Dom Maklerski BDM S.A.

ORANGE POLSKA

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

WYCENA 6,54 PLN

(POPRZEDNIO: RAPORT INICJUJĄCY)

29 GRUDZIEŃ 2016, 10:49 CEST

Wykorzystujemy silną przecenę kursu spółki i rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Orange od zalecenia Kupuj z ceną docelową 6,54 PLN/akcję. Wachlarz negatywnych zaskoczeń jest według nas już mocno ograniczony. Z kolei, przy bieżącej cenie rynkowej, efekt przyszłych potencjalnych pozytywnych zaskoczeń w zakresie ścieżki EBITDA jak i możliwego do wypłaty strumienia dywidend znacząco przewyższa koszt ponoszonego ryzyka. Zatem w perspektywie długoterminowej spółka stanowi dla nas bardzo atrakcyjną propozycję inwestycyjną (w skali całego 2017 roku należy do naszych faworytów). Zgodnie z przyjętymi założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2017-2018 na poziomie odpowiednio 4,8x i 4,5x.

Spółka już wcześniej zakomunikowała, że przewidywany na 2016 rok osiągalny pułap EBITDA to 3,15-3,30 mld PLN. W komentarzu do wyników za 3Q'16 napisano, że po dziewięciu miesiącach 2016 roku osiągnięto wyniki finansowe na poziomie umożliwiającym realizację całorocznych celów. Nasza prognoza na 2016 rok przewiduje EBITDA na poziomie niespełna 3,2 mld PLN.

Orange ma przed sobą wymagający 2017 rok, co jednak już wiadomo od dłuższego czasu. Uważamy, że należy liczyć się ze spadkiem EBITDA do ok 2,9 mld PLN. Dodatkowo spółka będzie ponosiła wysokie nakłady inwestycyjne oraz prawdopodobnie (tak przyjęliśmy w scenariuszu bazowym) będzie musiała zapłacić karę w procesie sądowym wytoczonym przez Komisję Europejską. Tym samym oceniamy, że w 2017 roku dojdzie do przekroczenia wyznaczonego w strategii średnioterminowej progu 2,2x wskaźnika dług netto/EBITDA (bez podjęcia innych działań optymalizujących płynność). Dlatego przygotowani jesteśmy na scenariusz, że spółka jednak poda komunikat, że w 2017 roku nie zostanie wypłacona dywidenda.

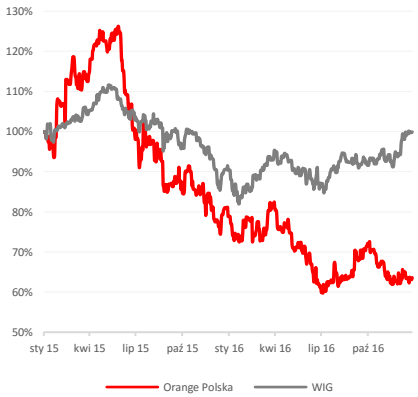
Takie symulacje według nas powinny już być jednak brane pod uwagę od dłuższego czasu i oceniamy, że są w sposób zawansowany wliczone w bieżący kurs Orange. Właśnie niepewność związana z przyszłym strumieniem dywidend dla akcjonariuszy jest podstawowym powodem obserwowanej słabości kursu Orange (bowiem jak wskazaliśmy, ryzyko braku wypłaty dywidendy w 2017 roku należy ocenić jako duże). Akcentujemy jednak, że potencjalny wpływ ewentualnego komunikatu o braku dywidendy wypłacanej w 2017 roku powinien być ograniczony i krótkotrwały. W przeciwieństwie do poprzednich komunikatów, o coraz niższej dywidendzie, efekt będzie już raczej jednorazowy. Kluczowe znaczenie powinna mieć przede wszystkim przyszła perspektywa zdolności Orange do dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami. Według nas rok 2018 pomimo zaawansowania procesu inwestycji w FTTH będzie już znacznie bardziej komfortowy pod względem płynnościowym i może zapoczątkować okres odważniejszych symulacji wskazujących nawet na coraz wyższe dywidendy w kolejnych latach.

W 2018 roku liczymy na scenariusz, w którym Orange stopniowo odzyska możliwość wykazywania odbudowy EBITDA. Dla 2018 roku założyliśmy w modelu w szczególności już płaskie przychody ogółem oraz dalsze efekty optymalizacji kosztowej.

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mld PLN]	12,21	11,84	11,45	11,25	11,25	11,22
EBITDA [mld PLN]	4,08	3,43	3,20	2,93	3,00	3,06
EBIT [mld PLN]	0,99	0,57	0,48	0,25	0,40	0,51
Wynik netto [mld PLN]	0,54	0,25	0,05	-0,10	0,05	0,15
P/BV	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x
P/E	13,0x	27,4x	144,8x	---	128,4x	45,8x
EV/EBITDA	**2,7x**	**3,2x**	**4,4x**	**4,8x**	**4,5x**	**4,3x**
DPS	0,50	0,50	0,25	0,00	0,25	0,35

Wycena końcowa [PLN]	**6,54**
Wycena DCF	6,72
Wycena mnożnikowa [PLN]	6,35
Potencjał do wzrostu / spadku	**+24%**
Koszt kapitału	8,5%
Cena rynkowa [PLN]	5,30
Kapitalizacja [mld PLN]	6,955
Ilość akcji [mln. szt.]	1 312
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	6,09
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	4,76
Stopa zwrotu za 3 mc	-10%
Stopa zwrotu za 6 mc	4%
Stopa zwrotu za 9 mc	-20%
Akcjonariat:	
Orange SA	50,7%
Pozostali akcjonariusze	49,3%

Maciej Bobrowski
bobrowski@bdm.pl
tel. (0-32) 208-14-12
Dom Maklerski BDM S.A.
ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.
Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE 3
WYCENA DCF 5
WYCENA MNOŻNIKOWA 8
WYNIKI SKONSOLIDOWANE ORANGE ZA 3Q'16 11
PROGNOZA NA 2016 I KOLEJNE OKRESY 16
SYMULACJA WSKAŹNIKA DŁUG NETTO/EBITDA 19
STRUKTURA PRZYCHODÓW SPÓŁKI 20
STRUKTURA KOSZTÓW ORANGE 21
NAKŁADY INWESTYCYJNE 22
RZECZOWE AKTYWA TRWAŁE ORAZ WARTOŚCI NIEMATERIALNE I PRAWNE 23
ŚREDNIOOKRESOWY PLAN DZIAŁAŃ ORANGE 24
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA 25
PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE 26
STRUKTURA AKCJONARIATU 26
RYNEK TELEKOMUNIKACYJNY W POLSCE 27
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI 29

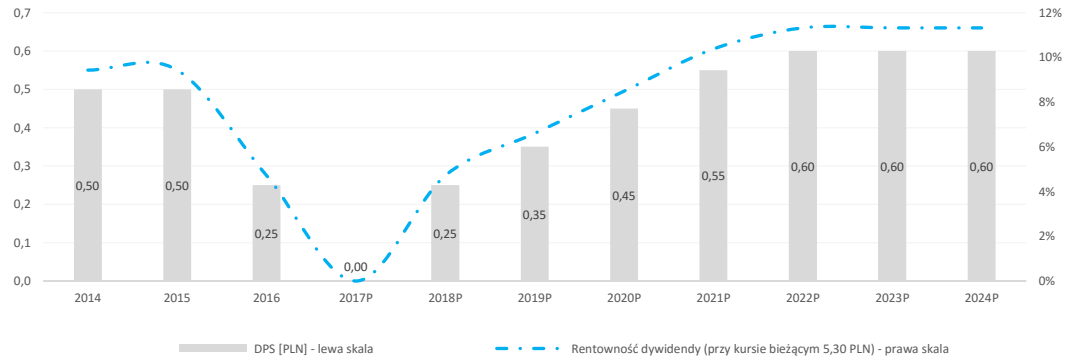
WYCENA I PODSUMOWANIE

Orange ma przed sobą wymagający 2017 rok, co jednak już wiadomo od dłuższego czasu. Uważamy, że należy liczyć się ze spadkiem EBITDA do ok 2,9 mld PLN. Dodatkowo spółka będzie ponosiła wysokie nakłady inwestycyjne oraz prawdopodobnie (tak przyjęliśmy w scenariuszu bazowym) będzie musiała zapłacić karę w procesie sądowym wytoczonym przez Komisję Europejską. Tym samym oceniamy, że w 2017 roku dojdzie do przekroczenia wyznaczonego w strategii średnioterminowej progu 2,2x wskaźnika dług netto/EBITDA (bez podjęcia innych działań optymalizujących płynność). Dlatego przygotowani jesteśmy na scenariusz, że spółka jednak poda komunikat, że w 2017 roku nie zostanie wypłacona dywidenda.

Takie symulacje według nas powinny już być jednak brane pod uwagę od dłuższego czasu i oceniamy, że są w sposób zawansowany wliczone w bieżący kurs Orange. Właśnie niepewność związana z przyszłym strumieniem dywidend dla akcjonariuszy mniejszościowych jest podstawowym powodem obserwowanej słabości kursu Orange (bowiem jak wskazaliśmy, ryzyko braku wypłaty dywidendy w 2017 roku należy ocenić jako duże). Akcentujemy jednak, że potencjalny wpływ ewentualnego komunikatu o braku dywidendy wypłacanej w 2017 roku powinien być ograniczony i krótkotrwały. W przeciwieństwie do poprzednich komunikatów, o coraz niższej dywidendzie, efekt będzie już raczej jednorazowy. Kluczowe znaczenie będzie miała przede wszystkim przyszła perspektywa zdolności Orange do dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami. Według nas rok 2018 pomimo zaawansowania procesu inwestycji w FTTH będzie już znacznie bardziej komfortowy pod względem płynnościowym i może zapoczątkować okres odważniejszych symulacji wskazujących nawet na coraz wyższe dywidendy w kolejnych latach.

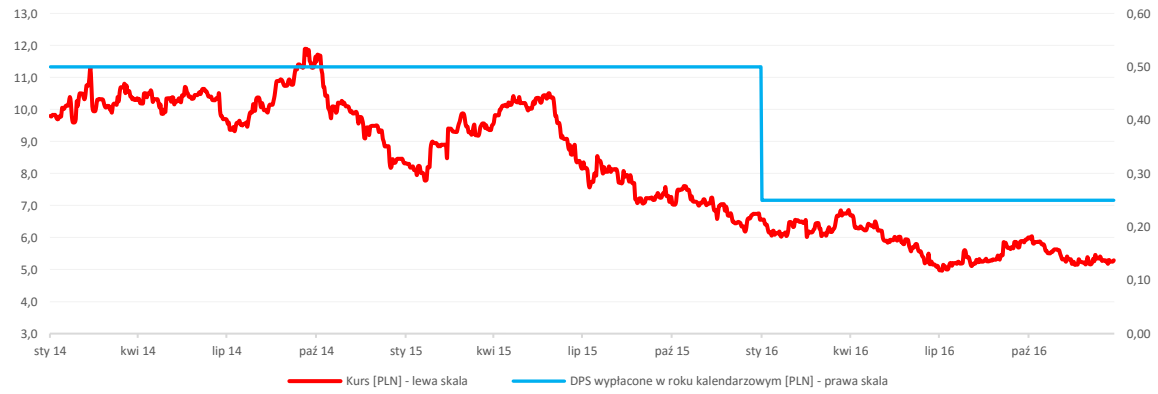
Podsumowując, perspektywa koniecznych i uzasadnionych wyższych wydatków inwestycyjnych na FTTH, która wpływała i nadal wpływa negatywnie na sentyment inwestycyjny (z uwagi na ograniczoną możliwość wypłaty dywidendy w okresie 2017-2018) według nas nie powinna już przeważać w decyzjach inwestycyjnych. **Wykorzystujemy silną przecenę kursu spółki i rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Orange od zalecenia Kupuj z ceną docelową 6,54 PLN/akcję. Wachlarz negatywnych zaskoczeń jest według nas już mocno ograniczony. Z kolei, przy bieżącej cenie rynkowej, efekt przyszłych potencjalnych pozytywnych zaskoczeń w zakresie ścieżki EBITDA jak i możliwego do wypłaty strumienia dywidend znacząco przewyższa koszt ponoszonego ryzyka. Zatem w perspektywie długoterminowej spółka stanowi dla nas bardzo atrakcyjną propozycję inwestycyjną (w skali całego 2017 roku należy do naszych faworytów).** Zgodnie z przyjętymi założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2017-2018 na poziomie odpowiednio 4,8x i 4,5x.

Projekcja założonych przez nas przyszłych dywidend



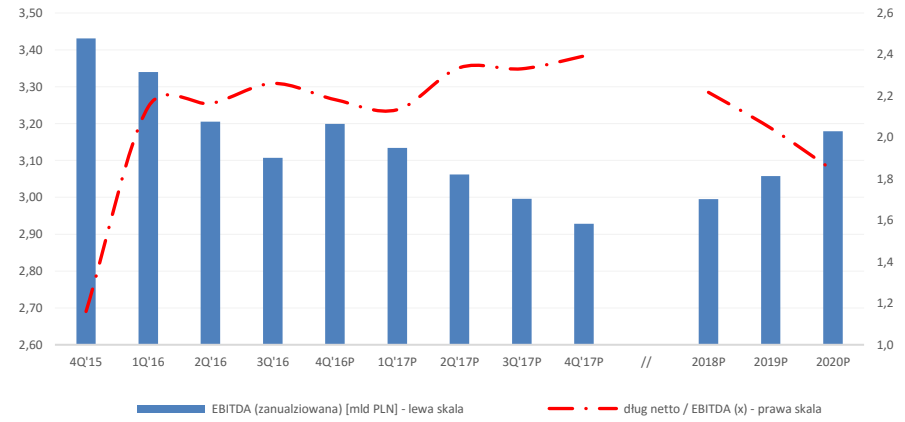
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kurs Orange na tle wypłacanej historycznie dywidendy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Symulacja wskaźnika dług netto/EBITDA

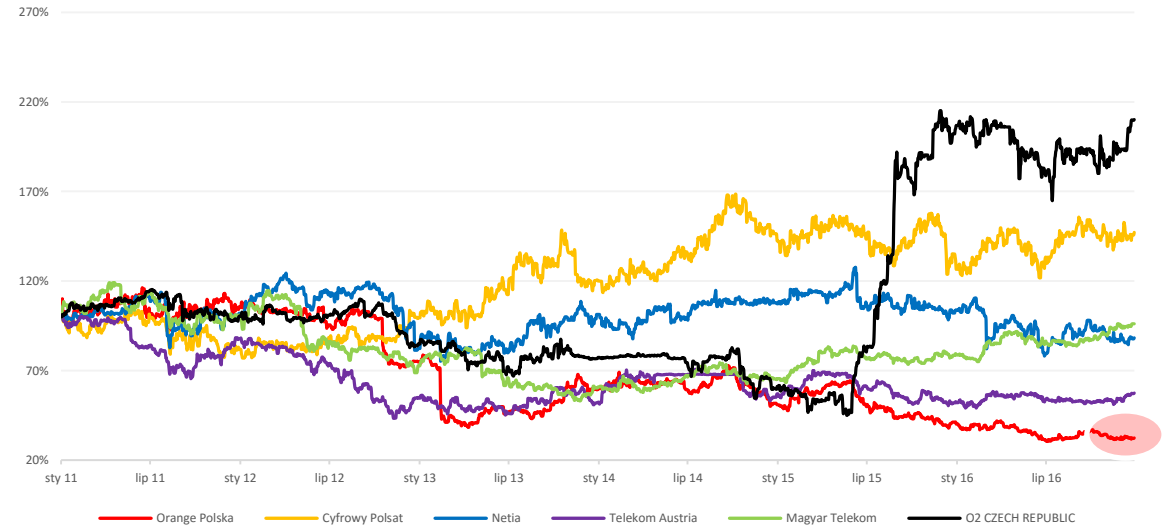


Wyznaczony w strategii średnioterminowej progowy poziom wskaźnika dług netto/EBITDA na poziomie 2,2x może zostać w 2017 roku przekroczony (przy założeniu wypłaty kary w postępowaniu z KE oraz przy założeniu braku dywidendy).

