



Dom Maklerski BDM S.A.

ORANGE POLSKA

RAPORT ANALITYCZNY

Utrzymujemy zalecenie Kupuj dla walorów Orange i jednocześnie podnosimy naszą cenę docelową do 9,28 PLN/akcję. Zgodnie z przyjętymi założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2023-2024 na poziomie odpowiednio 4,3x i 3,7x. Na bazie przyjętych założeń widzimy silny impuls wzrostowy dla EBITDaL w 2024 roku, co powinno wzmocnić przyszłe strumienie dywidend wypłacane przez Orange. Podkreślamy również, iż z perspektywy inwestorów obecne otoczenie działania dla operatorów telekomunikacyjnych jest wyjątkowo ciekawe m.in. ze względu na wprowadzone wcześniej klauzule inflacyjne (zapisy miały pozwolić na podniesienie cen usług w przyszłości; GUS niedawno podał własnie dane dot. inflacji za 2022 rok; Vectra jako pierwszy duży dostawca usług zapowiedziała już uruchomienie klauzul inflacyjnych). Nasze prognozy w modelu dla dynamiki przychodów nie uwzględniają na obecnym etapie wprowadzenia odważnych podwyżek przez Orange ani zastosowania klauzuli inflacyjnej. Jednocześnie bliska jest nam teza, iż rok 2023 może wytyczyć drogę do trwałego wzrostu wartości polskiego rynku telekomunikacyjnego w średniej i dłuższej perspektywie, co z kolei będzie miało wpływ na nasze kolejne aktualizacje modelu.

Oczekujemy, że w latach 2023-2024 będzie widoczny dalszy wzrost przychodów z najważniejszych obszarów biznesowych odpowiedzialnych za realizację przyjętej przez Orange strategii (usługi konwergentne, usługi komórkowe, usługi szerokopasmowe). W modelu przyjęliśmy również założenie iż, w drugiej połowie 2023 roku stopniowo będzie wygasać presja na głównych pozycjach odpowiadających za wzrost kosztów operacyjnych w latach 2022-2023. Skutkuje to w naszym modelu materialnym przyrostem EBITDaL w 2024 roku do 3,41 mld PLN względem zakładanego poziomu 2,99 mld PLN w 2023 roku.

W naszym modelu przyjęliśmy, że spółka w kolejnych okresach utrzyma wzrosty przychodów na kluczowych liniach przychodowych związanych z usługami telekomunikacyjnymi. Wpływy z usług konwergentnych B2C oraz usług wyłącznie komórkowych i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego w naszej prognozie na koniec 2022 roku przekraczają 5,8 mld PLN, czyli jest to wzrost rzędu 6,1% r/r. W kolejnych dwóch latach, czyli na okres 2023-2024 uwzględniliśmy wzrost przychodów z tych trzech pozycji o 276 mln PLN r/r i 414 mln PLN r/r (dynamika odpowiednio 4,7% oraz 6,8% r/r). Tym samym na koniec 2024 roku spodziewamy się, iż wpływy z omawianych pozycji przekroczą 6,5 mld PLN.

Zakładamy, że spółka powróciła do trwałej możliwości wypłaty dywidend. Przypominamy, że ostatnia wypłacona dywidenda to 0,25 PLN/akcję. Dotychczas przyjętym długoterminowym korytarzem w strategii Orange jest poziom wskaźnika dług netto/EBITDaL w przedziale 1,7-2,2x. Spodziewamy się, że w momencie kolejnej decyzji o wypłacie dywidendy za rok 2022, wskaźnik dług netto/EBITDaL będzie poniżej 1,7x. Przyjęliśmy, wg nas zachowawczo, że DPS będzie w najbliższych latach rosł do poziomu 0,5 PLN w 2025 roku i 1,0 PLN w 2030 roku.

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody razem [mln PLN]	11 406	11 508	11 928	12 448	12 486	12 685
Przychody (trzy linie biznesowe) [mln PLN]*	5 010	5 154	5 497	5 834	6 110	6 524
EBITDA [mln PLN]	3 255	3 349	4 941	3 674	3 598	4 009
EBITDaL [mln PLN]	2 718	2 797	2 963	3 051	2 987	3 409
EBIT [mln PLN]	415	404	2 211	1 119	1 051	1 497
Wynik netto [mln PLN]	82	46	1 672	663	565	908
P/E	110,1x	196,3x	5,4x	13,6x	16,0x	9,9x
EV/EBITDA	5,5x	5,2x	3,2x	4,2x	4,3x	3,7x
P/BV	0,9x	0,9x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x
DPS [PLN]	0,00	0,00	0,00	0,25	0,30	0,40
Rentowność dywidendy	0,0%	0,0%	0,0%	3,6%	4,4%	5,8%

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

KUPUJ

(WZNOWIENIE POKRYCIA ANALITYCZNEGO)

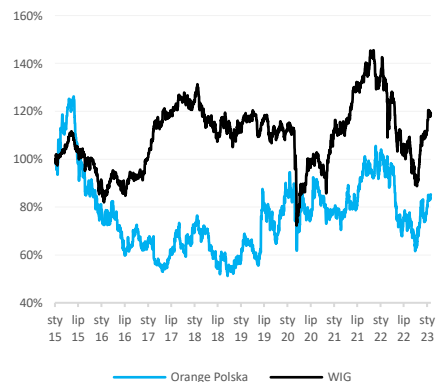
WYCENA 9,28 PLN

30 STYCZNIA 2023, 14:20 CEST

Wycena końcowa [PLN]	9,28
Wycena DCF	9,41
Wycena mnożnikowa [PLN]	9,14
Potencjał do wzrostu / spadku	+35%
Cena rynkowa [PLN]	6,88
Kapitalizacja [mld PLN]	9,03
Ilość akcji [mln. szt.]	1 312
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	7,1
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	5,12
Zmiana kursu za 3 mc	20%
Zmiana kursu za 6 mc	18%
Zmiana kursu za 12 mc	-11%
Zmiana kursu YTD	7%
Akcjonariat:	
Orange SA	50,67%
Allianz Otwarty Fundusz Emerytalny	7,7%
Nationale Nederlanden	5,49
Pozostali akcjonariusze	36,14%

Autor raportu:

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	6
WYNIKI SKONSOLIDOWANE ORANGE ZA 3Q'22	7
DŁUG FINANSOWY	13
PROGNOZA NA 2023 I KOLEJNE OKRESY.....	14

WYCENA I PODSUMOWANIE

Utrzymujemy zalecenie Kupuj dla walorów Orange i jednocześnie podnosimy naszą cenę docelową do 9,28 PLN/akcję. Zgodnie z przyjętymi założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2023-2024 na poziomie odpowiednio 4,3x i 3,7x. Na bazie przyjętych założeń widzimy silny impuls wzrostowy dla EBITDaL w 2024 roku, co powinno wzmocnić przyszłe strumienie dywidend wypłacane przez Orange. Podkreślamy również, iż z perspektywy inwestorów obecne otoczenie działania dla operatorów telekomunikacyjnych jest wyjątkowo ciekawe m.in. ze względu na wprowadzone wcześniej klauzule inflacyjne (zapisy miały pozwolić na podniesienie cen usług w przyszłości; GUS niedawno podał właśnie dane dot. inflacji za 2022 rok; Vectra jako pierwszy duży dostawca usług zapowiedziała już uruchomienie klauzul inflacyjnych). Nasze prognozy w modelu dla dynamiki przychodów Orange nie uwzględniają na obecnym etapie wprowadzenia odważnych podwyżek ani zastosowania klauzuli inflacyjnej. Jednocześnie bliska jest nam teza, iż rok 2023 może wytyczyć drogę do trwałego wzrostu wartości polskiego rynku telekomunikacyjnego w średniej i dłuższej perspektywie, co z kolei będzie miało wpływ na nasze kolejne aktualizacje modelu.

Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz o analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 9,41 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 9,28 PLN/akcję jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

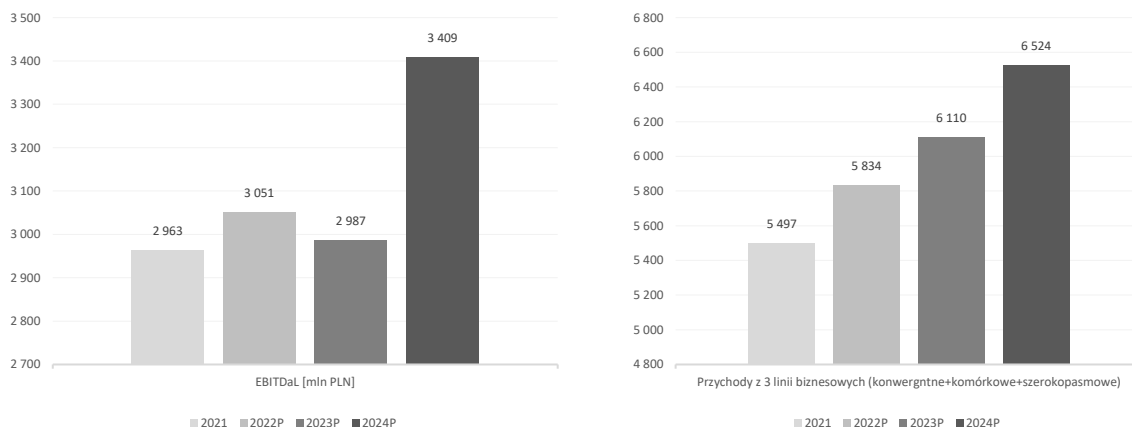
Podsumowanie wyceny Orange

A	Wycena DCF [PLN/akcję]	9,41
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	9,14
C = (A*50%+B*50%)	Wycena końcowa [PLN/akcję]	9,28

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Oczekujemy, że w latach 2023-2024 będzie widoczny dalszy wzrost przychodów z najważniejszych obszarów biznesowych odpowiedzialnych za realizację przyjętej przez Orange strategii (usługi konwergentne, usługi komórkowe, usługi szerokopasmowe). W modelu przyjęliśmy również założenie iż, w drugiej połowie 2023 roku stopniowo będzie wygasać presja na głównych pozycjach odpowiadających za wzrost kosztów operacyjnych w latach 2022-2023. Skutkuje to w naszym modelu materialnym przyrostem EBITDaL w 2024 roku do 3,41 mld PLN względem zakładanego poziomu 2,99 mld PLN w 2023 roku.

