



Dom Maklerski BDM S.A.

ORANGE POLSKA

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 9,74 PLN

14 LIPIEC 2025, 11:59 CET/CEST

Pozostawiamy zalecenie Akumuluj dla walorów Orange Polska (OPL) i podnosimy cenę docelową do 9,74 PLN/akcję. W bieżącej aktualizacji nasze założenia dla EBITDAaL są wyższe odpowiednio o 3,2% i 3,1% względem raportu analitycznego z 2024-11-19. Zgodnie z przyjętymi założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2025-2026 na poziomie odpowiednio 4,7x i 4,5x.

Liczymy, że na poziomie EBITDAaL spółka w Q2 2025 wykaże wzrost r/r o 4% do 888 mln PLN. Po Q2 2025 w ujęciu LTM spodziewamy się, że EBITDAaL wyniesie 3,38 mld PLN (+4,1% r/r). Na poziomie EBIT spodziewamy się w Q2 2025 poprawy odczytu o 5,3% r/r do 379 mln PLN (w ujęciu LTM powinno to być 1,4 mld PLN, czyli +17,3% r/r). Jednocześnie przygotowujemy się na scenariusz, iż Q3 2025 z uwagi na wymagającą bazę może wskazać płaski odczyt lub niewielką erozję EBITDAaL w ujęciu r/r.

Bazując na naszych założeniach spodziewamy się, że EBITDAaL w 2025 roku może wynieść blisko 3,43 mld PLN, czyli więcej o 3,1% względem 2024 roku (nominalnie przyrost o 102 mln PLN). Motorem wzrostu marży bezpośredniej w 2025 roku powinny być nadal dobre dynamiki wzrostu ARPO w kluczowych usługach telekomunikacyjnych. Przyjęta przez nas dynamika przychodów z 3 kluczowych linii biznesowych wynosi +6,3% r/r. W modelu ujmujemy też impuls wzrostowy w kategorii usługi IT i integracyjne (przychody +7,1% r/r). Na 2025 rok ujęliśmy jednocześnie dalszą erozję wpływów ze sprzedaży sprzętu (w skali 2025 roku założyliśmy -8,3% r/r, z kolei w H2 2025 dynamika wynosi -5% r/r).

Uwzględniając relatywnie dobre uwarunkowania rynkowe dla Orange zakładamy, iż spółka w najbliższych latach będzie skoncentrowana na dalszej poprawie monetyzacji klienta. W bieżącym modelu CAGR przychodów z kluczowych usług telekomunikacyjnych (2024-2028) wynosi +4,9%. Ambicją Orange (według strategii) jest średnioroczny wzrost w ramach tej kategorii w przedziale od 4 do 6%.

Spodziewamy się, iż w momencie kolejnej decyzji o wypłacie dywidendy za rok 2025, wskaźnik dług netto/EBITDAaL będzie w pobliżu 1,2x. Jednocześnie liczymy, iż zarząd spółki potwierdzi pozytywne długoterminowe trendy finansowe (pomimo względnie wymagającego 2026 roku). Z bieżącej perspektywy przyjęliśmy w symulacji scenariusz bazowy wzrostu dywidendy wypłaconej w 2026 roku do 0,58 PLN/akcję i 0,63 PLN/akcję w 2027 roku.

Wycena końcowa [PLN]	9,74
Wycena DCF	9,80
Wycena mnożnikowa [PLN]	9,68
Potencjał do wzrostu / spadku	+9,8%

Kurs [PLN]	8,87
Kapitalizacja [PLN mld]	11,64
Ilość akcji [m]	1 312
1M średni obrót [PLN m]	14,1

Stopa zwrotu [%]	(1)	(2)
3M stopa zwrotu	2,0	-10,1
6M stopa zwrotu	31,9	2,9
YTD stopa zwrotu	28,0	-4,0
12M stopa zwrotu	17,5	-1,0

(1) - absolutna stopa zwrotu
(2) - stopa zwrotu względem WIG

Akcjonariat:	
Orange SA	50,67%
Allianz OFE	8,12%
Nationale Nederlanden	5,82%
Pozostali akcjonariusze	35,39%

Autor raportu:

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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Przychody razem [PLN m]	12 970	12 732	13 008	13 313	13 631	13 971
Przychody (trzy linie biznesowe) [PLN m]*	6 119	6 447	6 855	7 207	7 530	7 811
EBITDAaL [PLN m]	3 179	3 324	3 426	3 477	3 554	3 683
EBIT [PLN m]	1 221	1 419	1 338	1 300	1 346	1 480
Wynik netto [PLN m]	818	913	790	756	801	893
P/E	14,2x	12,7x	14,7x	15,4x	14,5x	13,0x
EV/EBITDA	4,8x	4,8x	4,7x	4,5x	4,5x	4,2x
P/BV	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x
DPS [PLN]	0,35	0,48	0,53	0,58	0,63	0,67
Rentowność dywidendy	3,9%	5,4%	6,0%	6,5%	7,1%	7,6%

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



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

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

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYCENA DCF.....	4
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	6
WYNIKI ORANGE POLSKA ZA Q1 2025	8
DŁUG FINANSOWY	11
PROGNOZA NA Q2 2025	12
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	13
ZAŁOŻENIA DLA ECAPEX, OCF ORAZ PRZYSZŁEGO STRUMIENIA DYWIDEND.....	18
PODSUMOWANIE ZAŁOŻEŃ NA KOLEJNE LATA	20

WYCENA I PODSUMOWANIE

Pozostawiamy zalecenie Akumuluj dla walorów Orange Polska (OPL) i podnosimy cenę docelową do 9,74 PLN/akcję. W bieżącej aktualizacji nasze założenia dla EBITDAaL są wyższe odpowiednio o 3,2% i 3,1% względem raportu analitycznego z 2024-11-19. Zgodnie z przyjętymi założeniami, spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2025-2026 na poziomie odpowiednio 4,7x i 4,5x.

Wycenę sporządziliśmy w oparciu o model DCF oraz analizę mnożnikową. Za pomocą metody DCF otrzymaliśmy wartość 9,80 PLN/akcję. Z kolei przyjęty przez nas mnożnik EV/EBITDA na lata 2026-2027 wskazuje na cenę 9,68 PLN/akcję. Końcowa wycena 9,74 PLN/akcję jest średnią arytmetyczną z zastosowanych dwóch metod.

Podsumowanie wyceny Orange Polska

A	Wycena DCF [PLN/akcję]	9,80
B	Wycena mnożnikowa [PLN/akcję]	9,68
C = (A*50%+B*50%) Wycena końcowa [PLN/akcję]		9,74

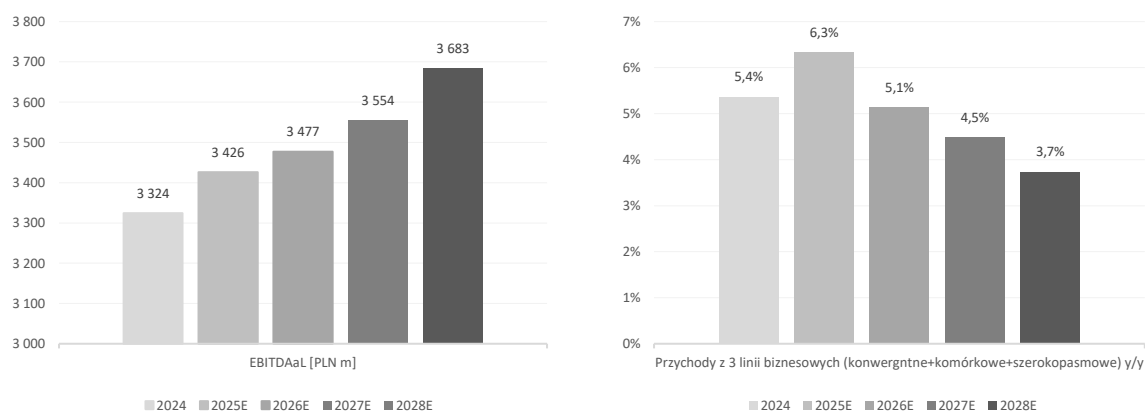
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Bazując na naszych założeniach spodziewamy się, że EBITDAaL w 2025 roku może wynieść blisko 3,43 mld PLN, czyli więcej o 3,1% względem 2024 roku (nominalnie przyrost o 102 mln PLN). Motorem wzrostu marży bezpośredniej w 2025 roku powinny być nadal dobre dynamiki wzrostu ARPO w kluczowych usługach telekomunikacyjnych. Przyjęta przez nas dynamika przychodów z 3 kluczowych linii biznesowych wynosi +6,3% r/r. W modelu ujmujemy też impuls wzrostowy w kategorii usługi IT i integracyjne (przychody +7,1% r/r). Na 2025 rok ujęliśmy jednocześnie dalszą erozję wpływów ze sprzedaży sprzętu (w skali 2025 roku założyliśmy -8,3% r/r, z kolei w H2 2025 dynamika wynosi -5% r/r).

Uwzględniając relatywnie dobre uwarunkowania rynkowe dla Orange zakładamy, iż spółka w najbliższych latach będzie skoncentrowana na dalszej poprawie monetyzacji klienta. W bieżącym modelu CAGR przychodów z kluczowych usług telekomunikacyjnych (2024-2028) wynosi +4,9%. Ambicją Orange (według strategii) jest średnioroczny wzrost w ramach tej kategorii w przedziale od 4 do 6%.

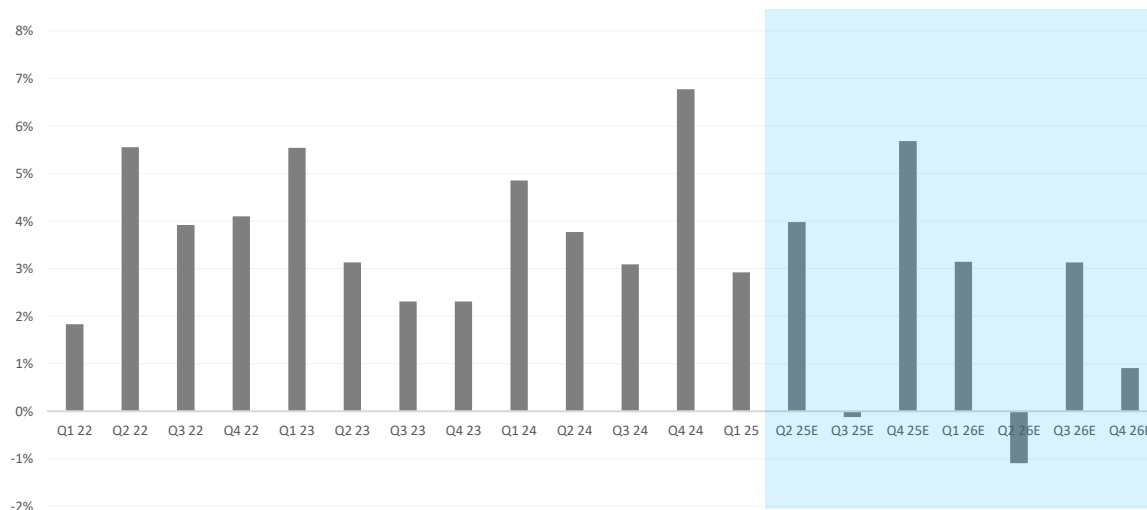
Odcięta w 2025 roku dywidenda była w kwocie 0,53 PLN/akcję (w 2024 roku było to 0,48 PLN/akcję, a w 2023 roku 0,35 PLN/akcję). Jak zrozumieliśmy, intencją zarządu przedstawioną podczas ogłoszonej strategii średnioterminowej na lata 2025-2028 jest aby przyszłe decyzje o wzroście poziomu dps następowały w sytuacji dużego poziomu pewności, iż będzie to nowy minimalny pułap referencyjny na kolejne lata. Spodziewamy się, iż w momencie kolejnej decyzji o wypłacie dywidendy za rok 2025, wskaźnik dług netto/EBITDAaL będzie w pobliżu 1,2x. Jednocześnie liczymy, iż zarząd spółki potwierdzi pozytywne długoterminowe trendy finansowe (pomimo względnie wymagającego 2026 roku). Z bieżącej perspektywy przyjęliśmy w symulacji scenariusz bazowy wzrostu dywidendy wypłaconej w 2026 roku do 0,58 PLN/akcję i 0,63 PLN/akcję w 2027 roku.

