



Dom Maklerski BDM S.A.

ORANGE POLSKA

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 8,55 PLN

19 LISTOPAD 2024, 08:37 CET

W obecnej aktualizacji pozostawiamy zalecenie Akumuluj dla walorów Orange Polska (OPL) i wyznaczamy cenę docelową na poziomie 8,55 PLN/akcję. W poprzednim raporcie analitycznym z 03 kwietnia 2024 roku wyceniliśmy jedną akcję OPL na 9,0 PLN (przed odcięciem wypłaconej dywidendy w kwocie 0,48 PLN; po odcięciu dywidendy byłoby 8,52 PLN). Utrzymujemy nasz umiarkowany optymizm wokół perspektyw spółki, w szczególności w obliczu wymagającego otoczenia makro w Polsce. Jednocześnie jednak, podtrzymujemy głoszoną już w poprzednich komentarzach tezę, iż spółka wyczerpała potencjał by w kolejnych okresach pod względem wyników wyróżniać się in plus w segmencie telekomów obecnych na GPW. Zgodnie z przyjętymi założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2025-2026 na poziomie odpowiednio 4,2x i 4,1x. Spodziewamy się wypłaty dywidendy w 2025 roku w kwocie 0,6 PLN/akcję, co przy obecnym kursie wskazuje na rentowność dywidendy bliską 7,8%.

W perspektywie kolejnych kwartałów liczymy na utrzymanie (a nawet chwilowe przyspieszenie) dynamik wzrostu r/r ARPO z kluczowych usług telekomunikacyjnych, co będzie efektem wprowadzonych w ostatnich dwóch latach modyfikacji cenników. Jednocześnie w średnim horyzoncie nie spodziewamy się, iż operatorzy telekomunikacyjni w Polsce będą mieli przestrzeń do dalszych materialnych podwyżek cennikowych.

Wpływy z trzech kluczowych kategorii przychodowych (usług konwergentnych B2C, usług wyłącznie komórkowych i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego internetu) w naszej prognozie za cały 2024 rok wynoszą ponad 6,44 mld PLN (+5,3% r/r). W kolejnych dwóch latach, czyli na okres 2025-2026 uwzględniliśmy wzrost przychodów z tych trzech pozycji o odpowiednio 5,78% i 4,50% r/r. Na poziomie EBITDAaL na lata 2025-2026 spodziewamy się niskiego jednocyfrowego wzrostu r/r.

Zwracamy uwagę, że w listopadzie br. Prezes UKE ogłosił start aukcji częstotliwości dla pasm 700 i 800 MHz. Przedmiotem aukcji jest siedem rezerwacji częstotliwości: 6 bloków z pasma 700 MHz i 1 blok 800 MHz. Otwarcie aukcji było wyczekiwane przez rynek do dłuższego czasu. Ustalane ceny wywoławcze na poziomie 356 mln PLN za 1 blok są bliskie naszym poprzednim oczekiwaniom. Przypominamy również, że w minionych tygodniach do UKE trafiło szereg głosów/ekspertyz wskazujących, iż pierwotnie przedstawione przez UKE ceny wywoławcze istotnie odbiegały od innych podobnych aukcji na rynkach UE (580 mln PLN za blok 700 MHz i 635 mln PLN za blok 800 MHz).

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Przychody razem [PLN m]	12 488	12 970	12 780	13 268	13 598	13 888
Przychody (trzy linie biznesowe) [PLN m]*	5 841	6 119	6 443	6 816	7 122	7 408
EBITDAaL [PLN m]	3 078	3 179	3 288	3 321	3 371	3 473
EBIT [PLN m]	1 161	1 221	1 347	1 345	1 294	1 426
Wynik netto [PLN m]	724	818	854	804	773	884
P/E	13,9x	12,3x	11,8x	12,6x	13,1x	11,4x
EV/EBITDA	4,6x	4,4x	4,1x	4,2x	4,1x	3,9x
P/BV	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,8x
DPS [PLN]	0,25	0,35	0,48	0,60	0,65	0,75
Rentowność dywidendy	3,2%	4,5%	6,2%	7,8%	8,5%	9,8%

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

Wycena końcowa [PLN]	8,55
Wycena DCF	8,35
Wycena mnożnikowa [PLN]	8,75
Potencjał do wzrostu / spadku	+11%

Kurs [PLN]	7,69
Kapitalizacja [PLN mld]	10,0
Ilość akcji [m]	1 312
1M średni obrót [PLN m]	9,8

Stopa zwrotu [%]	(1)	(2)
3M stopa zwrotu	-6,7	-0,4
6M stopa zwrotu	-6,4	4,2
YTD stopa zwrotu	-0,6	-1,8
12M stopa zwrotu	2,6	-4,5

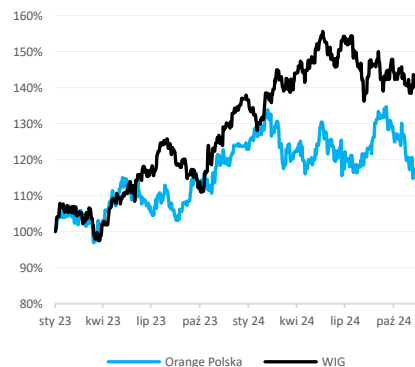
(1) - absolutna stopa zwrotu

(2) - stopa zwrotu względem WIG

Akcjonariat:	
Orange SA	50,67%
Allianz OFE	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.....	5
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	7
WYNIKI ORANGE POLSKA ZA Q3 2024	9
DŁUG FINANSOWY	13
AUKCJA NA NOWE BLOKI CZĘSTOTLIWOŚCI ORAZ STRUKTURA ECAPEX	14
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	16

WYCENA I PODSUMOWANIE

W obecnej aktualizacji pozostawiamy zalecenie Akumuluj dla walorów Orange Polska (OPL) i wyznaczamy cenę docelową na poziomie 8,55 PLN/akcję. W poprzednim raporcie analitycznym z 03 kwietnia 2024 roku wyceniliśmy jedną akcję OPL na 9,0 PLN (przed odcięciem wypłaconej dywidendy w kwocie 0,48 PLN; po odcięciu dywidendy byłoby 8,52 PLN). Utrzymujemy nasz umiarkowany optymizm wokół perspektyw spółki, w szczególności w obliczu wymagającego otoczenia makro w Polsce. Jednocześnie jednak, podtrzymujemy głoszoną już w poprzednich komentarzach tezę, iż spółka wyczerpała potencjał by w kolejnych okresach pod względem wyników wyróżniać się in plus w segmencie telekomów obecnych na GPW. Zgodnie z przyjętymi założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2025-2026 na poziomie odpowiednio 4,2x i 4,1x. Spodziewamy się wypłaty dywidendy w 2025 roku w kwocie 0,6 PLN/akcję, co przy obecnym kursie wskazuje na rentowność dywidendy bliską 7,8% (dla porównania Orange France chce wypłacić dywidendę w kwocie 0,75 EUR /akcję, co przy obecnym kursie rynkowym sugeruje rentowność dywidendy w okolicy 7,7%).

Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 8,35 PLN/akcję. Z kolei przyjęty przez nas mnożnik EV/EBITDA na lata 2025-2026 wskazuje na cenę 8,75 PLN/akcję. Końcowa wycena 8,55 PLN/akcję jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

Podsumowanie wyceny Orange Polska

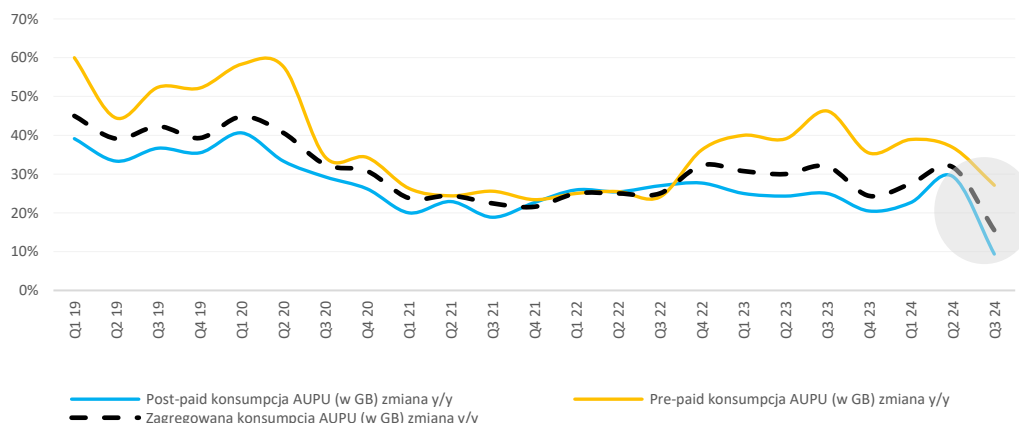
A	Wycena DCF [PLN/akcję]	8,35
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	8,75
C = (A*50%+B*50%)	Wycena końcowa [PLN/akcję]	8,55

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W bieżącej aktualizacji obniżyliśmy nasze oczekiwania wynikowe na lata 2025-2026. Odczyt EBITDAaL na bazie naszego zaktualizowanego modelu w 2025 roku może wynieść 3,321 mld PLN (jest to o 3,2% mniej względem prognozy z poprzedniego raportu). Bieżąca symulacja na 2026 rok wskazuje, że EBITDAaL może być w okolicy 3,37 mld PLN, co oznacza wartość niższą o 5,5% względem poprzednich projekcji.

W perspektywie kolejnych kwartałów liczymy na utrzymanie (a nawet chwilowe przyspieszenie) dynamik wzrostu ARPO z kluczowych usług telekomunikacyjnych, co będzie efektem wprowadzonych w ostatnich dwóch latach modyfikacji cenników. Jednocześnie w średnim horyzoncie nie spodziewamy się, iż operatorzy telekomunikacyjni w Polsce będą mieli przestrzeń do dalszych materialnych podwyżek cennikowych. Dlatego, po roku 2026 uwzględniamy w modelu scenariusz mniejszych pozytywnych impulsów wynikających ze wzrostu ARPO. Zwracamy też m.in. uwagę, że ostatnie kwartały przynoszą wyhamowanie dynamiki wzrostu konsumpcji danych przez klientów detalicznych Orange. Podobne tendencje widzimy na innych rynkach lokalnych w UE. Jest to dla nas dość ważna charakterystyka zachowania klienta, gdyż w ostatnich latach jednym z kluczowych mechanizmów modyfikacji cenników były zmiany limitów danych oferowanych w abonamencie.