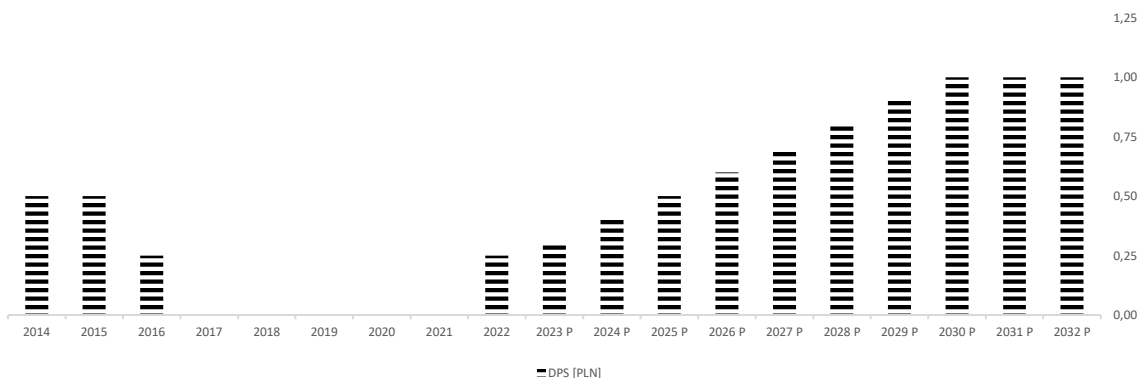
Założenia dla na kolejne lata dla EBITDaL oraz przychody z trzech linii biznesowych (konwergentne+komórkowe+szerokopasmowe)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Założyliśmy, że spółka powróciła do trwałej możliwości wypłaty dywidend. Przypominamy, że ostatnia wypłacona dywidenda to 0,25 PLN/akcję. Spółka ustaliła warunek, iż wypłata dywidendy może nastąpić jeśli wskaźnik dług netto/EBITDaL nie przekroczy poziomu 2,1x. Zmiana wysokości dywidendy za 2022 rok będzie uzależniona od oczekiwanych wydatków na pasmo 5G oraz wydatkom inwestycyjnym szczególnie w obszarze sieci mobilnej. Dotychczas przyjętym długoterminowym korytarzem w strategii jest poziom wskaźnika dług netto/EBITDaL w przedziale 1,7-2,2x. Spodziewamy się, że w momencie kolejnej decyzji o wypłacie dywidendy za rok 2022, wskaźnik dług netto/EBITDaL będzie poniżej 1,7x. Przyjęliśmy, wg nas zachowawczo, że DPS będzie w najbliższych latach rosnąć do poziomu 0,5 PLN w 2025 roku i 1,0 PLN w 2030 roku.

Zakładane przyszłe strumienie dywidend



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Przyszły strumień dywidend

Historycznie kurs spółki był bardzo wrażliwy na poziom wypłacanej dywidendy. Należy mieć na uwadze, że rentowność dywidend w porównywalnych podmiotach zagranicznych waha się w przedziale 3-8%. Ostatnia dywidenda Orange wyniosła 0,25 PLN/akcję.

Spółka ustaliła warunek, iż wypłata dywidendy może nastąpić jeśli wskaźnik dług netto/EBITDAaL nie przekroczy poziomu 2,1x. Zmiana wysokości dywidendy za 2022 rok będzie uzależniona od oczekiwanych wydatków na pasmo 5G oraz wydatkom inwestycyjnym szczególnie w obszarze sieci mobilnej. Dotychczas przyjętym długoterminowym korytarzem w strategii jest poziom wskaźnika dług netto/EBITDaL w przedziale 1,7-2,2x. Spodziewamy się, że w momencie kolejnej decyzji o wypłacie dywidendy za rok 2022, wskaźnik dług netto/EBITDaL będzie poniżej 1,7x. Przyjeliśmy, wg nas zachowawczo, że DPS będzie w najbliższych latach rosnąć do poziomu 0,5 PLN w 2025 roku i 1,0 PLN w 2030 roku.

Ryzyko regulacyjne

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że spółka narażona jest na szereg ryzyk regulacyjnych rynku telekomunikacyjnego.

Rozwój oferty konwergentnej i rosnący udział FTTH

Należy mieć na uwadze, że w strukturze przychodów Orange cały czas istotne znaczenie mają wpływy z telefonii stacjonarnej. Ta linia biznesowa systematycznie ulega erozji od wielu lat i w prognozie utrzymujemy dotychczasowy trend.

Jednocześnie kluczowe znaczenie dla budowy wartości mają przychody z trzech linii przychodowych: usługi konwergentne, usługi komórkowe i usługi szerokopasmowego internetu. Ewentualne osłabienie dynamiki wzrostu z tej grupy przychodów może podważyć rezultaty obecnej strategii mieć negatywny wpływ na postrzeganie Orange.

Silna presja w strukturze kosztów operacyjnych

Spółka w 2022 roku zmagająca się z rosnącymi cenami głównych pozycji kosztowych. Spodziewamy się, że umiarkowana erozja marży r/r w obecnym 2023 roku będzie pochodną zawirowań inflacyjnych z 2022 roku. Liczymy na powrót do rosnącej marży EBITDaL spółki już w 2024 roku – brak odbudowy marży po roku 2023 będzie miała negatywny wpływ na przyszłą wycenę spółki.

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 5,8%. Beta odlewarowana została w wycenie ustalona na poziomie 0,80 i następnie w poszczególnych okresach prognozy stosujemy betę lewarowaną w oparciu o symulację naszego modelu. Premię za ryzyko rynkowe ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Do wyniku końcowego dodaliśmy także szacunkową wartość pakietu w projekcie joint venture pomiędzy Orange i APG (przyjeliśmy 1,03 mld PLN). Metoda DCF sugeruje wartość Orange na 12,35 mld PLN, czyli 9,41 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2023-06-01.

Model DCF

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	12 486	12 685	12 930	13 135	13 361	13 586	13 835	14 094	14 355	14 592
EBIT [mln PLN]	1 051	1 497	1 754	1 970	2 118	2 241	2 228	2 340	2 429	2 495
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	200	285	333	374	402	426	423	445	462	474
NOPLAT [mln PLN]	851	1 213	1 421	1 595	1 715	1 815	1 805	1 895	1 968	2 021
Amortyzacja [mln PLN]	2 547	2 511	2 497	2 464	2 440	2 423	2 538	2 527	2 523	2 525
NOPAT [mln PLN]	3 399	3 724	3 917	4 060	4 155	4 239	4 343	4 422	4 491	4 546
CAPEX [mln PLN]	-2 673	-2 489	-2 282	-2 305	-2 334	-3 179	-2 467	-2 502	-2 539	-2 571
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-1,3	-6,6	-8,1	-6,8	-7,4	-7,4	-8,2	-8,5	-8,6	-7,8
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCFF [mln PLN]	724	1 229	1 628	1 748	1 814	1 052	1 868	1 911	1 943	1 966
PV FCFF [mln PLN]	682,5	1 045,6	1 251,4	1 214,0	1 137,6	595,7	955,5	882,9	810,8	740,9
Suma PV FCFF [mln PLN]	9 317									
Wartość rezydualna [mln PLN]	22 107									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	8 329									
Wartość firmy EV [mln PLN]	17 646									
Dług netto 2022 eop [mln PLN]	6 323									
Szacunkowa wartość udziałów w projekcie JV [mln PLN]	1 029									
Wartość kapitału [mln PLN]	12 352									
Ilość akcji [mln szt.]	1 312,4									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	9,41									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,5%