Założenia dla EBITDAaL oraz dynamiki przychodów z trzech linii biznesowych (konwergentne+komórkowe+internet szerokopasmowy)



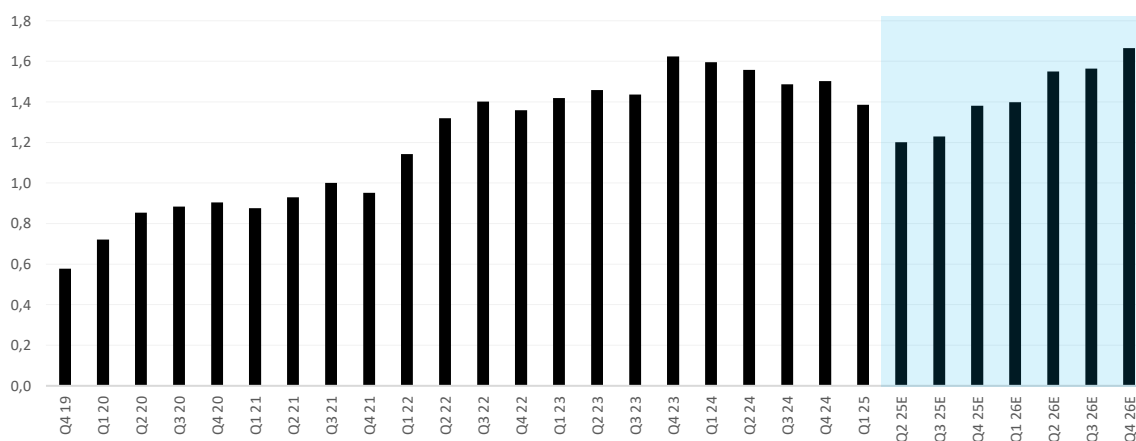
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana EBITDAaL w ujęciu r/r (dane historyczne oraz nasze prognozy na kolejne kwartały)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty (w ujęciu LTM) dla wskaźnika EBITDAaL minus eCapex oraz nasza symulacja na kolejne okresy [PLN mld]



Odczyt EBITDAaL minus eCAPEX jest jednym z kluczowych KPI dla spółki (wpływa m.in. na poziom dodatkowej premii tzw. Stretch Bonus).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wyceny metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCFF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 5,3% (poprzednio 5,7%). Beta odlewarowana została w wycenie ustalona na poziomie 0,7 i następnie w poszczególnych okresach prognozy stosujemy betę lewarowaną w oparciu o symulację modelu. Premię za ryzyko rynkowe ustaliliśmy na poziomie 6,5%.

Po okresie szczegółowej prognozy, w okresie rezydualnym przyjęliśmy założenie o wzroście przepływów o 1,5% (poprzednio 1,0% r/r) i w obliczeniach zastosowaliśmy wacc równy 9,5%.

W modelu amortyzacja została wykazana zgodnie z ujęciem jakie spółka wykazuje w sprawozdaniach okresowych (czyli po zastosowaniu IFRS 16). W prognozie wydatków inwestycyjnych (Capex) ujęliśmy również koszty zakupu koncesji telekomunikacyjnych oraz szacunkowy przyszły koszt odnowienia leasingu.

Poziom długu netto z końca 2024 roku uwzględnia ujęcie zgodne z IFRS 16. Wycenę skorygowaliśmy o odciętą w 2025 roku dywidendę. Dodatkowo ujmujemy szacunek wartości udziałów w Światłowod Inwestycje.

Finalnie metoda DCF sugeruje wartość equity Orange Polska na 9,80 PLN/akcję. Wycena została sporządzona na dzień 2025-11-03.

Wrażliwość wyceny na przyjęte parametry w okresie rezydualnym (po okresie szczegółowej prognozy)

		wzrost FCFF w okresie rezydualnym						
		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
WACC	6,5%	11,57	12,36	13,28	14,40	15,76	17,47	19,66
	7,5%	10,31	10,90	11,57	12,36	13,28	14,40	15,76
	8,5%	9,35	9,80	10,31	10,90	11,57	12,36	13,28
	9,5%	8,59	8,95	9,35	9,80	10,31	10,90	11,57
	10,5%	7,97	8,27	8,59	8,95	9,35	9,80	10,31
	11,5%	7,47	7,71	7,97	8,27	8,59	8,95	9,35
	12,5%	7,04	7,24	7,47	7,71	7,97	8,27	8,59

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Model DCF

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
NOPAT [PLN m]	1 053	1 020	1 078	1 195	1 338	1 398	1 486	1 559	1 632	1 705
Amortyzacja [PLN m]	2 706	2 804	2 829	2 832	2 807	2 848	2 846	2 854	2 855	2 854
Zmiana kapitału obrotowego [PLN m]	-31	-28	-10	-11	-11	-10	-10	-10	-9	-9
CAPEX (w tym koncesje i odnowienie leasingu) [PLN m]	-3 060	-2 367	-3 062	-2 324	-3 184	-2 373	-3 010	-2 446	-2 712	-2 749
FCFF [PLN m]	668	1 429	835	1 692	950	1 864	1 311	1 957	1 766	1 800
Suma PV FCFF [PLN m]	9 210									
Zdyskontowana wart. rezydualna [PLN m]	10 066									
Wartość firmy EV [PLN m]	19 275									
Dług netto 2024 eop [PLN m]	7 386									
Inne korekty [PLN m]	971			wzrost / spadek FCFF w okresie rezydualnym: +1,5%						
Wartość kapitału [PLN m]	12 861			WACC w okresie rezydualnym: 9,5%						
Ilość akcji [m]	1 312									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	9,80									

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przychody z 3 kluczowych usług telco y/y	6,3%	5,1%	4,5%	3,7%	3,3%	3,0%	2,8%	2,7%	2,6%	2,4%
Marża adj. EBITDAaL	25,4%	25,3%	25,4%	25,9%	26,4%	26,6%	26,8%	26,9%	27,0%	27,1%
Adj. EBITDAaL y/y	5,8%	1,8%	3,0%	4,3%	4,2%	3,1%	2,7%	2,5%	2,3%	2,1%
Marża NOPAT	8,1%	7,7%	7,9%	8,6%	9,4%	9,6%	10,0%	10,2%	10,5%	10,8%
NOPAT y/y	3,7%	-3,1%	5,7%	10,8%	12,0%	4,5%	6,3%	4,9%	4,7%	4,4%
CAPEX / Przychody	24%	18%	22%	17%	22%	16%	20%	16%	18%	17%
D / E	57%	60%	57%	60%	56%	58%	53%	53%	48%	45%
E / (E+D)	64%	62%	64%	63%	64%	63%	65%	65%	67%	69%
D / (E+D)	36%	38%	36%	37%	36%	37%	35%	35%	33%	31%
Stopa wolna od ryzyka	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Beta nielewarowana	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Beta lewarowana	1,0	1,1	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kosz kapitału własnego	12,2%	12,1%	12,2%	12,0%	12,1%	11,9%	11,9%	11,7%	11,6%	11,5%
Kosz długu po opodatkowaniu	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
WACC	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,5%	9,5%	9,5%

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 2026-2027 w wysokości 4,75x (w poprzednim raporcie analitycznym było 4,5x). Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie blisko 9,68 PLN/akcję.

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

Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2026-2027							
	3,75	4,25	4,50	4,75	5,00	5,25	5,75
Cena docelowa [PLN/akcję]	6,55	8,11	8,89	9,68	10,46	11,24	12,81

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Mnożniki rynkowe wybranych podmiotów

	P/E		EV/EBITDA		
	2025E	2026E	2025E	2026E	
ORANGE FRANCE	14,7	10,8	5,9	5,4	Mediana mnożnika EV/EBITDA na 2025 i 2026 rok dla wskazanych podmiotów wyniosła odpowiednio 5,9x i 5,4x.
TELENOR	18,4	16,1	8,6	8,3	
DEUTSCHE TELEKOM	15,8	14,0	7,2	6,8	
KPN	17,6	16,2	9,1	8,8	
TELEFONICA	14,2	13,0	5,2	5,3	
TELEKOM AUSTRIA	9,8	9,2	4,1	3,9	
HELLENIC TELECOM	10,8	10,2	5,0	5,0	
TELIA	17,8	15,8	6,7	6,6	
VODAFONE	10,6	9,7	5,3	5,1	
ELISA	19,1	18,1	11,4	10,9	
PROXIMUS	7,6	7,4	3,8	3,8	
BT GROUP	10,7	10,4	4,9	4,9	
SWISSCOM	19,8	18,7	6,8	7,0	
TELECOM ITALIA	419,4	38,1	4,9	4,4	
CYFROWY POLSAT	28,1	19,8	6,3	6,0	

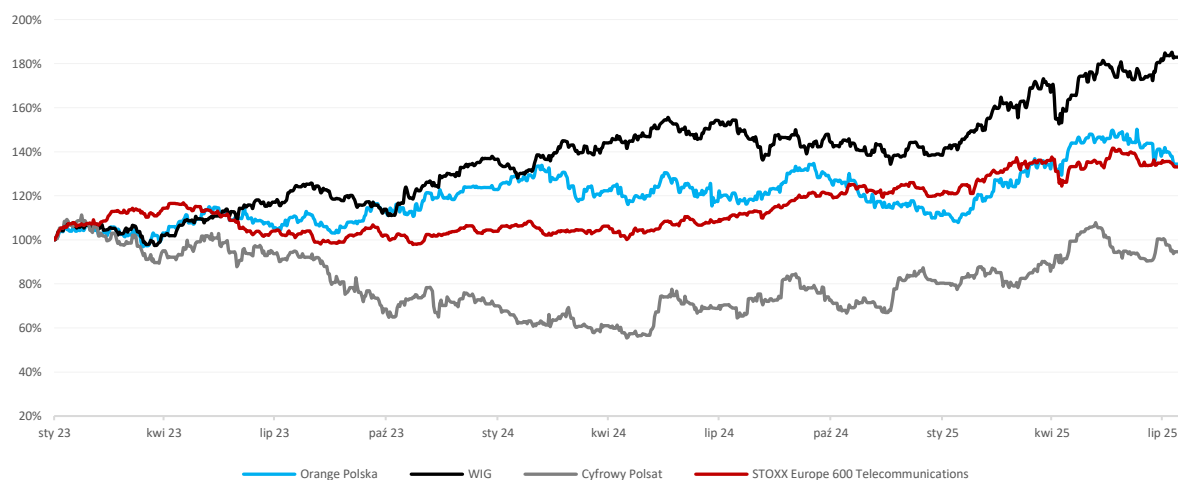
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

