



Dom Maklerski BDM S.A.

ARCTIC PAPER

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 4,05 PLN

15 KWIECIEŃ 2015

W 2014 roku spółka wykorzystała dobre otoczenie makroekonomiczne, blisko 3-krotnie poprawiając oczyszczaną EBITDA i zdecydowanie zmniejszając zadłużenie netto z ponad 5x EBITDA do 1,2x EBITDA. Oprócz sprzyjających cen celulozy i walut udało się zrealizować ok. 50 mln PLN oszczędności z programu restrukturyzacji kosztów wdrożonego w 2013 roku (łącznie efekty mają dać ok. 70 mln PLN). Niestety w końcówce 2014 roku pozytywne trendy rynkowe zostały odwrócone. Obecnie największym problemem spółki jest niski kurs EUR/USD podrażający koszt podstawowego surowca w papierniach. W rezultacie przy utrzymaniu dotychczasowych warunków makro oczekujemy spadku skonsolidowanej, oczyszczonej EBITDA do 110 mln PLN (EV/EBITDA 5,0x vs 8,3x grupa porównawcza). Wskazujemy jednak, że nawet w przypadku realizacji skrajnie negatywnego scenariusza (spadek EUR/USD do 0,9, dalszy spadek NBSK do 840 USD/t i wzrost BHKP do 800 USD/t) wskaźnik EV/EBITDA zmieści się w okolicach 7,0x, a DN/EBITDA nie powinien przekroczyć 4,2x. W rezultacie wydajemy rekomendację AKUMULUJ podnosząc jednocześnie cenę docelową do 4,05 PLN/akcję.

Nasze prognozy utrzymania bieżących cen BHKP i NBSK w 2015 roku i spadek o ok. 60 USD/t BHKP w 2016 roku uważamy za konserwatywne, biorąc pod uwagę silny wzrost mocy produkcyjnych BHKP w latach 2015-2016 (+11%), brak znaczących projektów w obszarze celulozy iglastej, rekordowe ceny BHKP w realiach brazylijskich, skąd pochodzi większość tego typu surowca (marże EBITDA tamtejszych producentów na poziomie 40%) czy najwyższe od lipca 2010 ceny wyrażone w euro (największy odbiorca BHKP), a także spadek spreadu NBSK/BHKP do poziomu równowagi rynku 100 USD/t i relatywnie wysokie zapasy (39 dni vs 32 dni w drugim terminie).

W 1Q'15 średni kurs EUR/USD ukształtował się na poziomie 1,1264 wobec 1,3704 przed rokiem, co będzie miało negatywny wpływ na wyniki części papierniczej. Cena celulozy BHKP była nieznacznie niższa r/r (o 18 USD/t), podobnie jak NBSK (o 10 USD/t). Od początku 2015 roku obserwowane jest nagłe załamanie cen NBSK (z 930 na ok. 860 USD/t), co tłumaczone jest wysokimi zapasami surowca. Niemniej wyniki Rottneros rekompensuje niski kurs korony szwedzkiej, dlatego oczekujemy poprawy zarówno w 1Q'15 (32 mln PLN EBITDA) jak i w całym roku (93 mln EBITDA). Z części papierniczej spodziewamy się odpowiednio 18 mln PLN w 1Q'15 i 17 mln PLN w całym roku. Spółka informowała o zawiązaniu rezerwy na należności 15 mln PLN, ale ma ona charakter niegotówkowy. Przeterminowane należności (57 mln na koniec 2014, 19% ogółu) nie stanowią w spółce poważnego problemu. Powrotu na ścieżkę poprawy wyników oczekujemy w 2016 roku przy obniżkach cen BHKP o 60 USD/t (nowe moce produkcyjne) i ustabilizowanym otoczeniu walutowym.

Wycena SOTP [PLN]	4,05
wycena DCF Arctic Paper [PLN]	1,19
wycena DCF Rottneros [PLN]	2,86
Wycena porównawcza [PLN]	9,24
Wycena końcowa [PLN]	4,05
Potencjał do wzrostu / spadku	12,4%
Koszt kapitału	8,2%
Cena rynkowa [PLN]	3,60
Kapitalizacja [mln PLN]	249,4
Ilość akcji [mln. szt.]	69,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	5,03
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	3,13
Stopa zwrotu za 3 mc	-27,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	15,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	38,5%
Struktura akcjonariatu:	
Thomas Onstad wraz z Trebruk i Nemus Holding	67,8%
Pozostali	32,2%

Krzysztof Brymora

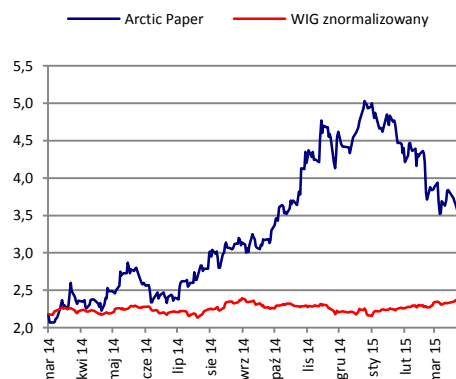
brymora@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-35

Dom Maklerski BDM S.A.

	2012*	2013*	2014*	2015P*	2016P	2017P
Przychody [mln PLN]	2 600,7	3 097,0	3 099,4	3 071,2	3 073,8	3 060,1
EBITDA adj. [mln PLN]	158,6	72,9	221,1	109,9	175,4	195,6
EBIT adj. [mln PLN]	35,3	-48,7	99,2	-6,1	61,0	84,3
Wynik netto adj. [mln PLN]	-47,1	-29,3	32,4	-56,5	15,3	42,9
P/BV	0,7	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5
P/E	-	-	9,3	-	16,3	5,8
EV/EBITDA	4,4	8,0	2,6	5,0	2,9	2,2
EV/EBIT	19,8	-	5,7	-	8,4	5,2

*- cena z końca okresu, wyniki oczyszczone o zdarzenia jednorazowe



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

Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
WYCENA SOTP.....	7
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	11
KLUCZOWE CZYNNIKI DECYDUJĄCE O WYNIKACH FINANSOWYCH.....	12
PAPIER- WYHAMOWANIE SPADKU POPYTU I CEN W 2014 ROKU	12
CELULOZA- POWRÓT SPREADU NBSK/BHKP W REJONY 100 USD/T	13
WAŁUTY- SILNA DEPRECIACJA EURO UDERZA W WYNIKI PAPIERNII	16
WYNIKI FINANSOWE 2014 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW	17
WYNIKI 4Q'14 I 2014	17
PROGNOZA NA 1Q'15 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW	18
ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA 2015-2017	21
PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2015-2024.....	22
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	23

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena Arctic Paper opiera się na dwóch metodach: sumie części (SOTP) składającej się z wyceny DCF dla części papierniczej Arctic Paper i Rottneros oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą SOTP wynosi 4,05 PLN/akcję. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek z branży papierniczej, oparta na prognozach wyników na lata 2015 – 2017 dała wartość 1 akcji na poziomie 9,2 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 100% dla wyceny sporządzonej przy użyciu SOTP i 0% dla wyceny porównawczej z uwagi na znacznie szerszy profil działalności spółek z grupy porównawczej (także segment opakowaniowy itp.). W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 4,05 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena SOTP [PLN/akcję]	100%	4,05
Wycena SOTP [mln PLN]		280,4
Wycena Arctic Paper- część papiernicza [mln PLN]		82,1
Wycena Rottneros [mln PLN]*		430,4
Udziały mniejszości [mln PLN]**		-232,2
Wycena metodą porównawczą [PLN/akcję]	0%	9,2
Wycena spółki [PLN]		4,05

Źródło: BDM S.A.*-kurs SEK/PLN 0,4419. **- Arctic Paper posiada 51,3% udziałów Rottneros

Spółka 2014 rok może zaliczyć do udanych. Dzięki sprzyjającemu otoczeniu walutowemu/surowcowemu i realizowaniu programu oszczędnościowego (ok. 50 mln PLN) udało się wypracować 221 mln PLN oczyszczonej EBITDA (3-krotna poprawa r/r) i zdecydowanie zmniejszyć zadłużenie netto o ponad 130 mln PLN r/r (jeszcze w 4Q'13 spółka renegotjowała umowę kredytową z bankami przy zadłużeniu netto/EBITDA 5,4x, obecnie 1,2x). Pod koniec 2014 roku pozytywne tendencje zostały jednak odwrócone. Przez ekspansywną politykę monetarną EBC kurs EUR/USD spadł z poziomów bliskich 1,40 do obecnie 1,06, co miało i będzie miało negatywny wpływ na wyniki finansowe spółki w 2015 roku (wpływ ponad -90 mln PLN). Dodatkowo, od listopada obserwowany jest niewielki wzrost celulozy liściastej (BHKP) i spadek iglastej (NBSK). Szacujemy, że przy utrzymaniu bieżącego otoczenia makroekonomicznego (EUR/USD ok. 1,06, BHKP 760 USD/t, NBSK 860 USD/t) spółkę stać na wypracowanie ok. 110 mln PLN skonsolidowanej EBITDA (ciężar wyników spoczywa na Rottneros- ok. 93 mln PLN EBITDA), co implikuje EV/EBITDA w wysokości 5,0x (grupa porównawcza 8,3x). Niemniej nawet w skrajnym scenariuszu dalszego spadku wartości EUR/USD (do 0,9), spadku ceny NBSK o kolejne 20 USD/t i wzrostu BHKP o 40 USD/t (rekordowo niski spread 40 USD/t) Grupa powinna wypracować przynajmniej 85 mln PLN EBITDA, co implikuje wskaźnik EV/EBITDA ok. 7,0x. Nie uwzględniamy przy tym dodatkowych oszczędności z programu restrukturyzacji kosztów (spółka mówiła o 10-20 mln PLN) czy możliwości obniżenia CAPEX w razie pogorszenia otoczenia makroekonomicznego.

Wrażliwość wyników Grupy na ceny celulozy i kurs EUR/USD- skrajne scenariusze**

warunki roku	2015				2014	
Wrażliwość EUR/USD	Każde 100 pipsów wzrostu/spadku kursu EUR/USD to wzrost/spadek EBITDA o ok. 2,9 mln PLN*					
EUR/USD	0,9000	1,0000	1,0787	1,2000	1,3265	1,4000
EBITDA Adj. skonsolidowana	99,1	127,7	150,2	184,9	221,1	242,1
w tym Arctic Paper	-119,7	-58,6	-10,6	63,5	140,7	185,6
w tym Rottneros	218,8	186,3	160,8	121,4	80,4	56,5
EV/EBITDA	5,6	4,1	3,4	2,6	2,3	1,7
+ wrażliwość cena BHKP	Każde 10 USD/t wzrostu/spadku ceny BHKP to spadek/wzrost EBITDA o 10,8 mln PLN*					
cena BHKP USD/t	800,0	780,0	757,4	750,0	746,0	730,0
EBITDA Adj. skonsolidowana	149,7	138,9	137,8	106,5	69,8	63,3
w tym Arctic Paper	-69,1	-47,4	-23,0	-14,9	-10,6	6,7
w tym Rottneros	218,8	186,3	160,8	121,4	80,4	56,5
EV/EBITDA	3,4	3,7	3,8	5,2	8,4	9,5
+ wrażliwość cena NBSK	Każde 10 USD/t wzrostu/spadku ceny NBSK to wzrost/spadek EBITDA grupy o 6,2 mln PLN*					
cena NBSK USD/t	840,0	860,0	871,3	900,0	925,3	940,0
EBITDA Adj. skonsolidowana	85,3	97,6	104,6	122,3	137,8	146,9
w tym Arctic Paper	16,6	7,3	2,1	-11,3	-23,0	-29,8
w tym Rottneros	68,7	90,3	102,5	133,5	160,8	176,7
EV/EBITDA	7,1	6,1	5,3	4,7	4,0	3,7

Źródło: BDM S.A., spółka. *- przy pozostałych warunkach niezmiennionych. **- Bez uwzględniania pozostałych czynników, jak zapowiadane oszczędności rzędu 10-20 mln PLN czy sprzedaż praw do emisji CO2 i certyfikatów kogeneracji. Do wskaźników przyjęty CAPEX w podstawowej wysokości 118 mln PLN (spółka informowała, że w miarę pogorszenia sytuacji może być niższy).

Nasze prognozy dla cen celulozy BHKP i NBSK uważamy za konserwatywne biorąc pod uwagę:

- wzrost mocy produkcyjnych celulozy liściastej z eukaliptusa w latach 2015-2016 o ponad 11% vs 2014 rok (w 2016 roku najwyższe tempo wzrostu od 2008 roku- w 2009 roku ceny spadły o 29% r/r, w 2014 roku podaż wzrosła o 6% r/r, a ceny spadły o 6% r/r);
- brak znaczących projektów celulozy NBSK przy wysokim zapotrzebowaniu ze strony papierów higienicznych;
- rekordowe ceny celulozy BHKP w realach brazylijskich, skąd pochodzi większość BHKP na rynku. Tamtejsi producenci w 4Q'14 realizowali marżę EBITDA bliską 40%, a w 1Q'15 ceny wyrażone w realach wzrosły jeszcze o blisko 15% q/q (+18% r/r);
- najwyższe od lipca 2010 ceny celulozy wyrażone w euro. Europa to największy odbiorca celulozy BHKP na świecie (brak akceptacji podwyżek, próba przetrzucenia podwyżek na ceny papierów graficznych);
- spadek spreadu NBSK/BHKP w kwietniu'15 do poziomu długoterminowej równowagi rynku 100 USD/t z ponad 200 USD/t jeszcze w listopadzie 2014;
- relatywnie wysokie zapasy celulozy na poziomie 39 dni w lutym'15 przy długoterminowej średniej 32 dni i 12-miesięcznej średniej 36 dni.