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ogółem zmiana r/r	0,3%	1,6%	1,9%	1,6%	1,7%	1,7%	1,8%	1,9%	1,9%	1,7%
Przychody konwergentne+komórkowe+szerokopasmowe	4,7%	6,8%	3,7%	2,7%	2,5%	2,3%	2,2%	2,1%	2,0%	2,0%
Marża EBITDA	29%	32%	33%	34%	34%	34%	34%	35%	34%	34%
Marża EBITDaL	24%	27%	28%	29%	30%	30%	30%	31%	31%	31%
Marża NOPLAT	7%	10%	11%	12%	13%	13%	13%	13%	14%	14%
CAPEX / Przychody	21%	20%	18%	18%	17%	23%	18%	18%	18%	18%
CAPEX / Amortyzacja	105%	99%	91%	94%	96%	131%	97%	99%	101%	102%
D / E	56%	55%	53%	51%	50%	48%	47%	46%	45%	44%
E / (E+D)	64%	65%	65%	66%	67%	67%	68%	68%	69%	69%
D / (E+D)	36%	35%	35%	34%	33%	33%	32%	32%	31%	31%
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Beta nielewarowana	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Beta lewarowana	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Kosz kapitału własnego	13,5%	13,5%	13,4%	13,3%	13,2%	13,2%	13,1%	13,1%	13,0%	13,0%
Kosz długu po opadkowaniu	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
WACC	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%

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. Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie 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						
	3,0x	3,5x	4,0x	4,5x	5,0x	5,5x	6,0x
Cena docelowa [PLN/akcję]	4,62	6,13	7,63	9,14	10,64	12,15	13,66

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	P/E		EV/EBITDA	
	2022P	2023P	2022P	2023P
ORANGE FRANCE	8,5	8,3	5,0	5,0
TELENOR	14,5	14,7	5,8	6,0
DEUTSCHE TELEKOM	13,0	12,5	7,4	6,7
KPN	17,3	17,0	7,5	7,4
TELEFONICA	10,7	11,5	5,4	5,3
TELEKOM AUSTRIA	7,2	6,6	3,5	3,5
HELLENIC TELECOM	12,4	11,5	5,4	5,3
TELIA	17,6	15,3	6,6	6,4
VODAFONE	10,0	10,7	6,2	6,3
ELISA	21,7	20,8	13,1	12,7
PROXIMUS	7,0	8,2	3,5	3,6
BT GROUP	6,3	6,9	4,2	4,2
SWISSCOM	18,1	17,8	8,2	8,1
TELECOM ITALIA		127,1	6,4	6,1
CYFROWY POLSAT	12,2	16,9	6,3	6,1

Mediana mnożnika EV/EBITDA na 2023 rok dla wskazanych podmiotów wyniosła 6,1x.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI SKONSOLIDOWANE ORANGE ZA 3Q'22

Najciekawsze w wynikach/raporcie:

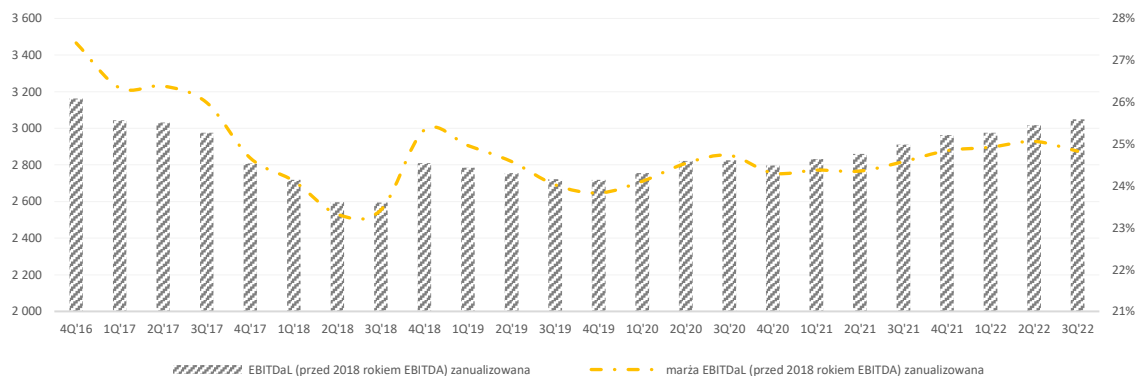
- Przychody łączne spółki w 3Q'22 wzrosły o 8,2% r/r (+4% LTM). Najwyższe dynamiki wzrostu przychodów w samym 3Q'22 odnotowano na linii usługi IT i integracyjne oraz sprzedaż sprzętu (odpowiednio +22,7% i +17% r/r). Z usług komórkowych wpływy były wyższe o 4,1% r/r (+5% LTM), przychody z usług stacjonarnych spadły o 1,9% (LTM -4% r/r), z kolei usługi konwergentne były wyższe o 6,5% r/r (LTM +10% r/r). Z kolei przychody hurtowe były płaskie r/r (erozja z hurtowych usług głosowych i jednocześnie wzrost w pozycji pozostałe hurtowe).
- Koszty łączne w omawianym okresie były wyższe o 9,9% r/r (LTM +3% r/r). Ważnym negatywnym dla marży czynnikiem był wzrost kosztów energii ok 65 mln PLN (+96% r/r). Z drugiej strony w sturzarze kosztów korzystny wpływ na marżę miały oszczędności na kosztach pracy. Koszty świadczeń pracowniczych w 3Q'22 wzrosły o 1,3% r/r (LTM +2% r/r). Na koniec września'22 spółka wykazywała ok. 6% mniej etatów niż w analogicznym okresie w 2021 roku. Spółka redukowała także budżety na reklamę oraz wykazała kolejne oszczędności z optymalizacji procesów.
- W 3Q'22 EBITDAaL wyniosła 822 mln PLN, co oznacza wzrost o 3,9% r/r (LTM jest to 3,05 mld PLN i +5% r/r).
- Należy pamiętać, że w 3Q'21 w wynikach skonsolidowanych rozpoznano zysk w wysokości 1,4 mld PLN (po opodatkowaniu) w związku ze sprzedażą 50% udziałów w Światłowod Inwestycje (efekt porównawczy występuje na poziomie EBIT oraz zysku netto). Wynik netto za sam 3Q'22 to ok 193 mln PLN i oznacza to wzrost o 8% r/r po wyłączeniu transakcji sprzedaży Światłowod Inwestycje.

Wyniki skonsolidowane za 3Q'22 [mln PLN]

	3Q'21	3Q'22	zmiana r/r	3Q'21 LTM	3Q'22 LTM	zmiana r/r
Przychody razem	2 885	3 123	8,2%	11 840	12 280	4%
Usługi wyłącznie komórkowe	682	710	4,1%	2 609	2 751	5%
Usługi wyłącznie stacjonarne	484	475	-1,9%	1 995	1 913	-4%
Usługi wąskopasmowe	165	143	-13,3%	711	604	-15%
Usługi szerokopasmowe	214	224	4,7%	857	883	3%
Usługi z zakresu infr. sieciowej	105	108	2,9%	427	426	0%
Usługi konwergentne B2C	511	544	6,5%	1 936	2 122	10%
Sprzedaż sprzętu	342	400	17,0%	1 422	1 539	8%
Usługi IT i integracyjne	255	313	22,7%	1 114	1 378	24%
Usługi hurtowe	493	493	0,0%	2 307	1 917	-17%
Hurtowe usługi komórkowe	317	295	-6,9%	1 426	1 199	-16%
Hurtowe usługi stacjonarne	86	85	-1,2%	531	315	-41%
Pozostałe	90	113	25,6%	350	403	15%
Pozostałe przychody	118	188	59,3%	457	660	44%
Koszty razem	2 094	2 301	9,9%	8 930	9 231	3%
Koszty świadczeń pracowniczych	318	322	1,3%	1 372	1 398	2%
Koszty zakupów zewnętrznych	1 568	1 826	16,5%	6 708	7 223	8%
Koszty rozliczeń z innymi operatorami	396	395	-0,3%	1 882	1 562	-17%
Koszty sieci oraz usług informatycznych	162	230	42,0%	653	834	28%
Koszty sprzedaży	582	665	14,3%	2 514	2 771	10%
Pozostałe usługi obce	428	536	25,2%	1 659	2 056	24%
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-60	16	---	-236	25	---
Utrata wartości należności i aktywów kontraktowych	16	19	18,8%	97	65	-33%
Amortyzacja i utrata wartości aktywów z tytułu prawa do użytkowania	119	123	3,4%	462	492	6%
Koszty odsetkowe od zobowiązań z tytułu leasingu	13	27	107,7%	55	78	42%
EBITDAaL	791	822	3,9%	2 910	3 049	5%
Amortyzacja i utrata wartości środków trwałych i wartości niematerialnych	546	516	-5,5%	2 313	2 117	-8%
EBIT	1 856	324	-82,5%	2 253	920	-59%
Saldo finansowe	-86	-86	---	-275	-326	---
Wynik netto	1 586	193	-87,8%	1 720	492	-71%

