



Dom Maklerski BDM S.A.

ARCTIC PAPER

RAPORT ANALITYCZNY

Od czasu wydania naszego ostatniego raportu z maja 2015 roku spółka prezentowała dwukrotnie lepsze od oczekiwań wyniki finansowe, ogłosiła szeroki plan redukcji kosztów (50 mln PLN w perspektywie 2017 roku) i podjęła decyzję o zamknięciu fabryki Mochenwangen, która najbardziej obciążała wyniki grupy w ostatnich latach (od 2012 roku ponad 50 mln PLN gotówkowej straty EBITDA). Tymczasem wycena rynkowa podmiotu wciąż utrzymuje się w rejonie historycznych minimów (EV/EBITDA LTM 2,0x) z dużym dyskontem do innych spółek papierniczych. Po aktualizacji prognoz zdecydowaliśmy się podtrzymać rekomendację KUPUJ dla spółki podwyższając jednocześnie cenę docelową do 5,6 PLN/akcję. Sygnałem dla wzrostu notowań w krótkim terminie może być głębszy spadek cen celulozy BHKP, który obserwowaliśmy już w grudniu'15.

Wyniki 2-3Q'15 były dwukrotnie lepsze od naszych oczekiwań. W części papierniczej pozytywnie zaskoczył wzrost średniej ceny papierów i lepsza efektywność kosztowa (spadek kosztów SG&A do 10% przychodów- najniżej w historii). Rottneros z kolei pokazał 5-6% wzrost wolumenów sprzedaży, dużą efektywność kosztową i skorzystał z niższych cen energii elektrycznej.

Od początku 2015 roku kurs spółki stracił ok. 22% przy zysku 15-20% konkurencyjnych Stora Enso i UPM. Arctic Paper wciąż handlowany jest z dużym dyskontem do spółek z branży papierniczej mimo znacznego zmniejszenia udziału segmentu papierniczego w wynikach grupy (poniżej 80% przychodów i 40% EBITDA). Obecnie rekordowe wyniki prezentuje Rottneros, gdzie Arctic Paper posiada 51,3% udziałów. Notowania szwedzkiej celulozowni zyskały w tym roku aż 135% (2,68 PLN/akcję Arctic Paper).

W lipcu 2015 spółka ogłosiła plan redukcji kosztów mający przynieść do 50 mln PLN oszczędności. Program będzie realizowany co najmniej do czerwca 2016 roku. W ramach programu spółka zdecydowała również o zamknięciu fabryki w Mochenwangen. Od 2012 roku fabryka wygenerowała ponad 50 mln PLN straty EBITDA. Koszty zamknięcia mają wynieść ok. 40 mln PLN.

W grudniu'15 celuloza BHKP rozpoczęła długo oczekiwane spadki, które wnikają głównie z dużego wzrostu podaży w latach 2014-2015. W kolejnych kwartałach spadkowy trend powinno wspierać wiele czynników jak, nowe projekty BHKP w latach 2016-2017, rekordowe ceny w realach brazylijskich, skąd pochodzi większość celulozy (tamtejsi producenci realizują marżę EBITDA ponad 50%), czy najwyższe od lipca 2010 ceny wyrażone w euro, w walucie największego konsumenta (brak akceptacji kolejnych podwyżek przy obecnie niskim kursie EUR/USD).

	2012*	2013*	2014*	2015P*	2016P	2017P
Przychody [mln PLN]	2 600,7	3 097,0	3 099,4	2 957,8	2 988,6	2 996,5
EBITDA adj. [mln PLN]	158,6	72,9	221,1	209,8	177,5	237,9
EBIT adj. [mln PLN]	35,3	-48,7	99,2	94,0	60,7	115,5
Wynik netto adj.** [mln PLN]	-47,1	-29,3	32,4	6,7	14,0	67,0
P/BV	0,7	0,4	0,6	0,5	0,5	0,4
P/E	-	-	9,3	35,3	16,9	3,5
EV/EBITDA	4,4	8,0	2,6	2,0	2,8	1,7
EV/EBIT	19,8	-	5,7	4,5	8,1	3,6

*- wyniki oczyszczone o zdarzenia jednorazowe. **- od 2015 roku z działalności kontynuowanej

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.

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 5,6 PLN

(POPRZEDNIO: 5,5 PLN)

11 GRUDZIEŃ 2015

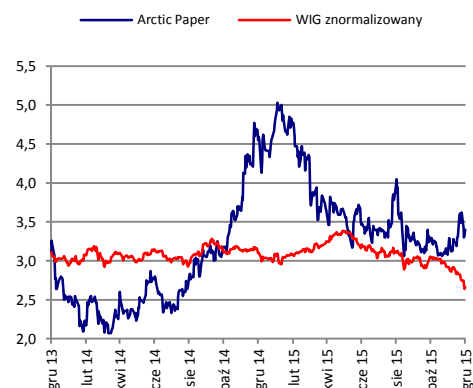
Wycena SOTP [PLN]	5,6
wycena DCF Arctic Paper [PLN]	1,9
wycena DCF Rottneros [PLN]	3,7
Wycena porównawcza [PLN]	11,8
Wycena końcowa [PLN]	5,6
Potencjał do wzrostu / spadku	63,5%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	3,40
Kapitalizacja [mln PLN]	235,6
Ilość akcji [mln. szt.]	69,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	4,05
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	3,06
Stopa zwrotu za 3 mc	1,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	-1,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	-21,5%
Struktura akcjonariatu:	
Thomas Onstad wraz z Trebruk i Nemus Holding	68,1%
Pozostali	31,9%

Krystian Brymora

brymora@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.



SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
LEPSZE OD OCZEKIWAŃ WYNIKI 2-3Q'15.....	3
ROZPOCZĘCIE SPADKÓW CEN CELULOZY BHKP	4
PROGRAM POPRAWY RENTOWNOŚCI 2015/2016.....	6
HISTORYCZNIE NISKA WYCENA RYNKOWA, REKORDY ROTTNEROS	6
PROGRAM ROZWOJOWY W ROTTNEROS.....	7
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	8
WYCENA SOTP.....	9
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	15
WYNIKI FINANSOWE 3Q'15 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW	16
WYNIKI 3Q'15.....	16
PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW	17
ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA 2015-2017	18
PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2015-2024.....	19
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	20

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 5,6 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 11,8 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 5,6 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena SOTP [PLN/akcję]	100%	5,6
Wycena SOTP [mln PLN]		385,2
Wycena Arctic Paper- część papiernicza [mln PLN]		132,1
Wycena Rottneros [mln PLN]*		493,7
Udziały mniejszości [mln PLN]**		-240,6
Wycena metodą porównawczą [PLN/akcję]	0%	11,8

Wycena spółki [PLN] **5,6**

Źródło: BDM S.A.*-kurs SEK/PLN 0,4476. **- Arctic Paper posiada 51,27% udziałów w Rottneros

Lepsze od oczekiwań wyniki 2-3Q'15

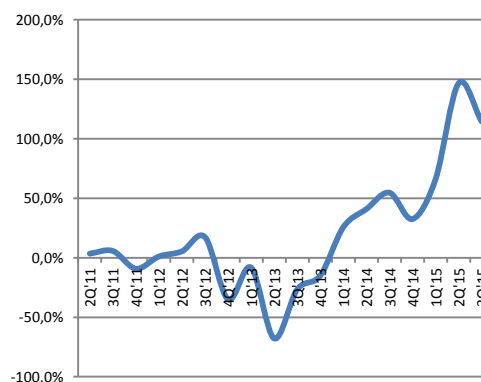
Wyniki zarówno 2Q'15 jak i 3Q'15 były dwukrotnie lepsze od naszych oczekiwań. W części papierniczej pozytywnie zaskoczył wzrost średniej ceny papierów i lepsza efektywność kosztowa. Spółka w lipcu'15 ogłosiła plan redukcji kosztów mający przynieść docelowo 50 mln PLN oszczędności. W Rottneros pozytywnie zaskakuje wolumen sprzedaży (wzrost potencjału produkcyjnego i lepsze wykorzystanie mocy z programu Agenda 500), niższe ceny energii elektrycznej jak i duża efektywność kosztowa szwedzkiej celulozowni.

Wybrane dane finansowe 3Q'15 [mln PLN]

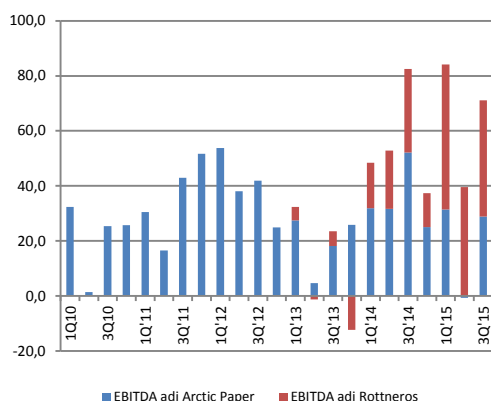
	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	3Q'15P BDM	3Q'15 konsensus
Przychody	785,2	730,7	-6,9%	729,9	740,2
EBITDA	82,6	70,5	-14,6%	33,2	44,7
Arctic Paper	52,2	28,0	-46,3%	10,0	
Rottneros	30,4	42,5	39,7%	23,1	
EBIT	53,7	43,0	-19,9%	5,4	20,4
Zysk brutto	42,4	31,3	-26,2%	-0,9	
Zysk netto	25,6	0,4	-98,3%	-19,2	-6,0
Marża EBITDA	10,5%	9,6%		4,5%	6,0%
Marża EBIT	6,8%	5,9%		0,7%	2,8%
Marża netto	3,3%	0,1%		-2,6%	-0,8%

Źródło: BDM S.A., PAP, spółka

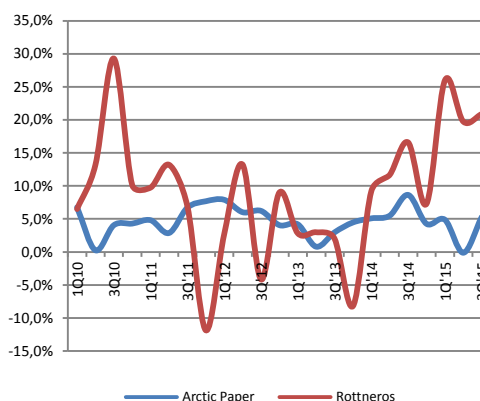
Poziom zaskoczenie EBITDA Adj. vs prognozy BDM