Zmiany w mocach produkcyjnych celulozy w latach 2013-2016P [k ton]

Firma	Kraj	Rodzaj	Moc produkcyjne	rok wdrożenia
Ilim Group	Rosja, Bratsk	NBSK	480	1Q'13
Jari Celulose	Brazylia, Monte Dourado	BHKP	-410	1Q'13
Sodra	Norwegia, Tofte	NBSK	-400	2Q'13
Sappi	USA, Cloquet	BHKP	-250	2Q'13
Schweighofer Group	Austria/Hallein	NBSK	-160	3Q'13
Suzano	Brazylia, Marmhao	BHKP	1300	4Q'13
inne		BHKP	-425	
RAZEM 2013			135	
Arauco / Stora Enso	Urugwaj, Montes del Plata	BHKP	1300	2Q'14
Oji	Chiny, Nantong	BHKP	700	2Q'14
RAZEM 2014			2000	
CMPC	Brazylia, Guaiba II	BHKP	1300	2Q'15
RAZEM 2015P			1300	
Klabin	Brazylia, Parana	BHKP	1100	2Q'16
Klabin	Brazylia, Parana	NBSK	400	2Q'16
APP South Sumatra	Indonezja	BHKP	1500	4Q'16
RAZEM 2016P			3000	

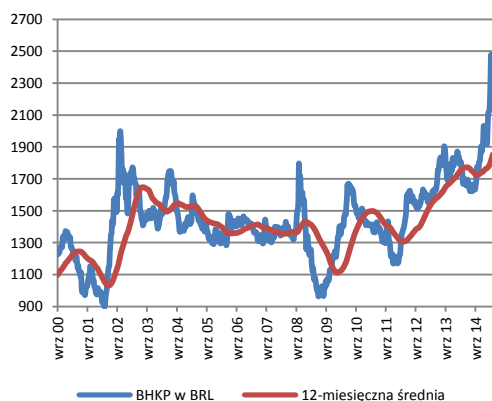
Źródło: BDM S.A., Fibria, spółki celulozowe

Globalne moce produkcyjne [mln ton] i ceny celulozy NBSK/BHKP [USD/t]

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
NBSK	21,0	21,0	20,5	20,6	22,0	23,0	22,5	23,8	24,2	23,0	23,0	23,3	23,8	23,7	23,7	23,7	24,1
BHKP	18,0	19,0	20,0	21,8	22,0	22,8	23,2	25,8	28,5	29,0	30,5	31,2	32,6	32,8	34,8	36,1	38,7
RAZEM	39,0	40,0	40,5	42,4	44,0	45,8	45,7	49,6	52,7	52,0	53,5	54,4	56,3	56,5	58,5	59,8	62,8
zmiana r/r																	
NBSK	6,1%	0,0%	-2,4%	0,5%	6,8%	4,5%	-2,2%	5,8%	1,7%	-5,0%	0,0%	1,2%	2,1%	-0,3%	0,0%	0,0%	1,7%
BHKP	5,9%	5,6%	5,3%	9,0%	0,9%	3,6%	1,8%	11,2%	10,5%	1,8%	5,2%	2,2%	4,5%	0,7%	6,1%	3,7%	7,2%
RAZEM	6,0%	2,6%	1,3%	4,7%	3,8%	4,1%	-0,2%	8,5%	6,3%	-1,3%	2,9%	1,7%	3,5%	0,2%	3,5%	2,2%	5,0%
Ceny USD/t																	
NBSK	680,9	539,3	463,0	524,6	617,8	611,0	674,6	793,4	855,1	658,3	931,5	960,5	814,2	857,7	924,3	871,3	850,0
BHKP	646,7	490,2	458,8	505,8	521,2	581,9	638,4	701,8	791,9	561,7	844,2	810,4	750,5	791,2	746,2	757,4	700,0
Spread	34,2	49,2	4,2	18,9	96,5	29,1	36,2	91,6	63,2	96,7	87,4	150,2	63,7	66,5	178,0	113,8	150,0

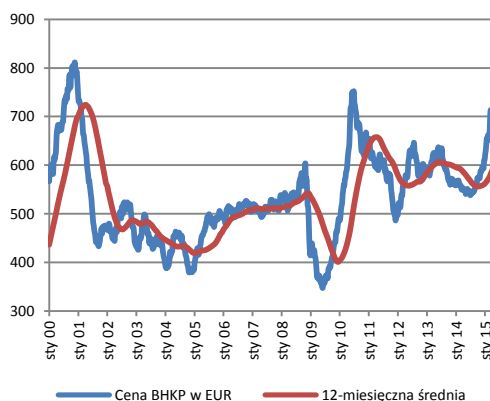
Źródło: BDM S.A., Mercer, Fibria, spółki celulozowe

Ceny celulozy BHKP w realach brazylijskich [BRL/t]



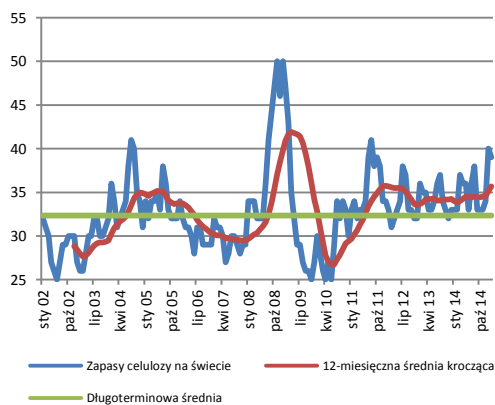
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Ceny celulozy w euro [EUR/t]



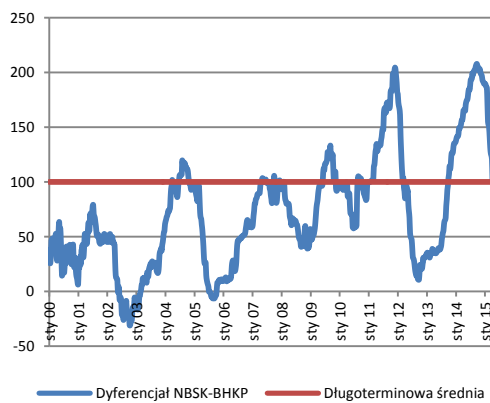
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Zapasy celulozy w dniach



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Różnica między ceną NBSK a BHKP [USD/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Postępujący spadek popytu na papiery graficzne

Nadpodaż na globalnym rynku papierów graficznych związana z postępującą cyfryzacją może doprowadzić m.in. do spadku cen papierów. W latach 2014-2007 rynek bezdrzewnych papierów graficznych tracił średniorocznie od 2,3% (UWF, skumulowany spadek 15%) do 4,8% (CWF, skumulowany spadek 29%). W samym 2014 roku rynek wzrósł w przypadku UWF o ok. 2% r/r i spadł o ok. 2,4% r/r dla CWF (dane Eurograph), co było najlepszym rokiem od 2010 (+7% r/r). Spadek popytu zmusił wielu producentów do wycofania się z tego obszaru rynku. Spółka jednak pokazała, że na tak trudnym rynku jest w stanie utrzymać wolumen sprzedaży. W 3Q'13 zamknęła jedną maszynę papierniczą w Mochenwangen (20k ton, 17% mocy fabryki, 2,5% mocy Grupy), papierni, która odpowiada za największe straty w Grupie (ok. 24 mln PLN skumulowanej gotówkowej straty EBITDA w 2009-2014). Obecnie trwa restrukturyzacja, wprowadzono nowy papier (do żywności), dlatego zakładamy, że spółka nie będzie wyłączać kolejnych mocy i utrzyma dotychczasowy wolumen sprzedaży.

▪ Wzrosty cen celulozy liściastej i spadek iglastej

Po akwizycji Rottneros w 4Q'12 spółka ma dalej krótką pozycję w celulozie liściastej (ok. 30% kosztów grupy) i długą pozycję w celulozie NBSK rzędu ok. 20% sprzedaży ogółem (ponad 600 mln PLN), co przekłada się na ponad 200 tys. ton rocznie. Spółce sprzyjają więc wysokie ceny NBSK (przychód Rottneros, część kosztu Arctic Paper) i niskie ceny BHKP (główny koszt w Arctic Paper). Każde 10 USD/t wzrostu NBSK to ok. 6,2 mln PLN wzrostu wyniku w skali roku, a spadku BHKP ok. 10,8 mln PLN (ceteris paribus).

Pod koniec 2011 roku różnica między NBSK i BHKP sięgnęła rekordowych poziomów 200 USD/t (wzrost podaży BHKP z Brazylii), by rok później spaść praktycznie do 0 (moment przejmowania Rottneros) przez działania substytucyjne producentów papierów (zastąpienie droższej NBSK tańszą BHKP). Od tego czasu różnica ta ponownie rosła aż do 200 USD/t (sierpień/listopad 2014) dzięki większe podaży celulozy liściastej. Obecnie spadła do ok. 100 USD/t, czyli poziomu równowagi rynku. Nie zakładamy dalszych, istotnych spadków NBSK i wzrostu BHKP w 2015 roku. Liczymy na lekki spadek BHKP w 2016/2017 z uwagi na wejście nowej podaży w 2H'15. Inne zmiany niż te przez nas oczekiwane, mogą mieć isotny wpływ na wyniki i wycenę spółki.

▪ Ryzyko walutowe, w szczególności spadku EUR/USD

Spółka ma długą pozycję w EUR (sprzedaż papieru) i krótką w USD (zakupy celulozy), w rezultacie istotna dla działalności spółki jest relacja EUR/USD. Silne EUR sprzyja spółce i odwrotnie. Akwizycja Rottneros w 4Q'12 znacznie jednak zmniejszyła ekspozycję walutową (przychody uzależnione od USD). Obecnie szacujemy, że spadek EUR/USD o 100 pipsów przyczynia się do spadku wyniku spółki o ok. 2,9 mln PLN w skali roku.

W 2H'14 EUR/USD spadł z poziomu ok. 1,40 do poniżej 1,10, co miało negatywny wpływ na wyniki szczególnie w 4Q'14 i 1Q'15. Nie zakładamy dalszego spadku kursu. W dłuższym terminie liczymy na umocnienie euro do dolara do ponad 1,15 (prognozy zgodnie z krzywą kontraktów terminowych).

▪ Wysokie zadłużenie

W 2014 roku dzięki dobrym wynikom finansowym spółka znacznie zmniejszyła zadłużenie netto z ponad 400 mln PLN (ok. 5x EBITDA) do 268 mln PLN (1,2x EBITDA). Zgodnie z naszymi prognozami, po spadku skonsolidowanej EBITDA do 114 mln PLN w 2015 roku zadłużenie netto wzrośnie do 2,7x EBITDA. Przy większym spadku wyników mogą pojawić się problemy z przekroczonymi kowenantami (powyżej 5x, w naszym skrajnym scenariuszu DN/EBITDA sięgnie 4,2x).

▪ Możliwe dalsze odpisy z tytułu utraty wartości aktywów

Na koniec 2012 roku wartość aktywów trwałych papierni Mochenwangen została spisana do 0. Spółka dokonała również odpisu na majątku Grycksbo (209,3 mln PLN w 2012 i 91,8 mln PLN w 2013). W 2014 roku Grycksbo poprawiło wyniki z -15,4 mln PLN EBITDA (2013 rok) do 24,4 mln PLN i odpisy nie były potrzebne. Przy obecnym pogorszeniu marż spółka jednak może dokonać kolejnych odpisów. Obecnie wartość aktywów trwałych Grycksbo to jeszcze ok. 205 mln PLN.

WYCENA SOTP

Wycena SOTP składa się z wyceny DCF Arctic Paper (część papiernicza grupy) i Rottneros (część celulozowa grupy). Wyceny metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (w Polsce 4,0%, w Szwecji 0,26%) premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika $\beta = 1,0$.

Główne zmiany w modelu (szczegóły strona 21-22 raportu):

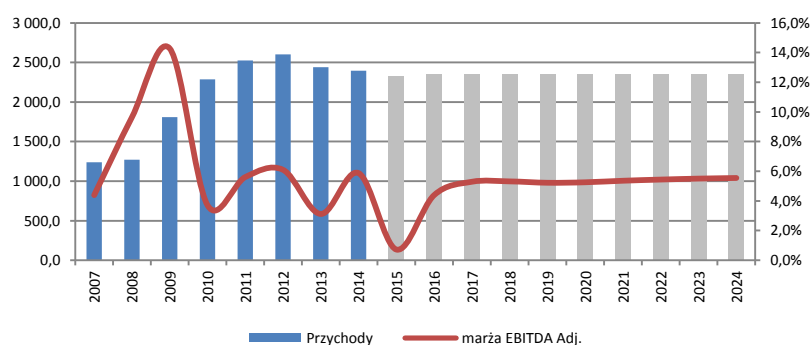
- Zaktualizowaliśmy ceny celulozy BHKP i NBSK. W przypadku liściastej (BHKP) oczekujemy utrzymania bieżących cen ok. 760 USD/t w 2015 roku (średnio 757 USD/t vs 740 USD/t poprzednio). W związku z wejściem nowych mocy w Brazylii i Indonezji w latach 2015-2016 oczekujemy spadku cen BHKP w 2016 roku do 700 USD/t (poprzednio 740 USD/t) i utrzymania tego poziomu w 2017 roku (poprzednio 770 USD/t). Długoterminowo (od 2019 roku) zakładamy 750 USD/t (spread NBSK/BHKP ok. 100 USD/t). W przypadku NBSK również oczekujemy stabilnych cen w 2015 na poziomie 860 USD/t (spread NBSK/BHKP na poziomie 100 USD/t). Ceny od stycznia'15 spadły już o ok. 70 USD/t. Długoterminowo (od 2016 roku) zakładamy 850 USD/t;
- W 2014 roku średnia cena papieru w spółce spadła o 2% r/r w euro. Obecnie, mając na uwadze próby wprowadzania podwyżek przez producentów wskutek osłabienia euro, a także wypłaszczenie dynamiki spadku popytu na rynku, spodziewamy się przynajmniej stabilnych cen w kolejnych latach. Benchmarkowa cena CWF na lata 2015-2017 to ok. 654 EUR/t wobec 659 EUR/t w 2014 roku (poprzednio oczekiwaliśmy 677 EUR/t);
- Oczekujemy również utrzymania wolumenu sprzedaży. Spółka wielokrotnie pokazała, że jest w stanie trzymać wolumen sprzedaży mimo 3-4% r/r spadku popytu. Z uwagi na wypłaszczenie dynamiki jego spadku oczekujemy, że powinno być to łatwiejsze. W 2014 roku wolumen sprzedaży wzrósł o ok. 0,5% do 760k ton. Poprzednio oczekiwaliśmy ok. 780k ton i tempa spadku wolumenu ok. 0,5% rocznie, ale nie uwzględnialiśmy zamknięcia PM1 w Mochenwangen w 3Q'13 (ok. 20k ton);
- Dynamiczne osłabienie euro do koszyka walut, w szczególności amerykańskiego dolara, w końcówce 2014 i początku 2015 to główny czynnik odpowiadający za spadek wyników w 2015 roku vs 2014. Silne osłabienie euro ma związek z ekspansywną polityką monetarną EBC przy oczekiwanym zaostrzeniu ze strony FED. Na kolejne kwartały/lata przyjmujemy kursy walutowe zgodnie z krzywą kontraktów terminowych, co sugeruje, że okres 2-4Q'15 nie powinien być znacząco gorszy niż obecnie (1,06 EUR/USD). Na 2016 oczekujemy 1,08 EUR/USD (poprzednio 1,31), w 2017 1,10 EUR/USD (poprzednio 1,36), w 2018 1,13 EUR/USD, a długoterminowo 1,15 EUR/USD;
- Oczekujemy, że spółka będzie sprzedawać nadwyżki praw emisyjnych CO2 (deficyt ma jedynie papiernia Mochenwangen), a także świadectw kogeneracyjnych, co da w 2015 roku ok. 18 mln PLN przychodów (uwzględnione PPO), a w kolejnych latach będzie dawać ok. 11 mln PLN (cena EUA na bieżącym poziomie 7 EUR/EUA, cena żółtego certyfikatu 108 PLN);
- Ceny gazu dla papierni Kostrzyn opieramy o taryfową PGNiG (oparta na cenach ropy Brent futures i cenach gazu w Europie futures), co oznacza 13% r/r spadek w 2015 roku i 10% r/r spadek w 2016. Przyjmujemy bieżące ceny energii dla papierni w Szwecji (+3 r/r w 2015, +2% długoterminowo) i Niemczech (+2% r/r długoterminowo). Ceny węgla dla niemieckiej papierni Mochenwangen przyjmujemy zgodnie z prognozami dla rynku polskiego (-3% w 2015 roku, 0% w 2016 roku, +2% długoterminowo).