Historyczne dane obrazujące konsumpcję AUPU przez klientów Orange Polska

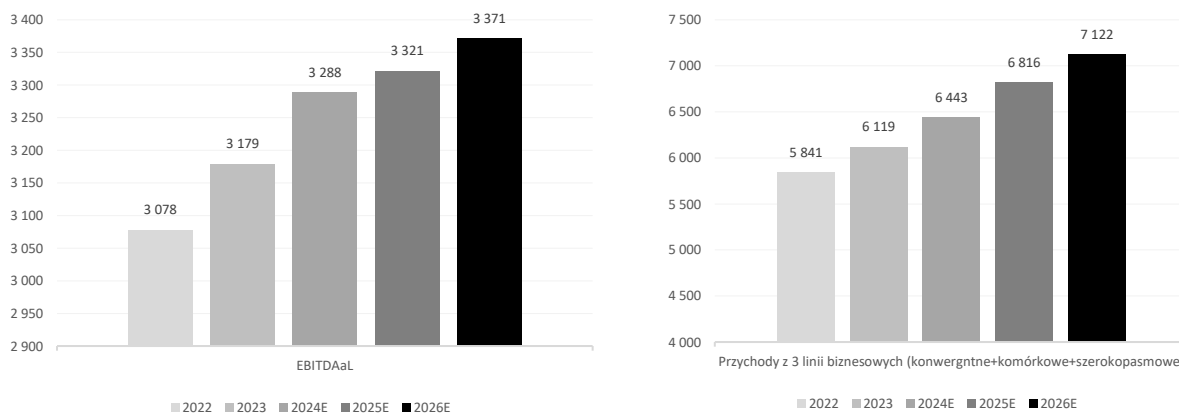


AUPU – stosunek średniego miesięcznego całkowitego transferu danych w gigabajtach do średniej liczby mobilnych kart SIM (z wyłączeniem telemetrii i mobilnego internetu szerokopasmowego) w danym okresie

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wpływy z trzech kluczowych kategorii przychodowych (usług konwergentnych B2C, usług wyłącznie komórkowych i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego internetu) w naszej prognozie za cały 2024 rok wyniosą ponad 6,44 mld PLN (+5,3% r/r). W kolejnych dwóch latach, czyli na okres 2025-2026 uwzględniliśmy wzrost przychodów z tych trzech pozycji o odpowiednio 5,78% i 4,50% r/r. Na poziomie EBITDAaL na lata 2025-2026 spodziewamy się niskiego jednocyfrowego wzrostu r/r.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

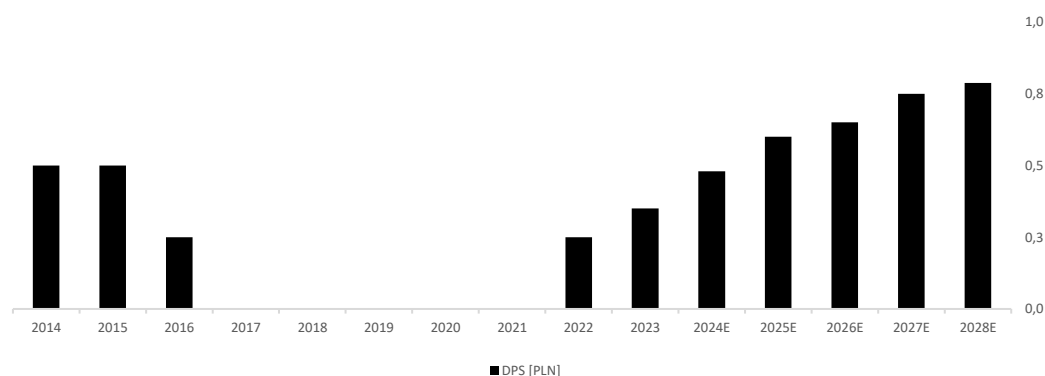
Przypominamy, że bieżący 2024 rok jest ostatnim okresem obecnej strategii .Grow. **Na przełomie Q1/Q2 2025 roku spodziewamy się publikacji kolejnej strategii średnioterminowej Orange Polska.** Czekamy na publikację nowych celów strategicznych przez Orange Polska i mamy na uwadze słowa Pani Prezes, iż plan strategiczny będzie dla spółki „...platformą do dalszego zwiększania wartości dla akcjonariuszy.”

Ostatnia wypłacona dywidenda przez Orange Polska była 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 poniżej 1,2x. Liczymy, że zarząd spółki potwierdzi pozytywne długoterminowe trendy finansowe (na przełomie Q1 i Q2 2025 roku będziemy wyczekiwali szczegółów nowej strategii średnioterminowej). **Z bieżącej perspektywy przyjęliśmy w symulacji scenariusz wzrostu dywidendy wypłaconej w 2025 roku do 0,60 PLN/akcję i obniżyliśmy oczekiwany poziom wypłaty w 2026 roku z 0,75 PLN/akcję do 0,65 PLN/akcję.**

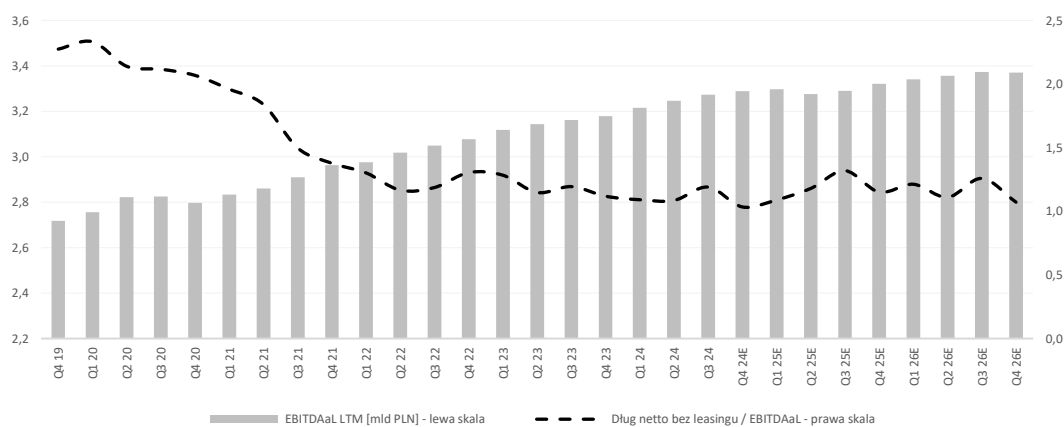
Orange France chce wypłacić dywidendę w kwocie 0,75 EUR /akcję (płatne w 2025 roku), co przy obecnym kursie rynkowym sugeruje rentowność dywidendy w okolicy 7,7%. Dla Orange Polska, tak jak już wskazaliśmy, spodziewamy się wypłaty dywidendy w kwocie 0,6 PLN/akcję, co przy obecnym kursie wskazuje na rentowność dywidendy bliską 7,8%.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty EBITDAaL w ujęciu LTM i poziom długu netto (bez leasingu) do EBITDAaL oraz nasza symulacja na kolejne okresy



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 5,7% (poprzednio było 5,6%). Beta odlewarowana została w wycenie ustalona na poziomie 0,8 i następnie w poszczególnych okresach prognozy stosujemy betę lewarowaną w oparciu o przedstawioną symulację. Premię za ryzyko rynkowe ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Po okresie szczegółowej prognozy, w okresie rezydualnym, przyjęliśmy założenie o wzroście przepływów o 1% r/r i w obliczeniach zastosowaliśmy WACC równy 10,34%.

Szacunkowy dług netto liczony jest na koniec 2024 roku.

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity na poziomie 10,96 mld PLN, czyli 8,35 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2025-01-03.

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%
WACC	7,3%	9,31	9,72	10,19	10,73	11,36	12,11	13,02
	8,3%	8,64	8,96	9,31	9,72	10,19	10,73	11,36
	9,3%	8,10	8,35	8,64	8,96	9,31	9,72	10,19
	10,3%	7,66	7,87	8,10	8,35	8,64	8,96	9,31
	11,3%	7,30	7,47	7,66	7,87	8,10	8,35	8,64
	12,3%	6,99	7,13	7,30	7,47	7,66	7,87	8,10
	13,3%	6,72	6,85	6,99	7,13	7,30	7,47	7,66

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przychody ze sprzedaży [PLN m]	13 268	13 598	13 888	14 221	14 556	14 886	15 205	15 511	15 805	16 098
EBITDAaL [PLN m]	3 321	3 371	3 473	3 597	3 707	3 812	3 910	4 005	4 091	4 151
NOPAT [PLN m]	1 049	1 008	1 134	1 262	1 405	1 507	1 590	1 664	1 726	1 763
Amortyzacja [PLN m]	2 099	2 203	2 197	2 164	2 096	2 074	2 070	2 073	2 082	2 095
Zmiana kapitału obrotowego [PLN m]	-31	-21	-18	-21	-21	-21	-20	-19	-18	-18
CAPEX + inwestycje kapitałowe [PLN m]	-2 523	-1 904	-1 875	-2 631	-1 892	-2 047	-2 091	-2 133	-2 173	-2 213
FCFF [PLN m]	594	1 286	1 438	774	1 588	1 513	1 549	1 584	1 616	1 626
Suma PV FCFF [PLN m]	7 780									
Zdyskontowana wart. rezydualna [PLN m]	6 585									
Wartość firmy EV [PLN m]	14 366									
Dług netto 2024 eop [PLN m]	3 401									
Inne korekty [PLN m]	0									
Wartość kapitału [PLN m]	10 964									
Ilość akcji [m]	1 312									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	8,35									

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

WACC w okresie rezydualnym: 10,34%

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przychody z kluczowych 3 usług telco r/r	5,8%	4,5%	4,0%	3,4%	2,9%	2,6%	2,5%	2,4%	2,3%	2,2%
Marża EBITDAaL	25,0%	24,8%	25,0%	25,3%	25,5%	25,6%	25,7%	25,8%	25,9%	25,8%
Marża NOPAT	7,9%	7,4%	8,2%	8,9%	9,7%	10,1%	10,5%	10,7%	10,9%	11,0%
CAPEX / Przychody	19%	14%	14%	19%	13%	14%	14%	14%	14%	14%
D / E	63%	66%	63%	61%	66%	63%	62%	61%	60%	60%
E / (E+D)	61%	60%	61%	62%	60%	61%	62%	62%	62%	63%
D / (E+D)	39%	40%	39%	38%	40%	39%	38%	38%	38%	37%
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Beta nielewarowana	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Beta lewarowana	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Kosz kapitału własnego	13,0%	12,9%	12,9%	13,0%	12,9%	12,9%	12,9%	12,8%	12,8%	12,8%
Kosz długu po opodatkowaniu	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
WACC	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%

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 2025-2026 w wysokości 4,5x (analogicznie jak w poprzednim raporcie analitycznym). Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie blisko 11,5 mld PLN, czyli 8,75 PLN/akcję.