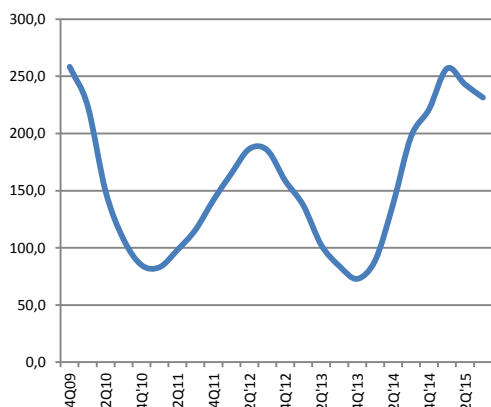
Źródło: BDM S.A., spółka

Kontrybucja w EBITDA Adj. Arctic Paper i Rottneros

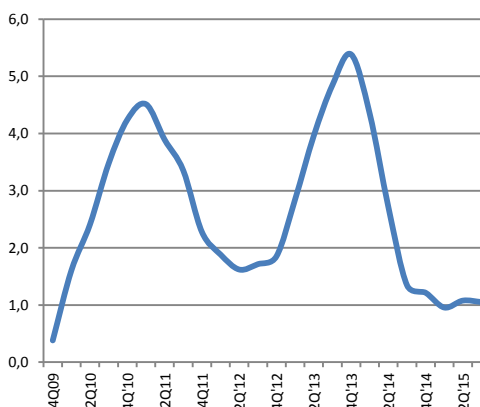
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża EBITDA w Arctic Paper i Rottneros

Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA 12M [mln PLN]

Źródło: BDM S.A., spółka

Dług netto/EBITDA

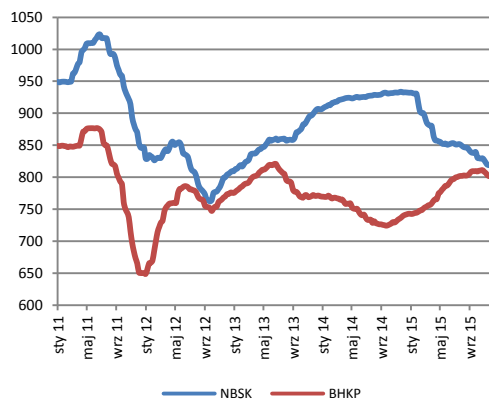
Źródło: BDM S.A., spółka

Rozpoczęcie spadków cen celulozy BHKP

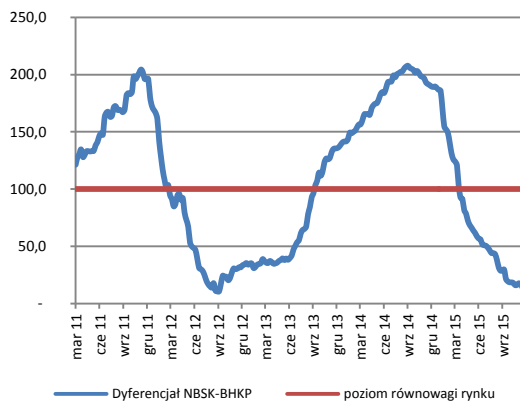
W grudniu '15 celuloza BHKP rozpoczęła długo oczekiwane spadki, które wynikają głównie z dużego wzrostu podaży w latach 2014-2015. W kolejnych kwartałach spadkowy trend powinno wspierać wiele czynników jak:

- dalszy wzrost mocy produkcyjnych celulozy liściastej z eukaliptusa w latach 2015-2017 o ponad 16% 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);
- rekordowe ceny celulozy BHKP w realach brazylijskich, skąd pochodzi większość BHKP na rynku. Tamtejsi producenci w ostatnich kwartałach realizowali marżę EBITDA powyżej 50%;
- potencjalnie kolejne projekty inwestycyjne BHKP (w maju '15 produkcję rozpoczęto w projekcie Gouiba II CMPC- 1,3 mln ton, 15 maja 2015 Fibria kosztów 7,7 mld USD zdecydowała o uruchomieniu projektu 1,75 mln ton BHKP w Tres Lagoas- start w 4Q'17);
- najwyższe od lipca 2010 ceny celulozy wyrażone w euro. Europa to największy odbiorca celulozy BHKP na świecie (brak akceptacji podwyżek, próba przetrwania podwyżek na ceny papierów graficznych);
- spadek spreadu NBSK-BHKP do minimów z września 2012 roku (ok. 14 USD/t) z ponad 200 USD/t w sierpniu 2014 roku.

Ceny celulozy NBSK i BHKP [USD/t]



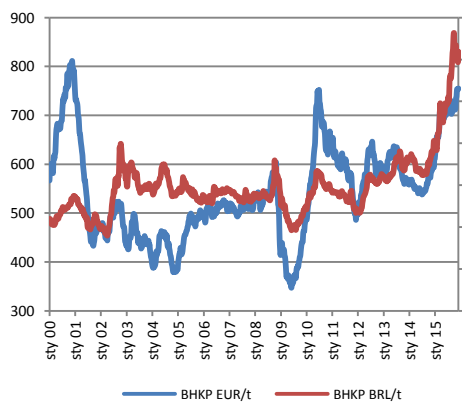
Dyferencjał NBSK-BHKP [USD/t]



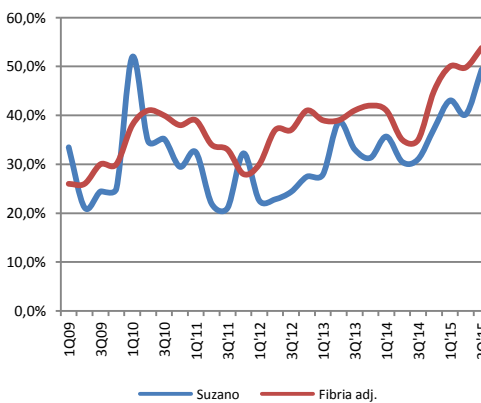
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Cena BHKP w BRL i EUR



Marże EBITDA producentów BHKP



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

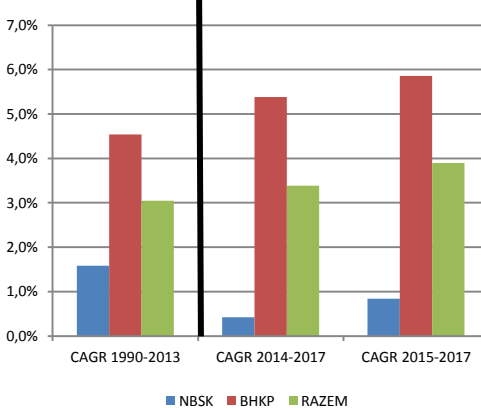
Źródło: BDM S.A., spółki

Zmiana mocy produkcyjnych celulozy BHKP [tys. ton]

Firma	Kraj	Typ	Moce	Data
Arauco / Stora Enso	Urugwaj, Montes del Plata	BHKP	1 300	2Q'14
Oji	Chiny, Nantong	BHKP	700	2Q'14
RAZEM 2014			2 000	
CMPC	Brazylia, Guaiba II	BHKP	1 300	2Q'15
RAZEM 2015P			1 300	
Klabin	Brazylia, Parana	BHKP	1 100	2Q'16
Klabin	Brazylia, Parana	NBSK	400	2Q'16
APP South Sumatra	Indonezja	BHKP	1 500	4Q'16
RAZEM 2016P			3 000	
Fibria	Brazylia, Tres Lagoas II	BHKP	1 750	4Q'17
RAZEM 2017P			1 750	

Źródło: BDM S.A., spółki

CAGR wzrostu mocy produkcyjnych celulozy



Źródło: BDM S.A., spółki

Program poprawy rentowności 2015/2016

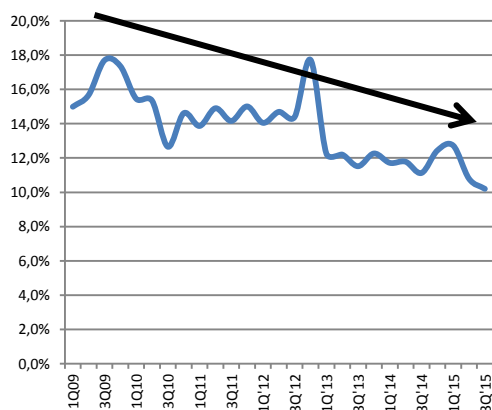
W lipcu 2015 spółka ogłosiła plan redukcji kosztów mający przynieść do 50 mln PLN oszczędności. Spółka zamierza stworzyć centra usług wspólnych dla spółek z grupy, wprowadzić indywidualne programy poprawy rentowności w fabrykach oraz audyt kosztów usług świadczonych przez podmioty zewnętrzne. Program będzie realizowany co najmniej do czerwca 2016 roku.

Od kilku ostatnich kwartałów zauważamy znaczący spadek kosztów działalności spółki, co objawia się m.in. wysokim poziomem zaskoczenia wyników finansowych. Poziom kosztów SG&A w relacji do przychodów spadł do poziomu 10% czyli najniżej w historii. Jeszcze w 2014 roku wynosił średnio 12%.

Spółka zdecydowała również o wyłączeniu z konsolidacji fabryki Mochenwangen od 2Q'15. W 1Q'15 skonsolidowała ponad 9 mln PLN straty EBITDA. W 2014 roku było to ok. 20 mln PLN, a w latach 2012-2015, czyli od momentu pogorszenia sytuacji w sektorze papierniczym, aż 56 mln PLN.

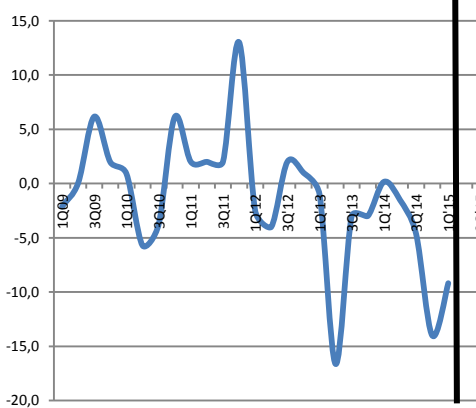
W listopadzie 2015 spółka zdecydowała o wygaszeniu produkcji zakładu z końcem roku. Na koszty zamknięcia została zawiązana rezerwa w wysokości 9,3 mln EUR (ok. 40 mln PLN). Nie przewidujemy, aby koszty były wyższe.

Koszty SG&A/przychody



Źródło: BDM S.A., spółka

EBITDA Mochenwangen [mln PLN]



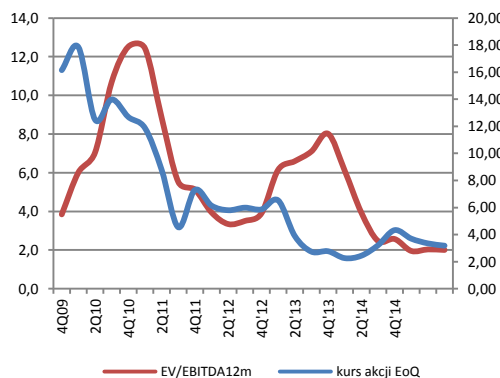
Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne

Historycznie niska wycena rynkowa, rekordy Rottneros

Po lepszych od oczekiwań wynikach finansowych spółka jest dalej wyceniana na historycznie niskich poziomach (EV/EBITDA12m 2,0x). Zwracamy również uwagę na słabe zachowanie kursu akcji w relacji do notowań innych podmiotów z branży papierniczej (Arctic -22% YTD przy wzroście kursów Stora Enso i UPM o 15-20%), a także potężne dyskonto względem EV/EBITDA (ok. 70% !), mimo iż segment papieru stanowi obecnie mniej niż 80% przychodów i 40% EBITDA.

