



Dom Maklerski BDM S.A.

ARCTIC PAPER

RAPORT ANALITYCZNY

Miniony 2016 rok był przełomowy dla spółki. EBITDA segmentu papierniczego sięgnęła blisko 150 mln PLN (najwyżej od 4 lat), a zarząd konsekwentnie realizował założenia programu poprawy efektywności oraz obniżył i zrefinansował zadłużenie, którego struktura jest teraz bezpieczna. W efekcie spółka wydaje się bardziej przygotowana na rosnące koszty celulozy liściastej. Zwracamy uwagę, że za ostatni wzrost cen BHKP w dużej mierze odpowiadały czynniki jednorazowe, jak problemy z uruchomieniem nowych mocy produkcyjnych w Indonezji. Obecnie liczymy, że celuloza BHKP wyczerpała już margines wzrostu, a w 4Q'17 na rynek wejdzie blisko 2 mln ton nowej podaży z brazylijskiej fabryki Fibria. Dodatkowo aby uchronić marżę w 3Q'17, po raczej straconym 2Q'17, czołowi producenci papierów graficznych, w tym Arctic Paper, ogłosili podwyżki cen produktów. W rezultacie, akcentując bardzo niską wycenę rynkową spółki mimo dużo lepszej sytuacji płynnościowej, zdecydowaliśmy się utrzymać zalecenie KUPUJ z ceną docelową 6,0 PLN/akcję.

Dzięki poprawie wyników i ich struktury jednostka w 2016 roku wygenerowała blisko 100 mln PLN wolnych przepływów pieniężnych, przez co zrefinansowała i obniżyła zadłużenie o ok. 60 mln PLN. Od 2013 roku zadłużenie netto spółki (części papierniczej) spadło o ponad 120 mln PLN do 258 mln PLN (koniec'16) i stanowi 1,7x oczyszczonej EBITDA części papierniczej.

Ogłoszony w lipcu'15 program redukcji kosztów dał w 2016 roku efektywnie ponad 30 mln PLN oszczędności. W 2017 roku powinno to być jeszcze blisko 20 mln PLN. Spółka ma miejsce i planuje kolejne inicjatywy kosztowe.

Pod koniec 2016 roku spółka zrefinansowała zapadalne w 2017 roku zadłużenie wydłużając jego termin do 2021/2022 roku, polepszając strukturę (100 mln PLN obligacji) przy obniżonych o ok. 7 mln PLN rocznie kosztach odsetkowych. Sytuacja płynnościowa spółki po redukcji zadłużenia jest obecnie dużo bardziej komfortowa.

Wyniki 1Q'17 były nieznacznie słabsze od naszych oczekiwań i konsensusu. Zawiódł gł. Rottneros, gdzie przez słabszy mix produktowy i strukturę odbiorców, cena sprzedaży celulozy zwiększyła dyskonto do benchmarku.

Na 2Q'17 Rottneros informował o pewnych problemach produkcyjnych w Valvik, co zabrało ok. 4,5 tys. ton wolumenu (uwzględniliśmy w naszych prognozach). W części papierniczą uderzą wysokie koszty celulozy BHKP, która wzrosła w tym okresie o prawie 15% r/r. W rezultacie EBITDA kluczowego segmentu spadnie w okolice 0.

Na 3Q'17 spółka ogłosiła podwyżki cen papierów o 5-8% (zrobiła to większość producentów w Europie). Szacujemy, że podwyżka rzędu 3,6% pozwoli utrzymać marżę EBITDA w wysokości >5%. W 4Q'17 powinna ona wzrosnąć przez oczekiwany spadek kosztów BHKP (nowa podaż). W całym roku EBITDA części papierniczej przekroczy 110 mln PLN, co pozwoli utrzymać dodatnie przepływy pieniężne.

Wskazujemy, że w momencie słabszych wyników spółka ma duże pole optymalizacji cash flow gł. przez CAPEX. Historycznie w części papierniczej wynosił on ok. 50 mln PLN vs nasze założenia ok. 80 mln PLN (>90 mln PLN amortyzacji). Segment papieru jest w stanie generować 100-150 mln PLN EBITDA, co daje potencjał wysokich (>50 mln PLN) FCFF (>15% kapitalizacji całej grupy).

	2014*	2015*	2016*	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	3 099,4	2 965,6	2 967,0	2 950,1	2 922,1	3 030,4
EBITDA adj. [mln PLN]	221,1	219,1	250,1	213,6	248,3	241,4
EBIT adj. [mln PLN]	99,2	100,0	129,2	88,1	110,7	101,8
Wynik netto adj.** [mln PLN]	32,4	25,6	41,9	29,9	50,1	41,1
P/BV	0,6	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
P/E	9,6	12,2	7,4	10,4	6,2	7,6
EV/EBITDA	2,6	2,5	2,3	2,9	2,4	2,2
EV/EBIT	5,9	5,5	4,4	7,1	5,5	5,3

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

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 6,0 PLN

07 CZERWIEC 2017, 09:08 CEST

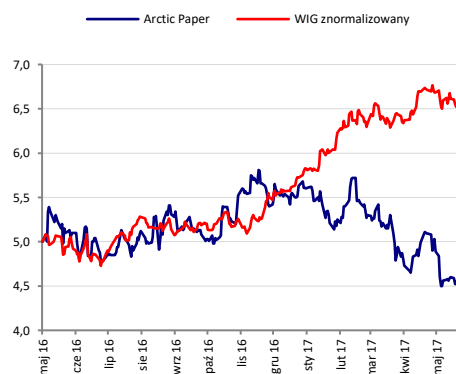
Wycena SOTP [PLN]	6,0
wycena DCF Arctic Paper [PLN]	2,9
wycena DCF Rottneros [PLN]	3,1
Wycena porównawcza [PLN]	14,9
Wycena końcowa [PLN]	6,0
Potencjał do wzrostu / spadku	+33,9%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	4,50
Kapitalizacja [mln PLN]	311,8
Ilość akcji [mln. szt.]	69,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	5,72
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	4,48
Stopa zwrotu za 3 mc	-16,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	-19,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	-15,1%
Struktura akcjonariatu:	
Thomas Onstad wraz z Trebruk i Nemus Holding	68,13%
Pozostali	31,87%

Krystian Brymora

brymora@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.



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
NISKA WYCENA RYNKOWA	3
WYCZERPANIE POTENCJAŁU WZROSTOWEGO NA CELULOZIE LIŚCIASTEJ	5
OGŁOSZONE PODWYŻKI CEN PAPIERÓW GRAFICZNYCH	7
POLE DO DAŁSZEJ OPTIMALIZACJI KOSZTÓW STAŁYCH	7
POPRAWA STRUKTURY WYNIKÓW I CASH FLOW	8
REFINANSOWANIE ZADŁUŻENIA.....	11
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	13
WYCENA SOTP.....	14
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	20
WYNIKI FINANSOWE 1Q'17 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW	21
WYNIKI 1Q'17.....	21
PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW	22
ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA 2016-2018	23
PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2017-2026.....	24
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	25

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 6,0 PLN/akcję. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek z branży papierniczej, oparta na prognozach wyników na lata 2017 – 2019 dała wartość 1 akcji na poziomie 14,9 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 6,0 PLN.

Podsumowanie wyceny

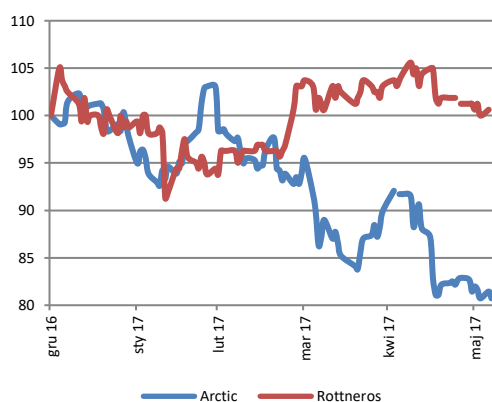
	Waga	Wycena
Wycena SOTP [PLN/akcję]	100%	6,0
Wycena SOTP [mln PLN]		417,3
Wycena Arctic Paper- część papiernicza [mln PLN]		202,0
Wycena Rottneros [mln PLN]*		420,0
Udziały mniejszości [mln PLN]**		-204,7
Wycena metodą porównawczą [PLN/akcję]	0%	14,9
Wycena spółki [PLN]		6,0

Źródło: BDM S.A.*-kurs SEK/PLN 0,43002. **- Arctic Paper posiada 51,27% udziałów w Rottneros

Niska wycena rynkowa

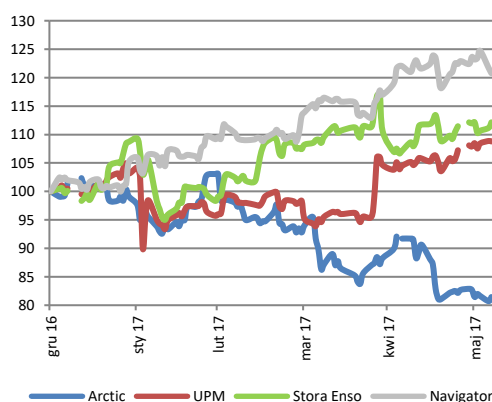
Od początku roku notowania grupy Arctic Paper obniżyły się o ok. 20%, a Rottneros utrzymały się na tym samym poziomie. Kursy akcji dużych grup papierniczych wzrosły w tym czasie o 10-20%.