W modelu przyjmujemy, że w 2017 roku Orange nie wypłaci dywidendy, a w 2018 roku DPS wyniesie 0,25 PLN/akcję.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz o analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 6,72 PLN/akcję. Z kolei przyjęty przez nas akceptowalny mnożnik EV/EBITDA na lata 2017-2019 wskazuje na cenę 6,35 PLN/akcję. Końcowa wycena jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

Podsumowanie wyceny Orange

A	Wycena DCF [PLN/akcję]	6,72
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	6,35
C = (A*50%+B*50%)	**Wycena końcowa [PLN/akcję]**	**6,54**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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):

- Spółka już wcześniej zakomunikowała, że przewidywany na 2016 rok osiągalny pułap EBITDA to 3,15-3,30 mld PLN. W komentarzu do wyników za 3Q'16 napisano, że po dziewięciu miesiącach 2016 roku osiągnięto wyniki finansowe na poziomie umożliwiającym realizację całorocznych celów. Nasza prognoza na 2016 rok przewiduje EBITDA na poziomie niespełna 3,2 mld PLN. Liczymy, że sam 4Q'16 okaże się względnie dobrym okresem na tle poprzednich odczytów. W 4Q'15 raportowana EBITDA wyniosła 584 mln PLN, a skorygowany odczyt EBITDA był na poziomie 673 mln PLN (ujęto m.in. efekt kosztów pracy). W 4Q'16 zakładamy EBITDA w wysokości 676 mln PLN.
- Ogółem przychody z usług detalicznych w ofercie komórkowej w 2016 roku w naszym modelu spadają o 6,5% r/r do 4,29 mld PLN (w 2015 roku erozja wyniosła 7,6% r/r). W 2017 roku prognozujemy dalszy spadek przychodów w tej pozycji o 5,8% względem 2016 roku do poziomu 4,04 mld PLN. W roku 2018 staramy się zmaterializować nasze podstawowe założenie, że rynek znajduje się w momencie przełomowym i zakończyła się faza erozji wpływów Orange. Zatem przyjęliśmy w 2018 r roku przy dalszym wzroście bazy klientów już powrót przychodów do stopniowych wzrostów. Należy mieć na uwadze, że takie podejście może być obarczone poważnym ryzykiem błędu zważywszy na ujęte przełamanie trendu z odczytów historycznych.
- Na rok 2017 rok prognozujemy spadek EBITDA do 2,93 mld PLN. Jest to głównie efekt dalszej erozji przychodów. W 2018 roku liczymy już jednak na scenariusz, w którym Orange stopniowo odzyska możliwość wykazywania odbudowy EBITDA. Dla 2018 roku założyliśmy w modelu już płaskie przychody ogółem oraz dalsze efekty optymalizacji kosztowej.
- Capex na lata 2017-2018 w modelu wynosi po ok 1,91 mld PLN rocznie. Średnio w kolejnych latach nakłady inwestycyjne stanowią ok 16,5% przychodów.
- W 2017 roku uwzględniamy zapłatę kary ok 650 mln PLN w wyniku zakończenia postepowania sądowego z Komisja Europejską.
- W modelu nie uwzględniamy optymalizacji składników majątku spółki.
- Dług netto do obliczeń to nasz szacunek na koniec 2016 roku.
- Wzrost w okresie rezydualnym przyjęliśmy na poziomie 0%.

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2026.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.03.2017 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na 8,82 mld PLN, czyli 6,72 PLN/akcję.

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	+2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	11 253	11 250	11 215	11 262	11 314	11 369	11 420	11 476	11 527	11 574	11 574
EBIT [mln PLN]	253	398	512	689	936	1 040	1 142	1 288	1 403	1 497	1 496,9
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	48	76	97	131	178	198	217	245	267	284	284
NOPLAT [mln PLN]	205	322	415	558	759	843	925	1 043	1 137	1 213	1 213
Amortyzacja [mln PLN]	2 676	2 598	2 546	2 490	2 326	2 275	2 205	2 092	2 004	1 934	1 934
CAPEX [mln PLN]	-1 913	-1 913	-1 851	-1 802	-1 810	-2 103	-1 770	-1 779	-1 787	-1 944	-1 934
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-42,4	-46,3	-0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0
Inne (kara KE) [mln PLN]	-650,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0
FCF [mln PLN]	275	961	1 110	1 247	1 274	1 015	1 360	1 357	1 354	1 202	1 213
DFCF [mln PLN]	259,5	845,8	911,1	954,9	910,2	676,2	844,7	785,5	730,4	604,1	609
Suma DFCF [mln PLN]	7 522,4										
Wartość rezydualna [mln PLN]	16 487,8		*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym:*			*0.0%*					
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	8 283,8										
Wartość firmy EV [mln PLN]	15 806,2										
Dług netto [mln PLN]	6 981,7										
Wartość kapitału[mln PLN]	**8 824,5**										
Ilość akcji [mln szt.]	1 312,36										
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**6,72**										

Przychody zmiana r/r	-1,7%	0,0%	-0,3%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%
Przychody komórkowe zmiana r/r	1,2%	5,1%	2,3%	2,7%	2,3%	2,1%	1,7%	1,6%	1,4%	1,3%
Przychody stacjonarne zmiana r/r	-8,0%	-7,8%	-4,9%	-3,7%	-3,0%	-1,9%	-1,5%	-1,2%	-0,9%	-0,6%
Marża EBIT	2,2%	3,5%	4,6%	6,1%	8,3%	9,2%	10,0%	11,2%	12,2%	12,9%
Marża EBITDA	26,0%	26,6%	27,3%	28,2%	28,8%	29,2%	29,3%	29,5%	29,6%	29,6%
CAPEX / Przychody	17,0%	17,0%	16,5%	16,0%	16,0%	18,5%	15,5%	15,5%	15,5%	16,8%
CAPEX / Amortyzacja	71%	74%	73%	72%	78%	92%	80%	85%	89%	101%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
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	68%	68%	68%	68%	68%	69%	69%	70%	71%	72%
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	32%	32%	32%	32%	32%	31%	31%	30%	29%	28%
WACC	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,3%	7,3%	7,3%	7,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-2,0%	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
beta	0,6	6,77	7,19	7,67	8,22	8,85	9,60	10,49	11,57	12,89
	0,7	6,23	6,60	7,03	7,51	8,07	8,71	9,48	10,39	11,49
	0,8	5,73	6,07	6,45	6,87	7,36	7,93	8,58	9,36	10,29
	0,9	5,28	5,58	5,91	6,29	**6,72**	7,22	7,79	8,46	9,25
	1,0	4,85	5,12	5,43	5,76	6,15	6,58	7,08	7,66	8,34
	1,1	4,46	4,70	4,98	5,28	5,62	6,00	6,44	6,95	7,54
	1,2	4,09	4,32	4,56	4,83	5,14	5,48	5,87	6,31	6,83
	1,3	3,75	3,95	4,18	4,42	4,69	5,00	5,34	5,74	6,18
	1,4	3,43	3,62	3,82	4,04	4,28	4,56	4,86	5,21	5,61

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		premia za ryzyko								
		3.50%	4.00%	4.50%	4.75%	5.00%	5.25%	5.50%	6.00%	6.50%
beta	0,6	10,52	9,92	9,37	9,11	8,85	8,61	8,37	7,92	7,50
	0,7	9,83	9,19	8,61	8,33	8,07	7,81	7,57	7,10	6,66
	0,8	9,19	8,53	7,92	7,64	7,36	7,10	6,85	6,37	5,93
	0,9	8,61	7,92	7,29	7,00	**6,72**	6,46	6,20	5,72	5,28
	1,0	8,07	7,36	6,72	6,43	6,15	5,88	5,62	5,14	4,69
	1,1	7,57	6,85	6,20	5,90	5,62	5,35	5,09	4,61	4,17
	1,2	7,10	6,37	5,72	5,42	5,14	4,87	4,61	4,13	3,69
	1,3	6,66	5,93	5,28	4,98	4,69	4,42	4,17	3,69	3,26
	1,4	6,26	5,52	4,87	4,57	4,28	4,02	3,76	3,29	2,87

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								
		-2,0%	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
premia za ryzyko	3.0%	7,11	7,56	8,08	8,68	9,37	10,19	11,17	12,36	13,85
	3.5%	6,60	7,01	7,47	8,00	8,61	9,32	10,17	11,19	12,45
	4.0%	6,13	6,49	6,91	7,38	7,92	8,55	9,29	10,17	11,24
	4.5%	5,69	6,02	6,39	6,81	7,29	7,85	8,50	9,27	10,18
	5.0%	5,28	5,58	5,91	6,29	**6,72**	7,22	7,79	8,46	9,25
	5.5%	4,89	5,17	5,47	5,81	6,20	6,64	7,15	7,74	8,43
	6.0%	4,54	4,79	5,06	5,37	5,72	6,11	6,57	7,09	7,69
	6.5%	4,20	4,43	4,68	4,96	5,28	5,63	6,03	6,50	7,03
	7.0%	3,89	4,10	4,33	4,58	4,87	5,19	5,55	5,96	6,43

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 2017-2019 w wysokości 5,0x. Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie 8,34 mld PLN, czyli 6,35 PLN/akcję.

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

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2017-2019						
	3,5x	4,0x	4,5x	**5,0x**	5,5x	6,0x	6,5x
Cena docelowa [PLN/akcję]	2,9	4,1	5,2	**6,35**	7,5	8,6	9,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

Spółka	Kurs	Waluta	P/E			EV/EBITDA		
			2016	2017	2018	2016	2017	2018
CYFROWY POLSAT	24,28	PLN	17,8	15,2	12,8	7,5	7,0	6,5
TURKCELL ILETISIM	9,44	TRY	11,4	10,0	9,2	5,4	5,1	4,6
TURK TELEKOMUNIKASYON	5,16	TRY	14,8	9,5	8,2	5,1	4,8	4,6
O2 CZECH REPUBLIC	255	CZK	15,1	15,6	14,8	8,1	8,4	8,3
MAGYAR TELEKOM	496	HUF	14,4	14,5	12,6	4,6	4,5	4,4
NETIA	4,59	PLN	77,3	---	---	4,3	4,8	5,2
TELEKOM AUSTRIA	5,55	EUR	12,8	12,8	11,9	4,7	4,5	4,4
ORANGE FRANCE	14,28	EUR	13,4	13,3	12,6	5,9	5,5	5,1
BT GROUP	370,4	GBp	12,4	11,5	10,8	5,9	5,6	5,4
DEUTSCHE TELEKOM	16,19	EUR	18,1	17,0	14,6	6,0	5,8	5,3
VODAFONE GROUP	200,6	GBp	27,0	22,6	19,1	5,8	5,7	5,5
TELENOR	128,1	NOK	15,0	12,2	11,4	5,4	5,3	5,3
VERIZON COMMUNICATIONS	53,51	USD	13,8	13,3	13,0	7,3	6,8	6,5
AT&T	42,62	USD	14,9	14,2	13,9	7,3	7,0	6,5
TELEFONICA	8,808	EUR	14,1	12,3	10,7	5,8	5,6	5,3
TELIA	36,97	SEK	14,3	12,4	11,8	8,4	8,5	8,3
KONINKLIJKE KPN	2,8	EUR	28,8	27,7	21,4	7,9	7,7	7,4
TDC	35,55	DKK	11,8	12,7	11,8	6,4	6,3	6,1
TELE2	73	SEK	35,3	23,7	16,2	9,8	8,5	7,4
AMERICA MOVIL	12,48	USD	28,5	17,1	16,5	5,6	5,5	5,3
Mediana			**14,9**	**13,3**	**12,6**	**5,9**	**5,7**	**5,3**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



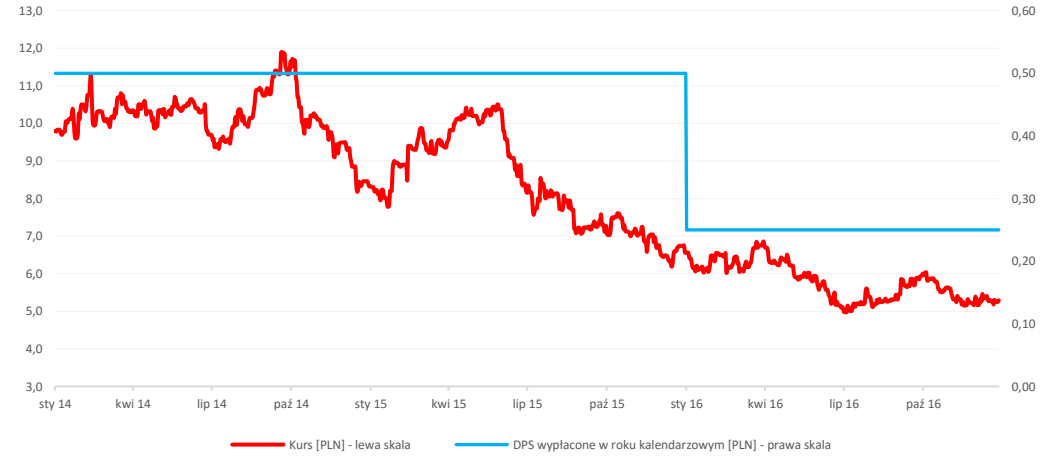
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Średni akceptowalny poziom EV/EBITDA (+1Yr) w latach 2014-2016 wynosił 5,0x (była to ścieżka spadku EBITDA oraz ograniczenia możliwości wypłaty dywidend).

Kurs spółki historycznie był bardzo wrażliwy na poziom wypłacanej dywidendy. Należy mieć na uwadze, że w ostatnim roku DPS ograniczono do 0,25 PLN/akcję.

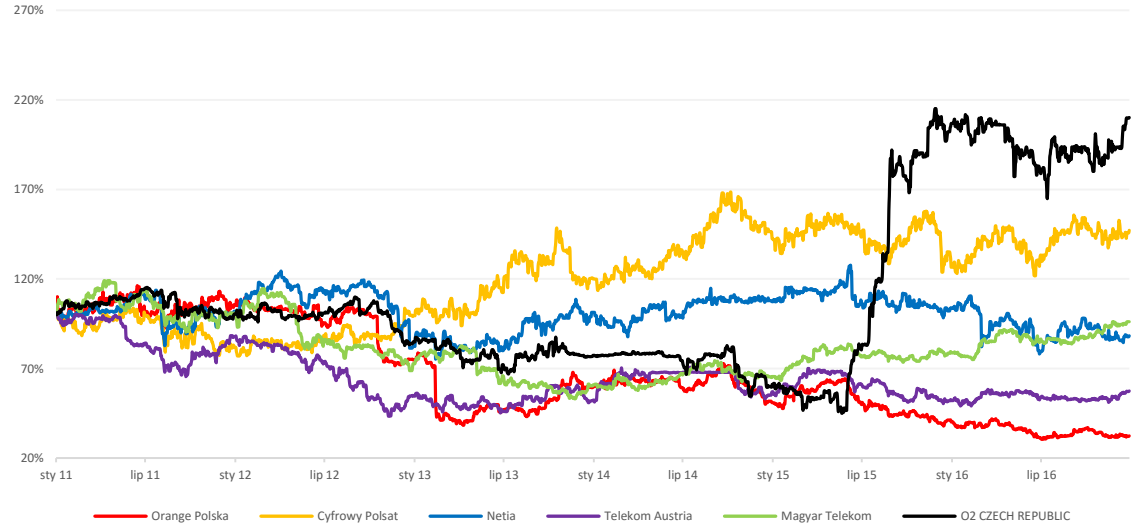
Wyznaczony w strategii średnioterminowej progowy poziom wskaźnika dług netto/EBITDA na poziomie 2,2x może zostać w 2017 roku przekroczony (przy założeniu wypłaty kary w postępowaniu z KE i braku dywidendy).