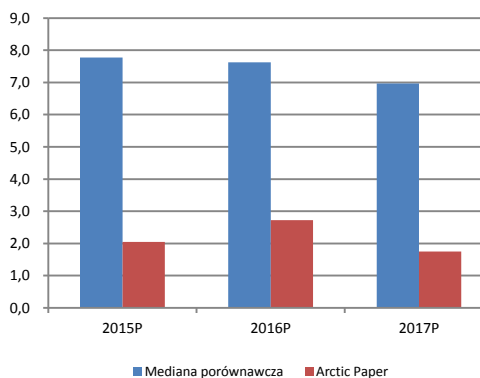
Notowania Rottneros na giełdzie w Sztokholmie zyskały w 2015 roku 135% (2,68 PLN/akcję Arctic Paper), co jest efektem bardzo dobrych wyników finansowych, ogłoszonego programu rozwojowego i wysokiej dywidendy. Kurs Arctic Paper stracił w tym czasie 22%.

Kroczący wskaźnik EV/EBITDA Adj. vs kurs akcji



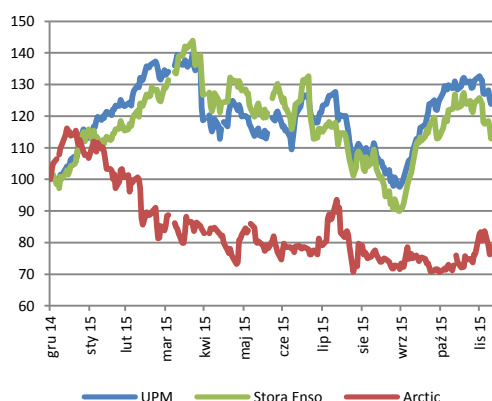
Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg

Porównanie wskaźnika EV/EBITDA na lata 2015-2017P



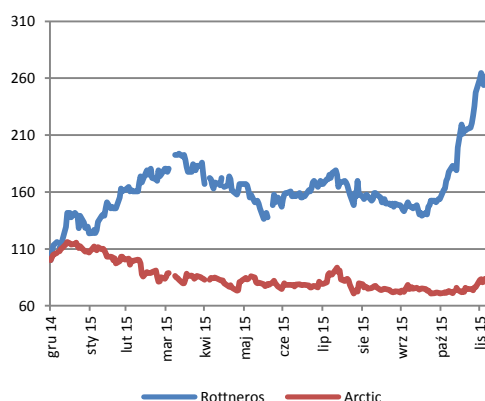
Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg

Notowania Arctic Paper na tle UPM i Stora Enso 2015 YTD



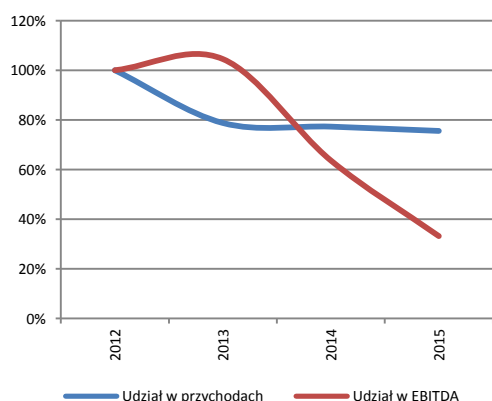
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Notowania Arctic Paper na tle Rottneros 2015 YTD



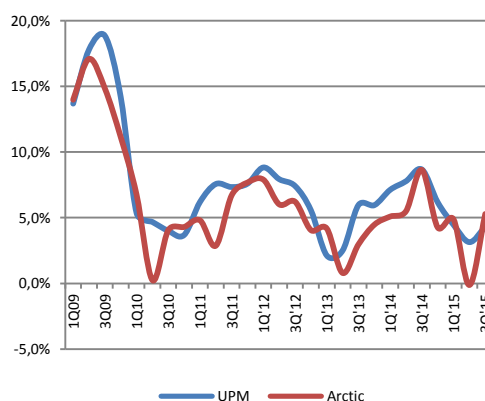
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Udział papieru graficznego w przychodach/EBITDA



Źródło: BDM S.A., spółka

Porównanie marż EBITDA segmentu papieru AP i UPM

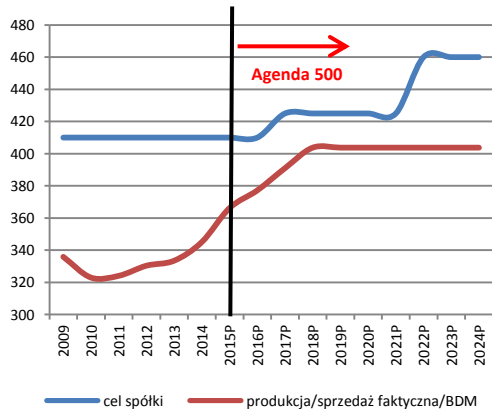


Źródło: BDM S.A., spółka

Program rozwojowy w Rottneros

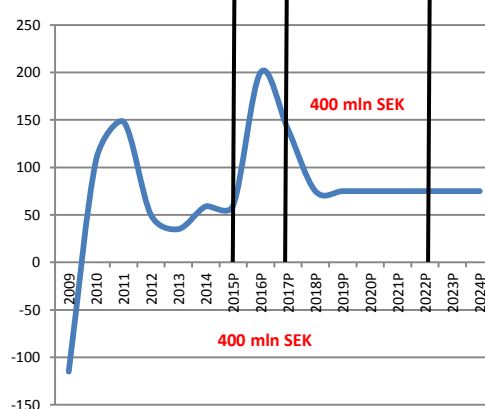
Szwedzka spółka celulozowa (51,27% udziałów ma Arctic Paper) ogłosiła plan rozwoju mocy produkcyjnych mający zwiększyć nominalne moce produkcyjne z 410 tys. ton do 460-500 tys. ton rocznie w długim terminie, oraz podnieść ich wykorzystanie (w 2014 roku spółka wyprodukowała ok. 345 tys. ton NBSK). Na ten cel ma łącznie trafić ok. 800 mln SEK.

Rozwój produkcji/sprzedaży w Rottneros- plan [tys. ton]



Źródło: BDM S.A., spółka

CAPEX- plan Agenda 500 [mln SEK]



Źródło: BDM S.A., spółka

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), a w listopadzie '15 podjęła decyzję o całkowitym wygaszeniu produkcji. Papiernia odpowiadała za największe straty w Grupie (w latach 2012-2015 ponad 50 mln PLN straty EBITDA). Straty generuje także Grycksbo. Niemniej ta fabryka została objęta szerokim planem restrukturyzacji.

▪ 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 rosta aż do 200 USD/t (sierpień/listopad 2014) dzięki większej podaży celulozy liściastej. Obecnie ponownie spadła w okolice 15 USD/t. Z historycznego punktu widzenia taki poziom nie jest możliwy do utrzymania. Liczymy na lekki spadek BHKP w 2016/2017 z uwagi na wejście nowej podaży w 2H'15 i 2016. Inne zmiany niż te przez nas oczekiwane, mogą mieć istotny 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. Obecnie EUR/USD próbuje odreagowywać. W dłuższym terminie liczymy na umocnienie euro do dolara do ok. 1,17 (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). Obecnie dług netto kształtuje się na poziomie 243,4 mln PLN czyli 1,1x skonsolidowanej EBITDA. Przy większym spadku wyników mogą pojawić się problemy z przekroczonymi kovenantami (powyżej 5x). Niemniej zapadalność głównych kredytów/pożyczek to okres 2017-2018. Do tego czasu, biorąc pod uwagę naszą projekcję cash flow, spółka nie powinna mieć problemów ze spłatą zadłużenia nawet w skrajnym scenariuszu.

▪ Możliwe dalsze odpisy z tytułu utraty wartości aktywów trwałych i należności

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. Niemniej w 2015 roku wyniki uległy pogorszeniu (-11,5 mln PLN EBITDA 1-3Q'15) i spółka może dokonać kolejnych odpisów. Obecnie wartość aktywów trwałych Grycksbo to jeszcze ok. 200 mln PLN.

W 1Q'15 spółka dokonała odpisu na należności upadającego dystrybutora PaperlinX UK w kwocie 15,3 mln PLN. W 2Q'15 rezerwa została zmniejszona o 2,2 mln PLN.

▪ Wyższe koszty zamknięcia fabryki w Mochenwangen

W listopadzie spółka poinformowała o zamknięciu fabryki w Mochenwangen z końcem 2015 roku. Na ten cel została zawiązana rezerwa w wysokości 9,3 mln EUR w ciężar kosztów 4Q'15 (ok. 40 mln PLN). Istnieje ryzyko wyższych kosztów zamknięcia fabryki.

▪ Brak oczekiwanych efektów programu redukcji kosztów

W lipcu 2015 roku spółka ogłosiła plan redukcji kosztów mający docelowo przynieść 50 mln PLN oszczędności. Główny nacisk na poprawę rentowności położono w szwedzkim Grycksbo. Istnieje ryzyko niezrealizowania zapowiadanych oszczędności z uwagi na silne związki zawodowe i szwedzkie prawo pracy.

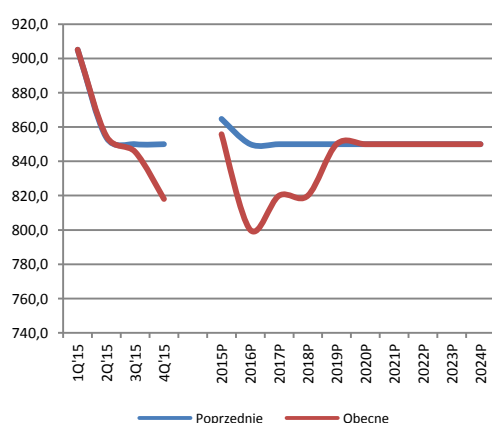
WYCENA SOTP

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 ok. 1,0%) premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta=1,0.

