



Dom Maklerski BDM S.A.

ORANGE POLSKA

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 9,0 PLN

03 KWIECIEŃ 2024, 12:58 CEST

Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do walorów Orange Polska. Z uwagi na wzrosty z poprzednich okresów zmieniamy nasze zalecenie z Kupuj na Akumuluj. Cenę docelową akcji Orange podnieśliśmy z 8,87 PLN do 9,0 PLN. Zgodnie z przyjętymi założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2024-2025 na poziomie odpowiednio 4,3x i 4,1x.

W aktualizacji raportu zwracamy szczególnie uwagę na perspektywę dobrych odczytów przychodowych z kluczowych usług telekomunikacyjnych (usług konwergentnych B2C, usług wyłącznie komórkowych i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego internetu). Spółka w poprzednich kwartałach konsekwentnie wprowadzała zmiany w swoich cennikach (szczególnie było to widać na usługach mobilnych). Dlatego wpływy z trzech kluczowych kategorii przychodowych w naszej prognozie na koniec 2024 roku oscylują w okolicy 6,415 mld PLN, czyli jest to wzrost o 4,8% r/r. W kolejnych dwóch latach, czyli na okres 2025-2026 uwzględniliśmy wzrost przychodów z tych trzech pozycji o odpowiednio 5,8% i 4,5% r/r.

Na rok 2024 roku założyliśmy wzrost EBITDAaL do poziomu 3,277 mld PLN (+3,1% r/r). Naszym zdaniem początek 2024 roku według nas ma bardziej ambitną bazę porównawczą. Zwracamy uwagę, iż przyjęta przez nas dynamika wzrostu EBITDAaL w ujęciu r/r w drugim półroczu 2024 jest wyższa niż w pierwszym półroczu 2024.

Przypominamy, że bieżący 2024 rok jest ostatnim okresem obecnej strategii .Grow. Prawdopodobnie na początku 2025 roku inwestorzy poznają zaktualizowaną przez władze Orange ścieżkę średnioterminową na kolejne lata. W raporcie za 2023 rok spółka wskazuje, że chce wykorzystać 2024 rok na opracowanie nowego planu strategicznego, który ma stać się „platformą do dalszego zwiększania wartości dla akcjonariuszy”.

Zarząd Orange zarekomendował wypłatę dywidendy w kwocie 0,48 PLN/akcję w 2024 roku (w 2023 roku dywidenda wyniosła 0,35 PLN/akcję). Spodziewamy się, iż w momencie kolejnej decyzji o wypłacie dywidendy za rok 2024, wskaźnik dług netto/EBITDAaL będzie w okolicy 1x. Liczymy również, że zarząd spółki potwierdzi pozytywne długoterminowe trendy finansowe (na początku 2025 roku będziemy wyczekiwali przedstawienia zarysów nowej strategii średnioterminowej). Z bieżącej perspektywy przyjęliśmy w naszej symulacji scenariusz wzrostu dywidendy wypłaconej w 2025 roku do 0,60 PLN/akcję i 0,75 PLN/akcję w 2026 roku.

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Przychody razem [mln PLN]	11 928	12 488	12 970	12 981	13 489	13 863
Przychody (trzy linie biznesowe) [mln PLN]*	5 497	5 841	6 119	6 415	6 784	7 093
EBITDAaL [mln PLN]	2 963	3 078	3 179	3 277	3 433	3 568
EBIT [mln PLN]	2 211	1 161	1 221	1 303	1 418	1 612
Wynik netto [mln PLN]	1 672	724	818	803	884	1 057
P/E	6,4x	14,7x	13,0x	13,3x	12,1x	10,1x
EV/EBITDA	3,6x	4,7x	4,6x	4,3x	4,1x	3,8x
P/BV	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x
DPS [PLN]	0,00	0,25	0,35	0,48	0,60	0,75
Rentowność dywidendy	0,0%	3,1%	4,3%	5,9%	7,4%	9,2%

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

Wycena końcowa [PLN]	9,0
Wycena DCF	9,01
Wycena mnożnikowa [PLN]	8,98
Potencjał do wzrostu / spadku	+11%

Cena rynkowa [PLN]	8,13
Kapitalizacja [mld PLN]	10,67
Ilość akcji [mln. szt.]	1 312

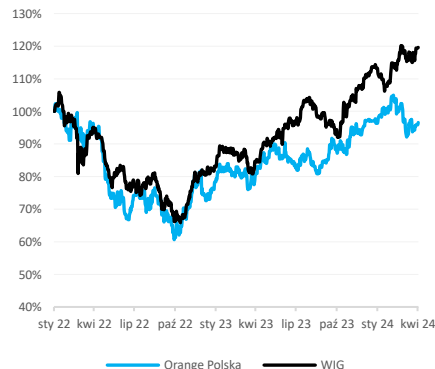
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	8,87
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	7,11

Zmiana kursu za 3 mc	0%
Zmiana kursu za 6 mc	11%
Zmiana kursu za 12 mc	20%
Zmiana kursu YTD	-1%

Akcjonariat:	
Orange SA	50,67%
Allianz Otwarty Fundusz Emerytalny	7,96%
Nationale Nederlanden	5,63%
Pozostali akcjonariusze	35,74%

Autor raportu:

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYCENA DCF.....	4
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	6
WYNIKI SKONSOLIDOWANE ORANGE ZA Q4 2023.....	7
DŁUG FINANSOWY	10
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	11

WYCENA I PODSUMOWANIE

W aktualizacji raportu zwracamy szczególnie uwagę na perspektywę dobrych odczytów przychodowych z kluczowych usług telekomunikacyjnych (usług konwergentnych B2C, usług wyłącznie komórkowych i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego internetu). Spółka w poprzednich kwartałach konsekwentnie wprowadzała zmiany w swoich cennikach (szczególnie było to widać na usługach mobilnych). Dlatego wpływy z trzech kluczowych kategorii przychodowych w naszej prognozie na koniec 2024 roku oscylują w okolicy 6,415 mld PLN, czyli jest to wzrost o 4,8% r/r. W kolejnych dwóch latach, czyli na okres 2025-2026 uwzględniliśmy wzrost przychodów z tych trzech pozycji o odpowiednio 5,8% i 4,5% r/r.

Na rok 2024 roku założyliśmy wzrost EBITDAaL do poziomu 3,277 mld PLN (+3,1% r/r). Naszym zdaniem początek 2024 roku według nas ma bardziej ambitną bazę porównawczą i dlatego zwracamy uwagę, iż przyjęta przez nas dynamika wzrostu EBITDAaL w ujęciu r/r w drugim półroczu 2024 jest wyższa niż w pierwszym półroczu 2024. W pierwszym półroczu br. EBITDAaL według naszej symulacji wzrosnie o 2,1% r/r, a w drugim półroczu, na podstawie przyjętych założeń, przygotowujemy się na wzrost EBITDAaL rzędu 4% r/r (w 2023 roku w H1 obserwowaliśmy dynamikę wzrostu EBITDAaL o 4,3% r/r, natomiast w H2 2023 o 2,3% r/r). Oczekiwany przez nas w kolejnych dwóch latach wzrost APRU i przychodów z najważniejszych obszarów biznesowych oraz przyjęte założenia modelowe o wygaśnięciu presji kosztowej na głównych pozycjach odpowiadających za ich wzrost w latach 2022-2023 skutkuje w naszym modelu przyspieszeniem dynamiki wzrostu EBITDAaL w 2025 roku do 3,433 mld PLN (+4,8% r/r).

Przypominamy, że bieżący 2024 rok jest ostatnim okresem obecnej strategii „Grow”. Prawdopodobnie na początku 2025 roku inwestorzy poznają zaktualizowaną przez władze Orange ścieżkę średnioterminową na kolejne lata. W raporcie za 2023 rok spółka wskazuje, że chce wykorzystać 2024 rok na opracowanie nowego planu strategicznego, który ma stać się „platformą do dalszego zwiększania wartości dla akcjonariuszy”.