Ponadto:

- Do obliczeń przyjęliśmy 69 288 tys. akcji;
- Efektywną stopę podatkową przyjmujemy zgodnie z reżimem podatkowym Polski (19%), Szwecji (22%) i Niemiec (30,2%) uwzględniając ulgę podatkową w Kostrzynie do końca 2017 roku.
- Po okresie szczegółowej prognozy założyliśmy spadek FCFF o 2% w Arctic Paper i 0% w Rottneros;
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 15 kwietnia 2015 roku.

Metoda SOTP dała wartość 1 akcji na poziomie 4,05 PLN (1,19 PLN w przypadku Arctic Paper i 2,86 PLN dla Rottneros).

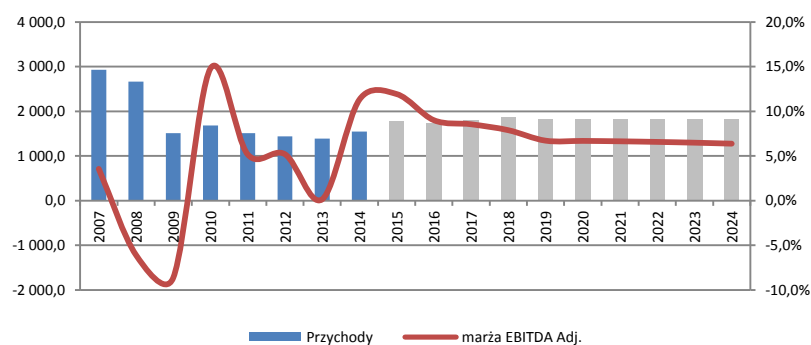
Wybrane dane Arctic Paper- część papiernicza Grupy [mln PLN]



W długim terminie w części papierniczej Arctic Paper oczekujemy ok. 5,5% oczyszczonej marży EBITDA. W 2014 roku wyniosła ona 5,9%. W latach 2007-2014 mediana wynosiła 5,7%.

Źródło: BDM.S.A., spółka. Lewa skala: przychody [mln SEK], praw skala: marża EBITDA

Wybrane dane finansowe Rottneros- część celulozowa Grupy [mln SEK]



Podobnie w Rottneros zakładamy długoterminowo nieco ponad 6% oczyszczonej marży EBITDA. W 2014 roku wyniosła ona 11,3%. W 2015 roku uda się ją jeszcze poprawić dzięki słabej koronie szwedzkiej. Mediana 2007-2014 to ok. 4,4%, niemniej spółka przechodziła wtedy bolesną restrukturyzację.

Źródło: BDM.S.A., spółka. Lewa skala: przychody [mln SEK], praw skala: marża EBITDA

Wyniki skonsolidowane i jednostkowe Arctic Paper oraz Rottneros [mln PLN]

Arctic Paper skons. mln PLN	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	3 097,0	3 099,4	3 071,2	3 073,8	3 060,1	3 040,9	3 026,8	3 026,7	3 026,5	3 026,4	3 026,2	3 026,1
EBITDA	-30,6	238,5	94,6	175,4	195,6	192,8	179,4	180,0	182,0	183,3	184,1	184,1
EBIT	-152,1	116,6	-21,4	61,0	84,3	83,8	72,0	73,6	76,3	77,9	78,6	78,3
Zysk brutto	-183,2	77,9	-46,5	37,9	64,3	67,1	58,3	62,7	68,2	72,5	75,4	76,3
Zysk netto	-132,7	49,8	-71,8	15,3	42,9	47,3	35,9	39,3	43,5	46,8	49,2	50,1
Marża EBITDA	-1,0%	7,7%	3,1%	5,7%	6,4%	6,3%	5,9%	5,9%	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%
Marża EBIT	-4,9%	3,8%	-0,7%	2,0%	2,8%	2,8%	2,4%	2,4%	2,5%	2,6%	2,6%	2,6%
Marża netto	-4,3%	1,6%	-2,3%	0,5%	1,4%	1,6%	1,2%	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%
Arctic Paper jedn. mln PLN	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	2 439,0	2 395,3	2 324,3	2 354,4	2 354,4	2 354,4	2 354,4	2 354,4	2 354,4	2 354,4	2 354,4	2 354,4
EBITDA	-27,3	158,2	1,5	103,4	124,6	125,2	123,0	123,8	126,3	128,1	129,6	130,6
EBIT	-77,9	62,8	-87,7	18,1	42,3	45,0	44,3	46,1	49,1	51,1	52,5	53,1
Zysk brutto	-106,5	24,5	-113,0	-4,8	22,4	28,3	30,5	34,8	40,4	45,1	48,5	50,1
Zysk netto	-106,5	23,3	-107,4	-4,6	18,1	22,9	24,7	28,2	32,7	36,5	39,3	40,6
Marża EBITDA	-1,1%	6,6%	0,1%	4,4%	5,3%	5,3%	5,2%	5,3%	5,4%	5,4%	5,5%	5,5%
Marża EBIT	-3,2%	2,6%	-3,8%	0,8%	1,8%	1,9%	1,9%	2,0%	2,1%	2,2%	2,2%	2,3%
Marża netto	-4,4%	1,0%	-4,6%	-0,2%	0,8%	1,0%	1,0%	1,2%	1,4%	1,5%	1,7%	1,7%
Rottneros jedn. mln PLN	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	673,8	712,0	784,1	799,3	830,2	858,1	840,5	840,4	840,2	840,0	839,8	839,6
EBITDA	-43,7	80,5	93,5	72,0	71,0	67,6	56,4	56,2	55,8	55,2	54,5	53,5
EBIT	-74,2	53,8	66,4	42,9	42,0	38,8	27,7	27,5	27,2	26,7	26,1	25,2
Zysk brutto	-76,6	53,4	66,5	42,7	42,0	38,8	27,8	27,9	27,7	27,4	26,9	26,2
Zysk netto	-76,6	62,1	51,9	33,3	32,7	30,2	21,7	21,7	21,6	21,4	21,0	20,5
Marża EBITDA	-6,5%	11,3%	11,9%	9,0%	8,5%	7,9%	6,7%	6,7%	6,6%	6,6%	6,5%	6,4%
Marża EBIT	-11,0%	7,6%	8,5%	5,4%	5,1%	4,5%	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%	3,1%	3,0%
Marża netto	-11,4%	8,7%	6,6%	4,2%	3,9%	3,5%	2,6%	2,6%	2,6%	2,5%	2,5%	2,4%

Źródło: BDM.S.A

Model DCF Arctic Paper- część papiernicza grupy

	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	2 395,3	2 324,3	2 354,4	2 354,4	2 354,4	2 354,4	2 354,4	2 354,4	2 354,4	2 354,4	2 354,4
EBIT [mln PLN]	45,0	-72,0	18,1	42,3	45,0	44,3	46,1	49,1	51,1	52,5	53,1
Stopa podatkowa	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	19,6%	20,0%	20,3%	20,8%	21,0%	21,2%	21,4%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	8,8	8,8	9,4	10,2	10,7	11,1	11,4
NOPLAT [mln PLN]	45,0	-72,0	18,1	42,3	36,2	35,5	36,7	38,9	40,4	41,4	41,7
Amortyzacja [mln PLN]	95,7	88,8	85,3	82,3	80,2	78,7	77,7	77,2	77,0	77,1	77,5
CAPEX [mln PLN]	-42,1	-67,2	-66,9	-69,5	-70,4	-71,5	-73,0	-74,5	-76,0	-77,5	-79,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	98,7	-50,4	36,6	55,1	46,0	42,7	41,4	41,6	41,4	41,0	40,2
DFCF [mln PLN]		-47,9	32,4	45,3	35,2	30,3	27,2	25,2	23,0	20,9	18,8
Suma DFCF [mln PLN]		210,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]		358,3	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: -2,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		167,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]		377,8									
Dług netto [mln PLN]		295,7									
Udziały mniejszości [mln PLN]		0,0									
Wartość kapitału [mln PLN]		82,1									
Ilość akcji [mln szt.]		69,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		1,2									

Przychody zmiana r/r	-3,0%	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	-	-	133,6%	6,2%	-1,4%	4,0%	6,5%	4,1%	2,7%	1,2%	
FCF zmiana r/r	-	-	50,8%	-16,6%	-7,1%	-2,9%	0,3%	-0,5%	-0,9%	-1,8%	
Marża EBITDA	0,7%	4,4%	5,3%	5,3%	5,2%	5,3%	5,4%	5,4%	5,5%	5,5%	
Marża EBIT	-3,1%	0,8%	1,8%	1,9%	1,9%	2,0%	2,1%	2,2%	2,2%	2,3%	
Marża NOPLAT	-3,1%	0,8%	1,8%	1,5%	1,5%	1,6%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	
CAPEX / Przychody	2,9%	2,8%	3,0%	3,0%	3,0%	3,1%	3,2%	3,2%	3,3%	3,4%	
CAPEX / Amortyzacja	75,6%	78,4%	84,4%	87,8%	90,8%	93,9%	96,6%	98,7%	100,5%	102,0%	
Zmiana KO / Przychody	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Zmiana KO / Zmiana przychodów	0,0%	0,0%	-	-	-	-	-	-	-	-	

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
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	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	52,4%	54,7%	60,1%	66,4%	73,3%	81,0%	89,3%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,5%	5,5%	5,5%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,3%	4,3%	4,3%
Udział kapitału obcego	47,6%	45,3%	39,9%	33,6%	26,7%	19,0%	10,7%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	7,3%	7,4%	7,6%	7,5%	7,8%	8,1%	8,5%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: BDM S.A.

Model DCF Rottneros- część celulozowa grupy

	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży [mln SEK]	1 548,0	1 774,2	1 743,0	1 810,5	1 871,2	1 832,9	1 832,5	1 832,1	1 831,7	1 831,3	1 830,9
EBIT [mln SEK]	117,0	150,1	93,4	91,6	84,6	60,4	60,1	59,4	58,3	56,9	55,0
Stopa podatkowa	0,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Podatek od EBIT [mln SEK]	0,0	33,0	20,6	20,1	18,6	13,3	13,2	13,1	12,8	12,5	12,1
NOPLAT [mln SEK]	117,0	117,1	72,9	71,4	66,0	47,1	46,9	46,3	45,5	44,3	42,9
Amortyzacja [mln SEK]	57,0	61,5	63,5	63,2	62,9	62,7	62,5	62,3	62,1	61,9	61,7
CAPEX [mln SEK]	-59,0	-110,0	-60,0	-60,0	-60,0	-60,0	-60,0	-60,0	-60,0	-60,0	-60,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln SEK]	-46,8	-56,9	-0,4	-16,6	-14,6	11,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
FCF [mln SEK]	68,2	11,7	76,0	58,0	54,3	60,9	49,4	48,7	47,7	46,4	44,9
DFCF [mln SEK]		11,3	69,7	50,6	45,0	48,0	37,0	34,7	32,3	29,9	27,5
Suma DFCF [mln SEK]		386,1									
Wartość rezydualna [mln SEK]		864,0	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln SEK]		528,8									
Wartość firmy EV [mln SEK]		914,9									
Dług netto [mln SEK]		-59,0									
Wartość kapitału [mln SEK]		973,9									
Ilość akcji [mln szt.]		153,4									
Wartość kapitału na akcję [SEK]		6,3									

Przychody zmiana r/r	14,6%	-1,8%	3,9%	3,4%	-2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	28,3%	-37,8%	-2,0%	-7,6%	-28,6%	-0,5%	-1,1%	-1,8%	-2,5%	-3,3%	
FCF zmiana r/r	-82,8%	548,8%	-23,7%	-6,4%	12,2%	-18,9%	-1,4%	-2,0%	-2,7%	-3,4%	
Marża EBITDA	11,9%	9,0%	8,5%	7,9%	6,7%	6,7%	6,6%	6,6%	6,5%	6,4%	
Marża EBIT	8,5%	5,4%	5,1%	4,5%	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%	3,1%	3,0%	
Marża NOPLAT	6,6%	4,2%	3,9%	3,5%	2,6%	2,6%	2,5%	2,5%	2,4%	2,3%	
CAPEX / Przychody	6,2%	3,4%	3,3%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	
CAPEX / Amortyzacja	178,8%	94,5%	95,0%	95,4%	95,7%	96,1%	96,4%	96,7%	96,9%	97,2%	
Zmiana KO / Przychody	3,2%	0,0%	0,9%	0,8%	-0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Zmiana KO / Zmiana przychodów	25,2%	-1,2%	24,6%	24,0%	29,2%	30,0%	36,5%	43,1%	49,9%	56,7%	

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Stopa wolna od ryzyka	0,26%	0,26%	0,26%	0,26%	0,26%	0,26%	0,26%	0,26%	0,26%	0,26%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
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	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Udział kapitału własnego	97,6%	97,7%	97,8%	98,0%	98,0%	98,1%	98,1%	98,2%	98,2%	98,3%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Udział kapitału obcego	2,4%	2,3%	2,2%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%	1,7%
WACC	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2015-2017 do wybranych spółek działających w sektorze papierniczym. Jednocześnie należy podkreślić, że spółki te prowadzą znacznie szerszą działalność na rynku papierniczym od Arctic Paper (także segment papierów opakowaniowych itp.). Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT. Obliczenia bazują na kursach z 15 kwietnia 2015 roku. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 0%.