Kurs akcji Arctic Paper i Rottneros 2017 YTD



Źródło: BDM, Bloomberg, 2016=100

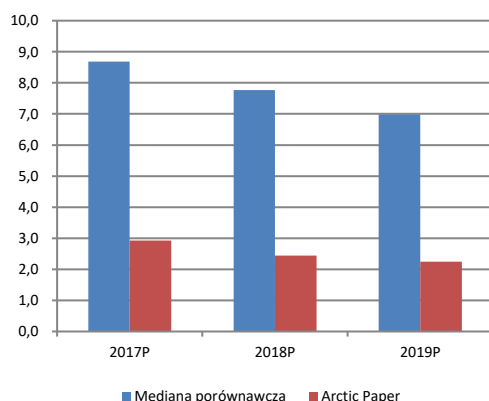
Kursy akcji spółek papierniczych 2017 YTD



Źródło: BDM, Bloomberg, 2016=100

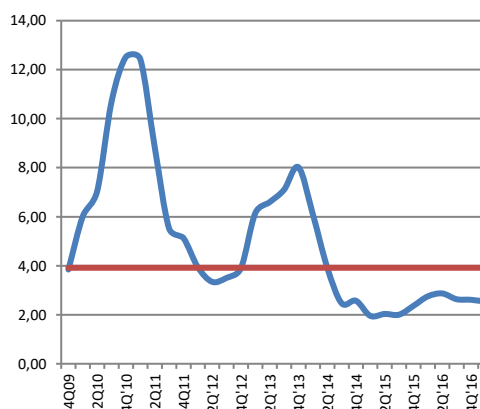
Przy znaczącym spadku kursu akcji grupa handlowana jest z b. dużym, ponad 60% dyskontem do grupy porównawczej i poniżej historycznej średniej. Oczekujemy, że wskaźnik EV/EBITDA w latach 2017-2019 przy bieżącej wycenie rynkowej nie przekracza 3,0x przy długoterminowej średniej 3,9x (25-40% dyskonta).

EV/EBITDA Arctic Paper na tle grupy porównawczej



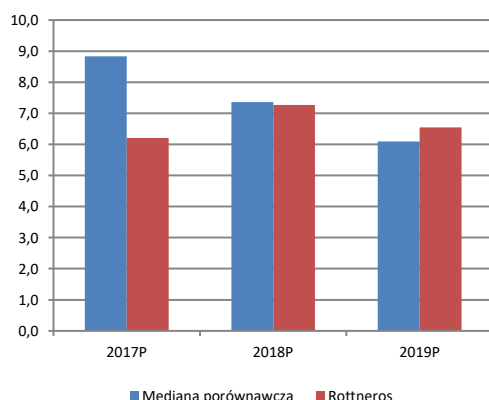
Źródło: BDM, spółka, Bloomberg

Historyczna wycena EV/RBITDA Arctic Paper



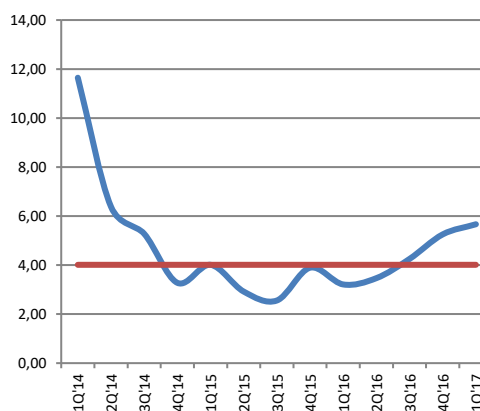
Źródło: BDM, spółka, Bloomberg. Mediana 2009-2017=3,9x. Kurs akcji EoP.

EV/EBITDA Rottneros na tle grupy porównawczej



Źródło: BDM, spółka, Bloomberg

Historyczna wycena EV/Rottneros



Źródło: BDM, spółka, Bloomberg. Mediana 2014-2017=4,0x. Kurs akcji EoP.

Wskazujemy, że nawet po oczyszczeniu wskaźników o udziały mniejszości w Rottneros (48,7%) spółka handlowana jest przy wskaźniku EV/EBITDA istotnie poniżej 4,0x, a bez uwzględniania wyniku Rottneros w okolicach 5,2x EBITDA (na 2017 rok, 4-8x historycznie).

Podstawowe dane i wskaźniki Arctic Paper [mln PLN]

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	3 099,4	2 965,6	2 967,0	2 950,1	2 922,1	3 030,4
Papier	2 395,3	2 224,8	2 219,2	2 187,2	2 157,2	2 242,8
Celuloza	704,0	740,8	747,8	762,9	764,9	787,6
EBITDA	238,5	205,9	245,9	213,6	248,3	241,4
EBITDA adj.	221,1	219,1	250,1	213,6	248,3	241,4
Papier	128,6	76,1	148,5	111,6	154,4	139,4
Celuloza	92,5	143,0	101,5	102,0	93,9	102,0
Zysk netto	49,8	-71,3	39,9	29,9	50,1	41,1
Zysk netto adj. z kontynuowanej	32,4	25,6	41,9	29,9	50,1	41,1
Dług netto	268,5	241,2	257,4	314,2	293,9	229,4
Papier	295,7	316,8	258,4	264,4	210,9	142,9
Celuloza	-27,1	-75,6	-0,9	49,8	83,0	86,5
EV/EBITDA adj.	2,62	2,52	2,28	2,93	2,44	2,24
EV/EBITDA adj. skoryg. o udziały Rottneros*	3,37	3,95	2,84	3,71	2,97	2,94
EV/EBITDA bez Rottneros**	4,72	8,26	3,84	5,16	3,39	3,26
P/E adj. z kontynuowanej	9,63	12,17	7,44	10,42	6,22	7,59

Źródło: BDM, spółka. *- EBITDA i dług netto pomniejszone o udziały mniejszości w Rottneros (48,7%). **- bez uwzględniania EBITDA i długu netto Rottneros

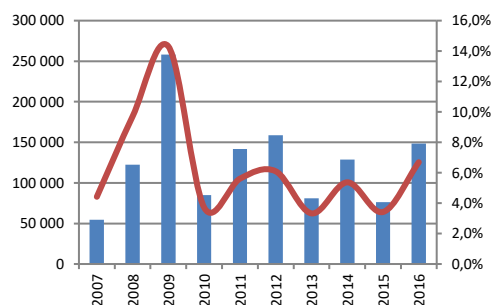
Przy bieżącym kursie rynkowym wartość pakietu akcji Rottneros (51,3%) wynosi 288 mln PLN. Dług netto samej części papierniczej Arctic Paper kształtuje się na poziomie 267 mln PLN. Przy potencjalnej sprzedaży Rottneros spółka miałaby więc gotówkę netto. Sama część papiernicza jest w stanie generować powtarzalną EBITDA na poziomie 112-150 mln PLN EBITDA (marża 5-7%). Historycznie w latach 2007-2016 mediana rocznej EBITDA części papierniczej to 126 mln PLN (min. 54 mln PLN, max. 258 mln PLN, mediana marży EBITDA 5,5%). Potencjalne wskaźniki EV/EBITDA po wyłączeniu Rottneros kształtują się na poziomie 2-3x EBITDA.

Arctic Paper przy potencjalnej sprzedaży Rottneros

	Grupa Arctic Paper	Rottneros	Arctic Paper (bez Rottneros)
Kurs akcji	4,50 PLN	8,05 SEK	4,50 PLN
Kapitalizacja MPLN	311,8	560,8	311,8
Dług netto 1Q'17	267,5	0,9	266,6
EV MPLN	579,3	561,7	
EBITDA 12m (1Q'17) MPLN	250,5	101,6	149,0
EV/EBITDA	2,3	5,5	
Udziały Arctic Paper		51,3%	
MC przypadająca na AP		287,5	
EV dla Arctic Paper		288,4	290,8
EV/EBITDA			1,95

Źródło: BDM, spółka.

Historyczna EBITDA części papierniczej AP



Źródło: BDM, spółka [tys. PLN]. Lewa skala: EBITDA, prawa: marża

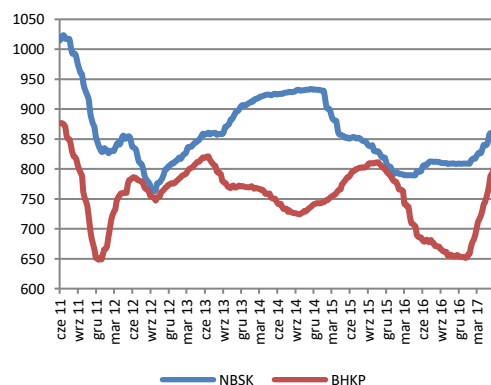
Wyczerpanie potencjału wzrostowego na celulozie liściastej

Od początku roku (2017 YTD) ceny celulozy liściastej, głównego składnika kosztów części papierniczej, wzrosły o 25% (z 650 na 820 USD/t). Ceny celulozy iglastej wzrosły w tym czasie zaledwie o 9%. W rezultacie różnica między ceną NBSK a BHKP spadła ze 150 do 60 USD/t. Efekt ten (negatywny) będzie widoczny w wynikach grupy szczególnie w 2Q'17.

Za wzrost cen celulozy liściastej w 2017 roku odpowiadały głównie czynniki jednorazowe związane z problemami technologicznymi nowej fabryki celulozy APP OKI w Indonezji (2 mln ton). Moce z nowych instalacji miały wejść na rynek w 4Q'16. Tymczasem dotychczas spółka nie dostarczyła znaczących wolumenów tłumacząc się problemami z jakością. Prawdopodobnie spółka nie dostarczy produktu do końca 2017 roku. Dodatkowo z rynku zostały wycofane indonezyjskie instalacje APRIL (-1 mln ton) w związku z częściową integracją pionową biznesu. W rezultacie przy rocznym wzroście popytu o 1-1,3 mln ton powstał deficyt, znacząca redukcja zapasów i w konsekwencji silny wzrost cen BHKP.