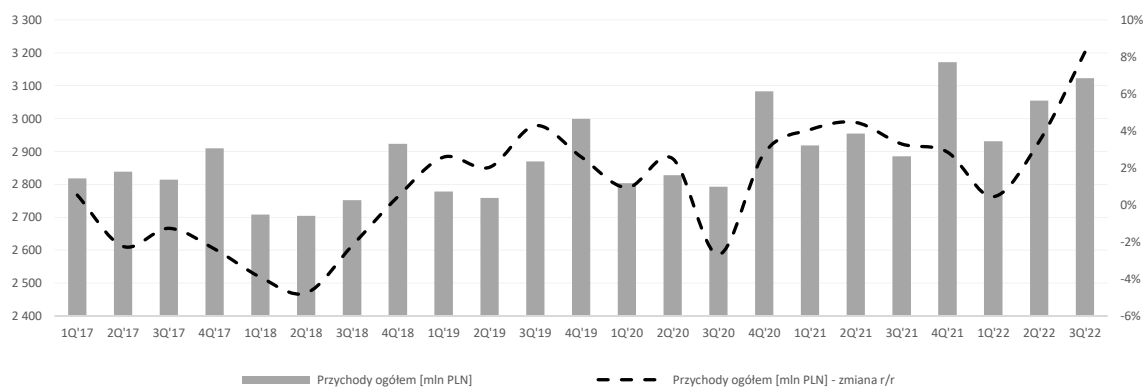
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDaL w ujęciu zanualizowanym (przed 2018 EBITDA)



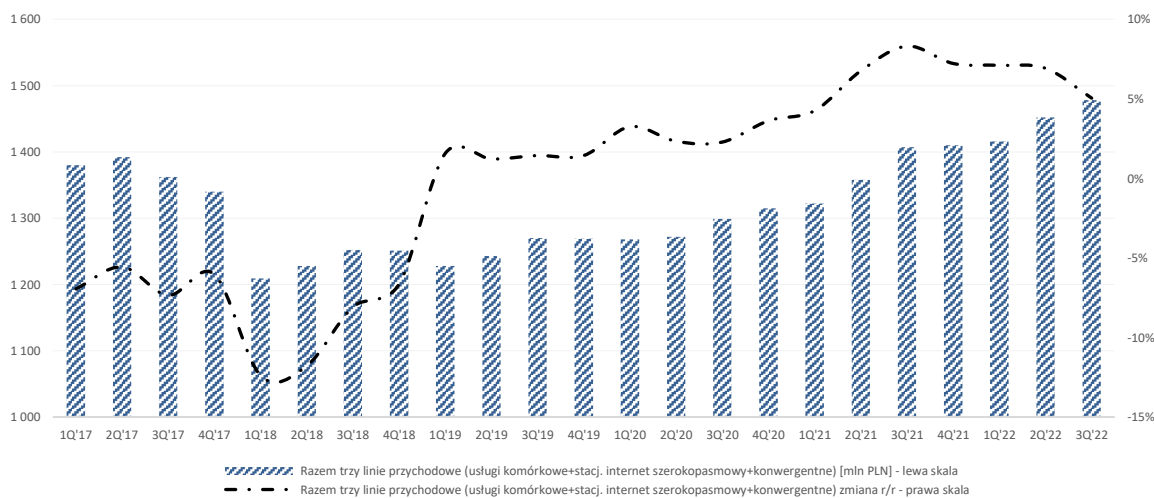
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dynamika przychodów ogółem



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

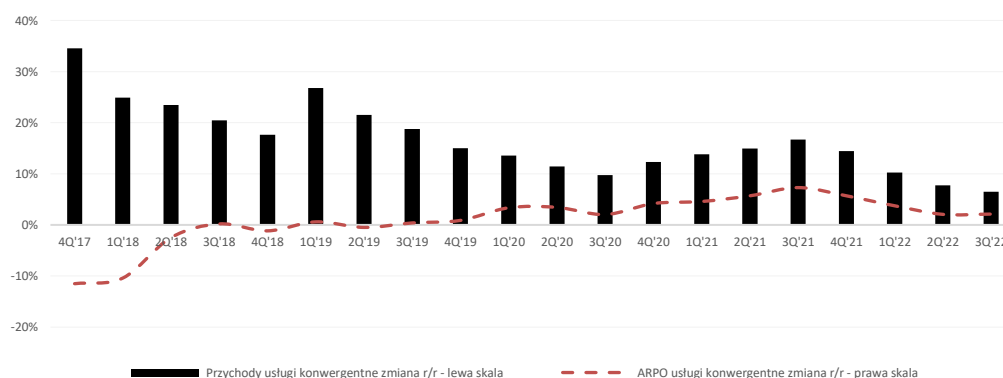
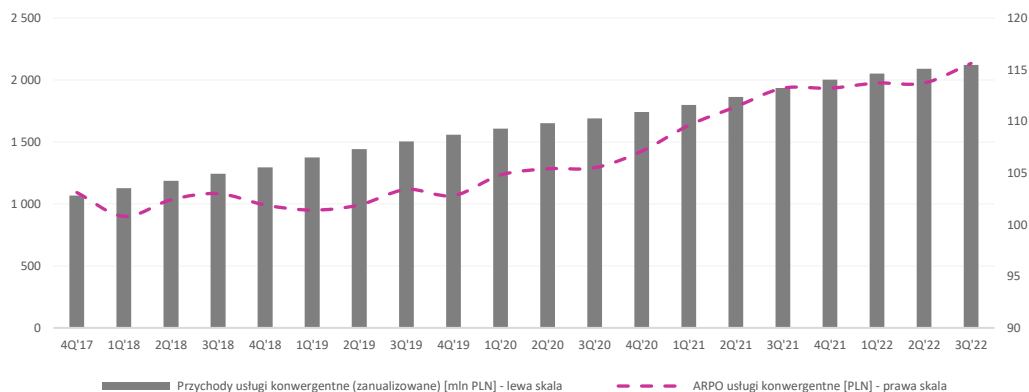
Kluczowe linie przychodowe związane z usługami telekomunikacyjnymi to konwergencja oraz usługi wyłącznie komórkowe i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego. Łączne przychody tych trzech linii przychodowych wzrosły w 3Q'22 o 5% r/r (w 1H'22 było to ok +7% r/r).



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody konwergentne w 3Q'22 wyniosły 544 mln PLN i były wyższe o 6,5% r/r. Pozytywny wpływ na zwiększenie przychodów miały zarówno baza klientów jak i ARPO. Baza klientów indywidualnych konwergentnych na koniec 3Q'22 to ponad 1,59 mln pozycji. Cały czas zwiększał się udział klientów na technologii światłowodowej, która generuje najwyższy przychód. Jak podaje Orange, indywidualny klient konwergentny posiada średnio ponad cztery usługi. Na koniec 3Q'22 poziom nasycenia bazy klientów internetowych usługami konwergentnymi osiągnął poziom 70%. Jednocześnie jak podaje Orange, nadal większość usług mobilnych oraz internetu stacjonarnego jest sprzedawanych w formule pakietów konwergentnych. Zwracamy uwagę, że ARPO z usług konwergentnych wzrosło do 115,6 PLN, czyli zaledwie o 2,1% r/r. Jest to zatem najniższa dynamika wzrostu ARPO od 4Q'19 w relacji r/r.

Przychody konwergentne i ARPO w ujęciu kwartalnym



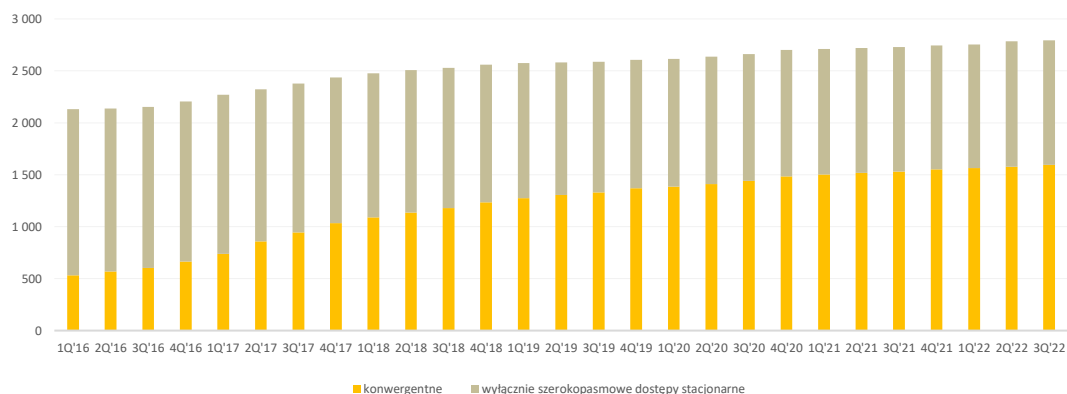
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W ostatnich kwartałach było widać silny wzrost w usłudze dostępu szerokopasmowego. W strukturze dynamicznie zwiększa się udział klientów światłowodu, co wskazuje na postępującą transformację technologiczną bazy klientów internetowych. Szacujemy, że na koniec 3Q'22 udział klientów światłowodowych osiągnął 40% w porównaniu do 32% na koniec września 2021 roku. W tym okresie udział bazy abonentów w niekonkurencyjnej technologii ADSL spadł do 21% (a na koniec 3Q'21 było to ok 27%).

Zasięg sieci dostępowej Orange w technologii FTTH to prawie 6,76 miliona gospodarstw domowych i oznacza to przyrost o ponad 20% r/r. Jednocześnie baza detalicznych klientów światłowodowych na 3Q'22 wyniosła 1,12 mln i wzrosła o 27,3% r/r. Na koniec września wskaźnik liczba klientów FTTH/zasięg gospodarstw domowych w technologii FTTH wzrósł do 16,6% (na koniec 3Q'21 było to 15,7%).

