Usługi konwergentne B2C	2 334	2 540	2 361	2 624	-1,2%	-3,2%
Sprzedaż sprzętu	1 840	1 905	1 559	1 614	18,0%	18,0%
Usługi IT i integracyjne	1 727	1 698	1 600	1 720	7,9%	-1,3%
Usługi hurtowe	1 753	1 460	1 742	1 425	0,6%	2,5%
Pozostałe przychody	547	533	532	521	2,8%	2,3%
Przychody trzy linie biznesowe *	6 126	6 474	6 110	6 524	0,3%	-0,8%
Koszty razem	9 814	9 677	9 499	9 276	3,3%	4,3%
Koszty świadczeń pracowniczych	1 424	1 465	1 465	1 553	-2,8%	-5,7%
Koszty zakupów zewnętrznych	7 729	7 489	7 460	7 157	3,6%	4,6%
EBITDAaL	3 152	3 318	2 987	3 409	5,5%	-2,7%
EBIT	1 359	1 416	1 051	1 497	29,3%	-5,4%
Koszty finansowe, netto	245	271	344	366	-28,8%	-26,0%
Skonsolidowany wynik netto	899	919	565	908	59,1%	1,2%

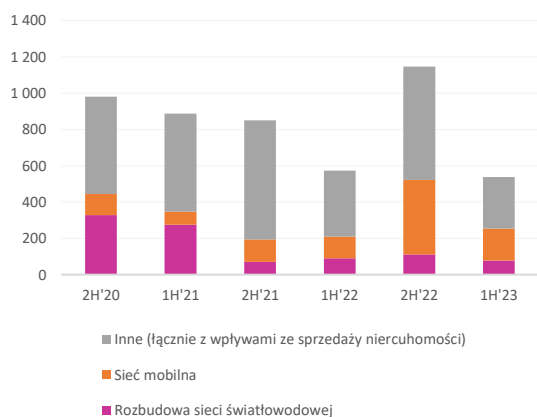
* kategoria obejmuje sumę trzech pozycji: usługi wyłącznie komórkowe+internet szerokopasmowy+usługi konwergentne

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

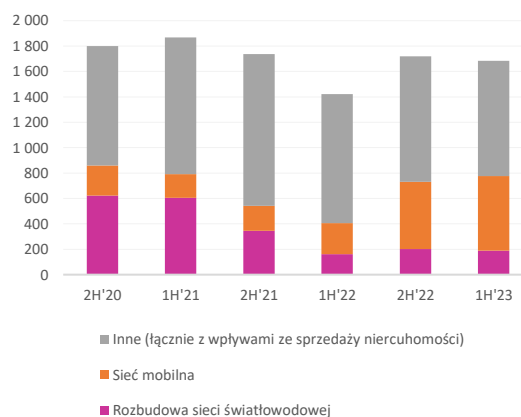
Ekonomiczne nakłady inwestycyjne (eCapex) w 1H'23 wyniosły 538 mln PLN (w 1H'22 było to 573 mln PLN). W ujęciu LTM eCapex wynosił blisko 1,69 mld PLN. Przypominamy, że w strategii spółka zakłada, że eCapex w ujęciu rocznym powinien znajdować się w przedziale 1,7-1,9 mld PLN (w latach 2021-2022 było to średnio 1,73 mld PLN). W ostatnich kwartałach widać systematyczny wzrost udziału inwestycji na sieć mobilną, co związane jest m.in. z poprawą jakości i pojemności sieci 4G (4-letni projekt modernizacji sieci dostępowej) oraz rozpoczęciem przystosowania sieci mobilnej do technologii 5G (zakładamy, że Orange jeszcze w 2023 roku pozyska częstotliwości 5G). Jednocześnie w strukturze nakładów spółka rozpoznaje mniejsze wydatki w obszarze rozbudowy sieci światłowodowej. Jest to związane ze strategiczną zmianą podejścia i wydzieleniem do projektu joint venture (Światłowód Inwestycje) kolejnych etapów rozbudowy sieci w tej technologii.

Przyjmujemy w modelu, że w latach 2024/25/26 na rozbudowę i modernizacji sieci mobilnej Orange przeznaczy łącznie blisko 1,1 mld PLN. Ogółem w naszych założeniach w latach 2024/25/26 przyjęliśmy, iż eCapex będzie na poziomie poniżej 1,9 mld PLN rocznie. Jest to zatem realizacja scenariusza, który powinien pozwolić na utrzymanie ścieżki wzrostu DPS równoległe z ponoszeniem oczekiwanych wydatków inwestycyjnych szczególnie w obszarze sieci mobilnej i zakupu pasma 5G (przyjęliśmy, iż będzie to jeszcze przed końcem 2023 roku).

eCapex w ujęciu półrocza [mln PLN]



eCapex w ujęciu LTM [mln PLN]