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2025-2026						
	3,50	4,00	4,25	4,50	4,75	5,00	5,50
Cena docelowa [PLN/akcję]	5,71	7,23	7,99	8,75	9,51	10,28	11,80

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	P/E		EV/EBITDA		
	2024E	2025E	2024E	2025E	
ORANGE FRANCE	9,4	8,4	5,2	4,9	Mediana mnożnika EV/EBITDA na 2025 rok dla wskazanych podmiotów wyniosła ok 5,2x.
TELENOR	12,7	15,7	7,8	7,6	
DEUTSCHE TELEKOM	15,8	14,7	7,1	6,4	
KPN	16,2	14,7	8,0	7,8	
TELEFONICA	13,9	12,7	4,9	5,0	
TELEKOM AUSTRIA	8,5	7,5	3,8	3,6	
HELLENIC TELECOM	10,6	10,3	5,0	4,9	
TELIA	18,4	15,5	6,8	6,4	
VODAFONE	10,3	8,5	5,9	5,7	
ELISA	18,3	17,3	10,9	10,5	
PROXIMUS	5,5	5,9	3,9	3,8	
BT GROUP	7,6	7,4	4,3	4,2	
SWISSCOM	16,0	16,1	7,4	6,6	
TELECOM ITALIA			3,5	3,7	
CYFROWY POLSAT	12,2	12,3	5,3	5,2	

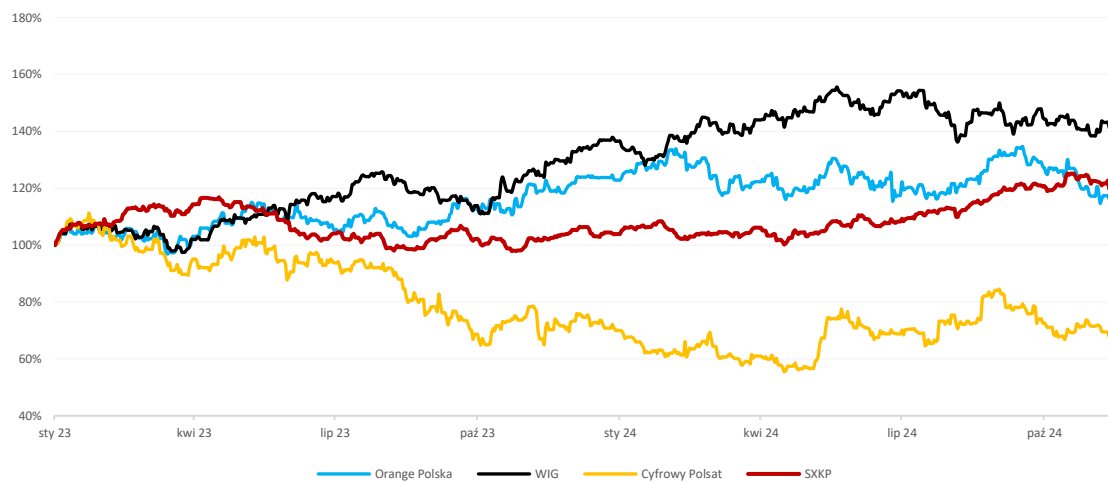
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Względne stopy zwrotu wybranych spółek z obszaru telco oraz indeksu STX 600 Telecomm na tle indeksu WIG

	3M	6M	YTD	12M
ORANGE POLSKA	-0,4	4,2	-1,8	-4,5
CYFRPLSAT	-1,4	1,0	-5,4	-11,6
ORANGE FRANCE	1,8	4,8	-2,3	-12,6
BOUYGUES	0,5	-6,0	-9,3	-17,1
STXE 600 Telecomm	12,0	24,4	20,3	17,1
DEUTSCHE TELEKOM	20,5	41,1	35,5	30,9
VODAFONE GROUP	-0,6	5,5	5,7	-4,1
CELLNEX TELECOM	-0,4	0,6	-12,1	-9,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kurs Orange Polska na tle indeksu WIG oraz CPS i STXE 600 Telcomm



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ORANGE POLSKA ZA Q3 2024

Wyniki za Q3 2024 przyjęliśmy z lekkim rozczarowaniem. Dostrzegamy zaprezentowane impulsy wzrostowe, w tym m.in. przyspieszenie dynamik ARPO na kluczowych usługach biznesowych. Jednocześnie jednak Q3 2024 to ponownie odczyt, w którym istotny wpływ na raportowane dodatnie dynamiki EBITDAaL w ujęciu r/r miały zdarzenia o charakterze „jednorazowym”.

EBITDAaL za Q3 2024 wzrósł o 3,1% r/r. Jest to odczyt lepszy niż nasze wcześniejsze oczekiwania o 43 mln PLN, ale uwzględnia jednorazową korektę kosztów związanych z podłączeniami klientów, która w omawianym kwartale miała pozytywny wpływ na EBITDAaL w kwocie 53 mln PLN. Tym samym, po oczyszczeniu tego efektu, raportowane wyniki za Q3 2024 na poziomie EBITDAaL wskazywałyby na większą erozję w relacji r/r niż sugerowała nasza prognoza (dynamika r/r wyniosłaby ok -3,2% r/r).

W Q3 2024 spółka pokazała mocne przychody z kluczowych linii biznesowych (wyższe o ok 1% od naszych oczekiwań). Dostrzegamy przyspieszenie dynamiki wzrostu ARPO (w Q3 2024 obserwujemy najwyższe dynamiki wzrostu od wielu kwartałów). ARPO z ofert konwergentnych wzrosło o 5% r/r, w usługach wyłącznie stacjonarnego internetu dynamika wzrostu to 3,5% r/r, z kolei ARPO z wyłącznie komórkowych usług głosowych było wyższe r/r o 1,6%.

Jednocześnie w Q3 2024 na skonsolidowany poziom przychodów negatywny wpływ miała m.in. erozja sprzedaży sprzętu (niższy odczyt r/r drugi kwartał z rzędu; efekt m.in. wysokiej bazy z zeszłego roku oraz niższej wartości ceny jednostkowej sprzętu) oraz spadki na odsprzedaży energii (widoczne w pozycji pozostałe przychody).

W strukturze kosztów zauważamy niższe koszty świadczeń pracowniczych wobec naszej prognozy o niemal 14 mln PLN (w naszym modelu staraliśmy się uwzględnić efekt corocznej indeksacji płac). Przypominamy, że w Q2 2024 koszty w tej kategorii wzrosły w ujęciu r/r o 6,3%, z kolei w Q3 2024 koszty świadczeń pracowniczych były wyższe w ujęciu r/r o 2,3%.

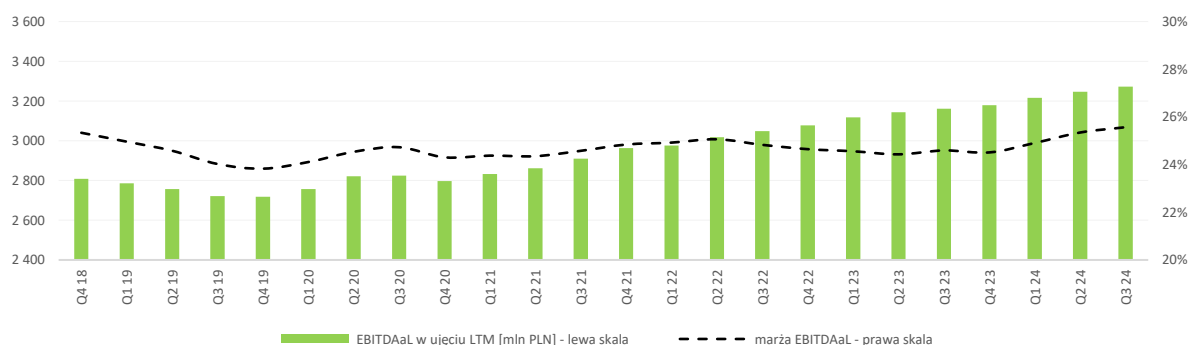
Saldo pozostałej działalności operacyjnej w Q3 2024 jest wyższe o 20 mln PLN wobec odczytu z Q3 2023. W ujęciu 1-3Q 2024 saldo pozostałej działalności operacyjnej jest wyższe o 156 mln PLN względem 1-3Q 2023. W tym okresie wzrost EBITDAaL w ujęciu r/r wyniósł 94 mln PLN.

Po wynikach za Q3 2024 spółka podtrzymała oczekiwania dla całego 2024 roku. Przychody spółki spodziewane są w przedziale „stabilny poziom lub niski jednocyfrowy spadek”, z kolei dla EBITDAaL spółka oczekuje „niskiego lub średniego jednocyfrowego wzrostu”. Przewidywany na 2024 rok eCapex to przedział 1,7-1,9 mld PLN.