Główne zmiany w modelu (szczegóły stronach 18-19 raportu):

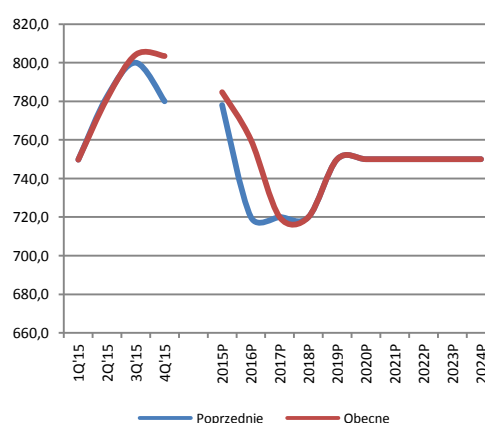
- W lipcu 2015 spółka ogłosiła plan redukcji kosztów mający przynieść do 50 mln PLN oszczędności. Spółka zamierza stworzyć centra usług wspólnych dla spółek z grupy, wprowadzić indywidualne programy poprawy rentowności w fabrykach oraz audyt kosztów usług świadczonych przez podmioty zewnętrzne. Program będzie realizowany co najmniej do czerwca 2016 roku. Zakładamy 25 mln PLN efektów w 2016 roku i 50 mln PLN w 2017 roku;
- W ramach programu restrukturyzacji spółki od 2Q'15 z konsolidacji została wydzielona papiernia w Mochenwangen. W 1Q'15 spółka skonsolidowała ok. 9,2 mln PLN straty EBITDA. Obecnie jej wyniki prezentowane są w działalności zaniechanej. Wygaszenie produkcji ma nastąpić w grudniu'15. Na ten cel została zawiązana rezerwa w wysokości 9,3 mln EUR (ok. 40 mln PLN). Nie przewidujemy wyższych kosztów;
- Zaktualizowaliśmy prognozy uwzględniając mocne wyniki za 2-3Q'15, dwukrotnie lepsze od naszych oczekiwań;
- Zaktualizowaliśmy ceny celulozy BHKP i NBSK. Dla NBSK ścieżka jest niższa w 4Q'15 (818 USD/t vs 850 USD/t poprzednio) i w latach 2016-2019 (800-830 USD/t vs 850 USD/t poprzednio). Projekcje dla BHKP są nieco wyższe w 4Q'15 (803 USD/t vs 780 USD/t poprzednio) i 2016 rok (760 USD/t vs 720 USD/t poprzednio). Niemniej, tak jak wspominaliśmy w raporcie z maja'15, kluczowa dla spółki celuloza BHKP rozpoczęła spadki w 4Q'15 (w grudniu'15 poniżej 800 USD/t), z lekkim opóźnieniem. Spadki cen powinny być wspierane przez wiele czynników, jak wzrost podaży surowca z Brazylii (nowe moce w latach 2015-2017), wysokie marże tamtejszych producentów (ponad 50% marży EBITDA) czy rekordowo wysokie ceny BHKP w realiach brazylijskich (większość produkcji) czy w euro (większość konsumpcji).

Projekcje dla cen NBSK [USD/t]



Źródło: BDM.S.A., Bloomberg, prognozy własne

Projekcje dla cen BHKP [USD/t]

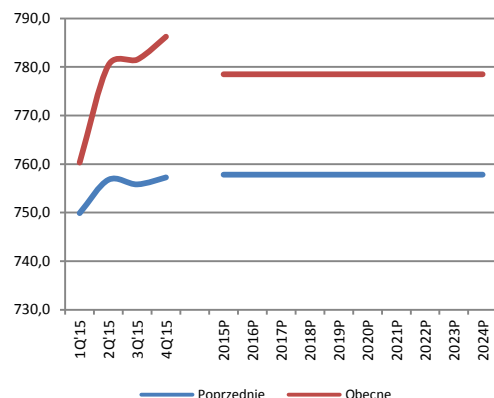


Źródło: BDM.S.A., Bloomberg, prognozy własne

- W 2014 roku średnia cena papieru w spółce spadła o 1,4% r/r w euro. W 1Q'15 spółka z sukcesem wprowadziła podwyżki, czego nie zakładaliśmy (+1,2% q/q, +7 EUR/t). Spółka zapowiedziała dalsze podwyżki (na 4Q'15). Ponadto zaniechanie produkcji papierni Mochenwangen powinno mieć pozytywny wpływ na wzrost średniej ceny papieru. Efekt ten w 2Q'15 był widoczny na poziomie ok. 20 EUR/t;
- Otoczenie walutowe wciąż się nie ustabilizowało i jest nieco mniej korzystne niż zakładaliśmy w raporcie z maja'15. Niemniej w naszej opinii perspektywa parytetu EUR/USD wciąż jest daleka od

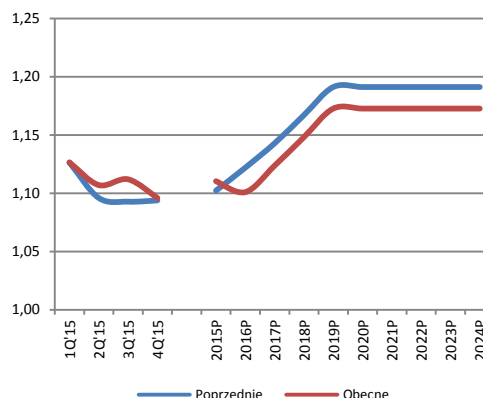
realizacji. W długim terminie, zgodnie z krzywą kontraktów terminowych, zakładamy 1,17 EUR/USD wobec 1,19 poprzednio;

Projekcje dla średnich cen papieru [EUR/t]



Źródło: BDM.S.A., spółka, prognozy własne

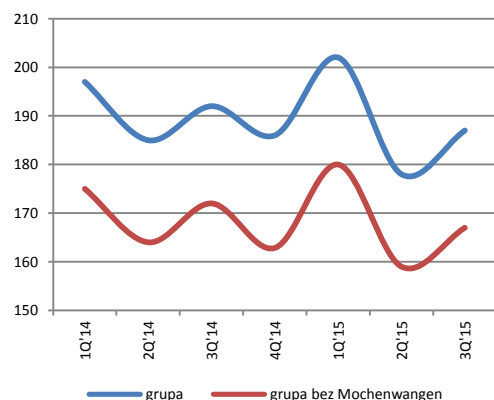
Projekcje dla EUR/USD



Źródło: BDM.S.A., Bloomberg, prognozy z krzywej kontr.

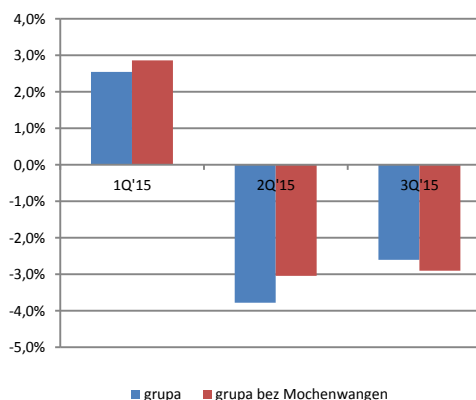
- Po decyzji o zaniechaniu produkcji w Mochenwangen (dekonsolidacja od 2Q'15, wygaszenie produkcji w grudniu'15) skorygowaliśmy wolumeny sprzedaży. W 1Q'15 z fabryki Mochenwangen sprzedano ok 22 tys. ton papieru. Po wyłączeniu z konsolidacji sprzedaż wyniosła tam 39 tys. ton (okres 2-3Q'15). W 4Q'15 zakładamy ok. 2% r/r spadek wolumenu w pozostałych fabrykach. W latach 2016-2024 przyjmujemy przynajmniej utrzymanie sprzedaży;

Wolumeny sprzedaży [tys. ton]



Źródło: BDM.S.A., spółka

Zmiana wolumenów sprzedaży [r/r]



Źródło: BDM.S.A., spółka

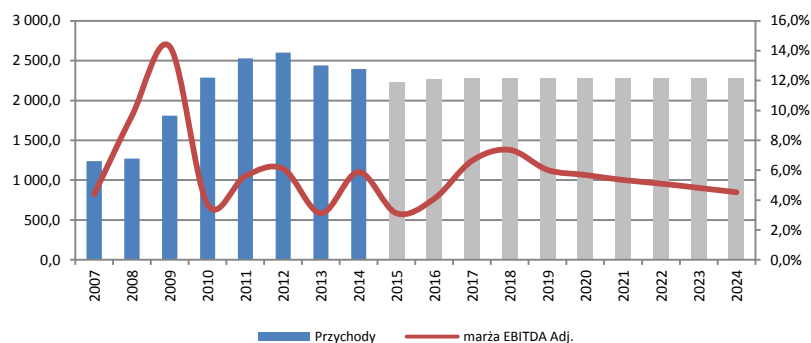
- Nieznacznie obniżyliśmy CAPEX w samym Arctic Paper (o kilka mln PLN) z uwagi na wyłączenie Mochenwangen i znacznie podwyższyliśmy w Rottneros w związku z realizacją programu rozwojowego Agenda 500. W latach 2015-2017 oczekujemy tam ok. 400 mln SEK nakładów (I etap rozbudowy z 410 do 425 tys. ton, poprawienie wykorzystania mocy) a w latach 2018-2022 kolejne 400 mln SEK (łącznie plan 800 mln SEK). Niemniej w swoich prognozach konserwatywnie przyjmujemy maksymalne moce na poziomie 425 tys. ton (sprzedaż ponad 400 tys. ton) wobec ponad 460 tys. ton oczekiwanych przez zarząd Rottneros.

Ponadto:

- Do obliczeń przyjęliśmy 69 288 tys. akcji;
- Efektywną stopę podatkową przyjmujemy zgodnie z reżimem podatkowym Polski (19%) i Szwecji (22%) 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 11 grudnia 2015 roku.

Metoda SOTP dała wartość 1 akcji na poziomie 5,6 PLN (1,9 PLN w przypadku Arctic Paper i 3,7 PLN dla Rottneros).

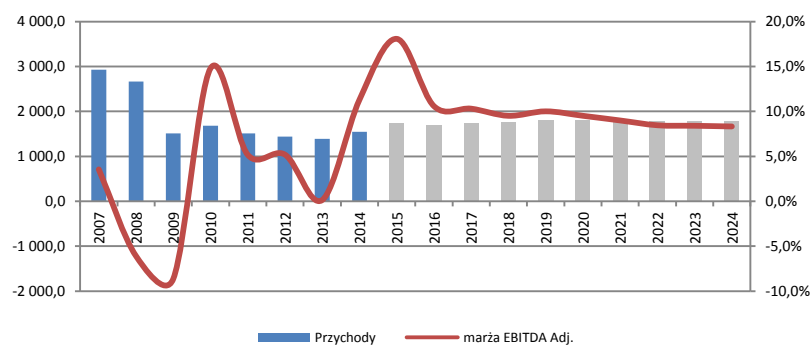
Wybrane dane Arctic Paper- część papiernicza Grupy [mln PLN]



W długim terminie w części papierniczej Arctic Paper oczekujemy 4-5% oczyszczonej marży EBITDA (poprzednio ok. 6%). 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]



W Rottneros nieco podwyższyliśmy założenia (marża EBITDA 8-9% wobec 6% poprzednio) z uwagi na dużo lepsze od oczekiwań wyniki finansowe w 2015 roku, korzystniejszy kurs EUR/USD czy program rozwojowy Agenda 500. W 2014 roku wyniosła ona 11,3%, a w 1-3Q'15 aż 22%.