	3M	6M	YTD	12M
ORANGE POLSKA	-10,1	2,9	-4,0	-1,0
CYFRPLSAT	-10,6	-9,0	-14,3	18,5
ORANGE FRANCE	-2,8	6,7	7,6	21,0
BOUYGUES	1,1	11,7	10,0	7,8
STXE 600 Telecomm	-8,2	-17,1	-18,9	6,0
DEUTSCHE TELEKOM	-14,5	-24,7	-23,3	13,2
VODAFONE GROUP	8,5	-6,6	-11,3	1,7
CELLNEX TELECOM	-13,5	-17,1	-26,3	-21,6

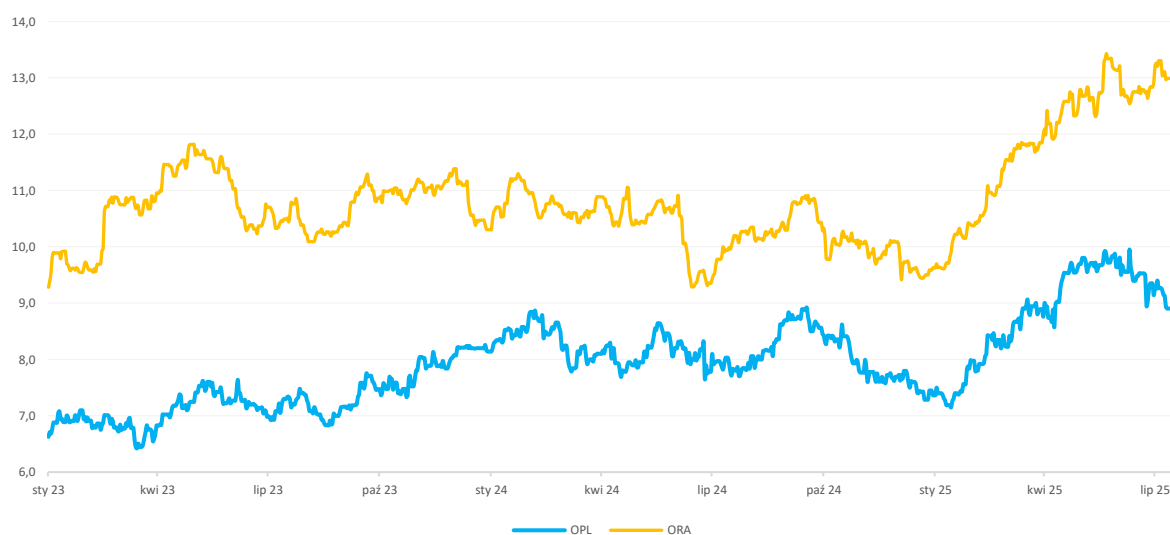
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kurs Orange Polska na tle kursu Orange France



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ORANGE POLSKA ZA Q1 2025

Dane za Q1 2025 odebraliśmy z umiarkowanym optymizmem. Odczyt EBITDAaL za Q1 2025 wzrósł o 2,9% r/r do poziomu 822 mln PLN (prognozowaliśmy kwotę 814 mln PLN). W ujęciu LTM po Q1 2025 EBITDAaL wyniósł 3 347 mln PLN (+4,1% r/r). Zwracamy uwagę, że okres Q1 2025 wskazał na dalsze przyspieszenie dynamiki wzrostu przychodów z kluczowych usług telekomunikacyjnych (w szczególności poprawie uległa dynamika wzrostu przychodów usług wyłącznie komórkowych). Przychody z trzech kluczowych linii biznesowych (wpływy z usług konwergentnych B2C, usług wyłącznie komórkowych i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego) w Q1 2025 wzrosły o 7,3% r/r (w Q4 2024 było to +6,3% r/r, a w Q3 2024 +6,1% r/r). Jest to dynamika nieznacznie powyżej naszych oczekiwań (nominalnie przychody były wyższe o blisko 16,5 mln PLN względem naszej wcześniejszej symulacji).

W Q1 2025 nadal była widoczna erozja wpływów ze sprzedaży sprzętu (-14% r/r; w Q4 2024 było to -2,6% r/r, a w Q3 2024 -7%), co spółka tłumaczyła niższym popytem oraz inną strukturę sprzedawanych modeli. W Q1 2025 spółka wypracowała wyższe o 19% r/r wpływy z obszaru IT i integracji, co jest odczytem powyżej naszych wcześniejszych symulacji. Istotny spadek sprzedaży widoczny był nadal na pozycji pozostałe przychody, gdzie ujmowana jest m.in. odsprzedaż energii (-22,3% r/r).

W Q1 2025 wolne przepływy pieniężne wyniosły -443 mln PLN vs -73 mln PLN w Q1 2024 (efekt wyższych płatności związane ze nasileniem działalności komercyjnej i inwestycyjnej pod koniec ubiegłego roku; ujęcie płatności za licencje telekomunikacyjne w kwocie 300 mln PLN).

Wyniki Orange Polska za Q1 2025 na tle wcześniejszych naszych oczekiwań

	Q1 24	Q1 25	y/y	Q1 24 LTM	Q1 25E LTM	y/y	Q1 25E	realizacja
Przychody razem	3 081	3 153	2,3%	12 912	12 804	-0,8%	3 143	100%
Usługi wyłącznie komórkowe	719	766	6,5%	2 900	3 029	4,4%	752	102%
Usługi wyłącznie stacjonarne	446	436	-2,2%	1 829	1 753	-4,2%	432	101%
Usługi konwergentne B2C	620	680	9,7%	2 393	2 640	10,3%	679	100%
Sprzedaż sprzętu	475	407	-14,3%	1 871	1 748	-6,6%	456	89%
Usługi IT i integracyjne	327	389	19,0%	1 680	1 649	-1,8%	337	115%
Usługi hurtowe	391	395	1,0%	1 752	1 626	-7,2%	390	101%
Pozostałe przychody	103	80	-22,3%	487	359	-26,3%	97	82%
Przychody trzy linie biznesowe *	1 559	1 673	7,3%	6 182	6 561	6,1%	1 656	101%
Koszty razem	2 282	2 331	2,1%	9 696	9 457	-2,5%	2 328	100%
Koszty świadczeń pracowniczych	382	399	4,5%	1 443	1 477	2,4%	393	102%
Koszty zakupów zewnętrznych	1 796	1 827	1,7%	7 668	7 491	-2,3%	1 806	101%
EBITDAaL	799	822	2,9%	3 216	3 347	4,1%	814	101%
EBIT	349	312	-10,5%	1 178	1 382	17,3%	321	97%
Koszty finansowe, netto	69	80	15,9%	220	302	37,3%	67	119%
Skonsolidowany wynik netto	227	191	-15,7%	775	877	13,2%	205	93%

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

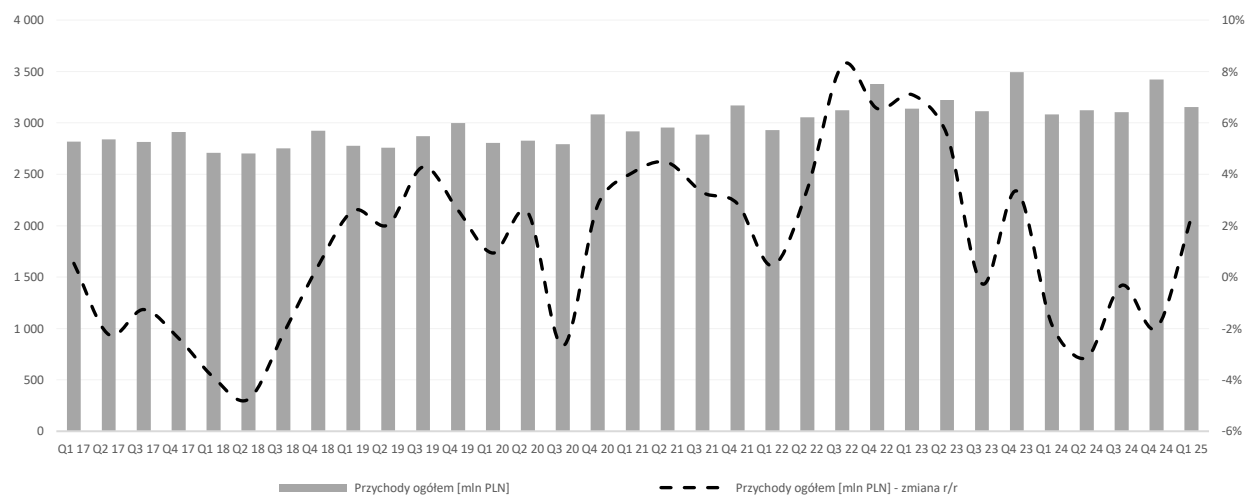
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zannualizowany odczyt EBITDAaL Orange Polska



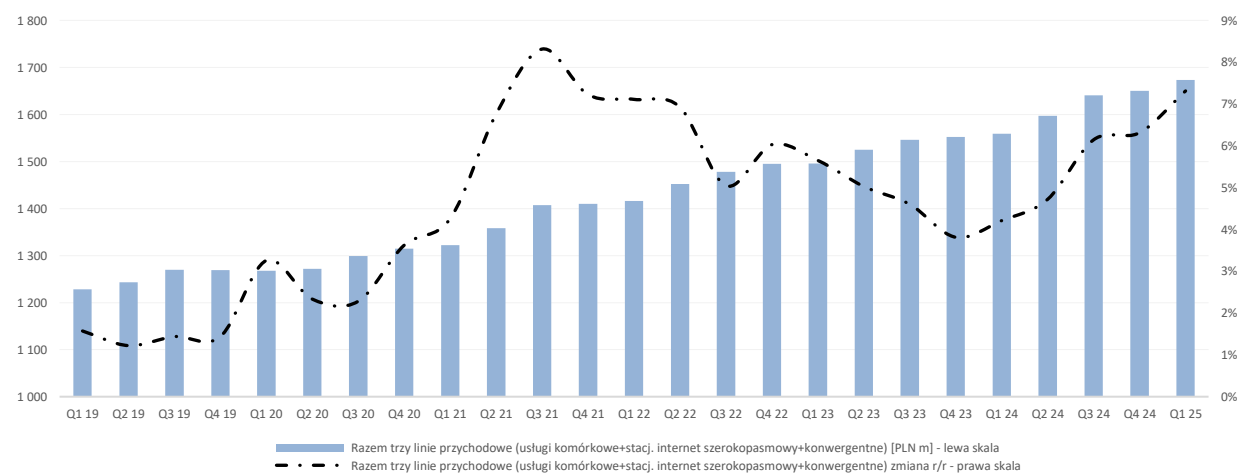
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczna dynamika przychodów ogółem