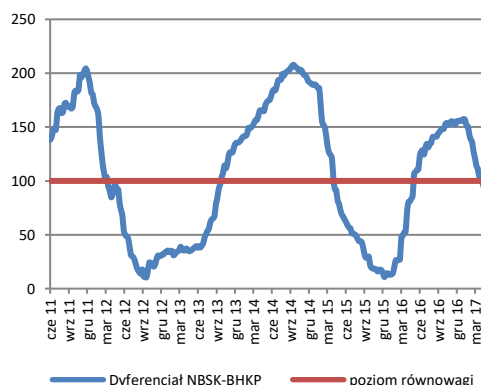
Ostatnie komunikaty głównych producentów sugerują jeszcze jedna podwyżkę cen BHKP do 820/860 USD/t w czerwcu'17. Oczekujemy, że wyczerpie to potencjał kolejnych podwyżek. Zakładamy utrzymanie się średniego poziomu 820 USD/t w 3Q'17 i spadek do 760 USD/t w 4Q'17 w związku z wejściem na rynek 1,95 mln ton nowej produkcji z Ameryki Południowej (Fibria). Rozruch fabryki planowany jest we wrześniu, a pierwsze wolumeny mają trafić na rynek w 4Q'17. Duży wzrost podaży spodziewamy jest w 2018 roku, kiedy z problemami upora się APP OKI (spadek do 680 USD/t w '18 i wzrost do 720 USD/t w 2019 roku).

Ceny celulozy NBSK i BHKP [USD/t]



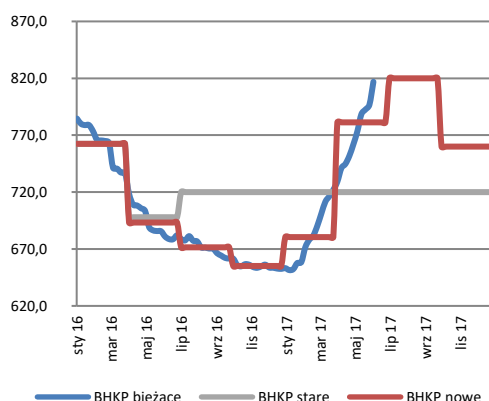
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Spread między NBSK a BHKP [USD/t]

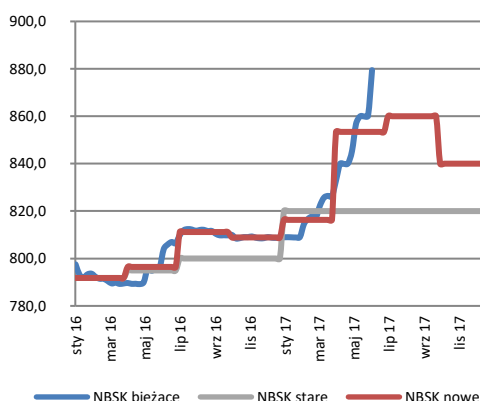


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Ceny celulozy BHKP- bieżące vs prognozy BDM



Ceny celulozy NBSK- bieżące vs prognozy BDM



Źródło: BDM S.A., Bloomberg. Stare prognozy z 13.06.2016 Źródło: BDM S.A., Bloomberg. Stare prognozy z 13.06.2016

Kontrybucja wyników Arctic Paper i Rottneros

Firma	Kraj	Rodzaj	Moce produkcyjne	rok wdrożenia
Vinapaco	Wietnam	CTMP	100	2012
Tan Mai Paper	Wietnam	CTMP	200	2012
CMPC	Chile	NBSK	100	2012
Ililim Group / IP	Rosja	NBSK	550	2012
Ililim Group / IP	Rosja	NBSK	-150	2012
Eldorado	Brazylia, Tres Lagoas	BHKP	1 500	4Q'12
inne		BHKP	-105	
RAZEM 2012			2 195	
Ililim 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	1 300	4Q'13
inne		BHKP	-425	
RAZEM 2013			135	
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 2015			1 300	
Klabin	Brazylia, Parana	BHKP	1 100	2Q'16
Klabin	Brazylia, Parana	NBSK	400	2Q'16
APP OKI	Indonezja, Sumatra	BHKP	2 000	4Q'16
RAZEM 2016			3 500	
Fibria	Brazylia, Tres Lagoas II	BHKP	1 950	4Q'17
APRIL	Indonezja: Kernici, Rizhao, Jiangmen		-1 000	2017
RAZEM 2017P			950	
Metsa	Estonia, Äänekoski	NBSK	530	4Q'18
RAZEM 2018			530	

Źródło: BDM S.A., spółki

Ogłoszone podwyżki cen papierów graficznych

W związku ze znaczącym wzrostem cen celulozy czołowi producenci papierów graficznych w Europie ogłosili wprowadzenie podwyżek cen papierów rzędu 3-8% od lipca'17. Arctic Paper ogłosił podwyżki 5-8% od 15 czerwca'17.

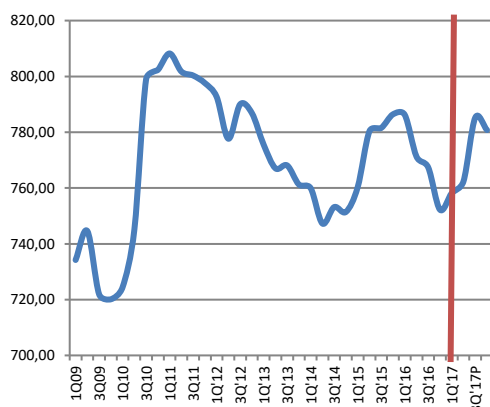
W prognozie zakładamy, że część podwyżek uda się wprowadzić. Szacujemy, że do 3Q'17 średnia cena papieru w grupie Arctic Paper (UWF i CWF) wzrośnie o ok. 3,6%. Pozwoli to utrzymać marżę EBITDA >5% w 3Q'17 a do końca roku da ok. 40 mln PLN EBITDA.

Ogłoszone publicznie zapowiedzi podwyżek cen papierów

Firma	Zdolności papierów graficznych Europa [mln ton]	Podwyżka	Termin od
Navigator	1,6	3-5% UWF	lipiec'17
Sappi	3,0	5% CWF	lipiec'17
Burgo	2,2	4-5%	lipiec'17
Heinzel		8% SC	lipiec'17
Arctic Paper	0,7	5-8% (UWF-CWF)	czerwiec'17

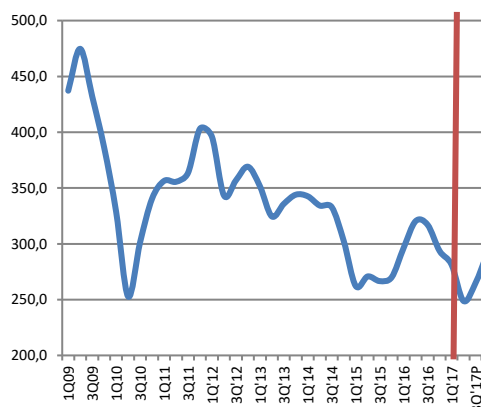
Źródło: BDM S.A., spółki

Średnia cena papieru Arctic Paper [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., spółka

Teoretyczna marża na produkcji papieru [EUR/t]*



Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg. *- papier- celuloza BHKP i NBSK

Pole do dalszej optymalizacji kosztów stałych

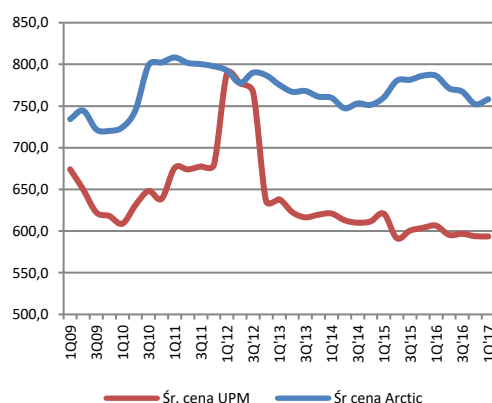
W lipcu 2015 roku spółka ogłosiła plan redukcji kosztów mający docelowo przynieść 50 mln PLN oszczędności. Główny nacisk na redukcję kosztów dotyczył:

- zamknięcia fabryki w Mochenwangen (z końcem 2015 roku, w działalności zaniechanej od 2Q'15);
- zmiany organizacji sprzedaży w tym przeniesienia centrum dystrybucyjnego ze Szwecji do Polski;
- redukcji zatrudnienia w Grycksbo (40 osób, 12 mln PLN oszczędności efektywnie od 2017 roku);

Na konferencji po 2016 roku zarząd podsumował efekty wprowadzonego programu poprawy efektywności. Jego efekty w 2016 roku sięgnęły 45 mln PLN. Niemniej koszty odpraw etc. wyniosły ok. 12 mln PLN (ponoszone gł. w 1H'16).

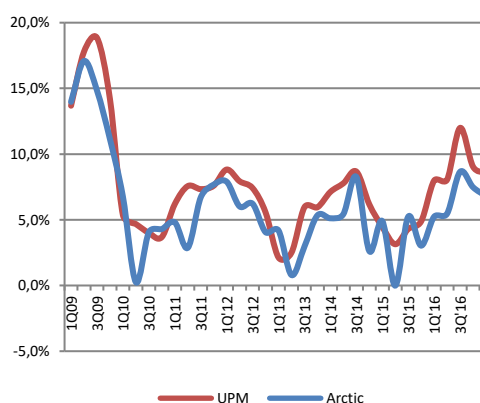
Efektywnie program redukcji kosztów dał w 2016 roku ok. 33 mln PLN. W 2017 roku powinno to być jeszcze blisko 20 mln PLN. Zarząd zapowiedział kolejne inicjatywy kosztowe. Porównując średnią cenę papieru, która jest wyższa w Arctic Paper z niższą realizowaną marżą w stosunku do UPM Paper widzimy duże pole do takich inicjatyw.

