



Dom Maklerski BDM S.A.

ORANGE POLSKA

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

WYCENA 6,05 PLN

(POPZEDNIO: KUPUJ)

08 SIERPIEŃ 2018, 09:01 CEST

Decydujemy się utrzymać zalecenie Kupuj dla walorów Orange i wyznaczamy cenę docelową na poziomie 6,05 PLN/akcję. W średnim terminie liczymy, że konsekwentne egzekwowanie przez władze Orange celów strategicznych będzie wpływać na dalszą odbudowę wartości. Zgodnie z przyjętymi założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2019-2020 na poziomie odpowiednio 4,6x i 4,3x.

Raport okresowy za 2Q'18 przyjęliśmy optymistycznie. Należy mieć też na uwadze, że wcześniejsze oczekiwania wobec trendów biznesowych nie były wymagające. Przypominamy, że Orange zmienił sposób raportowania (MSSF 15) oraz skorygował podstawowe KPI. Przychody spółki w samym 2Q'18 wyniosły 2,71 mld PLN (spadek q/q tylko o 0,1%). Zauważamy impulsy wzrostowe w obszarze usług konwergentnych. Wpływy z tej kategorii były wyższe q/q o 8,6% i wyniosły 316 mln PLN (pozytywnie przyjęliśmy zwłaszcza wzrost ARPO do 102,4 PLN).

Zgodnie z przyjętymi założeniami spółka w 2019 roku powinna być w stanie wykazać płaskie przychody względem 2018 roku (w modelu mamy wciąż niewielką erozję) i od 2020 roku spodziewamy się, że skonsolidowane odczyty przychodów będą rosły w ujęciu r/r. Dlatego oceniamy, że przy utrzymaniu dyscypliny kosztowej spółka od 2019 roku będzie w stanie wykazywać wzrost EBITDA r/r. W 2018 roku spodziewamy się odczytu 2,75 mld PLN. Nasz scenariusz bazowy zakłada, że w 2020 roku EBITDA Orange osiągnie pułap 2,9 mld PLN i w 2020 roku przekroczy 3 mld PLN.

Szacujemy, że nakłady inwestycyjne w latach 2018-2020 mogą wynieść średniorocznie około 2,08 mld PLN. W 2021 roku przygotowujemy się jeszcze na zwiększone wydatki związane z uczestnictwem w aukcji na nowe częstotliwości. Po roku 2021 przyjęliśmy spadek wydatków inwestycyjnych. Nasza projekcja sugeruje, że wskaźnik dług netto/EBITDA na koniec 2018 roku wyniesie ponad 2,4x. Na koniec 2019 roku spodziewamy się, że spadnie do ok 2,2x, a w roku 2020 do 2,0x.

W modelu utrzymaliśmy zaprezentowany w poprzednim raporcie analitycznym kalendarz powrotu do wypłaty dywidendy. Wg naszych symulacji pierwszy strumień dps powinien pojawić się z zysku za 2020 rok. Oczekujemy, że odbudowa wyników oraz zaawansowany proces inwestycyjny w rozwój sieci światłowodowej na przełomie 2020/2021 roku będą skłaniać do powrotu wypłat dywidend.

Wycena końcowa [PLN]	6,05
Wycena DCF	6,10
Wycena mnożnikowa [PLN]	6,0
Potencjał do wzrostu / spadku	+20%
Koszt kapitału	8,5%
Cena rynkowa [PLN]	5,02
Kapitalizacja [mld PLN]	6,59
Ilość akcji [mln. szt.]	1 312
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	6,06
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	4,31
Stopa zwrotu za 3 mc	-4%
Stopa zwrotu za 6 mc	-13%
Stopa zwrotu za 12 mc	-12%
Akcjonariat:	
Orange SA	50,7%
Pozostali akcjonariusze	49,3%

Autor raportu:

Maciej Bobrowski
bobrowski@bdm.pl

Dom Maklerski BDM S.A.

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody [mld PLN]	11 538	11 381	10 896	10 861	10 903	11 178
EBITDA [mld PLN]	3 163	2 807	2 783	2 830	2 902	3 040
EBIT [mld PLN]	-1 354	229	239	328	432	604
Wynik netto [mld PLN]	-1 746	-60	-107	-19	67	206
P/BV (x)	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x
P/E (x)	---	---	---	---	99,0x	32,0x
EV/EBITDA (x)	4,3x	4,6x	4,8x	4,6x	4,3x	4,2x
DPS [PLN/akcję]	0,25	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w całości lub części niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	3
WYCENA DCF.....	3
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	6
WYNIKI SKONSOLIDOWANE ORANGE ZA 2Q'18	9
PROGNOZA NA 2018 I KOLEJNE OKRESY.....	12
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	15

WYCENA I PODSUMOWANIE

Po uwzględnieniu aktualizacji naszych prognoz **decydujemy się utrzymać zalecenie Kupuj dla walorów Orange i wyznaczamy cenę docelową na poziomie 6,05 PLN/akcję**. W średnim terminie liczymy, że konsekwentne egzekwowanie przez władze Orange celów strategicznych będzie wpływać na dalszą odbudowę wartości spółki. Zgodnie z przyjętymi założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2019-2020 na poziomie odpowiednio 4,6x i 4,3x.

Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz o analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 6,10 PLN/akcję. Z kolei przyjęty przez nas akceptowalny mnożnik EV/EBITDA na lata 2018-2020 wskazuje na cenę 6,0 PLN/akcję. Końcowa wycena (6,05 PLN/akcję) jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

Podsumowanie wyceny Orange

A	Wycena DCF [PLN/akcję]	6,10
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	6,00
C = (A*50%+B*50%)	Wycena końcowa [PLN/akcję]	6,05

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Raport okresowy za 2Q'18 przyjęliśmy optymistycznie. Należy mieć też na uwadze, że wcześniejsze oczekiwania wobec trendów biznesowych nie były wymagające. Przypominamy, że Orange zmienił sposób raportowania (MSSF 15) oraz skorygował podstawowe KPI. Przychody spółki w samym 2Q'18 wyniosły 2,71 mld PLN (spadek q/q tylko o 0,1%). Zauważamy, impulsy wzrostowe w obszarze usług konwergentnych. Wpływy z tej kategorii były wyższe q/q o 8,6% i wyniosły 316 mln PLN (pozytywnie przyjęliśmy zwłaszcza wzrost ARPO do 102,4 PLN).

Dynamika kluczowych przychodów dla realizacji strategii (ujęcie IAS18 r/r)



✕ Dynamika przychodów (usługi kluczowe dla sukcesu realizacji strategii)

Źródło: spółka

Zgodnie z przyjętymi założeniami spółka w 2019 roku powinna być w stanie wykazać płaskie przychody względem 2018 roku (w modelu mamy wciąż niewielką erozję) i od 2020 roku spodziewamy się, że skonsolidowane odczyty przychodów będą wykazywać wzrost r/r. Przy utrzymaniu dyscypliny kosztowej oceniamy, że spółka od 2019 roku będzie w stanie pokazać wzrost EBITDA r/r. W 2018 roku spodziewamy się odczytu 2,75 mld PLN. Nasz scenariusz bazowy zakłada, że w 2020 roku EBITDA Orange osiągnie pułap 2,9 mld PLN i w 2020 roku przekroczy 3 mld PLN.

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 4-6%. Ostrożnie oceniamy, że pierwszy strumień dywidend może pojawić się dopiero w 2021 roku.