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

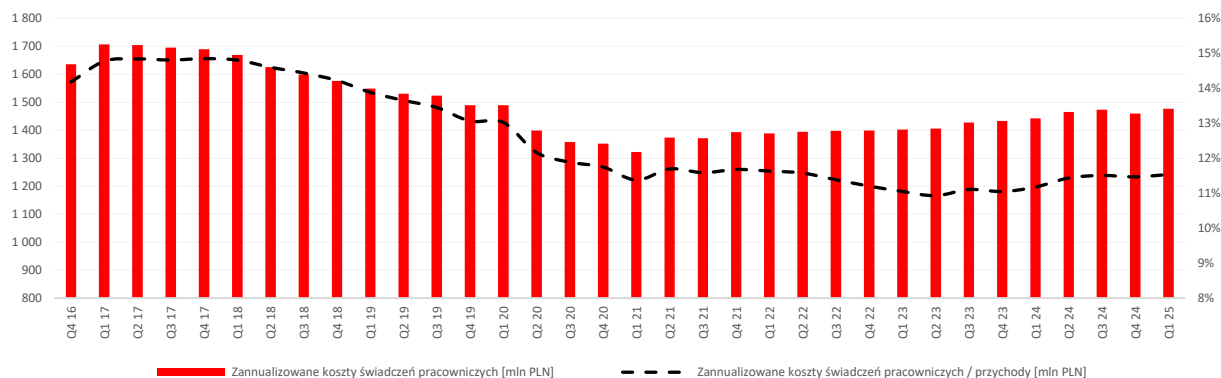
Przychody z kluczowych usług



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

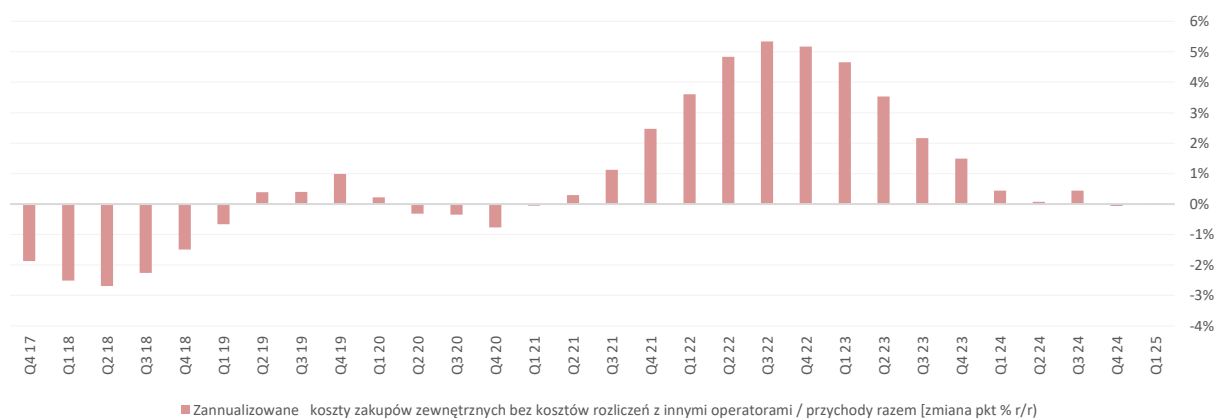
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne koszty świadczeń pracowniczych w ujęciu LTM



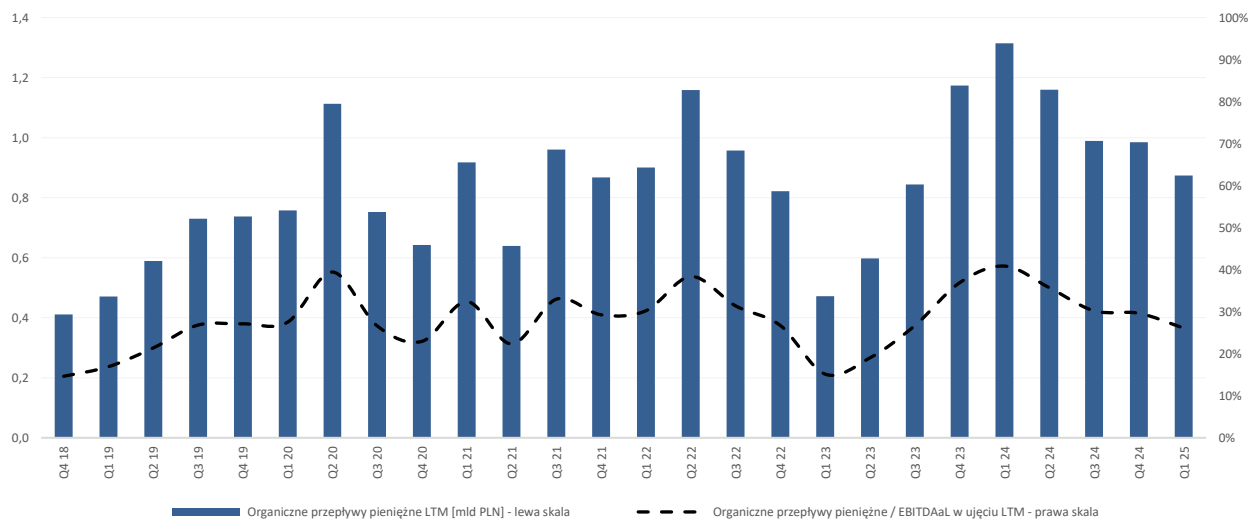
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



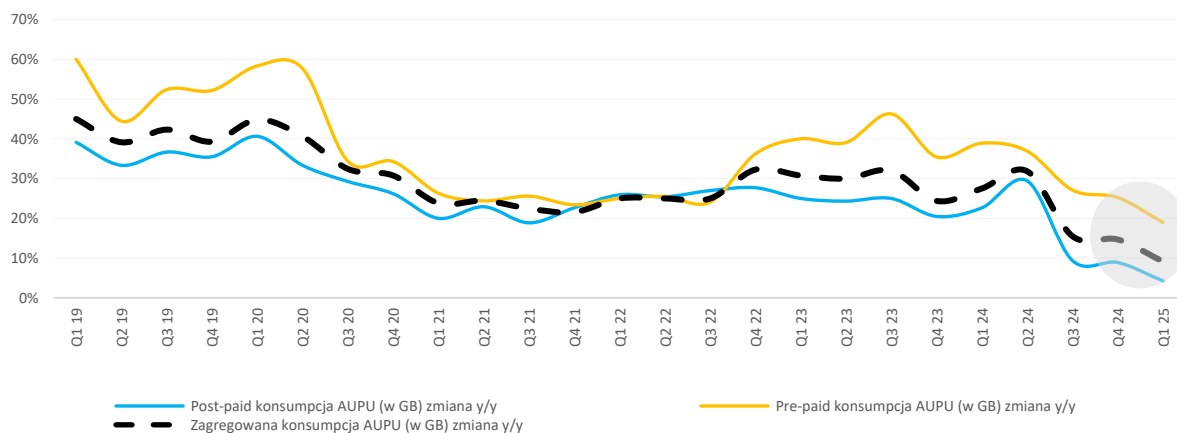
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Organiczne przepływy pieniężne LTM na tle odczytów EBITDAaL LTM



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Historyczne dane obrazujące konsumpcję AUPU przez klientów Orange Polska



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

UKE podało, że w 2024 roku w sieciach mobilnych przesłano łącznie 9,9 mln TB danych (+12,9% r/r). przypominamy, że w 2023 roku dynamika wzrostu konsumpcji danych wynosiła blisko +22% względem 2022 roku.

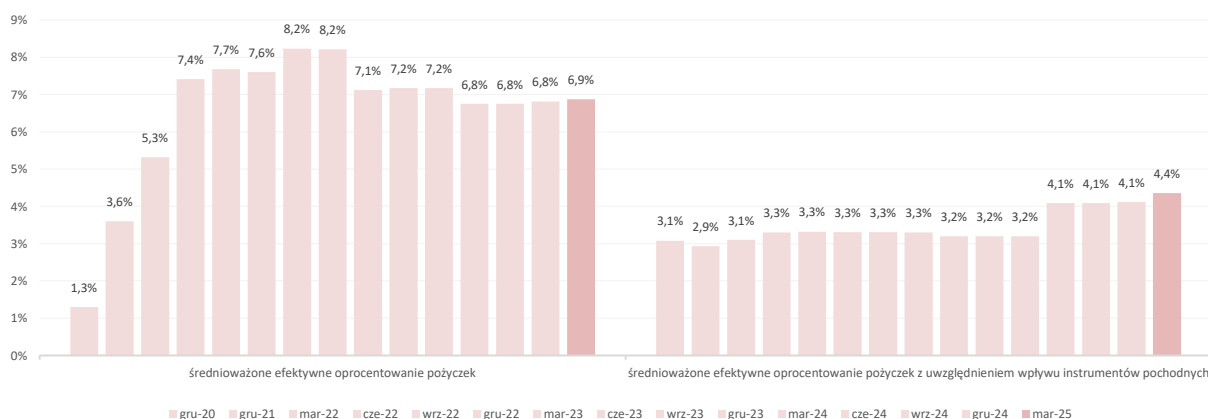
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DŁUG FINANSOWY

Dług finansowy netto na koniec marca 2025 roku wynosił 4,05 mld PLN (bez uwzględnienia zadłużenia związanego z leasingiem). Zadłużenie netto łącznie z leasingiem sięgało blisko 7,06 mld PLN. Wskaźnik dług netto (bez uwzględnienia leasingu) do EBITDAaL w ujęciu ostatnich czterech kwartałów (LTM) na koniec marca'25 wynosił 1,2x.

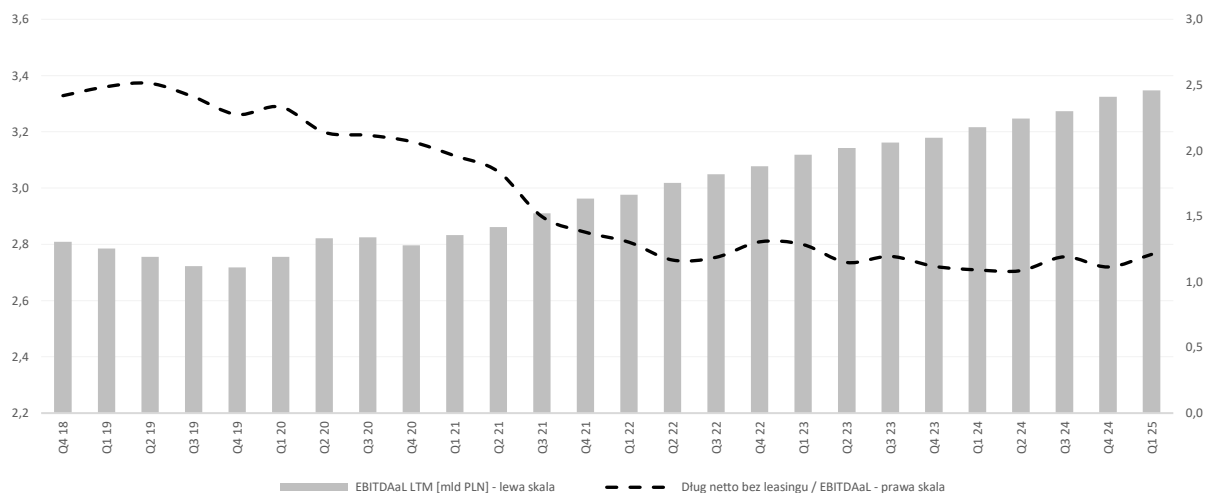
W strukturze zadłużenia najważniejszą pozycją były pożyczki od jednostki powiązanej (Atlas Services Belgium w ramach grupy Orange France). Na koniec marca 2025 średnioważone efektywne oprocentowanie pożyczek od jednostki powiązanej wynosiło 6,87% bez uwzględnienia wpływu instrumentów pochodnych (na koniec 2024 roku było to 6,81%) oraz 4,36% z uwzględnieniem wpływu instrumentów pochodnych (na koniec 2024 roku było to 4,12%). Przypominamy, że jeszcze przed skokowym wzrostem kosztu kapitału spółka wdrożyła politykę zabezpieczenia kosztu finansowania.