Podsumowując, podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do walorów Orange Polska. Z uwagi na wzrosty z poprzednich okresów zmieniamy nasze zalecenie z Kupuj na Akumuluj. Cenę docelową akcji Orange podnieśliśmy z 8,87 PLN do 9,0 PLN. Zgodnie z przyjętymi założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2024-2025 na poziomie odpowiednio 4,3x i 4,1x.

Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 9,01 PLN/akcję. Z kolei przyjęty przez nas mnożnik EV/EBITDA na lata 2024-2025 wskazuje na cenę 8,98 PLN/akcję. Końcowa wycena wynosząca 9,0 PLN/akcję jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

Podsumowanie wyceny Orange

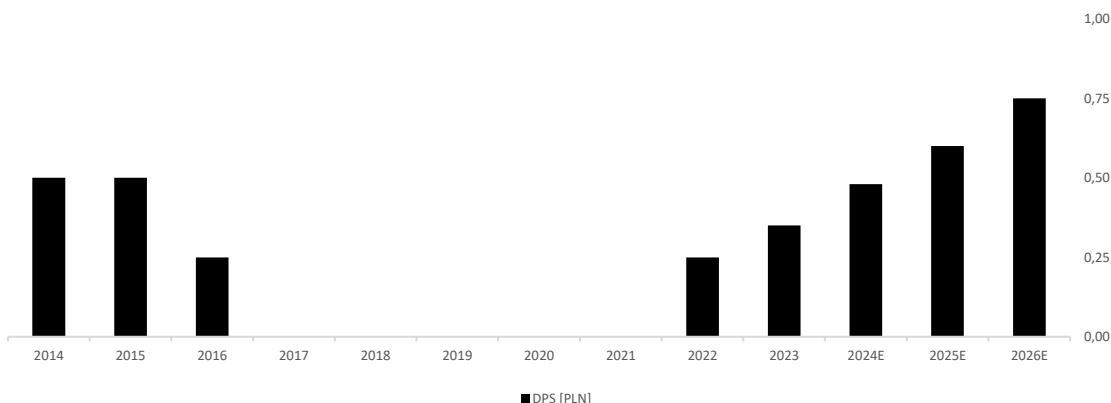
A	Wycena DCF [PLN/akcję]	9,01
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	8,98
C = (A*50%+B*50%)	Wycena końcowa [PLN/akcję]	9,00

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zarząd Orange zarekomendował wypłatę dywidendy w kwocie 0,48 PLN/akcję w 2024 roku (w 2023 roku dywidenda wyniosła 0,35 PLN/akcję). 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.

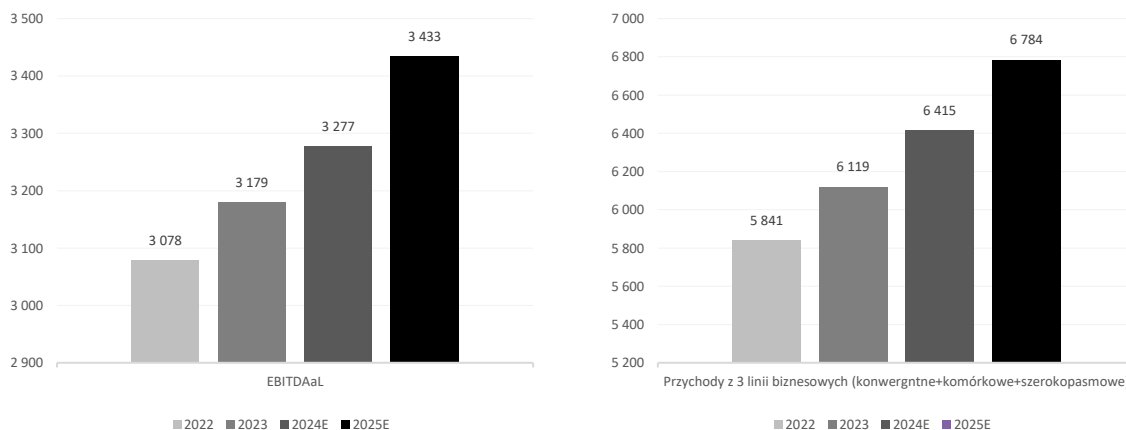
Spodziewamy się, iż w momencie kolejnej decyzji o wypłacie dywidendy za rok 2024, wskaźnik dług netto/EBITDAaL będzie w okolicy 1x. Liczymy również, że zarząd spółki potwierdzi pozytywne długoterminowe trendy finansowe (na początku 2025 roku będziemy wyczekiwali przedstawienia zarysów nowej strategii średnioterminowej). Z bieżącej perspektywy przyjęliśmy w naszej symulacji scenariusz wzrostu dywidendy wypłaconej w 2025 roku do 0,60 PLN/akcję i 0,75 PLN/akcję w 2026 roku.

Historyczne oraz zakładane przez nas przyszłe strumienie dywidend [PLN/akcję]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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% (tak samo jak poprzednio). 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 10,45%.

Dług netto liczony jest na koniec 2023 roku.

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity na poziomie 11,83 mld PLN, czyli 9,01 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2024-04-03.

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%	9,99	10,40	10,87	11,41	12,04	12,79	13,69	
8,5%	9,30	9,62	9,99	10,40	10,87	11,41	12,04	
9,5%	8,76	9,01	9,30	9,62	9,99	10,40	10,87	
WACC	10,5%	8,31	8,52	8,76	9,01	9,30	9,62	9,99
	11,5%	7,94	8,12	8,31	8,52	8,76	9,01	9,30
	12,5%	7,62	7,77	7,94	8,12	8,31	8,52	8,76
	13,5%	7,35	7,48	7,62	7,77	7,94	8,12	8,31

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	12 981	13 489	13 863	14 225	14 593	14 964	15 330	15 688	16 033	16 366
EBITDAaL [mln PLN]	3 277	3 433	3 568	3 704	3 838	3 954	4 065	4 171	4 273	4 368
EBIT [mln PLN]	1 303	1 418	1 612	1 753	1 899	2 019	2 117	2 207	2 282	2 346
NOPAT [mln PLN]	1 055	1 148	1 306	1 420	1 538	1 635	1 715	1 788	1 849	1 901
Amortyzacja [mln PLN]	2 097	2 137	2 137	2 108	2 095	2 065	2 077	2 093	2 120	2 150
Zmiana kapitału obrotowego [mln PLN]	-110	-52	-50	-12	-13	-13	-13	-12	-12	-11
CAPEX + inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-2 112	-1 932	-1 837	-1 920	-2 627	-2 095	-2 185	-2 275	-2 325	-2 373
FCFF [mln PLN]	931	1 302	1 557	1 595	994	1 593	1 595	1 594	1 632	1 666
Suma PV FCFF [mln PLN]	8 630									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	6 757									
Wartość firmy EV [mln PLN]	15 387									
Dług netto 2023 eop [mln PLN]	3 556									
Inne korekty [mln PLN]	---									
Wartość kapitału [mln PLN]	11 831									
Ilość akcji [mln szt.]	1 312									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	9,01									

wzrost / spadek FCFF w okresie rezydualnym: +1,0%

WACC w okresie rezydualnym: 10,45%

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Przychody ogółem zmiana r/r	0,1%	3,9%	2,8%	2,6%	2,6%	2,5%	2,5%	2,3%	2,2%	2,1%
Marża EBITDAaL	25%	25%	26%	26%	26%	26%	27%	27%	27%	27%
Marża EBIT	10%	11%	12%	12%	13%	13%	14%	14%	14%	14%
CAPEX / Przychody	16%	14%	13%	14%	18%	14%	14%	15%	15%	15%
D / E	33%	31%	28%	25%	28%	27%	26%	25%	25%	26%
E / (E+D)	75%	77%	78%	80%	78%	79%	80%	80%	80%	80%
D / (E+D)	25%	23%	22%	20%	22%	21%	20%	20%	20%	20%
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	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Kosz kapitału własnego	11,8%	11,7%	11,6%	11,5%	11,7%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
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%	10,4%	10,4%	10,4%	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 2024-2025 w wysokości 4,5x (analogicznie jak w poprzednim raporcie analitycznym). Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie blisko 11,8 mld PLN, czyli 8,98 PLN/akcję.