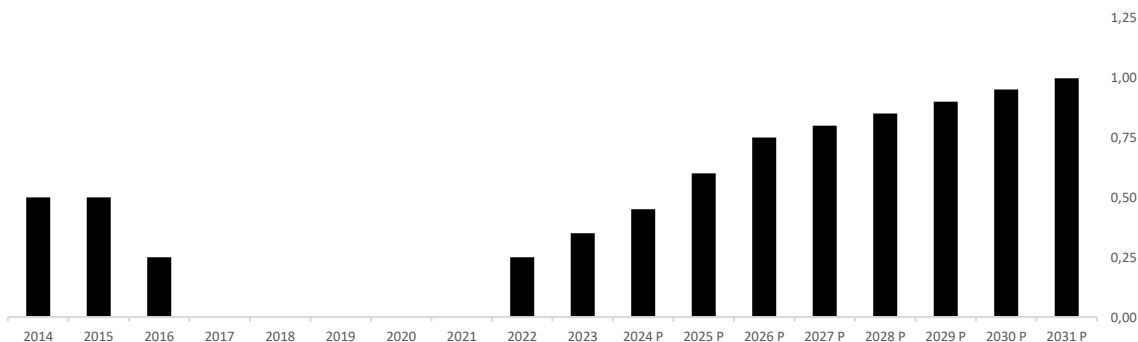


Ekonomiczne nakłady inwestycyjne (eCapex) od 2020 roku uwzględniają również naliczone wpływy ze sprzedaży aktywów
 Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przypominamy, że ostatnia wypłacona dywidenda to 0,35 PLN/akcję (wcześniej było 0,25 PLN). Spółka w ramach realizowanej strategii ustaliła warunek, iż wypłata dywidendy może nastąpić jeśli wskaźnik dług netto/EBITDAaL nie wykracza w górę poza korytarz 1,7-2,2x.

Spodziewamy się, iż w momencie kolejnej decyzji o wypłacie dywidendy za rok 2023, wskaźnik dług netto/EBITDAaL będzie w okolicy 1,2x. Liczymy również, że zarząd spółki potwierdzi pozytywne długoterminowe trendy finansowe. Dlatego, przyjęliśmy w naszej symulacji scenariusz wzrostu dywidendy wypłaconej w 2024 roku do 0,45 PLN/akcję i oceniamy, że DPS w kolejnych latach będzie mógł rosnąć do poziomu 0,6 PLN w 2025 roku i 0,75 PLN w 2026 roku.

Zakładane przyszłe strumienie dywidend [PLN/akcję]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Założenia modelowe oraz wskaźniki rynkowe dla Orange