Ryzyko regulacyjne

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

Wypieranie oferty stacjonarnej

Zastępowanie, czy wręcz wypieranie telefonii stacjonarnej przez telefonię komórkową od lat jest jednym z głównych wyzwań dla Orange. Ostatnio wyraźnie rośnie popularność usług, w których telefonia stacjonarna jest już tylko usługą dodaną do internetu czy telefonii komórkowej, stanowiąc ekwiwalent „tradycyjnej” linii telefonicznej. Należy mieć na uwadze, że w strukturze przychodów Orange cały czas istotne znaczenie mają wpływy z telefonii stacjonarnej.

Silna presja cenowa ze strony operatorów telewizji kablowych

Należy zauważyć, że nasycenie rynku w dużych miastach zmusza operatorów kablowych do poszukiwania nowych dróg rozwoju w mniejszych miejscowościach. Odbyna się to zarówno poprzez bezpośrednie inwestycje w infrastrukturę jak również konsolidację operatorów. Dodatkowo zwracamy uwagę na komunikowaną przez operatorów kablowych konieczność dostarczenia klientowi pełnowartościowej i atrakcyjnej oferty mobilnej. W ten sposób w przyszłości może powstać podmiot łączący w sobie operatora kablowego jak i operatora mobilnego. Takie zdarzenie może zmniejszyć przewagę konkurencyjną Orange jako dostawcy oferty konwergentnej dla klientów indywidualnych na rynku. Jednocześnie jednak konsolidacja polskiego rynku wg nas będzie oznaczała większy nacisk na przyszłą budowę wartości (krajowy rynek telekomunikacyjny jest jednym z tańszych rynków w ramach UE).

WYCENA DCF

Wyceny spółki metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopach wolnych od ryzyka na poziomie 4%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 0,9.

Główne założenia w modelu (szczegółowe założenia znajdują się w osobnych rozdziałach):

- W modelu staramy się uwzględnić implementację przedstawionej strategii średnioterminowej (choć nasze założenia na tle celów strategicznych mogą być zachowawcze w wybranych obszarach). Wg nas potencjalny sukces transformacji dotychczasowych umów na ofertę konwergentną będzie jednym z warunków sukcesu i powrotu EBITDA na trwałą ścieżkę wzrostu.
- W 2019 roku liczymy, że spółka będzie stopniowo w stanie zatrzymać erozję przychodów, co powinno skutkować także symbolicznym wzrostem EBITDA względem odczytu z 2018 roku.
- Ogółem Capex na lata 2018-2020 w modelu wynosi po ok 2,08 mld PLN rocznie. W 2021 roku liczymy się ze zwiększonym wydatkiem związanym z aukcją na nowe częstotliwości. Kolejne lata to już jednak oczekiwany spadek nakładów inwestycyjnych.
- W 2018 roku uwzględniamy zapłatę kary ok 650 mln PLN w wyniku zakończenia postępowania sądowego z Komisją Europejską (wypłata w 2H'18) oraz ujmujemy dodatni wpływ z podpisanej umowy z T-Mobile (dwie płatności).
- Wzrost w okresie rezydualnym przyjęliśmy na poziomie 0%.

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2027.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.09.2018 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na 7,99 mld PLN, czyli 6,10 PLN/akcję.

Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	10 896	10 861	10 903	11 178	11 419	11 656	11 859	12 062	12 262	12 467
EBIT [mln PLN]	239	328	432	604	656	830	967	1 083	1 238	1 364
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	45	62	82	115	125	158	184	206	235	259
NOPLAT [mln PLN]	194	266	350	489	532	673	784	878	1 003	1 105
Amortyzacja [mln PLN]	2 543	2 501	2 470	2 436	2 500	2 438	2 391	2 361	2 287	2 244
CAPEX [mln PLN]	-2 149	-2 064	-2 017	-2 571	-1 770	-1 807	-1 868	-1 960	-2 054	-2 182
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-30,5	0,3	-30,3	-34,0	-34,9	-4,2	-3,6	-3,6	-3,5	-3,6
Inne (kara KE oraz wpływ z umowy T-Mobile) [mln PLN]	-378,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	180	704	773	320	1 227	1 300	1 303	1 275	1 233	1 164
DFCF [mln PLN]	176,7	645,1	660,5	255,3	912,4	901,6	842,6	768,6	693,1	610,3
Suma DFCF [mln PLN]	6 466,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	15 198,7		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	7 968,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	14 435,0									
Dług netto [mln PLN]	6 436,0									
Wartość kapitału [mln PLN]	7 999,0									
Ilość akcji [mln szt.]	1 312,36									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	6,10									

Przychody zmiana r/r	-4,3%	-0,3%	0,4%	2,5%	2,2%	2,1%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Przychody konwergentne B2C zmiana r/r	21,5%	24,6%	17,4%	12,3%	8,5%	5,8%	3,4%	2,9%	2,7%	2,6%
Przychody komórkowe zmiana r/r	-19,3%	-8,8%	-3,7%	-0,8%	0,7%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Przychody stacjonarne zmiana r/r	-11,1%	-10,2%	-5,4%	-4,1%	-5,0%	-3,7%	-2,5%	-2,0%	-1,8%	-1,7%
Marża EBIT	2,2%	3,0%	4,0%	5,4%	5,7%	7,1%	8,2%	9,0%	10,1%	10,9%
Marża EBITDA	25,5%	26,1%	26,6%	27,2%	27,6%	28,0%	28,3%	28,6%	28,7%	28,9%
CAPEX / Przychody	19,7%	19,0%	18,5%	23,0%	15,5%	15,5%	15,8%	16,3%	16,8%	17,5%
CAPEX / Amortyzacja	84%	83%	82%	106%	71%	74%	78%	83%	90%	97%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Udział kapitału własnego	70%	68%	68%	68%	69%	69%	69%	69%	69%	69%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	30%	32%	32%	32%	31%	31%	31%	31%	31%	31%
WACC	7,3%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-2,0%	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
	0,6	6,02	6,42	6,88	7,41	8,02	8,74	9,60	10,64	11,93
	0,7	5,54	5,90	6,31	6,78	7,31	7,94	8,68	9,57	10,64
	0,8	5,10	5,42	5,79	6,20	6,67	7,22	7,86	8,62	9,54
	0,9	4,69	4,98	5,31	5,67	6,10	6,58	7,14	7,80	8,58
	1,0	4,31	4,57	4,86	5,19	5,57	6,00	6,49	7,06	7,73
	1,1	3,95	4,19	4,46	4,75	5,09	5,47	5,90	6,40	6,99
	1,2	3,62	3,84	4,08	4,35	4,65	4,99	5,37	5,81	6,32
	1,3	3,32	3,51	3,73	3,97	4,24	4,55	4,89	5,28	5,73
	1,4	3,03	3,21	3,41	3,63	3,87	4,14	4,45	4,80	5,19

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		premia za ryzyko								
beta		3.50%	4.00%	4.50%	4.75%	5.00%	5.25%	5.50%	6.00%	6.50%
	0,6	9,53	8,99	8,49	8,25	8,02	7,80	7,59	7,18	6,80
	0,7	8,90	8,33	7,80	7,55	7,31	7,08	6,86	6,44	6,04
	0,8	8,33	7,73	7,18	6,92	6,67	6,44	6,21	5,77	5,37
	0,9	7,80	7,18	6,61	6,35	6,10	5,85	5,62	5,18	4,78
	1,0	7,31	6,67	6,10	5,83	5,57	5,32	5,09	4,65	4,24
	1,1	6,86	6,21	5,62	5,35	5,09	4,84	4,61	4,17	3,76
	1,2	6,44	5,77	5,18	4,91	4,65	4,40	4,17	3,73	3,33
	1,3	6,04	5,37	4,78	4,50	4,24	4,00	3,76	3,33	2,93
	1,4	5,67	5,00	4,40	4,13	3,87	3,62	3,39	2,96	2,57