Kurs Orange na tle wypłacanej dywidendy



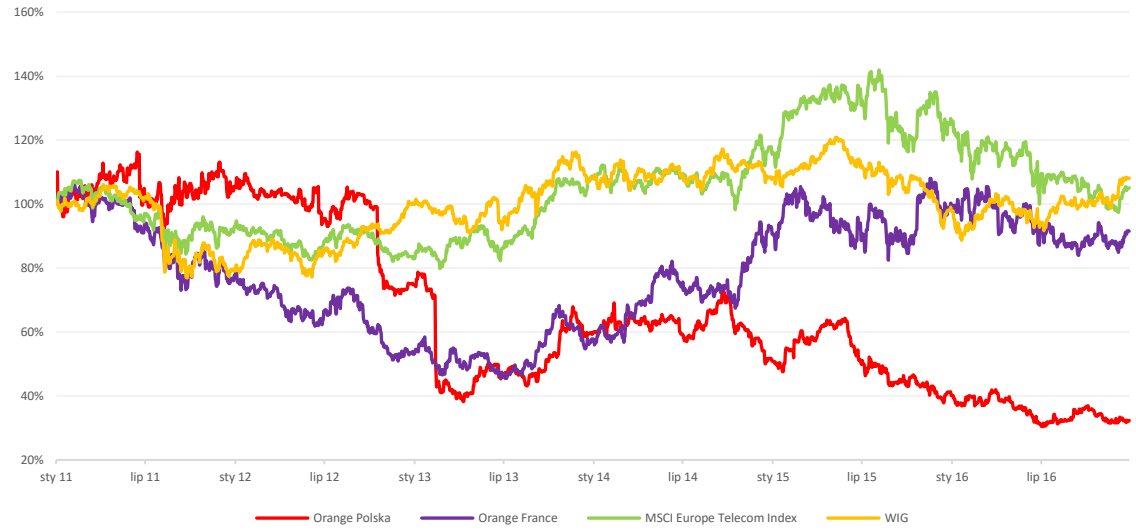
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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 3Q'16

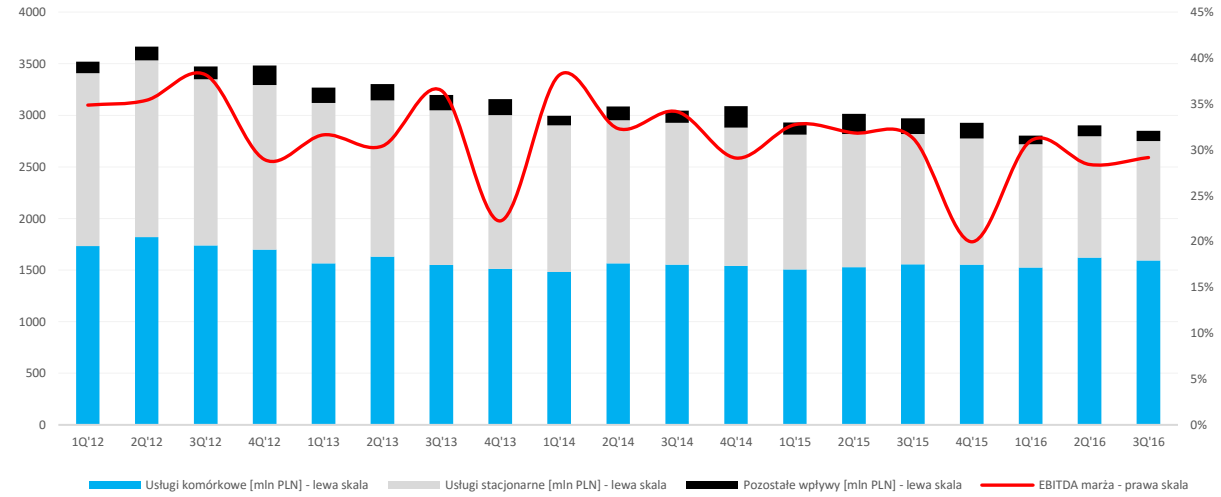
Spółka w 3Q'16 pokazała spadek przychodów o 4% r/r. W ujęciu narastającym za cztery kwartały dynamika spadku przychodów była na podobnym poziomie. Wpływy z usług komórkowych wzrosły o 3% r/r do niemal 1,6 mld PLN. Złożył się na to 6% spadek przychodów z usług detalicznych, wzrost usług hurtowych o 12% oraz wyższe o 51% przychody ze sprzedaży sprzętu do usług komórkowych. Cały czas spółka boleśnie odczuwa spadek sprzedaży z usług stacjonarnych. Jest to trend długookresowy i będzie prawdopodobnie widoczny także w kolejnych latach. Przychody z usług wąskopasmowych spadły o 13% r/r. Erozja wpływów z usług szerokopasmowych wyniosła 7% (w tym obszarze docelowo kluczowe znaczenie będzie miała oferta FTTH). Usługi teleinformatyczne dla przedsiębiorstw w 3Q'16 spadły o 5% r/r. Z kolei przychody z usług hurtowych były mniejsze o 6%. Na poziomie kosztów spółka od dłuższego czasu stara się prowadzić ciągłą optymalizację. W samym 3Q'16 koszty Orange spadły o 1% r/r (świadczenia pracownicze były mniejsze o 6% r/). Tym samym EBITDA w 3Q'16 była mniejsza o 11% r/r/ i wyniosła 831 mln PLN. Amortyzacja spółki była na poziomie 695 mln PLN. Zatem spółka pokazała EBIT na poziomie 137 mln PLN (-35 % r/r). Na poziomie netto spółka wypracowała zysk w kwocie 37 mln PLN wobec 110 mln PLN wykazanych w 3Q'15.

Wyniki skonsolidowane za 3Q'16 [mln PLN]

	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	4Q'14-3Q'15	4Q'15-3Q'16	zmiana r/r
Przychody razem	**2 971**	**2 851**	**-4%**	**12 001**	**11 483**	**-4%**
Usługi komórkowe	**1 555**	**1 594**	**3%**	**6 129**	**6 294**	**3%**
Przychody z usług detalicznych	1 159	1 085	-6%	4 667	4 369	-6%
Usługi hurtowe (w tym rozliczenia z operatorami)	225	251	12%	858	1 018	19%
Sprzedaż sprzętu do usług komórkowych	171	258	51%	604	907	50%
Usługi stacjonarne	**1 263**	**1 156**	**-8%**	**5 200**	**4 747**	**-9%**
Usługi wąskopasmowe	431	376	-13%	1 798	1 577	-12%
Usługi szerokopasmowe, tv , głos przez internet	396	369	-7%	1 622	1 516	-7%
Rozwiązania teleinformatyczne dla przedsiębiorstw	234	222	-5%	927	883	-5%
Usługi hurtowe (w tym rozliczenia z operatorami)	202	189	-6%	853	771	-10%
Pozostałe przychody	153	101	-34%	672	442	-34%
Koszty i pozostałe saldo	**2 042**	**2 020**	**-1%**	**8 256**	**8 376**	**1%**
Świadczenia pracownicze	430	404	-6%	1 770	1 621	-8%
Usługi obce	1 524	1 535	1%	6 287	6 300	0%
Rozliczenia z innymi operatorami	342	381	11%	1 328	1 468	11%
Koszty sieci oraz usług informatycznych	180	164	-9%	740	689	-7%
Koszty sprzedaży	638	656	3%	2 713	2 757	2%
Pozostałe usługi obce	364	334	-8%	1 506	1 386	-8%
Pozostałe koszty (przychody)	88	81	-8%	199	455	129%
Raportowana EBITDA	**929**	**831**	**-11%**	**3 745**	**3 107**	**-17%**
Amortyzacja	716	695	-3%	2 929	2 743	-6%
EBIT	**212**	**137**	**-35%**	**808**	**376**	**-53%**
Koszty finansowe, netto	-76	-79	4%	-293	-352	20%
Wynik brutto	136	58	-57%	515	24	-95%
Podatek dochodowy	-26	-21	-19%	-78	-25	-68%
Skonsolidowany zysk netto	**110**	**37**	**-66%**	**437**	**-1**	**-100%**

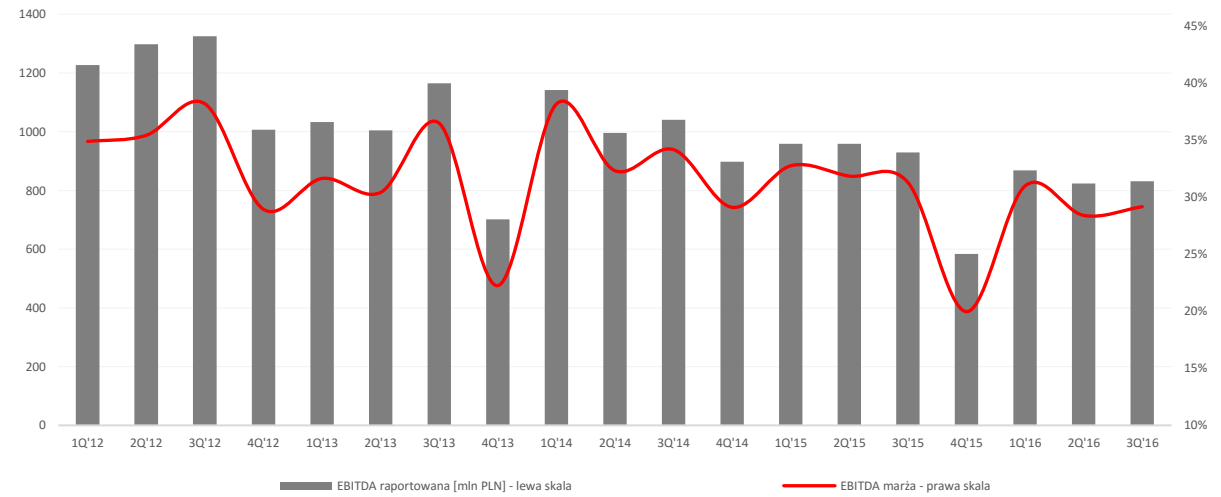
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura przychodów oraz marża EBITDA w ujęciu kwartalnym



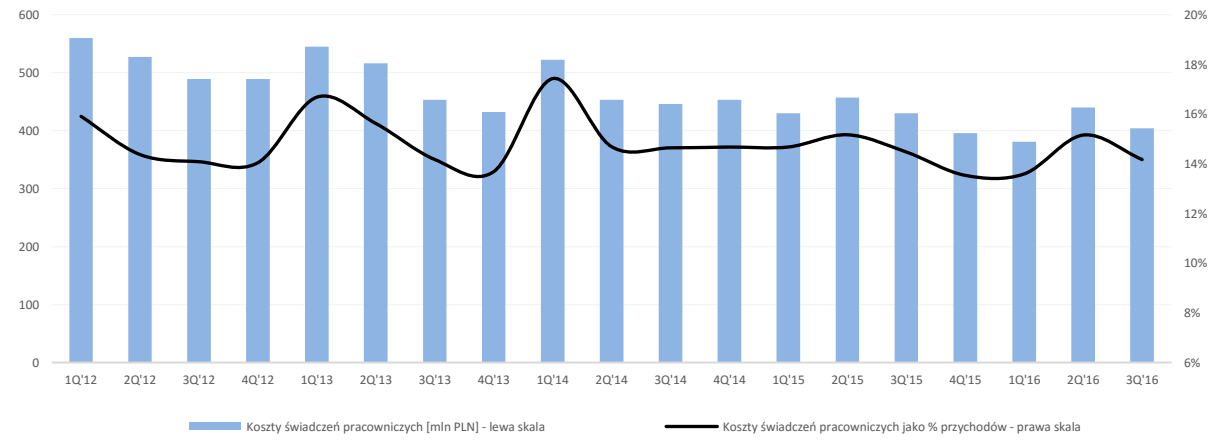
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Raportowana EBITDA w ujęciu kwartalnym



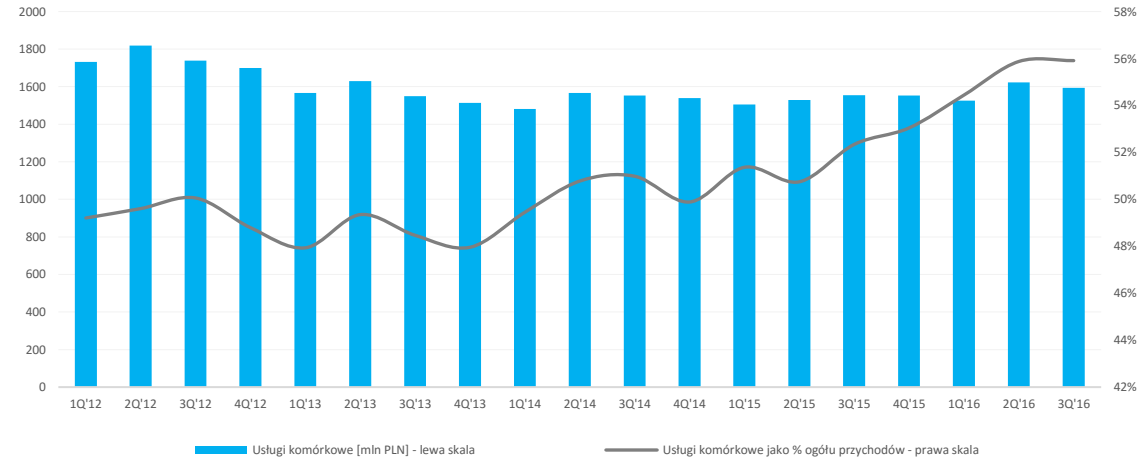
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty świadczeń pracowniczych w Orange



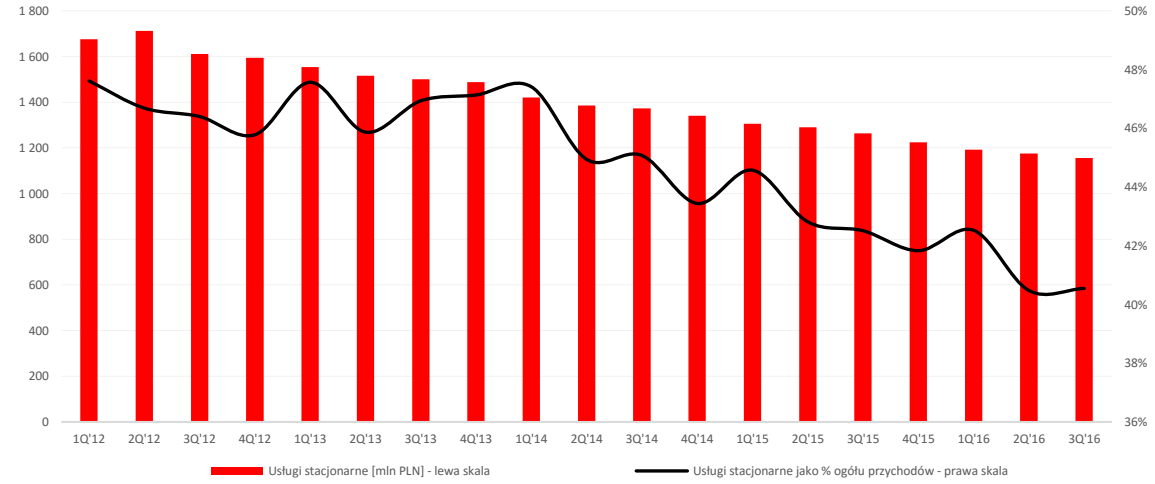
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody z usług komórkowych



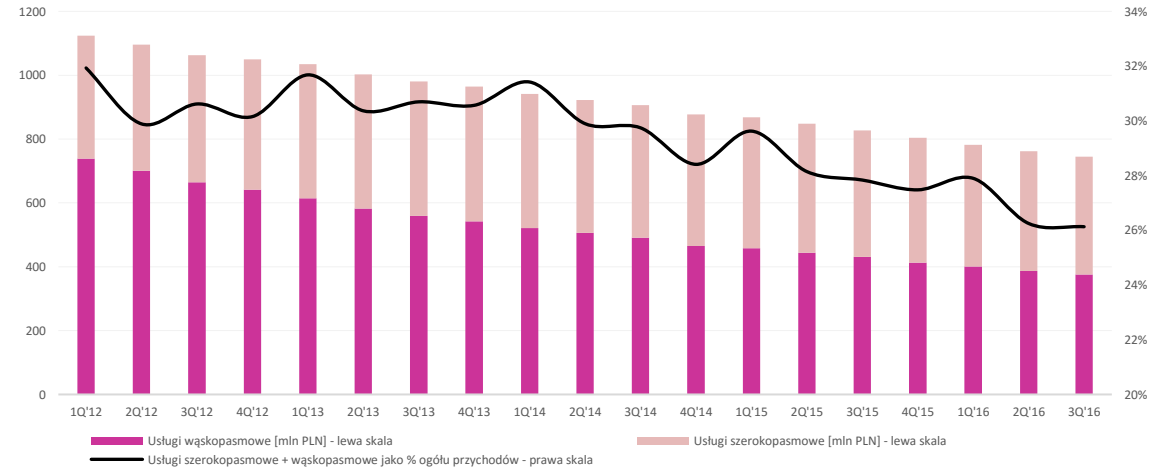
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody z usług stacjonarnych w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

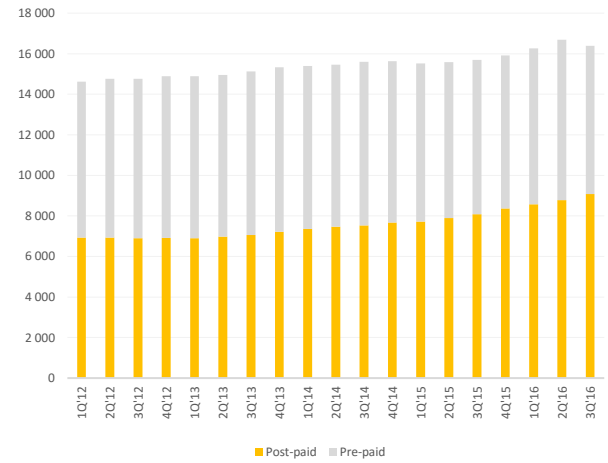
Przychody z usług wąskopasmowych i szerokopasmowych w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

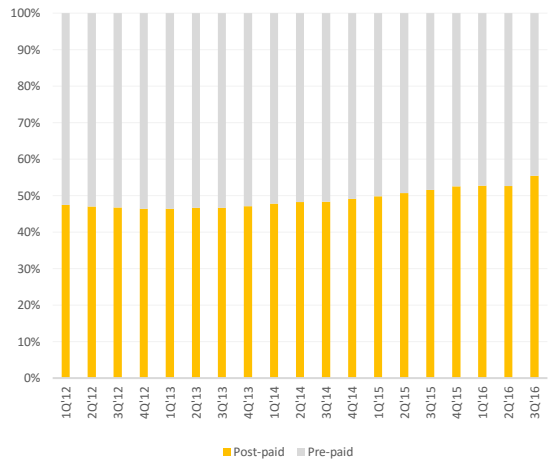
WYBRANE STATYSTYKI DLA USŁUG KOMÓRKOWYCH:

Klienci post-paid oraz pre-paid



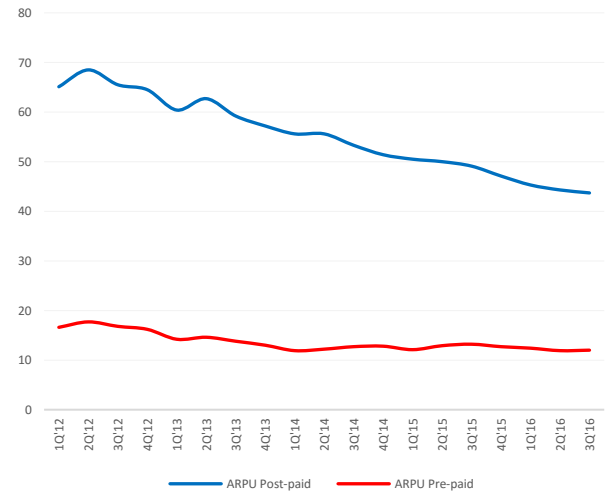
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura klientów post-paid oraz pre-paid



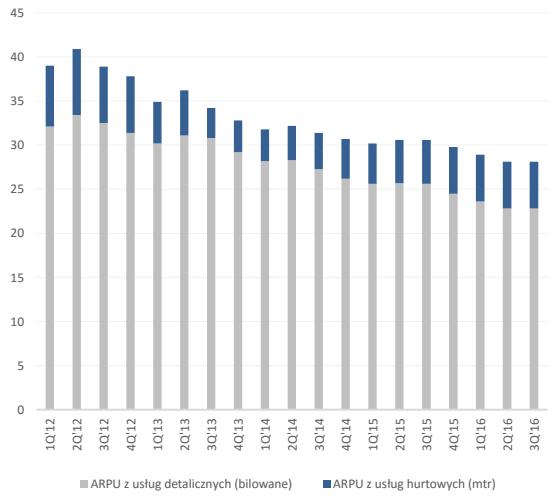
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ARPU w usługach post-paid oraz pre-paid



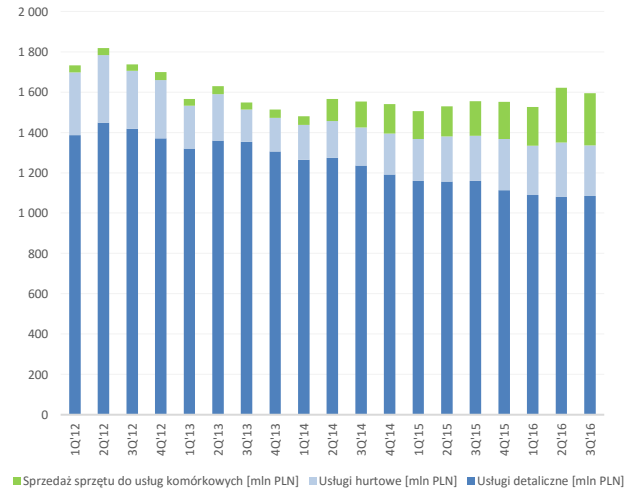
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zagregowane ARPU



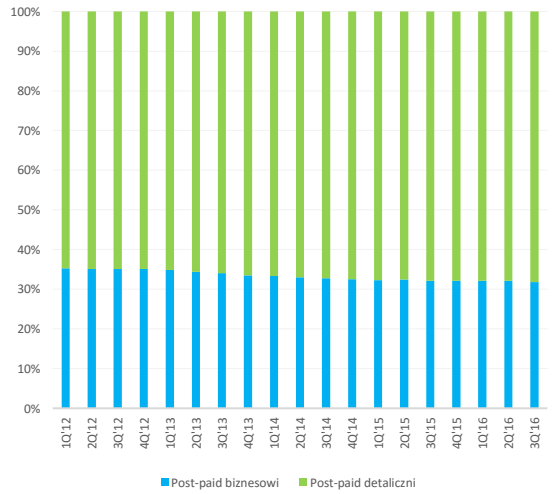
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura przychodów z usług komórkowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

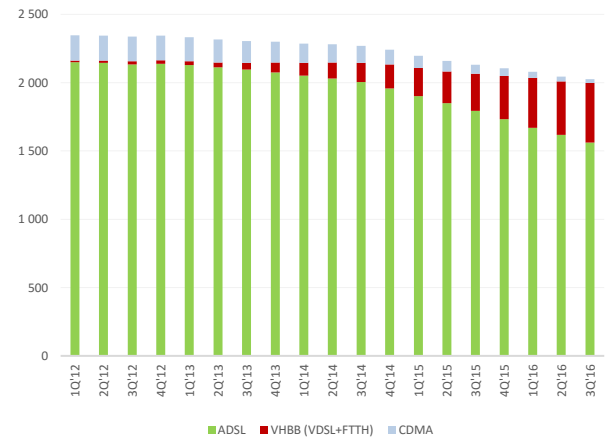
Struktura klientów post-paid



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

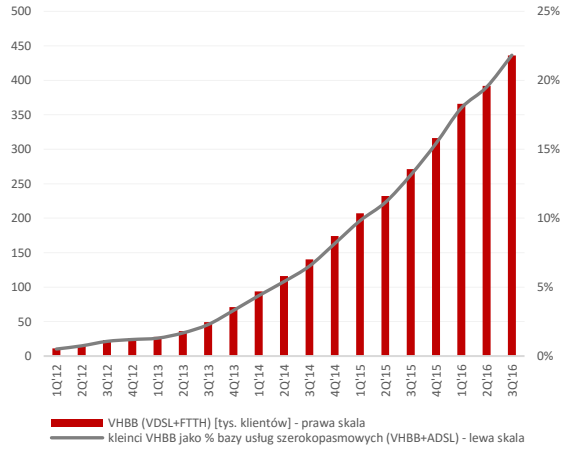
WYBRANE STATYSTYKI DLA USŁUG WĄSKOPASMOWYCH ORAZ SZEROKOPASMOWYCH:

Struktura klientów usług szerokopasmowych [tys.]



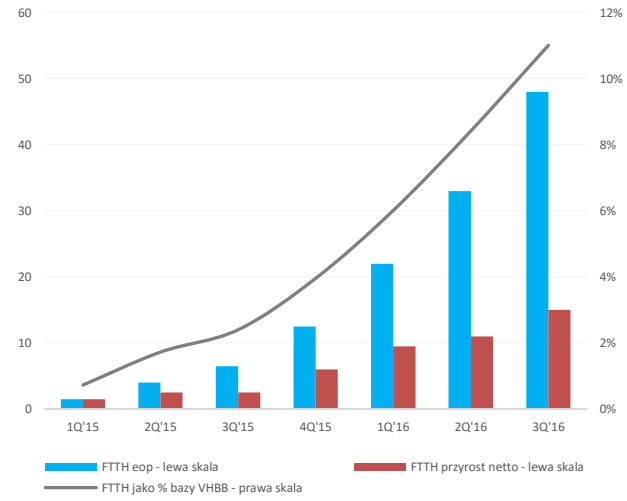
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Klienci VDSL oraz FTTH



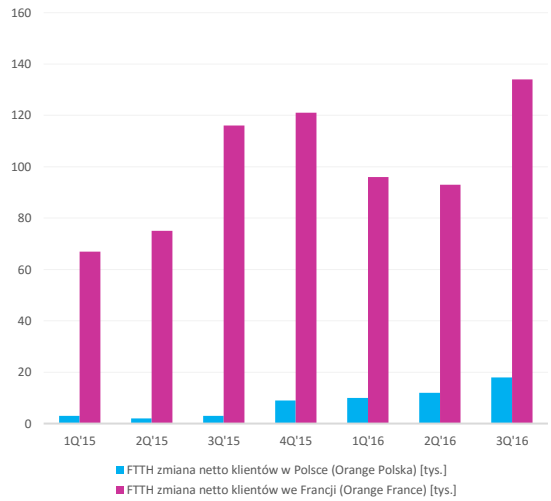
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przyrost klientów FTTH [tys.]



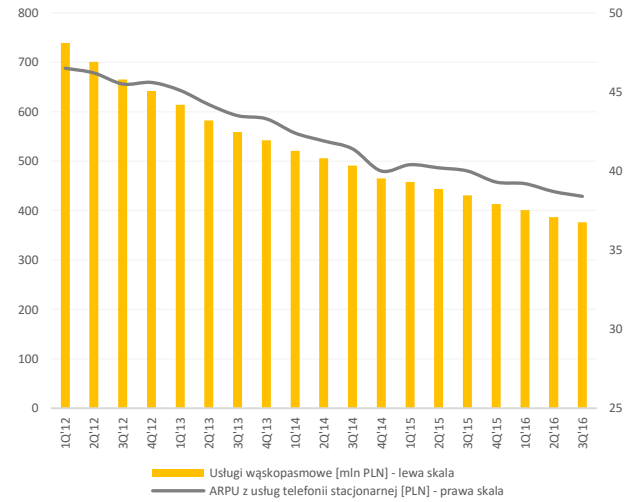
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przyrost klientów FTTH w Polsce oraz w spółce matce Orange SA we Francji



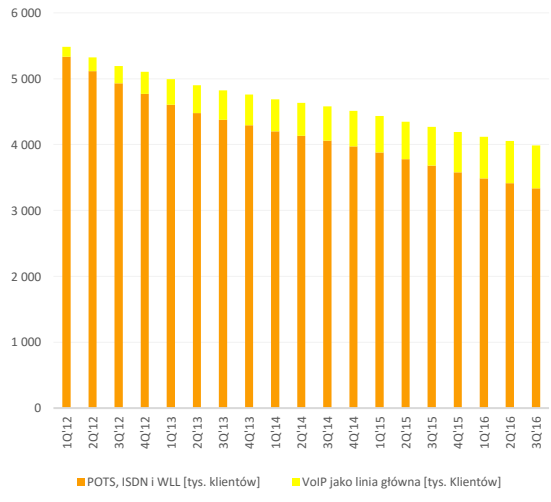
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody z usług wąskopasmowych oraz ARPU



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Liczba klientów usług wąskopasmowych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA 2016 I KOLEJNE OKRESY

Spółka już wcześniej zakomunikowała, że przewidywany na 2016 rok osiągalny pułap EBITDA to 3,15-3,30 mld PLN. W komentarzu do wyników za 3Q'16 napisano, że po dziewięciu miesiącach 2016 roku osiągnięto wyniki finansowe na poziomie umożliwiającym realizację całorocznych celów. Nasza prognoza na 2016 rok przewiduje EBITDA na poziomie niespełna 3,2 mld PLN.

Liczymy, że sam 4Q'16 okaże się względnie dobrym okresem na tle poprzednich odczytów. W 4Q'15 raportowana EBITDA wyniosła 584 mln PLN, a skorygowany odczyt EBITDA był na poziomie 673 mln PLN (ujęto m.in. efekt kosztów pracy). W 4Q'16 zakładamy EBITDA w wysokości 676 mln PLN, co będzie oznaczało płaski odczyt względem skorygowanej EBITDA z 4Q'15 i wyraźny wzrost względem raportowanego poziomu EBITDA z minionego roku.

Na rok 2017 rok prognozujemy spadek EBITDA do 2,93 mld PLN. Jest to głównie efekt dalszej erozji przychodów. Należy mieć też na uwadze, że w 2016 roku w pozycji koszty pracownicze spółka rozpoznała efekt porozumienia ze stroną społeczną w 1Q'16. W 2018 roku liczymy na scenariusz, w którym Orange stopniowo odzyska możliwość wykazywania odbudowy EBITDA. Dla 2018 roku założyliśmy w modelu już płaskie przychody ogółem oraz dalsze efekty optymalizacji kosztowej.

USUGI KOMÓRKOWE

Poprzednie kwartały były dla spółki udane pod względem akwizycji nowych klientów w usługach komórkowych. Liczymy, że również ostatni kwartał 2016 roku okaże się udany dla Orange. Założyliśmy bowiem przyrost klientów w kategorii post-paid o ok 380 tys. i jednocześnie ubytek z bazy pre-paid 725 tys. kart SIM. Na lata 2017-2018 przyjmujemy, że Orange utrzyma zdolność do dalszego budowania bazy klientów post-paid, choć dynamika zwiększenia udziałów rynkowych według nas będzie już znacząco niższa. Głównym ryzykiem może być bardziej agresywna polityka innych operatorów tracących klientów.

W zakresie cenników zakładamy, że okres silnej erozji rynku mamy za sobą i następuje czas stabilizacji z niewykluczonymi próbami stopniowego podnoszenia cen poprzez wzbogacanie oferty. Zatem w przyszłości oczekujemy spadku ARPU przy jednoczesnym wzroście monetyzacji bazy klientów poprzez sprzedawane usługi łączone.

Ogółem przychody z usług detalicznych w ofercie komórkowej w 2016 roku w naszym modelu spadają o 6,5% r/r do 4,29 mld PLN (w 2015 roku erozja wyniosła 7,6% r/r). W 2017 roku prognozujemy dalszy spadek przychodów w tej pozycji o 5,8% względem 2016 roku do poziomu 4,04 mld PLN. W roku 2018 staramy się zmaterializować nasze podstawowe założenie, że rynek znajduje się w momencie przełomowym i zakończyła się faza erozji wpływów Orange. Zatem przyjęliśmy w 2018 r roku przy dalszym wzroście bazy klientów już powrót przychodów do stopniowych wzrostów. Należy mieć na uwadze, że takie podejście może być obarczone poważnym ryzykiem błędu zważywszy na ujęte przełamanie trendu z odczytów historycznych.

Wzrost bazy klientów post-paid powinien wpływać na coraz wyższe raportowane przychody ze sprzedaży sprzętu. Mamy jednak na uwadze proces coraz większego nasycenia tej oferty. W 2016 roku sprzedaż sprzętu prognozujemy na 1,03 mld PLN, co oznacza wzrost o niemal 60% r/r. Na lata 2017-2018 przyjęliśmy, że wpływy ze sprzętu będą wyższe r/r o odpowiednio 19% i 8%.

Tym samym dla pozycji usługi komórkowe uwzględniamy łączne przychody w 2016 roku na poziomie 6,35 mld PLN. W kolejnych dwóch latach wpływy te rosną do 6,43 mld PLN i 6,76 mld PLN.

USŁUGI STACJONARNE

Kluczowym elementem strategii Orange jest rozwój oferty FTTH. Dotychczasowe odczyty dla tej usługi wskazują na wczesny etap budowy bazy klientów. Należy mieć na względzie, że perspektywa wyższych wydatków inwestycyjnych na FTTH wpływa wciąż negatywnie na sentyment inwestycyjny z uwagi m.in. na ograniczone możliwości wypłaty dywidend w okresie 2017-2018. Na koniec 3Q'16 baza usług szerokopasmowych to 2,025 mln klientów, z czego 1,562 mln klientów posiadało usługę ADSL. Na koniec września'16 zaledwie 57 tys. klientów wykorzystywało FTTH.

Naszym zdaniem dynamiczny rozwój FTTH jest konieczny i uzasadniony. Ekspansja w oparciu o FTTH odbywa się po zdobytych doświadczeniach Orange France. Traktujemy ten projekt jako inwestycję w przyszłość i prawdopodobnie jest to jedyna możliwość obrony przed sieciami kablowymi. W modelu przyjęliśmy, że na koniec 2019 roku spółka zdoła przyciągnąć nowych klientów w ofercie stacjonarnego internetu i baza dostępów będzie na poziomie 2,1 mln klientów, czyli z końca 2015 roku.

Prognozowana odbudowa bazy klientów usług szerokopasmowych (efekt FTTH)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W modelu przyjmujemy, że przychody z usług szerokopasmowych (tv, głos, internet) w 2016 roku spadną do 1,492 mld PLN. W 2017 roku obawiamy się erozji o ponad 90 mln PLN r/r z uwagi na presję na ARPU dotychczasowej oferty. Dopiero na przełomie 2018/2019 oczekujemy, że przychody tej kategorii znajdą się w fazie stopniowej odbudowy (tak jak już pisaliśmy za sprawą przyrostu abonentów FTTH).

Wpływy z usług stacjonarnych głosowych są od dłuższego czasu pod wpływem negatywnych zmian cywilizacyjnych, na które spółka właściwie nie ma większego wpływu. Zastępowanie, czy wręcz wypieranie telefonii stacjonarnej przez telefonię komórkową jest już procesem zaawansowanym. W modelu przyjęliśmy dalszą silną erozję liczby linii oraz niższe cenniki. Tym samym przychody Orange w tej kategorii w naszym modelu spadają do 1,529 mld PLN w 2016 roku. W trakcie kolejnych trzech lat liczymy się z erozją o ok 500 mln PLN.

