



Dom Maklerski BDM S.A.

ORANGE POLSKA

RAPORT ANALITYCZNY

Podtrzymujemy nasze optymistyczne nastawienie do spółki i utrzymujemy zalecenie Kupuj, a cenę docelową wyznaczamy na 6,14 PLN/akcję (w perspektywie 2H'17 Orange nadal należy do naszych faworytów). Oceniamy, że pesymizm związany z przyszłością spółki (jaki może sugerować obecna cena rynkowa) jest wyjątkowo duży, co w średnim i dłuższym terminie otwiera pole do stopniowych pozytywnych zaskoczeń. Jednocześnie w modelu przesuwamy wypłatę pierwszej możliwej dywidendy z 2018 roku na 2019 (w grudniu'16 pisaliśmy, że nie należy oczekiwać strumienia dywidendy w 2017 roku). Zgodnie z przyjętymi założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2017-2018 na poziomie odpowiednio 4,6x i 4,4x.

Spółka w 1Q'17 pokazała wzrost przychodów o 1% r/r. W ujęciu narastającym za cztery kwartały dynamika spadku przychodów wyniosła jednak 1%. W 1Q'17 wpływ z usług komórkowych wzrósł o 2% r/r do ponad 1,55 mld PLN. Złożył się na to 10% spadek przychodów z usług detalicznych, wzrost usług hurtowych o 9% oraz wyższe o 65% przychody ze sprzedaży sprzętu do usług komórkowych. Ogółem EBITDA w 1Q'17 była mniejsza o 14% r/r i wyniosła 748 mln PLN. Na poziomie netto spółka wypracowała zysk w kwocie 39 mln PLN (-60% r/r).

W modelu przyjęliśmy, że EBITDA w 2017 roku wyniesie niespełna 2,86 mld PLN. Po wynikach za 1Q'17 przesłanie zarządu sugerowało, że rynek na którym działa Orange nadal jest bardzo wymagający. Z ostatnich kluczowych zmian wyróżniamy wprowadzenie oferty konwergentnej Orange Love. Pakietyzacja usług powinna mieć istotne znaczenie dla zatrzymania negatywnych tendencji obniżek cen pojedynczych usług. Zatem usługi konwergentne powinny się kluczem dla zrozumienia zmian jakie będą zachodziły w spółce w kolejnych kwartałach. Dodatkowo po stronie kosztowej pozytywnym impulsem na RZiS może być wreszcie mniejsze dofinansowanie sprzętu. Zatem na rok 2018 zakładamy, że spółka będzie zdolna wykazać poziom EBITDA już na poziomie zbliżonym do roku 2017 (mamy świadomość, że jest to cel ambitny). Stopniowo w poszczególnych kwartałach 2018 roku, szczególnie w jego drugiej połowie, EBITDA wg naszego modelu może być już na ścieżce wzrostowej r/r, co powinno być widać we wzroście całorocznej EBITDA w 2019 roku.

Od 1Q'17 spółka w sprawozdaniach zmieniła definicję klientów konwergentnych i obecnie ta grupa odzwierciedla tylko kombinację usług stacjonarnego internetu (włączając bezprzewodowy dostęp stacjonarny) oraz telefonii komórkowej, dającą korzyść finansową. Zmiany widoczne są również w sprawozdaniach Orange France. W raportach spółki matki dostrzegamy bardziej szczegółowe dane operacyjne Orange Polska charakterystyczne dla klientów konwergentnych (szczególnie B2C). Zatem w treści raportu staramy się przedstawić dodatkowo ARPCO (średni przychód na klienta korzystającego z usług łączonych). W 1Q'17 ARPCO w Orange Polska był na poziomie 112,5 PLN (czyli ok 26 EUR). Szacowany przez nas przychód z usług łączonych na bazie B2C w 1Q'17 wyniósł 233 mln PLN, co oznaczało wzrost o 23% r/r i o 4% q/q.

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody [mld PLN]	12,21	11,82	11,54	11,13	11,08	11,18
EBITDA [mld PLN]	4,08	3,41	3,16	2,86	2,86	2,97
EBIT [mld PLN]	0,99	0,55	-1,35	0,23	0,29	0,45
Wynik netto [mld PLN]	0,54	0,23	-1,75	-0,07	-0,01	0,13
P/BV	0,5x	0,5x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x
P/E	11,6x	26,8x	---	---	---	48,3x
EV/EBITDA	2,5x	3,0x	4,2x	4,6x	4,4x	4,1x
DPS	0,50	0,50	0,25	0,00	0,00	0,25

KUPUJ

WYCENA 6,14 PLN

(POPRIEDNIO: KUPUJ)

02 CZERWIEC 2017, 09:58 CEST

Wycena końcowa [PLN]	6,14
Wycena DCF	6,15
Wycena mnożnikowa [PLN]	6,12
Potencjał do wzrostu / spadku	+30%
Koszt kapitału	8,5%

Cena rynkowa [PLN]	4,73
Kapitalizacja [mld PLN]	6,2
Ilość akcji [mln. szt.]	1 312

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	5,70
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	4,37

Stopa zwrotu za 3 mc	-0,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	-9,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	-16,7%

Akcjonariat:	
Orange SA	50,7%
Pozostali akcjonariusze	49,3%

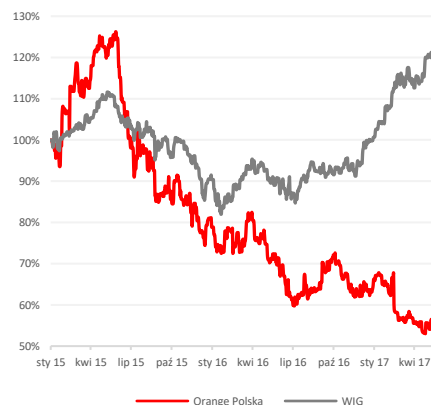
Maciej Bobrowski

bobrowski@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-12

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	5
WYCENA MNOŻNIKOWA	8
WYNIKI SKONSOLIDOWANE ORANGE ZA 1Q'17	11
PROGNOZA NA 2017 I KOLEJNE OKRESY	14
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA	19
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	20

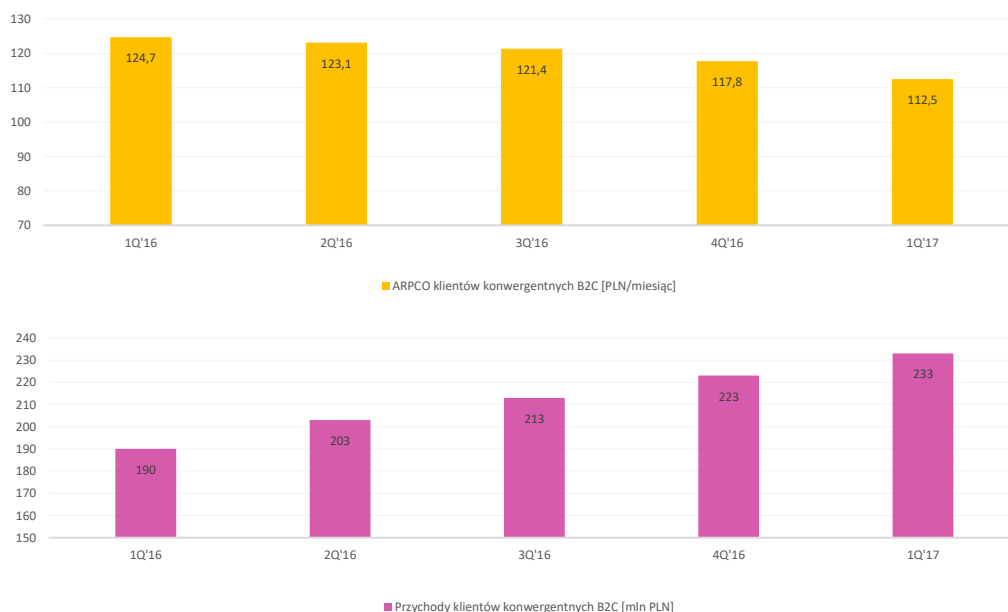
WYCENA I PODSUMOWANIE

W raporcie z grudnia'16 pisaliśmy, że nie należy uwzględniać wypłaty dywidendy w bieżącym roku. Uwzględniając wyznaczone cele inwestycyjne oraz aktualizację osiągalnego poziomu EBITDA nie spodziewamy się wypłaty dywidendy także w 2018 roku. Pierwszy strumień dzielonego zysku według naszego modelu może pojawić się dopiero w 2019 roku.

W modelu przyjęliśmy, że EBITDA w 2017 roku wyniesie niespełna 2,86 mld PLN. Po wynikach za 1Q'17 przesłanie zarządu sugerowało, że rynek na którym działa Orange nadal jest bardzo wymagający. Z ostatnich kluczowych zmian wyróżniamy wprowadzenie oferty konwergentnej Orange Love. Pakietyzacja usług powinna mieć istotne znaczenie dla zatrzymania negatywnych tendencji obniżek cen pojedynczych usług. Zatem usługi konwergentne powinny są kluczem dla zrozumienia zmian jakie będą zachodziły w spółce w kolejnych kwartałach. Dodatkowo po stronie kosztowej pozytywnym impulsem na RZIS może być wreszcie mniejsze dofinansowanie sprzętu. Zatem na rok 2018 zakładamy, że spółka będzie zdolna wykazać poziom EBITDA już na poziomie zbliżonym do roku 2017. Mamy świadomość, że jest to cel ambitny i będzie zależał m.in. od tempa odbudowy przychodów i sukcesu monetyzacji klienta w usługach łączonych. Stopniowo w poszczególnych kwartałach 2018 roku, szczególnie w jego drugiej połowie, EBITDA wg naszego modelu może być już na ścieżce wzrostowej r/r, co powinno być widać we wzroście całorocznej EBITDA w 2019 roku.