Poniżej przedstawiamy wpływ głównych pozycji na zmianę EBITDAaL w Q3 2024 względem Q3 2023:

	[PLN m]
EBITDAaL zmiana r/r	+26
wzrost marży bezpośredniej z kluczowych usług	+55
jednorazowa korekta księgowa kosztów (podłączenia klientów do sieci innych operatorów dot. poprzednich okresów)	+53
malejące zyski ze sprzedaży energii	-24
wpływ ubiegłorocznej inflacji na koszty operacyjne	-25
wpływ innych kosztów	-33

Annualizowany odczyt EBITDAaL dla Orange



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

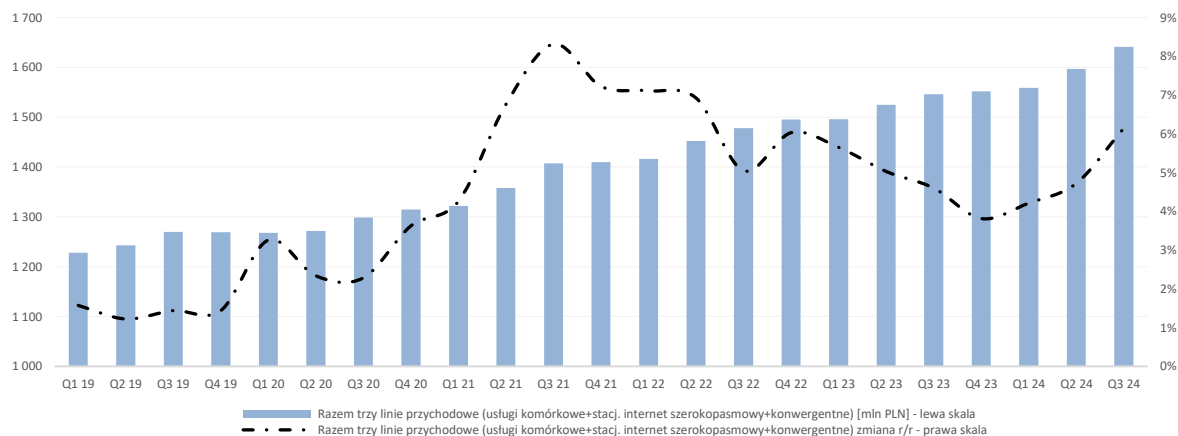
Wyniki Orange Polska za Q3 2024 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań [PLN m]

	Q3 23	Q3 24	y/y	Q3 23 LTM	Q3 24 LTM	y/y	Q3 24E BDM	realizacja
Przychody razem	3 115	3 105	-0,3%	12 857	12 801	-0,4%	3 103	100%
Usługi wyłącznie komórkowe	733	762	4,0%	2 883	2 948	2,3%	751	101%
Usługi wyłącznie stacjonarne	459	438	-4,6%	1 865	1 779	-4,6%	440	99%
Usługi konwergentne B2C	591	657	11,2%	2 287	2 517	10,1%	649	101%
Sprzedaż sprzętu	442	411	-7,0%	1 810	1 830	1,1%	433	95%
Usługi IT i integracyjne	312	337	8,0%	1 618	1 652	2,1%	326	103%
Usługi hurtowe	456	418	-8,3%	1 805	1 669	-7,5%	419	100%
Pozostałe przychody	122	82	-32,8%	589	406	-31,1%	86	96%
Przychody trzy linie biznesowe *	1 546	1 641	6,1%	6 062	6 349	4,7%	1 624	101%
Koszty razem	2 274	2 238	-1,6%	9 695	9 528	-1,7%	2 280	98%
Koszty świadczeń pracowniczych	344	352	2,3%	1 428	1 473	3,2%	366	96%
Koszty zakupów zewnętrznych	1 780	1 731	-2,8%	7 657	7 537	-1,6%	1 762	98%
EBITDAaL	841	867	3,1%	3 162	3 273	3,5%	824	105%
EBIT	377	370	-1,9%	1 368	1 188	-13,2%	349	106%
Koszty finansowe, netto	87	59	-32,2%	246	222	-9,8%	75	79%
Skonsolidowany wynik netto	237	254	7,2%	909	784	-13,8%	220	116%

* 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

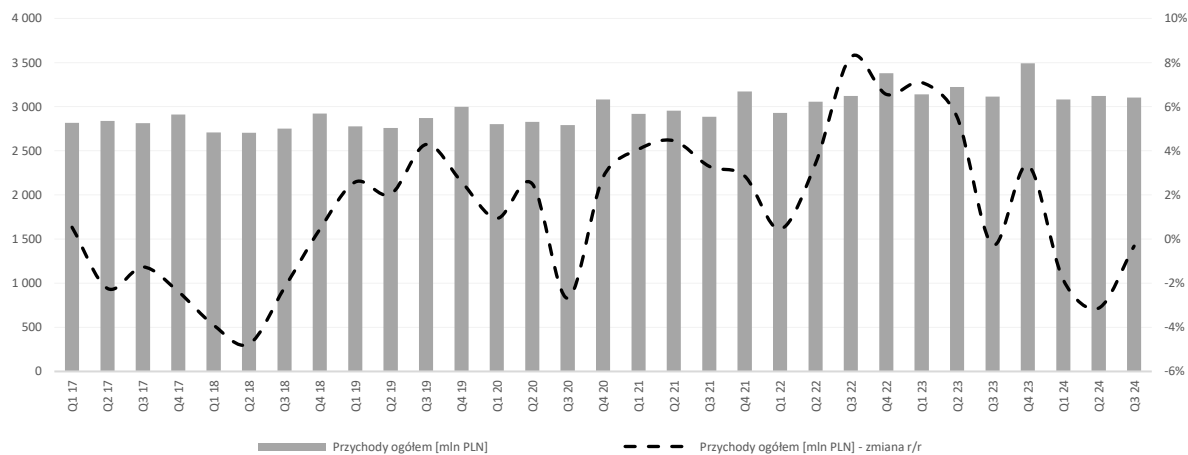
Przychody z trzech kluczowych linii biznesowych (wpływy z usług konwergentnych B2C, usług wyłącznie komórkowych i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego) w Q3 2024 wzrosły o 6,1% r/r. Jest to dynamika nieznacznie powyżej naszych oczekiwań. W Q3 2024 po serii mocnych odczytów z 2023 roku zauważamy już odczuwalną erozję wpływów ze sprzedaży sprzętu o 7% r/r (w Q2 2024 było to -2,4% r/r). W Q3 2024 spółka wypracowała wyższe wpływy z obszaru IT i integracji (+8% r/r). Istotny spadek sprzedaży widoczny jest na pozycji pozostałe przychody, gdzie ujmowana jest m.in. odsprzedaż energii (-32,8% r/r). Łącznie przychody spółki w omawianym kwartale spadły o 0,3% r/r.

Przychody z kluczowych usług OPL


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

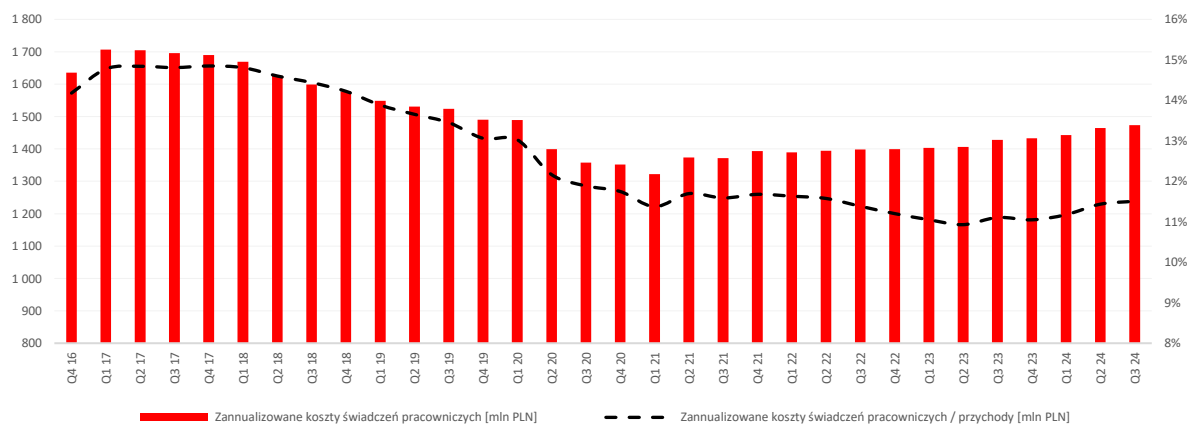
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dynamika przychodów ogółem



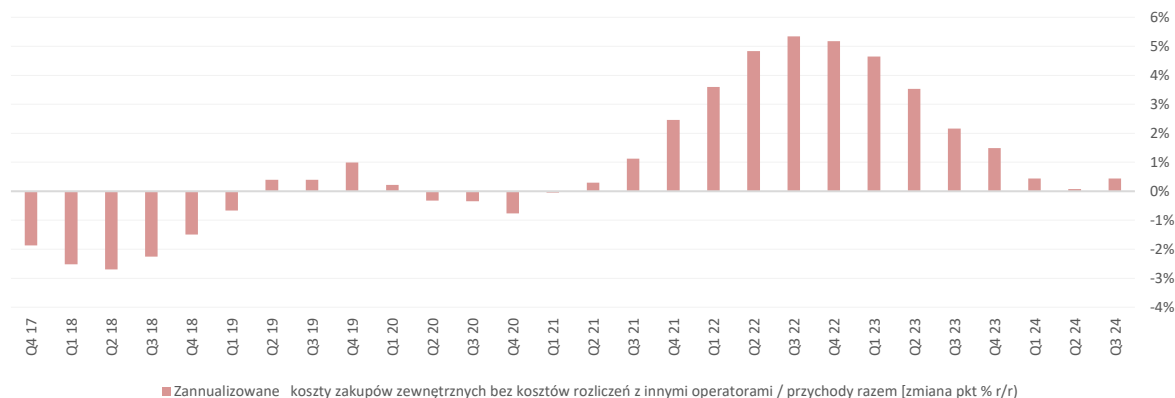
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne koszty świadczeń pracowniczych



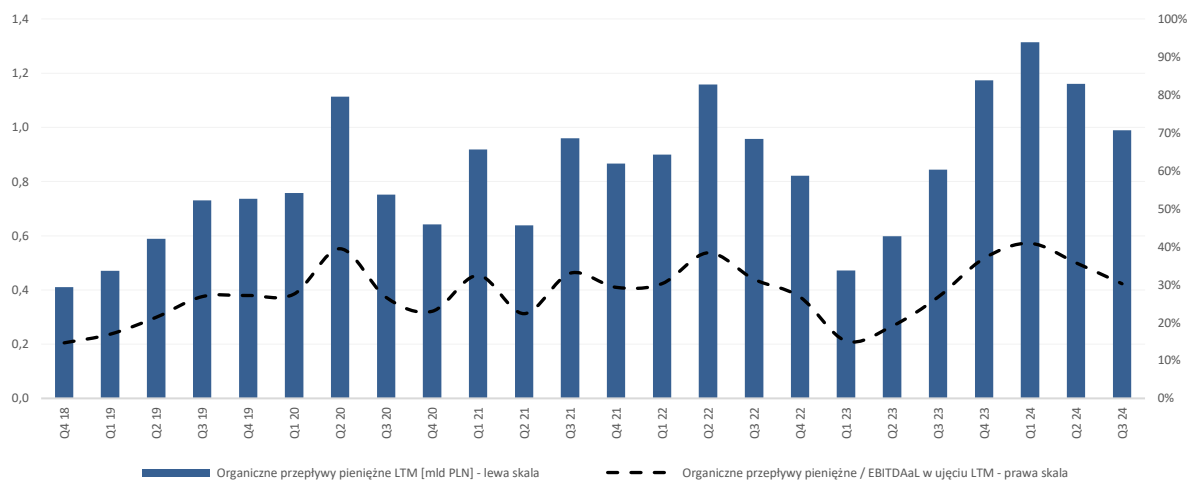
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Organiczne przepływy pieniężne LTM na tle odczytów EBITDAaL LTM