Założenia dla wyników Orange Polska

	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Przychody razem	**2 926**	**2 803**	**2 903**	**2 851**	**2 889**	**2 766**	**2 836**	**2 804**	**2 847**	**11 840**	**11 446**	**11 253**	**11 250**	**11 215**	**11 262**
Usługi komórkowe	**1 552**	**1 526**	**1 622**	**1 594**	**1 608**	**1 550**	**1 632**	**1 602**	**1 644**	**6 141**	**6 350**	**6 428**	**6 757**	**6 915**	**7 099**
Przychody z usług detalicznych	1 114	1 090	1 080	1 085	1 037	1 006	1 012	1 018	1 008	4 589	4 292	4 044	4 182	4 205	4 272
Usługi hurtowe (w tym rozl. z operatorami)	253	244	270	251	266	275	294	296	297	909	1 031	1 161	1 255	1 303	1 350
Sprzedaż sprzętu do usług komórkowych	185	192	272	258	305	269	326	289	339	643	1 027	1 223	1 321	1 407	1 477
Usługi stacjonarne	**1 224**	**1 192**	**1 175**	**1 156**	**1 136**	**1 112**	**1 089**	**1 056**	**1 028**	**5 083**	**4 659**	**4 285**	**3 953**	**3 761**	**3 622**
Usługi wąskopasmowe	413	401	387	376	365	355	344	334	324	1 746	1 529	1 356	1 184	1 032	889
Usługi szerokopasmowe, tv , głos przez internet	391	381	375	369	367	358	350	347	346	1 601	1 492	1 401	1 383	1 400	1 413
Rozwiązania teleinformatyczne dla przeds.	224	219	218	222	222	220	218	215	213	916	881	866	862	857	853
Usługi hurtowe (w tym rozl. z operatorami)	196	191	195	189	182	179	177	160	146	820	757	662	524	472	467
Pozostałe przychody	150	85	106	101	145	105	115	145	175	616	437	540	540	540	540
Koszty i pozostałe saldo	**2 342**	**1 935**	**2 079**	**2 020**	**2 213**	**1 964**	**2 084**	**2 038**	**2 238**	**8 409**	**8 247**	**8 324**	**8 255**	**8 157**	**8 082**
Świadczenia pracownicze	396	381	440	404	409	411	418	395	399	1 713	1 634	1 623	1 526	1 449	1 377
Usługi obce	1 709	1 476	1 580	1 535	1 712	1 470	1 585	1 568	1 747	6 271	6 303	6 370	6 398	6 367	6 356
Rozliczenia z innymi operatorami	349	354	384	381	372	393	418	437	409	1 345	1 491	1 657	1 704	1 730	1 755
Koszty sieci oraz usług informatycznych	197	160	168	164	181	144	155	152	168	734	673	619	569	518	474
Koszty sprzedaży	801	615	685	656	819	608	678	650	836	2 745	2 775	2 772	2 794	2 810	2 817
Pozostałe usługi obce	362	347	343	334	340	325	333	329	334	1 447	1 364	1 322	1 331	1 309	1 310
Pozostałe koszty (przychody)	237	78	59	81	92	83	81	75	92	425	310	331	331	341	349
Raportowana EBITDA	**584**	**868**	**824**	**831**	**676**	**803**	**752**	**766**	**608**	**3 431**	**3 199**	**2 928**	**2 995**	**3 058**	**3 179**
Amortyzacja	712	653	683	695	693	682	673	665	657	2 871	2 724	2 676	2 598	2 546	2 490
EBIT	-118	215	142	137	-16	121	79	101	-48	572	478	253	398	512	689
Saldo finansowe	-81	-96	-96	-79	-88	-83	-85	-84	-85	-291	-359	-338	-331	-324	-318
Wynik brutto	-199	119	46	58	-104	38	-6	17	-133	281	119	-85	67	187	371
Podatek dochodowy	46	-21	-29	-21	0	-7	0	-3	0	-27	-71	-10	-13	-36	-71
Skonsolidowany zysk netto	**-153**	**98**	**17**	**37**	**-104**	**31**	**-6**	**13**	**-133**	**254**	**48**	**-96**	**54**	**152**	**301**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane szczegółowe założenia operacyjne dla Orange Polska

Założenia dla usług komórkowych	**4Q'15**	**1Q'16**	**2Q'16**	**3Q'16**	**4Q'16**	**1Q'17**	**2Q'17**	**3Q'17**	**4Q'17**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**
Razem przychody usług komórkowych [mln PLN]	1 552	1 526	1 622	1 594	1 608	1 550	1 632	1 602	1 644	6 141	6 350	6 428	6 757	6 915	7 099
Przychody z usług detalicznych	1 114	1 090	1 080	1 085	1 037	1 006	1 012	1 018	1 008	4 589	4 292	4 044	4 182	4 205	4 272
Usługi hurtowe (w tym rozl. z operatorami)	253	244	270	251	266	275	294	296	297	909	1 031	1 161	1 255	1 303	1 350
Sprzedaż sprzętu do usług komórkowych	185	192	272	258	305	269	326	289	339	643	1 027	1 223	1 321	1 407	1 477
Razem przychody usług komórkowych zmiana r/r	0,8%	1,4%	6,1%	2,5%	3,6%	1,5%	0,6%	0,5%	2,2%	0,0%	3,4%	1,2%	5,1%	2,3%	2,7%
Przychody z usług detalicznych	-6,5%	-6,0%	-6,7%	-6,4%	-7,0%	-7,7%	-6,3%	-6,2%	-2,7%	-7,6%	-6,5%	-5,8%	3,4%	0,6%	1,6%
Usługi hurtowe (w tym rozl. z operatorami)	25,2%	17,3%	21,1%	11,6%	5,1%	12,5%	8,9%	17,8%	11,5%	21,8%	13,4%	12,6%	8,1%	3,8%	3,6%
Sprzedaż sprzętu do usług komórkowych	26,7%	39,1%	82,6%	50,9%	65,0%	40,0%	20,0%	12,0%	11,0%	50,6%	59,8%	19,1%	8,0%	6,5%	5,0%
Usługi komórkowe (baza klientów w tys.) eop	**4Q'15**	**1Q'16**	**2Q'16**	**3Q'16**	**4Q'16**	**1Q'17**	**2Q'17**	**3Q'17**	**4Q'17**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**
Post-paid	8 361	8 576	8 776	9 085	9 465	9 710	9 910	10 075	10 325	8 361	9 465	10 325	10 700	10 915	11 109
Pre-paid	7 545	7 689	7 909	7 309	6 584	5 984	5 959	5 934	5 909	7 545	6 584	5 909	5 909	5 909	5 909
Razem	15 906	16 265	16 685	16 394	16 049	15 694	15 869	16 009	16 234	15 906	16 049	16 234	16 609	16 824	17 018
ARPU z usług telefonii komórkowej [PLN/mc]	**4Q'15**	**1Q'16**	**2Q'16**	**3Q'16**	**4Q'16**	**1Q'17**	**2Q'17**	**3Q'17**	**4Q'17**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**
Post-paid	47,1	45,3	44,3	43,7	41,9	40,6	39,5	38,3	37,2	49,1	43,8	38,9	36,3	35,8	36,0
Pre-paid	12,7	12,4	11,9	12	11,6	11,6	14,0	15,2	15,4	12,7	12,0	14,0	15,5	15,5	15,6
Zagregowane ARPU	29,8	28,9	28,1	28,1	27,9	28,1	28,7	28,6	28,1	30,3	28,2	28,4	28,8	28,6	28,9
Założenia dla usług szerokopasmowych	**4Q'15**	**1Q'16**	**2Q'16**	**3Q'16**	**4Q'16**	**1Q'17**	**2Q'17**	**3Q'17**	**4Q'17**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**
Przychody z usług szerokopasmowych [mln PLN]	391	381	375	369	367	358	350	347	346	1 601	1 492	1 401	1 383	1 400	1 413
Przychody z usług szerokopasmowych zmiana r/r	-5,1%	-7,1%	-7,2%	-6,8%	-6,0%	-6,0%	-6,6%	-6,1%	-5,9%	-3,7%	-6,8%	-6,1%	-1,3%	1,2%	0,9%
Dostępy szerokopasmowe (baza klientów w tys.)	2 105	2 079	2 045	2 025	2 017	2 009	2 007	2 006	2 016	2 105	2 017	2 016	2 086	2 111	2 125
ARPU dostępy szerokopasmowe [PLN]	61,2	60,3	60,2	60,3	60,3	59,1	57,9	57,3	57,0	61,2	60,3	57,0	55,9	55,3	55,3
Założenia dla stacjonarnych usług głosowych	**4Q'15**	**1Q'16**	**2Q'16**	**3Q'16**	**4Q'16**	**1Q'17**	**2Q'17**	**3Q'17**	**4Q'17**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**
Przychody z usług wąskopasowych [mln PLN]	413	401	387	376	365	355	344	334	324	1 746	1 529	1 356	1 184	1 032	889
Przychody z usług wąskopasowych zmiana r/r	-11,2%	-12,4%	-12,8%	-12,8%	-11,6%	-11,6%	-11,1%	-11,2%	-11,3%	-12,0%	-12,4%	-11,3%	-12,7%	-12,9%	-13,8%
Łącza główne (baza klientów w tys.)	4 194	4 120	4 056	3 988	3 922	3 855	3 789	3 722	3 655	4 194	3 922	3 655	3 397	3 141	2 883
ARPU usługi tel. stacjonarnej [PLN]	39,3	39,2	38,7	38,4	38,2	38,0	37,8	37,6	37,4	39,3	38,2	37,4	36,7	36,0	35,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

SYMULACJA WSKAŹNIKA DŁUG NETTO/EBITDA

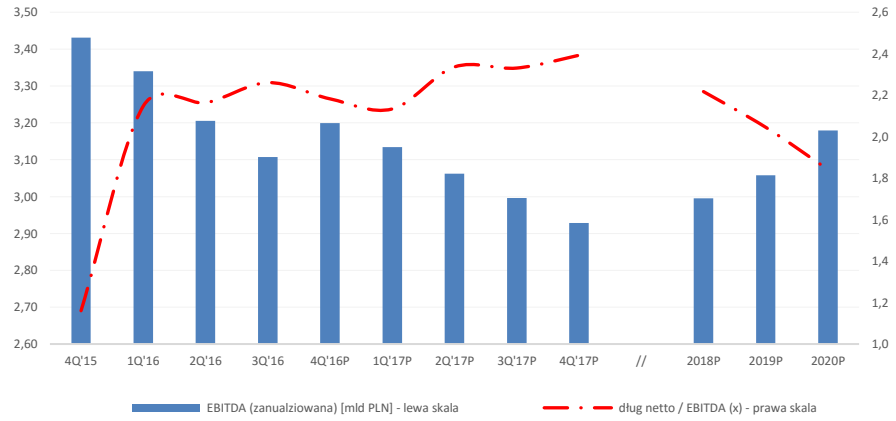
Obecnie przyjęty przez Orange w planie strategicznym parametr dług netto/EBITDA nie przekracza 2,2x. Według naszych prognoz na koniec 2016 roku wskaźnik ten wyniesie 2,18x (EBITDA=3,19 mld PLN i dług netto = 6,98 mld PLN).

Zakładamy w 2017 roku spadek EBITDA do 2,93 mld PLN. Według naszych symulacji rok 2017 zapowiada się jednocześnie wymagająco pod względem wydatków. Spółka będzie ponosiła zwiększone nakłady inwestycyjne na budowę sieci światłowodowej. W naszym scenariuszu bazowym uwzględniamy też wypływ gotówki na poziomie 650 mln PLN w związku z procesem z KE o historyczne nadużywanie pozycji na rynku dostępu do hurtowych usług szerokopasmowych. W modelu zakładamy brak wypłaty dywidendy w 2017 roku i wtedy dług netto/EBITDA na koniec grudnia 2017 roku wynosi ok 2,4x. Aby na koniec 2017 roku dług netto/EBITDA miesił się pod dotychczas wyznaczonym górnym progiem 2,2x (przy braku dywidendy) spółka potrzebowałaby zastrzyk płynnościowy w kwocie ok. 0,55 mld PLN.

Niepewność związana z przyszłym strumieniem dywidend dla akcjonariuszy mniejszościowych jest podstawowym powodem obserwowanej słabości kursu Orange. Bowiem ryzyko braku wypłaty dywidendy w 2017 roku należy ocenić jako duże.

Akcentujemy jednak, że potencjalny wpływ ewentualnego komunikatu o braku dywidendy wypłacanej w 2017 roku powinien być ograniczony i krótkotrwały. Bowiem w przeciwieństwie do poprzednich komunikatów o coraz niższej dywidendzie, jego efekt będzie już raczej jednorazowy. Kluczowe znaczenie będzie miała przyszła perspektywa zdolności Orange do dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami. Według nas rok 2018 pomimo zaawansowania procesu inwestycji w FTTH będzie już znacznie bardziej komfortowy pod względem płynnościowym i może zapoczątkować okres odważniejszych symulacji wskazujących nawet na coraz wyższe dywidendy w kolejnych latach.

Symulacja wskaźnika dług netto/EBITDA

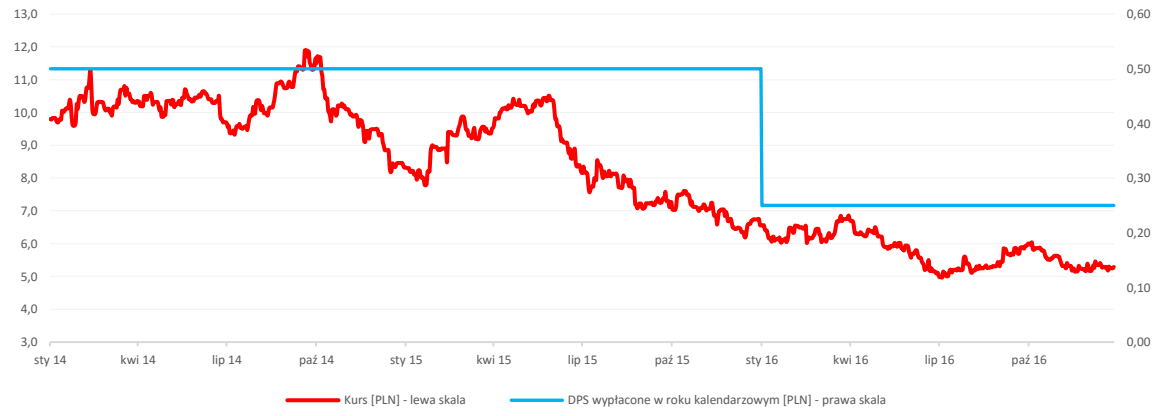


Wyznaczony w strategii średnioterminowej progowy poziom wskaźnika dług netto/EBITDA na poziomie 2,2x może zostać w 2017 roku przekroczony (przy założeniu wypłaty kary w postępowaniu z KE oraz przy założeniu braku dywidendy).

W modelu przyjmujemy, że w 2017 roku Orange nie wypłaci dywidendy, a w 2018 roku DPS wyniesie 0,25 PLN/akcję.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kurs Orange na tle wypłacanej historycznie dywidendy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

STRUKTURA PRZYCHODÓW SPÓŁKI

Skonsolidowane przychody spółki w 2015 roku wyniosły 11,84 mld PLN, czyli były niższe o 351 mln PLN w ujęciu r/r. Niekorzystne trendy w obszarze usług stacjonarnych w dalszym ciągu miały decydujący wpływ na łączne wpływy grupy. Orange bowiem cały czas zmaga się z strukturalną zmianą rynku telekomunikacyjnego, w szczególności z erozją w telefonii głosowej. W 2015 roku i w trakcie 2016 roku występowała także dalsza presja cenowa, która wpłynęła negatywnie na przychody z komórkowego ruchu głosowego (głównie w segmencie klientów biznesowych). Spółka częściowo równoważyła ubytek wpływów przez wzrost sprzedaży sprzętu (efekt ujęcia sprzedaży ratalnej, która została uruchomiona w roku 2014 roku) oraz większymi przychodami z mobilnego ruchu przychodzącego. Jak podaje Orange, w 2015 roku wpływ regulacyjny wyniósł 52 mln PLN (był znacznie mniejszy niż w 2014 roku; stawki MTR pozostały na niezmienionym poziomie natomiast efekt niższych stawek roamingowych oddziaływał na 1H'15).

Struktura przychodów Orange w latach 2014-2015 oraz w okresie 1-3Q'15 i 1-3Q'16

	2014	2015	1-3Q'15	1-3Q'16
Przychody razem [mln PLN]	**12 212**	**11 840**	**8 914**	**8 557**
Usługi komórkowe	6 140	6 141	4 589	4 742
Przychody z usług detalicznych	4 967	4 589	3 475	3 255
Usługi hurtowe (w tym rozliczenia z innymi operatorami)	746	909	656	765
Sprzedaż sprzętu do usług komórkowych	427	643	458	722
Usługi stacjonarne	5 520	5 083	3 859	3 523
Usługi wąskopasmowe	1 983	1 746	1 333	1 164
Usługi szerokopasmowe, tv , głos przez internet	1 663	1 601	1 210	1 125
Rozwiązania teleinformatyczne dla przedsiębiorstw	933	916	692	659
Usługi hurtowe (w tym rozliczenia z innymi operatorami)	941	820	624	575
Pozostałe przychody	552	616	466	292

	2014	2015	1-3Q'15	1-3Q'16
Przychody razem [struktura %]	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**
Usługi komórkowe	50,3%	51,9%	51,5%	55,4%
Przychody z usług detalicznych	40,7%	38,8%	39,0%	38,0%
Usługi hurtowe (w tym rozliczenia z innymi operatorami)	6,1%	7,7%	7,4%	8,9%
Sprzedaż sprzętu do usług komórkowych	3,5%	5,4%	5,1%	8,4%
Usługi stacjonarne	45,2%	42,9%	43,3%	41,2%
Usługi wąskopasmowe	16,2%	14,7%	15,0%	13,6%
Usługi szerokopasmowe, tv , głos przez internet	13,6%	13,5%	13,6%	13,1%
Rozwiązania teleinformatyczne dla przedsiębiorstw	7,6%	7,7%	7,8%	7,7%
Usługi hurtowe (w tym rozliczenia z innymi operatorami)	7,7%	6,9%	7,0%	6,7%
Pozostałe przychody	4,5%	5,2%	5,2%	3,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Ogółem w usługach komórkowych w 2015 roku przychody z połączeń głosowych spadły o 398 mln PLN głównie ze względu na niższe ceny oraz większą presję konkurencji. Jednocześnie przychody ze sprzedaży usług w zakresie przesyłu danych, wiadomości, treści i M2M wzrosły o 20 mln PLN za sprawą wyższego popytu na usługi w zakresie danych. Od 2Q'16 Orange zdecydowało o połączeniu obu kategorii przychodowych. W całym 2015 roku przychody z mobilnych usług hurtowych wzrosły do 909 mln PLN, czyli o 163 mln PLN r/r, w wyniku zwiększonego ruchu. Największą dynamikę wzrostu miała kategoria sprzedaż sprzętu do telefonii komórkowej, w której wpływy wzrosły do 643 mln PLN, czyli o 216 mln PLN r/r. Był to efekt sprzedaży ratalnej i silnego przyrostu nowych abonentów w usługach komórkowych.