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
RZIS									
Przychody razem	11 406	11 508	11 928	12 488	12 966	12 995	13 412	13 692	13 937
Usługi wyłącznie komórkowe	2 598	2 557	2 636	2 797	2 904	3 050	3 246	3 337	3 400
Usługi wyłącznie stacjonarne	2 192	2 081	1 968	1 898	1 862	1 808	1 721	1 657	1 593
Usługi konwergentne B2C	1 558	1 741	2 002	2 154	2 334	2 540	2 774	2 954	3 107
Sprzedaż sprzętu	1 555	1 346	1 460	1 582	1 840	1 905	1 962	2 020	2 077
Usługi IT i integracyjne	803	997	1 186	1 453	1 727	1 698	1 783	1 854	1 928
Usługi hurtowe	2 278	2 422	2 190	1 890	1 753	1 460	1 386	1 321	1 275
Pozostałe przychody	422	364	486	714	547	533	541	549	557
Przychody trzy linie biznesowe	5 010	5 154	5 497	5 841	6 126	6 474	6 895	7 150	7 344
Koszty razem	7 959	8 711	8 965	9 410	9 814	9 677	9 916	10 089	10 262
Koszty świadczeń pracowniczych	1 490	1 352	1 393	1 399	1 424	1 465	1 484	1 519	1 563
Koszty zakupów zewnętrznych	6 417	6 535	6 786	7 423	7 729	7 489	7 691	7 828	7 954
EBITDAAL	2 718	2 797	2 963	3 078	3 152	3 318	3 497	3 602	3 675
EBIT	415	404	2 211	1 161	1 359	1 416	1 591	1 698	1 764
Koszty finansowe, netto	308	342	281	294	245	271	307	278	245
Skonsolidowany wynik netto	82	46	1 672	724	899	919	1 039	1 148	1 228
Wybrane dane operacyjne	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
ARPO konwergentne dla indywidualnych (B2C) [PLN/mc]	102,4	105,7	111,9	114,7	118,7	123,6	129,6	133,6	136,6
ARPO szerokopasmowe [PLN/mc]	55,4	58,0	59,5	61,7	63,9	66,6	69,3	71,2	72,5
ARPO dostępu wąskopasmowego [PLN/mc]	36,3	37,0	36,9	36,3	36,1	35,9	35,6	35,4	35,1
ARPO usługi wyłącznie komórkowe [PLN/mc]	20,1	19,6	20,2	20,3	21,9	23,4	24,2	24,5	24,8
Koszty wynagrodzeń jako % przychodów	13,1%	11,7%	11,7%	11,2%	11,0%	11,3%	11,1%	11,1%	11,2%
Koszty sprzedaży jako % przychodów	22,0%	20,7%	21,5%	22,8%	24,6%	25,1%	25,4%	25,7%	25,9%
Pozostałe usługi obce jako % przychodów	13,0%	13,2%	14,8%	17,2%	17,2%	17,4%	18,0%	18,4%	18,7%
marża EBITDAAL	23,8%	24,3%	24,8%	24,6%	24,3%	25,5%	26,1%	26,3%	26,4%
Bilans	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Aktywa trwałe razem	21 429	20 937	22 020	22 259	22 490	22 215	22 043	21 749	21 513
Aktywa obrotowe razem	3 493	3 363	4 137	4 507	4 258	4 831	5 317	5 813	6 259
Aktywa razem	24 922	24 300	26 157	26 766	26 748	27 045	27 360	27 562	27 772
Kapitał własny razem	10 557	10 599	12 611	13 453	13 162	13 491	13 742	13 905	14 084
Zobowiązania długoterminowe razem	10 174	6 064	9 193	8 068	7 261	7 225	7 214	7 202	7 190
Zobowiązania krótkoterminowe razem	4 191	7 637	4 353	5 245	6 325	6 330	6 404	6 454	6 498
Pasywa razem	24 922	24 300	26 157	26 766	26 748	27 045	27 360	27 562	27 772
CF	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
CF operacyjny razem	2 858	2 977	3 101	2 940	3 879	3 487	3 621	3 725	3 777
CF inwestycyjny razem	-1 919	-2 082	-1 156	-1 999	-2 672	-1 849	-1 911	-1 780	-1 812
CF finansowy razem	-1 146	-941	-1 371	-850	-1 348	-1 126	-1 317	-1 511	-1 574
Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Cena [PLN]	6,98	6,98	6,98	6,98	6,98	6,98	6,98	6,98	6,98
Liczba akcji [mln szt.]	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312
Mkt Cap [mln PLN]	9 160	9 160	9 160	9 160	9 160	9 160	9 160	9 160	9 160
EV [mln PLN]	17 914	17 649	16 073	15 952	15 897	15 348	14 942	14 495	14 091
P/E	111,7x	199,1x	5,5x	12,7x	10,2x	10,0x	8,8x	8,0x	7,5x
EV/EBITDA	5,5x	5,3x	3,3x	4,3x	4,0x	3,8x	3,6x	3,4x	3,3x
EV/EBIT	43,2x	43,7x	7,3x	13,7x	11,7x	10,8x	9,4x	8,5x	8,0x
P/BV	0,9x	0,9x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x
Dług netto / EBITDA (x)	2,7x	2,5x	1,4x	1,8x	1,7x	1,5x	1,4x	1,2x	1,1x
Dług netto bez leasingu / EBITDAAL (x)	2,3x	2,1x	1,4x	1,3x	1,2x	1,0x	0,8x	0,7x	0,6x
Dług netto [mln PLN]	8 754	8 489	6 913	6 792	6 737	6 188	5 782	5 335	4 930
Dywidenda [mln PLN]	0	0	0	328	459	591	787	984	1 050
DPS [PLN/akcję]	0,00	0,00	0,00	0,25	0,35	0,45	0,60	0,75	0,80
Rentowność dywidendy [DPS/kurs bieżący]	0,0%	0,0%	0,0%	3,6%	5,0%	6,4%	8,6%	10,7%	11,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału

tel. (032) 208 14 12

 e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)
Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 32

 e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)
Krzysztof Tkocz

Analityk rynku akcji

tel. (032) 208 14 38

 e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
[gry komputerowe](#)
Anna Tobiasz

Młodszy analityk rynku akcji

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 35

 e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl
WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-848

 e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl
Tomasz Ilczyszyn

tel. (022) 62-20-854

 e-mail: tomasz.ilczyszyn@bdm.pl
Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855

 e-mail: maciej.fink-finowicki@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	8,87	kupuj	9,28	2023-08-14	13:37 CEST	6,98	70 380
kupuj	9,28	kupuj	7,51	2023-01-30	14:20 CEST	6,88	60 615
kupuj	7,51	kupuj	6,14	15.01.2018	09:52 CEST	6,02	65 466
kupuj	6,14	kupuj	6,54	02.06.2017	09:58 CEST	4,73	60 629
kupuj	6,54	---	---	29.12.2016	10:49 CEST	5,30	51 330

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 3Q'23*:			, 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	3	60%	0	0%
Akumuluj	1	20%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	20%	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: 2023-08-14.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-08-14 (13:37 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-08-21.

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 uwzględnił 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 obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahanom 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 poszczególne instrumenty 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 jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie premiowe. Dodatkowo 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 analityka) 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 2023-08-14:

- 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 świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść 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.