Średnia cena papieru Arctic Paper vs UPM [EUR/t]



Źródło: BDM S.A., spółka, UPM

Marża EBITDA oczyszczona UPM vs Arctic Paper

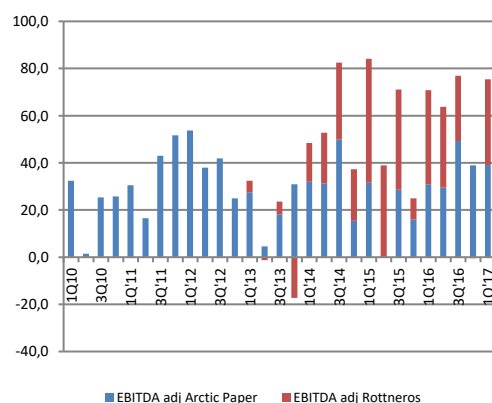


Źródło: BDM S.A., spółka, UPM

Poprawa struktury wyników i cash flow

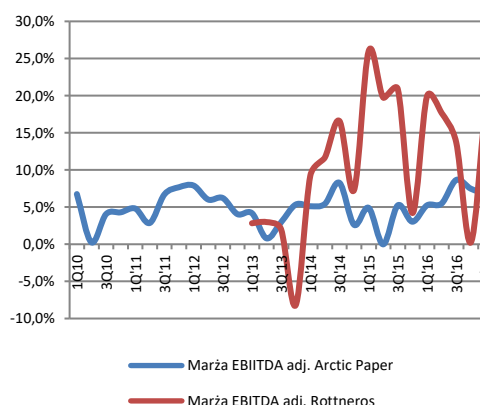
W 2016 roku ciężar generowania wyników ponownie przesunął się w stronę części papierniczej Arctic Paper, która wygenerowała ok 60% EBITDA Grupy. Taka sytuacja znacząco poprawiła sytuację płynnościową spółki. Liczymy, że w kolejnych kwartałach segment papieru będzie dostarczał 40-60% EBITDA grupy.

Kontrybucja wyników Arctic Paper i Rottneros [mln PLN]



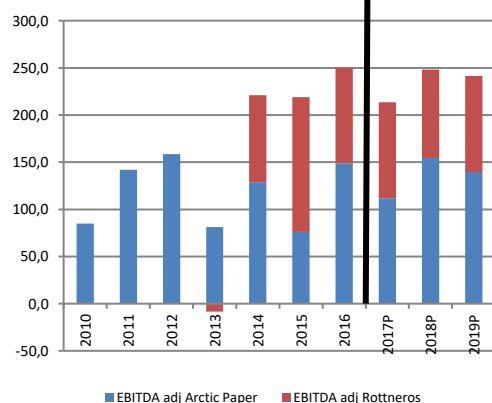
Źródło: BDM S.A., spółki

Marża EBITDA Arctic Paper i Rottneros



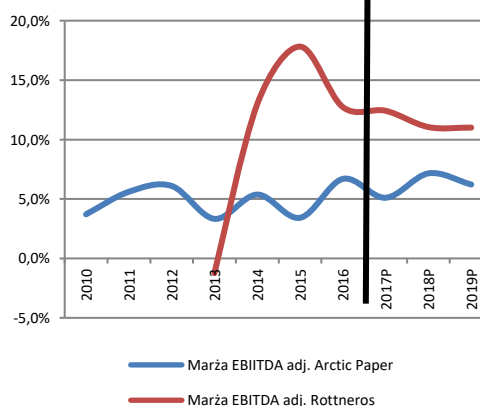
Źródło: BDM S.A., spółki

Kontrybucja wyników Arctic Paper i Rottneros- prognoza



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

Marża EBITDA Arctic Paper i Rottneros- prognoza



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

Dzięki poprawie wyników i ich struktury (>50% EBITDA z części papierniczej grupy) jednostka w 2016 roku wygenerowała blisko 100 mln PLN wolnych przepływów pieniężnych, przez co zrefinansowała i obniżyła zadłużenie o blisko 60 mln PLN. Od 2013 roku zadłużenie netto spółki spadło o ponad 120 mln PLN do 258 mln PLN (koniec '16) i stanowi 1,7x oczyszczonej EBITDA części papierniczej.

CAPEX w części papierniczej w ostatnich latach kształtował się na poziomie 50-70 mln PLN przy amortyzacji >90 mln PLN. Oczyszczona EBITDA w tym samym okresie kształtowała się na poziomie 76-158 mln PLN (min 2015 rok, max 2012 rok). W 2017 roku spodziewamy się ok. 112 mln PLN EBITDA.

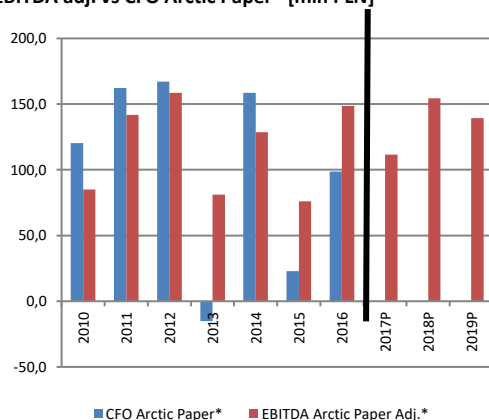
Zarząd na 2017 rok zapowiedział CAPEX w części papierniczej w wysokości ok. 80 mln PLN vs 50 mln PLN w '16. W 1Q'17 zrealizował w tym obszarze zaledwie 12 mln PLN. W naszej prognozie kalkulujemy 80 mln PLN nakładów (w 2018 roku 80 mln PLN + 40 mln PLN na rozbudowę mocy produkcyjnych w Kostrzynie). Jest to szacunek bardzo konserwatywny.

W krytycznym scenariuszu (bez podwyżek cen papierów) EBITDA w podstawowym segmencie w 2017 roku będzie zbliżona do wyników z 2015 roku czyli 70-80 mln PLN EBITDA. Nie powinno być to zagrożeniem dla płynności spółki. Zwracamy w tym przypadku uwagę na:

- duże pole do optymalizacji CAPEX (w ostatnich latach ok. 50 mln PLN przy amortyzacji >90 mln PLN, w '17 oczekujemy 80 mln PLN);
- wysoką dywidendę z Rottneros (w latach 2015-2016 ok. 46 mln PLN dla Arctic Paper);
- refinansowanie zadłużenia w 2016 roku (w strukturze zadłużenia pojawiło się 100 mln PLN obligacji z terminem wykupu 2021 rok);
- obniżenie zadłużenia Arctic Paper o ok. 120 mln PLN w ostatnich 3 latach;

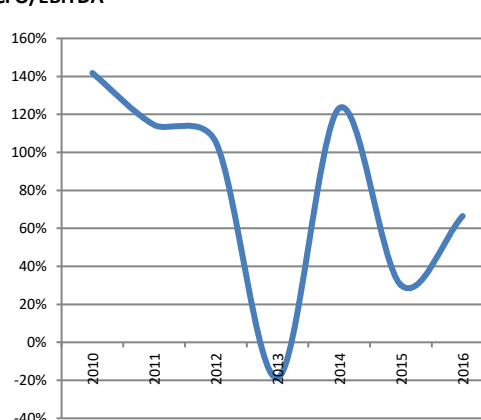
W 2017 roku przy słabszych wynikach i rozwiązaniu rezerwy na zamknięcie Mohenwangen (jeszcze ok. 29 mln PLN) oraz założeniu całkiem wysokiego CAPEX (80 mln PLN) oczekujemy neutralnych przepływów pieniężnych dla jednostki dominującej Arctic Paper. Od 2018/2019 roku spółka powinna generować średnio >50 mln PLN wolnych przepływów pieniężnych (>100 mln PLN w 2016, 2014 i 2012 roku) czyli ok. 15% bieżącej kapitalizacji całej grupy Arctic Paper.

EBITDA adj. vs CFO Arctic Paper* [mln PLN]



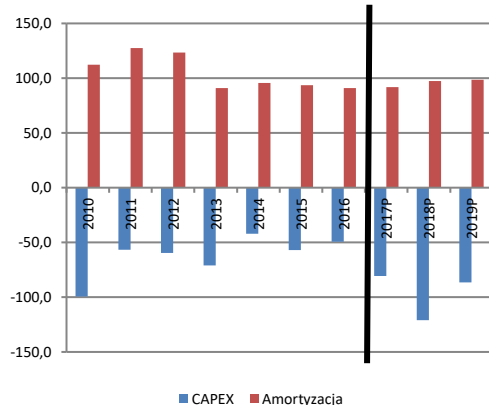
Źródło: BDM S.A., szacunki własne, *- bez Rottneros

CFO/EBITDA*



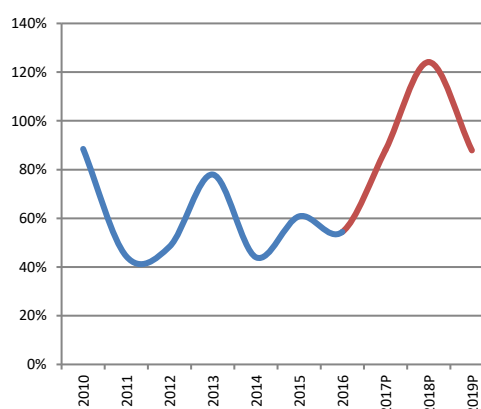
Źródło: BDM S.A., szacunki własne, *- bez Rottneros