W usługach stacjonarnych duża erozja wpływów widoczna jest w przychodach z tytułu usług wąskopasmowych. Trwająca migrację klientów z sieci stacjonarnej do komórkowej w 2015 roku skutkowała erozją sprzedaży o 237 mln PLN r/r do poziomu 1,75 mld PLN. Spadły także przychody ze stacjonarnych usług hurtowych właśnie w wyniku spadku liczby klientów w usłudze. Spółka boryka się także z innymi pozycjami przychodów w kategorii usługi stacjonarne i widać to w m.in. pozycji sprzedaż rozwiązań teleinformatycznych dla przedsiębiorstw.

STRUKTURA KOSZTÓW ORANGE

W 2015 roku największy udział w kosztach operacyjnych stanowiła amortyzacja (ok 2,87 mld PLN). Kolejna grupa kosztów to koszty sprzedaży, które w 2015 roku stanowiły 24% ogółu. W tej pozycji znajdowały się m.in. koszty związane z wartością sprzedawanych telefonów (1,83 mld PLN) oraz koszty prowizji, reklamy i sponsoringu (0,916 mld PLN).

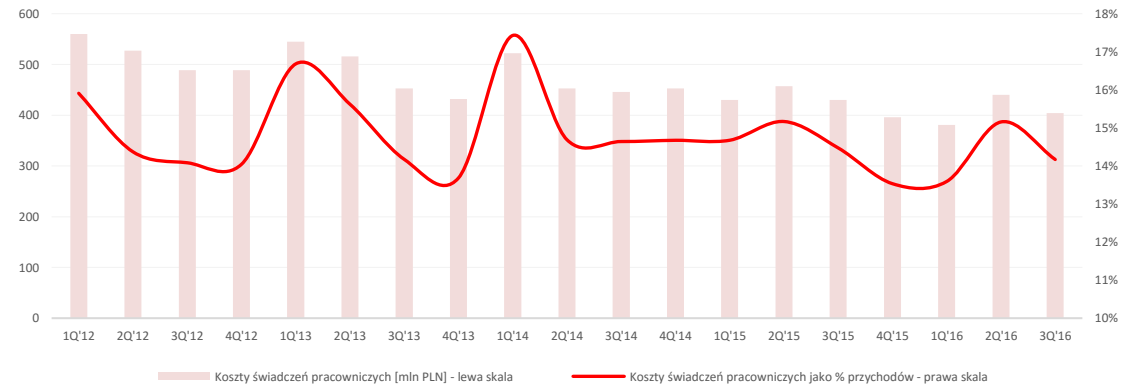
Struktura kosztów operacyjnych Orange w latach 2014-2015

Koszty i pozostałe saldo (mln PLN)	**2014**	**2015**
Koszty świadczeń pracowniczych	1 874	1 713
Koszty rozliczeń z innymi operatorami	1 231	1 345
Koszty sieci oraz usług informatycznych	788	734
Koszty sprzedaży	2 545	2 745
Pozostałe usługi obce	1 549	1 447
Amortyzacja	3 073	2 871
Pozostałe przychody i koszty oraz zdarzenia jednorazowe	166	413
Koszty i pozostałe saldo (struktura %)	**2014**	**2015**
Koszty świadczeń pracowniczych	17%	15%
Koszty rozliczeń z innymi operatorami	11%	12%
Koszty sieci oraz usług informatycznych	7%	7%
Koszty sprzedaży	23%	24%
Pozostałe usługi obce	14%	13%
Amortyzacja	27%	25%
Pozostałe przychody i koszty oraz zdarzenie jednorazowe	1%	4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W 2015 roku koszty świadczeń pracowniczych wyniosły 1,713 mld PLN i było to mniej niż w 2014 roku (wtedy były na poziomie ok 1,87 mld PLN). Koszty świadczeń pracowniczych w 2015 roku były zatem niższe o 151 mln PLN aniżeli w 2014 roku, co było efektem redukcji zatrudnienia. Spółka od dłuższego czasu stara się ograniczać koszty związane z wynagrodzeniami. Zwracamy uwagę, że w 1Q'16 spółka zawarła ze stroną społeczną kolejne porozumienia. Efektem tego było ujęcie w 1Q'16 niższych kosztów pracowniczych o 94 mln PLN (z odpowiednim zmniejszeniem zobowiązań dotyczących długoterminowych świadczeń pracowniczych). Tym samym mamy na uwadze, że porównanie kosztów pracowniczych za 2017 rok powinno ujmować efekt jednorazowego pomniejszenia wspomnianej pozycji z 1Q'16.

Struktura kosztów operacyjnych Orange w latach 2014-2015



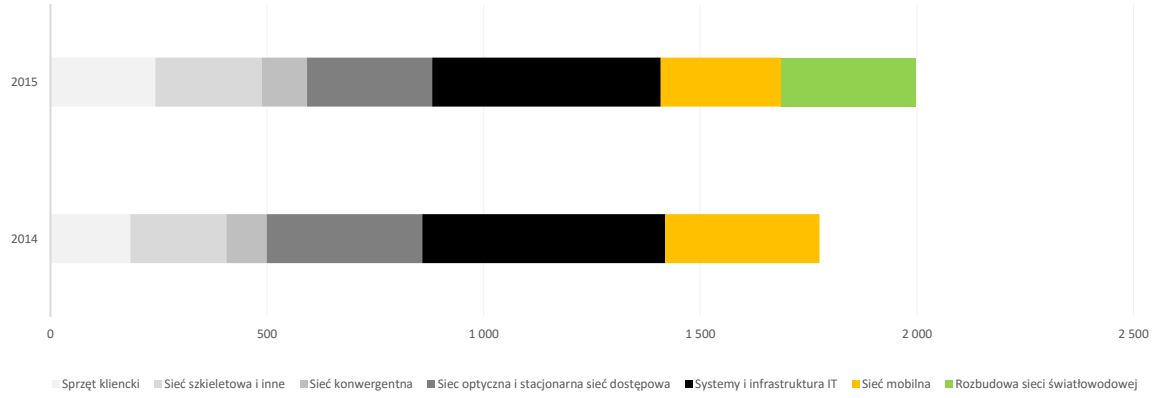
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kolejną istotną pozycją są koszty związane z rozliczeniami z innymi operatorami. W latach 2014-2015 koszty te wynosiły odpowiednio 1,23 mld PLN i ponad 1,34 mld PLN. W 2015 roku koszty rozliczeń międzyoperatorskich wzrosły o 114 mln PLN, głównie w efekcie zwiększonego ruchu w telefonii mobilnej i wyniosły ok 1,345 mld PLN (efekt z wyłączeniem wpływu regulacji wyniósłby 139 mln PLN). W kolejnych okresach należy liczyć się z dalszym wzrostem tej kategorii wraz z większą aktywnością klientów.

NAKŁADY INWESTYCYJNE

W 2015 roku łączne nakłady inwestycyjne wyniosły niemal 2 mld PLN i były wyższe o 223 mln r/r (skorygowanych o nakłady na zakup licencji telekomunikacyjnych w wysokości 378 mln PLN). Głównym powodem wyższych nakładów inwestycyjnych w 2015 roku było uruchomienie sieci światłowodowej (wydatki rzędu 311 mln PLN).

Wydatki inwestycyjne w podziale na przeznaczenie w latach 2014-2015

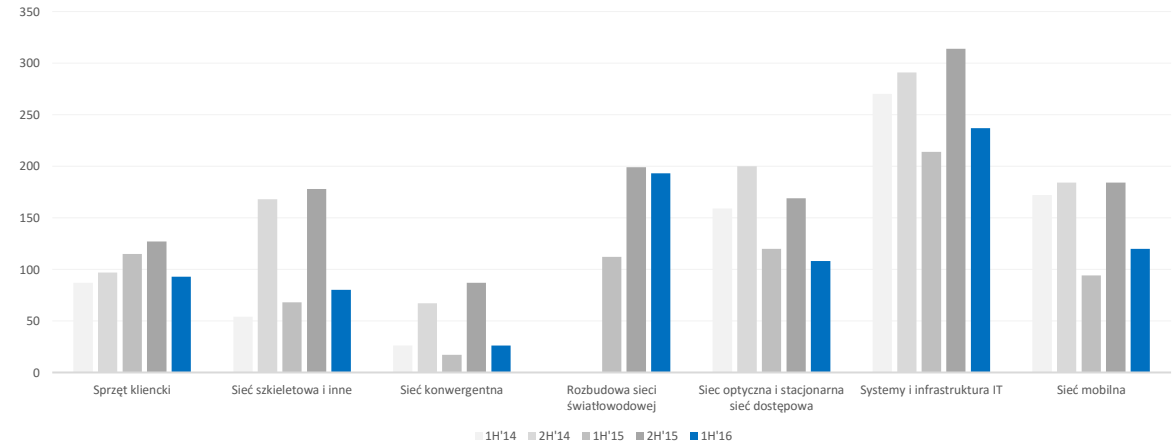


W 2014 roku dodatkowo w strukturze były wydatki rzędu 378 mln PLN z tytułu zakupu licencji telekomunikacyjnych

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W 1H'16 skorygowane nakłady inwestycyjne były na poziomie 857 mln PLN, czyli wzrosły o 117 mln PLN względem 1H'15. Głównym powodem wyższych nakładów inwestycyjnych w 1H'16 była rozbudowa sieci światłowodowej. Inwestycje w rozbudowę sieci FTTH wyniosły 193 mln PLN a w 1H'15 było to ok 112 mln PLN.

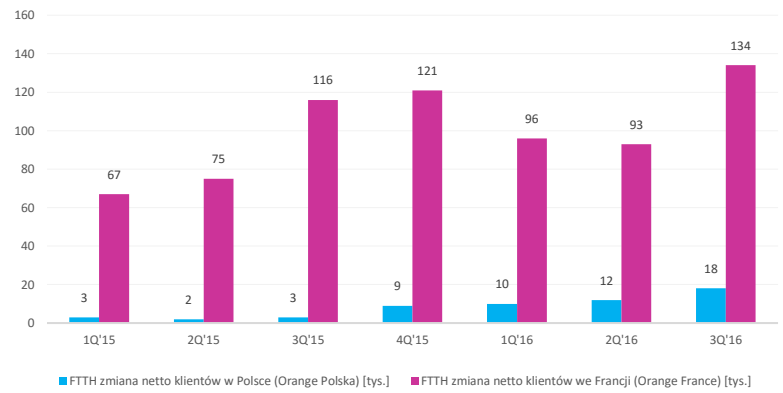
Wydatki inwestycyjne w podziale na przeznaczenie (w ujęciu półrocznym) [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W planie strategicznym do roku 2018 Orange akcentuje konieczność rozbudowy sieci światłowodowej. Ambicją spółki jest przyłączenie do 1 miliona gospodarstw domowych rocznie do roku 2018. Na ten cel szacowane wydatki inwestycyjne mogą wynieść ponad 2 mld PLN w okresie 2016-2018. Według opublikowanych założeń, na koniec 2018 roku Orange chce aby dostęp do usług FTTH miało 3,5 mln klientów. Według naszych szacunków, teoretyczna penetracja FTTH na poziomie 20-30% sugeruje, że docelowo usługa powinna mieć 0,70 - 1,05 mln klientów. Jednocześnie zwracamy uwagę, że Orange chce ograniczyć nakłady inwestycyjne na pozostałe obszary do poziomu ok 1,3-1,4 mld PLN rocznie.

Porównanie przyrostu klientów FTTH w Polsce i we Francji (na przestrzeni ostatnich kwartałów)



Na koniec 3Q'16 Orange France posiada 1,3 mln klientów usługi FTTH na bazie zasięgu pokrytej populacji 6,3 mln gospodarstw domowych. Zatem obecnie penetracja usługi wynosi niemal 21%. W Polsce Orange na koniec 3Q'16 posiada 57 tys. klientów usługi FTTH.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Orange France

W naszych założeniach bierzemy pod uwagę konieczną rozbudowę sieci światłowodowej. Jednocześnie jednak docelowy poziom inwestycji według nas będzie uzależniony od akceptowalnego parametru dług netto/EBITDA i ambicji do utrzymania możliwości wypłaty dywidendy (nawet w 2017 roku). Obecnie przyjęty przez Orange parametr dług netto/EBITDA w planie strategicznym nie przekracza 2,2x.

RZECZOWE AKTYWA TRWAŁE ORAZ WARTOŚCI NIEMATERIALNE I PRAWNE

Na koniec 3Q'16 wartość firmy ujmowana na bilansie wyniosła 3,94 mld PLN. Pozostałe wartości niematerialne były wyceniane na 5,818 mld PLN. Na koniec 2015 roku w tej kategorii ujmowano kwotę 3,01 mld PLN, a wzrost jaki występuje w 2016 roku wynika z zakupionych nowych częstotliwości. Na koniec 2015 roku w bilansie Orange wartość rezerwacji i innych praw do częstotliwości była wyceniana na 1,217 mld PLN. W dniu 25 stycznia 2016 roku grupa otrzymała decyzje, o przyznaniu rezerwacji częstotliwości z zakresu 800 MHz i 2600 MHz za łączną kwotę 3,168 mld PLN. Na podstawie decyzji UKE, spółka otrzymała rezerwacje dwóch bloków 2x5 MHz każdy w paśmie 800 MHz, oraz rezerwacje trzech bloków 2x5 MHz każdy w paśmie 2600 MHz.

Składniki aktywów w postaci wartości firmy, wartości niematerialnych oraz środków trwałych na bilansie Orange [mln PLN]

	2014	2015	3Q'16
Wartość firmy	**3 940**	**3 940**	**3 940**
Pozostałe wartości niematerialne	**3 215**	**3 010**	**5 818**
Rezerwacje i inne prawa do częstotliwości	1 365	1 217	---
Oprogramowanie komputerowe	1 778	1 729	---
Pozostałe wartości	72	64	---
Środki trwałe	**11 715**	**11 025**	**10 530**
Grunty i budynki	1 441	1 322	---
Sieć	9 279	8 648	---
Terminale	525	572	---
Pozostały sprzęt informatyczny	359	374	---
Pozostałe	111	109	---

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dane dot. rezerwacji i innych praw do częstotliwości na koniec 2014 i 2015 roku

	2014	2015	Data nabycia	Termin wygaśnięcia
450 MHz	0	0	1991	2016
900 MHz	348	324	2014	2029
900 MHz (na podstawie umów z T-Mobile)	45	33	2013	2018
1800 MHz (na podstawie umów z T-Mobile)	207	191	2013	2027
1800 MHz	0	0	1997	2027
2100 MHz	765	669	2000	2023
Rezerwacje i inne prawa do częstotliwości [mln PLN]	**1 365**	**1 217**	---	---

Źródło: spółka

Zakupione częstotliwości w 2016 roku

Nowe częstotliwości z 2016 roku [mln PLN]	Zadeklarowana kwota [mln PLN]	Data nabycia	Termin wygaśnięcia
800 MHz	1 568	2016	2031
800 MHz	1 483	2017	2031
2600 MHz	38	2018	2031
2600 MHz	41	2019	2031
2600 MHz	38	2020	2031
Rezerwacje i inne prawa do częstotliwości [mln PLN]	**3 168**		

Źródło: UKE, spółka

ŚREDNIOOKRESOWY PLAN DZIAŁAŃ ORANGE

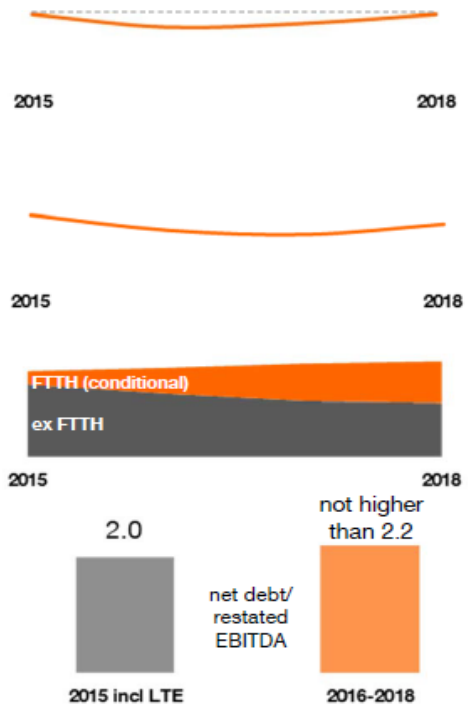
Spółka w lutym 2016 roku ogłosiła plan strategiczny na lata 2016-2018. Orange zakłada m.in. intensywne inwestycje w obszarze pozyskania klientów oraz zapewnienie najlepszej jakości sieci mobilnej oraz stacjonarnej.