Od 1Q'17 spółka w sprawozdaniach zmieniła definicję klientów konwergentnych i obecnie ta grupa odzwierciedla tylko kombinację usługi stacjonarnego internetu (włączając bezprzewodowy dostęp stacjonarny) oraz telefonii komórkowej, dającą korzyść finansową. Zmiany widoczne są również w sprawozdaniach Orange France. W raportach spółki matki dostrzegamy bardziej szczegółowe dane operacyjne Orange Polska charakterystyczne dla klientów konwergentnych (szczególnie B2C). Zatem w treści raportu staramy się przedstawić dodatkowo ARPCO (średni przychód na klienta korzystającego z usług łączonych). W 1Q'17 ARPCO w Orange Polska był na poziomie 112,5 PLN (czyli ok 26 EUR). Szacowany przez nas przychód z usług łączonych na bazie B2C w 1Q'17 wyniósł 233 mln PLN, co oznaczało wzrost o 23% r/r i o 4% q/q.

Charakterystyka usług konwergentnych w Orange Polska



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

Podsumowując, **podtrzymujemy nasze optymistyczne nastawienie do spółki** (wyrażone w raporcie analitycznym z końca grudnia'16) i **utrzymujemy zalecenie Kupuj, a cenę docelową wyznaczamy na 6,14 PLN/akcję (w perspektywie 2H'17 Orange nadal należy do naszych faworytów)**. Oceniamy, że pesymizm związany z przyszłością spółki jest wyjątkowo duży, co w średnim i dłuższym terminie otwiera pole do stopniowych pozytywnych zaskoczeń. Jednocześnie w modelu przesuwamy wypłaty pierwszej możliwej dywidendy z 2018 roku na 2019 (w grudniu pisaliśmy, że nie należy oczekiwać strumienia dywidendy w 2017 roku). Zgodnie z przyjętymi założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2017-2018 na poziomie odpowiednio 4,6x i 4,4x.

Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz o analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 6,15 PLN/akcję. Z kolei przyjęty przez nas akceptowalny mnożnik EV/EBITDA na lata 2017-2019 wskazuje na cenę 6,12 PLN/akcję. Końcowa wycena jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

Podsumowanie wyceny Orange

A	Wycena DCF [PLN/akcję]	6,15
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	6,12
C = (A*50%+B*50%) Wycena końcowa [PLN/akcję]		6,14

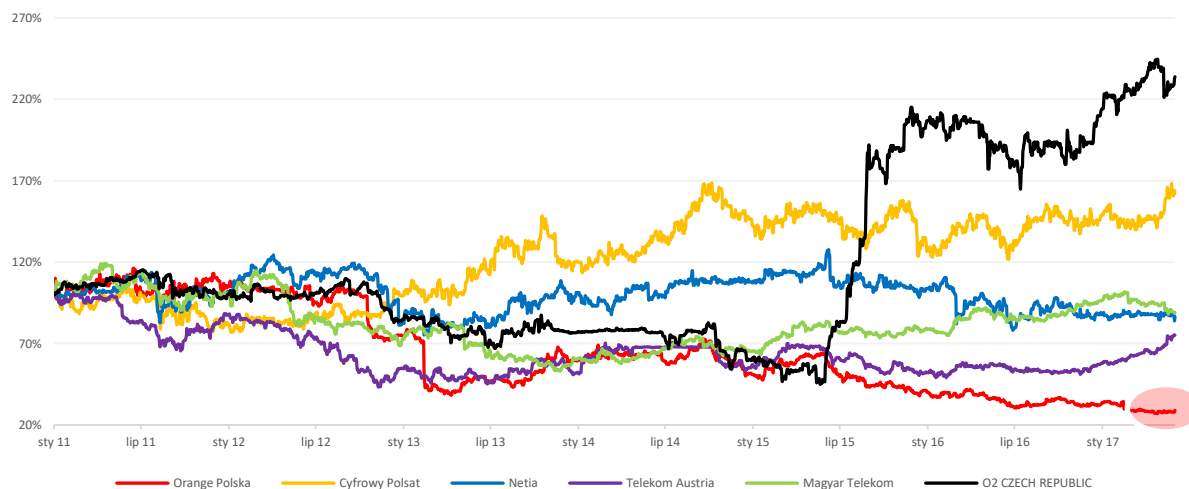
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kurs Orange na tle wypłacanej historycznie 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

WYCENA DCF

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

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

- W modelu przyjęliśmy, że EBITDA w 2017 roku wyniesie niespełna 2,86 mld PLN. Po wynikach za 1Q'17 przesłanie zarządu sugerowało, że rynek na którym działa Orange nadal jest bardzo wymagający. Z ostatnich kluczowych zmian wyróżniamy wprowadzenie oferty konwergentnej Orange Love. Pakietyzacja usług powinna mieć istotne znaczenie dla zatrzymania negatywnych tendencji obniżek cen pojedynczych usług.
- Usługi konwergentne powinny być kluczem dla zrozumienia zmian jakie będą zachodziły w spółce w kolejnych kwartałach. Po stronie kosztowej pozytywnym impulsem na RZiS może być wreszcie mniejsze dofinansowanie sprzętu. Zatem na rok 2018 zakładamy, że spółka będzie zdolna wykazać poziom EBITDA już na poziomie zbliżonym do roku 2017. Mamy świadomość, że jest to cel ambitny i będzie zależał m.in. od tempa odbudowy przychodów i sukcesu monetyzacji klienta w usługach łączonych. Stopniowo w poszczególnych kwartałach 2018 roku, szczególnie w jego drugiej połowie, EBITDA wg naszego modelu może być już na ścieżce wzrostowej r/r, co powinno być widać we wzroście całorocznej EBITDA w 2019 roku.
- Staramy się uwzględnić wzrost inwestycji w obszarze FTTH, które będą konieczne w najbliższych latach. Tym samym wg naszego modelu na koniec 2017 roku (po płaconości kary w procesie z KE) dług netto/EBITDA może wynieść niespełna 2,5x. W kolejnych dwóch latach widzimy perspektywę spadku tego wskaźnika odpowiednio do poziomu 2,2x i 2,0x.
- Ogółem Capex na lata 2017-2018 w modelu wynosi po ok 1,96 mld PLN rocznie. Średnio w kolejnych latach nakłady inwestycyjne stanowią ok 16,7% przychodów.
- W 2017 roku uwzględniamy zapłatę kary ok 650 mln PLN w wyniku zakończenia postępowania sądowego z Komisją Europejską (wypłata w 4Q'17).
- W modelu nie uwzględniamy optymalizacji składników majątku spółki.
- 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 01.08.2017 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na 8,07 mld PLN, czyli 6,15 PLN/akcję.

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	+2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	11 130	11 076	11 183	11 261	11 322	11 353	11 372	11 391	11 409	11 428	11 428
EBIT [mln PLN]	232	287	450	592	747	884	925	1 065	1 159	1 256	1 255,5
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	44	55	85	112	142	168	176	202	220	239	239
NOPLAT [mln PLN]	188	233	364	479	605	716	749	863	938	1 017	1 017
Amortyzacja [mln PLN]	2 626	2 572	2 520	2 472	2 399	2 333	2 333	2 231	2 167	2 096	2 096
CAPEX [mln PLN]	-1 923	-2 005	-1 985	-1 802	-1 783	-2 100	-1 763	-1 766	-1 768	-2 114	-2 096
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-260,7	180,0	5,9	4,3	3,4	1,7	1,0	1,0	1,0	1,0	1
Inne (kara KE) [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
FCF [mln PLN]	630	980	905	1 154	1 224	951	1 321	1 330	1 339	999	1 018
DFCF [mln PLN]	616,1	893,4	770,2	916,1	906,8	657,0	851,0	799,2	750,1	522,1	532
Suma DFCF [mln PLN]	7 682,0										
Wartość rezydualna [mln PLN]	14 011,3			wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0.0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	7 319,9										
Wartość firmy EV [mln PLN]	15 001,9										
Dług netto [mln PLN]	6 932,0										
Wartość kapitału [mln PLN]	8 069,9										
Ilość akcji [mln szt.]	1 312,36										
Wartość kapitału na akcję [PLN]	6,15										

Przychody zmiana r/r	-3,5%	-0,5%	1,0%	0,7%	0,5%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Przychody komórkowe zmiana r/r	-3,5%	2,8%	3,5%	3,0%	2,0%	1,4%	1,1%	0,9%	0,7%	0,7%
Przychody stacjonarne zmiana r/r	-5,9%	-5,4%	-2,6%	-2,1%	-1,7%	-1,3%	-1,1%	-0,8%	-0,5%	-0,2%
Marża EBIT	2,1%	2,6%	4,0%	5,3%	6,6%	7,8%	8,1%	9,4%	10,2%	11,0%
Marża EBITDA	25,7%	25,8%	26,6%	27,2%	27,8%	28,3%	28,6%	28,9%	29,2%	29,3%
CAPEX / Przychody	17,3%	18,1%	17,8%	16,0%	15,8%	18,5%	15,5%	15,5%	15,5%	18,5%
CAPEX / Amortyzacja	73%	78%	79%	73%	74%	90%	76%	79%	82%	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	66%	67%	67%	67%	68%	68%	68%	69%	69%	69%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	34%	33%	33%	33%	32%	32%	32%	31%	31%	31%
WACC	7,1%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-2,0%	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
	0,6	6,12	6,49	6,91	7,40	7,96	8,62	9,41	10,36	11,54
	0,7	5,67	6,00	6,37	6,80	7,29	7,87	8,55	9,36	10,34
	0,8	5,25	5,54	5,88	6,26	6,69	7,20	7,78	8,48	9,32
	0,9	4,86	5,13	5,43	5,76	6,15	6,59	7,10	7,71	8,42
	1,0	4,50	4,74	5,01	5,31	5,65	6,05	6,50	7,02	7,64
	1,1	4,16	4,38	4,62	4,90	5,20	5,55	5,95	6,40	6,94
	1,2	3,85	4,05	4,27	4,51	4,79	5,10	5,45	5,85	6,32
	1,3	3,55	3,74	3,94	4,16	4,40	4,68	4,99	5,35	5,76
	1,4	3,28	3,44	3,63	3,83	4,05	4,30	4,58	4,90	5,26