CAPEX i amortyzacja Arctic Paper* [mln PLN]



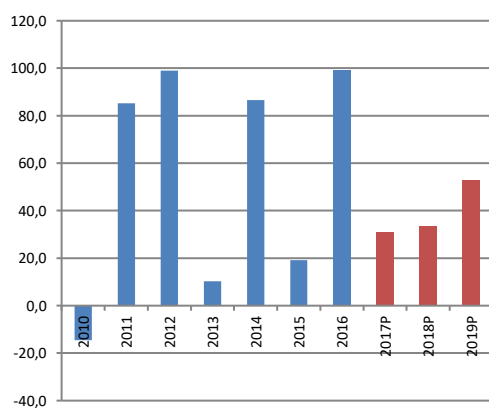
Źródło: BDM S.A., szacunki własne, *- bez Rottneros

CAPEX/Amortyzacja*



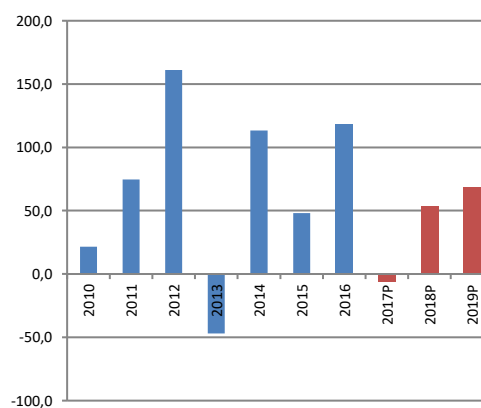
Źródło: BDM S.A., szacunki własne, *- bez Rottneros

EBITDA adj. – CAPEX* [mln PLN]



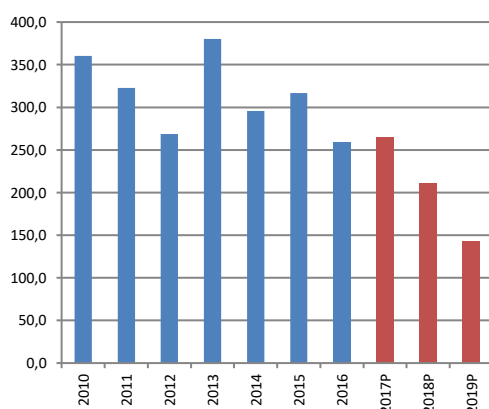
Źródło: BDM S.A., szacunki własne, *- bez Rottneros

FCF przed finansowaniem Arctic Paper* [mln PLN]



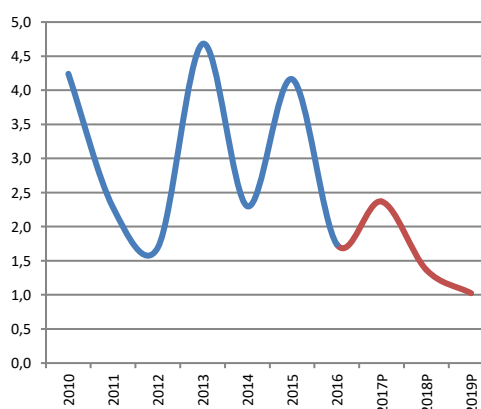
Źródło: BDM S.A., szacunki własne, *- bez Rottneros

Dług netto Arctic Paper* [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., szacunki własne, *- bez Rottneros

Dług netto/EBITDA Arctic Paper*



Źródło: BDM S.A., szacunki własne, *- bez Rottneros

Refinansowanie zadłużenia

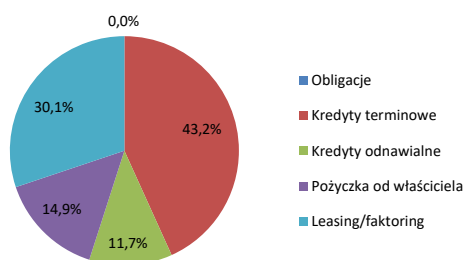
W maju'16 spółka podała, że pracuje nad refinansowaniem zadłużenia. Rozważane były 2 opcje: pozyskanie środków poprzez emisję obligacji denominowanych w walucie PLN, które miałyby zostać wyemitowane przez spółkę w ramach programu emisji obligacji do łącznej kwoty 150 mln PLN lub nadrzędne kredyty terminowe i odnawialne do łącznych kwot 85,7 mln euro oraz 47 mln PLN.

We wrześniu'16 spółka wyemitowała obligacje serii A o wartości 100 mln PLN i zapadalności w sierpniu 2021 roku. W październiku'16 zrefinansowała resztę zadłużenia zapadalnego w 2017 roku. Łącznie kwota refinansowania sięgnęła >270 mln PLN. Spółka otrzymała kredyty terminowe (w tym 52 mln PLN z EBOR na inwestycje w Kostrzynie) i odnawialne.

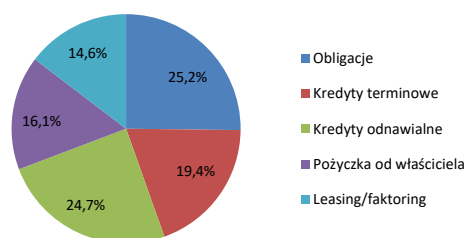
Dzięki refinansowaniu spółka:

- obniżyła zadłużenie o ok. 60 mln PLN;
- wydłużyła termin zapadalności długu z 2017 na 2021/2022 rok;
- zmieniła strukturę zadłużenia na bardziej bezpieczną (100 mln PLN obligacji);
- obniżyła koszty odsetkowe o ok. 7 mln PLN rocznie (szacunek BDM);
- pozyskała finansowanie na projekt rozbudowy mocy w Kostrzynie (52 mln PLN od EBOR);
- usprawniła zarządzanie gotówką w grupie (cash pooling);
- ustaliła nowe, bezpieczne wartości kowenantów;

Struktura zadłużenia 2015 rok- przed refinansowaniem



Struktura zadłużenia 2016 rok- po refinansowaniu



Źródło: BDM S.A., spółka

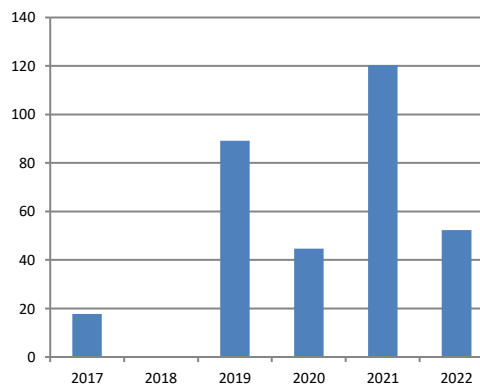
Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura zadłużenia 2016 rok- po refinansowaniu

Finansowanie	Mln PLN	Zapadalność
Obligacje PLN	97,6	sie-21
EBOR w EUR	52,4	sie-22
BZW PLN	11,4	sie-21
BGZ w EUR	11,4	sie-21
odnawialny Danske SEK	6,5	gru-17
odnawialne BGZ i BZW w PLN	49,3	sie-19
odnawialne w EUR	39,8	sie-19
pożyczka Onstad EUR	44,6	kwi-20
pożyczka Onstad EUR	17,8	lip-17
Leasingi/faktoring	56,8	
RAZEM	387,6	

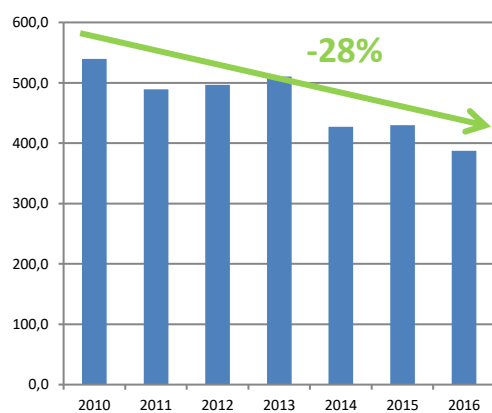
Źródło: BDM S.A., spółka

Zapadalność zadłużenia [mln PLN]



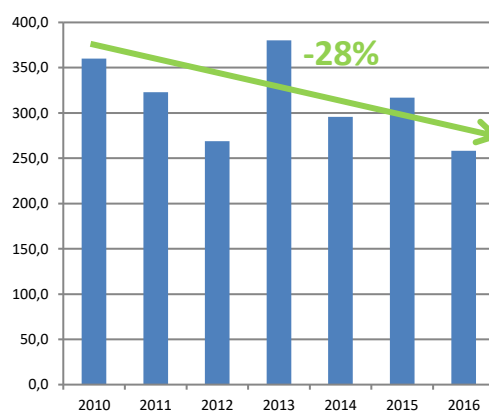
Źródło: BDM S.A., spółka. Bez faktoringu i leasingu

Dług brutto Arctic Paper* [mln PLN]



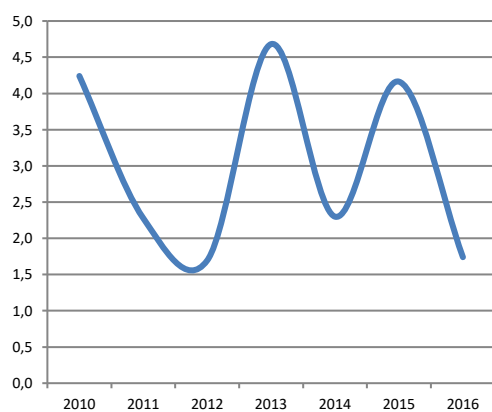
Źródło: BDM S.A., szacunki własne, *- bez Rottneros

Dług netto Arctic Paper* [mln PLN]