Koszt obsługi zadłużenia Orange w okresie Q4 2020 do Q1 2025 (głównie pożyczki od jednostki powiązanej)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wskaźnik zadłużenia netto (bez leasingu) do EBITDAaL w ujęciu LTM



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA Q2 2025

Założenia dla wyników Orange Polska na Q2 2025 [PLN m]

	Q2 24	Q2 25E	y/y	Q2 24 LTM	Q2 25E LTM	y/y
Przychody razem	3 123	3 169	1,5%	12 811	12 851	0,3%
Usługi wyłącznie komórkowe	742	781	5,3%	2 919	3 068	5,1%
Usługi wyłącznie stacjonarne	442	429	-2,9%	1 800	1 740	-3,3%
Usługi konwergentne B2C	636	694	9,1%	2 451	2 698	10,1%
Sprzedaż sprzętu	407	370	-9,0%	1 861	1 711	-8,0%
Usługi IT i integracyjne	405	413	2,0%	1 627	1 657	1,9%
Usługi hurtowe	403	407	1,0%	1 707	1 630	-4,5%
Pozostałe przychody	88	74	-15,9%	446	345	-22,6%
Przychody trzy linie biznesowe*	1 597	1 702	6,6%	6 254	6 666	6,6%
Koszty razem	2 269	2 281	0,5%	9 564	9 469	-1,0%
Koszty świadczeń pracowniczych	369	381	3,1%	1 465	1 489	1,6%
Koszty zakupów zewnętrznych	1 799	1 813	0,8%	7 586	7 505	-1,1%
EBITDAaL	854	888	4,0%	3 247	3 381	4,1%
Adj. EBITDA	985	1 035	5,0%	3 851	3 907	1,5%
EBIT	360	379	5,3%	1 195	1 401	17,3%
Saldo finansowe	75	94	25,0%	250	321	28,3%
Wynik netto	231	231	0,0%	767	877	14,4%

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane elementy założeń na Q2 2025:

- Według naszych symulacji w Q2 2025 spółka powinna wykazać wzrost przychodów z kluczowych usług telekomunikacyjnych na poziomie 6,6% r/r (suma obejmująca wpływy z usług konwergentnych B2C oraz z usług wyłącznie komórkowych i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego). Łączne skonsolidowane przychody w Q2 2025 w naszej symulacji wskazują na wzrost r/r o blisko 1,5% i wynoszą 3,169 mld PLN.
- Kolejny kwartał zakładamy erozję wpływów ze sprzedaży sprzętu (-9% r/r). W ujęciu LTM po Q2 2025 wpływy ze sprzedaży sprzętu mogą być bliskie 1,71 mld PLN (-8% r/r).
- W strukturze kosztów uwzględniamy umiarkowaną presję na koszty wynagrodzeń (łącznie efekt netto związany z kosztami pracy to w naszym modelu +3,1% r/r). Koszty zakupów zewnętrznych, wg nas, mogą być wyższe r/r o 0,8%.
- Liczymy, że na poziomie EBITDAaL spółka w Q2 2025 wykaże wzrost r/r o 4% do 888 mln PLN. Po Q2 2025 w ujęciu LTM spodziewamy się, że EBITDAaL wyniesie 3,381 mld PLN (+4,1% r/r). Na poziomie EBIT spodziewamy się w Q2 2025 poprawy odczytu o 5,3% r/r do 379 mln PLN (w ujęciu LTM powinno to być 1,4 mld PLN, czyli +17,3% r/r).
- Finalnie, w Q2 2025 na poziomie wyniku netto spodziewamy się odczytu 231 mln PLN (0% r/r). Po Q2 2025 w ujęciu LTM spodziewamy się, że wynik netto wyniesie 877 mln PLN (+14,4% r/r).

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

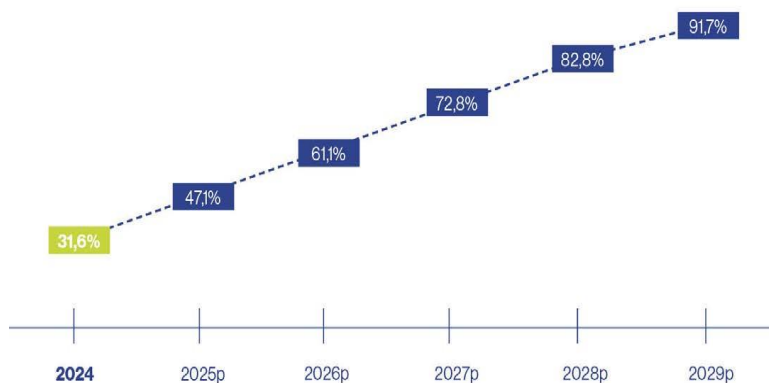
W naszym odczuciu operatorzy telekomunikacyjni działający w Polsce w najbliższych 2 latach będą nadal korzystać na podjętych już wcześniej inicjatywach mających chronić ich marżę operacyjną przed efektami wzrostu kosztów (wpływ m.in. inflacji).

Dane Urzędu Komunikacji Elektronicznej (UKE) wskazują, że ceny usług telekomunikacyjnych w Polsce pozostają jednymi z najniższych w UE. W dokumencie „Raport o stanie rynku telekomunikacyjnego w 2024 roku” (Raport UKE) wskazano, iż w Polsce średni miesięczny koszt usługi internetu stacjonarnego w 2024 roku wyniósł blisko 18,5 EUR. Średnia dla UE to według raportu UKE poziom blisko 27,5 EUR (we Francji było to 27,3 EUR, w Niemczech 37,6 EUR, z kolei w Czechach i na Węgrzech odpowiednio 20,5 EUR i 16,1 EUR).

UKE (na podstawie DESI 2024) wskazuje, że w Polsce 74,2% gospodarstw domowych korzystało z usług stacjonarnego dostępu do internetu o przepustowości min. 100 Mb/s. Jest to poziom o 9,3 pkt % wyższy niż stanowi średnia UE. Jednocześnie jednak w Polsce liczba gospodarstw domowych posiadających internet o przepustowości co najmniej 1 Gb/s to zaledwie 5,3%. Ten wskaźnik nasycenia jest istotnie poniżej średniej UE, która wynosi 11,5% (najwyższe odczyty prezentuje Francja z poziomem 51,6%).

UKE w raporcie za 2024 rok przedstawia również prognozy rozwoju usług mobilnego internetu z wykorzystaniem technologii 5G. W Raporcie UKE przedstawiono projekcję, która wskazuje, iż w 2029 roku w Polsce udział 5G w kartach SIM może wynieść blisko 92%.

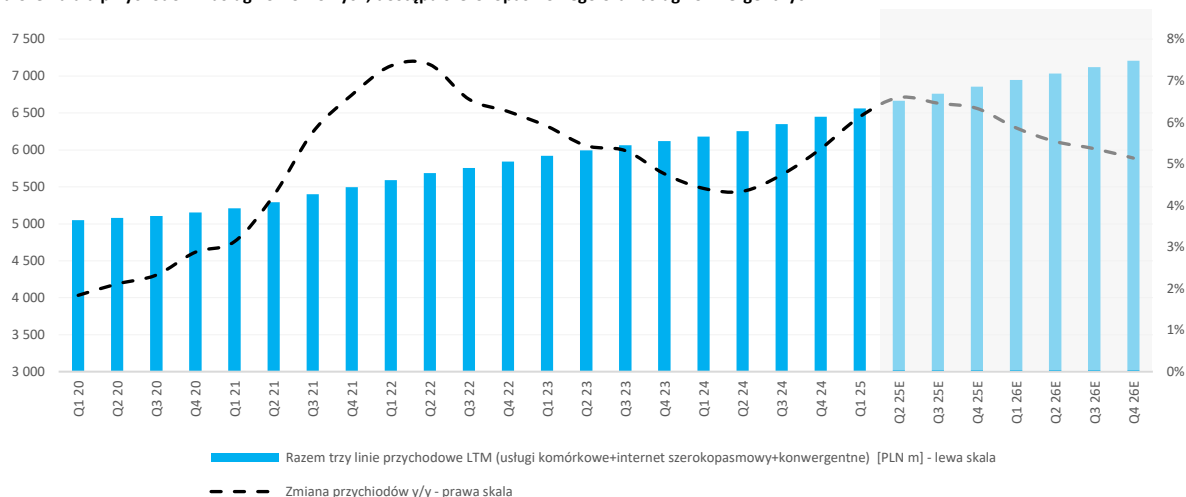
Udział technologii 5G w łącznej liczbie kart SIM w dedykowanych urządzeniach do dostępu mobilnego



Źródło: opracowanie UKE na podstawie Analysys Mason, DataHub oraz danych zbieranych przez Urząd na potrzeby COCOM lipiec 2024

Nadchodzące kwartały, w naszej opinii, mogą wskazać na utrzymanie mocnych dynamik wzrostu z kluczowych usług telekomunikacyjnych (usług konwergentnych B2C, usług wyłącznie komórkowych i stacjonarnego dostępu szerokopasmowego internetu). Wpływy z trzech kluczowych kategorii przychodowych w naszej prognozie za 2025 rok wynoszą ponad 6,85 mld PLN, czyli jest to wzrost o 6,3% r/r. W kolejnych trzech latach, czyli na okres 2026-2027-2028 uwzględniliśmy wzrost przychodów z tych trzech pozycji o odpowiednio 5,1%, 4,5% oraz 3,7%.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Uwzględniając relatywnie dobre uwarunkowania rynkowe dla Orange zakładamy, iż spółka w najbliższych latach będzie skoncentrowana na dalszej poprawie monetyzacji klienta. W bieżącym modelu CAGR przychodów z kluczowych usług telekomunikacyjnych (2024-2028) wynosi +4,9%. Ambicją Orange (według strategii) jest średnioroczny wzrost w ramach tej kategorii w przedziale od 4 do 6%. Zbliżoną dynamikę wzrostu uwzględniamy również w kategorii IT&IS. Przypominamy, że Orange chce na tej linii biznesowej rosnąć średniorocznie w przedziale od 5% do 7%.

Bazując na naszych założeniach spodziewamy się, że EBITDAaL w 2025 roku może wynieść blisko 3,43 mld PLN, czyli więcej o 3,1% względem 2024 roku (nominalnie przyrost o 102 mln PLN). Motorem wzrostu marży bezpośredniej w 2025 roku powinny być nadal dobre dynamiki wzrostu ARPO w kluczowych usługach telekomunikacyjnych. Przyjęta przez nas dynamika przychodów z 3 kluczowych linii biznesowych wynosi +6,3% r/r. W modelu ujmujemy też impuls wzrostowy w kategorii usługi IT i integracyjne (przychody +7,1% r/r). Na 2025 rok ujęliśmy jednocześnie dalszą erozję wpływów ze sprzedaży sprzętu (w skali 2025 roku założyliśmy -8,3% r/r, z kolei w H2 2025 dynamika wynosi -5% r/r).