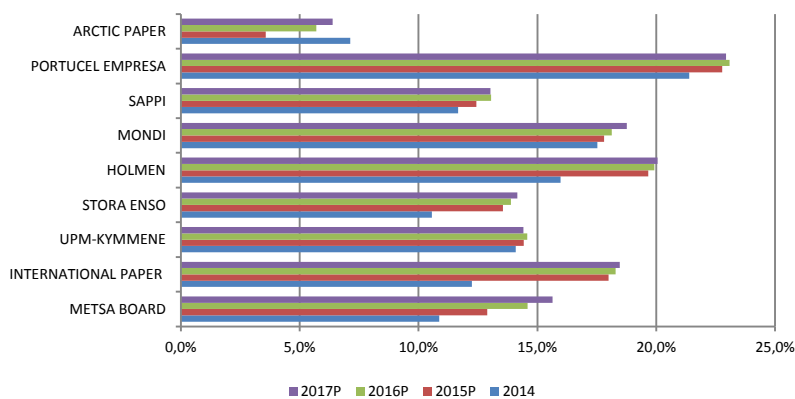
Porównując wyniki Arctic Paper ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 640 mln PLN, co odpowiada 9,2 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 3,6 PLN (bieżąca cena rynkowa) w odniesieniu do wskaźnika EV/EBITDA Arctic Paper jest notowany z ponad 40% dyskontem.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
METSA BOARD	18,7	15,2	12,8	9,3	7,9	6,8	14,9	11,7	9,9
INTERNATIONAL PAPER	14,4	13,1	11,6	7,1	6,7	6,1	10,6	9,9	9,0
UPM-KYMMENE	15,0	14,3	13,9	8,5	8,0	7,4	13,6	12,7	11,6
STORA ENSO	15,2	13,9	13,2	8,1	7,5	7,0	12,7	11,7	11,0
HOLMEN	18,0	17,1	16,3	9,6	9,2	8,8	15,7	14,7	13,9
MONDI	12,1	11,2	10,0	6,9	6,4	5,8	10,1	9,3	8,1
SAPPI	12,4	10,8	10,1	5,6	5,3	5,1	10,1	9,1	9,1
PORTUCEL EMPRESA	18,4	18,2	18,1	11,1	10,7	10,9	15,4	14,7	15,2
Mediana	15,1	14,1	13,0	8,3	7,7	6,9	13,2	11,7	10,4
Arctic	-	16,3	5,8	5,0	2,9	2,2	-	8,4	5,2
Premia/dyskonto do spółki	-	15,6%	-55,4%	-40,3%	-62,4%	-67,8%	-	-28,6%	-50,5%
Wycena wg wskaźnika	-	3,1	8,1	8,9	15,8	16,8	-	6,5	10,0
Waga roku	0,0%	50,0%	50,0%	33,3%	33,3%	33,3%	0,0%	50,0%	50,0%
Wycena wg wskaźników		5,6			13,8			8,3	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		9,2							

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 15.04.2015

Marża EBITDA Arctic Paper na tle spółek porównawczych



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

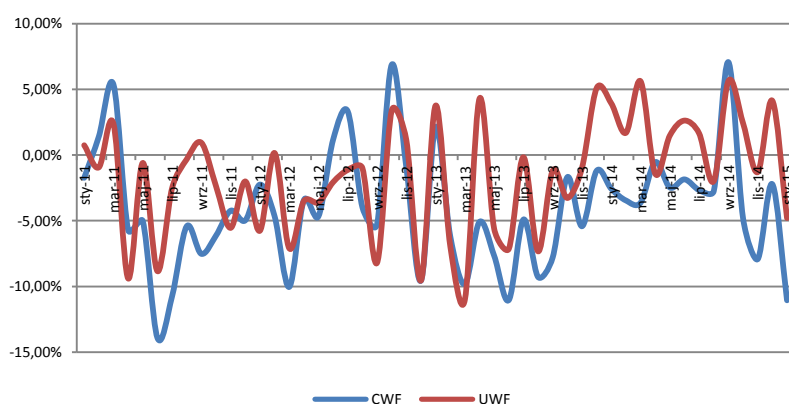
KLUCZOWE CZYNNIKI DECYDUJĄCE O WYNIKACH FINANSOWYCH

Głównymi czynnikami wpływającymi na wyniki finansowe Arctic Paper są popyt i ceny papierów graficznych (UWF i CWF), ceny celulozy i drewna oraz kursy walutowe w szczególności EUR/USD.

Papier- wyhamowanie spadku popytu i cen w 2014 roku

Zapotrzebowanie na papiery graficzne spada i w najbliższych latach uważamy, że się to nie zmieni. W latach 2007-2014 popyt na papiery bezdrzewne powlekane (CWF) spadał w Europie średniorocznie o 4,8% r/r, a niepowlekane o 2,4% r/r. Niemniej w 2014 roku widoczne było wyhamowanie tej tendencji (CWF -2,4% r/r, UWF +2% r/r). Od 2006 roku rynek wciąż się bilansuje. W samej Europie zamknięto 9,5 mln ton mocy produkcyjnych (-17%), niemniej przy malejącym popycie (-25% od 2006 roku) wciąż obserwujemy sporą nadwyżkę mocy produkcyjnych, a kolejni producenci wychodzą z rynku.

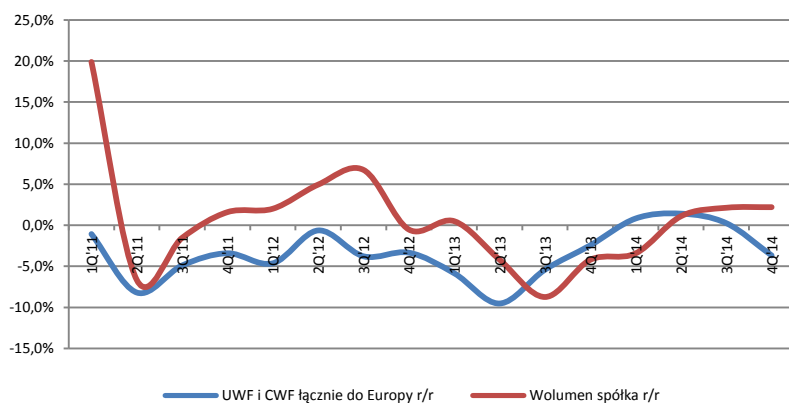
Dynamika zmian popytu na papiery graficzne w Europie w ujęciu miesięcznym r/r



W latach 2007-2014 popyt na papiery bezdrzewne powlekane (CWF) spadał w Europie średniorocznie o 4,8% r/r, a niepowlekane o 2,4% r/r. W 2014 roku widoczne było wyhamowanie tej tendencji (CWF -2,4% r/r, UWF +2% r/r). W styczniu '15 popyt na CWF spadł o 11% r/r, a UWF o 4% r/r, ale były to efekty sezonowe.

Źródło: BDM S.A., CEPI, Eurograph

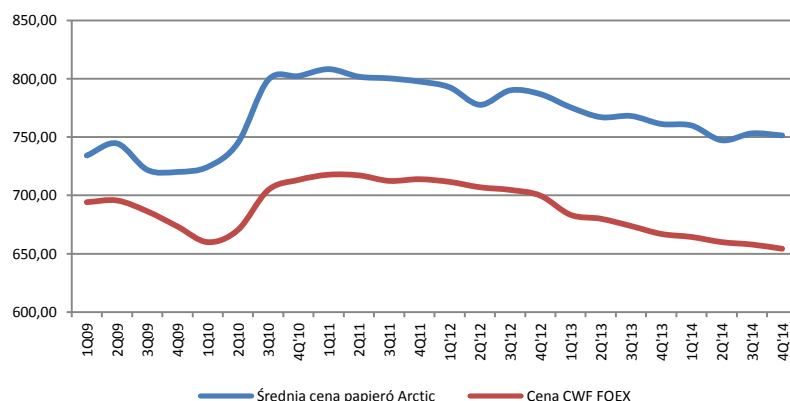
Dynamika wolumenu sprzedaży spółki vs dostaw papierów UWF/CWF do Europy



Spółka wielokrotnie pokazała, że jest w stanie trzymać wolumen sprzedaży i tym samym zyskiwać udziały w rynku. W 3Q'13 silniejszy spadek wolumenów sprzedaży w spółce wynika z zamknięcia nieefektywnej PM1 w Mochenwangen. W 2014 roku wolumen wzrósł o 0,5% r/r, podczas gdy rynek stracił łącznie ok. 0,3% r/r.

Źródło: BDM S.A., Spółka, Eurograph

Średnie ceny papieru w spółce vs CWF FOEX [EUR/t]



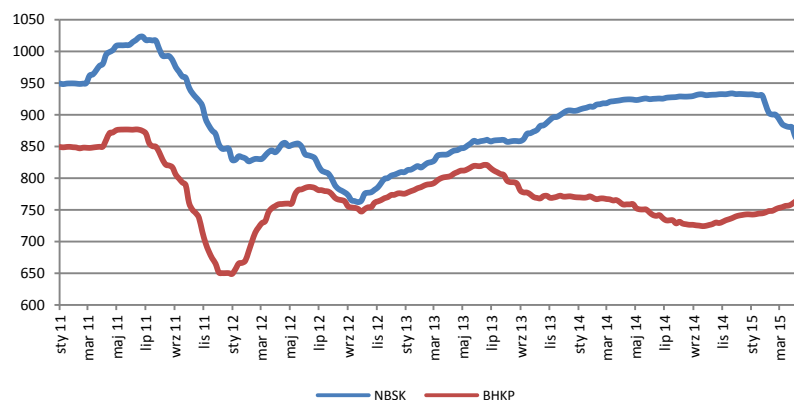
Źródło: BDM S.A., Spółka, Bloomberg

Średnia cena papieru w spółce spadła w 2014 roku o 2% r/r wobec 2,4% r/r spadku w 2013 roku (CWF odpowiednio - 2,5% r/r vs -4,1% r/r przed rokiem). W ostatnich kwartałach zauważalne jest zmniejszenie presji na ceny (CWF w 1Q'15 -1,6% r/r) przez słabsze euro i wzrost konkurencyjności europejskich producentów.

Celuloza- powrót spreadu NBSK/BHKP w rejon 100 USD/t

Ceny celulozy sprzyjały spółce w 2014 roku. Spadały koszty kluczowej dla papierni BHKP, a rosły NBSK, gdzie po przejściu Rottnerosa w 4Q'12 spółka ma długą pozycję. Od listopa'14 pozytywna tendencja została zatrzymana, a spread między celulozą NBSK i BHKP z ponad 200 USD/t ponownie zbliżył się w rejon długoterminowej średniej 100 USD/t. Obecne ceny NBSK kształtują się na poziomie ok. 865 USD/t, a BHKP ok. 763 USD/t. Oczekujemy, że utrzymają się one do końca roku na tych poziomach (NBSK średnio 860 USD/t, BHKP średnio 760 USD/t). W 2016 roku zakładamy spadek BHKP w rejon 700 USD/t z uwagi na uruchomienie nowych projektów w Brazylii (CMPC Gouiba II w 2Q'15 1,3 mln ton, Klabin Parana w 2Q'16 1,1 mln ton BHKP i 0,4 mln tonn NBSK i APP Sumatra w 4Q'16 1,5 mln ton). Gdyby wszystkie projekty udało się oddać w terminie tempo wzrostu podaży BHKP będzie na poziomie najwyższym od 2008 roku (+7,2% r/r w 2017, +3,7% r/r w 2016 r/r). Oprócz inwestycji Klabin w 2016 (0,4 mln ton) brak nowych projektów w obszarze NBSK, dlatego oczekujemy przynajmniej stabilnych cen w 2015-2016 i spadku do 850 USD/t w 2017 (spread NBSK-BHKP ok. 150 USD/t, dojście do 100 USD/t w 2019 roku).