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.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

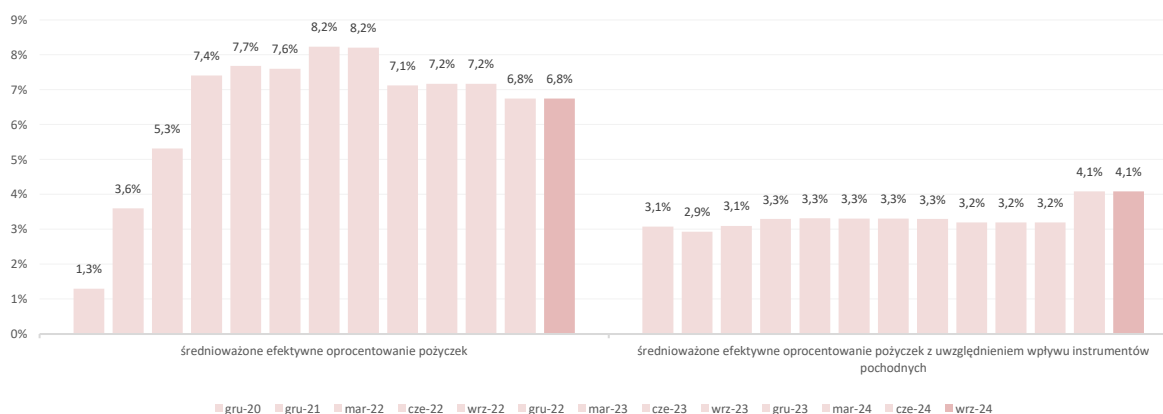
Po Q3 2024 w ujęciu LTM organiczne przepływy pieniężne były bliskie 1 mld PLN. Przypominamy, że w 2023 organiczne przepływy pieniężne wyniosły ok 1,17 mld PLN (bez liczenia wpływów ze sprzedaży środków trwałych i wartości niematerialnych byłoby to ok 0,9 mld PLN). W 2022 roku organiczne przepływy pieniężne wyniosły 0,82 mld PLN.

DŁUG FINANSOWY

Dług finansowy netto na koniec września 2024 roku wynosił niespełna 3,9 mld PLN (bez uwzględnienia zadłużenia związanego z leasingiem). Zadłużenie netto łącznie z leasingiem sięgało blisko 6,88 mld PLN. Wskaźnik dług netto (bez uwzględnienia leasingu) do EBITDAaL w ujęciu ostatnich czterech kwartałów (LTM) na koniec września'24 wynosił prawie 1,2x.

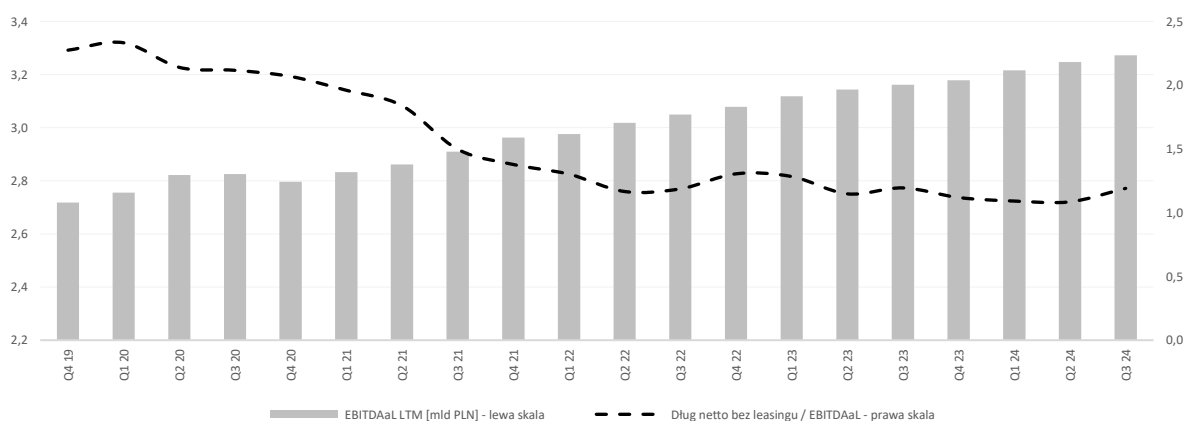
W strukturze zadłużenia najważniejszą pozycją były pożyczki od jednostki powiązanej (Atlas Services Belgium w ramach grupy Orange France). Na koniec września 2024 średnioważone efektywne oprocentowanie pożyczek od jednostki powiązanej wynosiło 6,7% bez uwzględnienia wpływu instrumentów pochodnych (na koniec 2023 roku było to 7,17%) oraz 4,09% z uwzględnieniem wpływu instrumentów pochodnych (na koniec 2023 roku było to 3,2%). Przypominamy, że jeszcze przed skokowym wzrostem kosztu kapitału spółka wdrożyła politykę zabezpieczenia kosztu finansowania i efektywny koszt długu od grudnia 2020 roku do grudnia 2023 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 w okresie Q4 2020 do Q3 2024 (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

AUKCJA NA NOWE BLOKI CZĘSTOTLIWOŚCI ORAZ STRUKTURA eCAPEX

Przypominamy, że w grudniu 2023 roku zakończyła się aukcja na pasmo C (3,4-3,8 GHz) dedykowane technologii 5G. Szacujemy, że nowe pasmo ponad dwukrotnie powiększyło zasoby częstotliwości wykorzystywane do świadczenia usług mobilnych (jest to pasmo pojemnościowe, które przede wszystkim pozwoli w istotny sposób zwiększyć pojemność sieci oraz efektywniej zarządzać rosnącym przepływem danych; wcześniej spółka świadczyła usługi 5G w paśmie 2100 MHz, w oparciu o mechanizm dynamicznego przydziału pasma). 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.

Zwracamy uwagę, że w listopadzie br. Prezes UKE ogłosił start aukcji częstotliwości dla pasm 700 i 800 MHz. Przedmiotem aukcji jest siedem rezerwacji częstotliwości: 6 bloków z pasma 700 MHz i 1 blok 800 MHz.

Przedmiot aukcji

Lp.	Rezerwacja częstotliwości	Pasmo	Zakres częstotliwości
1	Rezerwacja A	700 MHz	703-708 MHz i 758-763 MHz
2	Rezerwacja B	700 MHz	708-713 MHz i 763-768 MHz
3	Rezerwacja C	700 MHz	713-718 MHz i 768-773 MHz
4	Rezerwacja D	700 MHz	718-723 MHz i 773-778 MHz
5	Rezerwacja E	700 MHz	723-728 MHz i 778-783 MHz
6	Rezerwacja F	700 MHz	728-733 MHz i 783-788 MHz
7	Rezerwacja G	800 MHz	816-821 MHz i 857-862 MHz

Źródło: UKE

Pierwotna kalkulacja ceny wywoławczej podawana przez UKE wskazywała, że blok 700 MHz wyceniono na 580 mln PLN, natomiast blok 800 MHz na 635 mln PLN. Jak poinformował UKE, ostatecznie cena wywoławcza została wyznaczona w oparciu o model PWC i cena została skorygowana w dół do 356 mln PLN. Operatorzy mają czas na złożenie wstępnych ofert do 27 stycznia 2025 r. Prezes UKE chciałby zakończyć postępowanie najpóźniej 1 czerwca 2025 roku.

Otwarcie aukcji było wyczekiwane przez rynek do dłuższego czasu. Ustalone ceny wywoławcze na poziomie 356 mln PLN za 1 blok są bliskie naszym poprzednim oczekiwaniom. Przypominamy również, że w minionych tygodniach do UKE trafiło szereg głosów/ekspertyz wskazujących, iż pierwotnie przedstawione przez UKE ceny wywoławcze istotnie odbiegały od innych podobnych aukcji na rynkach UE (580 mln PLN za blok 700 MHz i 635 mln PLN za blok 800 MHz).

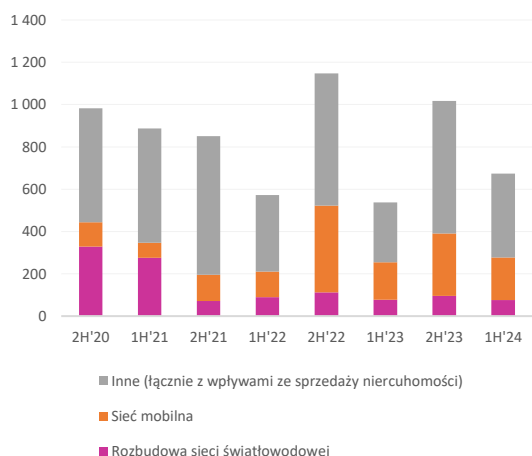
Zakładamy, że rozbudowa sieci 5G będzie wspierać przyszłe próby poprawy monetyzacji klienta, m.in. za pomocą ofert akcentujących wartość. Docelowo w horyzoncie kilku lat liczymy, że sieć 5G pozwoli Orange zaoferować komercyjne propozycje dla klientów biznesowych (zakładamy, że rozbudowana sieć 5G pozwoli na tworzenie ekosystemów cyfrowych dla transformacji biznesowej - sieci kampusowe).

Ekonomiczne nakłady inwestycyjne (eCapex) w 2023 roku wyniosły ponad 1,55 mld PLN. Wpływy ze sprzedaży aktywów ujęte w eCapex w minionym 2023 roku wyniosły 229 mln PLN. Na koniec Q3 2024 eCapex w ujęciu LTM wynosił 1,79 mld PLN (wpływy ze sprzedaży nieruchomości wyniosły blisko 175 mln PLN). Przypominamy, że w strategii spółka zakłada, iż eCapex w ujęciu rocznym powinien znajdować się w przedziale 1,7-1,9 mld PLN.