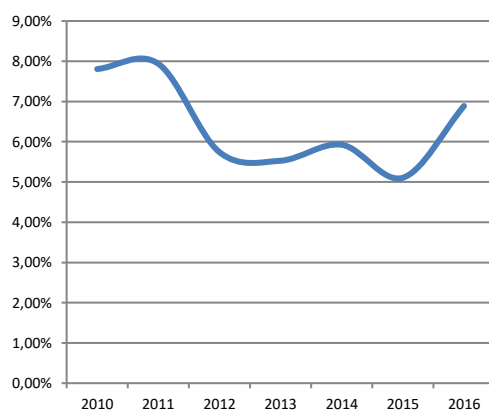
Źródło: BDM S.A., szacunki własne, *- bez Rottneros

Dług netto/EBITDA Arctic Paper*



Źródło: BDM S.A., szacunki własne, *- bez Rottneros

Średnie oprocentowanie zadłużenia Arctic Paper*



Źródło: BDM S.A., szacunki własne, *- bez Rottneros

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Brak zapowiedzianych podwyżek cen papierów

Spółka zapowiedziała wprowadzenie podwyżek cen papierów od 15 czerwca rzędu 5-8%. Wcześniej na taki ruch zdecydowali się główni konkurenci. Zakładamy, że ok. 3,6% podwyżka w 3Q'17 pozwoli na utrzymanie marży EBITDA >5%. Do końca roku da to efekt ok. 40 mln PLN EBITDA. W przeciwnym razie (bez podwyżek cen) EBITDA części papierniczej ukształtuje się na poziomie ok. 70 mln PLN (zbliżona do słabego 2015 roku).

▪ 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 2015-2007 rynek bezdrzewnych papierów graficznych tracił średniorocznie od 2,0% (UWF, skumulowany spadek 14%) do 4,4% (CWF, skumulowany spadek 30%). W 2016 roku stracił aż 4% w UWF i 6% w CWF. Spadek popytu zmusił i zmusza wielu producentów do wycofania się z tego obszaru rynku. Niemniej wciąż obserwowana jest nadpodaż.

W 3Q'13 spółka zamknęła jedną maszynę papierniczą w Mochenwangen, 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 gotówkowej straty EBITDA).

▪ 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). W 2014 roku otoczenie było ponownie sprzyjające (spread ok. 200 USD/t) w kolejnym roku dramatycznie się zmienić. W 2016 roku spółka korzystała z rosnącego spreadu. Obecnie, od stycznia'17 obserwujemy ponownie spadek spreadu w związku ze znaczącym wzrostem cen BHKP (efekt mniejszej podaży, problemy APP OKI z nową fabryką). Liczymy, że od 4Q'17 trend zmieni się na bardziej sprzyjający dla 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. Kurs w okolicy 1,05-1,10 utrzymywał się do maja'17. Obecnie EUR/USD próbuje odreagowywać. W dłuższym terminie liczymy na umocnienie euro do dolara do ok. 1,23 (prognozy zgodnie z krzywą kontraktów terminowych).

▪ Wysokie zadłużenie

W 1Q'17 dług netto ukształtował się na poziomie 268 mln PLN czyli 1,1x skonsolidowanej EBITDA i dotyczył praktycznie tylko części papierniczej (267 mln PLN). Od 2013 roku spółka zredukowała zadłużenie o ok. 130 mln PLN, a w 2016 roku zrefinansowała wszystkie kredyty na kredyty/obligacje z terminem zapadalności 2021-2022 rok.

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

W ostatnich latach spółka dokonywała odpisów wartości aktywów trwałych fabryki Mochenwangen (obecnie zamknięta) i Grycksbo. Niemniej dzięki szeroko zakrojonemu programowi restrukturyzacyjnemu szwedzka papiernia zakończyła 2016 rok ok. 2,5 mln PLN zyskiem wobec 10 mln PLN straty na poziomie EBITDA w 2015 roku. Gdyby otoczenie rynkowe się pogorszyło, a program efektywnościowy nie przyniósł zakładanych efektów, spółka może dokonać kolejnych odpisów. Obecna 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'15 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.

▪ Brexit i ryzyko osłabienia funta

UK to jeden z głównych rynków sprzedaży spółki stanowiący ok. 7,3% całkowitych przychodów grupy (2016 rok). W latach 2016-2009 spółka notowała tam jedną z wyższych dynamik wzrostu (CAGR 9%). W przypadku „twardego” Brexitu istnieje ryzyko dalszego osłabienia funta i utraty konkurencyjności.

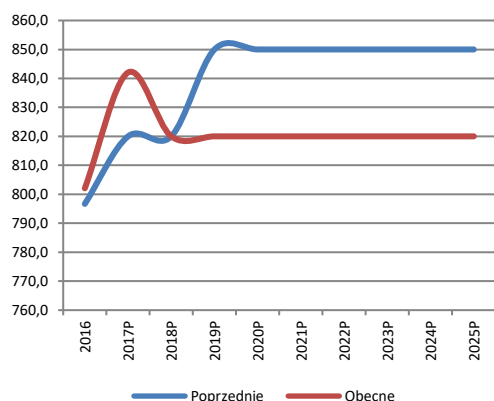
WYCENA SOTP

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 stopy wolnej od ryzyka (w Polsce 4,0%, w Szwecji ok. 1,0%) premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika $\beta=1,0$.

Główne zmiany w modelu (szczegóły na ostatnich stronach raportu):

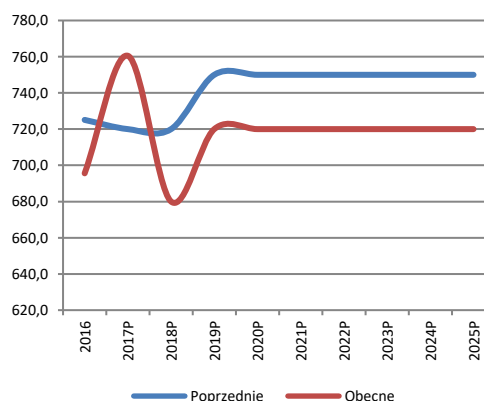
- Uwzględniliśmy mocne wyniki w części papierniczej za 2016 rok i 1Q'17;
- Zaktualizowaliśmy ceny celulozy BHKP i NBSK. Dla NBSK ceny w 2017 roku są wyższe (842 USD/t vs 820 USD/t poprzednio), w długim terminie (>2019 roku) w związku ze wzrostem nowej podaży przyjmujemy poziom 820 USD/t vs 850 USD/t poprzednio co będzie miało negatywny wpływ na wyniki Rottneros. W przypadku BHKP (kluczowy koszt dla części papierniczej) ceny negatywnie zaskoczyły spółkę w 2017 roku (760 USD/t średnio w '17 vs 720 USD/t poprzednio), co wynikało bardziej z czynników jednorazowych (problemy z uruchomieniem nowych mocy APP OKI od 4Q'16). W 4Q'17 na rynek ma wejść nowa podaż z 1,95 mln ton fabryki Fibria w Brazylii (dodatkowo po rozwiązaniu problemów w APP OKI oczekujemy spadku cen BHKP w '18 do 680 USD/t i wzrostu od 2019 do 720 USD/t vs 750 USD/t poprzednio). Nowe projekcje mają negatywny wpływ na wyniki części papierniczej w krótkim terminie i pozytywny w długim. Spread między NBSK a BHKP powinien w długim terminie wynosić ok. 100 USD/t;

Projekcje dla cen NBSK [USD/t]



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

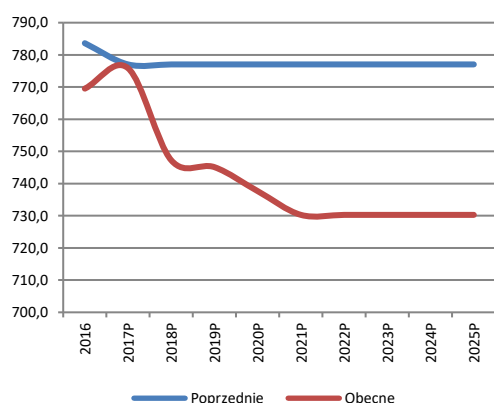
Projekcje dla cen BHKP [USD/t]



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

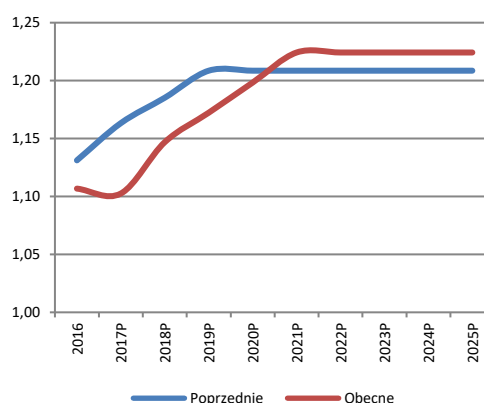
- Oczekujemy, że wraz z wyższą ceną BHKP spółka wprowadzi podwyżki cen papierów w '17 (ogłoszone od 15 czerwca'17). W długim terminie przyjmujemy lekki spadek cen papierów wraz z obniżeniem kosztów celulozy BHKP;
- Otoczenie walutowe w nowych prognozach jest gorsze dla spółki w krótkim terminie i lepsze w długim (po 2021 roku). Zgodnie z krzywą futures przyjmujemy wzrost EUR/USD do 1,23 długoterminowo;

Projekcje dla średnich cen papieru [EUR/t]