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
premia za ryzyko		-2,0%	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
	3.0%	6,33	6,76	7,26	7,83	8,49	9,28	10,22	11,37	12,81
	3.5%	5,87	6,26	6,71	7,21	7,80	8,49	9,31	10,30	11,52
	4.0%	5,45	5,80	6,20	6,66	7,18	7,79	8,51	9,37	10,41
	4.5%	5,05	5,37	5,74	6,15	6,61	7,15	7,79	8,54	9,44
	5.0%	4,69	4,98	5,31	5,67	6,10	6,58	7,14	7,80	8,58
	5.5%	4,34	4,61	4,91	5,24	5,62	6,05	6,55	7,13	7,81
	6.0%	4,02	4,26	4,54	4,84	5,18	5,57	6,01	6,53	7,13
	6.5%	3,72	3,94	4,19	4,47	4,78	5,13	5,52	5,98	6,52
	7.0%	3,44	3,64	3,87	4,12	4,40	4,72	5,08	5,49	5,96

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

Wycenę spółki metodą wskaźnikową opieramy o mnożnik EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny średni poziom EV/EBITDA na lata 2018-2020 w wysokości 5,0x (identycznie jak w poprzednim raporcie analitycznym). Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie 7,87 mld PLN, czyli 6,0 PLN/akcję.

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

Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2018-2020							
	3,5x	4,0x	4,5x	5,0x	5,5x	6,0x	6,5x
Cena docelowa [PLN/akcję]	2,76	3,84	4,92	6,00	7,08	8,16	9,24

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

Spółka	Kurs	Waluta	P/E			EV/EBITDA		
			2018	2019	2020	2018	2019	2020
CYFROWY POLSAT	23,94	PLN	13,5	13,0	11,5	7,0	6,6	6,1
TURKCELL ILETISIM	14,33	TRY	10,2	8,0	6,6	4,7	4,1	3,6
TURK TELEKOMUNIKASYON	6,17	TRY	21,7	7,4	5,5	3,8	3,3	3,0
O2 CZECH REPUBLIC	274	CZK	14,7	14,0	12,9	8,6	8,7	8,7
MAGYAR TELEKOM	471	HUF	9,3	9,2	8,8	3,7	3,7	3,6
NETIA	5,36	PLN	31,8	34,8	27,5	5,4	5,7	5,4
TELEKOM AUSTRIA	8,15	EUR	15,7	12,6	10,9	5,5	5,2	4,9
ORANGE FRANCE	14,47	EUR	13,2	12,3	11,0	4,9	4,8	4,6
BT GROUP	274,9	GBp	9,7	9,6	9,1	4,8	4,9	4,9
DEUTSCHE TELEKOM	14,46	EUR	15,4	13,6	12,3	5,3	5,0	4,7
VODAFONE GROUP	229,4	GBp	17,4	14,8	12,2	5,8	5,6	5,3
TELENOR	186	NOK	16,1	15,5	15,3	6,1	6,0	5,8
VERIZON COMMUNICATIONS	51,86	USD	11,4	10,8	10,5	6,9	6,5	6,3
AT&T	36,9	USD	9,9	9,0	9,1	7,2	6,5	6,3
TELEFONICA	8,199	EUR	10,8	9,9	9,5	5,3	5,2	5,0
TELIA	37,68	SEK	17,0	16,3	16,0	8,5	8,4	8,5
KONINKLIJKE KPN	2,845	EUR	21,9	19,9	17,9	7,3	7,2	6,9
TELE2	96,54	SEK	21,4	18,4	17,6	9,9	8,7	8,6
AMERICA MOVIL	17,28	USD	0,9	0,8	0,7	2,1	1,9	1,7
Mediana			14,7	12,6	11,0	5,5	5,6	5,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Historyczny akceptowalny poziom EV/EBITDA (+1Yr) dla Orange



Średni akceptowalny poziom EV/EBITDA (+1Yr) w latach 2014-2017 wynosił 4,9x (był to skutek ścieżki spadku EBITDA oraz ograniczenia możliwości wypłaty dywidend).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

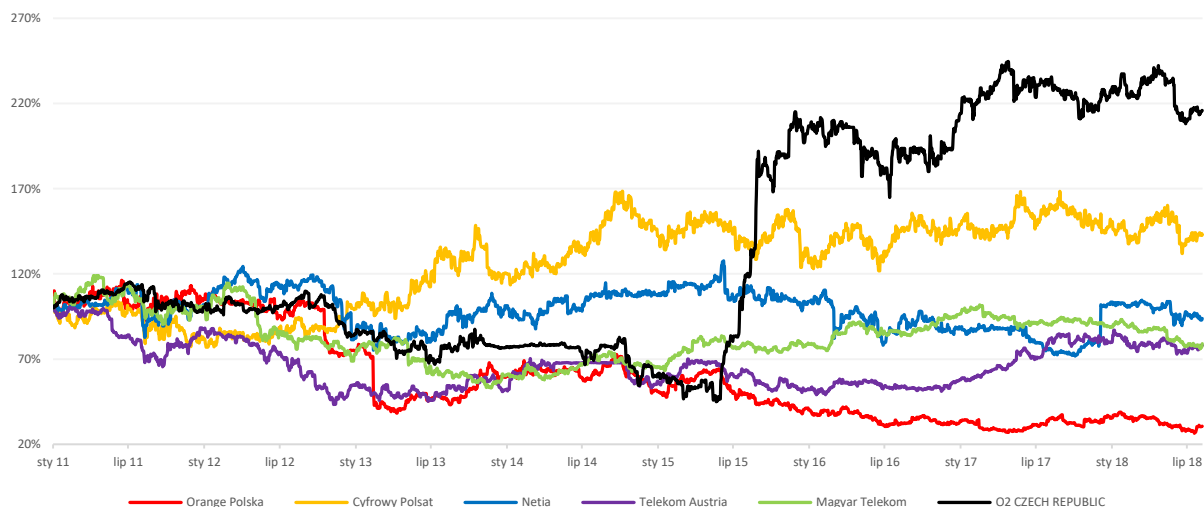
Kurs Orange na tle wypłacanej dywidendy Kurs Orange na tle wypłacanej historycznie dywidendy



Kurs spółki historycznie był bardzo wrażliwy na poziom wypłacanej dywidendy. Należy mieć na uwadze, że w latach 2018-2020 nie zakładamy strumienia dywidend.

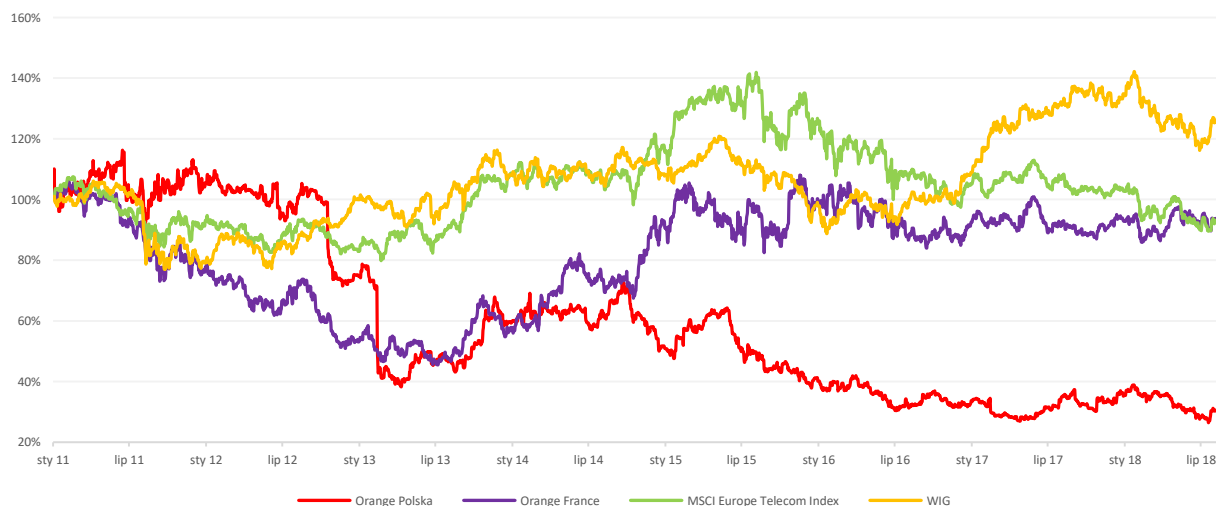
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kurs Orange Polska na tle innych podmiotów telco z ekspozycją na region CEE