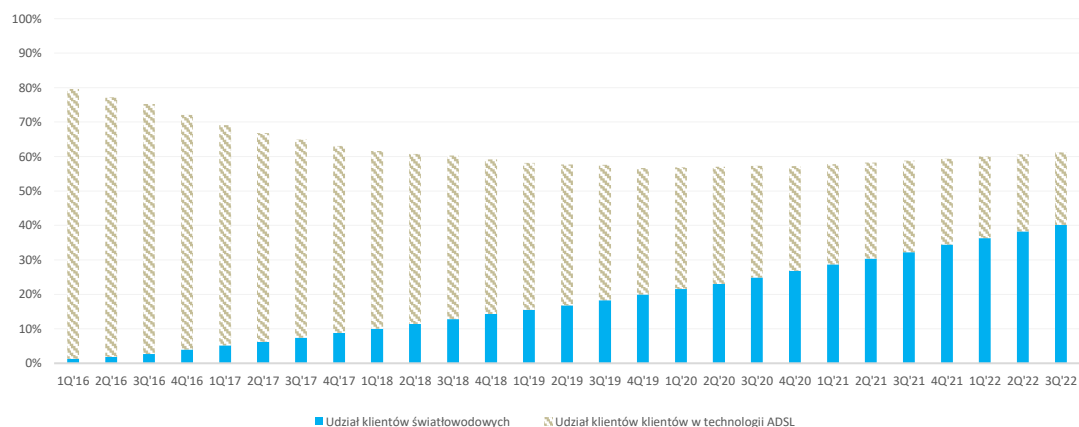
ARPO z usług usług wyłącznie szerokopasmowych w 3Q'22 wzrosło o 4,2% r/r i wyniosło 62 PLN (dynamika trochę wyższa niż w pierwszym półroczu 2022 roku). Wpływ na wzrosty ARPO ma w szczególności rosnący udział bazy klientów światłowodowych, którzy generują dużo wyższy średni przychód na abonenta.

Liczba dostępów szerokopasmowych (rynek detaliczny) [tys.]



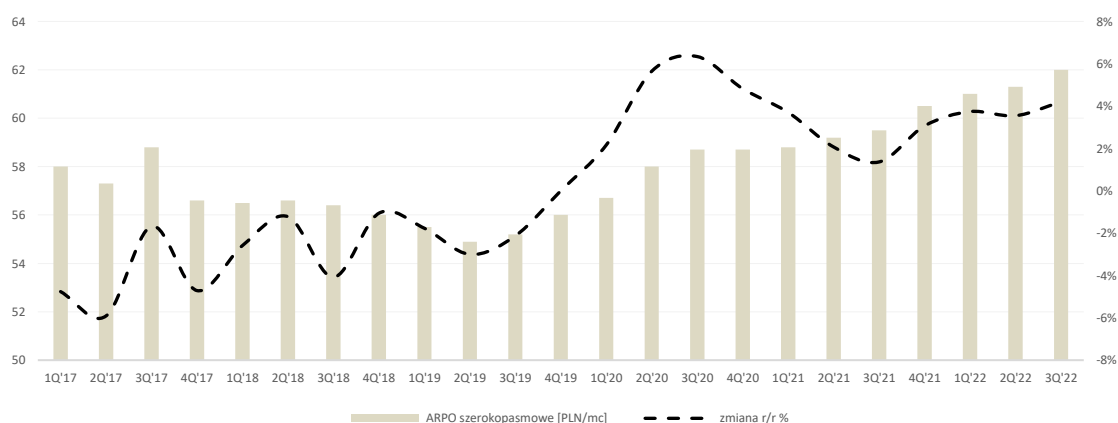
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura dostępów szerokopasmowych – klienci ze światłowodem oraz w technologii ADSL



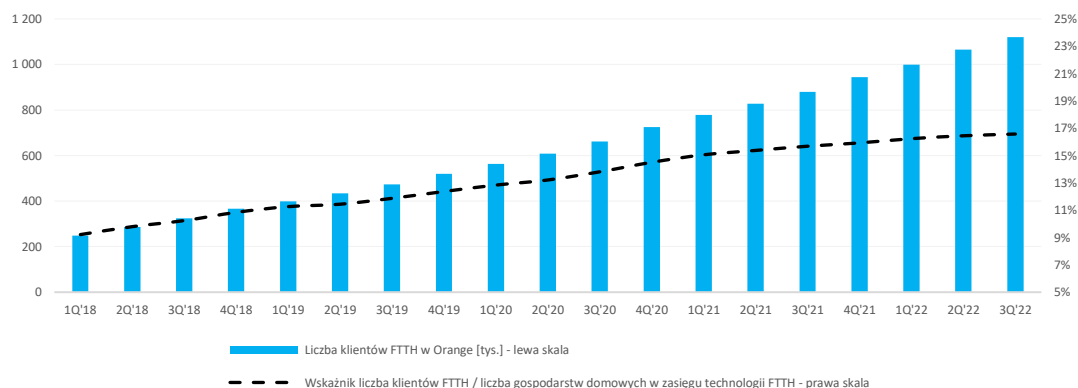
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zachowanie ARPO z dostępu szerokopasmowego (wyłącznie stacjonarnego)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

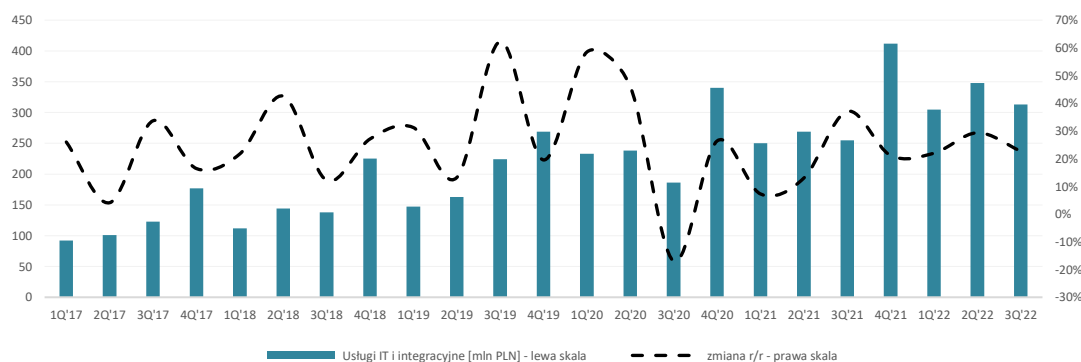
Baza detalicznych klientów światłowodowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

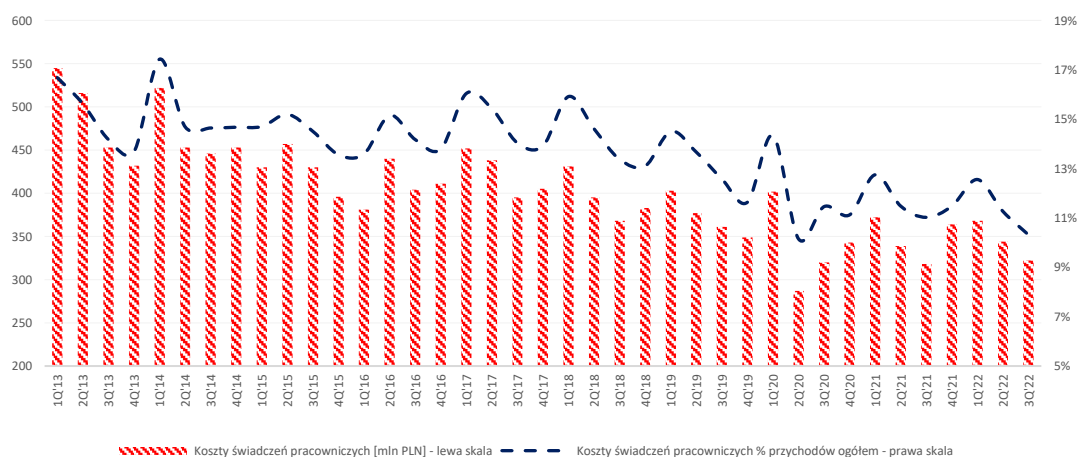
Wysoką dynamikę przychodów utrzymywały nadal usługi IT i integracji i na tej linii biznesowej wpływy w 3Q'22 były wyższe o 23% r/r (w 1H'22 o około 26% r/r). Wzrost skali na tej działalności to efekt działalności w ramach grupy m.in. podmiotów software'owych (BlueSoft i Craftware).