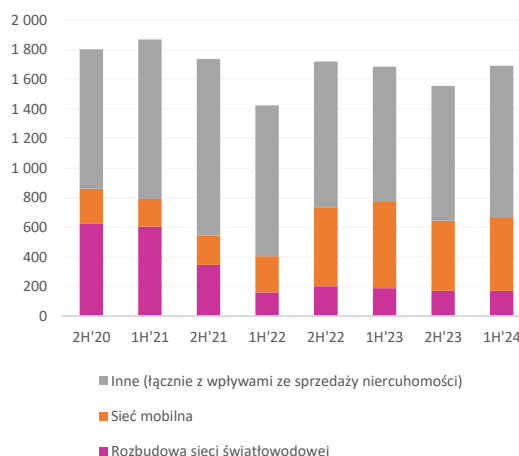
W ostatnich kwartałach w strukturze wydatków spółki widać systematyczny wzrost udziału inwestycji na sieć mobilną, co związane jest m.in. z poprawą jakości i pojemności sieci (projekt modernizacji sieci dostępowej) oraz kolejnym etapom zmierzającym do przystosowania sieci mobilnej do technologii 5G. Jednocześnie w strukturze nakładów spółka rozpoznaje mniejsze wydatki w obszarze rozbudowy sieci światłowodowej. Jest to związane ze strategiczną zmianą podejścia i wydzieleniem do projektu joint venture (Światłowód Inwestycje) kolejnych etapów rozbudowy sieci w tej technologii.

Przyjmujemy w modelu, że w latach 2024/25/26 na rozbudowę i modernizacji sieci mobilnej Orange przeznaczy łącznie blisko 1,5 mld PLN. Ogółem w naszych założeniach w latach 2024/25/26 przyjęliśmy, iż eCapex będzie średniorocznie w okolicy 1,86 mld PLN. Jest to scenariusz, który w naszej ocenie powinien pozwolić na utrzymanie ścieżki wzrostu DPS równoległe z umiarkowanym ponoszeniem oczekiwanych wydatków inwestycyjnych.

eCapex w ujęciu półrocza [PLN m]



eCapex w ujęciu LTM [PLN m]



Ekonomiczne nakłady inwestycyjne (eCapex) od 2020 roku uwzględniają również naliczone wpływy ze sprzedaży aktywów

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Spodziewamy się, że Q4 2024 wskaże na wzrost EBITDAaL o około 2% r/r do poziomu 768 mln PLN. Po trzech poprzednich kwartałach bieżącego 2024 roku (w naszej ocenie) powinien być już to kwartał, kiedy nie będziemy obserwowali tak istotnych pozycji jednorazowych „ratujących” dodatnie dynamiki EBITDAaL w ujęciu r/r. W szczególności na Q4 2024 zakładamy kontynuację mocnych dynamik wzrostu przychodów z kluczowych usług telekomunikacyjnych (łącznie wpływy niemal 1,65 mld PLN; +6,1% r/r). Nasz model zakłada w końcówce bieżącego roku spadek wpływów ze sprzedaży sprzętu o blisko 2% r/r. Przygotowujemy się również na niższe wpływy z usług ICT w relacji r/r. W skali całego 2024 roku nasza prognoza EBITDAaL to kwota 3,288 mld PLN (+3,4% r/r). Jednocześnie zwracamy uwagę, że gdybyśmy skorygowali odczyt EBITDAaL za 2024 o dodatkową marżę ujętą na saldzie pozostałych przychodów operacyjnych wynikającą z realizowanych projektów dla ŚI oraz korektę księgową kosztów związanych z podłączeniami klientów do sieci innych operatorów (ujęte w Q3 2024) to bieżący cały 2024 rok mógłby wskazać na erozję rezultatów względem 2023 roku.

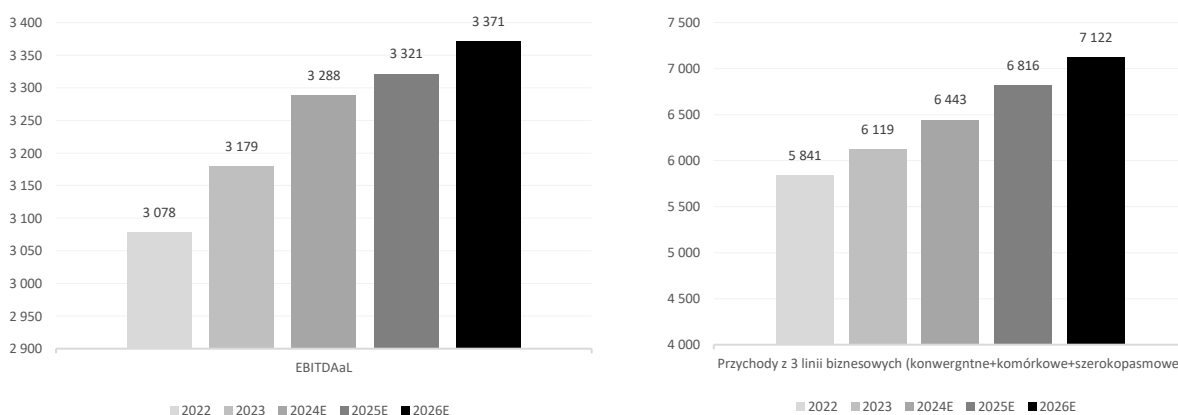
W modelu spodziewamy się, że EBITDAaL w 2025 roku może wynieść 3,32 mld PLN, czyli o 33 mln PLN więcej niż w 2024 roku. Nominalnie jest to mała zmiana. Zwracamy jednak uwagę, że w okresie 1-3Q 2024 miał miejsce istotny wspomniany już wpływ zdarzeń „jednorazowych” na odczyt EBITDAaL (rozliczenie projektów realizowanych dla Światłowodów Inwestycje – saldo pozostałej działalności operacyjnej po 9 mc 2024 jest wyższe o 136 mln PLN niżeli po 9 mc 2023 roku; dodatkowo w Q3 2024 dokonano zmiany księgowej kosztów, co wpłynęło na wzrost EBITDAaL o 53 mln PLN).

Na rok 2026 założymy wzrost EBITDAaL do poziomu 3,371 mln PLN, co oznacza przyrost o 1,5% r/r. Nasz model na 2026 rok stara się uwzględnić dwa elementy mogące stanowić presję dla utrzymania rosnących wyników spółki w 2026 roku:

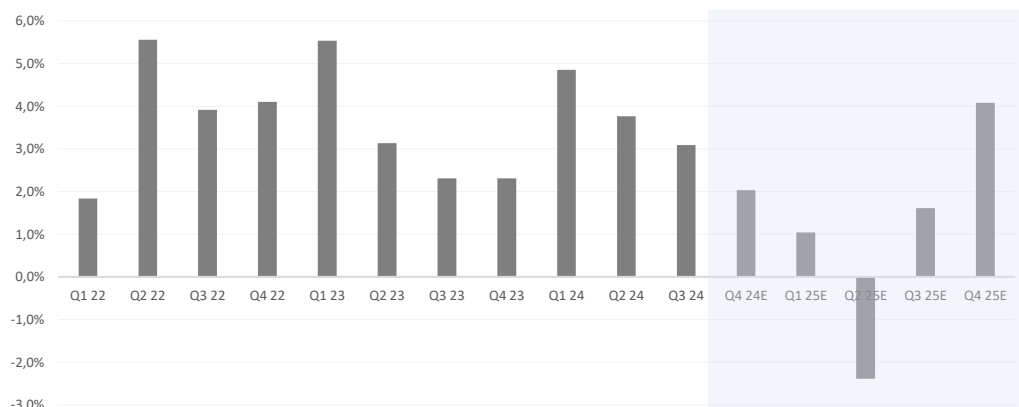
- Przypominamy, że w spółka w ramach rozwoju działalności hurtowej ma umowę roamingu krajowego z P4 (operatorem sieci Play). Współpraca na przestrzeni ostatnich lat jest realizowana w formule „take-or-pay”. Jak podaje spółka umowa dotyczy stosunkowo ograniczonego ruchu w porównaniu do ruchu generowanego przez klientów własnych Orange. W latach 2021-2025 szacunkowy dodatkowy minimalny przychód dla Orange ze wspomnianej umowy wynosi 300 mln PLN. W naszym modelu nie zakładamy przedłużenia tej umowy.
- Po drugie, w roku 2026 spodziewamy się niższego względem 2025 roku salda pozostałej działalności operacyjnej z uwagi na istotne zmniejszenie skali realizowanych projektów dla ŚI.

Przypominamy, że bieżący 2024 rok jest ostatnim okresem obecnej strategii .Grow. Prawdopodobnie na przełomie Q1/Q2 2025 roku inwestorzy poznają zaktualizowaną przez władze Orange ścieżkę średnioterminową na kolejne lata.

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



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.

Założenia dla wyników Orange Polska na kolejne okresy [PLN m]

	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24E	Q1 25E	Q2 25E	Q3 25E	Q4 25E	2023	2024E	2025E	2026E
Przychody razem	3 081	3 123	3 105	3 471	3 228	3 246	3 208	3 586	12 970	12 780	13 268	13 598
Usługi wyłącznie komórkowe	719	742	762	753	750	774	789	780	2 891	2 976	3 094	3 178
Usługi wyłącznie stacjonarne	446	442	438	434	429	424	420	417	1 847	1 760	1 690	1 613
Usługi konwergentne B2C	620	636	657	669	683	696	717	734	2 337	2 582	2 829	3 059
Sprzedaż sprzętu	475	407	411	526	466	411	417	532	1 859	1 819	1 825	1 878
Usługi IT i integracyjne	327	405	337	560	368	425	354	599	1 701	1 629	1 746	1 833
Usługi hurtowe	391	403	418	431	427	426	427	426	1 788	1 643	1 706	1 651
Pozostałe przychody	103	88	82	97	105	90	84	99	547	370	377	385
Przychody trzy linie biznesowe*	1 559	1 597	1 641	1 646	1 656	1 692	1 729	1 738	6 119	6 443	6 816	7 122
Koszty razem	2 282	2 269	2 238	2 702	2 420	2 412	2 327	2 787	9 791	9 491	9 946	10 227
Koszty świadczeń pracowniczych	382	369	352	385	398	383	357	390	1 433	1 488	1 527	1 538
Koszty zakupów zewnętrznych	1 796	1 799	1 731	2 168	1 869	1 880	1 820	2 238	7 739	7 494	7 807	8 043
EBITDAaL	799	854	867	768	807	834	881	800	3 179	3 288	3 321	3 371
EBIT	349	360	370	268	329	352	374	290	1 221	1 347	1 345	1 294
Koszty finansowe, netto	69	75	59	90	81	83	87	92	213	293	342	331
Skonsolidowany wynik netto	227	231	254	142	199	216	230	159	818	854	804	773