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		premia za ryzyko								
beta		3.50%	4.00%	4.50%	4.75%	5.00%	5.25%	5.50%	6.00%	6.50%
	0,6	9,36	8,86	8,40	8,17	7,96	7,75	7,55	7,17	6,81
	0,7	8,78	8,25	7,75	7,52	7,29	7,08	6,87	6,47	6,10
	0,8	8,25	7,68	7,17	6,93	6,69	6,47	6,25	5,85	5,47
	0,9	7,75	7,17	6,64	6,39	6,15	5,92	5,70	5,29	4,91
	1,0	7,29	6,69	6,15	5,90	5,65	5,42	5,20	4,79	4,40
	1,1	6,87	6,25	5,70	5,45	5,20	4,97	4,75	4,33	3,95
	1,2	6,47	5,85	5,29	5,03	4,79	4,55	4,33	3,92	3,54
	1,3	6,10	5,47	4,91	4,65	4,40	4,17	3,95	3,54	3,16
	1,4	5,75	5,12	4,55	4,29	4,05	3,82	3,60	3,19	2,82

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
premia za ryzyko		-2,0%	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
	3.0%	6,41	6,81	7,26	7,78	8,40	9,12	9,98	11,04	12,36
	3.5%	5,98	6,34	6,74	7,21	7,75	8,38	9,14	10,04	11,16
	4.0%	5,58	5,90	6,27	6,69	7,17	7,73	8,39	9,17	10,13
	4.5%	5,21	5,50	5,83	6,21	6,64	7,13	7,71	8,40	9,22
	5.0%	4,86	5,13	5,43	5,76	6,15	6,59	7,10	7,71	8,42
	5.5%	4,53	4,78	5,05	5,35	5,70	6,10	6,55	7,08	7,71
	6.0%	4,23	4,45	4,70	4,98	5,29	5,64	6,05	6,52	7,07
	6.5%	3,94	4,14	4,37	4,62	4,91	5,23	5,59	6,01	6,50
	7.0%	3,67	3,86	4,07	4,30	4,55	4,84	5,17	5,55	5,98

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 8,04 mld PLN, czyli 6,12 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]	2,81	3,92	5,02	6,12	7,23	8,33	9,43

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

Spółka	Kurs	Waluta	P/E			EV/EBITDA		
			2017	2018	2019	2017	2018	2019
CYFROWY POLSAT	26,99	PLN	16,3	14,7	13,2	7,4	6,8	6,2
TURKCELL ILETISIM	12,14	TRY	12,2	10,7	8,8	5,7	5,1	4,4
TURK TELEKOMUNIKASYON	6,4	TRY	16,0	11,4	9,4	5,6	5,0	4,5
O2 CZECH REPUBLIC	283,8	CZK	16,8	16,5	15,6	9,1	9,1	9,0
MAGYAR TELEKOM	460	HUF	13,0	11,8	9,7	4,3	4,2	3,9
NETIA	4,5	PLN	---	---	---	5,2	5,4	5,4
TELEKOM AUSTRIA	7,273	EUR	16,1	15,2	14,1	5,3	5,1	4,8
ORANGE FRANCE	15,53	EUR	15,0	14,0	13,1	5,1	5,1	4,9
BT GROUP	303,85	GBP	10,6	10,2	9,9	5,2	5,2	5,1
DEUTSCHE TELEKOM	17,28	EUR	20,6	17,5	15,5	5,9	5,6	5,3
VODAFONE GROUP	229,4	GBP	27,3	22,1	17,4	6,9	6,4	6,1
TELENOR	138	NOK	14,3	12,8	12,2	5,6	5,6	5,4
VERIZON COMMUNICATIONS	46,25	USD	12,5	12,1	11,8	6,7	6,5	6,3
AT&T	38,73	USD	13,2	13,1	12,7	6,7	6,5	6,3
TELEFONICA	9,94	EUR	12,7	11,5	10,3	5,8	5,5	5,1
TELIA	40,06	SEK	13,2	12,6	11,8	9,0	8,9	8,8
KONINKLIJKE KPN	3,05	EUR	27,7	25,0	22,3	8,2	8,0	7,7
TDC	39,3	DKK	14,2	13,3	12,3	6,6	6,4	6,2
TELE2	89,65	SEK	28,8	21,0	16,4	9,4	8,2	7,4
AMERICA MOVIL	16,16	USD	28,5	18,0	16,7	5,8	5,7	5,4
Mediana			15,5	13,6	12,9	5,8	5,7	5,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



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

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. W latach 2017-2018 nie zakładamy strumienia dywidendy. Dopiero w 2019 roku wg nas prawdopodobny będzie powrót do dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami.

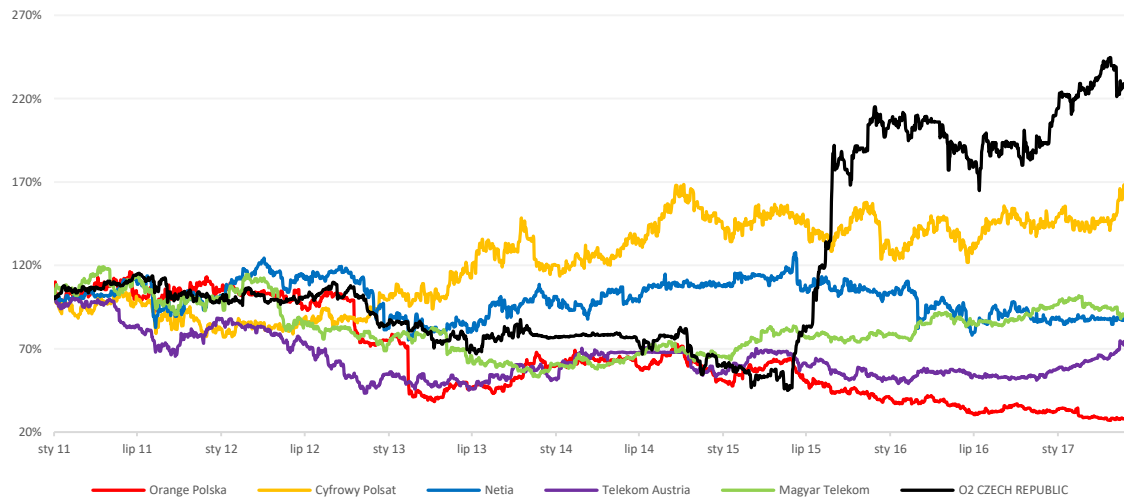
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



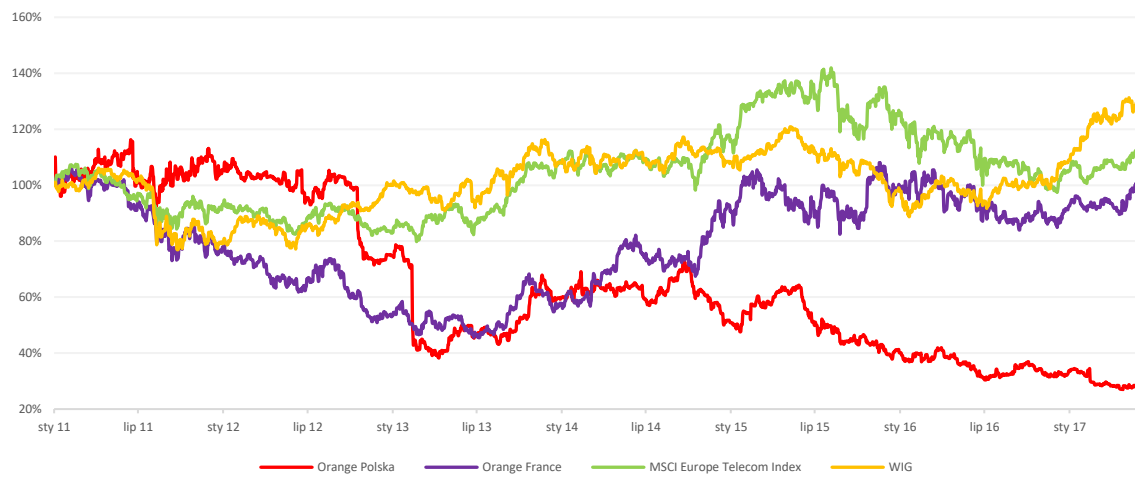
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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 1Q'17