W nowej strategii, jak zaznacza spółka, na pierwszym miejscu pozostaje „klient, inwestycje w sieć, konwergencja oraz efektywność". W porównaniu do wcześniejszej strategii, Orange zaakcentował jednak intensywność przyszłych podejmowanych działań. Sprzyja temu bowiem wzrost siły nabywczej konsumentów oraz przedsiębiorstw. Dodatkowo zdaniem spółki, „środowisko regulacyjne zapewnia przyjazne warunki do inwestowania".

Postępująca cyfryzacja społeczeństwa generuje dynamiczny wzrost popytu na transfer danych. Widać to w sieciach mobilnych i stacjonarnych (gdzie zmienia się struktura ruchu, co generuje popyt na prędkość). Orange wskazuje, że raporty Cisco zakładają, że do roku 2019 średni roczny wzrost ruchu mobilnego w Polsce przekraczać będzie 60%. Z kolei Analysys Mason prognozuje, że ruch w sieciach stacjonarnych do roku 2019 będzie rósł o 30% średniorocznie.

Spółka zwraca uwagę, że zarysowane działania są niezbędne w celu zbudowania długoterminowej wartości i odwrócenia dotychczasowych negatywnych zjawisk. Docelowo plan strategiczny ma przywrócić możliwość raportowania wzrostu skonsolidowanych przychodów oraz zysku EBITDA w 2018 roku. Według Orange, głównymi czynnikami odwrócenia negatywnego trendu ma być dalszy wzrost liczby klientów mobilnych i poprawa ARPU pod wpływem dynamicznego wzrostu popytu na transfer danych. Zdaniem Orange, EBITDA będzie wspierana poprawą przychodów, dźwignią operacyjną oraz optymalizacjami w zakresie kosztów.

Wybrane główne cele planu strategicznego Orange na lata 2016-2018:



powrót do wzrostu przychodów w 2018 roku, w następstwie sukcesu projektu FTTH i rosnącej liczby klientów telefonii komórkowej;

wzrost EBITDA w 2018 roku- dzięki wzrostowi przychodów, dźwigni operacyjnej, optymalizacji modelu biznesowego;

całkowite **nakłady inwestycyjne** na projekt FTTH w latach 2016-2018 wyniosą ok. 2,2 mld PLN, spadek nakładów inwestycyjnych w pozostałych obszarach do poziomu 1,3-1,4 mld PLN w 2018 roku.

wskaźnik dług netto do skorygowanej EBITDA nie będzie wyższy niż 2,2x w latach 2016-2018;

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 wacha się w przedziale 4-6%. Oceniamy, że rok 2017 będzie bardzo wymagający pod względem wydatków w spółce i w scenariuszu bazowym zakładamy brak wypłaty dywidendy. Akcentujemy jednak, że potencjalny wpływ ewentualnego komunikatu o braku dywidendy wypłacanej w 2017 roku powinien być ograniczony i krótkotrwały. Bowiem w przeciwieństwie do poprzednich komunikatów o coraz niższej dywidendzie, jego efekt będzie już raczej jednorazowy. Kluczowe znaczenie będzie miała przyszła perspektywa zdolności Orange do dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami. Według nas rok 2018 pomimo zaawansowania procesu inwestycji w FTTH będzie już znacznie bardziej komfortowy pod względem płynnościowym i może zapoczątkować okres odważniejszych symulacji wskazujących nawet na coraz wyższe dywidendy w kolejnych latach.

Ryzyko regulacyjne

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

Postępowanie przed Komisją Europejską w sprawie dostępu szerokopasmowego

W czerwcu 2011 roku Komisja Europejska (KE) nałożyła na Orange karę w wysokości 127,6 mln EUR za nadużywanie, przed październikiem 2009 roku, pozycji dominującej na rynku dostępu do hurtowych usług szerokopasmowych. Spółka utworzyła rezerwę na całą kwotę kary i naliczone odsetki, jednak nie zgadza się z decyzją i niewspółmierną wysokością kary. Orange złożyła odwołanie od decyzji KE do Sądu Unii Europejskiej w dniu 2 września 2011 roku. W dniu 17 grudnia 2015 roku Sąd Unii Europejskiej ogłosił wyrok oddalający odwołanie Orange Polska od decyzji KE. Spółka podjęła decyzję, że zaskarży ten wyrok do Trybunału Sprawiedliwości. Liczymy się z tym, że ostateczny wyrok zapadnie w 1H'17. Uwzględniając wcześniejszą przegraną rozprawę przyjmujemy, że spółka zostanie zobowiązana do zapłaty kary (ok 650 mln PLN łącznie z odsetkami). Wypłata przez spółkę kary prawdopodobnie spowoduje, że wskaźnik dług netto/EBITDA w 2017 roku przekroczy poziom 2.2x.

Wypieranie oferty stacjonarnej

Zastępowanie, czy wręcz wypieranie telefonii stacjonarnej przez telefonię komórkową 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.

Kalkulacja kosztów zakańczania połączeń w sieci stacjonarnej (FTR)

Od dłuższego czasu trwają w UKE prace związane z przygotowaniem nowego modelu kalkulacji kosztów (FTR). Oceniamy, że należy spodziewać się obniżenia stawek FTR oraz likwidacji asymetrii w rozliczeniach. Zatem przyszłe zmiany mogą być odczuwalne przez Orange, gdyż spadną przychody i jednocześnie obniżeniu ulegną koszty. Dlatego przyjmujemy założenie, że efekt zmiany dla EBITDA (związany z obniżeniem stawek FTR) nie powinien być istotny. Niemniej cięcie FTR (w zależności od tego, kiedy będzie wprowadzone) może uniemożliwić wykazanie w 2018 roku wzrostu skonsolidowanych przychodów względem 2017 roku.

Silna presja cenowa ze strony operatorów telewizji kablowych

Operatorzy telewizji kablowych (UPC, Vectra) wzmacniają swoją pozycję rynkową. Należy zauważyć, że nasycenie rynku w dużych miastach zmusza operatorów kablowych do poszukiwania nowych dróg rozwoju w mniejszych miejscowościach. Odbywa 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.

Oferta łączona Cyfrowego Polsatu

Cyfrowy Polsat i Polkomtel stanowią bardzo silną konkurencję w zakresie oferty usług mobilnych oraz dostarczania treści telewizyjnej/rozrywki. W szczególności zwracamy uwagę na kluczowy dla oferty tego podmiotu program SmartDOM.

Obrona pozycji przez T-Mobile

Ostatnie kwartały przyniosły spadek udziału w rynku T-Mobile. W marcu 2016 roku podmiot ten ogłosił nową strategię, która zakłada 3 główne fazy: i) zatrzymanie odejść klientów (2016 rok), wzrost udziałów w rynku nowych kontraktów (2017 rok) oraz przejście do pozycji lidera w pozyskiwaniu klientów (lata 2018-2020). T-Mobile planuje również podwoić finalnie swoje przychody od klientów biznesowych na rynku ICT. Zwracamy uwagę, że w ostatnich kwartałach Orange znacząco umocnił swoje udziały w rynku mobilnym, co widać po liczbie nowych klientów. Ewentualne agresywne działania konkurencji skierowane na akwizycję klientów mogą wywołać kolejną presję na obniżki cenników.

Rejestracja pre-paid

Na podstawie ustawy z dnia 10 czerwca 2016 roku o działaniach antyterrorystycznych operatorzy telekomunikacyjni zobowiązani zostali do uzyskania danych osobowych nowych abonentów i ich właściwego zweryfikowania przed rozpoczęciem świadczenia usług pre-paid. Do 1 lutego 2017 roku ma zostać przeprowadzona rejestracja dotychczasowych abonentów pre-paid.

Zwracamy uwagę, że już w 3Q'16 spółka zaraportowała dużą erozję liczby kart SIM w usłudze pre-paid. Na koniec 3Q'16 w ofercie pre-paid było 7,31 mln kart. Tym samym w samym 3Q'16 nastąpił spadek kart o 600 tys. w porównaniu z końcem czerwca 2016 roku. W modelu zakładamy, że w 4Q'16 oraz w 1Q'17 nastąpi dalszy silny ubytek zarejestrowanych kart SIM. Tym samym spodziewamy się także zauważalnego efektu w postaci docelowe wzrostu ARPU (szczególnie widoczne od 2Q'17, czyli już bez efektu obecnych promocji zachęcających do rejestracji kart SIM). Proces rejestracji kart w pewnym stopniu wspiera migrację części klientów do usługi abonamentowej. Zatem netto trwające zmiany według nas mogą mieć ograniczony negatywny skutek dla przychodów Orange.

Stawki usług świadczonych w roamingu (MTR)

Należy liczyć się z tym, że w UE opłaty roamingowe zostaną zrównane z cenami usług krajowych. Jest to jednak już proces zaawansowany i największe obniżki cenników zostały wprowadzone.

PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE

Orange jest liderem na polskim rynku telefonii stacjonarnej, internetu i transmisji danych. Spółka akcentuje, że jako jedyny operator, oferujemy kompleksowe rozwiązania telekomunikacyjne dostępne w całym kraju. Celem Orange jest osiągnięcie pozycji najchętniej wybieranego dostawcy usług telekomunikacyjnych, multimedialnych i rozrywkowych.

Grupa raportuje jeden segment operacyjny. Niemniej w strukturze przychodów spółka szczegółowo wyodrębnia linię wpływów z usług mobilnych oraz sprzedaż usług stacjonarnych.

Należy mieć na uwadze, że spółka od dłuższego czasu zmaga się z niekorzystnymi strukturalnymi zmianami rynku telekomunikacyjnego. W szczególności Orange dotkliwie odczuwa proces wypierania usług stacjonarnych oraz spadek cenników w usługach mobilnych.

Odpowiedzią spółki na negatywne zmiany rynkowe jest m.in. rozwój usług spakietyzowanych, promowanie oferty konwergentnej, a także ciągła optymalizacja kosztów. Pewnym wsparciem dla poprawy trendów w zakresie przychodów jest także rozwój działalności ICT oraz wprowadzanie usług dodatkowych (usługi finansowe, odsprzedaż energii), będących uzupełnieniem podstawowej oferty telekomunikacyjnej.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Kapitał zakładowy spółki jest podzielony na 1,312 mln akcji o wartości nominalnej 3 PLN. Dominującym akcjonariuszem spółki jest jednym z największych na świecie operatorów telekomunikacyjnych. Grupa międzynarodowa Orange zatrudnia ok. 157 tys. pracowników na całym świecie. W marcu 2015 roku grupa Orange przedstawiła nowy plan strategiczny "Essentials 2020".

Struktura akcjonariatu Orange Polska

	Liczba akcji	% akcji
Orange SA	665,0	50,7%
Pozostali akcjonariusze	647,4	49,3%
Razem	1 312,4	100%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

RYNEK TELEKOMUNIKACYJNY W POLSCE

Z raportu UKE wynika, że wartość całego rynku telekomunikacyjnego w Polsce w 2015 roku wyniosła ok 39,5 mld PLN. Należy zauważyć, że był to pierwszy od kilku lat raportowany wzrost przychodów sektora (chociaż w poszczególnych kategoriach nadal następowała erozja).

Rynek telekomunikacyjny jest w Polsce już nasycony. Jak wskazuje UKE, obecne i przyszłe działania operatorów ukierunkowane będą na zminimalizowanie rotacji własnej bazy i utrzymanie klienta. Charakterystyką nasycenia rynku jest stały rozwój rynku usług wiązanych, które umożliwiają lepszą monetyzację klienta. Jak wskazuje UKE w ostatnim raporcie za 2015 rok, kluczowe znaczenie dla odbudowy wartości rynku w kolejnych latach powinny mieć rozbudowane usługi oparte o transmisję danych, co charakteryzować ma tzw. „e-społeczeństwa".

Prawie 44% udział wartościowy w rynku telekomunikacyjnym w 2015 roku miała telefonia mobilna. Ten segment miał wartość ok 17,2 mld PLN (bez uwzględnienie wartości internetu mobilnego), co oznaczało spadek o 2,6% r/r. Powodem erozji rynku telefonii mobilnej były niższe przychody z tytułu świadczenia usług głosowych (-14,6% r/r), wysyłanych wiadomości SMS (-10,1% r/r) oraz roamingu (aktywny -5,9% r/r; pasywny -33,5%). Inne usługi telefonii mobilnej w 2015 roku zanotowały wzrost. Przychody z abonamentu wg danych UKE były wyższe o 0,6% r/r, z usługi MMS o 1,1% r/r, a z transmisji danych o 13,2% r/r.

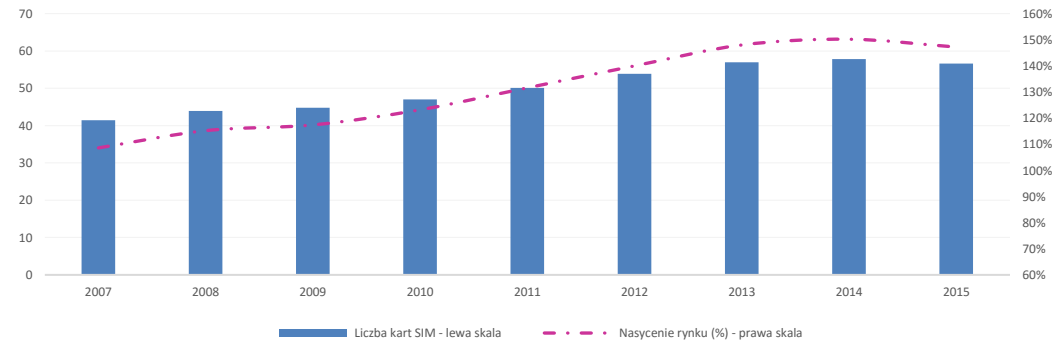
Szacunkowe udziały w rynku telefonii mobilnej w Polsce w 2015 roku

	Liczba użytkowników	Uzyskane przychody
Orange Polska	27,7%	26,7%
Polkomtel	22,6%	27,9%
T-Mobile	20,8%	21,2%
Play	25,8%	23,6%
Pozostali	3,2%	0,7%

Źródło: UKE

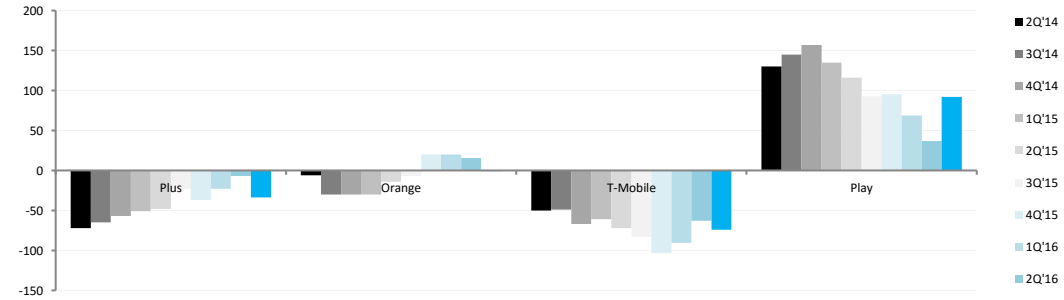
UKE podaje, że w 2015 roku operatorzy posiadali w swoich bazach 56,6 mln kart SIM. Tym samym nasycenie usługami telefonii mobilnej było na na poziomie 147,2% (- 3 pkt % r/r). Niższy poziom nasycenia związany był z procesem „urealnienia" przez operatorów baz abonenckich.