Zwracamy uwagę, że spółka przedłużyła umowę na budowę sieci światłowodu z podmiotem Światłowód Inwestycje (ŚI). Dotychczasowa umowa zakładała, że projekty budowy miały zakończyć się w 2025 roku. Nowy plan inwestycyjny zakłada, że w latach 2026–2027 będzie budowana sieć do kolejnych 500 tys. gospodarstw domowych. Jest to w naszej ocenie istotna informacja. Marża na budowie światłowodu jest rozpoznawana w wynikach OPL na poziomie pozostałych przychodów operacyjnych (jeden z odczuwalnych impulsów dla poprawy odczytu EBITDAaL w 2024 roku względem 2023 roku).

Przypominamy również, że w Q2 2025 Orange Polska podpisał umowę sprzedaży Orange Energia (na rzecz Fortum). Wartość transakcji to blisko 120 mln PLN. Rezygnacja z działalności odsprzedaż energii elektrycznej będzie miała w przyszłości wpływ na obniżenie sprzedaży w kategorii pozostałe przychody (w bieżącym modelu nie decydujemy się na korektę tej pozycji; po korekcie spodziewamy się niewielkiego pozytywnego wpływu dla raportowanej marży EBITDAaL).

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

	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25E	Q3 25E	Q4 25E	Q1 26E	Q2 26E	2024	2025E	2026E
Przychody razem	3 123	3 105	3 423	3 153	3 169	3 182	3 503	3 229	3 247	12 732	13 008	13 313
Usługi wyłącznie komórkowe	742	762	759	766	781	795	788	790	806	2 982	3 131	3 231
Usługi wyłącznie stacjonarne	442	438	437	436	429	426	424	423	418	1 763	1 715	1 660
Usługi konwergentne B2C	636	657	667	680	694	712	728	740	754	2 580	2 814	3 047
Sprzedaż sprzętu	407	411	523	407	370	390	497	411	374	1 816	1 665	1 681
Usługi IT i integracyjne	405	337	518	389	413	354	544	408	434	1 587	1 700	1 785
Usługi hurtowe	403	418	410	395	407	421	410	375	386	1 622	1 633	1 554
Pozostałe przychody	88	82	109	80	74	84	111	82	75	382	349	356
Przychody trzy linie biznesowe*	1 597	1 641	1 650	1 673	1 702	1 734	1 746	1 764	1 792	6 447	6 855	7 207
Koszty razem	2 269	2 238	2 619	2 331	2 281	2 316	2 654	2 381	2 368	9 408	9 582	9 837
Koszty świadczeń pracowniczych	369	352	357	399	381	360	380	398	380	1 460	1 520	1 520
Koszty zakupów zewnętrznych	1 799	1 731	2 134	1 827	1 813	1 810	2 147	1 855	1 848	7 460	7 598	7 740
EBITDAaL	854	867	804	822	888	866	850	848	878	3 324	3 426	3 477
Adj. EBITDA	985	971	939	962	1 035	1 013	996	994	1 025	3 842	4 006	4 063
EBIT	360	370	340	312	379	334	312	305	334	1 419	1 338	1 300
Saldo finansowe	75	59	88	80	94	86	102	89	89	291	362	356
Wynik netto	231	254	201	191	231	199	168	173	196	913	790	756

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

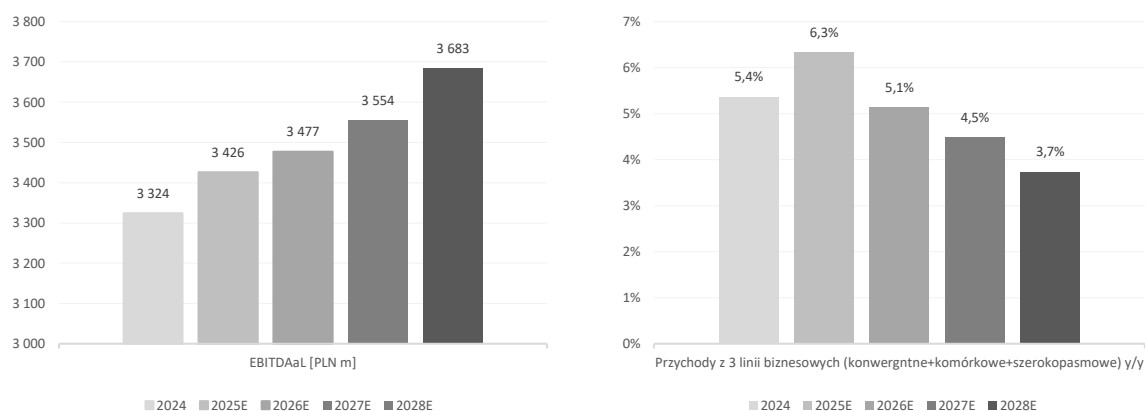
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Oceniamy, że rok 2026 dla dynamiki EBITDAaL (względem 2025 roku) może okazać się wymagającym okresem. Spółka w naszym odczuciu będzie zmagająca się z wysoką bazą wynikową na projektach budowy światłowodu dla Śl. Dodatkowo w 2026 roku w prognozie staramy się uwzględnić zakończenie umowy roamingu krajowego z operatorem sieci Play (w formule „take-or-pay”). Przypominamy, że bieżący rok 2025 jest okresem tej umowy (dotychczas współpraca przynosiła dla Orange „dodatkowy minimalny przychód”). W 2026 roku uwzględniamy nadal wysoką dynamikę z 3 kluczowych linii biznesowych (+5,1% r/r). Liczymy na wzrost wpływów z kategorii usługi IT i integracyjne o blisko 5% r/r. Dodatkowo ujęliśmy wzrost o ok 1% wpływów ze sprzedaży sprzętu. Ogółem EBITDAaL na 2026 rok w naszym modelu rośnie o niespełna 1,5% r/r.

Po 2026 roku, przez kolejne dwa lata, w prognozie uwzględniamy powrót wyższych (w relacji r/r) dynamik wzrostu wyników. Dynamika EBITDAaL na lata 2027-2028 w naszej symulacji wynosi odpowiednio +2,2% i +3,6%. Ogółem średnioroczny wzrost EBITDAaL na lata 2025-2028 (czyli okres strategii Orange) w bieżącym modelu wynosi +2,6%.

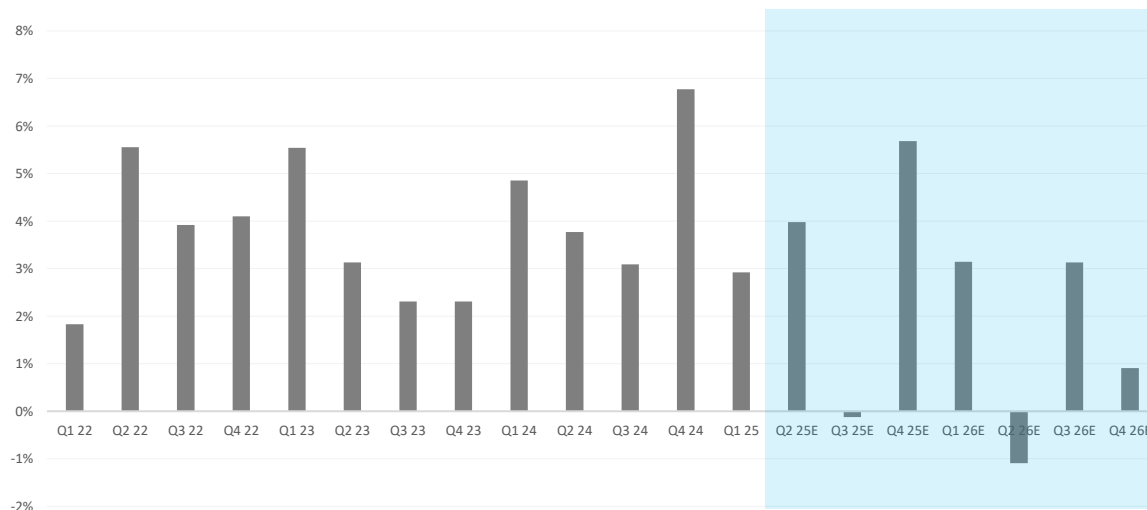
Akcentujemy też, że wyniki po roku 2026 mogą być pod istotnym wpływem przyszłej decyzji Orange o zaangażowaniu w Światłowód Inwestycje (Śl). Przypominamy, że w kwietniu 2021 roku spółka podpisała umowę sprzedaży 50% udziałów w Śl (przez ten podmiot realizowane jest wspólne przedsięwzięcie polegające na budowie infrastruktury światłowodowej oraz oferowaniu hurtowych usług dostępu). Transakcja sprzedaży udziałów wyceniła Śl na 2 75 mld PLN (bez gotówki i długu) i spółka sprzedała 50% udziałów w tym podmiocie za kwotę 1,374 mld PLN. Projekt jednocześnie przewidywał, że w latach 2023-2026 dwaj udziałowcy (w tym Orange) wniosą do Śl nowy kapitał. W naszej ocenie transakcja sprzedaży Śl z perspektywy lat umożliwiła obniżenie poziomu dźwigni finansowej, znaczące wzmocnienie bilansu i poprawę ROCE jaki wykazuje spółka. Orange Polska posiada opcję dokupienia dodatkowych około 1% udziałów w Światłowód Inwestycje (w latach 2027-2029). Realizacja scenariusza wykonania tej opcji będzie skutkować ponownie pełną konsolidacją Śl. Należy wtedy oczekiwać (z dzisiejszej perspektywy) istotnego wzrostu zadłużenia widocznego na bilansie Orange oraz pogorszenia wskaźników rentowności (ROCE). W modelu nie uwzględniamy wykonania opcji.

Założenia dla EBITDAaL oraz dynamiki przychodów z trzech linii biznesowych (konwergentne+komórkowe+internet szerokopasmowy)



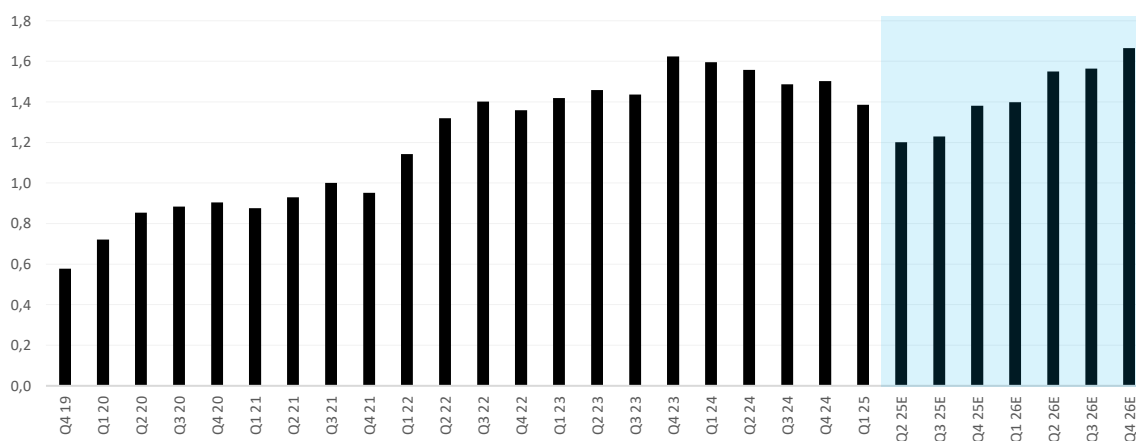
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana EBITDAaL w ujęciu r/r (dane historyczne oraz nasze prognozy na kolejne kwartały)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Historyczne odczyty (w ujęciu LTM) dla wskaźnika EBITDAaL minus eCapex oraz nasza symulacja na kolejne okresy [PLN mld]



Odczyt EBITDAaL minus eCAPEX jest jednym z kluczowych KPI dla spółki (wpływa m.in. na poziom dodatkowej premii tzw. Stretch Bonus).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W porównaniu do poprzedniego raportu analitycznego z 2024-11-19 nieznacznie podnieśliśmy oczekiwane dynamiki wzrostu przychodów dla trzech kluczowych linii biznesowych (usługi wyłącznie komórkowe+internet szerokopasmowy+usługi konwergentne). Jednocześnie w modelu staramy się uwzględnić kolejne inicjatywy optymalizujące strukturę kosztową (obszary zaakcentowane w strategii spółki). Finalnie na lata 2025/2026/2027 nasze obecne założenia dla EBITDAaL są wyższe odpowiednio o 3,2%, 3,1% oraz 2,3% względem raportu analitycznego z 2024-11-19.