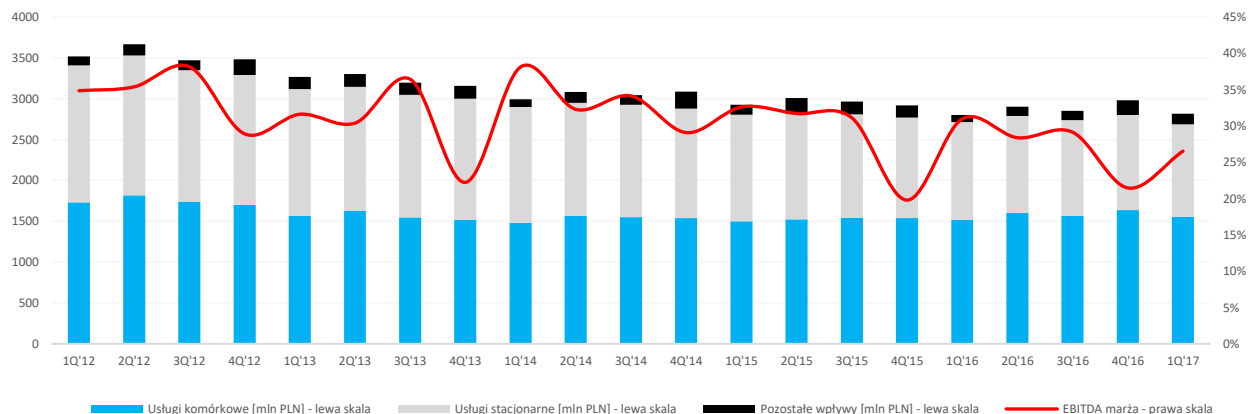
Spółka w 1Q'17 pokazała wzrost przychodów o 1% r/r. W ujęciu narastającym za cztery kwartały dynamika spadku przychodów wyniosła jednak 1%. W 1Q'17 wpływ z usług komórkowych wzrósł o 2% r/r do ponad 1,55 mld PLN. Złożył się na to 10% spadek przychodów z usług detalicznych, wzrost usług hurtowych o 9% oraz wyższe o 65% 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. Akcentujemy jednak niewielki wzrost wpływów z usług szerokopasmowych (+1% r/r) i w tym obszarze docelowo kluczowe znaczenie będzie miała oferta FTTH. Usługi teleinformatyczne dla przedsiębiorstw w 1Q'17 spadły o 2% r/r. Z kolei przychody z usług hurtowych były mniejsze o 8%. Na poziomie kosztów spółka od dłuższego czasu stara się prowadzić ciągłą optymalizację. W samym 1Q'17 koszty raportowane Orange były jednak wyższe o 7% r/r. Przypominamy, że porównanie w ujęciu r/r jest pod wpływem jednorazowego obniżenia kosztów pracy w w1Q'16 o kwotę ok 94 mln PLN. Ogółem EBITDA w 1Q'17 była mniejsza o 14% r/r i wyniosła 748 mln PLN. Amortyzacja spółki była na poziomie 639 mln PLN. Zatem spółka pokazała EBIT na poziomie 109 mln PLN (-49% r/r). Na poziomie netto spółka wypracowała zysk w kwocie 39 mln PLN (-60% r/r).

Wyniki skonsolidowane za 1Q'17 [mln PLN]

	1Q'16	1Q'17	zmiana r/r	2Q'15-1Q'16	2Q'15-1Q'17	zmiana r/r
Przychody razem	2 803	2 818	1%	11 696	11 553	-1%
Usługi komórkowe	1 517	1 554	2%	6 122	6 361	4%
Przychody z usług detalicznych	1 082	972	-10%	4 485	4 128	-8%
Usługi hurtowe (w tym rozliczenia z operatorami)	244	267	9%	945	1 060	12%
Sprzedaż sprzętu do usług komórkowych	191	315	65%	692	1 173	70%
Usługi stacjonarne	1 200	1 134	-6%	4 986	4 654	-7%
Usługi wąskopasmowe	401	350	-13%	1 689	1 476	-13%
Usługi szerokopasmowe, tv , głos przez internet	389	393	1%	1 589	1 552	-2%
Rozwiązania teleinformatyczne dla przedsiębiorstw	219	215	-2%	914	888	-3%
Usługi hurtowe (w tym rozliczenia z operatorami)	191	176	-8%	794	738	-7%
Pozostałe przychody	86	130	51%	588	538	-9%
Koszty i pozostałe saldo	1 935	2 070	7%	8 373	8 510	2%
Świadczenia pracownicze	381	452	19%	1 664	1 707	3%
Usługi obce	1 476	1 554	5%	6 271	6 510	4%
Rozliczenia z innymi operatorami	354	409	16%	1 378	1 569	14%
Koszty sieci oraz usług informatycznych	160	157	-2%	718	667	-7%
Koszty sprzedaży	615	638	4%	2 716	2 862	5%
Pozostałe usługi obce	347	350	1%	1 459	1 412	-3%
Pozostałe koszty (przychody)	78	64	-18%	438	293	-33%
Raportowana EBITDA	868	748	-14%	3 323	3 043	-8%
Amortyzacja	653	639	-2%	2 814	2 711	-4%
EBIT	215	109	-49%	524	-1 460	---
Koszty finansowe, netto	-96	-71	---	-329	-334	---
Wynik brutto	119	38	-68%	195	-1 794	---
Podatek dochodowy	-21	1	---	-31	-11	---
Skonsolidowany zysk netto	98	39	-60%	164	-1 805	---

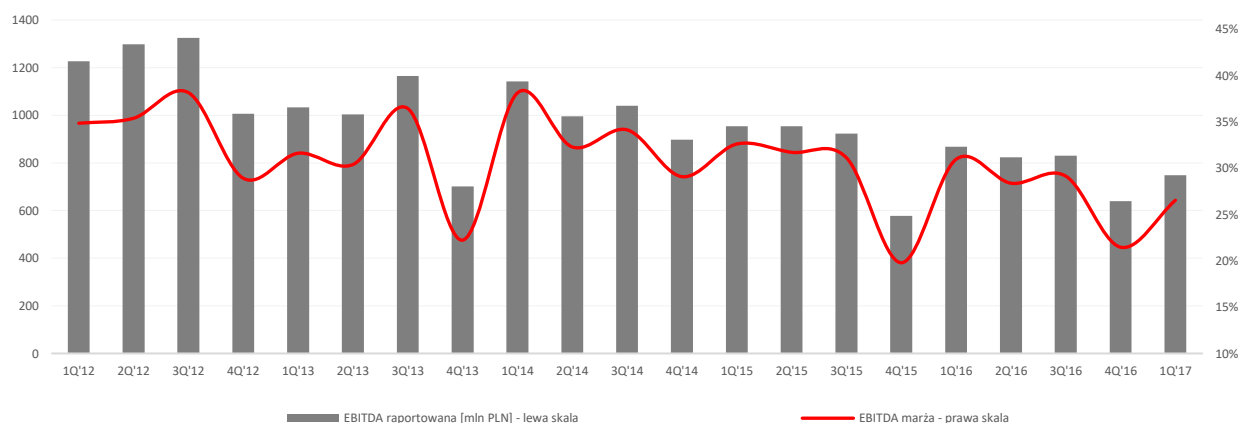
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura przychodów oraz marża EBITDA w ujęciu kwartalnym



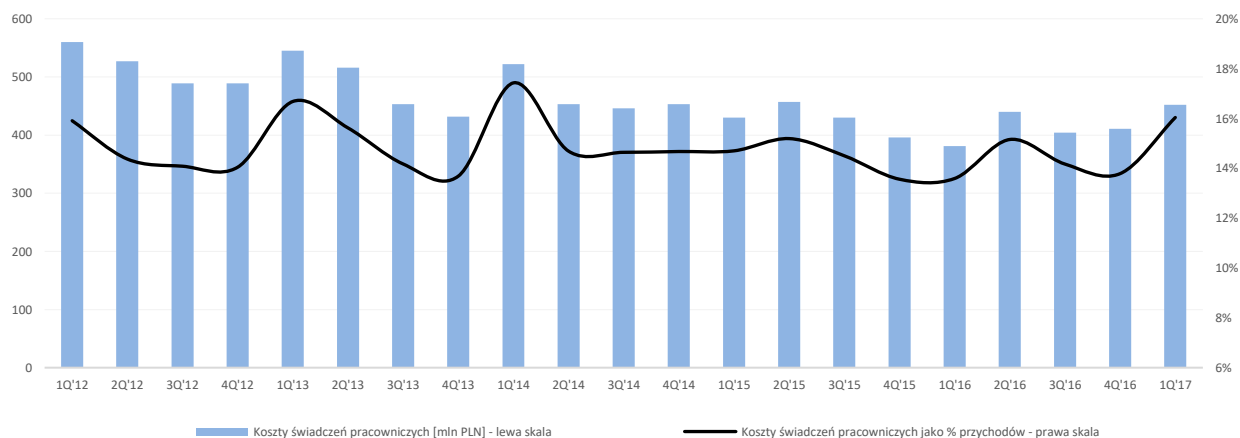
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Raportowana EBITDA w ujęciu kwartalnym



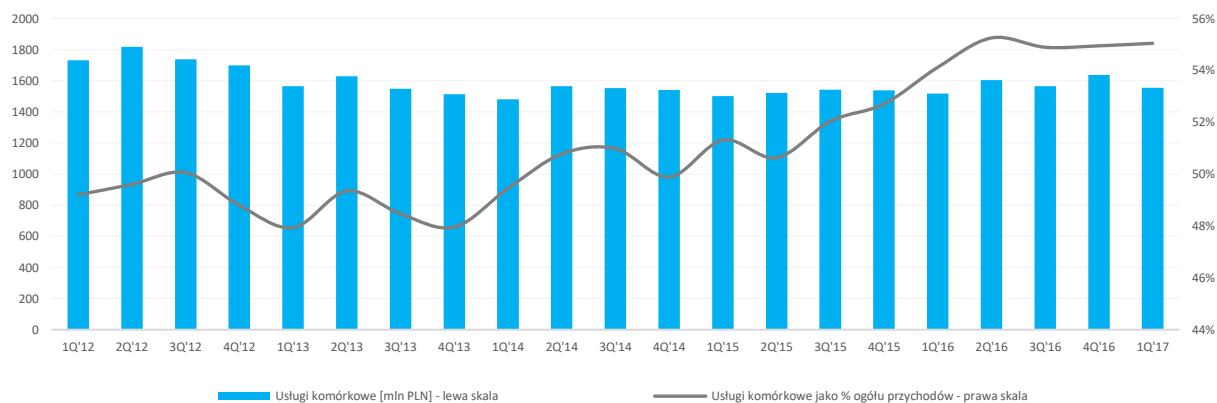
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty świadczeń pracowniczych w Orange