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	2 957,8	2 988,6	2 996,5	2 961,6	2 971,5	2 971,4	2 971,2	2 971,1	2 970,9	2 970,7
EBITDA	-30,6	238,5	196,7	177,5	237,9	248,7	223,5	211,5	199,4	189,2	182,2	174,8
EBIT	-152,1	116,6	80,9	60,7	115,5	127,1	105,7	96,7	87,1	78,6	72,4	65,2
Zysk brutto	-183,2	77,9	50,3	38,8	95,7	111,2	93,3	87,4	80,9	75,5	71,6	65,5
Zysk netto	-132,7	49,8	-78,2	14,0	67,0	86,5	55,8	52,1	48,6	46,1	43,2	38,5
Marża EBITDA	-1,0%	7,7%	6,6%	5,9%	7,9%	8,4%	7,5%	7,1%	6,7%	6,4%	6,1%	5,9%
Marża EBIT	-4,9%	3,8%	2,7%	2,0%	3,9%	4,3%	3,6%	3,3%	2,9%	2,6%	2,4%	2,2%
Marża netto	-4,3%	1,6%	-2,6%	0,5%	2,2%	2,9%	1,9%	1,8%	1,6%	1,6%	1,5%	1,3%
Arctic Paper jedn. mln PLN	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	2 439,0	2 395,3	2 234,9	2 265,8	2 284,0	2 284,0	2 284,0	2 284,0	2 284,0	2 284,0	2 284,0	2 284,0
EBITDA	-27,3	158,2	56,6	92,6	151,5	168,1	137,5	129,8	122,1	116,5	110,0	103,3
EBIT	-77,9	62,8	-35,1	5,0	62,8	81,7	54,9	50,2	45,1	41,3	35,7	29,1
Zysk brutto	-106,5	24,5	-64,7	-15,7	46,6	69,2	44,0	40,9	38,7	37,8	34,3	28,7
Zysk netto	-106,5	23,3	-61,5	-14,9	37,8	56,0	35,7	33,1	31,3	30,6	27,8	23,2
Marża EBITDA	-1,1%	6,6%	2,5%	4,1%	6,6%	7,4%	6,0%	5,7%	5,3%	5,1%	4,8%	4,5%
Marża EBIT	-3,2%	2,6%	-1,6%	0,2%	2,7%	3,6%	2,4%	2,2%	2,0%	1,8%	1,6%	1,3%
Marża netto	-4,4%	1,0%	-2,8%	-0,7%	1,7%	2,5%	1,6%	1,4%	1,4%	1,3%	1,2%	1,0%
Rottneros jedn. mln PLN	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	673,8	712,0	780,5	804,8	838,3	846,9	859,4	859,2	859,0	858,8	858,6	858,4
EBITDA	-43,7	80,5	141,1	85,2	86,4	80,6	86,0	81,7	77,3	72,7	72,2	71,5
EBIT	-74,2	53,8	115,9	55,7	52,7	45,4	50,9	46,5	42,0	37,3	36,8	36,1
Zysk brutto	-76,6	53,4	115,0	54,5	49,1	42,0	49,3	46,6	42,2	37,7	37,3	36,8
Zysk netto	-76,6	62,1	99,5	42,5	38,3	32,8	38,4	36,3	32,9	29,4	29,1	28,7
Marża EBITDA	-6,5%	11,3%	18,1%	10,6%	10,3%	9,5%	10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,4%	8,3%
Marża EBIT	-11,0%	7,6%	14,9%	6,9%	6,3%	5,4%	5,9%	5,4%	4,9%	4,3%	4,3%	4,2%
Marża netto	-11,4%	8,7%	12,7%	5,3%	4,6%	3,9%	4,5%	4,2%	3,8%	3,4%	3,4%	3,3%

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	2 234,9	2 265,8	2 284,0	2 284,0	2 284,0	2 284,0	2 284,0	2 284,0	2 284,0	2 284,0
EBIT [mln PLN]	45,0	-20,9	5,3	62,8	81,7	54,9	50,2	45,1	41,3	35,7	29,1
Stopa podatkowa	0,0%	0,0%	0,0%	-0,3%	19,3%	19,2%	19,1%	19,1%	19,0%	18,9%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	-0,2	15,8	10,5	9,6	8,6	7,8	6,8	5,5
NOPLAT [mln PLN]	45,0	-20,9	5,3	63,0	65,9	44,4	40,6	36,5	33,5	28,9	23,6
Amortyzacja [mln PLN]	95,7	90,6	87,3	88,7	86,4	82,6	79,5	77,0	75,2	74,3	74,2
CAPEX [mln PLN]	-42,1	-55,1	-59,3	-63,9	-63,9	-64,2	-64,2	-64,2	-67,2	-70,1	-73,1
Koszty zamknięcia Mochenwangen [mln PLN]	-	-39,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
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	-25,2	33,4	87,8	88,4	62,7	55,9	49,3	41,5	33,1	24,7
DFCF [mln PLN]		-25,1	30,9	75,5	70,6	46,4	38,2	31,0	24,0	17,5	12,0
Suma DFCF [mln PLN]		321,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]		219,7	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: -2,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		106,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]		427,7									
Dług netto [mln PLN]		295,7									
Udziały mniejszości [mln PLN]		0,0									
Wartość kapitału [mln PLN]		132,1									
Ilość akcji [mln szt.]		69,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		1,9									

Przychody zmiana r/r	-6,7%	1,4%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	-	-	1082,3%	30,1%	-32,8%	-8,4%	-10,3%	-8,4%	-13,7%	-18,3%	
FCF zmiana r/r	-	-	163,0%	0,7%	-29,1%	-10,8%	-11,9%	-15,8%	-20,3%	-25,5%	
Marża EBITDA	3,1%	4,1%	6,6%	7,4%	6,0%	5,7%	5,3%	5,1%	4,8%	4,5%	
Marża EBIT	-0,9%	0,2%	2,7%	3,6%	2,4%	2,2%	2,0%	1,8%	1,6%	1,3%	
Marża NOPLAT	-0,9%	0,2%	2,8%	2,9%	1,9%	1,8%	1,6%	1,5%	1,3%	1,0%	
CAPEX / Przychody	2,5%	2,6%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,9%	3,1%	3,2%	
CAPEX / Amortyzacja	60,8%	67,9%	72,0%	73,9%	77,7%	80,8%	83,4%	89,3%	94,4%	98,6%	
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%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	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	55,6%	57,2%	63,5%	70,9%	77,4%	84,0%	91,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,5%	5,5%	5,5%	4,4%	4,4%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	44,4%	42,8%	36,5%	29,1%	22,6%	16,0%	9,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	7,4%	7,5%	7,7%	7,7%	8,0%	8,3%	8,6%	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	1 743,8	1 689,4	1 749,5	1 767,6	1 793,6	1 793,2	1 792,8	1 792,4	1 792,0	1 791,6
EBIT [mln SEK]	117,0	259,0	116,9	110,0	94,8	106,1	97,0	87,6	77,9	76,7	75,3
Stopa podatkowa	0,0%	13,5%	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	35,1	25,7	24,2	20,9	23,3	21,3	19,3	17,1	16,9	16,6
NOPLAT [mln SEK]	117,0	224,0	91,2	85,8	74,0	82,8	75,7	68,3	60,7	59,9	58,7
Amortyzacja [mln SEK]	57,0	56,2	62,0	70,4	73,3	73,4	73,6	73,7	73,8	73,9	74,0
CAPEX [mln SEK]	-59,0	-60,0	-200,0	-140,0	-75,0	-75,0	-75,0	-75,0	-75,0	-75,0	-75,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln SEK]	-46,8	-57,1	11,5	-14,5	-3,4	-7,2	0,7	0,8	0,8	0,2	0,2
FCF [mln SEK]	68,2	163,1	-35,3	1,7	68,8	74,0	75,0	67,8	60,3	58,9	57,9
DFCF [mln SEK]		162,5	-33,2	1,5	58,0	58,8	56,3	48,0	40,3	37,1	34,4
Suma DFCF [mln SEK]		463,6									
Wartość rezydualna [mln SEK]		964,3	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln SEK]		573,1									
Wartość firmy EV [mln SEK]		1 036,7									
Dług netto* [mln SEK]		-66,2									
Wartość kapitału [mln SEK]		1 103,0									
Ilość akcji [mln szt.]		153,4									
Wartość kapitału na akcję [SEK]		7,2									

Przychody zmiana r/r	12,6%	-3,1%	3,6%	1,0%	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	121,4%	-54,9%	-6,0%	-13,7%	11,9%	-8,6%	-9,7%	-11,1%	-1,5%	-1,9%	-1,9%
FCF zmiana r/r	139,2%	-	-	3881,6%	7,5%	1,3%	-9,6%	-11,0%	-2,3%	-1,8%	-1,8%
Marża EBITDA	18,1%	10,6%	10,3%	9,5%	10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,4%	8,3%	8,3%
Marża EBIT	14,9%	6,9%	6,3%	5,4%	5,9%	5,4%	4,9%	4,3%	4,3%	4,3%	4,2%
Marża NOPLAT	12,8%	5,4%	4,9%	4,2%	4,6%	4,2%	3,8%	3,4%	3,3%	3,3%	3,3%
CAPEX / Przychody	3,4%	11,8%	8,0%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
CAPEX / Amortyzacja	106,7%	322,6%	198,8%	102,3%	102,1%	102,0%	101,8%	101,7%	101,5%	101,4%	101,4%
Zmiana KO / Przychody	3,3%	-0,7%	0,8%	0,2%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	29,2%	21,2%	24,0%	19,1%	27,8%	180,7%	186,2%	191,9%	44,2%	50,2%	50,2%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Stopa wolna od ryzyka	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
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	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Udział kapitału własnego	100,0%	96,5%	93,4%	93,7%	97,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Udział kapitału obcego	0,0%	3,5%	6,6%	6,3%	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	6,0%	5,9%	5,7%	5,7%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

Źródło: BDM S.A.*- uwzględnia akcje własne 822k szt. wartości ok. 7,2 mln SEK

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 11 grudnia 2015 roku. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 0%.