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kurs Orange Polska na tle Orange France oraz indeksu MSCI Europe Telecom i WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI SKONSOLIDOWANE ORANGE ZA 2Q'18

Raport okresowy za 2Q'18 przyjęliśmy optymistycznie. Należy mieć też na uwadze, że wcześniejsze oczekiwania wobec trendów biznesowych nie były wymagające. Przypominamy, że Orange zmienił sposób raportowania (MSSF 15) oraz skorygował podstawowe KPI. Przychody spółki w 2Q'18 wyniosły 2,706 mld PLN (spadek q/q tylko o 0,1%). Zauważamy impulsy wzrostowe w obszarze usług konwergentnych. Wpływy z tej kategorii były wyższe q/q o 8,6% i wyniosły 316 mln PLN (pozytywnie przyjęliśmy wzrost ARPO do 102,4 PLN). Spółka podkreśla, że w 2Q'18 liczba przyłączeń netto w usług światłowodowych wyniosła 39 tys. i był to dotychczas najlepszy odczyt (na koniec czerwca'18 penetracja usługi była na poziomie ok 9,8%).

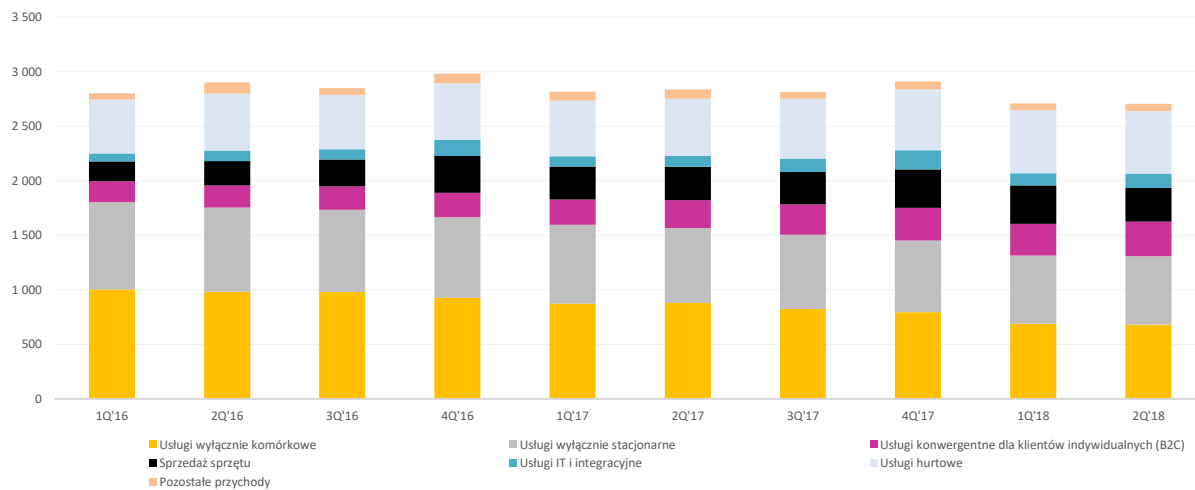
Na poziomie kosztów widzimy efekty optymalizacji struktury zatrudnienia. Tym samym koszty wynagrodzeń w samym 1Q'18 były niższe niż w 1Q'17 o ok 8,1%. Orange konsekwentnie ogranicza też kategorię koszty sprzedaży i w szczególności sprzętu (rezygnacja z subsydiów telefonów). Na poziomie skonsolidowanym EBITDA w 2Q'18 wyniosła 709 mln PLN (po 1H'18 EBITDA wg MSSF 15 wynosi ok 1,383 mld PLN). Cel całoroczny na 2018 rok to EBITDA w okolicy 2,75 mld PLN (wg MSSF 15) oraz 3 mld PLN (wg wcześniejszego standardu MSSF 18).

Wyniki skonsolidowane za 2Q'18 [mln PLN]

	IFRS 18	IFRS 15	IFRS 18	IFRS 15
	2Q'17	2Q'18	1H'17	1H'18
Przychody razem	2 839	2 706	5 657	5 416
Usługi wyłącznie komórkowe	879	682	1 754	1 370
Usługi wyłącznie stacjonarne	688	628	1 409	1 255
Usługi wąskopasmowe	317	275	650	562
Usługi szerokopasmowe	257	233	529	465
Usługi dla przedsiębiorstw z zakresu infrastr. sieciowej	114	120	230	228
Usługi konwergentne B2C	256	316	489	607
Sprzedaż sprzętu	304	307	607	658
Usługi IT i integracyjne	101	134	193	246
Usługi hurtowe	524	571	1 036	1 150
Hurtowe usługi komórkowe	280	329	548	641
Hurtowe usługi stacjonarne	180	176	356	364
Pozostałe	64	66	132	145
Pozostałe przychody	87	68	169	130
Koszty razem	2 027	1 997	4 097	4 033
Koszty świadczeń pracowniczych	438	397	890	829
Koszty zakupów zewnętrznych	1 541	1 529	3 095	3 078
Koszty rozliczeń z innymi operatorami	421	471	830	919
Koszty sieci oraz usług informatycznych	167	152	324	300
Koszty sprzedaży	609	551	1 247	1 129
Pozostałe usługi obce	344	355	694	730
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-71	-33	-125	-84
EBITDA (raportowana)	812	709	1 560	1 383
Amortyzacja	642	636	1 281	1 277
EBIT	169	73	278	106
Saldo finansowe	-86	-87	-157	-173
Wynik netto	71	-16	110	-66

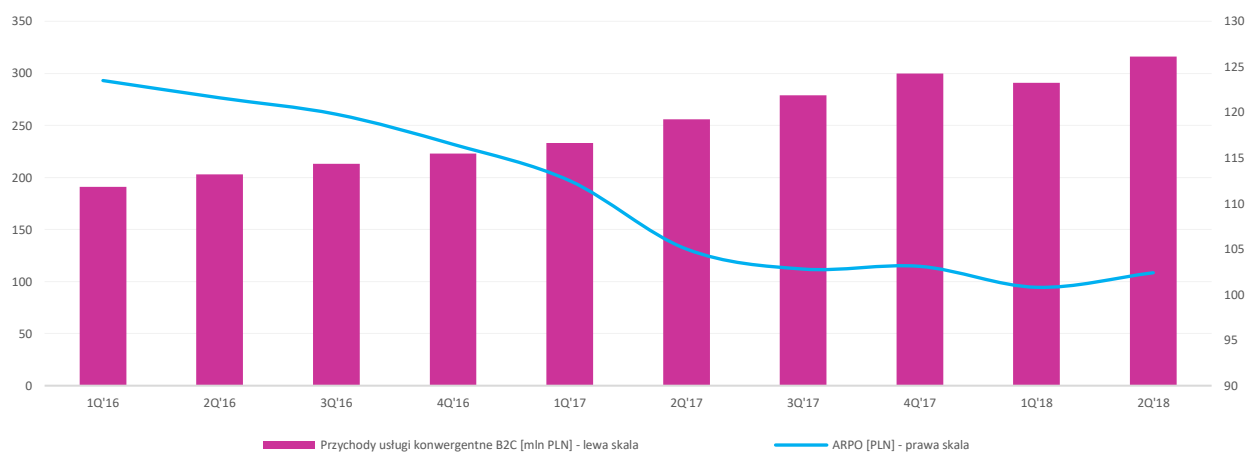
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura przychodów w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