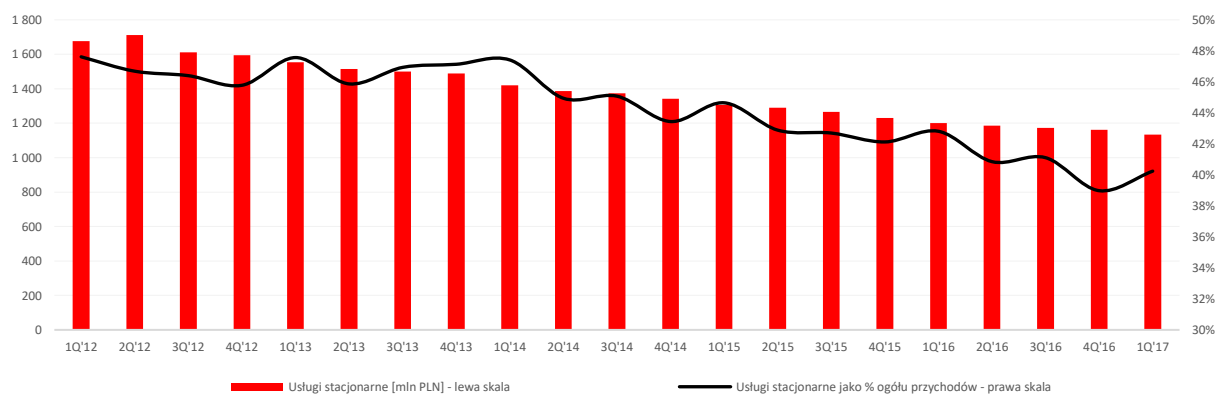
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody z usług komórkowych



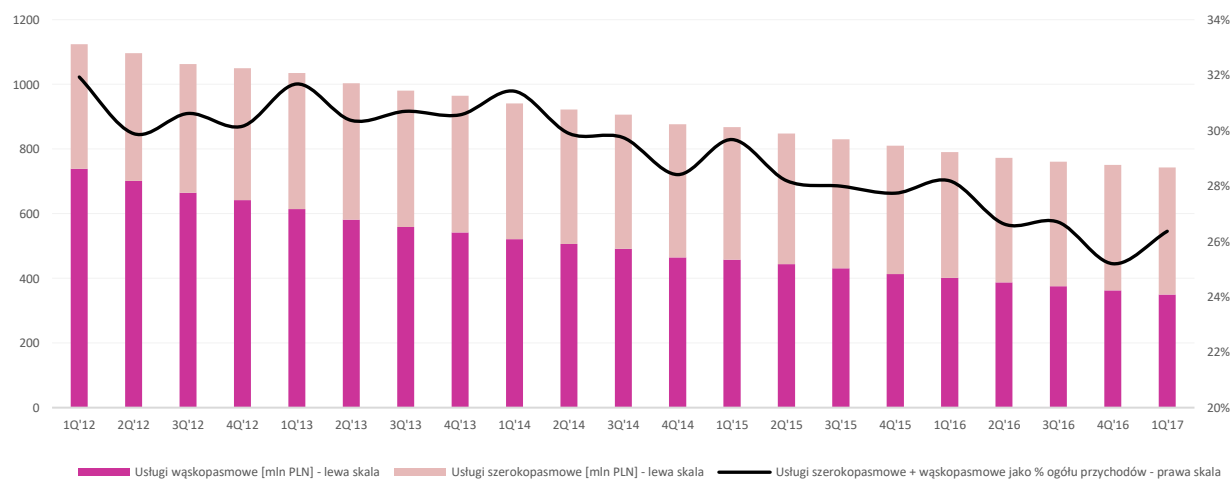
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody z usług stacjonarnych w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody z usług wąskopasmowych i szerokopasmowych w ujęciu kwartalnym

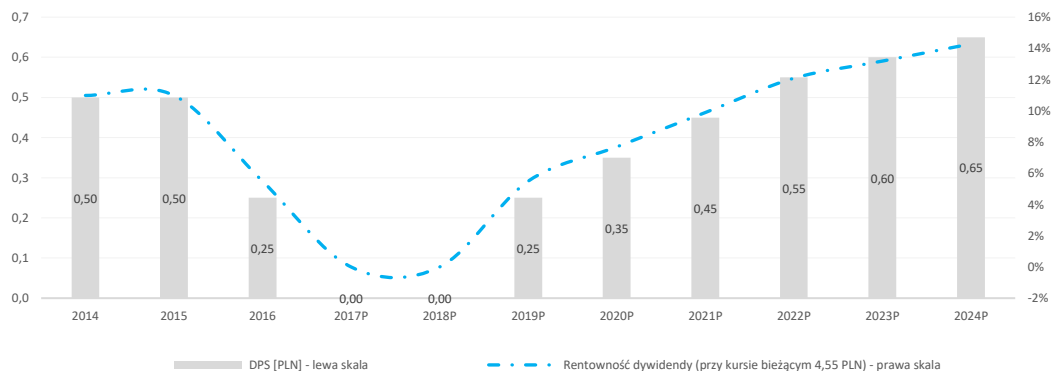


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA 2017 I KOLEJNE OKRESY

W raporcie z grudnia'16 pisaliśmy, że nie należy uwzględniać wypłaty dywidendy w bieżącym roku. Uwzględniając wyznaczone cele inwestycyjne oraz aktualizację osiągalnego poziomu EBITDA nie spodziewamy się wypłaty dywidendy także w 2018 roku. Pierwszy strumień dzielonego zysku według naszego modelu może pojawić się dopiero w 2019 roku.

Oczekiwany strumień przyszłych dywidend



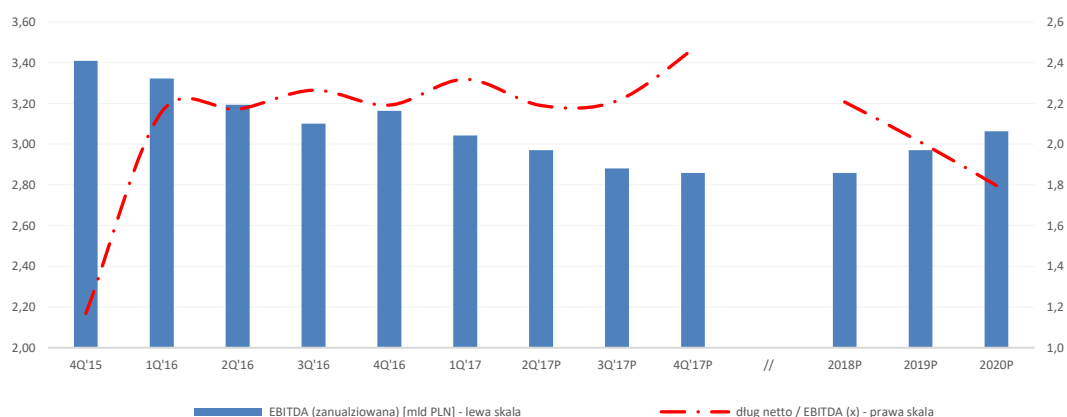
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Spółka zakomunikowała też, że przewidywany na 2017 rok osiągalny pułap EBITDA to 2,8-3,0 mld PLN. Wydatki inwestycyjne mają wynieść około 2 mld PLN (w tym kwota rządu 0,8 mld PLN na rozwój sieci światłowodowej; władze spółki podtrzymały cel udostępnienia usługi FTTH dla 1 mln kolejnych gospodarstw domowych). W 2017 roku prawdopodobna jest także płatność kary w kończącym się procesie z KE (przyjmujemy, że może to być kwota ok 0,65 mld PLN). Dlatego spółka zasugerowała, że wskaźnik dług netto/EBITDA w 2017 roku będzie nie wyższy niż pułap 2,6x.

W modelu przyjęliśmy, że EBITDA w 2017 roku wyniesie niespełna 2,86 mld PLN. Po wynikach za 1Q'17 zarząd sugerował, że rynek na którym działa Orange nadal jest bardzo wymagający. Z ostatnich kluczowych zmian wyróżniamy wprowadzenie oferty konwergentnej Orange Love. Pakietyzacja usług powinna mieć kluczowe znaczenie dla zatrzymania negatywnych tendencji obniżek cen pojedynczych usług.

Staramy się uwzględnić wzrost inwestycji w obszarze FTTH, które będą konieczne w najbliższych latach. Tym samym wg naszego modelu na koniec 2017 roku (po płatności kary w procesie z KE) dług netto/EBITDA może wynieść niespełna 2,5x. W kolejnych dwóch latach widzimy perspektywę spadku tego wskaźnika odpowiednio do poziomu 2,2x i 2,0x.