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2024-2025						
	3,50	4,00	4,25	4,50	4,75	5,00	5,50
Cena docelowa [PLN/akcję]	5,93	7,45	8,22	8,98	9,74	10,51	12,03

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	P/E		EV/EBITDA	
	2024E	2025E	2024E	2025E
ORANGE FRANCE	9,5	8,8	5,4	5,2
TELENOR	16,0	15,0	7,3	7,1
DEUTSCHE TELEKOM	12,5	11,1	6,2	5,9
KPN	15,8	14,9	7,5	7,3
TELEFONICA	12,1	11,4	5,5	5,4
TELEKOM AUSTRIA	8,1	7,4	3,9	3,7
HELLENIC TELECOM	10,5	9,5	4,6	4,5
TELIA	17,5	14,8	6,3	6,1
VODAFONE	11,0	9,2	5,7	5,7
ELISA	17,7	17,0	10,9	10,5
PROXIMUS	6,7	6,6	3,3	3,3
BT GROUP	5,7	5,7	3,9	3,9
SWISSCOM	16,8	16,9	7,8	7,8
TELECOM ITALIA			5,6	5,4
CYFROWY POLSAT	---	42,7	6,7	6,4

Mediana mnożnika EV/EBITDA na 2024 rok dla wskazanych podmiotów wyniosła ok 5,7x.

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 Q4 2023

Opublikowane dane za Q4 2023 okazały się bliskie naszym oczekiwaniom. Dynamika przychodów z kluczowych trzech linii biznesowych (wpływy z usług konwergentnych, wyłącznie komórkowych i wyłącznie stacjonarnego dostępu szerokopasmowego) nie była dla nas zaskoczeniem (oczekiwaliśmy 1 558 mln PLN na tle opublikowanych 1 552 mln PLN). Jesteśmy pozytywnie zaskoczeni dynamiką wzrostu przychodów ze sprzedaży sprzętu (+10% r/r) - przygotowywaliśmy się na scenariusz wygaszenia impulsu wzrostowego w tej kategorii przychodów. Spółka zaskoczyła nas in plus także na pozycji przychodowej związanej z usługami IT i integracją.

Odczyt EBITDAaL w ostatnim kwartale 2023 roku finalnie okazał się o 3% wyższy niż nasze wcześniejsze założenia. Spółka utrzymała dynamikę wzrostu r/r EBITDAaL na poziomie z Q3, czyli ok +2,3% r/r. W skali całego 2023 roku EBITDAaL wzrósł o 3,3% do 3,179 mld PLN. Większe odchylenia raportowanych danych do naszych wcześniejszych założeń dostrzegamy na niższych poziomach. Jest to m.in. efekt wyższych kosztów związanych z wpływem raportowanej umowy społecznej (w Q4 rozpoznano ok 150 mln PLN). Wyższa w Q4 okazała się także amortyzacja. Na saldzie finansowym spółka wykazała w Q4 ok 19 mln PLN zysku (oczekiwaliśmy ok 41 mln PLN). Finalnie na poziomie wyniku netto w Q4 Orange wypracował 72 mln PLN (vs nasze oczekiwania 82 mln PLN). W ujęciu 2023 roku wynik netto wyniósł 818 mln PLN (+13% r/r). W 2023 roku eCapex to kwota rzędu 1,56 mld PLN. Organiczne przepływy pieniężne w 2023 roku wzrosły do 1,173 mld PLN (w samym Q4 2023 było to 325 mln PLN).

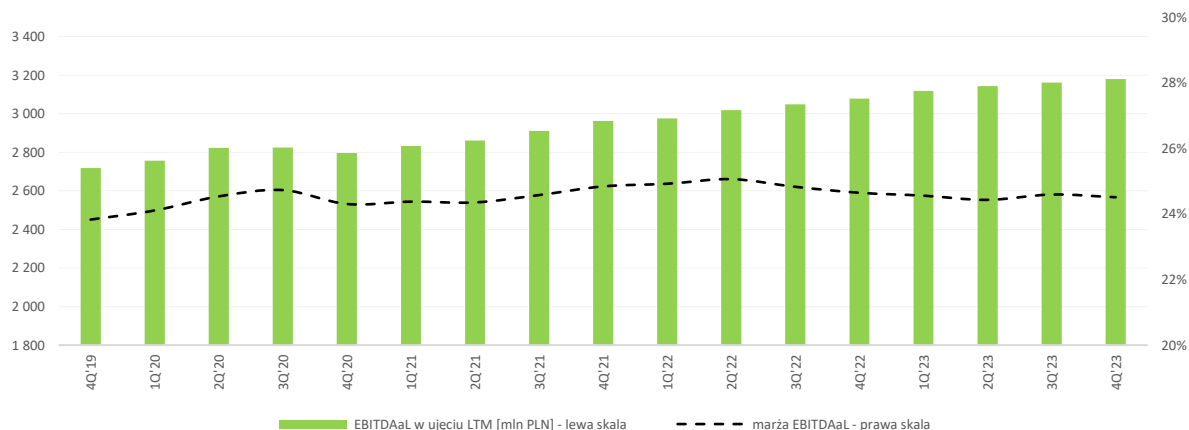
Wyniki Orange Polska za Q4 2023 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań

	4Q'22	4Q'23	zmiana r/r	2022	2023	zmiana r/r	4Q'23	realizacja
Przychody razem	3 379	3 492	3,3%	12 488	12 970	3,9%	3 383	103%
Usługi wyłącznie komórkowe	717	725	1,1%	2 797	2 891	3,4%	737	98%
Usługi wyłącznie stacjonarne	471	453	-3,8%	1 898	1 847	-2,7%	452	100%
Usługi konwergentne B2C	554	604	9,0%	2 154	2 337	8,5%	601	100%
Sprzedaż sprzętu	488	537	10,0%	1 582	1 859	17,5%	503	107%
Usługi IT i integracyjne	500	583	16,6%	1 492	1 701	14,0%	517	113%
Usługi hurtowe	474	457	-3,6%	1 890	1 788	-5,4%	437	105%
Pozostałe przychody	175	133	-24,0%	675	547	-19,0%	136	98%
Przychody trzy linie biznesowe *	1 495	1 552	3,8%	5 841	6 119	4,8%	1 558	100%
Koszty razem	2 643	2 739	3,6%	9 410	9 791	4,0%	2 649	103%
Koszty świadczeń pracowniczych	365	370	1,4%	1 399	1 433	2,4%	377	98%
Koszty zakupów zewnętrznych	2 129	2 211	3,9%	7 423	7 739	4,3%	2 099	105%
EBITDAaL	736	753	2,3%	3 078	3 179	3,3%	734	103%
EBIT	256	109	-57,4%	1 161	1 221	5,2%	144	76%
Koszty finansowe, netto	52	19	-63,5%	294	213	-27,6%	41	47%
Skonsolidowany wynik netto	163	72	-55,8%	724	818	13,0%	82	88%

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

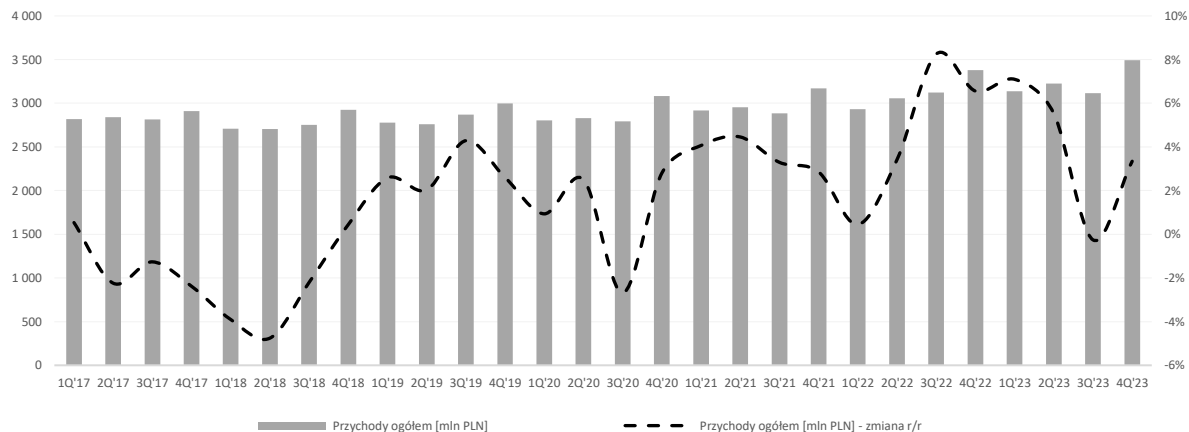
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zannualizowany odczyt EBITDAaL dla Orange