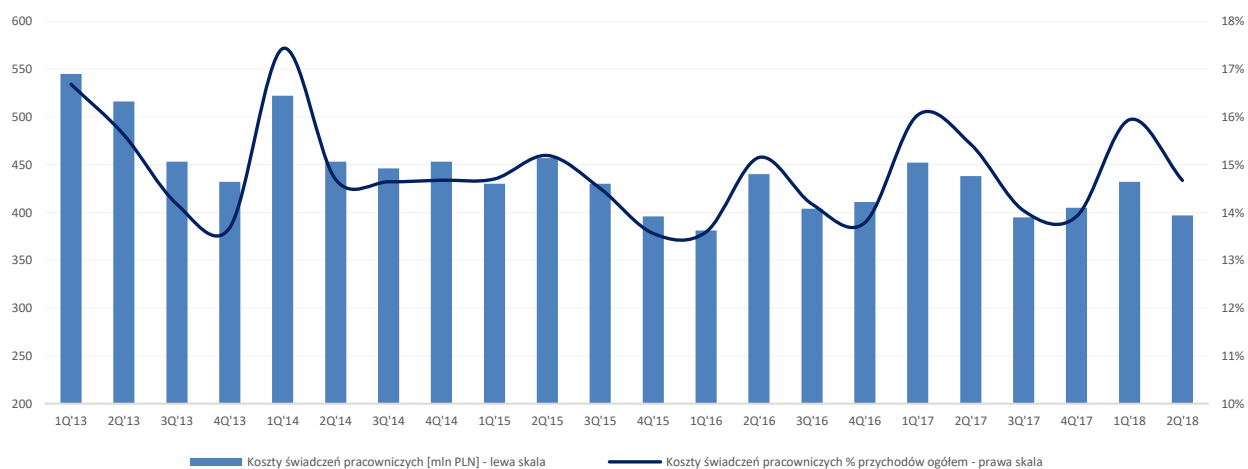
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody Orange z usług konwergentnych B2C oraz ARPO



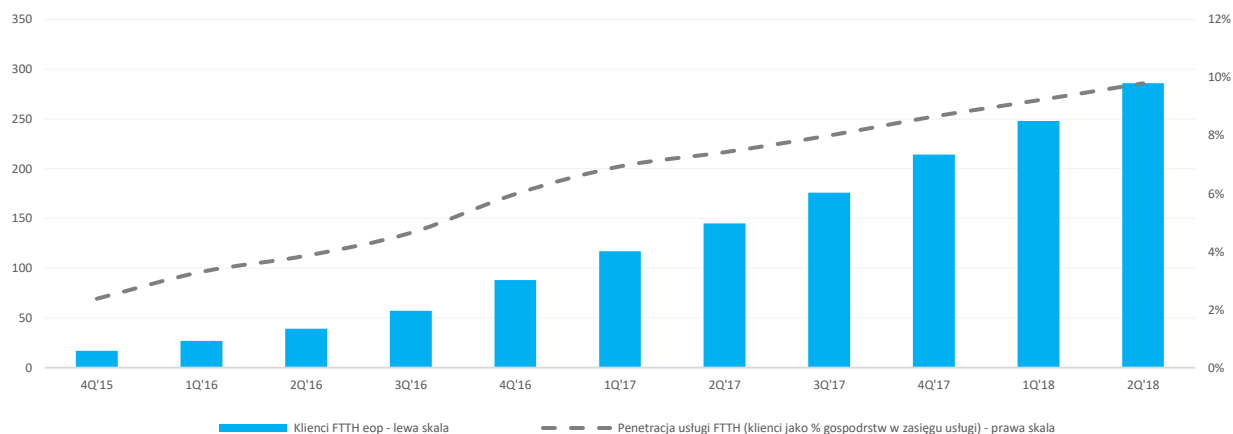
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty świadczeń pracowniczych w Orange



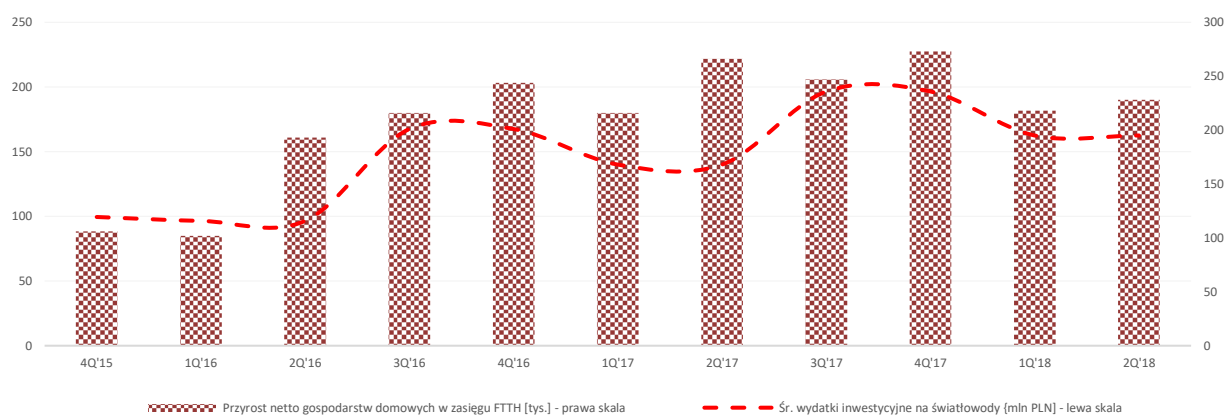
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Baza klientów FTTH w Orange Polska w ujęciu kwartalnym oraz penetracja usługi



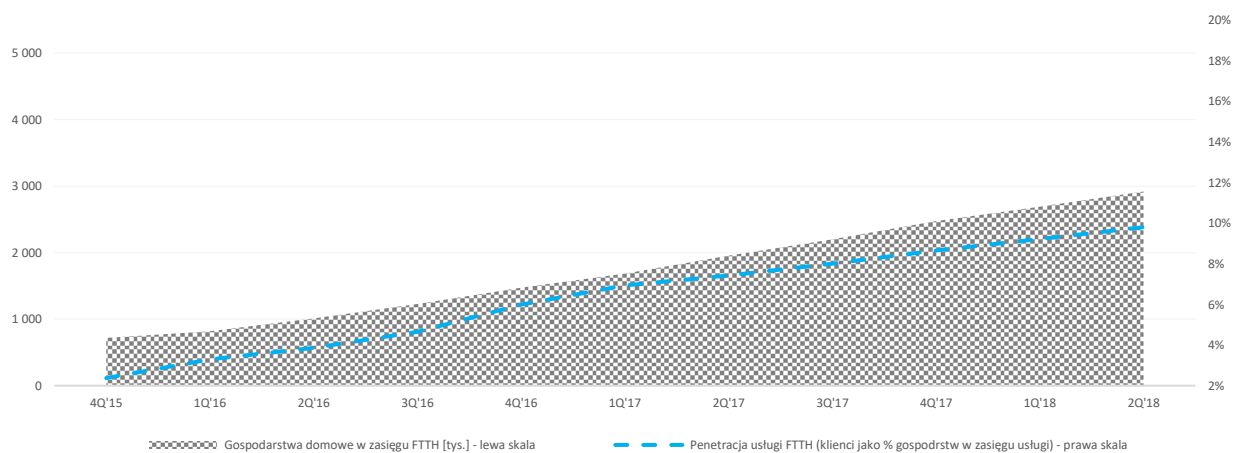
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dynamika zwiększania zasięgu usługi FTTH w Orange Polska w ujęciu kwartalnym oraz wydatki na nowe światłowody