Zmiana założeń dla wyników Orange Polska na kolejne okresy (obecnie względem raportu analitycznego z 2024-11-19)

	jest	jest	było	było	y/y	y/y
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Przychody razem	13 008	13 313	13 268	13 598	-2,0%	-2,1%
Usługi wyłącznie komórkowe	3 131	3 231	3 094	3 178	1,2%	1,7%
Usługi wyłącznie stacjonarne	1 715	1 660	1 690	1 613	1,5%	2,9%
Usługi konwergentne B2C	2 814	3 047	2 829	3 059	-0,5%	-0,4%
Sprzedaż sprzętu	1 665	1 681	1 825	1 878	-8,8%	-10,5%
Usługi IT i integracyjne	1 700	1 785	1 746	1 833	-2,6%	-2,6%
Usługi hurtowe	1 633	1 554	1 706	1 651	-4,3%	-5,9%
Pozostałe przychody	349	356	377	385	-7,5%	-7,6%
Przychody trzy linie biznesowe *	6 855	7 207	6 816	7 122	0,6%	1,2%
Koszty razem	9 582	9 837	9 946	10 227	-3,7%	-3,8%
Koszty świadczeń pracowniczych	1 520	1 520	1 527	1 538	-0,5%	-1,1%
Koszty zakupów zewnętrznych	7 598	7 740	7 807	8 043	-2,7%	-3,8%
EBITDAaL	3 426	3 477	3 321	3 371	3,2%	3,1%
EBIT	1 338	1 300	1 345	1 294	-0,5%	0,4%
Koszty finansowe netto	362	356	342	331	5,8%	7,6%
Wynik netto	790	756	804	773	-1,8%	-2,2%

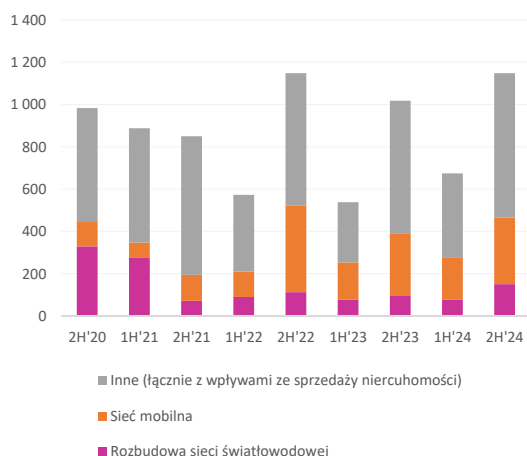
* kategoria obejmuje sumę trzech pozycji: usługi wyłącznie komórkowe+internet szerokopasmowy+usługi konwergentne

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

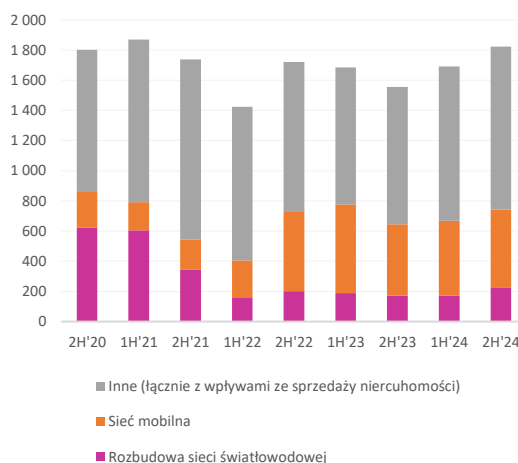
ZAŁOŻENIA DLA eCAPEX, OCF ORAZ PRZYSZŁEGO STRUMIENIA DYWIDEND

Ekonomiczne nakłady inwestycyjne (eCapex) w 2024 roku (zawiera również naliczone wpływy ze sprzedaży aktywów) wyniosły 1,822 mld PLN (+17% względem 2023 roku). Wpływy ze sprzedaży aktywów ujęte w eCapex w minionym 2024 roku wyniosły 207 mln PLN. W 2024 roku widoczny był m.in. wzrost nakładów na sieć mobilną. Jak podała spółka, projekty budowy sieci 5G oraz poprawa pojemności sieci 4G w 2024 roku pochłonęły 340 mln PLN. Ogółem w pozycji wydatki inwestycyjne w kategorii sieć mobilna w 2024 roku wyniosły 515 mln PLN. Wydatki na rozbudowę sieci światłowodowej wyniosły 227 mln PLN i były wyższe o 32% r/r.

eCapex w ujęciu półrocznym [PLN m]



eCapex w ujęciu LTM [PLN m]

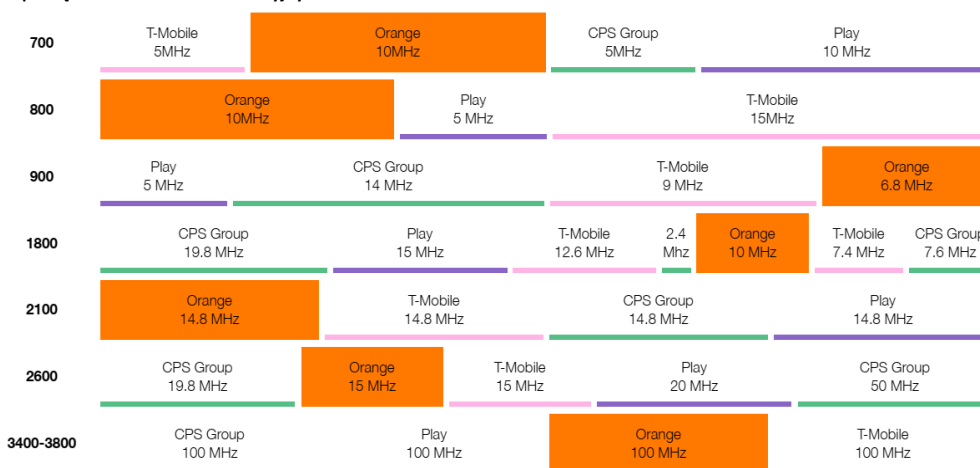


Ekonomiczne nakłady inwestycyjne (eCapex) od 2020 roku uwzględniają również naliczone wpływy ze sprzedaży aktywów

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zakładamy, że rozbudowa sieci 5G będzie wspierać przyszłą monetyzację klienta, m.in. za pomocą ofert akcentujących wartość. Docelowo w horyzoncie kilku lat liczymy, że sieć 5G pozwoli Orange zaoferować komercyjne propozycje dla klientów biznesowych (rozbudowana sieć 5G ma pozwolić m.in. na tworzenie ekosystemów cyfrowych dla transformacji biznesowej).

Mapa częstotliwości telekomunikacyjnych w Polsce



Źródło: spółka

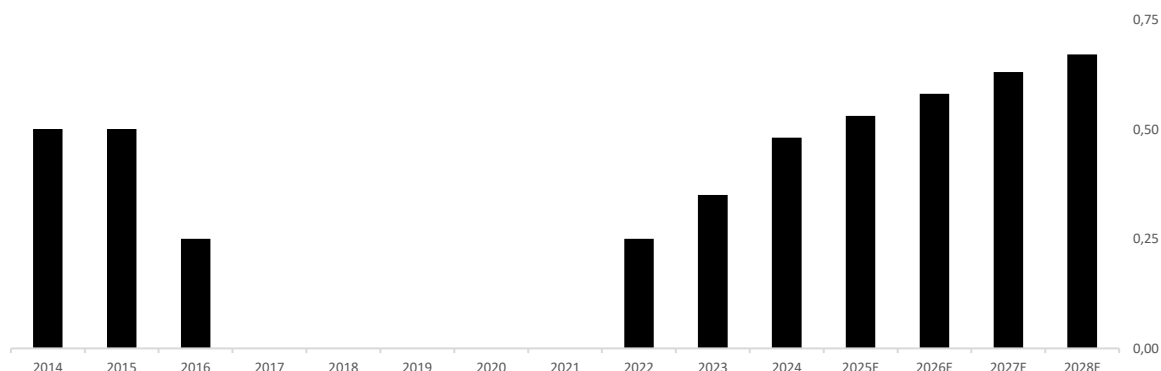
W naszych założeniach na lata 2025/26/27/28 przyjęliśmy, iż eCapex będzie średniorocznie w okolicy 1,86 mld PLN. W zaprezentowanej strategii średnioterminowej spółka przewiduje, że wskaźnik eCapex/przychody za lata 2025-2028 powinien znaleźć się poniżej 14%. W bieżącym modelu łącznie za lata 2025-2028 wskaźnik eCapex/przychody wynosi 13,8%. W założeniach staramy się ująć kluczowe obszary inwestycyjne, w tym przede wszystkim wydatki na infrastrukturę pod usługi 5G (rozwój pojemności 5G zostanie zakończony do 2028 roku) oraz internetu światłowodowego (m.in. rollout w białych strefach z względnie wysokim popytem). Wspomniane dwa obszary inwestycyjne będą stanowić ponad 50% wydatków inwestycyjnych. Zgodnie z przesłaniem spółki, Capex w innych obszarach ma być zoptymalizowany. W najbliższych latach odczuwalnie wygaśnie strumień wpływów związanych ze sprzedażą nieruchomości (te wartości pomniejszały eCapex). Zwracamy jednocześnie uwagę, że większość inwestycji w światłowody w najbliższych latach nadal będzie realizowana pozabilansowo (Światłowód Inwestycyjne).

Celem Orange (zgodnie z opublikowaną strategią) jest wygenerowanie przynajmniej 1,2 mld PLN organicznych przepływów pieniężnych (OCF) w 2028 roku. W naszych założeniach jesteśmy bardziej optymistyczni aniżeli cel minimum dla OCF. W roku 2027 w naszym modelu OCF nieznacznie przekracza 1,2 mld PLN, a w 2028 roku jest to ponad 1,3 mld PLN (przypominamy, że ta pozycja nie uwzględnia wydatków na koncesje telekomunikacyjne).

Odcięta w 2025 roku dywidenda roczna była w kwocie 0,53 PLN/akcję (w 2024 roku było to 0,48 PLN/akcję, a w 2023 roku 0,35 PLN/akcję). Jak zrozumieliśmy, intencją zarządu przedstawioną podczas ogłoszonej strategii średnioterminowej na lata 2025-2028 jest aby przyszłe decyzje o wzroście poziomu dps następowały w sytuacji dużego poziomu pewności, iż będzie to nowy minimalny pułap referencyjny na kolejne lata.