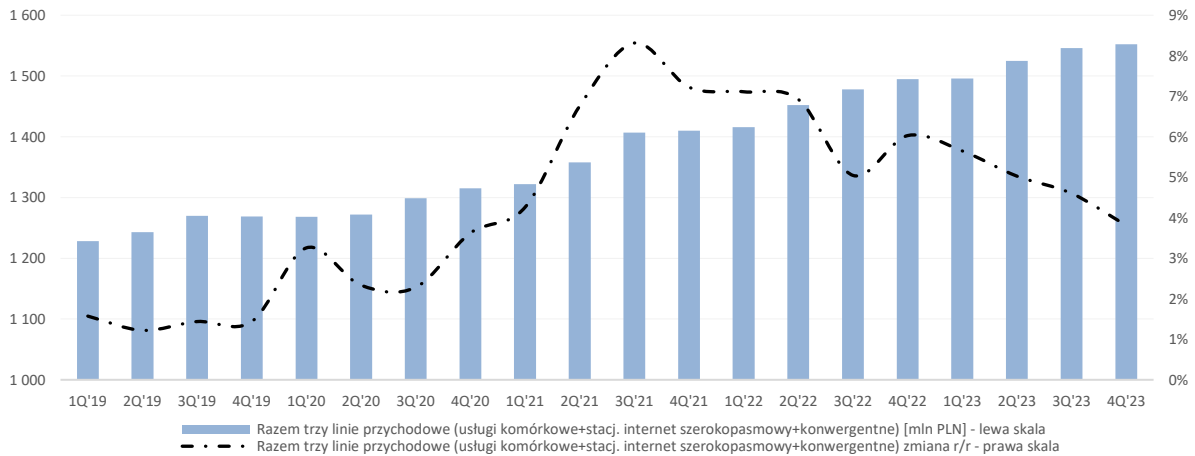
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dynamika przychodów ogółem



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

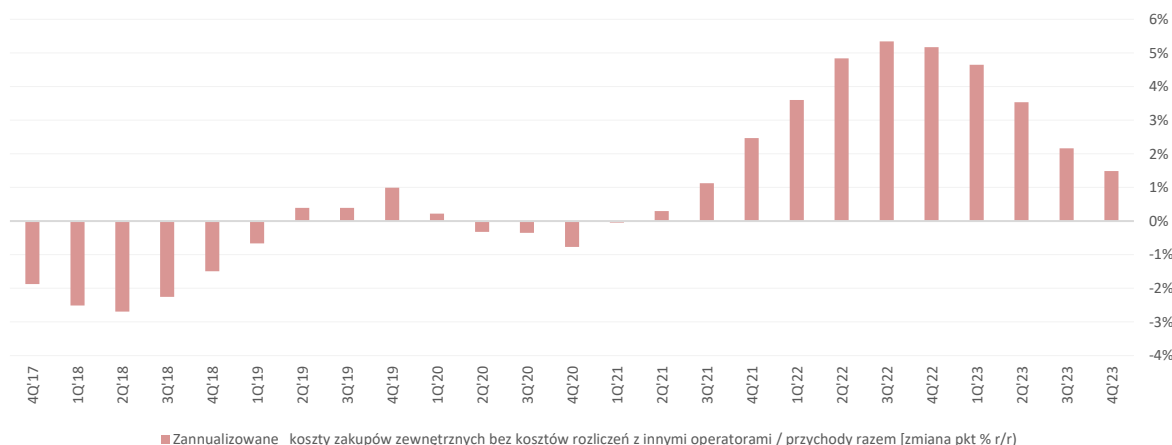
Przychody z kluczowych usług OPL



wpływy z usług konwergentnych, wyłącznie komórkowych i wyłącznie stacjonarnego dostępu szerokopasmowego

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



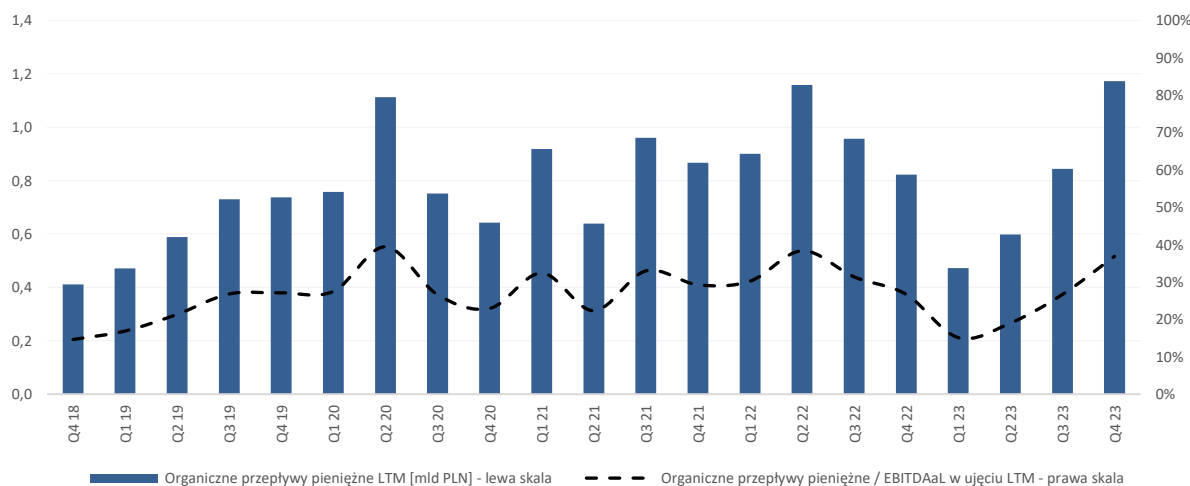
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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 2023 organiczne przepływy pieniężne wyniosły ok 1,17 mld PLN (bez liczenia wpływów ze sprzedaży środków trwałych i wartości niematerialnych byłoby to ok 0,9 mld PLN). W 2022 roku organiczne przepływy pieniężne wyniosły 0,82 mld PLN.

Organiczne przepływy pieniężne w ujęciu LTM



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

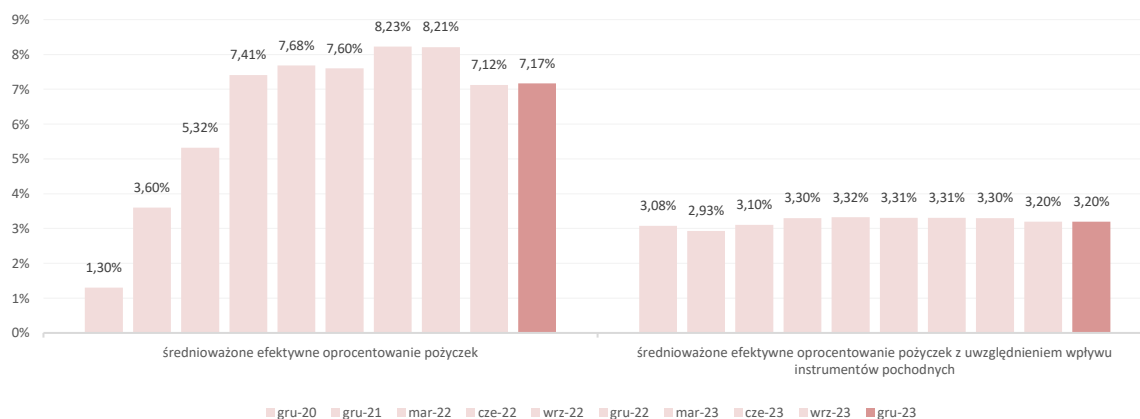
DŁUG FINANSOWY

Dług finansowy netto na koniec 2023 roku wynosił ok 3,56 mld PLN (bez uwzględnienia zadłużenia związanego z leasingiem). Zadłużenie netto łącznie z leasingiem sięgało niespełna 6,51 mld PLN. Wskaźnik dług netto (bez uwzględnienia leasingu) do EBITDAaL w ujęciu ostatnich czterech kwartałów (LTM) na koniec grudnia'23 wynosił ponad 1,1x.