Przychody z usług IT i integracji



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty świadczeń pracowniczych w Orange



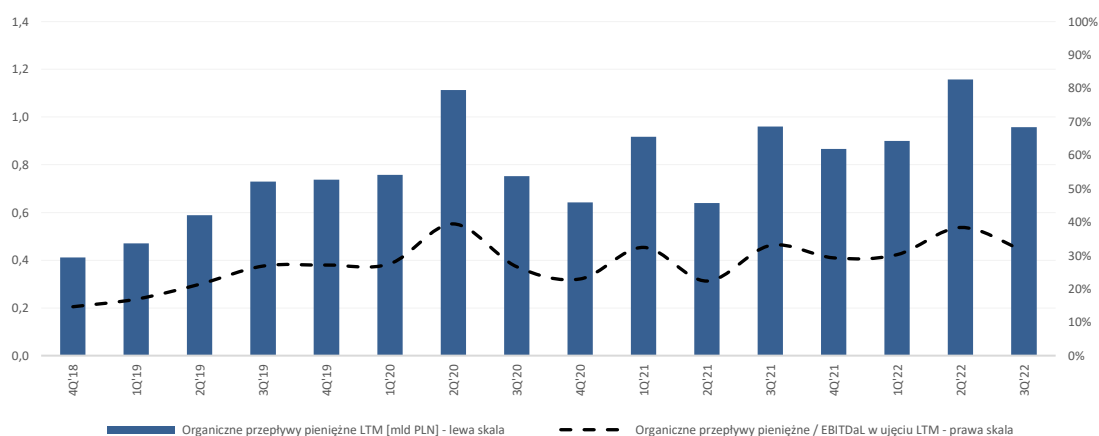
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Spółka definiuje organiczne przepływy pieniężne jako główny miernik generowania przepływów pieniężnych 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 3Q'22 organiczne przepływy pieniężne wyniosły ok 0,18 mld PLN, natomiast w ujęciu LTM było to 0,96 mld PLN (porównywalnie jak na koniec 3Q'21 LTM).

Organiczne przepływy pieniężne w ujęciu LTM



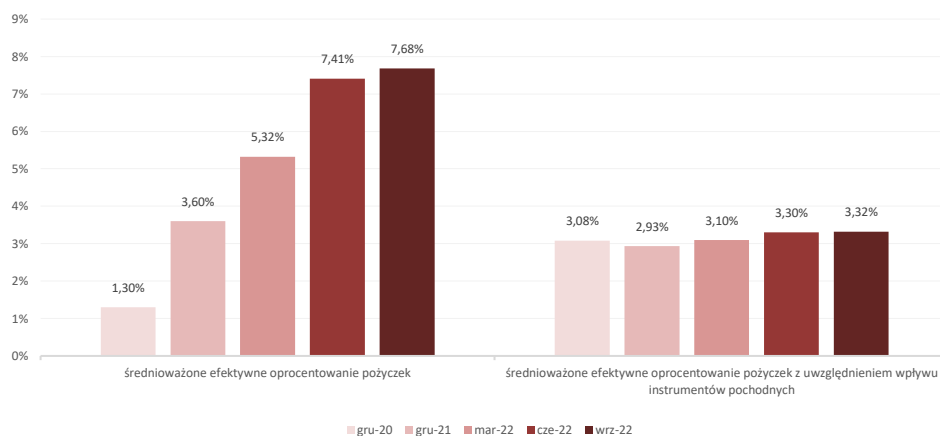
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DŁUG FINANSOWY

Dług finansowy netto na koniec września 2022 roku wynosił 3,6 mld PLN (bez uwzględnienia zadłużenia związanego z leasingiem). Zadłużenie netto łącznie z leasingiem sięgało niespełna 6,4 mld PLN. Wskaźnik dług netto (bez uwzględnienia leasingu) do EBITDaL w ujęciu ostatnich czterech kwartałów (LTM) na koniec września 2022 roku wynosił ok 1,2x (na koniec 3Q'21 było to 1,5x).

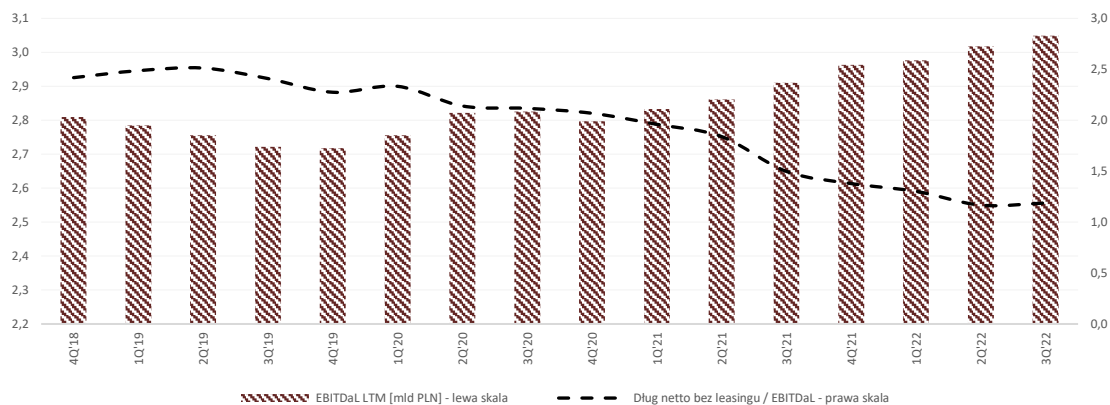
W strukturze zadłużenia najważniejszą pozycją były pożyczki od jednostki powiązanej (Atlas Services Belgium w ramach grupy Orange France) rzędu 4,96 mld PLN. Na koniec 30 września'22 średnioważone efektywne oprocentowanie pożyczek od jednostki powiązanej wynosiło 7,68% bez uwzględnienia wpływu instrumentów pochodnych oraz 3,32% 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 września 2022 roku jest w przedziale 2,9-3,3%.

Koszt obsługi zadłużenia Orange (pożyczek od jednostki powiązanej)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wskaźnik zadłużenia netto do EBITDaL w ujęciu LTM

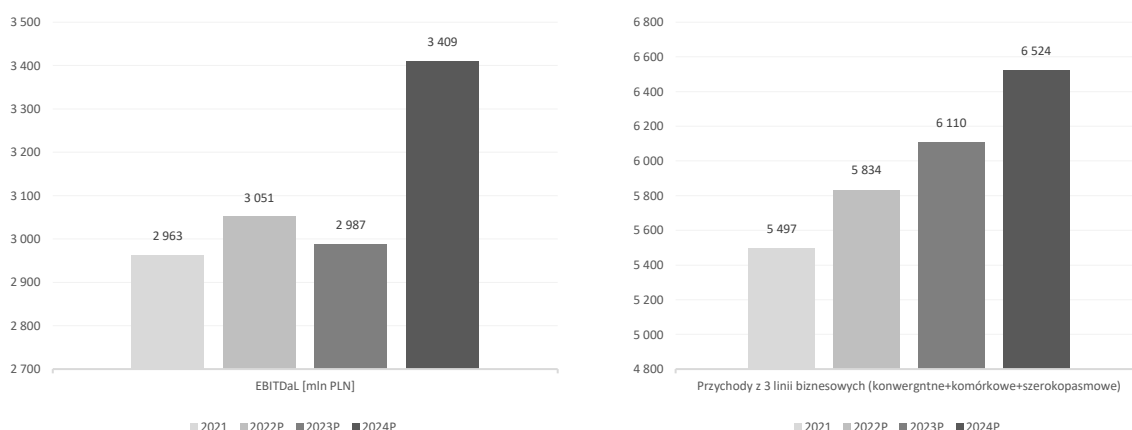


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA 2023 I KOLEJNE OKRESY

Zwracamy uwagę na oczekiwany przez nas wzrost przychodów w kolejnych latach z najważniejszych obszarów biznesowych odpowiedzialnych za realizację przyjętej przez Orange strategii oraz założenie o wygaśnięciu presji kosztowej na głównych pozycjach odpowiadających za ich wzrost w latach 2022-2023 skutkuje w naszym modelu materialnym przyrostem EBITDaL w 2024 roku (po symbolicznej erozji EBITDaL w 2023 roku). W 2022 roku założyliśmy EBITDaL na poziomie 3,05 mld PLN. Z uwagi na presję kosztową w 2023 roku przygotowujemy się na erozję EBITDaL do ok 2,99 mld PLN i tak jak wskazywaliśmy w 2024 roku wzrost do ponad 3,4 mld PLN (+14% względem 2023 roku i +12% względem 2022 roku).