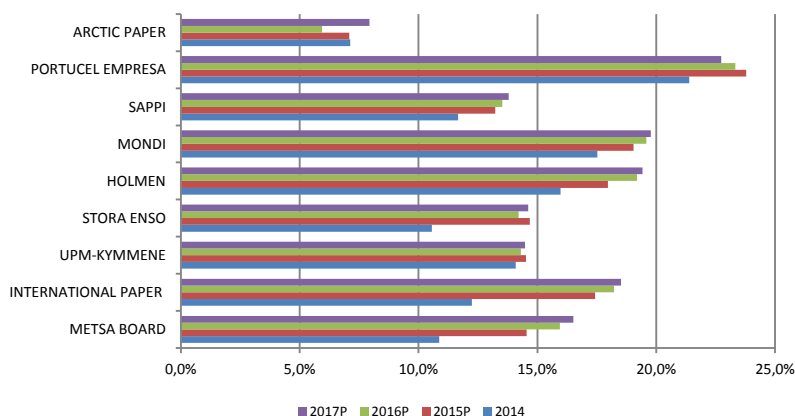
Porównując wyniki Arctic Paper ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 817 mln PLN, co odpowiada 11,8 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 3,40 PLN (bieżąca cena rynkowa) w odniesieniu do wskaźnika EV/EBITDA Arctic Paper jest notowany z ok. 70% dyskontem.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
METSA BOARD	19,3	15,2	12,9	9,3	8,3	7,2	13,8	11,8	9,9
INTERNATIONAL PAPER	11,2	10,8	10,0	6,5	6,2	5,9	9,8	9,4	8,7
UPM-KYMMENE	11,9	14,0	13,4	8,3	8,0	7,6	11,5	12,5	11,8
STORA ENSO	12,4	12,7	11,6	7,3	7,3	6,7	8,0	11,3	10,4
HOLMEN	17,4	15,8	15,2	9,7	8,8	8,4	16,2	14,1	13,3
MONDI	11,6	10,6	9,9	7,0	6,4	5,9	9,6	8,6	7,9
SAPPI	9,8	9,2	9,2	5,5	5,2	5,0	8,9	8,3	7,5
PORTUCEL EMPRESA	15,5	14,6	15,7	9,0	9,1	9,0	13,1	13,1	13,1
Mediana	12,1	13,3	12,3	7,8	7,6	7,0	10,6	11,5	10,2
ARCTIC PAPER	35,3	16,9	3,5	2,0	2,8	1,7	5,3	8,1	3,6
Premia/dyskonto do spółki	190,7%	26,5%	-71,3%	-73,8%	-63,8%	-75,1%	-50,3%	-30,1%	-64,8%
Wycena wg wskaźnika	1,2	2,7	11,9	20,8	15,9	21,4	11,6	6,4	14,4
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		5,2			19,3			10,8	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]	11,8								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 11.12.2015

Marża EBITDA Arctic Paper na tle spółek porównawczych



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE 3Q'15 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

Wyniki 3Q'15

Wyniki okazały się praktycznie dwukrotnie lepsze od naszych jak i rynkowych oczekiwań ! Zaskakuje nie tylko dobry wynik Rottneros (42,5 mln PLN EBITDA vs 23,1 mln PLN oczek.) ale i samej części papierniczej Arctic Paper (28 mln PLN EBITDA vs 10 mln PLN oczek.). Widać, że spółka realizuje plan oszczędności.

W 3Q'15 spółka sprzedała 187 tys. ton papieru (-2,6% r/r), a nie licząc wyłączonej z konsolidacji fabryki Mochenwangen 167 tys. ton (-2,9% r/r). Był to drugi z rzędu kwartał spadku wolumenów r/r. W naszej opinii mógł na to mieć wpływ postój remontowy w największej fabryce w Kostrzynie w 2Q'15 (brak zapasów na mocny sezonowo 3Q). Z drugiej strony pozytywnie zaskoczyła wyższa cena sprzedaży (ponad 1 EUR/t), co zneutralizowało ubytek przychodów przez niższy wolumen i wpłynęło na znaczną poprawę marży.

W Rottneros pozytywnie zaskoczył wyższy wolumen sprzedaży celulozy (+6,2% r/r) mimo postoju remontowego w fabryce Rottneros. Spółka skorzystała również na niższych cenach energii elektrycznej (-52% r/r).

W obu segmentach (papierniczym i celulozowym) jesteśmy natomiast zadowoleni z efektywności kosztowej. Spółka w lipcu'15 wdrożyła program redukcji kosztów mający docelowo przynieść 50 mln PLN oszczędności w skali grupy.

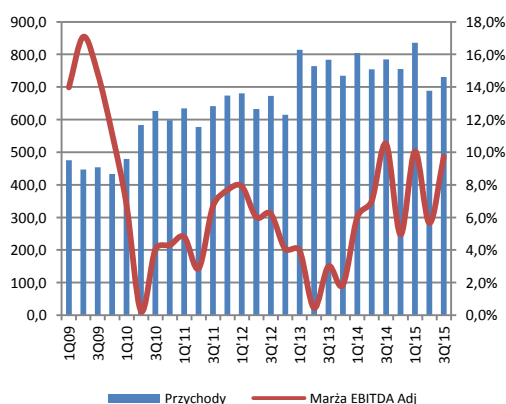
Dzięki dobremu CFO w 3Q'15 (55 mln PLN) dług netto spada z 261 do 243 mln PLN, co stanowi 1,1x oczyszczonej EBITDA.

Wyniki finansowe za 3Q'15 [mln PLN]

	3Q'14	3Q'15	zmiana r/r	3Q'15P BDM	różnica	3Q'15 konsensus	różnica
Przychody	785,2	730,7	-6,9%	729,9	0,1%	740,2	-1,3%
Wynik brutto na sprzedaży	132,5	111,6	-15,8%	80,3	39,0%		
EBITDA	82,6	70,5	-14,6%	33,2	112,5%	44,7	57,6%
Arctic Paper	52,2	28,0	-46,3%	10,0	179,7%		
Rottneros	30,4	42,5	39,7%	23,1	83,5%		
EBIT	53,7	43,0	-19,9%	5,4	698,7%	20,4	111,0%
Zysk brutto	42,4	31,3	-26,2%	-0,9	-		
Zysk netto	25,6	0,4	-98,3%	-19,2	-	-6,0	-
Marża zysku brutto ze sprzedaży	16,9%	15,3%		11,0%		-	
Marża EBITDA	10,5%	9,6%		4,5%		6,0%	
Marża EBIT	6,8%	5,9%		0,7%		2,8%	
Marża zysku netto	3,3%	0,1%		-2,6%		-0,8%	

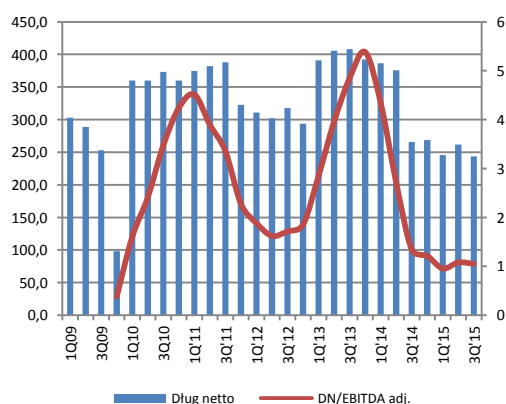
Źródło: BDM, Spółka.

Wybrane skonsolidowane dane finansowe [mln PLN]



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

Dług netto i dług netto/EBITDA [mln PLN]



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

Perspektywa kolejnych kwartałów

W 4Q'15 oczekujemy spadku wyników spółki zarówno w segmencie papieru jak i w celulozie. W segmencie papieru negatywnie na wyniki wpłynie wolumen sprzedaż (-2% r/r), wyższe ceny celulozy liściastej i mniej korzystny kurs EUR/USD. W działalności zaniechanej spółka wykaże rezerwę na wygaszenie produkcji w Mochenwangen w wysokości 9,3 mln EUR. W segmencie celulozy (Rottneros) trwał postój remontowy w celulozowni Valvik (koszt ok. 30 mln SEK). Poza tym ceny NBSK i kurs USD/SEK były mniej korzystne, a ceny energii elektrycznej dużo wyższe niż w minionych kwartałach. Niemniej nasze prognozy na 4Q'15 oceniamy konserwatywnie. Spółka w minionych kwartałach dwukrotnie przebiła nasze oczekiwania.

Wybrane skonsolidowane dane finansowe i główne założenia [mln PLN]

Skonsolidowane	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15P	1Q'16P	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2014	2015P	2016P
Przychody	804,5	753,9	785,2	755,8	836,2	688,2	730,7	702,6	781,2	731,6	760,9	714,9	3 099,4	2 957,8	2 988,6
Zysk brutto ze sprzedaży	103,6	100,8	132,5	93,9	125,9	80,2	111,6	62,3	91,7	87,2	103,7	76,0	430,8	380,0	358,7
EBITDA	48,4	52,8	82,6	54,8	68,8	41,1	71,1	15,7	43,7	46,4	59,3	28,0	238,5	196,7	177,5
EBIT	19,3	24,2	53,7	19,4	37,6	11,9	43,0	-11,7	14,5	17,2	30,1	-1,2	116,6	80,9	60,7
Zysk brutto	11,5	16,5	42,4	7,5	23,8	12,9	31,3	-17,6	9,0	11,7	24,7	-6,6	77,9	50,3	38,8
Zysk netto	5,7	8,4	25,6	10,1	-3,7	-3,5	-3,7	-67,3	-1,6	3,9	15,6	-4,0	49,8	-78,2	14,0
Marża zysku brutto	12,9%	13,4%	16,9%	12,4%	15,1%	11,7%	15,3%	8,9%	11,7%	11,9%	13,6%	10,6%	13,9%	12,8%	12,0%
Marża EBITDA	6,0%	7,0%	10,5%	7,2%	8,2%	6,0%	9,7%	2,2%	5,6%	6,3%	7,8%	3,9%	7,7%	6,6%	5,9%
Marża EBIT	2,4%	3,2%	6,8%	2,6%	4,5%	1,7%	5,9%	-1,7%	1,9%	2,4%	4,0%	-0,2%	3,8%	2,7%	2,0%
Marża netto	0,7%	1,1%	3,3%	1,3%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	-9,6%	-0,2%	0,5%	2,0%	-0,6%	1,6%	-2,6%	0,5%
NBSK [USD/t]	915,6	924,4	928,7	932,3	905,1	854,6	845,5	818,1	800,0	800,0	800,0	800,0	925,3	855,8	800,0
BHKP [USD/t]	767,9	751,6	729,2	735,2	749,7	781,5	804,2	803,4	780,0	760,0	750,0	750,0	746,0	784,7	760,0
EUR/USD	1,37	1,37	1,33	1,25	1,13	1,11	1,11	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,33	1,11	1,10
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	290,0	295,8
Energia [SEK/MWh]	270,0	290,0	310,0	290,0	270,0	200,0	150,0	300,0	275,4	204,0	153,0	306,0	290,0	230,0	234,6