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 2023 średnioważone efektywne oprocentowanie pożyczek od jednostki powiązanej wynosiło 7,17% bez uwzględnienia wpływu instrumentów pochodnych oraz 3,2% z uwzględnieniem wpływu instrumentów pochodnych. Zwracamy uwagę, że spółka wdrożyła politykę zabezpieczenia kosztu finansowania i efektywny koszt długu od grudnia 2020 roku do grudnia był w przedziale 2,9-3,3%.

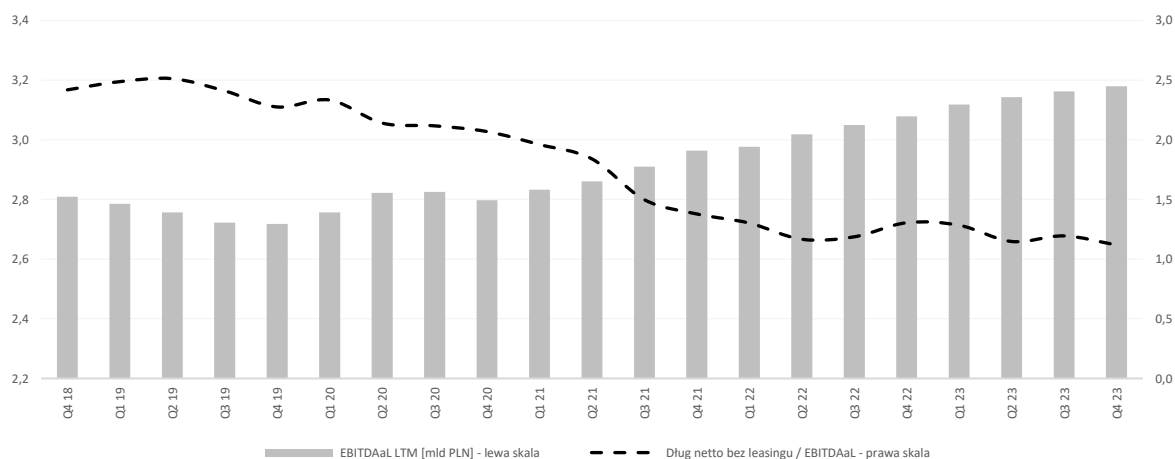
Na koniec 2023 roku stosunek długu opartego na stałej stopie procentowej do długu opartego o oprocentowanie zmienne (z uwzględnieniem wpływu zabezpieczeń) wyniósł 91/9 (podobnie było na koniec grudnia 2022).

Koszt obsługi zadłużenia Orange (głównie pożyczki 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 NA KOLEJNE OKRESY

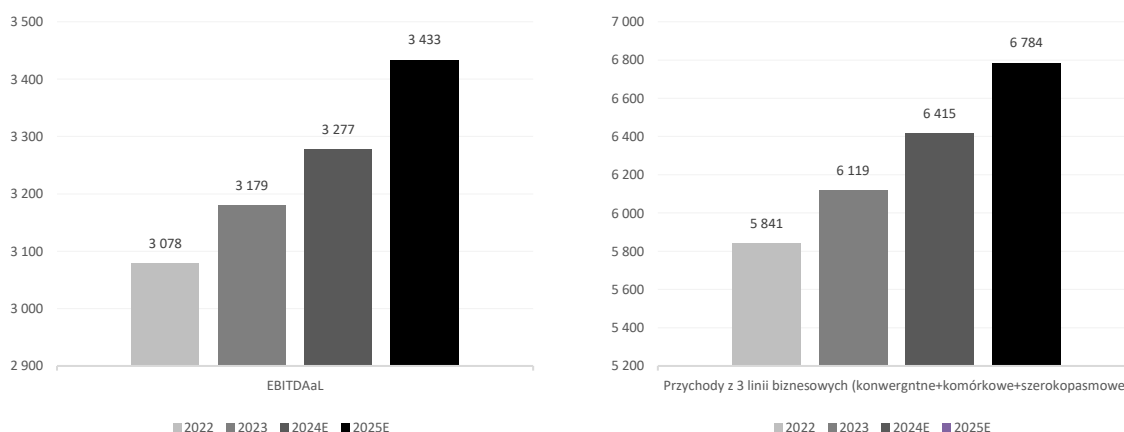
Na rok 2024 roku założyliśmy wzrost EBITDAaL do poziomu 3,277 mld PLN (+3,1% r/r). Zakładamy, iż dynamika wzrostu EBITDAaL w ujęciu r/r w drugim półroczu 2024 będzie wyższa niż w pierwszym półroczu 2024. W pierwszym półroczu br. EBITDAaL według naszej symulacji wzrośnie o 2,1% r/r, a w drugim półroczu, na podstawie przyjętych założeń, przygotowujemy się na wzrost EBITDAaL rzędu 4% r/r (w 2023 roku w H1 obserwowaliśmy dynamikę wzrostu EBITDAaL o 4,3% r/r, natomiast w H2 2023 o 2,3% r/r).

Przyjęte przez nas założenia na 2024 rok nie odbiegają od przedstawionej projekcji przez władze Orange. Przypominamy, iż spółka na ostatniej konferencji wynikowej utrzymała oczekiwania dla wzrostu przychodów i EBITDAaL na 2024 zgodnie z przesłaniem dotychczasowej strategii (niski jednocyfrowy wzrost r/r). Przewidywany na 2024 rok eCapex to przedział 1,7-1,9 mld PLN.

Przypominamy, że bieżący 2024 rok jest ostatnim okresem obecnej strategii .Grow. Prawdopodobnie na początku 2025 roku inwestorzy poznają zaktualizowaną przez władze Orange ścieżkę średnioterminową na kolejne lata. W raporcie za 2023 rok spółka wskazuje, że chce wykorzystać 2024 rok na opracowanie nowego planu strategicznego, który ma stać się „platformą do dalszego zwiększania wartości dla akcjonariuszy”.

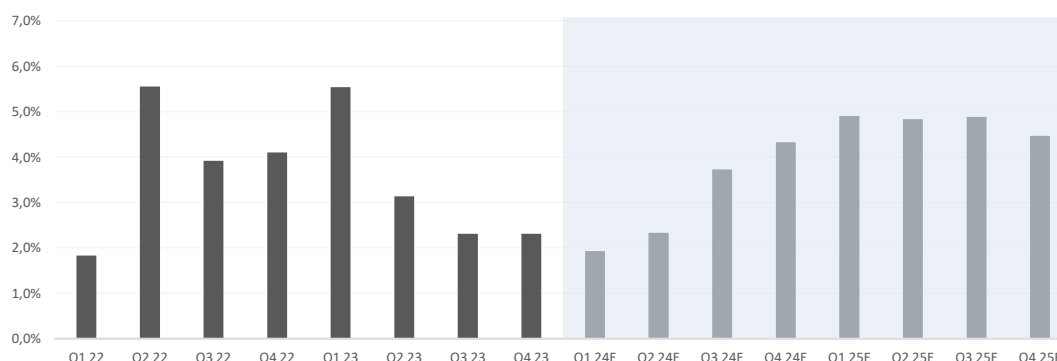
Oczekiwany przez nas w kolejnych dwóch latach wzrost APRU i przychodów z najważniejszych obszarów biznesowych oraz przyjęte założenia modelowe o wygaśnięciu presji kosztowej na głównych pozycjach odpowiadających za ich wzrost w latach 2022-2023 skutkuje w naszym modelu przyspieszeniem dynamiki wzrostu EBITDAaL w 2025 roku do 3,433 mld PLN (+4,8% r/r).