Zakładana ścieżka EBITDA (w ujęciu zannualizowanym) oraz przewidywane poziomy zadłużenia (dług netto/EBITDA)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE STATYSTYKI DLA USŁUG PAKIETOWYCH

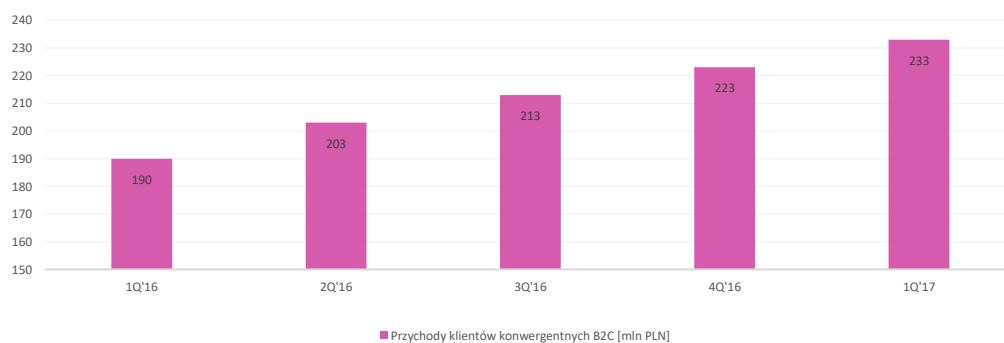
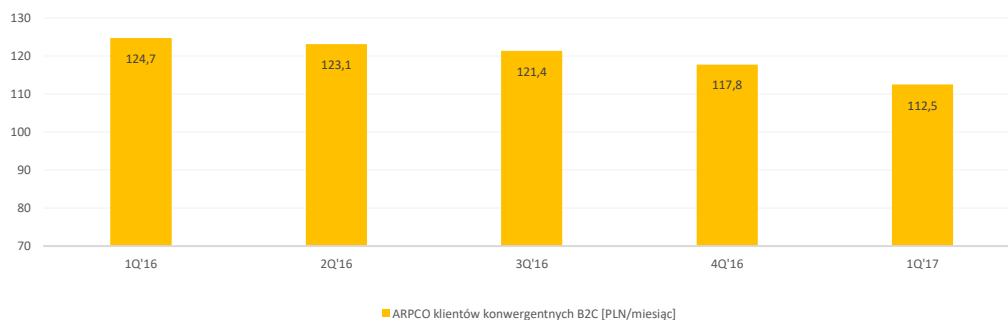
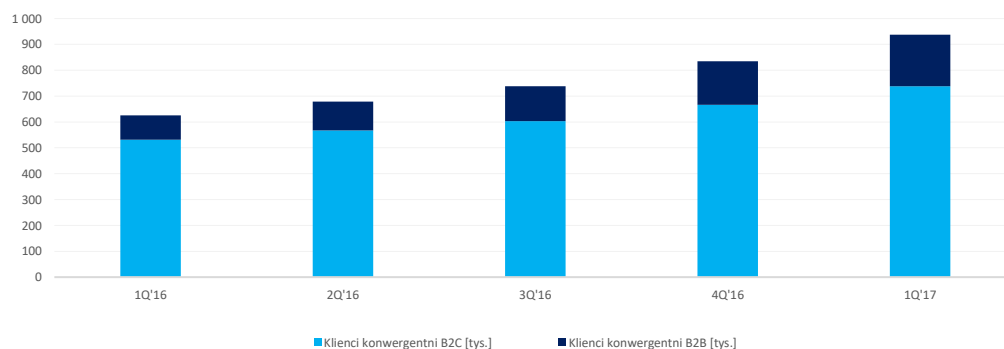
Od 1Q'17 spółka w sprawozdaniach zmieniła definicję klientów konwergentnych i obecnie ta grupa odzwierciedla tylko kombinację usługi stacjonarnego internetu (włączając bezprzewodowy dostęp stacjonarny) oraz telefonii komórkowej, dającą korzyść finansową.

Przypominamy, że Orange w połowie lutego'17 wprowadził ofertę konwergentną Orange Love, która ma być flagową propozycją dla klientów. Pakiet usług ma być atrakcyjny dla klientów. Jednocześnie obecną politykę odbieramy jako symboliczne zakończenie okresu obniżek cen pojedynczych usług.

Spółka na koniec marca'17 miała 938 tys. klientów konwergentnych (738 tys. klientów B2C oraz 200 tys. klientów B2B) i był to wzrost o 103 tys. klientów w porównaniu do stanu z końca 2016 roku. Wśród indywidualnych klientów stacjonarnego internetu wskaźnik penetracji dla ofert konwergentnych wzrósł do 38% (z 28% w 1Q'16). Dla przykładu w 1Q'17 analogiczny wskaźnik penetracji we Francji w ramach Orange wynosił 57%, a w Hiszpanii było to aż 82%.

Zmiany widoczne są również w sprawozdaniach Orange France. W raportach spółki matki dostrzegamy bardziej szczegółowe dane operacyjne Orange Polska charakterystyczne dla klientów konwergentnych (szczególnie B2C). Zatem staramy się przedstawić dodatkowo ARPCO (średni przychód na klienta korzystającego z usług łączonych). W 1Q'17 ARPCO w Orange Polska był na poziomie 112,5 PLN (czyli ok 26 EUR). Szacowany przez nas przychód z usług łączonych na bazie B2C w 1Q'17 wyniósł 233 mln PLN, co oznaczało wzrost o 23% r/r i o 4% q/q.

Charakterystyka usług konwergentnych w Orange Polska

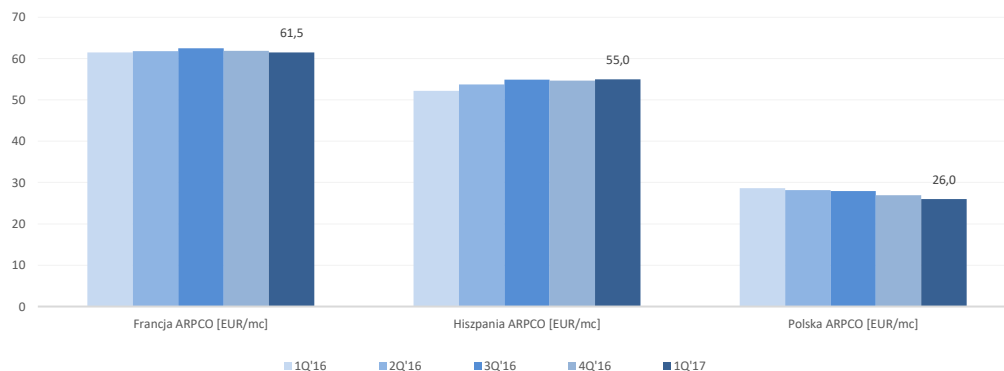


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Orange France

USŁUGI KONWERGENTNE NA POSZCZEGÓLNYCH RYNKACH OPERACYJNYCH GRUPY ORANGE

Występuje istotna różnica w cennikach usług konwergentnych pomiędzy poszczególnymi krajami operacyjnymi grupy Orange. We Francji w 1Q'17 średni miesięczny przychód klienta usług konwergentnych B2C (ARPCO) był na poziomie 61,5 EUR. W Hiszpanii ARPCO było na poziomie 55 EUR (+5,2% r/r). Natomiast w Polsce ARPCO według szacunkowych danych wynosiło 26 EUR (-9,8% r/r).

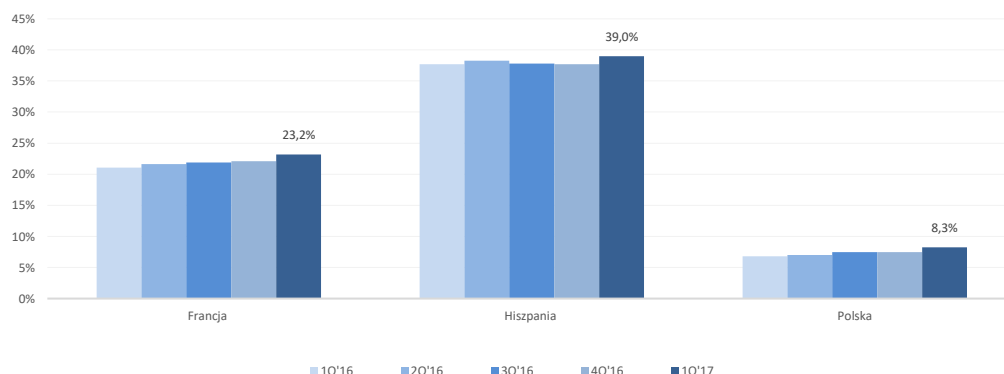
Średni miesięczny przychód od klienta usług konwergentnych (tylko B2C) na poszczególnych rynkach operacyjnych grupy Orange



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

Na podstawie danych raportowanych przez Orange France zestawiliśmy szacunkowe przychody generowane przez usługi konwergentne B2C. W 1Q'17 udział tej kategorii przychodów w ogóle wpływów w Hiszpanii wynosił 39%, we Francji było to ponad 23%, z kolei w Polsce zaledwie 8,3%. Spodziewamy się, że w kolejnych okresach w Polsce wraz z wprowadzeniem oferty Orange Love, spółka będzie wykazywać wysoką dynamikę wzrostu udziału przychodów z usług pakietowych w ogóle raportowanej sprzedaży.

Udział przychodów od klientów usług konwergentnych (tylko B2C) w ogóle sprzedaży na poszczególnych rynkach grupy Orange

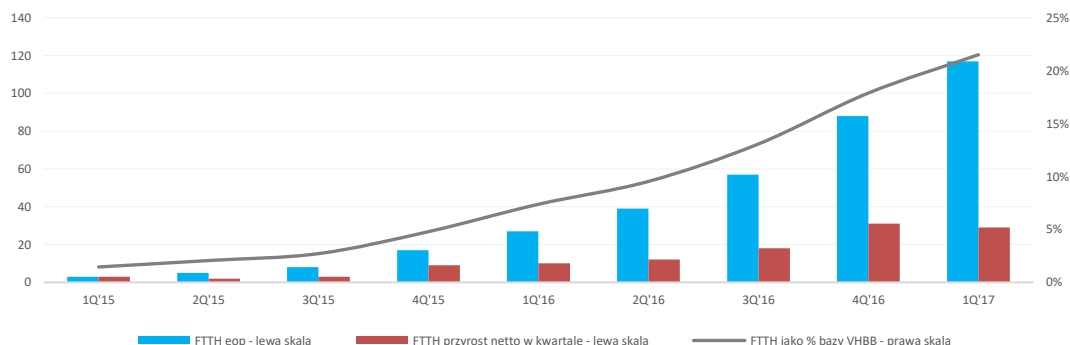


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, Orange France

Kluczowym elementem strategii Orange jest rozwój oferty FTTH. Dotychczasowe odczyty dla tej usługi wskazują wciąż 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. Na koniec 1Q'17 baza usług szerokopasmowych to 2,269 mln klientów, z czego 1,451 mln klientów posiadało usługę ADSL. Na koniec marca'17 około 117 tys. klientów wykorzystywało FTTH.