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

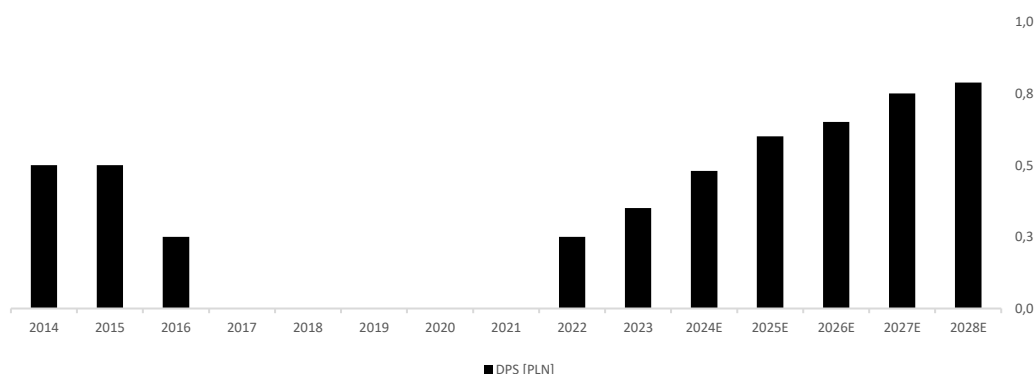
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Ostatnia wypłacona dywidenda przez Orange Polska była 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 poniżej 1,2x. Liczymy, że zarząd spółki potwierdzi pozytywne długoterminowe trendy finansowe (na przełomie Q1 i Q2 2025 roku będziemy wyczekiwali przedstawienia nowej strategii średnioterminowej). Z bieżącej perspektywy przyjęliśmy w naszej symulacji scenariusz wzrostu dywidendy wypłaconej w 2025 roku do 0,60 PLN/akcję i obniżyliśmy oczekiwany poziom wypłaty w 2026 roku z 0,75 PLN/akcję do 0,65 PLN/akcję.

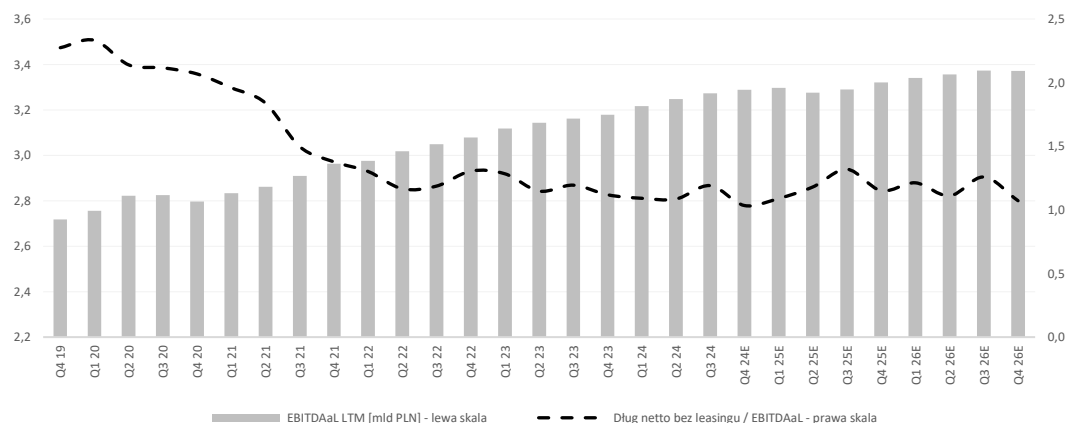
Orange France chce wypłacić dywidendę w kwocie 0,75 EUR /akcję (płatne w 2025 roku), co przy obecnym kursie rynkowym sugeruje rentowność dywidendy w okolicy 7,7%. Dla Orange Polska, tak jak już wskazaliśmy, spodziewamy się wypłaty dywidendy w kwocie 0,6 PLN/akcję, co przy obecnym kursie wskazuje na rentowność dywidendy bliską 7,8%.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

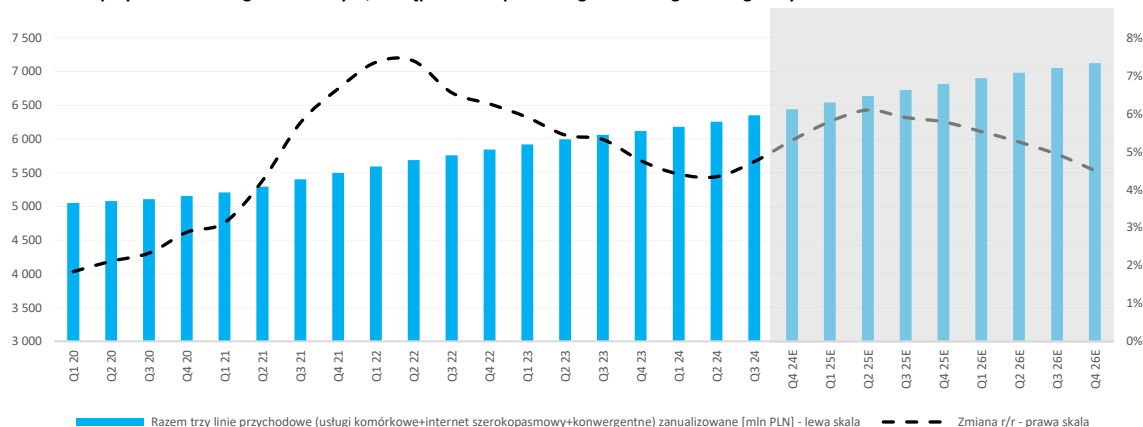
Historyczne odczyty EBITDAaL w ujęciu LTM i poziom długu netto (bez leasingu) do EBITDAaL oraz nasza symulacja na kolejne okresy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wpływy z trzech kluczowych kategorii przychodowych (usług konwergentnych B2C, usług wyłącznie komórkowych i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego internetu) w naszej prognozie za cały 2024 rok wynoszą ponad 6,44 mld PLN, czyli jest to wzrost o 5,3% r/r. W kolejnych dwóch latach, czyli na okres 2025-2026 uwzględniliśmy wzrost przychodów z tych trzech pozycji o odpowiednio 5,78% i 4,50% r/r. Tym samym nadchodzące kwartały, w naszej opinii, mogą wskazać na utrzymanie mocnych dynamik wzrostu z kluczowych usług telekomunikacyjnych.

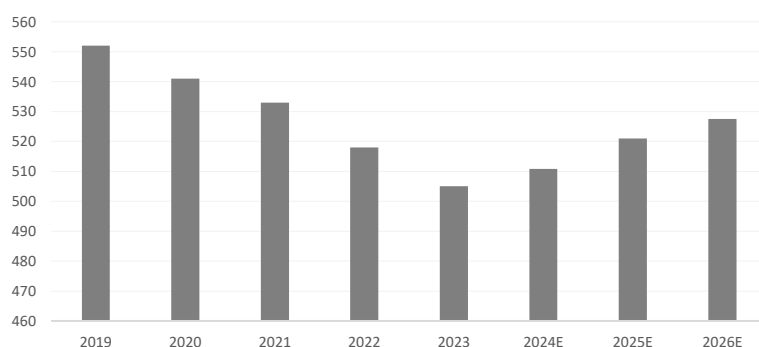
Założenia dla przychodów z usług komórkowych, dostępu szerokopasmowego oraz usług konwergentnych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W modelu, po stronie kosztowej staramy się uwzględniać dalsze procesy optymalizacji działalności organizacji oraz wygasającą presję inflacyjną. Przypominamy jednocześnie, że w ramach optymalizacji kosztów spółka w ostatnich latach zrealizowała już szereg inicjatyw, które przyczyniły się do materialnego obniżenia wielu parametrów kosztowych. W przyjętym scenariuszu bazowym staramy się jednocześnie uwzględnić oczekiwany przez nas wzrost zużycia energii. W latach 2020-2023 średniorocznie zużycie energii w Orange spadało o ponad 2% r/r (w 2019 roku zużyto ponad 550 GWh, z kolei w 2023 roku było to 505 GWh). W 2023 roku szacujemy udział kosztów energii w kosztach pośrednich na blisko 13% ogółu. W 2024 roku zakładamy, że dojdzie już do niewielkiego wzrostu wolumenów konsumpcji energii. Na kolejne 3 lata nasz model zakłada wzrost zużycia energii średniorocznie o ponad 1,5% r/r.

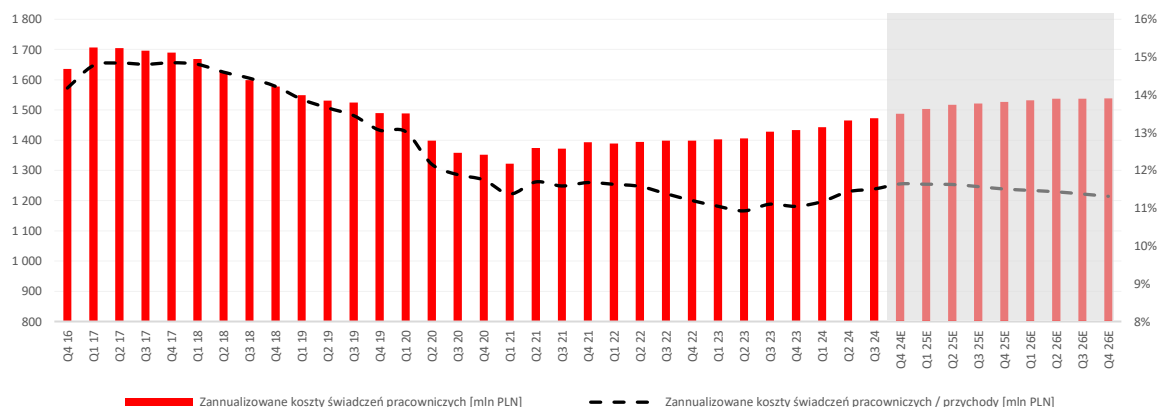
Historyczne oraz zakładane przez nas zużycie energii przez Orange Polska [GWh]



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 11,5% przychodów w najbliższych latach. Nominalnie na tej pozycji uwzględniamy wzrost bazy kosztowej z 1,49 mld PLN (z 2024 roku) do ok 1,53 mld PLN w 2025 roku (niższa liczba etatów i jednoczesna indeksacja płac).

Założenia dla kosztów pracowniczych na kolejne okresy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W porównaniu do poprzedniego raportu analitycznego z 2024-04-03 nieznacznie podnieśliśmy oczekiwane dynamiki wzrostu przychodów dla trzech kluczowych linii biznesowych (usługi wyłącznie komórkowe+internet szerokopasmowy+usługi konwergentne) oraz odczytu EBITDAaL na 2024 rok.