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana EBITDAaL w ujęciu r/r (dane historyczne oraz nasze prognozy na kolejne kwartały)

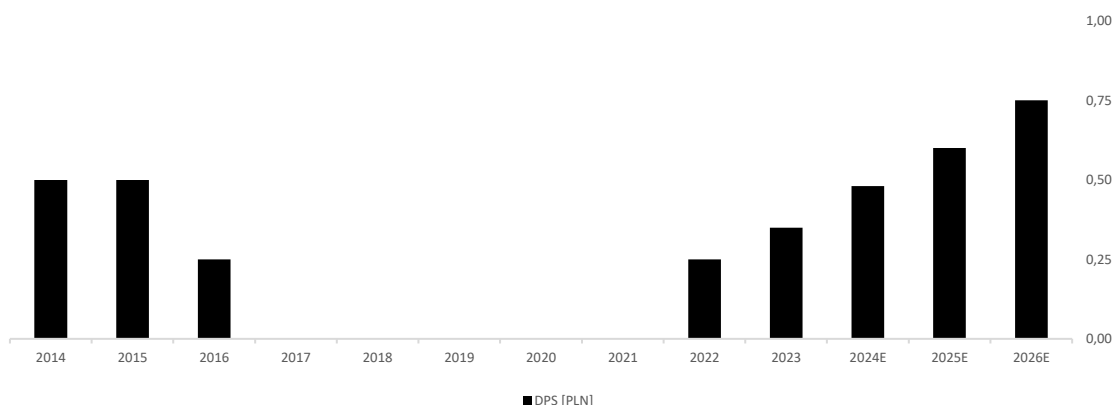


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zarząd Orange zarekomendował wypłatę dywidendy w kwocie 0,48 PLN/akcję w 2024 roku (w 2023 roku dywidenda wyniosła 0,35 PLN/akcję). 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 2024, wskaźnik dług netto/EBITDAaL będzie w okolicy 1x. Liczymy również, że zarząd spółki potwierdzi pozytywne długoterminowe trendy finansowe (na początku 2025 roku będziemy wyczekiwali przedstawienia zarysów nowej strategii średnioterminowej). Z bieżącej perspektywy przyjęliśmy w naszej symulacji scenariusz wzrostu dywidendy wypłaconej w 2025 roku do 0,60 PLN/akcję i 0,75 PLN/akcję w 2026 roku.

Historyczne oraz zakładane przez nas przyszłe strumienie dywidend [PLN/akcję]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Założenia dla wyników Orange Polska na kolejne okresy

[mln PLN]	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24E	Q2 24E	Q3 24E	Q4 24E	2023	2024E	2025E	2026E
Przychody razem	3 139	3 224	3 115	3 492	3 110	3 173	3 192	3 506	12 970	12 981	13 489	13 863
Usługi wyłącznie komórkowe	710	723	733	725	727	740	755	758	2 891	2 980	3 123	3 223
Usługi wyłącznie stacjonarne	464	471	459	453	445	442	438	434	1 847	1 760	1 692	1 585
Usługi konwergentne B2C	564	578	591	604	614	630	643	661	2 337	2 547	2 771	2 991
Sprzedaż sprzętu	463	417	442	537	484	436	460	556	1 859	1 935	2 003	2 071
Usługi IT i integracyjne	348	458	312	583	351	435	415	600	1 701	1 802	1 934	2 031
Usługi hurtowe	427	448	456	457	365	366	357	364	1 788	1 452	1 450	1 438
Pozostałe przychody	163	129	122	133	123	124	125	133	547	505	515	523
Przychody trzy linie biznesowe *	1 496	1 525	1 546	1 552	1 561	1 592	1 620	1 642	6 119	6 415	6 784	7 093
Koszty razem	2 377	2 401	2 274	2 739	2 333	2 331	2 320	2 721	9 791	9 704	10 056	10 295
Koszty świadczeń pracowniczych	372	347	344	370	382	356	352	382	1 433	1 472	1 493	1 509
Koszty zakupów zewnętrznych	1 867	1 881	1 780	2 211	1 799	1 810	1 789	2 168	7 739	7 566	7 908	8 073
EBITDAaL	762	823	841	753	777	842	872	786	3 179	3 277	3 433	3 568
EBIT	392	343	377	109	305	344	371	283	1 221	1 303	1 418	1 612
Koszty finansowe, netto	62	45	87	19	58	77	81	86	213	302	316	305
Skonsolidowany wynik netto	270	239	237	72	199	214	233	157	818	803	884	1 057

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń dla wyników Orange Polska na kolejne okresy (obecnie względem raportu analitycznego z 2023-08-14)

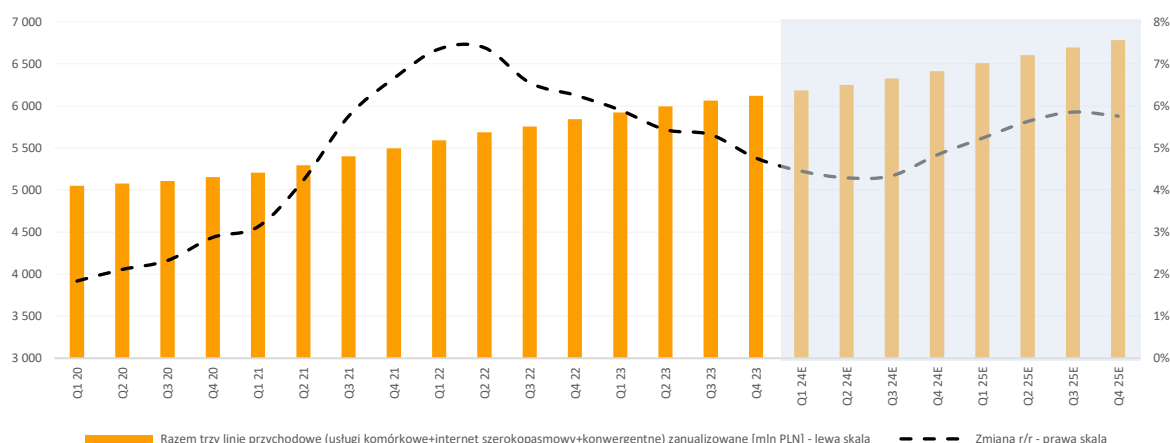
[mln PLN]	2024E	2025E	2024E było	2025E było	2024E zmiana	2025E zmiana
Przychody razem	12 981	13 489	12 995	13 412	-0,1%	0,6%
Usługi wyłącznie komórkowe	2 980	3 123	3 050	3 246	-2,3%	-3,8%
Usługi wyłącznie stacjonarne	1 760	1 692	1 808	1 721	-2,7%	-1,7%
Usługi konwergentne B2C	2 547	2 771	2 540	2 774	0,3%	-0,1%
Sprzedaż sprzętu	1 935	2 003	1 905	1 962	1,6%	2,1%
Usługi IT i integracyjne	1 802	1 934	1 698	1 783	6,1%	8,5%
Usługi hurtowe	1 452	1 450	1 460	1 386	-0,6%	4,6%
Pozostałe przychody	505	515	533	541	-5,2%	-4,7%
Przychody trzy linie biznesowe *	6 415	6 784	6 474	6 895	-0,9%	-1,6%
Koszty razem	9 704	10 056	9 677	9 916	0,3%	1,4%
Koszty świadczeń pracowniczych	1 472	1 493	1 465	1 484	0,5%	0,6%
Koszty zakupów zewnętrznych	7 566	7 908	7 489	7 691	1,0%	2,8%
EBITDAaL	3 277	3 433	3 318	3 497	-1,2%	-1,8%
EBIT	1 303	1 418	1 416	1 591	-8,0%	-10,9%
Koszty finansowe, netto	302	316	271	307	11,3%	3,0%
Skonsolidowany wynik netto	803	884	919	1 039	-12,6%	-14,9%

* 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 2023-08-14 nieznacznie obniżyliśmy oczekiwane dynamiki wzrostu przychodów dla trzech kluczowych linii biznesowych (usługi wyłącznie komórkowe+internet szerokopasmowy+usługi konwergentne). W roku 2024 i 2025 nasze obecne założenia na tej kategorii przychodów są mniejsze odpowiednio o 0,9% oraz 1,6%. Zwracamy jednocześnie uwagę, że w dalszym ciągu w modelu przyjmujemy utrzymanie dobrych dynamik wzrostu w kluczowym obszarze. Odczyt EBITDAaL na bazie zaktualizowanego modelu na rok 2024, wg nas, powinien wynieść 3,277 mld PLN (jest to o 1,2% mniej względem poprzedniego raportu). Prognoza na 2025 wskazuje obecnie EBITDAaL rzędu 3,433 mld PLN, co oznacza wartość o 1,8% niższą względem poprzednich projekcji.