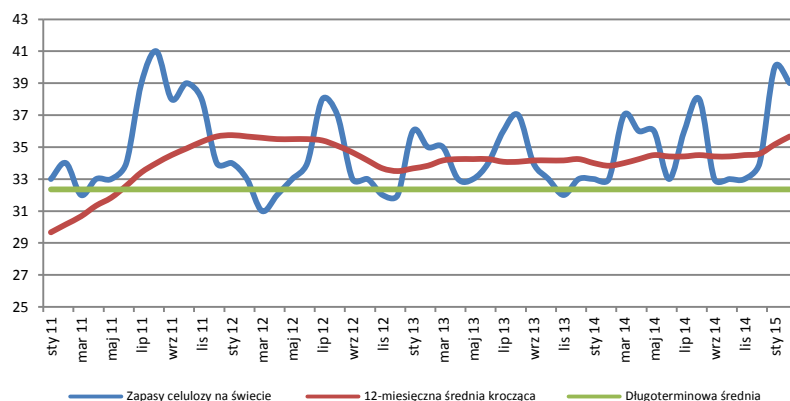
Ceny celulozy NBSK i BHKP [USD/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Od 11.14 pozytywna tendencja dla spółki na cenach celulozy została odwrócona. Obecnie (kwiecień'15) ceny NBSK spadły do 865 USD/t z ponad 930 USD/t, a BHKP wzrosły do 763 USD/t z 730 USD/t. Oczekujemy utrzymania tych poziomów w dalszej części 2015 roku. W 2016 z uwagi na wejście nowych mocy BHKP z Brazylii zakładamy spadek celulozy liściastej do 700 USD/t i utrzymanie cen NBSK.

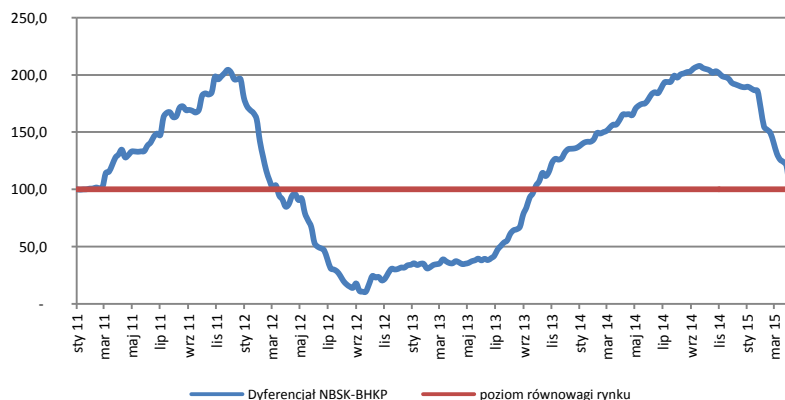
Zapasy celulozy w dniach



Spadki cen celulozy powinny wspierać relatywnie wysokie zapasy tego surowca (niższych cen BHKP oczekujemy dopiero w 2016 roku z uwagi na otwarcie nowych mocy BHKP w Brazylii).

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

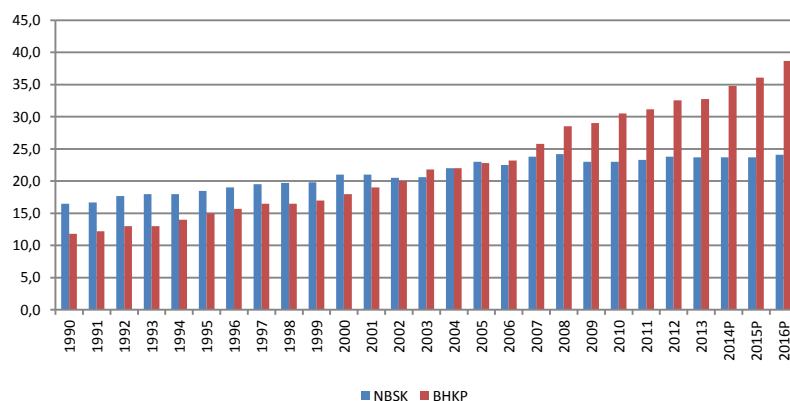
Dyferencjał NBSK-BHKP [USD/t]



Przez odwrócenie tendencji na celulozie spread między NBSK a BHKP spadł do ok. 100 USD/t, czyli poziomu równowagi rynku. Oczekujemy jego utrzymania w 2015 roku i wzrostu do ok. 150 USD/t przez spadek cen BHKP w 2016 roku (większa podaż z Brazylii).

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

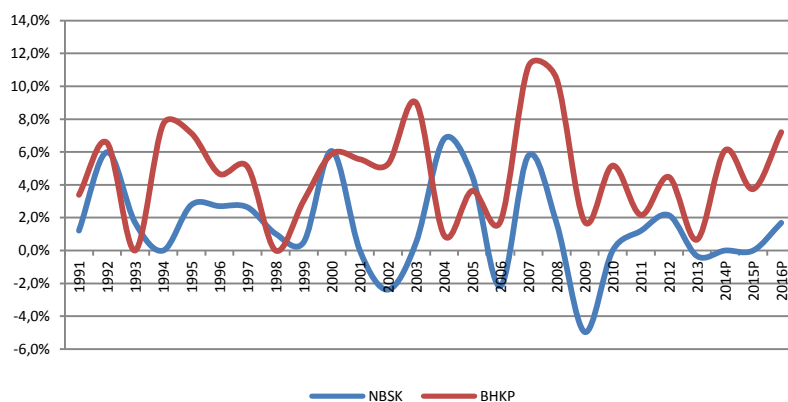
Strukturalne zmiany na rynku celulozy [mln ton rocznie]



W 2006 roku podaż BHKP, z uwagi na niższe koszty produkcji z eukaliptusa, przekroczyła NBSK. Od tego czasu podaż BHKP średniorocznie rosła w tempie 5,2% a NBSK zaledwie 0,6%. Substytucja NBSK tańszą celulozą BHKP jest ograniczona.

Źródło: BDM S.A., Mercer, Fibria, spółki celulozowe

Tempo zmian mocy produkcyjnych NBSK i BHKP r/r



W latach 1990-2013

średnioroczne tempo

wzrostu podaży BHKP

kształtowało się na

poziomie 4,5% wobec

1,6% dla NBSK. W

latach 2014-2016

tempo to będzie

większe w przypadku

BHKP (CAGR 5,7%) i

nizsze dla NBSK (0,6%),

co powinno sprzyjać

poszerzeniu spreadu

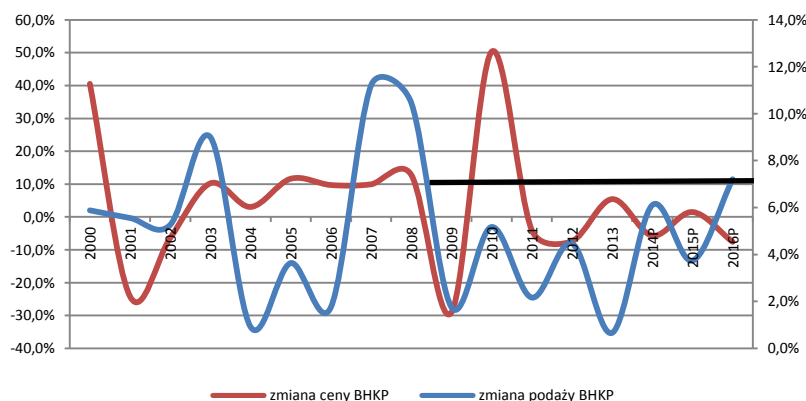
NBSK/BHKP

(zakładamy 150 USD/t

w 2016/2017 vs 100

USD/t obecnie).

Źródło: BDM S.A., Mercer, Fibria, spółki celulozowe



Tempo wzrostu podaży

celulozy BHKP w 2016

roku będzie najwyższe

od 2008 roku (+10,5%

r/r). W 2009 roku ceny

spadły do 562 USD/t z

792 USD/t (-29% r/r).

W swoich prognozach

na 2016 oczekujemy

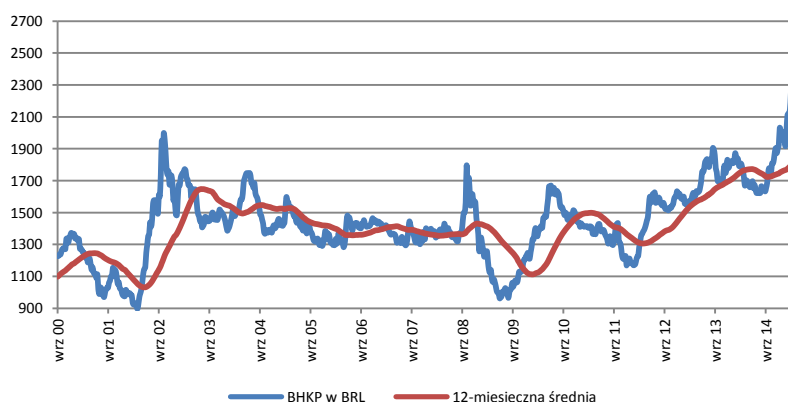
spadku cen BHKP o 60

USD/t (-7,6% r/r) do

700 USD/t.

Źródło: BDM S.A., Mercer, Fibria, spółki celulozowe

Ceny celulozy BHKP w realach brazylijskich [BRL/t]



Cena celulozy BHKP w

realach brazylijskich,

skąd pochodzi

najwięcej celulozy, jest

najwyższa w historii,

przez wysoki kurs

USD/BRL. Dzięki temu

tamtejsi producenci

realizują wysoką marżę

i nie mają presji na

podnoszenie

globalnych cen (Marża

EBITDA Fibria/Suzano

blisko 40% w 4Q'14).

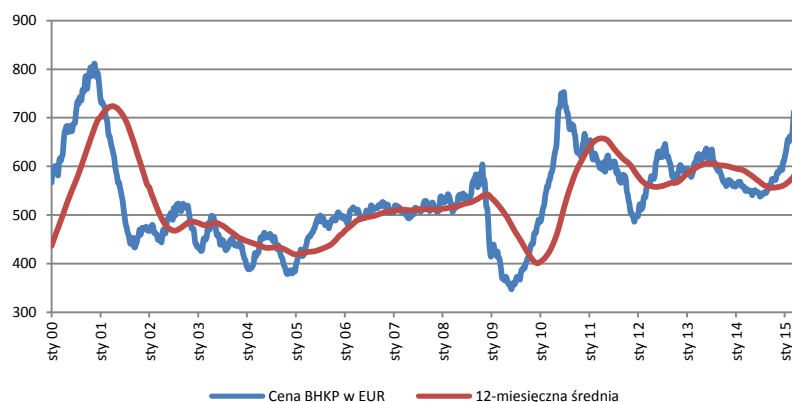
W 1Q'15 cena BHKP

wzrosła o 18% r/r i

14,6% q/q.

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Ceny celulozy BHKP w euro [EUR/t]



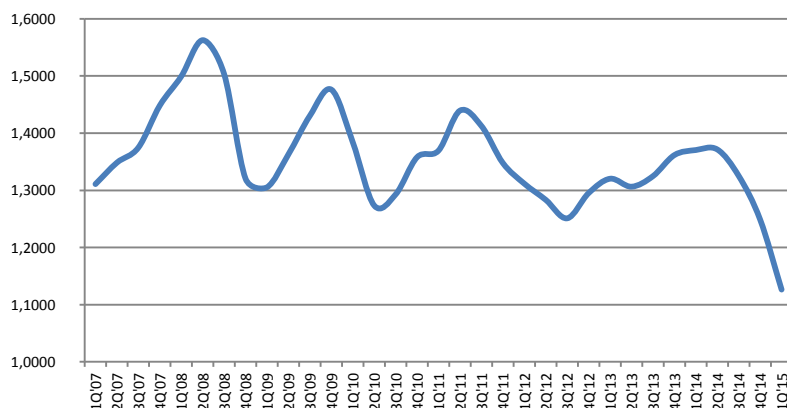
Dodatkowo cena celulozy wyrażona w EUR, do jakiej trafia większość celulozy BHKP z Brazylii (ok. 35%, Chiny ok. 25%), jest na poziomie najwyższym od lipca 2010 (szczyt cen BHKP 920 USD/t). Wówczas fakt ten poprzedził silną korektę na tym rynku (ceny BHKP spadły o ok. 70 USD/t w kilka miesięcy).

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Waluty- silna deprecjacja euro uderza w wyniki papierni

Spółka ma długą pozycję w EUR (sprzedaż papieru) i krótką w dolarze (zakup celulozy). Ważny więc dla rentowności jest kurs EUR/USD. Spółce sprzyja mocne euro i słaby dolar. Po przejęciu Rottnerosa spółka jednak zdecydowanie zmniejszyła ekspozycję walutową. Szacujemy, że każde 100 pipsów spadku na EUR/USD to ok 2,9 mln PLN ujemnej marży w skali roku ceteris paribus. Znaczne osłabienie euro w końcówce 2014 i na początku 2015 negatywnie wpłynęło na wynik części papierniczej Arctic Paper. Liczymy, że otoczenie walutowe w kolejnych kwartałach nie będzie gorsze niż obecnie (EUR/USD 1,08). W dłuższym terminie przyjmujemy kursy walutowe zgodne z krzywą kontraktów terminowych (1,17 długoterminowo od 2019 roku).

EUR/USD kwartalnie 2007-2015



Każde 100 pipsów spadku EUR/USD to ok. 2,9 mln PLN ujemnej marży w skali roku (skonsolidowanej). Słabe euro wobec dolara (średnio 1,09 EUR/USD w 2015 roku) to główny czynnik spadku wyników w 2015 roku.

Źródło: BDM S.A., Bloomberg,

WYNIKI FINANSOWE 2014 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

Wyniki 4Q'14 i 2014

Rok 2014 był bardzo udany dla spółki. Do listopada'14 spadała cena kluczowej celulozy liściastej (BHKP) o ok. 40 USD/t i rosła NBSK o ok. 30 USD/t. W okresie 1-3Q'14 utrzymywały się korzystne kursy walutowe (EUR/USD 1,37-1,32), w szczególności słaba korona szwedzka. Spółka pokazała także efekty działań restrukturyzacyjnych podjętych jeszcze w 2012/2013 roku. Na konferencji po 4Q'14 spółka szacowała je na ok. 50 mln PLN zrealizowanych oszczędności, co widać w wynikach. Cały program (m.in. redukcja zatrudnienia w Grycksbo o 100 osób, zamknięcie PM1 w Mochenwangen) to ok. 70 mln PLN. Pozostałe 20 mln PLN ma zostać zrealizowane w 2015 roku.