Założenia dla na kolejne lata dla EBITDaL oraz przychody z trzech linii biznesowych (konwergentne+komórkowe+szerokopasmowe)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

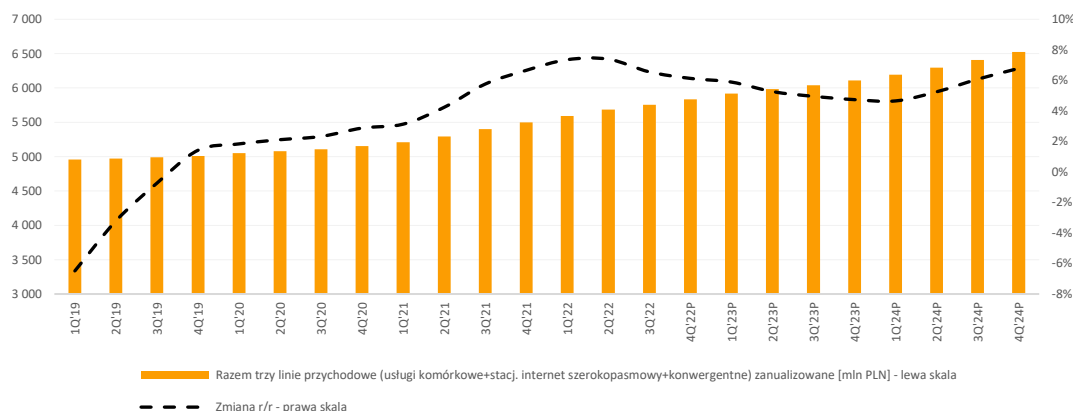
Projekcja EBITDaL w ujęciu zanalizowanym na kolejne okresy (delikatna erozja w 2023 i wzrost w 2024)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W modelu przyjęliśmy, że spółka w kolejnych okresach utrzyma wzrosty przychodów na kluczowych liniach przychodowych związanych z usługami telekomunikacyjnymi. Wpływy z usług konwergentnych B2C oraz usługi wyłącznie komórkowe i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego w naszej prognozie na koniec 2022 roku przekraczają 5,8 mld PLN, czyli jest to wzrost rzędu 6,1% r/r. W kolejnych dwóch latach, czyli na okres 2023-2024 uwzględniliśmy wzrost przychodów z tych trzech pozycji o 276 mln PLN r/r i 414 mln PLN r/r (dynamika odpowiednio 4,7% oraz 6,8% r/r). Tym samym na koniec 2024 roku spodziewamy się, iż wpływy z omawianych pozycji przekroczą 6,5 mld PLN.

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



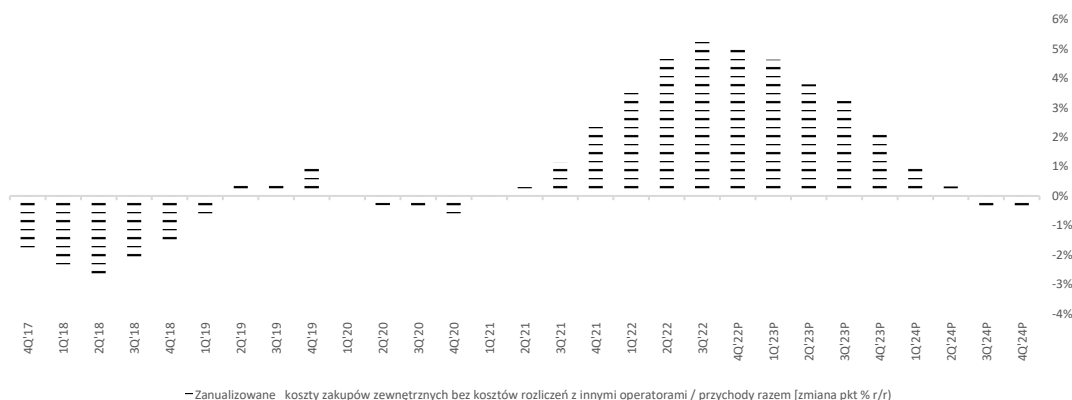
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W prognozie staramy się ująć przeprowadzone w 2022 roku zmiany w cennikach Orange w usługach komórkowych (rezygnacja z najtańszej oferty abonamentowe) oraz zawarte automatyczne podwyżki rachunków po okresie obowiązywania dotychczasowych umów. Liczymy, że opublikowane w styczniu'23 dane szacunkowe o inflacji przez GUS za cały 2022 rok oraz struktura kosztowa usług telekomunikacyjnych będą skłaniały głównych dostawców usług telekomunikacyjnych (konwergentnych) na polskim rynku do odważniejszych ruchów cennikowych w trakcie 2023 roku. Oceniamy, że obecne otoczenie działania, czyli bardzo odczuwalne na marży koszty działania operatorów komunikacyjnych przy nałożeniu się wysokiej dynamiki wzrostu konsumpcji treści cyfrowych przez konsumentów sprzyja implementacji materialnych w krótkim lub średnim terminie zmian w zakresie kosztów usług telekomunikacyjnych w Polsce (UKE w swoim raporcie rocznym podał szereg statystyk na podstawie których można wnioskować, iż na tle innych krajów w UE, polski rynek cechuje się nadal jednymi z najniższych cen dla konsumentów B2C). Nasze prognozy w modelu dla dynamiki przychodów Orange nie uwzględniają na obecnym etapie odważnych podwyżek ani zastosowania klauzuli inflacyjnej.

Przykładem nowych ruchów cenowych na polskim rynku może być decyzja operatora Vectra (ogłoszona w styczniu'23) o podwyżce abonamentów od marca'23. Waloryzacja w sieci Vectra ma objąć zarówno nowych oraz obecnych klientów (wcześniej już zmodyfikowano zapisy umów o możliwość zastosowania klauzul inflacyjnych). Vectra w swojej komunikacji podkreśla, iż „waloryzacja jest dostosowaniem opłat do rzeczywistej wartości świadczonych usług, a jej poziom wynika bezpośrednio z oficjalnego średniorocznego wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych ogółem w 2022 r. podawanego przez GUS”.

Rok 2023 będzie prawdopodobnie kolejnym okresem, kiedy spółka będzie zmagająca się ze wzrostem kosztów działania. W szczególności trudne dla pozycji kosztowej mogą być 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) do poziomu ok 6,13 mld PLN i będzie to oznaczało, iż w 1-3Q'23 ta pozycja kosztowa będzie miała negatywny wpływ na marżę operacyjną. W 2024 roku przyjęliśmy założenie, iż wygaśnie presja inflacyjna 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 B2C – konwergentne+komórkowe+szerokopasmowy internet).

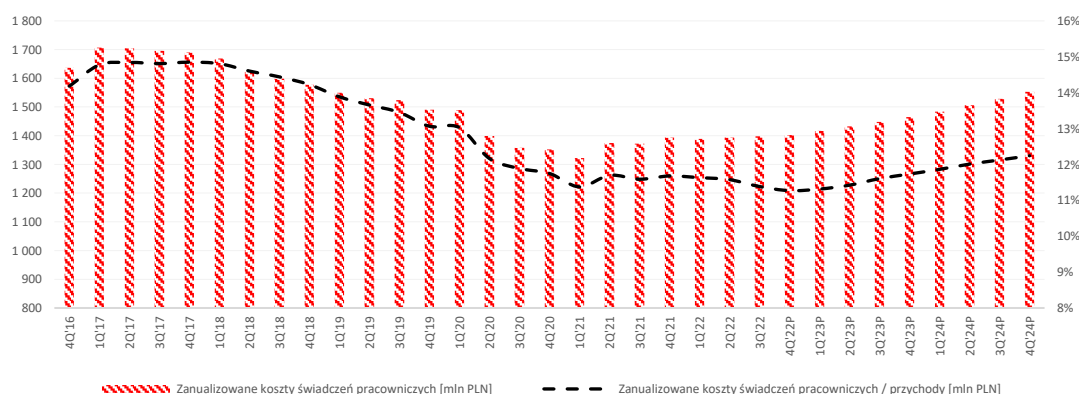
Relacja kosztów zakupów zewnętrznych (bez rozliczeń z innymi operatorami) do przychodów ogółem [zmiana w pkt % r/r]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Duże znaczenie w naszych projekcjach ma również założenie, iż koszty pracownicze w kolejnych okresach będą pod ścisłą kontrolą. Mamy na uwadze, że obowiązująca umowa społeczna na lata 2022-2023 określiła m.in. redukcję zatrudnienia o ok 1 400 osób (limit odejść pracowników w 2022 roku ustalono na poziomie 760). Spodziewamy się zatem, że szczególnie w 2023 roku będzie nadal widoczny efekt spadku liczny pracowników w grupie. Tym samym przyjęliśmy, że koszty pracownicze w ujęciu zanalizowanym nie będą przekraczać 12,2% przychodów w najbliższych latach. Oznacza to, że przyjęty przez nas budżet płac w 2023 roku wyniesie ponad 1,46 mld PLN i będzie to wzrost rzędu 4,4% r/r (w roku 2024 przyjęliśmy wzrost o 6% r/r).