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

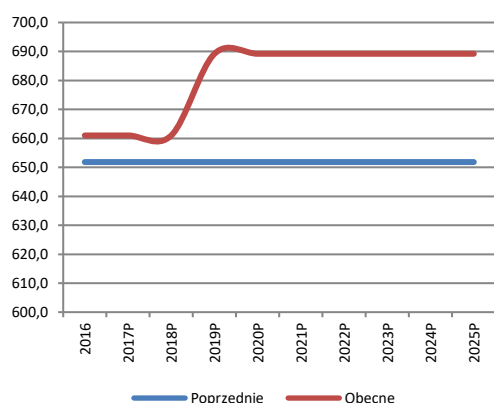
Projekcje dla EUR/USD



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

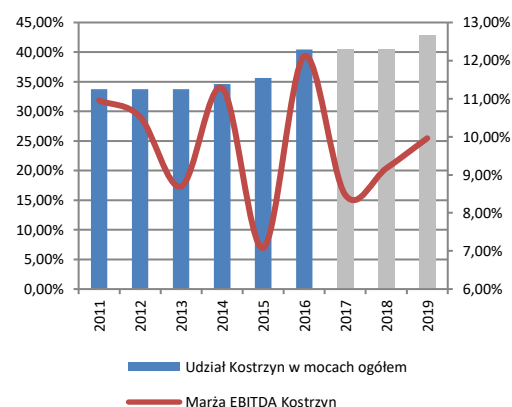
- Spółka pokazała lepsze wolumeny w 2016 roku. Spadek w 1H'16 wynikał z dużego postępu remontowego w Kostrzynie. Od 2019 roku oczekujemy wyższych wolumenów sprzedaży w związku z projektem rozwoju mocy w Kostrzynie (+30 tys. ton);

Wolumeny sprzedaży [tys. ton]



Źródło: BDM.S.A., spółka

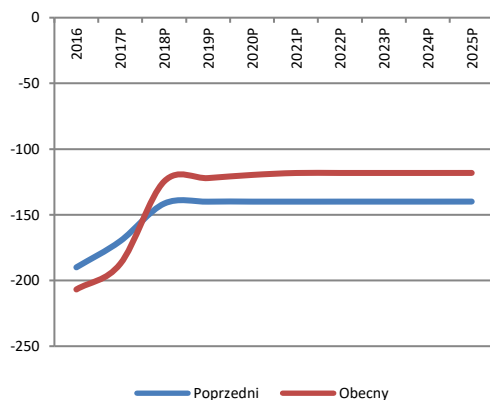
Udział f. Kostrzyn w mocach ogółem i marża EBITDA



Źródło: BDM.S.A., spółka, szacunki własne. LS- udział w mocach, PS- marża EBITDA.

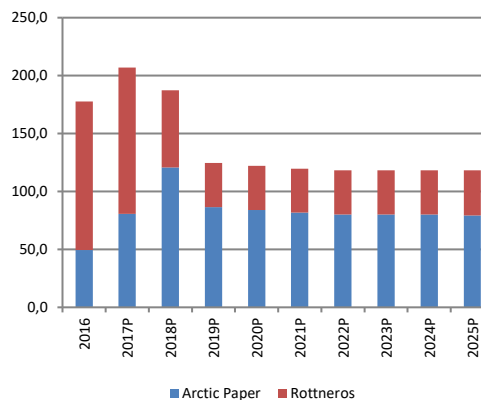
- Uwzględniliśmy 2 nowe programy rozwojowe: i) Agenda 500 w Rottneros (wzrost mocy produkcyjnych do 500 tys. ton od 2019 roku); rozbudowę zdolności w Kostrzynie o 30 tys. ton efektywnie od 2019 roku (+10,5% capacity fabryki, +4,3% łącznych mocy w papierze);
- Na Agenda 500 (rozbudowa celulozowni Valvik) nakłady mają wynieść ok. 600 mln SEK do końca 2018 roku. Zarząd grupy Arctic Paper na konferencji po wynikach 2016 roku zapowiedział CAPEX Rottneros w 2017 roku na poziomie ubiegłorocznego (280 mln SEK);
- Wzrost mocy produkcyjnych w Kostrzynie o 30 tys. ton ma kosztować ok. 40 mln PLN. Nowe moce mają trafić na rynek efektywnie w 2019 roku. Efekty rozbudowy szacujemy na min. 11 mln PLN EBITDA;
- W krótkim terminie CAPEX jest wyższy od pierwotnych założeń, a od 2018 roku niższy niż wcześniej szacowaliśmy;

CAPEX [mln PLN]



Źródło: BDM.S.A., spółka

Kontrybucja CAPEX [mln PLN]



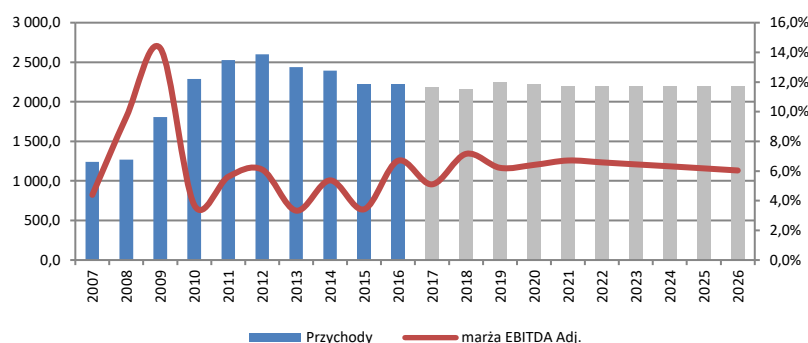
Źródło: BDM.S.A., spółka

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 7 czerwca 2017 roku.

Metoda SOTP dała wartość 1 akcji na poziomie 6,0 PLN (2,9 PLN w przypadku Arctic Paper i 3,1 PLN dla Rottneros).

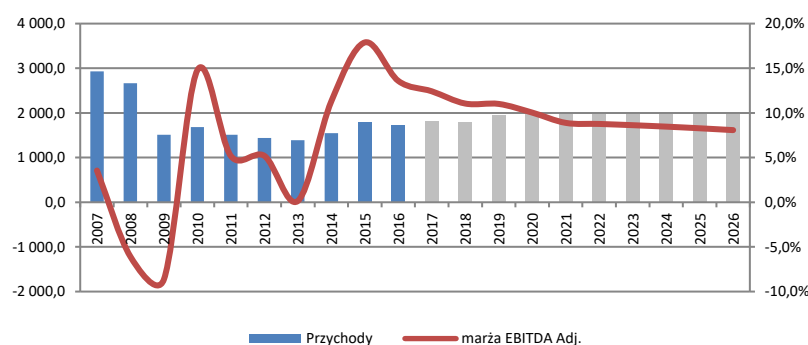
Wybrane dane Arctic Paper- część papiernicza Grupy [mln PLN]



W długim terminie w części papierniczej Arctic Paper oczekujemy ok 6% oczyszczonej marży EBITDA, co jest zgodne ze średnią 2007-2016 (5,5%).

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 nieznacznie obniżyliśmy założenia, choć rynek wydaje się obecnie bardziej korzystny dla spółki (długoterminowa marża EBITDA ok. 8% przy 5,2% średnio w latach 2007-2016). W 2014/2015 spółka przeszła 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	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2015	2026P
Przychody	2 965,6	2 967,0	2 950,1	2 922,1	3 030,4	2 969,6	2 947,1	2 946,9	2 946,7	2 946,5	2 946,3	2 946,2
EBITDA	205,9	245,9	213,6	248,3	241,4	236,4	230,7	226,7	222,4	218,0	213,3	208,2
EBIT	86,9	125,0	88,1	110,7	101,8	101,2	99,5	99,0	97,6	95,5	92,5	88,8
Zysk brutto	58,3	74,2	67,6	84,1	76,2	78,4	81,0	83,9	84,7	85,3	84,5	82,1
Zysk netto	-71,3	39,9	29,9	50,1	41,1	45,4	51,1	53,3	54,0	54,5	54,0	52,6
Marża EBITDA	6,9%	8,3%	7,2%	8,5%	8,0%	8,0%	7,8%	7,7%	7,5%	7,4%	7,2%	7,1%
Marża EBIT	2,9%	4,2%	3,0%	3,8%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%	3,0%
Marża netto	-2,4%	1,3%	1,0%	1,7%	1,4%	1,5%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Arctic Paper jedn. mln PLN	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	2 224,8	2 219,2	2 187,2	2 157,2	2 242,8	2 220,4	2 198,2	2 198,2	2 198,2	2 198,2	2 198,2	2 198,2
EBITDA	63,0	148,5	111,6	154,4	139,4	142,4	147,5	144,7	141,7	138,8	135,8	132,7
EBIT	-31,2	46,7	20,5	57,0	40,9	48,1	57,0	57,5	57,2	56,4	55,1	53,3
Zysk brutto	-57,5	-0,9	6,5	39,5	24,0	32,7	44,6	47,2	47,9	48,6	48,2	47,0
Zysk netto	-54,7	-0,9	5,3	32,0	19,5	26,5	36,2	38,2	38,8	39,3	39,1	38,1
Marża EBITDA	2,8%	6,7%	5,1%	7,2%	6,2%	6,4%	6,7%	6,6%	6,4%	6,3%	6,2%	6,0%
Marża EBIT	-1,4%	2,1%	0,9%	2,6%	1,8%	2,2%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,5%	2,4%
Marża netto	-2,5%	0,0%	0,2%	1,5%	0,9%	1,2%	1,6%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%
Rottneros jedn. mln PLN	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	802,4	797,5	821,2	849,9	926,6	936,4	936,1	935,9	935,6	935,4	935,2	935,0
EBITDA	143,6	108,3	102,0	93,9	102,0	94,0	83,2	82,0	80,7	79,2	77,4	75,5
EBIT	118,1	78,4	67,6	53,7	60,9	53,1	42,5	41,6	40,4	39,1	37,4	35,5
Zysk brutto	115,8	75,1	61,1	44,6	52,2	45,7	36,3	36,7	36,8	36,7	36,2	35,1
Zysk netto	100,2	59,0	47,4	34,8	40,7	35,7	28,3	28,6	28,7	28,6	28,3	27,4
Marża EBITDA	17,9%	13,6%	12,4%	11,1%	11,0%	10,0%	8,9%	8,8%	8,6%	8,5%	8,3%	8,1%
Marża EBIT	14,7%	9,8%	8,2%	6,3%	6,6%	5,7%	4,5%	4,4%	4,3%	4,2%	4,0%	3,8%
Marża netto	12,5%	7,4%	5,8%	4,1%	4,4%	3,8%	3,0%	3,1%	3,1%	3,1%	3,0%	2,9%