Liczba kart SIM na rynku oraz nasycenie telefonii mobilnej w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych UKE

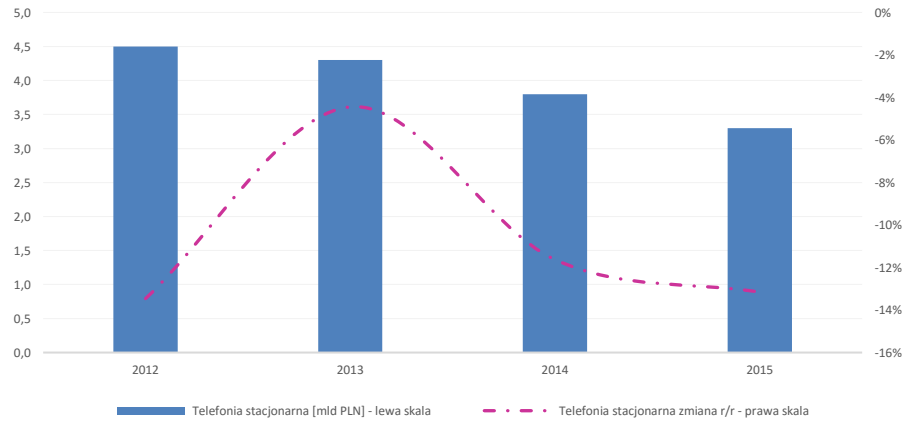
Bilans migracji numerów usług mobilnych w ramach wybranych sieci



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych UKE

Jak zwracaliśmy już wcześniej uwagę, w ostatnich latach zaawansowany jest proces wypierania telefonii stacjonarnej przez telefonię mobilną. UKE podało, że w 2015 roku w Polsce było ok. 5,7 mln użytkowników telefonii stacjonarnej, a wartość rynku tych usług wyniosła 3,3 mld PLN (-13,2% r/r). Coraz większe znaczenie w strukturze wartości rynku telefonii stacjonarnej ma sam abonament, który w 2015 roku stanowił 66,5% usługi (w 2014 roku było to 62,3%). Mniejsze znaczenie mają opłaty za połączenia, które w 2015 roku odpowiadały za ok. 22% wartości usługi stacjonarnej.

Wartość rynku telefonii stacjonarnej w Polsce w latach 2012-2015

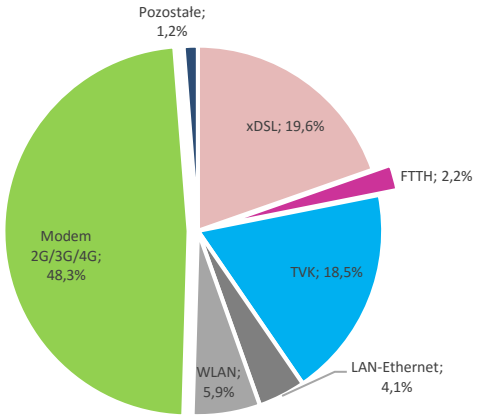


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych UKE

W 2015 roku nasycenie usługami dostępu do sieci internet wyniosło 102% (pod względem gospodarstw domowych). Jak podaje UKE, wskaźnik ten wzrósł o około 11,6 pkt % względem 2014 roku. Szacowana wartość rynku dostępu do internetu wyniosła ok 5,07 mld PLN. Około 7,13 mln użytkowników korzystało z internetu stacjonarnego, a 6,7 mln użytkowników z internetu mobilnego. Według raportów UKE największe przychody generowane były przez dostęp mobilny (usługi przy użyciu urządzeń 2G/3G/4G), które stanowiły 33% ogólnych przychodów z dostępu do internetu, czyli były warte ok. 1,7 mld PLN (+4% r/r). Przychody z łączy xDSL w 2015 roku były wyceniane na 1,3 mld PLN (-8,4% r/r). Z kolei wartość rynku internetu za pośrednictwem modemów kablowych w 2015 roku szacowana była na 1 mld PLN (-2% r/r).

Struktura rynku użytkowników internetu (stacjonarnego oraz mobilnego) w 2015 roku

	2015
Orange	30,0%
Polkomtel + CPS	13,0%
Play	7,6%
T-Mobile	7,6%
UPC	7,5%
Aero2	5,0%
Netia	4,1%
Vectra	3,9%
Multimedia	3,2%
Pozostali	18,1%



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. na podstawie danych UKE

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Mnożniki rynkowe oraz dane operacyjne	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**
Cena [PLN]	5,30	5,30	5,30	5,30	5,30	5,30	5,30	5,30	5,30	5,30	5,30	5,30	5,30
Liczna akcji [mln szt.]	1 312,4	1 312,4	1 312,4	1 312,4	1 312,4	1 312,4	1 312,4	1 312,4	1 312,4	1 312,4	1 312,4	1 312,4	1 312,4
Mkt Cap [mln PLN]	6 955	6 955	6 955	6 955	6 955	6 955	6 955	6 955	6 955	6 955	6 955	6 955	6 955
EV [mln PLN]	11 138	10 937	13 937	13 962	13 597	13 210	12 811	12 510	12 530	12 199	11 867	11 533	11 346
P/E	13,00	27,38	144,77	-72,80	128,41	45,82	23,12	13,74	11,68	10,19	8,63	7,69	7,07
EV/EBITDA	**2,73**	**3,19**	**4,36**	**4,77**	**4,54**	**4,32**	**4,03**	**3,83**	**3,78**	**3,65**	**3,51**	**3,39**	**3,31**
EV/EBIT	11,30	19,12	29,19	55,29	34,17	25,81	18,59	13,36	12,04	10,69	9,22	8,22	7,58
P/BV	0,56	0,58	0,59	0,60	0,61	0,63	0,65	0,66	0,67	0,68	0,68	0,67	0,66
Dług netto / EBITDA (x)	1,0x	1,2x	2,2x	2,4x	2,2x	2,0x	1,8x	1,7x	1,7x	1,6x	1,5x	1,3x	1,3x
Dług netto [mln PLN]	4 183	3 982	6 982	7 007	6 642	6 254	5 855	5 555	5 574	5 244	4 912	4 578	4 391
Środki pieniężne [mln PLN]	248	266	382	357	672	910	1 134	1 234	1 015	1 145	1 277	1 411	1 398
Dług % [mln PLN]	4 431	4 248	7 364	7 364	7 314	7 164	6 989	6 789	6 589	6 389	6 189	5 989	5 789
Dywidenda [mln PLN]	656,00	656,00	328,00	0,00	328,09	459,33	590,56	721,80	787,41	787,41	787,41	787,41	787,41
DPS [PLN/akcję]	**0,50**	**0,50**	**0,25**	**0,00**	**0,25**	**0,35**	**0,45**	**0,55**	**0,60**	**0,60**	**0,60**	**0,60**	**0,60**
Rentowność dywidendy [DPS/kurs bieżący]	**9,4%**	**9,4%**	**4,7%**	**0,0%**	**4,7%**	**6,6%**	**8,5%**	**10,4%**	**11,3%**	**11,3%**	**11,3%**	**11,3%**	**11,3%**
Przychody ogółem zmiana r/r	**-5,5%**	**-3,0%**	**-3,3%**	**-1,7%**	**0,0%**	**-0,3%**	**0,4%**	**0,5%**	**0,5%**	**0,5%**	**0,5%**	**0,4%**	**0,4%**
Usługi komórkowe	-1,9%	0,0%	3,4%	1,2%	5,1%	2,3%	2,7%	2,3%	2,1%	1,7%	1,6%	1,4%	1,3%
Usługi detaliczne	-7,0%	-7,6%	-6,5%	-5,8%	3,4%	0,6%	1,6%	2,2%	2,1%	1,8%	1,6%	1,3%	1,2%
Usługi stacjonarne	-8,9%	-7,9%	-8,3%	-8,0%	-7,8%	-4,9%	-3,7%	-3,0%	-1,9%	-1,5%	-1,2%	-0,9%	-0,6%
Usługi szerokopasmowe, tv , głos przez internet	-1,4%	-3,7%	-6,8%	-6,1%	-1,3%	1,2%	0,9%	1,9%	3,4%	3,2%	2,6%	2,1%	2,0%
Przychody z usług komórkowych jako % ogółu	50%	52%	55%	57%	60%	62%	63%	64%	65%	66%	67%	67%	68%
marża EBITDA	**33,4%**	**29,0%**	**28,0%**	**26,0%**	**26,6%**	**27,3%**	**28,2%**	**28,8%**	**29,2%**	**29,3%**	**29,5%**	**29,6%**	**29,6%**
Capex [mln PLN]	2 153	1 998	4 825	1 913	1 913	1 851	1 802	1 810	2 103	1 770	1 779	1 787	1 944
Capex / Amortyzacja	70%	70%	177%	71%	74%	73%	72%	78%	92%	80%	85%	89%	101%
Capex jako % przychodów	18%	17%	42%	17%	17%	17%	16%	16%	19%	16%	16%	16%	17%

RZiS [mln PLN]	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**
Przychody razem	**12 212**	**11 840**	**11 446**	**11 253**	**11 250**	**11 215**	**11 262**	**11 314**	**11 369**	**11 420**	**11 476**	**11 527**	**11 574**
Usługi komórkowe	6 140	6 141	6 350	6 428	6 757	6 915	7 099	7 262	7 412	7 538	7 659	7 765	7 866
Przychody z usług detalicznych	4 967	4 589	4 292	4 044	4 182	4 205	4 272	4 368	4 459	4 537	4 611	4 673	4 731
Usługi hurtowe (w tym rozl. z operatorami)	746	909	1 031	1 161	1 255	1 303	1 350	1 380	1 409	1 434	1 457	1 477	1 495
Sprzedaż sprzętu do usług komórkowych	427	643	1 027	1 223	1 321	1 407	1 477	1 514	1 544	1 567	1 591	1 615	1 639
Usługi stacjonarne	5 520	5 083	4 659	4 285	3 953	3 761	3 622	3 512	3 444	3 394	3 353	3 322	3 302
Usługi wąskopasmowe	1 983	1 746	1 529	1 356	1 184	1 032	889	761	653	564	492	436	392
Usługi szerokopasmowe, tv , głos przez internet	1 663	1 601	1 492	1 401	1 383	1 400	1 413	1 440	1 489	1 536	1 576	1 610	1 643
Rozwiązania teleinf. dla przedsiębiorstw	933	916	881	866	862	857	853	849	845	840	836	832	828
Usługi hurtowe (w tym rozl. z operatorami)	941	820	757	662	524	472	467	462	458	453	449	444	440
Pozostałe przychody	552	616	437	540	540	540	540	540	513	487	463	440	407
Koszty i pozostałe saldo	-8 136	-8 409	-8 247	-8 324	-8 255	-8 157	-8 082	-8 052	-8 054	-8 073	-8 096	-8 120	-8 143
Koszty świadczeń pracowniczych	-1 874	-1 713	-1 634	-1 623	-1 526	-1 449	-1 377	-1 329	-1 295	-1 276	-1 263	-1 263	-1 263
Usługi obce	-6 113	-6 271	-6 303	-6 370	-6 398	-6 367	-6 356	-6 367	-6 396	-6 430	-6 461	-6 481	-6 502
Koszty rozliczeń z innymi operatorami	-1 231	-1 345	-1 491	-1 657	-1 704	-1 730	-1 755	-1 781	-1 806	-1 826	-1 844	-1 857	-1 869
Koszty sieci oraz usług informatycznych	-788	-734	-673	-619	-569	-518	-474	-438	-414	-394	-376	-361	-350
Koszty sprzedaży	-2 545	-2 745	-2 775	-2 772	-2 794	-2 810	-2 817	-2 843	-2 872	-2 909	-2 942	-2 968	-2 991
Pozostałe usługi obce	-1 549	-1 447	-1 364	-1 322	-1 331	-1 309	-1 310	-1 305	-1 304	-1 300	-1 298	-1 295	-1 292
Raportowana EBITDA	**4 076**	**3 431**	**3 199**	**2 928**	**2 995**	**3 058**	**3 179**	**3 262**	**3 316**	**3 347**	**3 380**	**3 407**	**3 431**
Amortyzacja	-3 073	-2 871	-2 724	-2 676	-2 598	-2 546	-2 490	-2 326	-2 275	-2 205	-2 092	-2 004	-1 934
EBIT	986	572	478	253	398	512	689	936	1 040	1 142	1 288	1 403	1 497
Koszty finansowe, netto	-405	-291	-359	-338	-331	-324	-318	-312	-305	-299	-293	-287	-282
Wynik brutto	581	281	119	-85	67	187	371	625	735	842	994	1 116	1 215
Skonsolidowany zysk netto	**535**	**254**	**48**	**-96**	**54**	**152**	**301**	**506**	**595**	**682**	**806**	**904**	**984**

BILANS [mln PLN]	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Wartość firmy	3 940	3 940	3 940	3 940	3 940	3 940	3 940	3 940	3 940	3 940	3 940	3 940	3 940
Pozostałe wartości niematerialne	3 215	3 010	5 726	5 454	5 210	4 963	4 718	4 534	4 473	4 318	4 207	4 130	4 133
Środki trwałe	11 715	11 025	10 363	9 872	9 430	8 982	8 539	8 207	8 096	7 816	7 614	7 474	7 481
Należności handlowe	138	210	488	558	627	657	657	657	657	657	657	657	657
Pozostałe aktywa	84	146	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	934	991	907	907	907	907	907	907	907	907	907	907	907
Aktywa trwałe razem	**20 026**	**19 322**	**21 587**	**20 894**	**20 278**	**19 612**	**18 924**	**18 408**	**18 236**	**17 801**	**17 488**	**17 271**	**17 281**
Zapasy	198	228	195	200	200	200	201	201	202	203	204	205	206
Należności handlowe	1 372	1 591	1 519	1 446	1 423	1 386	1 395	1 404	1 414	1 424	1 434	1 443	1 452
Pozostałe aktywa	260	245	145	145	145	145	145	145	145	145	145	145	145
Środki pieniężne i ekwiwalenty	248	266	382	357	672	910	1 134	1 234	1 015	1 145	1 277	1 411	1 398
Aktywa obrotowe razem	**2 078**	**2 330**	**2 242**	**2 149**	**2 440**	**2 641**	**2 874**	**2 985**	**2 777**	**2 917**	**3 060**	**3 205**	**3 201**
SUMA AKTYWÓW	**22 104**	**21 652**	**23 828**	**23 042**	**22 718**	**22 253**	**21 798**	**21 393**	**21 013**	**20 718**	**20 548**	**20 475**	**20 482**
Kapitał własny razem	**12 398**	**11 977**	**11 714**	**11 618**	**11 345**	**11 037**	**10 747**	**10 532**	**10 340**	**10 235**	**10 253**	**10 369**	**10 566**
Zobowiązania handlowe	866	767	666	655	654	652	655	658	661	664	668	671	673
Pożyczki od jednostki powiązanej	3 229	2 849	6 652	6 652	6 602	6 452	6 277	6 077	5 877	5 677	5 477	5 277	5 077
Poz. zob. fin. wg zamortyzowanego kosztu	59	81	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66
Instrumenty pochodne	148	125	131	131	131	131	131	131	131	131	131	131	131
Pozostałe zobowiązania i rezerwy	648	609	452	452	452	452	452	452	452	452	452	452	452
Przychody przyszłych okresów	47	59	68	68	68	68	68	68	68	68	68	68	68
Zobowiązania długoterminowe	**4 997**	**4 490**	**8 035**	**8 024**	**7 973**	**7 821**	**7 649**	**7 452**	**7 255**	**7 058**	**6 862**	**6 665**	**6 467**
Zobowiązania handlowe	2 006	2 130	1 729	1 700	1 700	1 695	1 702	1 709	1 718	1 725	1 734	1 742	1 749
Pożyczki od jednostki powiązanej	1 078	1 273	608	608	608	608	608	608	608	608	608	608	608
Poz. zob fin wyceniane według zamort kosztu	65	45	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	58	60	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31
Pozostałe zobowiązania i rezerwy	1 100	1 191	1 195	545	545	545	545	545	545	545	545	545	545
Przychody przyszłych okresów	402	486	478	478	478	478	478	478	478	478	478	478	478
Zobowiązania krótkoterminowe razem	4 709	5 185	4 079	3 400	3 400	3 395	3 402	3 409	3 418	3 425	3 434	3 442	3 449
SUMA PASYWÓW	**22 104**	**21 652**	**23 828**	**23 042**	**22 718**	**22 253**	**21 798**	**21 393**	**21 013**	**20 718**	**20 548**	**20 475**	**20 482**

CF [mln PLN]	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
CF operacyjny razem	2 753	2 537	2 505	2 538	2 605	2 698	2 791	2 832	2 871	2 888	2 898	2 908	2 919
CF inwestycyjny razem	-1 745	-1 570	-5 157	-2 563	-1 913	-1 851	-1 802	-1 810	-2 103	-1 770	-1 779	-1 787	-1 944
CF finansowy razem	-965	-949	2 769	0	-378	-609	-766	-922	-987	-987	-987	-987	-987
Zmiana stanu środków pien. netto	43	18	116	-25	315	238	224	100	-220	130	132	134	-13
Środki pieniężne sop	205	248	266	382	357	672	910	1 134	1 234	1 015	1 145	1 277	1 411
Środki pieniężne eop	248	266	382	357	672	910	1 134	1 234	1 015	1 145	1 277	1 411	1 398

WYDZIAŁ ANALIZ i INFORMACJI:

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

Krzysztof Pado
Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krystian Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.górniak@bdm.pl
deweloperzy

Marek Jurzec
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

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 spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	**6,54**	**---**	**---**	**29.12.2016**	**10:49 CEST**	**5,30**	**51 330**

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'16:

Kupuj	7	37%
Akumuluj	9	47%
Trzymaj	2	11%
Redukuj	1	5%
Sprzedaj	0	0%

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

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).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do

bieżącej ceny rynkowej;

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkowa wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM *S.A.* (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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. 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 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 jakakolwiek 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 29.12.2016 roku o godzinie 10:49 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 03.01.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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 6 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 niemniejszym 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 zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

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 29.12.2016 roku:

- BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisje inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat 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.