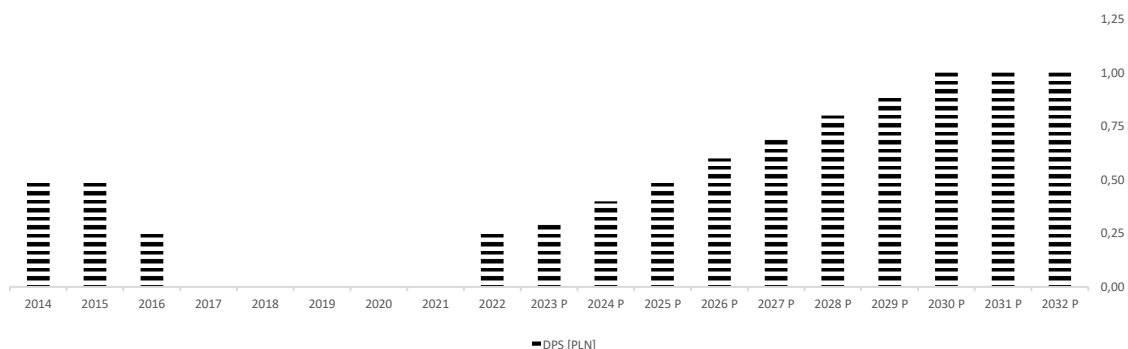
Założenia dla kosztów pracowniczych na kolejne okresy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przypominamy, że ostatnia wypłacona dywidenda to 0,25 PLN/akcję. Spółka ustaliła warunek, iż wypłata dywidendy może nastąpić jeśli wskaźnik dług netto/EBITDAaL nie przekroczy poziomu 2,1x. Zmiana wysokości dywidendy za 2022 rok będzie uzależniona od oczekiwanych wydatków na pasmo 5G oraz wydatkom inwestycyjnym szczególnie w obszarze sieci mobilnej. Dotychczas przyjętym długoterminowym korytarzem w strategii jest poziom wskaźnika dług netto/EBITDaL w przedziale 1,7-2,2x. Spodziewamy się, że w momencie kolejnej decyzji o wypłacie dywidendy za rok 2022, wskaźnik dług netto/EBITDaL będzie poniżej 1,7x. Przyjęliśmy, wg nas zachowawczo, że DPS będzie w najbliższych latach rosnąć do poziomu 0,5 PLN w 2025 roku i 1,0 PLN w 2030 roku.

Zakładane przyszłe strumienie dywidend



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Założenia dla wyników Orange Polska na kolejne okresy

[mln PLN]	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	2021	2022	2023	2024
Przychody razem	2 931	3 055	3 123	3 339	3 008	3 075	3 054	3 349	11 928	12 448	12 486	12 685
Usługi wyłącznie komórkowe	671	699	710	705	704	703	706	708	2 636	2 785	2 821	2 924
Usługi wyłącznie stacjonarne	477	475	475	474	469	467	468	468	1 968	1 901	1 871	1 857
Usługi konwergentne B2C	526	530	544	558	570	582	596	613	2 002	2 158	2 361	2 624
Sprzedaż sprzętu	331	363	400	456	348	359	380	472	1 460	1 550	1 559	1 614
Usługi IT i integracyjne	305	348	313	474	343	392	344	521	1 186	1 440	1 600	1 720
Usługi hurtowe	456	467	493	502	435	432	435	440	2 190	1 918	1 742	1 425
Pozostałe przychody	165	173	188	170	140	140	125	127	486	696	532	521
Koszty razem	2 209	2 257	2 301	2 630	2 326	2 316	2 285	2 572	8 965	9 397	9 499	9 276
Koszty świadczeń pracowniczych	368	344	322	369	382	360	337	386	1 393	1 403	1 465	1 553
Koszty zakupów zewnętrznych	1 688	1 780	1 826	2 116	1 799	1 812	1 805	2 044	6 786	7 410	7 460	7 157
EBITDAaL	722	798	822	709	682	758	769	777	2 963	3 051	2 987	3 409
EBITDA	871	966	963	874	836	912	922	928	4 941	3 674	3 598	4 009
EBIT	244	337	324	214	200	281	296	275	2 211	1 119	1 051	1 497
Koszty finansowe, netto	88	68	86	86	86	86	86	86	281	328	344	366
Skonsolidowany wynik netto	125	243	193	102	90	156	168	151	1 672	663	565	908

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	12 448	12 486	12 685	12 930	13 135	13 361
Usługi wyłącznie komórkowe	2 598	2 557	2 636	2 785	2 821	2 924	2 998	3 018	3 038
Usługi wyłącznie stacjonarne	2 192	2 081	1 968	1 901	1 871	1 857	1 785	1 742	1 702
Usługi konwergentne B2C	1 558	1 741	2 002	2 158	2 361	2 624	2 788	2 948	3 103
Sprzedaż sprzętu	1 555	1 346	1 460	1 550	1 559	1 614	1 666	1 719	1 774
Usługi IT i integracyjne	803	997	1 186	1 440	1 600	1 720	1 806	1 878	1 953
Usługi hurtowe	2 278	2 422	2 190	1 918	1 742	1 425	1 357	1 292	1 246
Pozostałe przychody	422	364	486	696	532	521	529	537	545
Koszty razem	7 959	8 711	8 965	9 397	9 499	9 276	9 254	9 274	9 374
Koszty świadczeń pracowniczych	1 490	1 352	1 393	1 403	1 465	1 553	1 598	1 636	1 684
Koszty zakupów zewnętrznych	6 417	6 535	6 786	7 410	7 460	7 157	7 095	7 080	7 135
EBITDAaL	2 718	2 797	2 963	3 051	2 987	3 409	3 676	3 861	3 987
EBITDA	3 255	3 349	4 941	3 674	3 598	4 009	4 251	4 434	4 558
EBIT	415	404	2 211	1 119	1 051	1 497	1 754	1 970	2 118
Koszty finansowe, netto	308	342	281	328	344	366	384	381	377
Skonsolidowany wynik netto	82	46	1 672	663	565	908	1 107	1 285	1 408
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	115,0	120,6	128,9	132,4	135,9	139,4
ARPO szerokopasmowe [PLN/mc]	55,4	58,0	59,5	61,8	65,3	69,9	71,5	73,1	74,7
ARPO dostępu wąskopasmowego [PLN/mc]	36,3	37,0	36,9	36,3	36,0	35,8	35,6	35,3	35,1
ARPO usługi wyłącznie komórkowe [PLN/mc]	20,1	19,6	20,2	20,1	20,4	21,6	22,3	22,6	22,9
Koszty wynagrodzeń jako % przychodów	13,1%	11,7%	11,7%	11,3%	11,7%	12,2%	12,4%	12,5%	12,6%
Koszty sprzedaży jako % przychodów	22,0%	20,7%	21,5%	22,8%	23,6%	23,4%	23,0%	22,7%	22,8%
Pozostałe usługi obce jako % przychodów	13,0%	13,2%	14,8%	17,1%	18,4%	18,6%	18,6%	18,7%	18,9%
marża EBITDaL	23,8%	24,3%	24,8%	24,5%	23,9%	26,9%	28,4%	29,4%	29,8%
marża EBITDA	28,5%	29,1%	41,4%	29,5%	28,8%	31,6%	32,9%	33,8%	34,1%
Bilans	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Aktywa trwałe razem	21 429	20 937	22 020	21 753	21 879	21 857	21 641	21 482	21 376
Aktywa obrotowe razem	3 493	3 363	4 137	4 772	4 824	5 263	5 971	6 664	7 298
Aktywa razem	24 922	24 300	26 157	26 525	26 702	27 120	27 613	28 146	28 674
Kapitał własny razem	10 557	10 599	12 611	13 683	13 854	14 238	14 689	15 187	15 676
Zobowiązania długoterminowe razem	10 174	6 064	9 193	8 082	8 082	8 084	8 086	8 087	8 089
Zobowiązania krótkoterminowe razem	4 191	7 637	4 353	4 759	4 766	4 798	4 839	4 872	4 909
Pasywa razem	24 922	24 300	26 157	26 525	26 702	27 120	27 613	28 146	28 674
CF	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
CF operacyjny razem	2 858	2 977	3 025	3 182	3 111	3 413	3 596	3 743	3 841
CF inwestycyjny razem	-1 919	-2 082	-1 111	-1 836	-2 186	-2 009	-1 806	-1 830	-1 861
CF finansowy razem	-1 146	-941	-1 329	-828	-881	-1 005	-1 132	-1 262	-1 392
Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Cena [PLN]	6,88	6,88	6,88	6,88	6,88	6,88	6,88	6,88	6,88
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]	9 029	9 029	9 029	9 029	9 029	9 029	9 029	9 029	9 029
EV [mln PLN]	17 783	17 518	15 942	15 352	15 308	14 909	14 251	13 600	13 013
P/E	110,1x	196,3x	5,4x	13,6x	16,0x	9,9x	8,2x	7,0x	6,4x
EV/EBITDA	5,5x	5,2x	3,2x	4,2x	4,3x	3,7x	3,4x	3,1x	2,9x
EV/EBIT	42,9x	43,4x	7,2x	13,7x	14,6x	10,0x	8,1x	6,9x	6,1x
P/BV	0,9x	0,9x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x
Dług netto / EBITDA (x)	2,7x	2,5x	1,4x	1,7x	1,7x	1,5x	1,2x	1,0x	0,9x
Dług netto bez leasingu / EBITDaL	2,3x	2,1x	1,4x	1,2x	1,2x	0,9x	0,7x	0,5x	0,3x
Dług netto [mln PLN]	8 754	8 489	6 913	6 323	6 279	5 880	5 222	4 571	3 984
Dywidenda [mln PLN]	0	0	0	328	394	525	656	787	919
DPS [PLN/akcję]	0,00	0,00	0,00	0,25	0,30	0,40	0,50	0,60	0,70
Retowność dywidendy [DPS/kurs bieżący]	0,0%	0,0%	0,0%	3,6%	4,4%	5,8%	7,3%	8,7%	10,2%

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 35

 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	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 1Q'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	2	67%	0	0%
Akumuluj	1	33%	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: 2023-01-30.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-01-30 (14:20 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-02-06.

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 uwzględnić, 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. 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 2023-01-30:

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie 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.