Na lata 2025 i 2026 nasze obecne założenia na trzech kluczowych kategoriach przychodów są wyższe odpowiednio o 0,5% oraz 0,4%. Zwracamy uwagę, że w horyzoncie średnioterminowym obniżyliśmy nasze oczekiwania dla wpływów ze sprzedaży sprzętu. Oceniamy, że impuls wzrostowy w tej kategorii widoczny w poprzednich dwóch latach został wyczerpany. W 2025 roku oraz 2026 roku spodziewamy się niższego dodatniego salda pozostałej działalności operacyjnej niż w 2024 roku (odpowiednio +194 mln PLN i +135 mln PLN względem +318,5 mln PLN w 2024 roku).

Odczyt EBITDAaL na bazie zaktualizowanego modelu na rok 2025, wg nas, może wynieść 3,321 mld PLN (jest to o 3,2% mniej względem prognozy z poprzedniego raportu). Nasza symulacja na 2026 rok wskazuje obecnie, że EBITDAaL będzie w okolicy 3,371 mld PLN, co oznacza wartość niższą o 5,5% niższą względem poprzednich projekcji.

Zmiana założeń dla wyników Orange Polska na kolejne okresy (obecnie względem raportu analitycznego z 2024-04-03)

	jest	jest	jest	było	było	było	y/y	y/y	y/y
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Przychody razem	12 780	13 268	13 598	12 981	13 489	13 863	-1,6%	-1,6%	-1,9%
Usługi wyłącznie komórkowe	2 976	3 094	3 178	2 980	3 123	3 223	-0,1%	-0,9%	-1,4%
Usługi wyłącznie stacjonarne	1 760	1 690	1 613	1 760	1 692	1 585	0,0%	-0,1%	1,8%
Usługi konwergentne B2C	2 582	2 829	3 059	2 547	2 771	2 991	1,4%	2,1%	2,3%
Sprzedaż sprzętu	1 819	1 825	1 878	1 935	2 003	2 071	-6,0%	-8,9%	-9,3%
Usługi IT i integracyjne	1 629	1 746	1 833	1 802	1 934	2 031	-9,6%	-9,7%	-9,7%
Usługi hurtowe	1 643	1 706	1 651	1 452	1 450	1 438	13,2%	17,7%	14,8%
Pozostałe przychody	370	377	385	505	515	523	-26,7%	-26,7%	-26,4%
Przychody trzy linie biznesowe *	6 443	6 816	7 122	6 415	6 784	7 093	0,4%	0,5%	0,4%
Koszty razem	9 491	9 946	10 227	9 704	10 056	10 295	-2,2%	-1,1%	-0,7%
Koszty świadczeń pracowniczych	1 488	1 527	1 538	1 472	1 493	1 509	1,1%	2,3%	2,0%
Koszty zakupów zewnętrznych	7 494	7 807	8 043	7 566	7 908	8 073	-0,9%	-1,3%	-0,4%
EBITDAaL	3 288	3 321	3 371	3 277	3 433	3 568	0,3%	-3,2%	-5,5%
EBIT	1 347	1 345	1 294	1 303	1 418	1 612	3,4%	-5,1%	-19,7%
Koszty finansowe, netto	293	342	331	302	316	305	-3,0%	8,3%	8,4%
Skonsolidowany wynik netto	854	804	773	803	884	1 057	6,4%	-9,0%	-26,9%

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Założenia modelowe oraz wskaźniki rynkowe dla Orange

[PLN m]	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Przychody razem	12 488	12 970	12 780	13 268	13 598	13 888	14 221	14 556	14 886
Usługi wyłącznie komórkowe	2 797	2 891	2 976	3 094	3 178	3 267	3 346	3 416	3 480
Usługi wyłącznie stacjonarne	1 898	1 847	1 760	1 690	1 613	1 499	1 459	1 421	1 392
Usługi konwergentne B2C	2 154	2 337	2 582	2 829	3 059	3 274	3 465	3 639	3 801
Sprzedaż sprzętu	1 582	1 859	1 819	1 825	1 878	1 930	1 983	2 036	2 089
Usługi IT i integracyjne	1 492	1 701	1 629	1 746	1 833	1 906	1 973	2 042	2 114
Usługi hurtowe	1 890	1 788	1 643	1 706	1 651	1 620	1 598	1 599	1 601
Pozostałe przychody	675	547	370	377	385	391	397	403	409
Przychody trzy linie biznesowe *	5 841	6 119	6 443	6 816	7 122	7 408	7 661	7 886	8 093
Koszty razem	9 410	9 791	9 491	9 946	10 227	10 415	10 624	10 849	11 074
Koszty świadczeń pracowniczych	1 399	1 433	1 488	1 527	1 538	1 548	1 577	1 616	1 656
Koszty zakupów zewnętrznych	7 423	7 739	7 494	7 807	8 043	8 148	8 324	8 507	8 690
EBITDAaL	3 078	3 179	3 288	3 321	3 371	3 473	3 597	3 707	3 812
EBIT	1 161	1 221	1 347	1 345	1 294	1 426	1 583	1 755	1 881
Koszty finansowe netto	294	213	293	342	331	332	335	359	355
Skonsolidowany wynik netto	724	818	854	804	773	884	1 009	1 129	1 234
Wybrane dane operacyjne	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
ARPO konwergentne (B2C) [PLN/mc]	114,7	118,9	124,6	131,0	136,4	140,9	144,9	148,4	151,7
ARPO szerokopasmowe [PLN/mc]	61,7	64,2	66,6	69,9	72,6	74,7	76,6	78,2	79,7
ARPO dostępu wąskopasmowego [PLN/mc]	36,3	36,0	35,5	35,4	35,2	34,9	34,7	34,4	34,2
ARPO usługi wyłącznie komórkowe [PLN/mc]	20,3	21,9	22,8	23,8	24,7	25,0	25,3	25,6	25,9
Przychody y/y	4,7%	3,9%	-1,5%	3,8%	2,5%	2,1%	2,4%	2,4%	2,3%
Przychody kluczowe 3 linie biznesowe y/y	6,3%	4,8%	5,3%	5,8%	4,5%	4,0%	3,4%	2,9%	2,6%
Koszty wynagrodzeń jako % przychodów	11,2%	11,0%	11,6%	11,5%	11,3%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
Koszty sprzedaży jako % przychodów	22,8%	24,7%	24,0%	23,8%	24,1%	23,9%	24,0%	24,1%	24,1%
Pozostałe usługi obce jako % przychodów	17,2%	16,6%	16,8%	16,9%	17,3%	17,4%	17,6%	17,7%	17,8%
EBITDAaL y/y	3,9%	3,3%	3,4%	1,0%	1,5%	3,0%	3,6%	3,1%	2,8%
marża EBITDaL	24,6%	24,5%	25,7%	25,0%	24,8%	25,0%	25,3%	25,5%	25,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Założenia modelowe oraz wskaźniki rynkowe dla Orange

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Bilans									
Aktywa trwale razem	22 259	22 756	22 424	22 741	22 338	22 004	22 458	22 242	22 203
Aktywa obrotowe razem	4 507	4 070	4 194	4 404	4 709	4 990	4 567	4 884	5 073
Aktywa razem	26 766	26 826	26 618	27 145	27 047	26 994	27 026	27 126	27 276
Kapitał własny razem	13 453	13 446	13 572	13 589	13 509	13 408	13 384	13 428	13 522
Zobowiązania długoterminowe razem	8 068	7 164	8 196	8 593	8 492	8 482	8 472	8 463	8 453
Zobowiązania krótkoterminowe razem	5 245	6 216	4 850	4 963	5 047	5 104	5 170	5 236	5 301
Pasywa razem	26 766	26 826	26 618	27 145	27 047	26 994	27 026	27 126	27 276

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
CF									
CF operacyjny razem	2 940	3 453	3 632	3 427	3 484	3 578	3 667	3 717	3 797
CF inwestycyjny razem	-1 999	-2 046	-2 030	-2 523	-1 904	-1 875	-2 631	-1 892	-2 047
CF finansowy razem	-850	-1 634	-1 522	-826	-1 371	-1 491	-1 537	-1 587	-1 639

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Wskaźniki rynkowe									
Cena [PLN]	7,692	7,692	7,692	7,692	7,692	7,692	7,692	7,692	7,692
Liczba akcji [m]	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312
Mkt Cap [PLN m]	10 095	10 095	10 095	10 095	10 095	10 095	10 095	10 095	10 095
EV [PLN m]	16 887	16 602	16 445	16 759	16 446	16 221	16 710	16 460	16 336
P/E	13,9	12,3	11,8	12,6	13,1	11,4	10,0	8,9	8,2
EV/EBITDA	4,6	4,4	4,1	4,2	4,1	3,9	3,9	3,8	3,7
EV/EBIT	14,5	13,6	12,2	12,5	12,7	11,4	10,6	9,4	8,7
P/BV	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7
ROIC	5,4%	5,5%	6,0%	6,6%	6,2%	7,1%	8,0%	8,6%	9,4%
Dług netto / EBITDA (x)	1,8	1,7	1,6	1,7	1,6	1,5	1,6	1,5	1,4
Dług netto bez leasingu / EBITDAaL	1,3	1,1	1,0	1,2	1,1	1,0	1,1	1,0	0,9
Zadłużenie netto (łącznie z leasingiem) [PLN m]	6 792	6 507	6 351	6 664	6 352	6 126	6 615	6 365	6 241
Zadłużenie netto (bez zob. z tyt. leasingu) [PLN m]	4 016	3 556	3 401	3 823	3 614	3 401	3 902	3 665	3 553
Dywidenda [mln PLN]	328	459	630	787	853	984	1 033	1 085	1 139
DPS [PLN/akcję]	0,25	0,35	0,48	0,60	0,65	0,75	0,79	0,83	0,87
Rentowność dywidendy [DPS/kurs bieżący]	3,2%	4,5%	6,2%	7,8%	8,5%	9,8%	10,2%	10,7%	11,3%

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

Andrzej Wodecki

Młodszy analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 3
e-mail: andrzej.wodecki@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	8,55	kupuj	9,0	2024-11-19	08:37 CET	7,692	79 187
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 Q4 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	4	44%	0	0%
Akumuluj	3	33%	0	0%
Trzymaj	1	11%	0	0%
Redukuj	1	11%	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: 2024-11-19.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-11-19 (08:37 CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-11-22.

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 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 2024-11-19:

- 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 świadomym, 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.