Źródło: BDM, Spółka, Bloomberg, szacunki własne

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

Jednostkowe Arctic Paper	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15P	1Q'16P	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2014	2015P	2016P
Przychody	626,2	576,0	603,8	589,3	643,9	507,2	546,8	537,1	600,2	541,7	572,0	552,0	2 395,3	2 234,9	2 265,8
Zysk brutto ze sprzedaży	72,3	64,5	86,9	67,7	54,0	26,1	55,8	44,8	46,5	49,3	66,4	62,4	291,4	180,7	224,6
EBITDA	31,9	31,7	52,2	42,5	16,1	1,5	28,9	10,0	10,8	21,6	34,9	25,3	158,2	56,6	92,6
EBIT	9,4	10,0	29,7	13,9	-8,9	-21,5	7,1	-10,7	-11,1	-0,3	13,1	3,5	62,9	-34,1	5,3
Zysk brutto	1,6	2,2	18,8	1,6	-22,2	-20,1	-4,3	-17,2	-16,2	-5,5	8,0	-1,6	24,2	-63,8	-15,4
Zysk netto	1,6	2,2	18,8	1,6	-22,2	-20,1	-4,3	-17,2	-16,2	-5,5	8,0	-1,6	24,2	-63,8	-15,4
Marża zysku brutto	11,5%	11,2%	14,4%	11,5%	8,4%	5,1%	10,2%	8,3%	7,7%	9,1%	11,6%	11,3%	12,2%	8,1%	9,9%
Marża EBITDA	5,1%	5,5%	8,6%	7,2%	2,5%	0,3%	5,3%	1,9%	1,8%	4,0%	6,1%	4,6%	6,6%	2,5%	4,1%
Marża EBIT	1,5%	1,7%	4,9%	2,4%	-1,4%	-4,2%	1,3%	-2,0%	-1,8%	-0,1%	2,3%	0,6%	2,6%	-1,5%	0,2%
Marża netto	0,2%	0,4%	3,1%	0,3%	-3,5%	-4,0%	-0,8%	-3,2%	-2,7%	-1,0%	1,4%	-0,3%	1,0%	-2,9%	-0,7%
NBSK [USD/t]	915,6	924,4	928,7	932,3	905,1	854,6	845,5	818,1	800,0	800,0	800,0	800,0	925,3	855,8	800,0
BHKP [USD/t]	767,9	751,6	729,2	735,2	749,7	781,5	804,2	803,4	780,0	760,0	750,0	750,0	746,0	784,7	760,0
EUR/USD	1,37	1,37	1,33	1,25	1,13	1,11	1,11	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,33	1,11	1,10

Źródło: BDM, Spółka, Bloomberg, szacunki własne

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

Jednostkowe Rottneros	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15P	1Q'16P	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2014	2015P	2016P
Przychody	380,0	394,0	404,0	370,0	454,0	456,0	455,0	378,8	425,3	444,8	440,8	378,5	1 548,0	1 743,8	1 689,4
EBITDA	35,0	46,0	67,0	27,0	118,0	90,0	95,0	12,3	69,6	52,4	51,2	5,7	175,0	315,3	178,9
EBIT	21,0	31,0	53,0	12,0	104,0	76,0	81,0	-2,0	54,2	36,9	35,7	-9,8	117,0	259,0	116,9
Zysk brutto	20,0	31,0	52,0	13,0	103,0	75,0	80,0	-1,0	53,5	36,3	35,1	-10,5	116,0	257,0	114,3
Zysk netto	16,0	24,0	41,0	54,0	80,0	81,0	62,0	-0,8	41,7	28,3	27,3	-8,2	135,0	222,2	89,2
Marża EBITDA	9,2%	11,7%	16,6%	7,3%	26,0%	19,7%	20,9%	3,2%	16,4%	11,8%	11,6%	1,5%	11,3%	18,1%	10,6%
Marża EBIT	5,5%	7,9%	13,1%	3,2%	22,9%	16,7%	17,8%	-0,5%	12,7%	8,3%	8,1%	-2,6%	7,6%	14,9%	6,9%
Marża netto	4,2%	6,1%	10,1%	14,6%	17,6%	17,8%	13,6%	-0,2%	9,8%	6,4%	6,2%	-2,2%	8,7%	12,7%	5,3%
NBSK [USD/t]	915,6	924,4	928,7	932,3	905,1	854,6	845,5	818,1	800,0	800,0	800,0	800,0	925,3	855,8	800,0
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	290,0	295,8
Energia [SEK/MWh]	270,0	290,0	310,0	290,0	270,0	200,0	150,0	300,0	275,4	204,0	153,0	306,0	290,0	230,0	234,6
SEK/USD	0,15	0,15	0,14	0,13	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,15	0,12	0,12

Źródło: BDM, Spółka, Bloomberg, szacunki własne

ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA 2015-2017

Niższy o 13% wolumen sprzedaży i wyższa o 2,7% średnia cena papieru wynika głównie z zamknięcia produkcji w Mochenwangen.

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

	2015P			2016P			2017P		
	poprzednio	obecnie	zmiana	poprzednio	obecnie	zmiana	poprzednio	obecnie	zmiana
Przychody	3 119,3	2 957,8	-5,2%	3 139,6	2 988,6	-4,8%	3 126,9	2 996,5	-4,2%
Papier	2 397,1	2 234,9	-6,8%	2 450,4	2 265,8	-7,5%	2 450,4	2 284,0	-6,8%
Celuloza	722,3	722,9	0,1%	689,2	722,7	4,9%	676,5	712,5	5,3%
EBITDA	112,5	196,7	74,9%	168,6	177,5	5,3%	189,1	237,9	25,8%
Papier	22,3	49,4	121,3%	119,3	110,0	-7,8%	148,8	179,7	20,8%
Celuloza	95,6	139,6	46,1%	63,1	79,4	25,8%	60,9	78,5	28,8%
EBIT	-2,5	80,9	-3289,5%	55,8	60,7	8,6%	78,8	115,5	46,5%
Papier	-81,0	-51,2	-36,9%	35,1	23,0	-34,6%	67,0	91,3	36,2%
Celuloza	66,0	109,1	65,3%	34,8	49,9	43,5%	32,7	44,8	37,1%
Wynik netto	-71,5	-78,2	9,3%	12,0	14,0	16,5%	39,2	67,0	70,8%
Marża EBITDA	3,6%	6,6%		5,4%	5,9%		6,0%	7,9%	
Papier	0,7%	1,7%		3,8%	3,7%		4,8%	6,0%	
Celuloza	3,1%	4,7%		2,0%	2,7%		1,9%	2,6%	
Marża EBIT	-0,1%	2,7%		1,8%	2,0%		2,5%	3,9%	
Papier	-2,6%	-1,7%		1,1%	0,8%		2,1%	3,0%	
Celuloza	2,1%	3,7%		1,1%	1,7%		1,0%	1,5%	
Marża netto	-2,3%	-2,6%		0,4%	0,5%		1,3%	2,2%	
Wolumen [tys. ton]	765,0	726,6	-5,0%	765,0	665,6	-13,0%	765,0	665,6	-13,0%
Średnia cena papieru [EUR/t]	757,8	778,5	2,7%	757,8	776,8	2,5%	757,8	778,5	2,7%
CWF FOEX [EUR/t]	650,6	653,2	0,4%	650,6	653,2	0,4%	650,6	653,2	0,4%
NBSK FOEX [USD/t]	864,7	855,8	-1,0%	850,0	800,0	-5,9%	850,0	820,0	-3,5%
BHKP FOEX [USD/t]	778,1	784,7	0,9%	720,0	760,0	5,6%	720,0	720,0	0,0%
EUR/USD	1,10	1,11	0,7%	1,12	1,10	-1,9%	1,14	1,12	-1,7%

Źródło: BDM S.A., szacunki własne. Poprzednie prognozy z dnia 27.05.2015

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	755,5	726,6	665,6	665,6	665,6	665,6	665,6	665,6	665,6	665,6	665,6
zmiana r/r	-4,2%	-0,2%	-3,8%	-8,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
UWF tys. ton	530,2	525,4	494,2	433,2	433,2	433,2	433,2	433,2	433,2	433,2	433,2	433,2
zmiana r/r	-4,2%	-0,9%	-5,9%	-12,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CWF tys. ton	192,2	195,4	197,5	197,5	197,5	197,5	197,5	197,5	197,5	197,5	197,5	197,5
zmiana r/r	-4,2%	1,7%	1,0%	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	344,7	362,3	377,2	391,0	403,8	403,8	403,8	403,8	403,8	403,8	403,8
zmiana r/r	0,1%	4,0%	5,1%	4,1%	3,7%	3,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
na zewnątrz tys. ton	314,6	331,7	341,3	339,5	332,4	323,0	323,0	323,0	323,0	323,0	323,0	323,0
zmiana r/r	0,0%	5,4%	2,9%	-0,5%	-2,1%	-2,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny papierów												
UWF EUR/t	790,4	782,9	753,6	821,9	823,8	823,8	823,8	823,8	823,8	823,8	823,8	823,8
zmiana r/r	-1,7%	-1,0%	-3,7%	9,1%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CWF EUR/t	844,9	823,9	816,7	815,0	816,7	816,7	816,7	816,7	816,7	816,7	816,7	816,7
zmiana r/r	-4,2%	-2,5%	-0,9%	-0,2%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny celulozy												
NBSK USD/t	857,0	925,3	855,8	800,0	820,0	820,0	850,0	850,0	850,0	850,0	850,0	850,0
zmiana r/r	5,3%	8,0%	-7,5%	-6,5%	2,5%	0,0%	3,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
BHKP USD/t	792,1	746,0	784,7	760,0	720,0	720,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0
zmiana r/r	5,5%	-5,8%	5,2%	-3,2%	-5,3%	0,0%	4,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny drewna (papierówki) w Szwecji SEK/m3	290,0	290,0	290,0	295,8	301,7	307,8	313,9	320,2	326,6	333,1	339,8	346,6
zmiana r/r	-2,1%	0,0%	0,0%	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	1,11	1,10	1,12	1,15	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17
zmiana r/r	3,3%	-0,1%	-16,3%	-0,8%	2,1%	2,2%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EUR/PLN	4,20	4,19	4,19	4,38	4,41	4,41	4,41	4,41	4,41	4,41	4,41	4,41
zmiana r/r	0,3%	-0,2%	0,1%	4,7%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EUR/SEK	8,65	9,10	9,36	9,20	9,20	9,20	9,20	9,20	9,20	9,20	9,20	9,20
zmiana r/r	-0,6%	5,2%	2,8%	-1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
SEK/PLN	0,49	0,46	0,45	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48
zmiana r/r	0,9%	-5,2%	-2,7%	6,4%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Teoretyczne spready												
UWF- BHKP EUR/t	194,1	220,5	46,8	131,6	183,0	196,6	184,2	184,2	184,2	184,2	184,2	184,2
zmiana r/r	-11,8%	13,6%	-78,8%	181,2%	39,1%	7,5%	-6,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CWF- BHKP EUR/t	248,5	261,5	109,9	124,6	175,9	189,5	177,1	177,1	177,1	177,1	177,1	177,1
zmiana r/r	-16,6%	5,2%	-58,0%	13,4%	41,1%	7,8%	-6,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CWF FOEX- BHKP EUR/t	79,7	96,8	-53,5	-37,1	12,4	26,1	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6
zmiana r/r	-34,6%	21,5%	-155,3%	-30,7%	-133,6%	109,9%	-47,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NBSK- drewno Szwecja SEK/t*	4 420,6	5 186,7	6 052,5	5 502,2	5 507,3	5 339,9	5 413,3	5 388,2	5 362,6	5 336,5	5 309,8	5 282,6
zmiana r/r	2,1%	17,3%	16,7%	-9,1%	0,1%	-3,0%	1,4%	-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	809,9	847,6	856,1	834,4	816,8	802,1	790,0	782,5	778,9	778,3
Wartości niematerialne i prawne	49,4	50,7	51,8	52,8	53,9	54,8	55,8	56,7	57,5	58,4	59,2	59,9
Rzeczowe aktywa trwałe	790,8	726,4	691,5	728,1	735,6	712,9	694,4	678,9	665,8	657,6	653,1	651,8
Aktywa obrotowe	859,8	919,0	897,5	808,1	836,2	879,4	888,1	900,2	906,2	904,0	911,0	938,1
Zapasy	397,4	376,5	359,3	363,0	364,0	359,7	361,0	360,9	360,9	360,9	360,9	360,9
Należności krótkoterminowe	328,8	346,0	314,9	333,6	334,5	330,6	331,7	331,7	331,7	331,6	331,6	331,6
Inwestycje krótkoterminowe	133,6	196,6	223,3	111,5	137,7	189,1	195,5	207,6	213,6	211,5	218,5	245,6
-środki pieniężne i ekwiwalenty	118,0	158,4	185,1	73,3	99,5	150,9	157,3	169,4	175,4	173,3	180,3	207,4
Aktywa razem	1 784,5	1 762,8	1 707,4	1 655,7	1 692,3	1 713,8	1 704,9	1 702,4	1 696,2	1 686,5	1 689,9	1 716,4
Kapitał (fundusz) własny	515,8	543,6	465,5	479,4	546,4	606,1	627,3	657,1	684,9	711,5	727,0	739,6
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	444,4	458,4	498,6	550,4	583,9	615,2	644,4	662,8	680,1
Zysk (strata) netto	-132,7	49,8	-78,2	14,0	67,0	86,5	55,8	52,1	48,6	46,1	43,2	38,5
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 112,9	1 037,7	1 010,9	924,7	875,6	821,5	772,7	722,6	672,6	622,0	595,6	595,6
Rezerwy na zobowiązania	111,5	122,9	162,7	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	550,1	538,7	524,7	505,5	491,7	476,7	461,7	446,1	446,1	446,1
-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	1 707,4	1 655,7	1 692,3	1 713,8	1 704,9	1 702,4	1 696,2	1 686,5	1 689,9	1 716,4