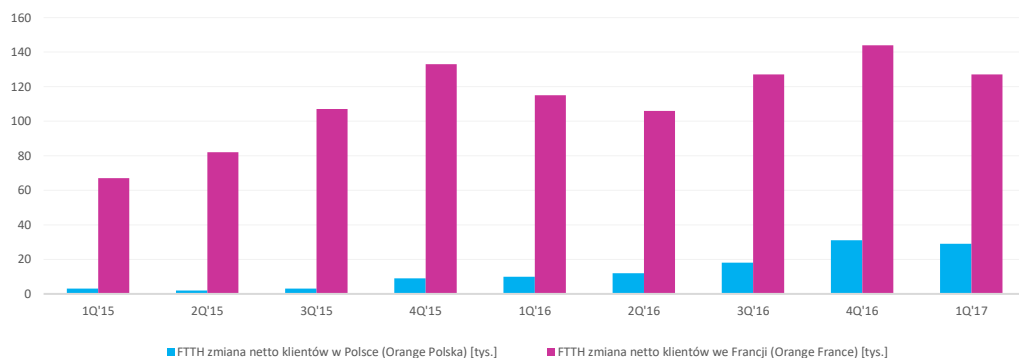
Naszym zdaniem przyszły dynamiczny rozwój FTTH jest konieczny i uzasadniony. Ekspansja w oparciu o FTTH odbywa się po zdobytych doświadczeniach grupy Orange we Francji czy w Hiszpanii. Traktujemy ten projekt jako inwestycję w przyszłość (dodatkowo jest to już prawdopodobnie ostaną perspektywę z dofinansowaniem unijnym) i jedyną możliwość obrony przed sieciami kablowymi.

Przyrost klientów FTTH w Orange Polska w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przyrost klientów FTTH w Orange France i w Orange Polska w ujęciu kwartalnym



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

Podsumowując, usługi konwergentne powinny być kluczem dla zrozumienia zmian jakie będą zachodziły w spółce w kolejnych kwartałach. Po stronie kosztowej pozytywnym impulsem na RZIS może być wreszcie mniejsze dofinansowanie sprzętu. Zatem na rok 2018 zakładamy, że spółka będzie zdolna wykazać poziom EBITDA już na poziomie zbliżonym do roku 2017. Mamy świadomość, że jest to cel ambitny i będzie zależał m.in. od tempa odbudowy przychodów i sukcesu monetyzacji klienta w usługach łączonych. Stopniowo w poszczególnych kwartałach 2018 roku, szczególnie w jego drugiej połowie, EBITDA wg naszego modelu może być już na ścieżce wzrostowej r/r, co powinno być widac we wzroście całorocznej EBITDA w 2019 roku.

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	2 920	2 803	2 903	2 851	2 981	2 818	2 763	2 699	2 850	11 818	11 538	11 130	11 076	11 183	11 261
Usługi komórkowe	1 539	1 517	1 604	1 565	1 638	1 554	1 515	1 457	1 578	6 106	6 324	6 105	6 274	6 492	6 687
Przychody z usług detalicznych	1 102	1 082	1 069	1 069	1 018	972	941	925	930	4 558	4 238	3 768	3 812	3 919	4 025
Usługi stacjonarne	1 230	1 200	1 186	1 172	1 162	1 134	1 122	1 097	1 087	5 092	4 720	4 440	4 201	4 091	4 004
Usługi wąskopasmowe	413	401	387	376	363	350	338	328	317	1 746	1 527	1 333	1 156	1 009	868
Usługi szerokopasmowe, tv, głos przez internet	397	389	386	385	388	393	396	397	402	1 610	1 548	1 587	1 665	1 758	1 820
Rozwiązania teleinformatyczne dla przeds.	224	219	218	222	233	215	215	215	225	916	892	870	866	861	857
Usługi hurtowe (w tym rozl. z operatorami)	196	191	195	189	178	176	173	157	143	820	753	650	515	463	458
Pozostałe przychody	151	86	113	114	181	130	125	145	185	620	494	585	600	600	570
Koszty i pozostałe saldo	2 342	1 935	2 079	2 020	2 341	2 070	2 012	1 957	2 233	8 409	8 375	8 272	8 217	8 213	8 197
Świadczenia pracownicze	396	381	440	404	411	452	409	395	401	1 713	1 636	1 657	1 591	1 527	1 489
Usługi obce	1 709	1 476	1 580	1 535	1 841	1 554	1 532	1 512	1 764	6 271	6 432	6 362	6 325	6 378	6 394
Pozostałe koszty	237	78	59	81	89	64	71	50	68	425	307	253	301	308	313
Raportowana EBITDA	578	868	824	831	640	748	750	742	617	3 409	3 163	2 858	2 859	2 970	3 064
Amortyzacja	712	653	683	695	694	639	661	655	671	2 871	2 725	2 626	2 572	2 520	2 472
EBIT	-124	215	142	137	-1 848	109	89	87	-54	550	-1 354	232	287	450	592
Saldo finansowe	-81	-96	-96	-79	-88	-71	-80	-75	-77	-291	-359	-303	-297	-291	-285
Skonsolidowany zysk netto	-159	98	17	37	-1 898	39	8	10	-131	232	-1 746	-75	-10	128	248

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W porównaniu z raportem z 29.12.2016 r. zdecydowaliśmy się na obniżenie naszych oczekiwań dla przyszłych przychodów i tym samym osiągalnej ścieżki EBITDA (obecnie zakładamy, że EBITDA za 2017 rok wyniesie 2,86 mld PLN). Dokonując korekt na kolejne lata staraliśmy się sprowadzić nasze oczekiwania do poziomów, z których możliwe będą pozytywne zaskoczenia po wdrożeniu nowych inicjatyw optymalizujących koszty działania, o których mamy usłyszeć podczas konferencji wynikowej za 2Q'17 zapowiedzianej na lipiec'17.

Zmiana założeń w porównaniu do raportu analitycznego z 29.12.2016 r.

	2017 stare	2017 nowe	zmiana	2018 stare	2018 nowe	zmiana	2019 stare	2019 nowe	zmiana
Przychody razem	11 253	11 130	-1%	11 250	11 076	-2%	11 215	11 183	0%
EBITDA	2 928	2 858	-2%	2 995	2 859	-5%	3 058	2 970	-3%
EBIT	253	232	-8%	398	287	-28%	512	450	-12%
Wynik netto	-96	-75	---	54	-10	---	152	128	-16%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Przyszły strumień dywidendy

Historycznie kurs spółki był bardzo wrażliwy na poziom wypłacanej dywidendy. Należy mieć na uwadze, że rentowność dywidend w porównywalnych podmiotach zagranicznych waha się w przedziale 4-6%. Oceniamy, że pierwszy strumień dywidend może pojawić się dopiero w 2019 roku. Według nas rok 2019 powinien być już na tyle komfortowy pod względem płynnościowym, że zapoczątkuje 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 jeszcze w 2017 roku (w modelu płatność ok 650 mln PLN uwzględniamy w 4Q'17).

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.

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.

Obrońca pozycji przez T-Mobile

Ostatnie kwartały przynosiły spadek udziału w rynku w Polsce 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 miesiącach Mobile znacząco poprawił bilans pozysku klientów.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Mnożniki rynkowe oraz dane operacyjne	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Cena [PLN]	4,73	4,73	4,73	4,73	4,73	4,73	4,73	4,73	4,73	4,73	4,73	4,73	4,73
Liczba 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]	6 207	6 207	6 207	6 207	6 207	6 207	6 207	6 207	6 207	6 207	6 207	6 207	6 207
EV [mln PLN]	10 390	10 189	13 139	13 254	12 517	12 176	11 712	11 305	11 298	10 982	10 719	10 508	10 697
P/E	11,60	26,76	-3,56	-83,30	-646,04	48,34	25,02	16,40	12,55	11,68	9,55	8,51	7,64
EV/EBITDA	2,55	2,99	4,15	4,64	4,38	4,10	3,82	3,59	3,51	3,37	3,25	3,16	3,19
EV/EBIT	10,54	18,53	-9,70	57,20	43,54	27,08	19,80	15,13	12,77	11,88	10,06	9,07	8,52
P/BV	0,50	0,52	0,62	0,63	0,63	0,64	0,65	0,67	0,69	0,71	0,72	0,74	0,75
Dług netto / EBITDA (x)	1,0x	1,2x	2,2x	2,5x	2,2x	2,0x	1,8x	1,6x	1,6x	1,5x	1,4x	1,3x	1,3x
Dług netto [mln PLN]	4 183	3 982	6 932	7 047	6 310	5 968	5 505	5 098	5 091	4 775	4 511	4 300	4 490
Środki pieniężne [mln PLN]	248	266	262	206	893	1 085	1 373	1 580	1 387	1 503	1 567	1 578	1 188
Dług % [mln PLN]	4 431	4 248	7 194	7 253	7 203	7 053	6 878	6 678	6 478	6 278	6 078	5 878	5 678
Dywidenda [mln PLN]	656,00	656,00	328,00	0,00	0,00	328,09	459,33	590,56	721,80	787,41	853,03	918,65	984,27
DPS [PLN/akcję]	0,50	0,50	0,25	0,00	0,00	0,25	0,35	0,45	0,55	0,60	0,65	0,70	0,75
Rentowność dywidendy [DPS/kurs bieżący]	10,6%	10,6%	5,3%	0,0%	0,0%	5,3%	7,4%	9,5%	11,6%	12,7%	13,7%	14,8%	15,9%
Przychody ogółem zmiana r/r	-5,5%	-3,2%	-2,4%	-3,5%	-0,5%	1,0%	0,7%	0,5%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Usługi komórkowe	-1,9%	-0,6%	3,6%	-3,5%	2,8%	3,5%	3,0%	2,0%	1,4%	1,1%	0,9%	0,7%	0,7%
Usługi detaliczne	-7,0%	-8,2%	-7,0%	-11,1%	1,2%	2,8%	2,7%	2,0%	1,4%	1,1%	0,8%	0,6%	0,5%
Usługi stacjonarne	-8,9%	-7,8%	-7,3%	-5,9%	-5,4%	-2,6%	-2,1%	-1,7%	-1,3%	-1,1%	-0,8%	-0,5%	-0,2%
Usługi szerokopasmowe, tv , głos przez internet	-1,4%	-3,2%	-3,9%	2,6%	4,9%	5,6%	3,6%	3,5%	3,5%	2,6%	2,5%	2,1%	2,2%
marża EBITDA	33,4%	28,8%	27,4%	25,7%	25,8%	26,6%	27,2%	27,8%	28,3%	28,6%	28,9%	29,2%	29,3%
Capex [mln PLN]	2 153	1 998	5 169	1 923	2 005	1 985	1 802	1 783	2 100	1 763	1 766	1 768	2 114
Capex / Amortyzacja	70%	70%	190%	73%	78%	79%	73%	74%	90%	76%	79%	82%	101%
Capex jako % przychodów	18%	17%	45%	17%	18%	18%	16%	16%	19%	16%	16%	16%	19%