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zasięg usługi FTTH w Orange Polska oraz penetracja usługi

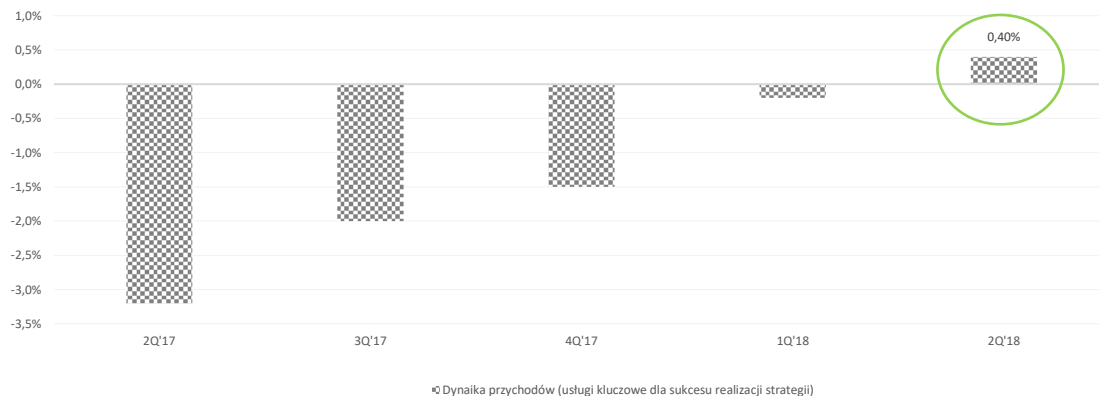


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA 2018 I KOLEJNE OKRESY

Zauważamy, że przychody usług odpowiedzialnych za sukces zaprezentowanej strategii (m.in. usługi konwergentne B2C, przychody z usług komórkowych, IT oraz integracja, wpływy hurtowe) notują z kwartału na kwartał coraz bardziej budujące odczyty. Dane wg IAS18 wskazują, że w 2Q'18 odnotowano już wzrost w ujęciu r/r o ok 0,4%.

Dynamika kluczowych przychodów dla realizacji strategii (ujęcie IAS18 r/r)



Źródło: spółka

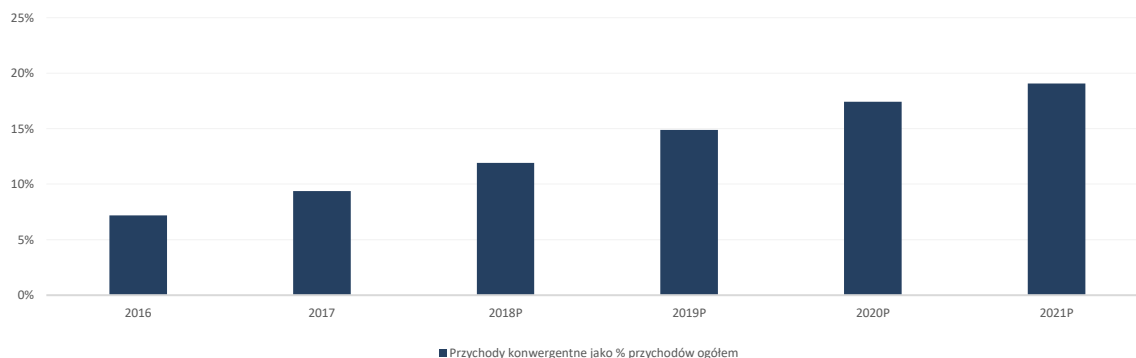
Zauważamy, że raport okresowy za 2Q'18 pokazał, że spółka konsekwentnie zmienia strukturę klientów w kierunku usług konwergentnych. Dane operacyjne charakteryzujące usługi konwergentne (B2C) w naszym odczuciu wykazują na wyraźne impulsy wzrostowe (m.in. w 2Q'18 widzimy już wzrost ARPO). Spodziewamy się, że ARPO konwergentne w najbliższych kwartałach będzie rosło. Zgodnie z naszymi symulacjami, przychody z usług konwergentnych B2C w 2018 roku mogą być wyższe niż w 2017 roku o ok. 22% (1,3 mld PLN). W kolejnych dwóch latach spodziewamy się, że nastąpi dalszy dynamiczny wzrost tej kategorii przychodów (średniorocznie o +21% r/r). Tym samym w 2020 roku założymy, że udział tej kategorii przychodów w ogóle sprzedaży Orange może wynieść ok 17,5%.

Założenia dla przychodów usług konwergentnych B2C



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zakładamy wzrost udziału przychodów z usług konwergentnych B2C w ogóle przychodów



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W usługach pojedynczych spodziewamy się utrzymania dotychczasowej polityki ograniczenia promocji cen. Jednocześnie w najbliższych kwartałach nie spodziewamy się, że nastąpi powrót do walki o klienta poprzez subsydiowanie telefonów.

W usługach hurtowych w 2019 roku staramy się ująć efekt obniżki FTR i jednocześnie uwzględnić pozytywny wpływ umowy z T-Mobile. Z kolei w 2020 roku w modelu wprowadzamy obniżki MTR, co będzie skutkowało erozją sprzedaży hurtowej.

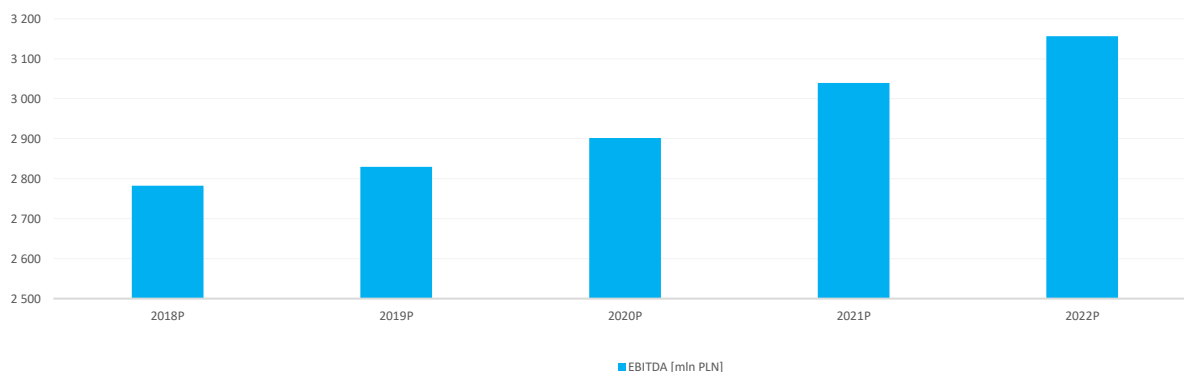
Najbliższe lata powinny przynieść wzrost sprzedaży usług IT dla biznesu. Jest to jedna ze strategicznych linii przychodowych odpowiedzialna za sukces realizacji strategii średnioterminowej. W 2018 roku przychody tej kategorii prognozujemy na 536 mln PLN i wg nas w 2020 roku mogą wynieść przynajmniej 619 mln PLN.