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	2 957,8	2 988,6	2 996,5	2 961,6	2 971,5	2 971,4	2 971,2	2 971,1	2 970,9	2 970,7
Koszty produktów, tow. i materiałów	2 906,5	2 668,6	2 577,8	2 629,9	2 580,9	2 535,5	2 564,5	2 569,9	2 575,9	2 582,6	2 587,1	2 592,5
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	190,4	430,8	380,0	358,7	415,6	426,0	407,0	401,5	395,3	388,4	383,8	378,2
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	374,3	364,4	334,6	312,6	314,7	313,4	315,7	317,2	318,7	320,3	321,9	323,6
Zysk (strata) na sprzedaży	-183,8	66,4	45,4	46,0	100,9	112,7	91,3	84,3	76,6	68,1	61,9	54,7
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	31,7	50,2	35,5	14,6	14,6	14,5	14,4	12,4	10,5	10,5	10,5	10,5
EBITDA	-30,6	238,5	196,7	177,5	237,9	248,7	223,5	211,5	199,4	189,2	182,2	174,8
EBIT	-152,1	116,6	80,9	60,7	115,5	127,1	105,7	96,7	87,1	78,6	72,4	65,2
Saldo działalności finansowej	-31,1	-38,8	-30,6	-21,8	-19,8	-16,0	-12,4	-9,3	-6,2	-3,1	-0,8	0,3
Zysk (strata) brutto	-183,2	77,9	50,3	38,8	95,7	111,2	93,3	87,4	80,9	75,5	71,6	65,5
Zysk (strata) netto	-132,7	49,8	-78,2	14,0	67,0	86,5	55,8	52,1	48,6	46,1	43,2	38,5

CF [mln PLN]	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy z działalności operacyjnej	14,9	206,4	179,6	111,6	223,9	241,0	200,7	190,9	180,2	171,1	164,9	158,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-85,8	-60,2	-79,1	-152,5	-129,8	-97,9	-97,7	-97,5	-97,3	-100,2	-103,1	-105,8
Przepływy z działalności finansowej	-8,7	-104,4	-73,8	-70,9	-67,9	-91,7	-96,5	-81,3	-76,9	-73,1	-54,8	-25,9
Przepływy pieniężne netto	-79,6	41,9	26,7	-111,8	26,2	51,4	6,4	12,1	6,0	-2,1	7,0	27,2
Środki pieniężne na początek okresu	202,7	118,0	158,4	185,1	73,3	99,5	150,9	157,3	169,4	175,4	173,3	180,3
Środki pieniężne na koniec okresu	118,0	158,4	185,1	73,3	99,5	150,9	157,3	169,4	175,4	173,3	180,3	207,4

Źródło: BDM S.A. *-uwzględnia RMK związane z przejściem 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%	-4,6%	1,0%	0,3%	-1,2%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	-880,4%	-17,6%	-9,7%	34,0%	4,5%	-10,1%	-5,4%	-5,7%	-5,1%	-3,7%	-4,0%
EBIT zmiana r/r	-176,7%	-30,7%	-25,0%	90,4%	10,1%	-16,8%	-8,5%	-10,0%	-9,7%	-7,9%	-10,0%
Zysk netto zmiana r/r	-137,5%	-256,9%	-117,9%	380,2%	29,1%	-35,4%	-6,6%	-6,7%	-5,2%	-6,3%	-10,8%
Marża brutto na sprzedaży	13,9%	12,8%	12,0%	13,9%	14,4%	13,7%	13,5%	13,3%	13,1%	12,9%	12,7%
Marża EBITDA	7,7%	6,6%	5,9%	7,9%	8,4%	7,5%	7,1%	6,7%	6,4%	6,1%	5,9%
Marża EBIT	3,8%	2,7%	2,0%	3,9%	4,3%	3,6%	3,3%	2,9%	2,6%	2,4%	2,2%
Marża brutto	2,5%	1,7%	1,3%	3,2%	3,8%	3,1%	2,9%	2,7%	2,5%	2,4%	2,2%
Marża netto	1,6%	-2,6%	0,5%	2,2%	2,9%	1,9%	1,8%	1,6%	1,6%	1,5%	1,3%
COGS / przychody	86,1%	87,2%	88,0%	86,1%	85,6%	86,3%	86,5%	86,7%	86,9%	87,1%	87,3%
SG&A / przychody	11,8%	11,3%	10,5%	10,5%	10,6%	10,6%	10,7%	10,7%	10,8%	10,8%	10,9%
SG&A / COGS	13,7%	13,0%	11,9%	12,2%	12,4%	12,3%	12,3%	12,4%	12,4%	12,4%	12,5%
ROE	6,9%	-11,2%	1,9%	8,2%	9,7%	6,0%	5,3%	4,8%	4,3%	3,9%	3,4%
ROA	-5,0%	-7,4%	2,8%	-4,6%	0,8%	4,0%	5,0%	3,3%	3,1%	2,9%	2,7%
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%	22,1%	19,7%	16,4%	13,2%	10,4%	7,5%	4,5%	1,6%	0,0%	0,0%
D / E	32,0%	28,3%	24,6%	19,6%	15,3%	11,6%	8,1%	4,8%	1,6%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-33,2%	-37,8%	-36,0%	-17,1%	-12,6%	-11,8%	-9,6%	-7,1%	-4,0%	-1,1%	0,5%
Dług / kapitał własny	58,9%	54,1%	44,7%	33,9%	25,4%	19,0%	13,0%	7,5%	2,5%	0,0%	0,0%
Dług netto	268,5	191,8	253,6	177,4	76,1	19,6	-42,5	-98,5	-146,9	-180,3	-207,4
Dług netto / kapitał własny	0,5	0,4	0,5	0,3	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3
Dług netto / EBITDA	1,1	1,0	1,4	0,7	0,3	0,1	-0,2	-0,5	-0,8	-1,0	-1,2
Dług netto / EBIT	2,3	2,4	4,2	1,5	0,6	0,2	-0,4	-1,1	-1,9	-2,5	-3,2
EV	504,1	427,4	489,2	413,0	311,7	255,2	193,1	137,1	88,7	55,3	28,1
Dług / EV	84,7%	88,2%	66,8%	67,1%	72,8%	69,3%	65,7%	56,1%	29,7%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	2,2%	2,6%	5,2%	4,4%	3,3%	3,4%	3,4%	3,4%	3,5%	3,6%	3,7%
CAPEX / Amortyzacja	56,5%	70,8%	132,2%	107,0%	82,1%	85,0%	87,3%	89,2%	93,3%	96,7%	99,5%
Amortyzacja / Przychody	3,9%	3,9%	3,9%	4,1%	4,1%	4,0%	3,9%	3,8%	3,7%	3,7%	3,7%
Zmiana KO / Przychody	-0,4%	-2,5%	2,0%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-537,5%	51,5%	191,6%	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*	4,7	-	16,9	3,5	2,7	4,2	4,5	4,8	5,1	5,5	6,1
P/BV*	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/CE*	1,4	6,3	1,8	1,2	1,1	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,6
EV/EBITDA*	2,1	2,2	2,8	1,7	1,3	1,1	0,9	0,7	0,5	0,3	0,2
EV/EBIT*	4,3	5,3	8,1	3,6	2,5	2,4	2,0	1,6	1,1	0,8	0,4
EV/S*	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS	10,5	10,1	10,6	11,8	12,9	13,5	14,1	14,8	15,4	15,8	16,2
EPS	0,7	-1,1	0,2	1,0	1,2	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
CEPS	2,5	0,5	1,9	2,7	3,0	2,5	2,4	2,3	2,3	2,2	2,1
FCFPS	2,4	2,9	-0,6	1,4	2,1	1,5	1,3	1,2	1,0	0,9	0,8
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,39	0,50	0,32	0,30	0,28	0,40	0,37
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 3,4 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, handel

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Kupuj	5,6	Kupuj	5,5	11.12.2015	3,4	44 807,8
Kupuj	5,5	Akumuluj	4,05	27.05.2015	3,25	55 746,4
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 4Q'15:

Kupuj	5	26%
Akumuluj	4	21%
Trzymaj	6	32%
Redukuj	3	16%
Sprzedaj	1	5%

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 obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować 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 inwestycyjnej 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 11.12.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 16.12.2015 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 11.12.2015 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.