RZIS [mln PLN]	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Przychody razem	12 212	11 818	11 538	11 130	11 076	11 183	11 261	11 322	11 353	11 372	11 391	11 409	11 428
Usługi komórkowe	6 140	6 106	6 324	6 105	6 274	6 492	6 687	6 818	6 913	6 989	7 052	7 104	7 155
Przychody z usług detalicznych	4 967	4 558	4 238	3 768	3 812	3 919	4 025	4 107	4 163	4 210	4 244	4 268	4 290
Usługi stacjonarne	5 520	5 092	4 720	4 440	4 201	4 091	4 004	3 934	3 884	3 841	3 811	3 791	3 783
Usługi wąskopasmowe	1 983	1 746	1 527	1 333	1 156	1 009	868	743	636	550	479	424	381
Usługi szerokopasmowe, tv , głos przez internet	1 663	1 610	1 548	1 587	1 665	1 758	1 820	1 884	1 950	2 002	2 051	2 094	2 140
Rozwiązania teleinf. dla przedsiębiorstw	933	916	892	870	866	861	857	853	848	844	840	836	832
Usługi hurtowe (w tym rozł. z operatorami)	941	820	753	650	515	463	458	454	449	445	440	436	432
Pozostałe przychody	552	620	494	585	600	600	570	570	556	542	528	515	489
Koszty i pozostałe saldo	-8 136	-8 409	-8 375	-8 272	-8 217	-8 213	-8 197	-8 176	-8 136	-8 114	-8 094	-8 083	-8 077
Koszty świadczeń pracowniczych	-1 874	-1 713	-1 636	-1 657	-1 591	-1 527	-1 489	-1 452	-1 416	-1 394	-1 380	-1 380	-1 380
Usługi obce	-6 113	-6 271	-6 432	-6 362	-6 325	-6 378	-6 394	-6 404	-6 396	-6 393	-6 384	-6 370	-6 362
Raportowana EBITDA	4 076	3 409	3 163	2 858	2 859	2 970	3 064	3 146	3 217	3 258	3 297	3 326	3 351
Amortyzacja	-3 073	-2 871	-2 725	-2 626	-2 572	-2 520	-2 472	-2 399	-2 333	-2 333	-2 231	-2 167	-2 096
EBIT	986	550	-1 354	232	287	450	592	747	884	925	1 065	1 159	1 256
Koszty finansowe, netto	-405	-291	-359	-303	-297	-291	-285	-280	-274	-269	-263	-258	-253
Wynik brutto	581	259	-1 713	-71	-10	159	306	467	610	656	802	901	1 003
Skonsolidowany zysk netto	535	232	-1 746	-75	-10	128	248	379	494	531	650	730	812

BILANS [mln PLN]	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Wartość firmy	3 940	3 940	2 147	2 147	2 147	2 147	2 147	2 147	2 147	2 147	2 147	2 147	2 147
Pozostałe wartości niematerialne	3 215	3 010	5 722	5 455	5 258	5 072	4 838	4 624	4 543	4 345	4 183	4 044	4 051
Środki trwałe	11 715	11 025	10 678	10 232	9 862	9 513	9 076	8 674	8 522	8 150	7 846	7 586	7 598
Należności handlowe	138	210	433	507	576	606	606	606	606	606	606	606	606
Pozostałe aktywa	84	146	261	110	110	110	110	110	110	110	110	110	110
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	934	991	929	943	943	943	943	943	943	943	943	943	943
Aktywa trwałe razem	20 026	19 322	20 170	19 393	18 896	18 391	17 720	17 105	16 872	16 301	15 836	15 436	15 455
Zapasy	198	228	163	235	234	236	238	239	240	240	241	241	241
Należności handlowe	1 372	1 591	1 827	1 597	1 487	1 477	1 492	1 503	1 509	1 513	1 516	1 520	1 523
Pozostałe aktywa	260	245	166	198	198	198	198	198	198	198	198	198	198
Środki pieniężne i ekwiwalenty	248	266	262	206	893	1 085	1 373	1 580	1 387	1 503	1 567	1 578	1 188
Aktywa obrotowe razem	2 078	2 330	2 418	2 236	2 813	2 996	3 301	3 521	3 334	3 454	3 521	3 536	3 150
SUMA AKTYWÓW	22 104	21 652	22 588	21 630	21 708	21 387	21 021	20 625	20 206	19 755	19 357	18 973	18 605
Kapitał własny razem	12 398	11 977	10 009	9 903	9 894	9 694	9 483	9 271	9 044	8 788	8 584	8 395	8 223
Zobowiązania handlowe	866	767	682	636	633	639	643	647	649	650	651	652	653
Pożyczki od jednostki powiązanej	3 229	2 849	7 087	5 515	5 465	5 315	5 140	4 940	4 740	4 540	4 340	4 140	3 940
Poz. zob. fin. wg zamortyzowanego kosztu	59	81	66	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55
Instrumenty pochodne	148	125	76	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
Pozostałe zobowiązania i rezerwy	648	609	439	421	421	421	421	421	421	421	421	421	421
Przychody przyszłych okresów	47	59	81	79	79	79	79	79	79	79	79	79	79
Zobowiązania długoterminowe	4 997	4 490	8 431	6 786	6 733	6 589	6 418	6 222	6 024	5 825	5 626	5 427	5 228
Zobowiązania handlowe	2 006	2 130	2 433	2 135	2 276	2 298	2 314	2 326	2 333	2 337	2 341	2 344	2 348
Pożyczki od jednostki powiązanej	1 078	1 273	5	1 646	1 646	1 646	1 646	1 646	1 646	1 646	1 646	1 646	1 646
Poz. zob fin wyceniane według zamort kosztu	65	45	36	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	58	60	24	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21
Pozostałe zobowiązania i rezerwy	1 100	1 191	1 170	605	605	605	605	605	605	605	605	605	605
Przychody przyszłych okresów	402	486	480	497	497	497	497	497	497	497	497	497	497
Zobowiązania krótkoterminowe razem	4 709	5 185	4 148	4 941	5 082	5 104	5 120	5 132	5 139	5 143	5 147	5 150	5 154
SUMA PASYWÓW	22 104	21 652	22 588	21 630	21 708	21 387	21 021	20 625	20 206	19 755	19 357	18 973	18 605

CF [mln PLN]	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
CF operacyjny razem	2 753	2 515	2 549	2 638	2 742	2 654	2 724	2 781	2 829	2 866	2 882	2 898	2 909
CF inwestycyjny razem	-1 745	-1 570	-5 074	-2 884	-2 005	-1 985	-1 802	-1 783	-2 100	-1 763	-1 766	-1 768	-2 114
CF finansowy razem	-965	-949	2 521	190	-50	-478	-634	-791	-922	-987	-1 053	-1 119	-1 184
Zmiana stanu środków pien. netto	43	-4	-4	-56	687	191	288	207	-193	116	64	11	-390
Środki pieniężne sop	205	248	266	262	206	893	1 085	1 373	1 580	1 387	1 503	1 567	1 578
Środki pieniężne eop	248	244	262	206	893	1 085	1 373	1 580	1 387	1 503	1 567	1 578	1 188

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 stała

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl

materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora

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

Adrian Górniak

tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@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	6,14	kupuj	6,54	02.06.2017	09:58 CEST	4,73	60 629
kupuj	6,54	---	---	29.12.2016	10:49 CEST	5,30	51 330

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 2Q'17:

Kupuj	5	33%
Akumuluj	5	33%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	4	27%
Sprzedaj	1	7%

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 docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
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 docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową 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 obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 02.06.2017 roku o godzinie 09:58 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 06.06.2017 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 na analizie przeprowadzonej 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 niniejszym raporcie są zbliżne 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 jakiegokolwiek 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 02.06.2017 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 subemisję 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 świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć 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.