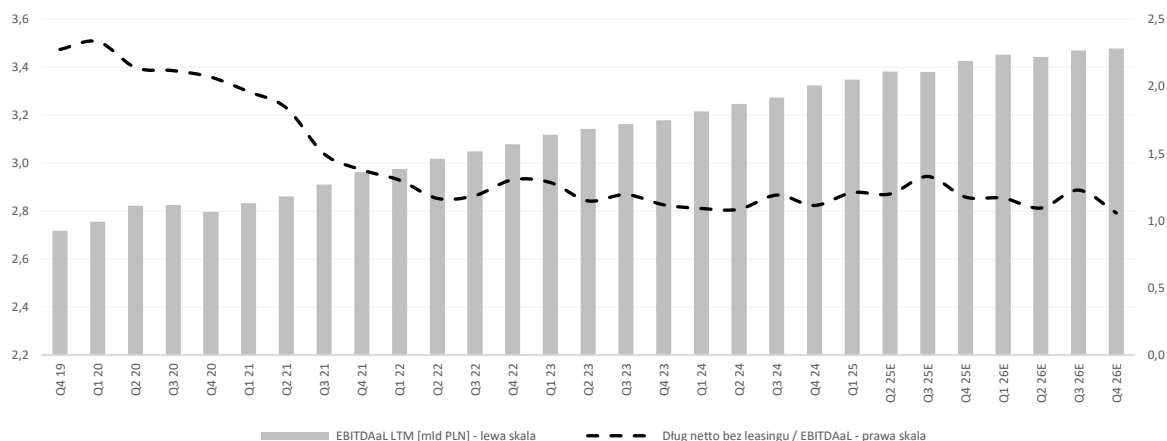
Spodziewamy się, iż w momencie kolejnej decyzji o wypłacie dywidendy za rok 2025, wskaźnik dług netto/EBITDAaL będzie w pobliżu 1,2x i jednocześnie liczymy, iż zarząd spółki potwierdzi pozytywne długoterminowe trendy finansowe (pomimo względnie wymagającego 2026 roku). Z bieżącej perspektywy przyjęliśmy w symulacji scenariusz wzrostu dywidendy wypłaconej w 2026 roku do 0,58 PLN/akcję i 0,63 PLN/akcję w 2027 roku.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PODSUMOWANIE ZAŁOŻEŃ NA KOLEJNE LATA

Założenia modelowe rachunek wyników [PLN m]

Rachunek wyników	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Przychody razem	12 970	12 732	13 008	13 313	13 631	13 971	14 291	14 606	14 913	15 206
Usługi wyłącznie komórkowe	2 891	2 982	3 131	3 231	3 317	3 395	3 471	3 546	3 622	3 698
Usługi wyłącznie stacjonarne	1 847	1 763	1 715	1 660	1 568	1 535	1 501	1 473	1 447	1 422
Usługi konwergentne B2C	2 337	2 580	2 814	3 047	3 268	3 467	3 649	3 819	3 984	4 143
Sprzedaż sprzętu	1 859	1 816	1 665	1 681	1 707	1 736	1 766	1 795	1 825	1 853
Usługi IT i integracyjne	1 701	1 587	1 700	1 785	1 856	1 921	1 988	2 058	2 120	2 173
Usługi hurtowe	1 788	1 622	1 633	1 554	1 554	1 549	1 543	1 538	1 533	1 528
Pozostałe przychody	547	382	349	356	361	367	372	378	383	389
Przychody trzy linie biznesowe *	6 119	6 447	6 855	7 207	7 530	7 811	8 067	8 307	8 542	8 772
Koszty razem	9 791	9 408	9 582	9 837	10 078	10 287	10 503	10 714	10 919	11 114
Koszty świadczeń pracowniczych	1 433	1 460	1 520	1 520	1 511	1 520	1 557	1 596	1 635	1 676
Koszty zakupów zewnętrznych	7 739	7 460	7 598	7 740	7 953	8 157	8 338	8 514	8 682	8 840
EBITDAaL	3 179	3 324	3 426	3 477	3 554	3 683	3 788	3 891	3 994	4 092
Adj. EBITDA	3 749	3 842	4 006	4 063	4 174	4 312	4 459	4 575	4 680	4 778
EBIT	1 221	1 419	1 338	1 300	1 346	1 480	1 652	1 726	1 834	1 924
Saldo finansowe	213	291	362	356	355	375	360	374	357	357
Wynik netto	818	913	790	756	801	893	1 044	1 093	1 195	1 267
Wybrane dane operacyjne	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
ARPO konwergentne (B2C) [PLN/mc]	118,9	124,3	129,7	135,1	139,6	143,6	147,1	150,3	153,6	156,8
ARPO szerokopasmowe [PLN/mc]	64,2	66,4	69,2	71,8	73,9	75,8	77,4	78,9	80,4	81,9
ARPO dostępu wąskopasmowego [PLN/mc]	36,0	35,5	35,3	35,1	34,8	34,6	34,3	34,1	33,8	33,6
ARPO usługi wyłącznie komórkowe [PLN/mc]	21,9	22,8	24,0	25,0	25,3	25,6	25,9	26,2	26,5	26,8
Przychody y/y	3,9%	-1,8%	2,2%	2,4%	2,4%	2,5%	2,3%	2,2%	2,1%	2,0%
Przychody kluczowe 3 linie biznesowe y/y	4,8%	5,4%	6,3%	5,1%	4,5%	3,7%	3,3%	3,0%	2,8%	2,7%
Koszty wynagrodzeń jako % przychodów	11,0%	11,5%	11,7%	11,4%	11,1%	10,9%	10,9%	10,9%	11,0%	11,0%
Koszty sprzedaży jako % przychodów	24,7%	23,6%	23,3%	23,1%	23,4%	23,6%	23,7%	23,7%	23,8%	23,8%
Pozostałe usługi obce jako % przychodów	16,6%	16,9%	16,6%	17,0%	17,2%	17,3%	17,5%	17,7%	17,8%	17,9%
EBITDAaL y/y	3,3%	4,6%	3,1%	1,5%	2,2%	3,6%	2,8%	2,7%	2,6%	2,5%
marża EBITDaL	24,5%	26,1%	26,3%	26,1%	26,1%	26,4%	26,5%	26,6%	26,8%	26,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Założenia modelowe Bilans, CF oraz wskaźniki rynkowe

Bilans	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Aktywa trwałe razem	22 756	22 807	22 929	22 544	22 797	22 294	22 672	22 196	22 360	21 952
Aktywa obrotowe razem	4 070	3 791	3 929	4 369	4 149	4 726	4 519	5 161	5 210	5 849
Aktywa razem	26 826	26 598	26 858	26 914	26 945	27 020	27 191	27 357	27 570	27 801
Kapitał własny razem	13 446	13 641	13 685	13 680	13 654	13 667	13 780	13 889	14 047	14 225
Zobowiązania długoterminowe razem	7 164	8 101	8 363	8 365	8 362	8 359	8 355	8 352	8 349	8 346
Zobowiązania krótkoterminowe razem	6 216	4 856	4 811	4 869	4 930	4 994	5 056	5 116	5 174	5 230
Pasywa razem	26 826	26 598	26 858	26 914	26 945	27 020	27 191	27 357	27 570	27 801

CF	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
CF operacyjny razem	3 453	3 411	3 587	3 480	3 600	3 707	3 841	3 931	4 030	4 111
CF inwestycyjny razem	-2 046	-2 166	-2 632	-1 812	-2 512	-1 775	-2 636	-1 826	-2 464	-1 901
CF finansowy razem	-1 634	-1 492	-958	-1 317	-1 382	-1 434	-1 485	-1 537	-1 588	-1 640

Wskaźniki rynkowe	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Cena [PLN]	8,87	8,87	8,87	8,87	8,87	8,87	8,87	8,87	8,87	8,87
Liczba akcji [m]	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312	1 312
Mkt Cap [PLN m]	11 641	11 641	11 641	11 641	11 641	11 641	11 641	11 641	11 641	11 641
EV [PLN m]	18 148	18 331	18 676	18 324	18 613	18 109	18 384	17 810	17 826	17 250
P/E	14,2	12,7	14,7	15,4	14,5	13,0	11,1	10,6	9,7	9,2
EV/EBITDA	4,8	4,8	4,7	4,5	4,5	4,2	4,1	3,9	3,8	3,6
EV/EBIT	14,9	12,9	14,0	14,1	13,8	12,2	11,1	10,3	9,7	9,0
P/BV	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
ROIC	6,3%	6,3%	6,5%	6,1%	6,6%	7,2%	8,3%	8,4%	9,2%	9,6%
Dług netto / EBITDA (x)	1,7	1,7	1,8	1,6	1,7	1,5	1,5	1,3	1,3	1,2
Dług netto bez leasingu / EBITDAaL	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	0,9	1,0	0,8	0,8	0,6
Zadłużenie netto (z leasingiem) [PLN m]	6 507	6 690	7 035	6 684	6 973	6 468	6 744	6 169	6 186	5 609
Zadłużenie netto (bez leasingu) [PLN m]	3 556	3 701	4 028	3 677	3 971	3 472	3 753	3 184	3 206	2 635
Fixed charge cover [x]	5,4	4,8	4,7	4,9	5,0	5,1	5,3	5,4	5,6	5,8
Dywidenda [mln PLN]	459	630	696	761	827	879	932	984	1037	1089
DPS [PLN/akcję]	0,35	0,48	0,53	0,58	0,63	0,67	0,71	0,75	0,79	0,83
Rentowność dywidendy [DPS/kurs bieżący]	3,9%	5,4%	6,0%	6,5%	7,1%	7,6%	8,0%	8,5%	8,9%	9,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału
tel. (032) 208 14 12
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 32
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy

Anna Tobiasz

Młodszy analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl

Andrzej Wodecki

Młodszy analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 3
e-mail: andrzej.wodecki@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Leszek Mackiewicz**

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

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Tomasz Grzeszczyk

tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.grzeszczyk@bdm.pl

Piotr Komorowski

tel. (022) 62-20-851
e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
akumuluj	9,74	akumuluj	8,55	2024-11-19	11:59	8,87	105 201
akumuluj	8,55	kupuj	9,0	2024-11-19	08:29	7,692	79 187
akumuluj	9,0	kupuj	8,87	2024-04-03	12:58	8,13	83 003
kupuj	8,87	kupuj	9,28	2023-08-14	13:37	6,98	70 380
kupuj	9,28	kupuj	7,51	2023-01-30	14:20	6,88	60 615
kupuj	7,51	kupuj	6,14	15.01.2018	09:52	6,02	65 466
kupuj	6,14	kupuj	6,54	02.06.2017	09:58	4,73	60 629
kupuj	6,54	---	---	29.12.2016	10:49	5,30	51 330

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto — zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV — suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S — stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA — stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT — stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE — stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasieg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa — teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF — najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza — bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w Q3 2025*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	50%	0	0%
Akumuluj	1	50%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2025-07-14.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-07-14 (11:59 CET/CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-07-21.

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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 wahanom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Tym samym w opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analitik (analitik) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitikowi wynagrodzenie premiowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”

Na dzień 2025-07-14:

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiejkolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.