Ogółem w 2018 roku założyliśmy spadek przychodów do ok 10,9 mld PLN. Usługi komórkowe wg nas powinny zapewnić wpływ na poziomie ok 2,72 mld PLN. Kategoria wpływów związanych z usługami stacjonarnymi może skurczyć się do 2,44 mld PLN (szacujemy, że przychody z samych usług szerokopasmowych wyniosą 0,92 mld PLN). Jak opisywaliśmy już wcześniej, kluczowa pozycja czyli usługi konwergentne B2C powinna wykazać dynamiczny wzrost do ok 1,3 mld PLN. W kolejnych dwóch latach utrzymujemy dalszą erozję samych przychodów z usług komórkowych oraz stacjonarnych oraz wysoką dynamikę budowy wpływów z usług konwergentnych.

Zgodnie z przyjętymi założeniami spółka w 2019 roku powinna być w stanie wykazać płaskie przychody względem 2018 roku (w modelu mamy wciąż niewielką erozję) i od 2020 roku spodziewamy się, że skonsolidowane odczyty przychodów będą wykazywać wzrost r/r.

Przy utrzymaniu dyscypliny kosztowej oceniamy, że spółka od 2019 roku będzie w stanie wykazywać wzrost EBITDA r/r. W 2018 roku spodziewamy się odczytu 2,75 mld PLN. Nasz scenariusz bazowy zakłada, że w 2020 roku EBITDA Orange osiągnie pułap 2,9 mld PLN i w 2020 roku przekroczy 3 mld PLN.

Zakładane odczyty EBITDA w kolejnych latach

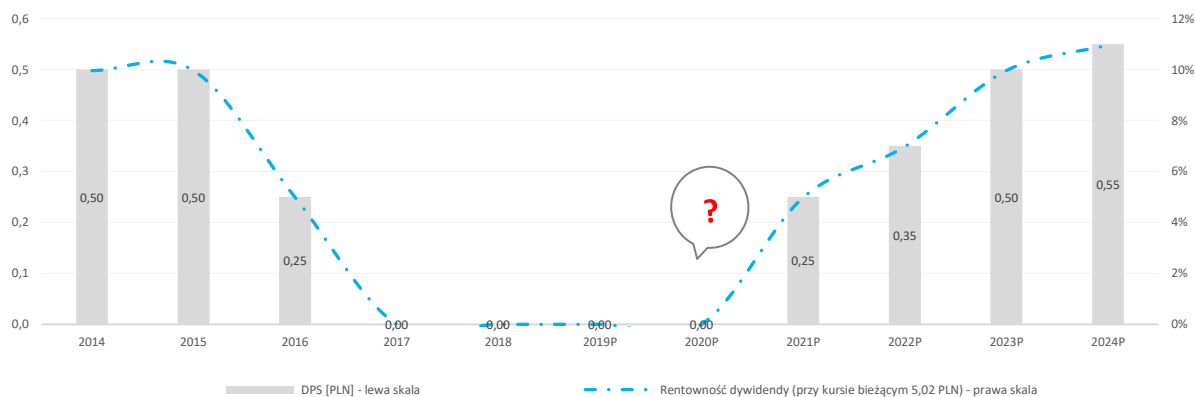


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Szacujemy, że nakłady inwestycyjne w latach 2018-2020 mogą wynieść średniorocznie około 2,08 mld PLN. W 2021 roku przygotowujemy się jeszcze na zwiększone wydatki związane z uczestnictwem w aukcji na nowe częstotliwości. Po roku 2021 przyjęliśmy spadek wydatków inwestycyjnych. Nasza projekcja sugeruje, że wskaźnik dług netto/EBITDA na koniec 2018 roku wyniesie ponad 2,4x. Na koniec 2019 roku spodziewamy się, że spadnie do ok 2,2x, a w roku 2020 do 2,0x.

W modelu utrzymaliśmy zaprezentowany w poprzednim raporcie analitycznym kalendarz powrotu do wypłaty dywidendy. Wg naszych symulacji pierwszy strumień dps powinien pojawić się z zysku za 2020 rok. Oczekujemy, że odbudowa wyników oraz zaawansowany proces inwestycyjny w rozwój sieci światłowodowej na przełomie 2020/2021 roku będą skłaniać do powrotu wypłat dywidend.

Zakładane przyszłe strumienie dywidend



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Założenia dla wyników Orange Polska [mln PLN]

	IFRS15	IFRS15	IFRS15	IFRS15	IFRS15	IFRS15	IFRS15	IFRS15	IFRS15	IFRS15
	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Przychody razem	2 710	2 706	2 712	2 768	10 896	10 861	10 903	11 178	11 419	11 656
Usługi wyłącznie komórkowe	688	682	687	666	2 722	2 482	2 390	2 371	2 388	2 417
Usługi wyłącznie stacjonarne	627	628	603	585	2 444	2 195	2 077	1 990	1 891	1 822
Usługi wąskopasmowe	287	275	259	247	1 068	845	725	630	558	500
Usługi szerokopasmowe	232	233	229	226	920	872	849	833	824	831
Usługi z zakresu infrastruktury sieciowej	108	120	116	112	456	478	502	527	509	491
Usługi konwergentne (B2C)	291	316	335	356	1 298	1 617	1 899	2 132	2 313	2 446
Sprzedaż sprzętu	351	307	315	340	1 313	1 385	1 434	1 477	1 521	1 567
Usługi IT i integracyjne	112	134	125	165	536	582	619	650	667	683
Usługi hurtowe	579	571	578	584	2 312	2 303	2 173	2 239	2 312	2 385
Hurtowe usługi komórkowe	312	329	336	337	1 313	1 328	1 143	1 182	1 229	1 275
Hurtowe usługi stacjonarne	188	176	177	178	719	674	707	725	743	762
Pozostałe	79	66	65	70	280	301	324	332	340	348
Pozostałe przychody	62	68	70	71	271	297	312	320	328	336
Koszty razem	2 036	1 997	1 993	2 087	8 113	8 031	8 001	8 138	8 262	8 387
Koszty świadczeń pracowniczych	432	397	387	393	1 609	1 529	1 506	1 491	1 491	1 491
Koszty zakupów zewnętrznych	1 549	1 529	1 520	1 609	6 206	6 193	6 176	6 304	6 425	6 547
Koszty rozliczeń z innymi operatorami	448	471	486	462	1 867	1 837	1 723	1 774	1 833	1 891
Koszty sieci oraz usług informatycznych	148	152	145	158	603	567	533	507	481	457
Koszty sprzedaży	578	551	523	597	2 249	2 317	2 411	2 492	2 557	2 621
Pozostałe usługi obce	375	355	366	391	1 487	1 472	1 509	1 531	1 554	1 578
EBITDA (raportowana)	674	709	719	681	2 783	2 830	2 902	3 040	3 157	3 269
EBIT	33	73	85	48	239	328	432	604	656	830
Wynik netto	-50	-16	-2	-39	-107	-19	67	206	249	390
Usługi konwergentne B2C:										
ARPO B2C [PLN/mc]	100,8	102,4	102,8	103,8	102,5	105,7	109,7	113,2	116,2	119,2
Liczba klientów B2C [tys.]	1 090	1 137	1 177	1 252	1 252	1 432	1 582	1 682	1 757	1 782