Wyniki 4Q'14 okazały się lepsze od naszych oczekiwań. Oczyszczona EBITDA była wyższa o 26%. W relacji do 4Q'13 oczyszczona EBITDA wzrosła blisko 3-krotnie przy porównywalnych przychodach, co jest efektem głównie lepszego wyniku Rottneros (wyższe ceny celulozy NBSK, korzystne kursy walutowe). EBITDA w samym Arctic Paper była porównywalna (wyższa od oczekiwań o 33%).

W 4Q'14 ponownie sprzyjały ceny celulozy, choć trend odwracał się w listopadzie/grudniu'14. Części papierniczej Arctic Paper przeszkadzało nagłe osłabienie EUR/USD skutkujące wzrostem kosztów zakupu celulozy (silniejszy dolar). Wolumen sprzedanego papieru był wyższy o 2,2% r/r (186k ton), średnia cena w euro spadła o 1,9% r/r, co jest najmniejszą dynamiką spadku od 4Q'12. Raportowane wyniki zawyżyło zdarzenie jednorazowe w kwocie 17,4 mln PLN związane ze sprzedażą majątku po byłej fabryce Rottneros (spółka nie konsolidowała tych aktywów w momencie przejścia Rottneros, sam Rottneros wykazał na transakcji 3 mln SEK zysku- ok. 1,4 mln PLN).

W 4Q'14 cash flow operacyjny wyniósł 27,5 mln PLN przy oczyszczonej EBITDA 37,3 mln PLN. W samym Arctic Paper OCF był na poziomie EBITDA (ok. 25 mln PLN). Nakłady inwestycyjne wyniosły 22 mln PLN. Spółka utrzymała dług netto na poziomie niezmiennym q/q. W relacji do 4Q'13 dług netto obniżył się z 392 mln PLN do 268 mln PLN (1,2x EBITDA) dzięki bardzo dobremu przepływowi operacyjnemu (OCF 206,4 mln PLN w całym 2014 roku) i ograniczonym inwestycjom (CAPEX jedynie 69 mln PLN, czyli 56% amortyzacji). Amortyzacja została zawyżona o ok. 5,3 mln PLN z uwagi na spisanie inwestycji w Mochenwangen.

Wyniki finansowe za 4Q'14 [mln PLN]

	4Q'13	4Q'14	zmiana r/r	4Q'14P BDM	różnica	2013	2014	zmiana r/r
Przychody	734,9	755,8	2,8%	754,9	0,1%	3 097,0	3 099,4	0,1%
Wynik brutto na sprzedaży	28,9	93,9	224,7%	89,5	4,9%	190,4	430,8	126,2%
EBITDA	-23,2	54,8		29,6	85,3%	-30,6	238,5	
EBITDA Adj.	13,6	37,3	174,6%	29,6	26,3%	72,9	221,1	203,5%
EBIT	-50,2	19,4		1,0		-152,1	116,6	
Zysk brutto	-57,7	7,5		-6,8		-183,2	77,9	
Zysk netto	-29,6	10,8		-8,3		-132,7	49,8	
Marża zysku brutto ze sprzedaży	3,9%	12,4%		11,9%		6,1%	13,9%	
Marża EBITDA Adj.	1,9%	4,9%		3,9%		2,4%	7,1%	
Marża EBIT	-6,8%	2,6%		0,1%		-4,9%	3,8%	
Marża zysku netto	-4,0%	1,4%		-1,1%		-4,3%	1,6%	

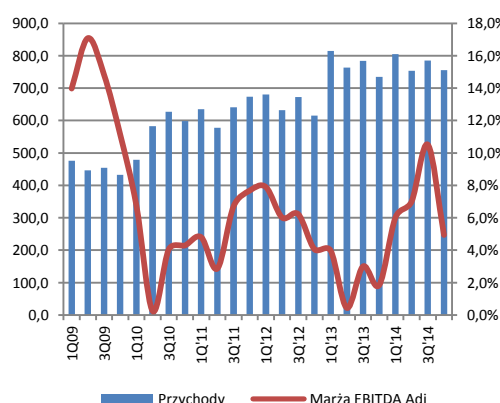
Źródło: BDM, Spółka. Adj.-wyniki oczyszczone

Oczyszczona EBITDA w podziale na spółki [mln PLN]

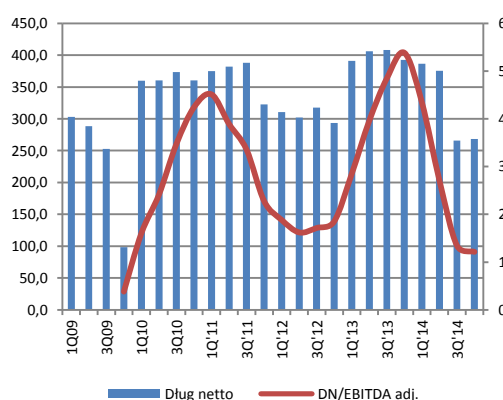
	4Q'13	4Q'14	zmiana r/r	4Q'14P BDM	różnica	2013	2014	zmiana r/r
EBITDA Adj. skonsolidowana	13,6	37,3	174,6%	29,6	26,3%	72,9	221,1	203,5%
EBITDA Arctic Paper	25,9	25,3	-2,3%	19,0	33,4%	76,1	140,7	84,8%
EBITDA Rottneros	-12,3	12,1	-198,3%	10,6	13,8%	-3,3	80,4	

Źródło: BDM, Spółka. Adj.-wyniki oczyszczone

Wybrane skonsolidowane dane finansowe [mln PLN]



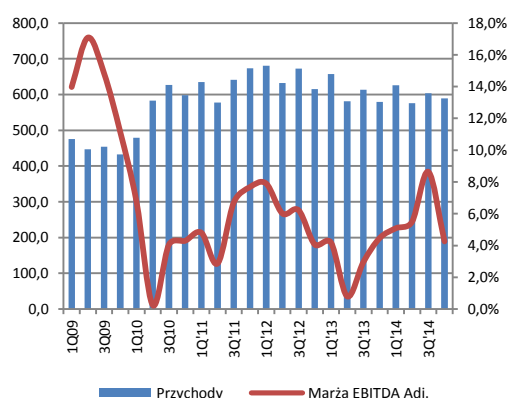
Dług netto i dług netto/EBITDA [mln PLN]



Źródło: BDM, Spółka. Lewa skala: przychody [mln PLN]. Prawa skala: marża EBITDA Adj.

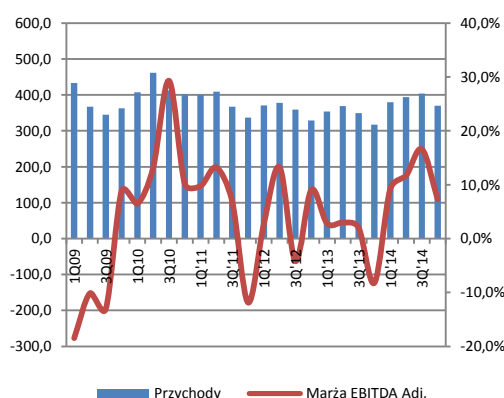
Źródło: BDM, Spółka. Lewa skala: przychody [mln PLN]. Prawa skala: DN/EBITDA

Wybrane dane finansowe Arctic Paper [mln PLN]



Źródło: BDM, Spółka. Lewa skala: przychody [mln PLN]. Prawa skala: marża EBITDA Adj.

Wybrane dane finansowe Rottneros [mln SEK]



Źródło: BDM, Spółka. Lewa skala: przychody [mln PLN]. Prawa skala: marża EBITDA Adj.

Prognoza na 1Q'15 i perspektywa kolejnych kwartałów

W 1Q'15 średnia cena celulozy BHKP ukształtowała się na poziomie niecałych 750 USD/t, co oznacza spadek o ok. 18 USD/t r/r. Średnia cena NBSK spadła o ok. 10 USD/t r/r. To co spółce przeszkadzało, to nagłe osłabienie EUR/USD zapoczątkowane pod koniec 2014 roku, związane z prowadzeniem ekspansywnej polityki monetarnej przez EBC. Średni kurs EUR/USD ukształtował się na poziomie 1,1264 wobec 1,3704 w 1Q'14, co zdecydowanie podwyższyło koszty zakupu celulozy przez papiernię. Z drugiej strony dobrym wynikiem powinien pochwalić się Rottneros. Mimo spadku ceny NBSK kurs korony szwedzkiej do dolara osłabił się do 0,12 SEK/USD vs 0,1548 przed rokiem, przez co cena wyrażona w SEK wzrosła o 27% r/r. Przy nieco słabszym mixie, ale wyższym o 1% wolumenie sprzedaży oczekujemy ok. 20% r/r wzrostu przychodów Rottneros (455 mln SEK) i 72 mln SEK EBITDA vs 35 mln SEK przed rokiem (32,1 mln PLN vs 16,5 mln PLN przed rokiem). Sam Arctic Paper powinien wypracować ok. 18,5 mln PLN oczyszczonej EBITDA vs 31,9 mln PLN przed rokiem. Raportowane wyniki obniży odpis na należnościach w wysokości 15,3 mln PLN, o czym spółka informowała RB z 09.04.2015. W rezultacie skonsolidowana, raportowana EBITDA sięgnie 35,4 mln PLN vs 48,4 mln PLN przed rokiem. Wyniki oczyszczone będą jednak nieznacznie lepsze (50,7 mln EBITDA Adj. vs 48,5 mln PLN przed rokiem).

W kolejnych kwartałach oczekujemy spadku wyników w części papierniczej z uwagi na niekorzystne kursy walutowe i korektę na cenach celulozy BHKP (W 2Q'15 EBITDA lekko negatywna, w 3-4Q'15 lekko dodatnia). W całym 2015 roku oczekujemy, że oczyszczone wyniki spadną ze 140,7 mln PLN do 17,3 mln PLN. Ok. 93 mln PLN oczyszczonej EBITDA powinien wypracować Rottneros (80,4 mln PLN w 2014 roku) głównie dzięki korzystniejszemu kursowi SEK/USD. Ceny celulozy na 2Q'15 spadły do ok. 860 USD/t vs 920 USD/t przed rokiem i ponad 900 USD/t w 1Q'15. Każde kolejne kwartały będą więc słabsze w tej spółce.

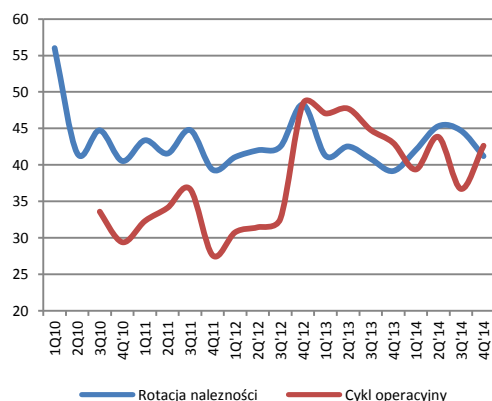
Odwrocenia tendencji (wyższe wyniki Rottneros vs Arctic Paper) spodziewamy się w 2016 roku dzięki niższym cenom celulozy BHKP (oczekujemy spadku z 760 USD/t do 700 USD/t) i nie gorszemu otoczeniu walutowemu. W 2Q'15 na rynek wejdzie dodatkowa podaż BHKP z projektu CMPC w Brazylii (Gouiba II 1,3 mln ton mocy), a w 2Q'16 1,1 mln ton Klabin (brazylijski projekt PUMA). Na przełomie 2016/2017 uruchomiany ma zostać projekt APP w Indonezji (1,5 mln ton), dlatego oczekujemy, że korzystne otoczenie w celulozie BHKP utrzyma się do 2017 roku.

Prognoza na 1Q'15 i 2015 [mln PLN]

	1Q'14	1Q'15P	zmiana r/r	2014	2015P	zmiana r/r
Przychody	804,5	808,5	0,5%	3 099,4	3 071,2	-0,9%
EBITDA	48,4	35,4	-26,9%	238,5	94,6	-60,3%
Arctic paper	31,9	3,2	-89,9%	158,2	1,5	-99,1%
Rottneros	16,5	32,1	94,4%	80,4	93,1	15,9%
EBITDA Adj.	48,4	50,7	4,7%	221,1	109,9	-50,3%
Arctic Paper	31,9	18,5	-41,9%	140,7	16,8	-88,1%
Rottneros	16,5	32,1	94,4%	80,4	93,1	15,9%
Zysk brutto	11,5	-3,1		77,9	-46,5	
Zysk netto	5,7	-12,7		49,8	-71,8	
Marża EBITDA Adj.	6,0%	6,3%		7,1%	3,6%	
Arctic Paper	4,0%	2,3%		4,5%	0,5%	
Rottneros	2,1%	4,0%		2,6%	3,0%	
Marża brutto	1,4%	-0,4%		2,5%	-1,5%	
Marża netto	0,7%	-1,6%		1,6%	-2,3%	

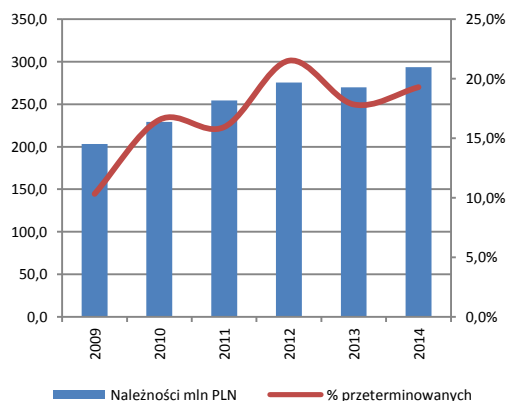
Źródło: BDM, Spółka. Adj.-wyniki oczyszczone

Rotacja należności i cykl operacyjny w dniach



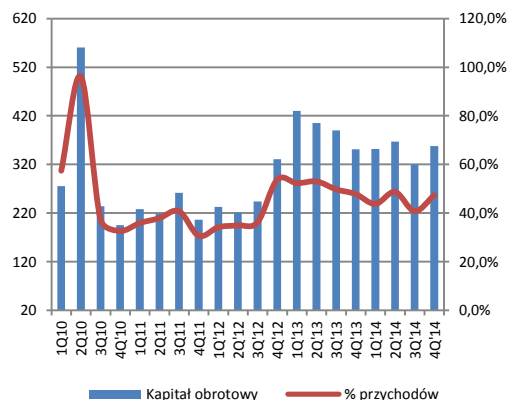
Źródło: BDM, Spółka.