Wpływy z trzech kluczowych kategorii przychodowych (usług konwergentnych B2C, usług wyłącznie komórkowych i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego internetu) w naszej prognozie na koniec 2024 roku oscylują w okolicy 6,415 mld PLN, czyli jest to wzrost o 4,8% r/r. W kolejnych dwóch latach, czyli na okres 2025-2026 uwzględniliśmy wzrost przychodów z tych trzech pozycji o odpowiednio 5,8% i 4,5% r/r.

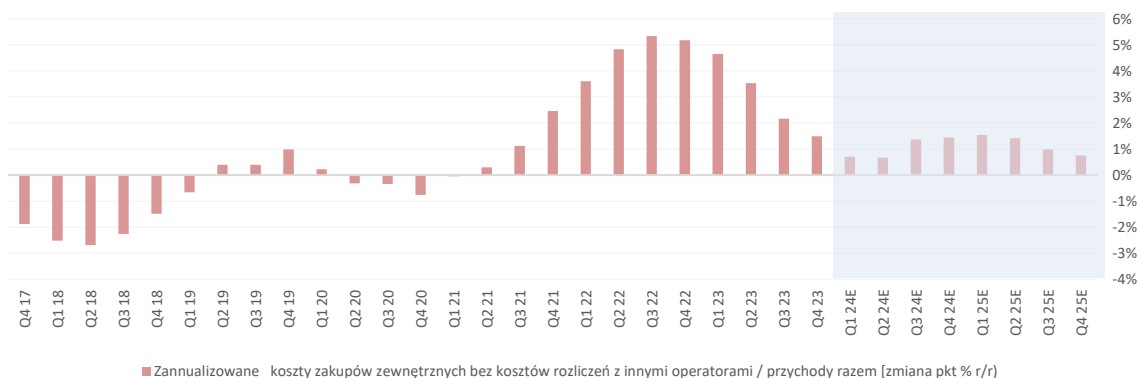
Założenia dla przychodów z usług komórkowych, dostępu szerokopasmowego oraz usług konwergentnych


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 2024 roku do poziomu ok 6,5 mld PLN, czyli o 3,1% więcej r/r. W 2025 roku zakładamy, iż będzie widać dalszy efekt wygasania presji inflacyjnej dotychczasowych głównych pozycji odpowiedzialnych za wzrost tej grupy kosztów.

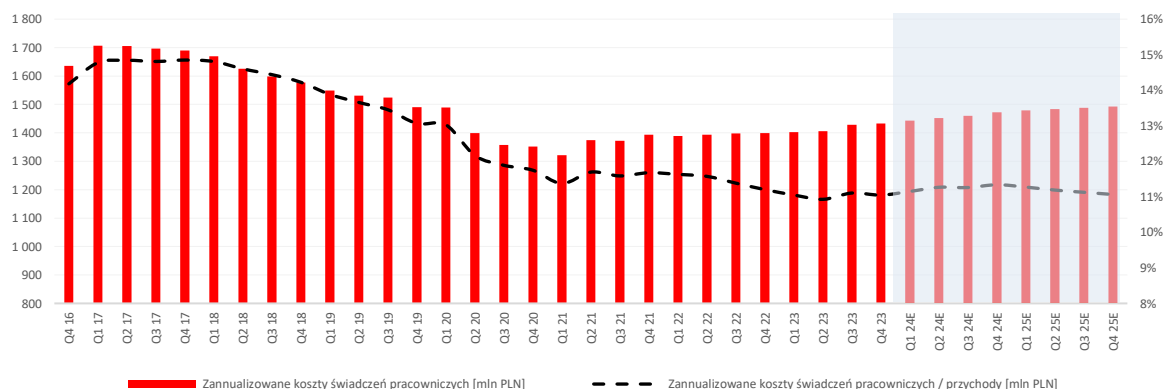
Relacja kosztów zakupów zewnętrznych (bez rozliczeń z innymi operatorami) do przychodów ogółem [zmiana w pkt % r/r]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

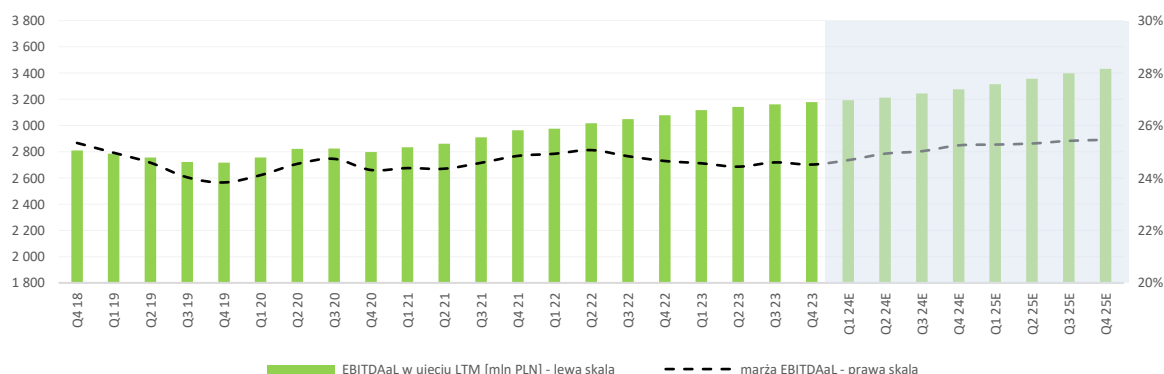
W naszych projekcjach koszty pracownicze w kolejnych okresach znajdują się nadal pod ścisłą kontrolą. Przyjęliśmy, że koszty pracownicze w ujęciu zannualizowanym nie będą przekraczać 11,3% przychodów w najbliższych latach. Nominalnie na tej pozycji uwzględniamy wzrost bazy kosztowej z 1,43 mld PLN (z 2023 roku) do ok 1,5 mld PLN w 2025 roku (niższa liczba etatów i indeksacja płac).

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.

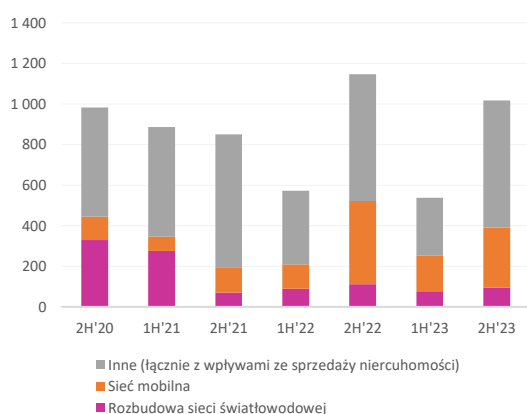
Ekonomiczne nakłady inwestycyjne (eCapex) w 2023 roku wyniosły ponad 1,55 mld PLN (w 1H'23 było to 538 mln PLN). Wpływy ze sprzedaży aktywów ujęte w eCapex w minionym 2023 roku wyniosły 229 mln PLN. Przypominamy, że w strategii spółka zakłada, iż eCapex w ujęciu rocznym powinien znajdować się w przedziale 1,7-1,9 mld PLN (w latach 2021-2022 było to średnio 1,73 mld PLN).

Pod koniec 2023 roku spółka pozyskała w wyniku aukcji 100 MHz pasma częstotliwości w zakresie 3,5 GHz. Jest to pasmo, które przede wszystkim w istotny sposób pozwoli zwiększyć pojemność sieci i dużo efektywniej zarządzać rosnącym transferem danych. Spodziewamy się, że w dłuższym okresie pasmo stopniowo otworzy wiele nowych możliwości komercyjnych, głównie dla klientów biznesowych. Między innymi sieć 5G pozwoli na tworzenie ekosystemów cyfrowych dla transformacji biznesowej zwanych sieciami kampusowymi.