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZIS	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Przychody razem	11 538	11 381	10 896	10 861	10 903	11 178	11 419	11 656	11 859	12 062	12 262	12 467
Usługi wyłącznie komórkowe	3 893	3 373	2 722	2 482	2 390	2 371	2 388	2 417	2 447	2 476	2 505	2 534
Usługi wyłącznie stacjonarne	3 067	2 748	2 444	2 195	2 077	1 990	1 891	1 822	1 777	1 741	1 709	1 680
Usługi wąskopasmowe	1 457	1 257	1 068	845	725	630	558	500	453	416	385	360
Usługi szerokopasmowe	1 130	1 033	920	872	849	833	824	831	850	868	883	894
Usługi z zakresu infr. sieciowej	480	458	456	478	502	527	509	491	474	457	441	426
Usługi konwergentne B2C	830	1 068	1 298	1 617	1 899	2 132	2 313	2 446	2 528	2 601	2 670	2 740
Sprzedaż sprzętu	991	1 256	1 313	1 385	1 434	1 477	1 521	1 567	1 614	1 662	1 712	1 763
Usługi IT i integracyjne	414	493	536	582	619	650	667	683	700	718	736	754
Usługi hurtowe	2 030	2 140	2 312	2 303	2 173	2 239	2 312	2 385	2 449	2 512	2 568	2 625
Koszty razem	-8 375	-8 574	-8 113	-8 031	-8 001	-8 138	-8 262	-8 387	-8 501	-8 618	-8 737	-8 858
Koszty świadczeń pracowniczych	-1 636	-1 690	-1 609	-1 529	-1 506	-1 491	-1 491	-1 491	-1 491	-1 491	-1 491	-1 491
Koszty zakupów zewnętrznych	-6 432	-6 416	-6 206	-6 193	-6 176	-6 304	-6 425	-6 547	-6 657	-6 772	-6 887	-7 006
Koszty rozliczeń z innymi operatorami	-1 514	-1 778	-1 867	-1 837	-1 723	-1 774	-1 833	-1 891	-1 941	-1 992	-2 036	-2 080
Koszty sieci oraz usług informatycznych	-670	-652	-603	-567	-533	-507	-481	-457	-437	-419	-407	-394
Koszty sprzedaży	-2 839	-2 545	-2 249	-2 317	-2 411	-2 492	-2 557	-2 621	-2 678	-2 736	-2 795	-2 856
Pozostałe usługi obce	-1 409	-1 441	-1 487	-1 472	-1 509	-1 531	-1 554	-1 578	-1 601	-1 625	-1 650	-1 675
Raportowana EBITDA	3 163	2 807	2 783	2 830	2 902	3 040	3 157	3 269	3 358	3 444	3 525	3 609
EBIT	-1 354	229	239	328	432	604	656	830	967	1 083	1 238	1 364
Wynik netto	-1 746	-60	-107	-19	67	206	249	390	500	594	720	822
Bilans	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Aktywa trwałe razem	20 187	19 632	19 199	18 791	18 338	18 472	17 742	17 110	16 587	16 186	15 953	15 890
Wartość firmy	2 147	2 147	2 147	2 147	2 147	2 147	2 147	2 147	2 147	2 147	2 147	2 147
RZAT oraz WNIP	16 400	15 922	15 508	15 070	14 617	14 751	14 021	13 389	12 866	12 465	12 232	12 169
Pozostałe aktywa trwałe	1 640	1 563	1 544	1 574	1 574	1 574	1 574	1 574	1 574	1 574	1 574	1 574
Aktywa obrotowe razem	2 639	3 854	3 735	4 065	4 466	4 147	4 595	4 918	5 170	5 327	5 376	5 358
Środki pieniężne	262	646	599	969	1 358	967	1 352	1 613	1 811	1 915	1 912	1 840
Zapasy	163	217	236	235	236	242	247	252	257	261	265	270
Pozostałe aktywa obrotowe	2 214	2 991	2 900	2 861	2 872	2 938	2 996	3 053	3 102	3 151	3 199	3 249
SUMA AKTYWÓW	22 826	23 486	22 934	22 856	22 803	22 620	22 337	22 029	21 757	21 514	21 329	21 249
Kapitał własny	10 007	10 519	10 405	10 387	10 453	10 331	10 120	9 854	9 632	9 439	9 306	9 275
Udziały nie dające kontroli	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Kapitał własny razem	10 009	10 521	10 407	10 389	10 455	10 333	10 122	9 856	9 634	9 441	9 308	9 277
Zobowiązania długoterminowe razem	8 431	6 940	6 530	6 478	6 380	6 295	6 208	6 120	6 031	5 942	5 853	5 764
Zobowiązania krótkoterminowe razem	4 386	6 025	5 996	5 989	5 968	5 991	6 007	6 052	6 091	6 130	6 169	6 208
SUMA PASYWÓW	22 826	23 486	22 934	22 856	22 803	22 620	22 337	22 029	21 757	21 514	21 329	21 249
CF	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
CF operacyjny razem	2 549	2 064	2 729	2 483	2 507	2 608	2 714	2 824	2 888	2 952	3 003	3 063
CF inwestycyjny razem	-5 074	-1 687	-2 865	-2 064	-2 017	-2 571	-1 770	-1 807	-1 868	-1 960	-2 054	-2 182
CF finansowy razem	2 521	7	89	-50	-100	-428	-559	-756	-822	-887	-953	-953
Środki pieniężne sop	266	262	646	599	969	1 358	967	1 352	1 613	1 811	1 915	1 912
Środki pieniężne eop	262	646	599	969	1 358	967	1 352	1 613	1 811	1 915	1 912	1 840

Wskaźniki rynkowe	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Cena [PLN]	5,02	5,02	5,02	5,02	5,02	5,02	5,02	5,02	5,02	5,02	5,02	5,02
Liczba akcji [mln szt.]	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312
Mkt Cap [mln PLN]	6 588	6 588	6 588	6 588	6 588	6 588	6 588	6 588	6 588	6 588	6 588	6 588
EV [mln PLN]	13 520	13 024	13 349	12 929	12 440	12 731	12 246	11 885	11 587	11 383	11 286	11 258
P/E	-3,8x	---	---	---	99,0x	32,0x	26,5x	16,9x	13,2x	11,1x	9,2x	8,0x
EV/EBITDA	4,3x	4,6x	4,8x	4,6x	4,3x	4,2x	3,9x	3,6x	3,5x	3,3x	3,2x	3,1x
EV/EBIT	-10,0x	56,9x	55,8x	39,4x	28,8x	21,1x	18,7x	14,3x	12,0x	10,5x	9,1x	8,3x
P/BV	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x
Dług netto / EBITDA (x)	2,2x	2,3x	2,4x	2,2x	2,0x	2,0x	1,8x	1,6x	1,5x	1,4x	1,3x	1,3x
Dług netto / EBITDA skor.	2,2x	2,1x	2,4x	2,2x	2,0x	2,0x	1,8x	1,6x	1,5x	1,4x	1,3x	1,3x
Dług netto [mln PLN]	6 932	6 436	6 761	6 341	5 852	6 143	5 658	5 297	4 999	4 795	4 698	4 670
Środki pieniężne [mln PLN]	262	646	599	969	1 358	967	1 352	1 613	1 811	1 915	1 912	1 840
Dług % [mln PLN]	7 194	7 082	7 360	7 310	7 210	7 110	7 010	6 910	6 810	6 710	6 610	6 510
Dywidenda [mln PLN]	328	0	0	0	0	328	459	656	722	787	853	853
DPS [PLN/akcję]	0,25	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,35	0,50	0,55	0,60	0,65	0,65
Rentowność dywidendy [DPS/kurs bieżący]	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,07	0,10	0,11	0,12	0,13	0,13

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
strategia, banki/finanse, media/rozrywka, węgiel/stal

Krzysztof Pado
Zastępca Dyrektora Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora
Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krzysztof.brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak
Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk
Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński
tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk
tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	6,05	kupuj	7,51	2018-08-08	09:01 CEST	5,02	59 950
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 jest równa lub 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.

Słabe i silne 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'18*:			, 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	29%	1	100%
Akumuluj	1	14%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	4	57%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest 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 na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek 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 uwzględniał 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.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopy 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 portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument 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.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 08.08.2018 roku (09:01 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 10.08.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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.

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.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej 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.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. 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 nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

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.”. Zaznaczamy, że na dzień 08.08.2018 roku:

- 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 anizatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- 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 jakiejkolwiek 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.