Należności przeterminowane [mln PLN]



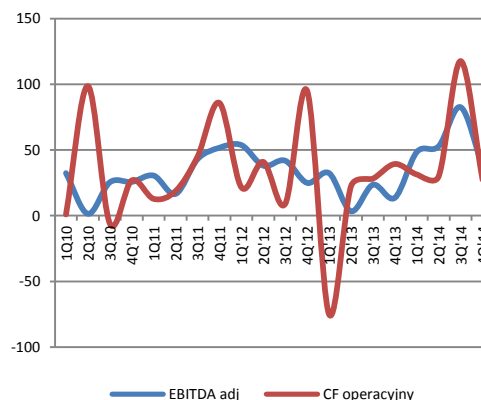
Źródło: BDM, Spółka. Lewa skala: należności [mln PLN]. Prawa skala: udział należności przeterminowanych.

Kapitał obrotowy [mln PLN]



Źródło: BDM, Spółka. Lewa skala: kapitał obrotowy [mln PLN]. Prawa skala: udział w przychodach.

EBITDA i cash flow operacyjny [mln PLN]



Źródło: BDM, Spółka.

Wybrane skonsolidowane dane finansowe i główne założenia [mln PLN]

Skonsolidowane	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15P	2Q'15P	3Q'15P	4Q'15P	2014	2015P
Przychody	814,4	763,7	784,0	734,9	804,5	753,9	785,2	755,8	808,5	747,0	773,0	742,8	3 099,4	3 071,2
Zysk brutto ze sprzedaży	89,4	-7,8	79,9	28,9	103,6	100,8	132,5	93,9	114,1	78,3	85,0	65,7	430,8	343,1
EBITDA	32,4	-63,3	23,5	-23,2	48,4	52,8	82,6	54,8	35,4	23,9	29,4	6,0	238,5	94,6
EBIT	0,3	-95,1	-7,0	-50,2	19,3	24,2	53,7	19,4	6,4	-5,1	0,3	-23,0	116,6	-21,4
Zysk brutto	-5,5	-103,5	-16,1	-57,7	11,5	16,5	42,4	7,5	-3,1	-14,6	-9,1	-32,5	77,9	-46,5
Zysk netto	-4,1	-86,4	-12,2	-29,6	5,7	8,4	25,6	10,1	-12,7	-23,2	-16,4	-32,0	49,8	-71,8
<i>Marża zysku brutto</i>	11,0%	-1,0%	10,2%	3,9%	12,9%	13,4%	16,9%	12,4%	14,1%	10,5%	11,0%	8,8%	13,9%	11,2%
<i>Marża EBITDA</i>	4,0%	-8,3%	3,0%	-3,2%	6,0%	7,0%	10,5%	7,2%	4,4%	3,2%	3,8%	0,8%	7,7%	3,1%
<i>Marża EBIT</i>	0,0%	-12,5%	-0,9%	-6,8%	2,4%	3,2%	6,8%	2,6%	0,8%	-0,7%	0,0%	-3,1%	3,8%	-0,7%
<i>Marża netto</i>	-0,5%	-11,3%	-1,6%	-4,0%	0,7%	1,1%	3,3%	1,3%	-1,6%	-3,1%	-2,1%	-4,3%	1,6%	-2,3%
NBSK [USD/t]	822,6	850,8	860,8	893,9	915,6	924,4	928,7	932,3	905,1	860,0	860,0	860,0	925,3	871,3
BHKP [USD/t]	787,9	813,5	796,6	770,4	767,9	751,6	729,2	735,2	749,7	760,0	760,0	760,0	746,0	757,4
EUR/USD	1,32	1,31	1,32	1,36	1,37	1,37	1,33	1,25	1,13	1,06	1,06	1,06	1,33	1,08
Papierówka [SEK/m3]	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	295,8	295,8	295,8	295,8	290,0	295,8
Energia [SEK/MWh]	350,0	330,0	460,0	330,0	270,0	290,0	310,0	290,0	300,0	300,0	300,0	300,0	290,0	300,0

Źródło: BDM, Spółka, Bloomberg, szacunki własne

Wybrane jednostkowe dane finansowe Arctic Paper i główne założenia [mln PLN]

Jednostkowe Arctic Paper	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15P	2Q'15P	3Q'15P	4Q'15P	2014	2015P
Przychody	657,0	581,4	613,2	579,6	626,2	576,0	603,8	589,3	619,3	558,0	580,7	566,3	2 395,3	2 324,3
Zysk brutto ze sprzedaży	72,0	-22,4	102,3	28,9	72,3	64,5	86,9	67,7	65,8	32,5	42,6	45,2	291,4	186,1
EBITDA	27,5	-62,8	59,3	-10,9	31,9	31,7	52,2	42,5	3,2	-5,6	3,5	0,4	158,2	1,5
EBIT	3,2	-87,3	36,5	-30,4	9,4	10,0	29,7	13,9	-18,9	-27,9	-18,8	-21,7	62,9	-87,3
Zysk brutto	-3,5	-93,7	28,4	-37,8	1,6	2,2	18,8	1,6	-28,4	-37,4	-28,3	-31,2	24,2	-125,3
Zysk netto	-3,5	-93,7	28,4	-37,8	1,6	2,2	18,8	1,6	-28,4	-37,4	-28,3	-31,2	24,2	-125,3
<i>Marża zysku brutto</i>	11,0%	-3,9%	16,7%	5,0%	11,5%	11,2%	14,4%	11,5%	10,6%	5,8%	7,3%	8,0%	12,2%	8,0%
<i>Marża EBITDA</i>	4,2%	-10,8%	9,7%	-1,9%	5,1%	5,5%	8,6%	7,2%	0,5%	-1,0%	0,6%	0,1%	6,6%	0,1%
<i>Marża EBIT</i>	0,5%	-15,0%	6,0%	-5,2%	1,5%	1,7%	4,9%	2,4%	-3,1%	-5,0%	-3,2%	-3,8%	2,6%	-3,8%
<i>Marża netto</i>	-0,5%	-16,1%	4,6%	-6,5%	0,2%	0,4%	3,1%	0,3%	-4,6%	-6,7%	-4,9%	-5,5%	1,0%	-5,4%
NBSK [USD/t]	822,6	850,8	860,8	893,9	915,6	924,4	928,7	932,3	905,1	860,0	860,0	860,0	925,3	871,3
BHKP [USD/t]	787,9	813,5	796,6	770,4	767,9	751,6	729,2	735,2	749,7	760,0	760,0	760,0	746,0	757,4
EUR/USD	1,32	1,31	1,32	1,36	1,37	1,37	1,33	1,25	1,13	1,06	1,06	1,06	1,33	1,08

Źródło: BDM, Spółka, Bloomberg, szacunki własne

Wybrane jednostkowe dane finansowe Rottneros i główne założenia [mln SEK]

Jednostkowe Rottneros	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15P	2Q'15P	3Q'15P	4Q'15P	2014	2015P
Przychody	354,0	369,0	349,0	317,0	380,0	394,0	404,0	370,0	454,6	468,8	459,0	391,9	1 548,0	1 774,2
EBITDA	10,0	-1,0	-73,0	-26,0	35,0	46,0	67,0	27,0	71,9	68,2	59,0	12,5	175,0	211,7
EBIT	-6,0	-16,0	-89,0	-42,0	21,0	31,0	53,0	12,0	56,6	52,8	43,6	-2,9	117,0	150,1
Zysk brutto	-4,0	-20,0	-91,0	-43,0	20,0	31,0	52,0	13,0	56,7	52,9	43,7	-2,8	116,0	150,5
Zysk netto	-4,0	-20,0	-91,0	-43,0	16,0	24,0	41,0	54,0	44,2	41,3	34,1	-2,2	135,0	117,4
<i>Marża EBITDA</i>	2,8%	-0,3%	-20,9%	-8,2%	9,2%	11,7%	16,6%	7,3%	15,8%	14,6%	12,9%	3,2%	11,3%	11,9%
<i>Marża EBIT</i>	-1,7%	-4,3%	-25,5%	-13,2%	5,5%	7,9%	13,1%	3,2%	12,4%	11,3%	9,5%	-0,7%	7,6%	8,5%
<i>Marża netto</i>	-1,1%	-5,4%	-26,1%	-13,6%	4,2%	6,1%	10,1%	14,6%	9,7%	8,8%	7,4%	-0,6%	8,7%	6,6%
NBSK [USD/t]	822,6	850,8	860,8	893,9	915,6	924,4	928,7	932,3	905,1	860,0	860,0	860,0	925,3	871,3
Papierówka [SEK/m3]	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	295,8	295,8	295,8	295,8	290,0	295,8
Energia [SEK/MWh]	350,0	330,0	460,0	330,0	270,0	290,0	310,0	290,0	300,0	300,0	300,0	300,0	290,0	300,0
SEK/USD	0,16	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,14	0,13	0,12	0,11	0,12	0,12	0,15	0,12

Źródło: BDM, Spółka, Bloomberg, szacunki własne

ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA 2015-2017

Zmiana głównych założeń na lata 2015-2017 [mln PLN]

	2014			2015P			2016P			2017P		
	poprzednio	obecnie*	zmiana	poprzednio	obecnie	zmiana	poprzednio	obecnie	zmiana	poprzednio	obecnie	zmiana
Przychody	2 957,4	3 099,4	4,8%	2 944,9	3 071,2	4,3%	2 866,7	3 073,8	7,2%	2 775,5	3 060,1	10,3%
Papier	2 476,8	2 395,3	-3,3%	2 416,4	2 324,3	-3,8%	2 344,2	2 354,4	0,4%	2 272,7	2 354,4	3,6%
Celuloza	480,5	704,0	46,5%	528,5	746,9	41,3%	522,5	719,4	37,7%	502,8	705,7	40,4%
EBITDA	191,1	238,5	24,8%	202,1	94,6	-53,2%	198,3	175,4	-11,6%	195,3	195,6	0,2%
Papier	138,5	141,9	2,4%	136,7	19,8	-85,5%	134,8	122,6	-9,0%	146,2	153,0	4,7%
Celuloza	44,8	92,5	106,6%	51,3	93,1	81,7%	49,0	67,7	38,1%	35,7	64,7	80,9%
EBIT	74,6	116,6	56,3%	94,2	-21,4	-	97,1	61,0	-37,2%	98,8	84,3	-14,6%
Papier	53,2	53,8	1,1%	57,7	-68,8	-	60,6	37,4	-38,3%	75,5	70,8	-6,3%
Celuloza	13,7	53,7	292,9%	22,4	63,2	-	22,0	38,6	75,7%	10,0	35,7	257,7%
Wynik netto	39,6	49,8	25,8%	56,4	-71,8	-	62,5	15,3	-75,5%	63,7	42,9	-32,5%
Marża EBITDA	6,5%	7,7%		6,9%	3,1%		6,9%	5,7%		7,0%	6,4%	
Papier	4,7%	4,6%		4,6%	0,6%		4,7%	4,0%		5,3%	5,0%	
Celuloza	1,5%	3,0%		1,7%	3,0%		1,7%	2,2%		1,3%	2,1%	
Marża EBIT	2,5%	3,8%		3,2%	-0,7%		3,4%	2,0%		3,6%	2,8%	
Papier	1,8%	1,7%		2,0%	-2,2%		2,1%	1,2%		2,7%	2,3%	
Celuloza	0,5%	1,7%		0,8%	2,1%		0,8%	1,3%		0,4%	1,2%	
Marża netto	1,3%	1,6%		1,9%	-2,3%		2,2%	0,5%		2,3%	1,4%	
Wolumen [tys. ton]	785,0	760,0		783,0	760,0		779,1	760,0		775,2	760,0	
CWF FOEX [EUR/t]	680,8	659,1		677,4	653,8		677,4	653,8		677,4	653,8	
NBSK FOEX [USD/t]	840,0	925,3		877,2	871,3		894,7	850,0		912,6	850,0	
BHKP FOEX [USD/t]	740,0	746,0		740,0	757,4		754,8	700,0		769,9	700,0	
EUR/USD	1,32	1,33		1,30	1,08		1,31	1,08		1,36	1,11	

Źródło: BDM S.A., szacunki własne. Poprzednie prognozy z dnia 23.09.2013. *- wynik raportowany 2014.

PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2015-2024

Główne założenia do wyników

	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Wolumeny papieru tys. ton	757,0	760,0	760,0	760,0	760,0	760,0	760,0	760,0	760,0	760,0	760,0	760,0
zmiana r/r	-4,2%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
UWF tys. ton	530,2	529,9	529,9	529,9	529,9	529,9	529,9	529,9	529,9	529,9	529,9	529,9
zmiana r/r	-4,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CWF tys. ton	192,2	195,4	195,4	195,4	195,4	195,4	195,4	195,4	195,4	195,4	195,4	195,4
zmiana r/r	-4,2%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wolumeny celulozy												
Rottneros, Valvik całość tys. ton	331,6	344,4	347,8	361,3	382,5	403,8	403,8	403,8	403,8	403,8	403,8	403,8
zmiana r/r	0,1%	3,9%	1,0%	3,9%	5,9%	5,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
na zewnątrz tys. ton	314,6	328,4	331,7	325,1	325,1	323,0	323,0	323,0	323,0	323,0	323,0	323,0
zmiana r/r	0,0%	4,4%	1,0%	-2,0%	0,0%	-0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny papierów												
UWF EUR/t	790,4	776,2	775,2	775,2	775,2	775,2	775,2	775,2	775,2	775,2	775,2	775,2
zmiana r/r	-1,7%	-1,8%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CWF EUR/t	844,9	823,9	817,1	817,1	817,1	817,1	817,1	817,1	817,1	817,1	817,1	817,1
zmiana r/r	-4,2%	-2,5%	-0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny celulozy												
NBSK USD/t	857,0	925,3	871,3	850,0	850,0	850,0	850,0	850,0	850,0	850,0	850,0	850,0
zmiana r/r	5,3%	8,0%	-5,8%	-2,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
BHKP USD/t	792,1	746,0	757,4	700,0	700,0	720,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0
zmiana r/r	5,5%	-5,8%	1,5%	-7,6%	0,0%	2,9%	4,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny drewna (papierówki) w Szwecji SEK/m3	290,0	290,0	295,8	301,7	307,8	313,9	320,2	326,6	333,1	339,8	346,6	353,5
zmiana r/r	-2,1%	0,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Kursy walutowe												
EUR/USD	1,33	1,33	1,08	1,08	1,11	1,13	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15
zmiana r/r	3,3%	-0,1%	-18,7%	0,6%	1,9%	2,1%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EUR/PLN	4,20	4,19	4,07	4,13	4,13	4,13	4,13	4,13	4,13	4,13	4,13	4,13
zmiana r/r	0,3%	-0,2%	-2,7%	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EUR/SEK	8,65	9,10	9,22	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
zmiana r/r	-0,6%	5,2%	1,3%	-2,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
SEK/PLN	0,49	0,46	0,44	0,46	0,46	0,46	0,46	0,46	0,46	0,46	0,46	0,46
zmiana r/r	0,9%	-5,2%	-3,9%	3,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Teoretyczne spready												
UWF- BHKP EUR/t	194,1	213,8	73,0	129,9	142,1	137,4	124,3	124,3	124,3	124,3	124,3	124,3
zmiana r/r	-11,8%	10,2%	-65,8%	77,9%	9,3%	-3,3%	-9,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CWF- BHKP EUR/t	248,5	261,5	114,9	171,8	183,9	179,3	166,1	166,1	166,1	166,1	166,1	166,1
zmiana r/r	-16,6%	5,2%	-56,1%	49,5%	7,1%	-2,5%	-7,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CWF FOEX- BHKP EUR/t	79,7	96,8	-48,3	8,5	20,7	16,0	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
zmiana r/r	-34,6%	21,5%	-149,9%	-117,7%	142,0%	-22,5%	-81,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NBSK- drewno Szwecja SEK/t*	4 420,6	5 186,7	6 264,5	5 845,1	5 688,3	5 520,9	5 358,7	5 333,1	5 307,0	5 280,3	5 253,2	5 225,4
zmiana r/r	2,1%	17,3%	20,8%	-6,7%	-2,7%	-2,9%	-2,9%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%

Źródło: BDM S.A., szacunki własne. *- marża liczona jako tona NBSK- 4*m3 papierówki.

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	924,7	843,7	843,5	823,5	809,2	798,1	789,6	783,8	780,1	778,2	777,7	778,4
Wartości niematerialne i prawne	49,4	50,7	51,9	53,0	54,1	55,2	56,1	57,1	58,0	58,9	59,7	60,5
Rzeczowe aktywa trwałe	790,8	726,4	725,0	703,9	688,5	676,3	666,9	660,1	655,5	652,7	651,4	651,3
Aktywa obrotowe	859,8	919,0	819,4	821,3	842,9	846,6	830,9	822,2	814,2	805,4	810,8	840,6
Zapasy	397,4	376,5	373,1	373,4	371,7	369,4	367,7	367,7	367,6	367,6	367,6	367,6
Należności krótkoterminowe	328,8	346,0	327,5	343,1	341,6	339,4	337,9	337,9	337,8	337,8	337,8	337,8
Inwestycje krótkoterminowe	133,6	196,6	118,9	104,8	129,6	137,8	125,3	116,7	108,7	100,0	105,4	135,2
-środki pieniężne i ekwiwalenty	118,0	158,4	80,7	66,7	91,4	99,6	87,2	78,5	70,6	61,8	67,2	97,0
Aktywa razem	1 784,5	1 762,8	1 663,0	1 644,8	1 652,1	1 644,7	1 620,5	1 606,0	1 594,3	1 583,6	1 588,5	1 619,0
Kapitał (fundusz) własny	515,8	543,6	471,8	487,1	530,1	560,2	577,1	602,1	629,9	659,3	680,4	700,9
Kapitał (fundusz) podstawowy	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3
Kapitał (fundusz) zapasowy	652,7	472,7	522,6	450,8	466,1	491,9	520,2	541,7	565,3	591,4	610,1	629,8
Zysk (strata) netto	-132,7	49,8	-71,8	15,3	42,9	47,3	35,9	39,3	43,5	46,8	49,2	50,1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 112,9	1 037,7	984,4	934,7	883,1	830,8	779,2	729,2	679,1	628,6	602,2	602,1
Rezerwy na zobowiązania	111,5	122,9	122,9	122,9	122,9	122,9	122,9	122,9	122,9	122,9	122,9	122,9
Zobowiązania długoterminowe	319,7	333,0	298,0	263,0	228,0	193,0	158,0	123,0	88,0	53,0	26,6	26,6
-oprocentowane	290,4	306,4	271,4	236,4	201,4	166,4	131,4	96,4	61,4	26,4	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe*	681,7	581,8	563,5	548,8	532,1	514,9	498,2	483,2	468,2	452,6	452,6	452,6
-oprocentowane	219,9	120,6	105,6	90,6	75,6	60,6	45,6	30,6	15,6	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	1 784,5	1 762,8	1 663,0	1 644,8	1 652,1	1 644,7	1 620,5	1 606,0	1 594,3	1 583,6	1 588,5	1 619,0

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody netto ze sprzedaży	3 097,0	3 099,4	3 071,2	3 073,8	3 060,1	3 040,9	3 026,8	3 026,7	3 026,5	3 026,4	3 026,2	3 026,1
Koszty produktów, tow. i materiałów	2 906,5	2 668,6	2 728,1	2 654,8	2 618,4	2 599,9	2 597,2	2 592,4	2 588,4	2 585,0	2 582,4	2 580,7
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	190,4	430,8	343,1	419,0	441,7	441,0	429,6	434,3	438,2	441,4	443,8	445,4
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	374,3	364,4	367,3	369,1	369,3	369,1	369,4	371,1	372,7	374,4	376,2	378,0
Zysk (strata) na sprzedaży	-183,8	66,4	-24,2	49,9	72,4	71,9	60,2	63,3	65,4	66,9	67,7	67,4
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	31,7	50,2	2,8	11,1	12,0	11,9	11,8	10,4	10,9	10,9	10,9	10,9
EBITDA	-30,6	238,5	94,6	175,4	195,6	192,8	179,4	180,0	182,0	183,3	184,1	184,1
EBIT	-152,1	116,6	-21,4	61,0	84,3	83,8	72,0	73,6	76,3	77,9	78,6	78,3
Saldo działalności finansowej	-31,1	-38,8	-25,1	-23,1	-20,0	-16,7	-13,7	-11,0	-8,2	-5,4	-3,1	-2,0
Zysk (strata) brutto	-183,2	77,9	-46,5	37,9	64,3	67,1	58,3	62,7	68,2	72,5	75,4	76,3
Zysk (strata) netto	-132,7	49,8	-71,8	15,3	42,9	47,3	35,9	39,3	43,5	46,8	49,2	50,1

CF [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy z działalności operacyjnej	14,9	206,4	110,1	150,4	188,7	186,9	166,2	164,1	164,9	165,0	165,0	164,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-85,8	-60,2	-114,0	-93,5	-96,1	-96,6	-97,7	-99,5	-101,1	-102,8	-104,3	-105,5
Przepływy z działalności finansowej	-8,7	-104,4	-73,8	-70,9	-67,9	-82,1	-80,9	-73,3	-71,7	-71,0	-55,2	-29,5
Przepływy pieniężne netto	-79,6	41,9	-77,7	-14,0	24,7	8,2	-12,4	-8,7	-7,9	-8,8	5,5	29,8
Środki pieniężne na początek okresu	202,7	118,0	158,4	80,7	66,7	91,4	99,6	87,2	78,5	70,6	61,8	67,2
Środki pieniężne na koniec okresu	118,0	158,4	80,7	66,7	91,4	99,6	87,2	78,5	70,6	61,8	67,2	97,0

Źródło: BDM S.A. *-uwzględnia RMK związane z przejęciem aktywów Rottneros

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	0,1%	-0,9%	0,1%	-0,4%	-0,6%	-0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	-880,4%	-60,3%	85,3%	11,5%	-1,4%	-6,9%	0,3%	1,1%	0,7%	0,4%	0,0%
EBIT zmiana r/r	-176,7%	-118,3%	-385,0%	38,3%	-0,7%	-14,0%	2,3%	3,7%	2,0%	0,9%	-0,3%
Zysk netto zmiana r/r	-137,5%	-244,1%	-121,3%	180,6%	10,1%	-24,1%	9,5%	10,8%	7,6%	5,1%	1,7%
Marża brutto na sprzedaży	13,9%	11,2%	13,6%	14,4%	14,5%	14,2%	14,3%	14,5%	14,6%	14,7%	14,7%
Marża EBITDA	7,7%	3,1%	5,7%	6,4%	6,3%	5,9%	5,9%	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%
Marża EBIT	3,8%	-0,7%	2,0%	2,8%	2,8%	2,4%	2,4%	2,5%	2,6%	2,6%	2,6%
Marża brutto	2,5%	-1,5%	1,2%	2,1%	2,2%	1,9%	2,1%	2,3%	2,4%	2,5%	2,5%
Marża netto	1,6%	-2,3%	0,5%	1,4%	1,6%	1,2%	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%
COGS / przychody	86,1%	88,8%	86,4%	85,6%	85,5%	85,8%	85,7%	85,5%	85,4%	85,3%	85,3%
SG&A / przychody	11,8%	12,0%	12,0%	12,1%	12,1%	12,2%	12,3%	12,3%	12,4%	12,4%	12,5%
SG&A / COGS	13,7%	13,5%	13,9%	14,1%	14,2%	14,2%	14,3%	14,4%	14,5%	14,6%	14,6%
ROE	6,9%	-10,6%	2,2%	5,6%	5,8%	4,3%	4,5%	4,8%	4,9%	5,0%	4,9%
ROA	-5,0%	-7,4%	2,8%	-4,3%	0,9%	2,6%	2,9%	2,2%	2,4%	2,7%	3,0%
Dług	426,9	376,9	326,9	276,9	226,9	176,9	126,9	76,9	26,4	0,0	0,0
D / (D+E)	24,2%	22,7%	19,9%	16,8%	13,8%	10,9%	7,9%	4,8%	1,7%	0,0%	0,0%
D / E	32,0%	29,3%	24,8%	20,1%	16,0%	12,3%	8,6%	5,1%	1,7%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-33,2%	117,4%	-37,8%	-23,7%	-19,9%	-19,1%	-14,9%	-10,7%	-6,9%	-4,0%	-2,5%
Dług / kapitał własny	58,9%	55,6%	46,0%	36,0%	27,9%	21,0%	14,5%	8,4%	2,8%	0,0%	0,0%
Dług netto	268,5	296,3	260,3	185,6	127,4	89,8	48,4	6,4	-35,4	-67,2	-97,0
Dług netto / kapitał własny	0,5	0,6	0,5	0,4	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Dług netto / EBITDA	1,1	3,1	1,5	0,9	0,7	0,5	0,3	0,0	-0,2	-0,4	-0,5
Dług netto / EBIT	2,3	-13,8	4,3	2,2	1,5	1,2	0,7	0,1	-0,5	-0,9	-1,2
EV	518,0	545,7	509,7	435,0	376,8	339,2	297,9	255,8	214,0	182,2	152,4
Dług / EV	82,4%	69,1%	64,1%	63,7%	60,2%	52,2%	42,6%	30,1%	12,3%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	2,2%	3,7%	3,1%	3,2%	3,2%	3,3%	3,3%	3,4%	3,4%	3,5%	3,5%
CAPEX / Amortyzacja	56,5%	99,8%	82,5%	87,2%	89,8%	92,1%	94,5%	96,5%	98,2%	99,6%	100,7%
Amortyzacja / Przychody	3,9%	3,8%	3,7%	3,6%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Zmiana KO / Przychody	-0,4%	-0,6%	0,5%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-537,5%	66,9%	608,8%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Wskaźniki rynkowe	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
MC/S*	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
P/E*	5,0	-3,5	16,3	5,8	5,3	7,0	6,4	5,7	5,3	5,1	5,0
P/BV*	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
P/CE*	1,5	5,6	1,9	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6
EV/EBITDA*	2,2	5,8	2,9	2,2	2,0	1,9	1,7	1,4	1,2	1,0	0,8
EV/EBIT*	4,4	-25,5	8,4	5,2	4,5	4,7	4,0	3,4	2,7	2,3	1,9
EV/S*	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
BVPS	10,5	9,8	10,2	11,1	11,7	12,1	12,7	13,2	13,8	14,2	14,7
EPS	0,7	-1,0	0,2	0,6	0,7	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
CEPS	2,5	0,6	1,9	2,2	2,3	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2
FCFPS	2,4	0,2	0,8	1,3	1,3	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,27	0,21	0,23	0,25	0,41	0,43
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	60,0%	60,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 3,6 PLN/akcję

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, handel stala

Krzysztof Pado
Specjalista ds. analiz
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/papierniczy

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

Marek Jurzec
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	data	kurs	WIG
Akumuluj	4,05	Kupuj	3,5	15.04.2015	3,6	56 648,2
Kupuj	3,5	Trzymaj	5,6	23.09.2013	2,14	50 308,2
Trzymaj	5,6	Redukuj	5,6	28.05.2013	5,1	47 656,3
Redukuj	5,6	Akumuluj	5,9	27.03.2013	6,5	44 754,0
Akumuluj	5,9	Kupuj	5,9	06.09.2012	5,35	41 877,5
Kupuj	5,9	Akumuluj	8,1	28.05.2012	4,8	37 174,3
Akumuluj	8,1	Kupuj	6,0	30.11.2011	7,0	38 123,4
Kupuj	6,0	-	-	05.08.2011	4,8	41 741,0

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'15:

Kupuj	0	0%
Akumuluj	1	100%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

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

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.

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).

Kluczule:

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 jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM). Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. 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.

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 (bazując 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 redukowac ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 15.04.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 21.04.2015 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 rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

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 15.04.2015 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.
- 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.

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 zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.