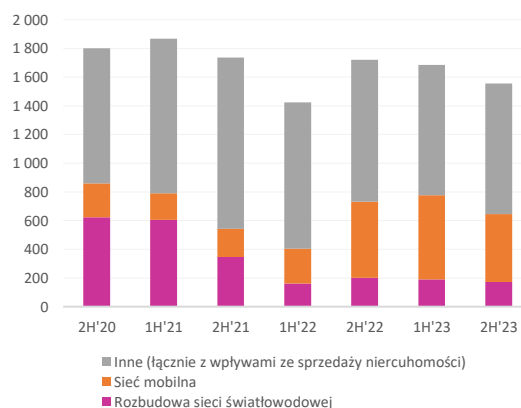
W ostatnich kwartałach w strukturze wydatków spółki widać systematyczny wzrost udziału inwestycji na sieć mobilną, co związane jest m.in. z poprawą jakości i pojemności sieci 4G (projekt modernizacji sieci dostępowej) oraz kolejnym etapom zmierzającym do przystosowania sieci mobilnej do technologii 5G. Orange szacuje, że na wspomniane projekty wydał do końca 2023 roku ponad 700 mln PLN (spółka w ciągu najbliższych 3 lat chce wydać jeszcze około 1 mld PLN). 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 1,3 mld PLN. Ogółem w naszych założeniach w latach 2024/25/26 przyjęliśmy, iż eCapex będzie średniorocznie w okolicy 1,85 mld PLN. Jest to zatem scenariusz, który powinien pozwolić na utrzymanie ścieżki wzrostu DPS równoległe z umiarkowanym ponoszeniem oczekiwanych wydatków inwestycyjnych.

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

Założenia modelowe oraz wskaźniki rynkowe dla Orange

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
RZIS									
Przychody razem	11 508	11 928	12 488	12 970	12 981	13 489	13 863	14 225	14 593
Usługi wyłącznie komórkowe	2 557	2 636	2 797	2 891	2 980	3 123	3 223	3 315	3 397
Usługi wyłącznie stacjonarne	2 081	1 968	1 898	1 847	1 760	1 692	1 585	1 511	1 474
Usługi konwergentne B2C	1 741	2 002	2 154	2 337	2 547	2 771	2 991	3 182	3 358
Sprzedaż sprzętu	1 346	1 460	1 582	1 859	1 935	2 003	2 071	2 140	2 209
Usługi IT i integracyjne	997	1 186	1 492	1 701	1 802	1 934	2 031	2 112	2 186
Usługi hurtowe	2 422	2 190	1 890	1 788	1 452	1 450	1 438	1 434	1 430
Pozostałe przychody	364	486	675	547	505	515	523	531	539
Przychody trzy linie biznesowe	5 154	5 497	5 841	6 119	6 415	6 784	7 093	7 364	7 608
Koszty razem	8 711	8 965	9 410	9 791	9 704	10 056	10 295	10 521	10 755
Koszty świadczeń pracowniczych	1 352	1 393	1 399	1 433	1 472	1 493	1 509	1 534	1 571
Koszty zakupów zewnętrznych	6 535	6 786	7 423	7 739	7 566	7 908	8 073	8 259	8 441
EBITDAaL	2 797	2 963	3 078	3 179	3 277	3 433	3 568	3 704	3 838
EBIT	404	2 211	1 161	1 221	1 303	1 418	1 612	1 753	1 899
Koszty finansowe, netto	342	281	294	213	302	316	305	294	291
Skonsolidowany wynik netto	46	1 672	724	818	803	884	1 057	1 180	1 300
Wybrane dane operacyjne	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
ARPO konwergentne dla indywid. (B2C) [PLN/mc]	105,7	111,9	114,7	118,9	123,7	129,5	134,8	139,3	143,3
ARPO szerokopasmowe [PLN/mc]	58,0	59,5	61,7	64,2	66,8	69,9	72,4	74,5	76,4
ARPO dostępu wąskopasmowego [PLN/mc]	37,0	36,9	36,3	36,0	35,7	35,5	35,2	35,0	34,7
ARPO usługi wyłącznie komórkowe [PLN/mc]	19,6	20,2	20,3	21,9	23,0	24,4	24,7	25,0	25,3
Koszty wynagrodzeń jako % przychodów	11,7%	11,7%	11,2%	11,0%	11,3%	11,1%	10,9%	10,8%	10,8%
Koszty sprzedaży jako % przychodów	20,7%	21,5%	22,8%	24,7%	25,7%	26,6%	26,8%	27,0%	27,2%
Pozostałe usługi obce jako % przychodów	13,2%	14,8%	17,2%	16,6%	16,8%	16,9%	16,9%	17,1%	17,1%
marża EBITDAaL	24,3%	24,8%	24,6%	24,5%	25,2%	25,5%	25,7%	26,0%	26,3%
Bilans	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Aktywa trwałe razem	20 937	22 020	22 259	22 756	22 734	22 424	22 111	21 911	22 430
Aktywa obrotowe razem	3 363	4 137	4 507	4 070	3 709	4 133	4 546	4 936	4 664
Aktywa razem	24 300	26 157	26 766	26 826	26 443	26 558	26 657	26 847	27 094
Kapitał własny razem	10 599	12 611	13 453	13 446	13 619	13 716	13 789	13 919	14 103
Zobowiązania długoterminowe razem	6 064	9 193	8 068	7 164	7 127	7 027	7 018	7 009	6 999
Zobowiązania krótkoterminowe razem	7 637	4 353	5 245	6 216	5 697	5 815	5 850	5 920	5 991
Pasywa razem	24 300	26 157	26 766	26 826	26 443	26 558	26 657	26 847	27 094
CF	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
CF operacyjny razem	2 977	3 101	2 940	3 453	3 327	3 492	3 656	3 783	3 889
CF inwestycyjny razem	-2 082	-1 156	-1 999	-2 046	-2 112	-1 932	-1 837	-1 920	-2 627
CF finansowy razem	-941	-1 371	-850	-1 634	-1 617	-1 311	-1 495	-1 558	-1 622
Wskaźniki rynkowe	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Cena [PLN]	8,13	8,13	8,13	8,13	8,13	8,13	8,13	8,13	8,13
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]	10 669	10 669	10 669	10 669	10 669	10 669	10 669	10 669	10 669
EV [mln PLN]	19 158	17 582	17 461	17 176	17 091	16 736	16 400	16 083	16 430
P/E	231,9x	6,4x	14,7x	13,0x	13,3x	12,1x	10,1x	9,0x	8,2x
EV/EBITDA	5,7x	3,6x	4,7x	4,6x	4,3x	4,1x	3,8x	3,7x	3,7x
EV/EBIT	47,4x	8,0x	15,0x	14,1x	13,1x	11,8x	10,2x	9,2x	8,7x
P/BV	1,0x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x
Dług netto / EBITDA (x)	2,5x	1,4x	1,8x	1,7x	1,6x	1,5x	1,3x	1,2x	1,3x
Dług netto bez leasingu / EBITDAaL (x)	2,1x	1,4x	1,3x	1,1x	1,1x	0,9x	0,8x	0,7x	0,8x
Dług netto [mln PLN]	8 489	6 913	6 792	6 507	6 422	6 067	5 730	5 413	5 760
Dywidenda [mln PLN]	0	0	328	459	630	787	984	1 050	1 116
DPS [PLN/akcję]	0,00	0,00	0,25	0,35	0,48	0,60	0,75	0,80	0,85
Rentowność dywidendy [DPS/kurs bieżący]	0,0%	0,0%	3,1%	4,3%	5,9%	7,4%	9,2%	9,8%	10,5%

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

Piotr Dedecjus

tel. (022) 62-20-100
e-mail: piotr.dedecjus@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Tomasz Grzeszczyk

tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.grzeszczyk@bdm.pl

Piotr Komorowski

tel. (022) 62-20-851
e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
akumuluj	9,0	kupuj	8,87	2024-04-03	12:58 CEST	8,13	83 003
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 Q2 2024*:			, 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	0	0%	0	0%
Akumuluj	1	100%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2024-04-03.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-04-03 (12:58 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-04-10.

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 wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelową 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 portfelową 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 WPLYWAĆ 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. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez 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 2024-04-03:

- 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.