Źródło: BDM.S.A

Model DCF Arctic Paper- część papiernicza grupy

	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	2 219,2	2 187,2	2 157,2	2 242,8	2 220,4	2 198,2	2 198,2	2 198,2	2 198,2	2 198,2	2 198,2
EBIT [mln PLN]	58,1	19,9	57,0	40,9	48,1	57,0	57,5	57,2	56,4	55,1	53,3
Stopa podatkowa	0,5%	0,0%	19,2%	18,5%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,7%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0,3	0,0	10,9	7,6	9,0	10,7	10,8	10,8	10,6	10,3	10,0
NOPLAT [mln PLN]	57,8	19,9	46,1	33,3	39,1	46,2	46,7	46,5	45,8	44,8	43,3
Amortyzacja [mln PLN]	90,4	91,7	97,4	98,5	94,3	90,5	87,2	84,5	82,4	80,7	79,4
CAPEX [mln PLN]	-49,5	-80,8	-120,9	-86,6	-84,1	-81,7	-80,2	-80,2	-80,2	-79,2	-78,3
Koszty zamknięcia Mochenwangen [mln PLN]	-10,6	-29,0									
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]	88,2	1,8	22,6	45,3	49,3	55,1	53,7	50,8	48,0	46,3	44,4
DFCF [mln PLN]		1,7	20,2	37,6	38,1	39,3	35,3	30,8	26,8	23,7	20,9
Suma DFCF [mln PLN]		274,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]		395,7	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: -2,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		186,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]		460,4									
Dług netto [mln PLN]		258,4									
Udziały mniejszości [mln PLN]		0,0									
Wartość kapitału [mln PLN]		202,0									
Ilość akcji [mln szt.]		69,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		2,9									

Przychody zmiana r/r	-1,4%	-1,4%	4,0%	-1,0%	-1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	-65,7%	186,4%	-28,3%	17,7%	18,4%	0,9%	-0,4%	-1,4%	-2,4%	-3,3%	
FCF zmiana r/r	-97,9%	1147,7%	100,6%	8,9%	11,8%	-2,5%	-5,4%	-5,4%	-3,7%	-4,0%	
Marża EBITDA	5,1%	7,2%	6,2%	6,4%	6,7%	6,6%	6,4%	6,3%	6,2%	6,0%	
Marża EBIT	0,9%	2,6%	1,8%	2,2%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,5%	2,4%	
Marża NOPLAT	0,9%	2,1%	1,5%	1,8%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%	
CAPEX / Przychody	3,7%	5,6%	3,9%	3,8%	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	
CAPEX / Amortyzacja	88,1%	124,1%	87,9%	89,2%	90,2%	92,0%	94,9%	97,3%	98,1%	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%	-	-	-	-	-	

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
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	60,4%	63,2%	65,2%	71,4%	83,8%	85,8%	89,8%	93,7%	97,4%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,5%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	39,6%	36,8%	34,8%	28,6%	16,2%	14,2%	10,2%	6,3%	2,6%	0,0%
WACC	7,6%	7,3%	7,4%	7,7%	8,3%	8,4%	8,5%	8,7%	8,9%	9,0%

Źródło: BDM S.A.

Model DCF Rottneros- część celulozowa grupy

	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln SEK]	1 730,0	1 823,9	1 790,4	1 951,8	1 972,6	1 971,9	1 971,4	1 970,9	1 970,5	1 970,0	1 969,5
EBIT [mln SEK]	170,0	150,2	113,1	128,3	111,9	89,6	87,6	85,2	82,3	78,9	74,8
Stopa podatkowa	21,5%	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]	36,5	33,0	24,9	28,2	24,6	19,7	19,3	18,7	18,1	17,4	16,5
NOPLAT [mln SEK]	133,5	117,2	88,2	100,1	87,3	69,9	68,3	66,4	64,2	61,5	58,4
Amortyzacja [mln SEK]	65,0	75,1	84,7	86,6	86,1	85,7	85,2	84,9	84,5	84,3	84,2
CAPEX [mln SEK]	-278,0	-280,0	-140,0	-80,0	-80,0	-80,0	-80,0	-80,0	-80,0	-82,0	-84,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln SEK]	-17,0	8,6	10,9	-34,8	-2,5	2,6	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5
FCF [mln SEK]	-96,5	-79,2	43,9	71,9	90,9	78,1	73,9	71,7	69,1	64,2	59,1
DFCF [mln SEK]		-76,8	40,3	62,6	75,0	61,0	54,6	50,0	45,6	40,0	34,7
Suma DFCF [mln SEK]		386,9									
Wartość rezydualna [mln SEK]		989,0	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln SEK]		580,8									
Wartość firmy EV [mln SEK]		967,7									
Dług netto* [mln SEK]		-8,6									
Wartość kapitału [mln SEK]		976,3									
Ilość akcji [mln szt.]		153,4									
Wartość kapitału na akcję [SEK]		6,4									

Przychody zmiana r/r	5,4%	-1,8%	9,0%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	-11,6%	-24,7%	13,4%	-12,8%	-19,9%	-2,2%	-2,8%	-3,4%	-4,1%	-5,1%	
FCF zmiana r/r	-	-	63,9%	26,4%	-14,1%	-5,4%	-3,0%	-3,6%	-7,0%	-8,0%	
Marża EBITDA	12,4%	11,1%	11,0%	10,0%	8,9%	8,8%	8,6%	8,5%	8,3%	8,1%	
Marża EBIT	8,2%	6,3%	6,6%	5,7%	4,5%	4,4%	4,3%	4,2%	4,0%	3,8%	
Marża NOPLAT	6,4%	4,9%	5,1%	4,4%	3,5%	3,5%	3,4%	3,3%	3,1%	3,0%	
CAPEX / Przychody	15,4%	7,8%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,2%	4,3%	
CAPEX / Amortyzacja	373,1%	165,2%	92,4%	92,9%	93,4%	93,8%	94,3%	94,7%	97,3%	99,8%	
Zmiana KO / Przychody	-0,5%	-0,6%	1,8%	0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-9,1%	32,5%	21,5%	12,0%	336,3%	65,7%	75,9%	86,2%	98,3%	112,1%	

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
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	86,7%	87,3%	88,0%	90,1%	92,0%	93,7%	95,4%	97,0%	98,4%	99,4%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Udział kapitału obcego	13,3%	12,7%	12,0%	9,9%	8,0%	6,3%	4,6%	3,0%	1,6%	0,6%
WACC	5,5%	5,5%	5,5%	5,6%	5,7%	5,7%	5,8%	5,9%	5,9%	6,0%

Źródło: BDM S.A.*- uwzględnia akcje własne 822k szt. wartości ok. 6,6 mln SEK

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2017-2019 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 6 czerwca 2017 roku. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 0%.

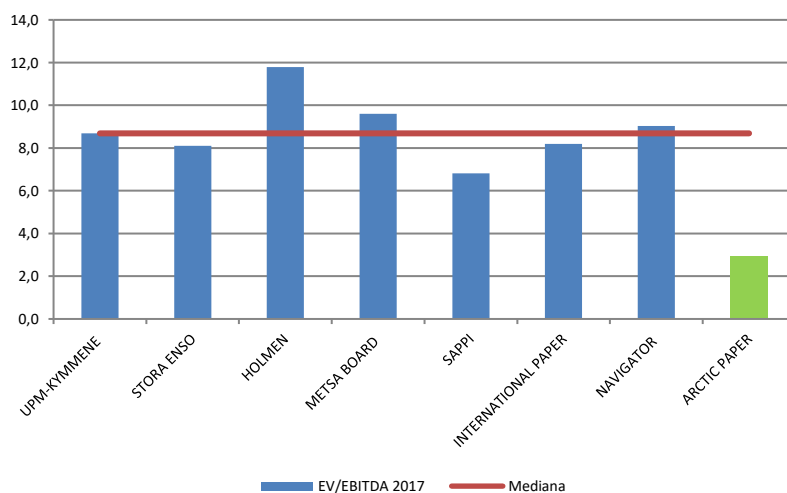
Porównując wyniki Arctic Paper ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 1,0 mld PLN, co odpowiada 14,9 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 4,5 PLN (bieżąca cena rynkowa) w odniesieniu do wskaźnika EV/EBITDA Arctic Paper jest notowany z ponad 60% dyskontem.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
UPM-KYMMENE	14,7	14,8	14,5	8,7	8,6	8,3	12,0	12,0	11,5
STORA ENSO	15,2	13,3	12,2	8,1	7,4	6,9	12,6	11,2	10,2
HOLMEN	19,9	18,9	18,5	11,8	11,1	10,8	16,6	15,4	14,9
METSA BOARD	17,3	13,5	12,1	9,6	7,8	7,0	14,4	11,0	9,7
SAPPI	12,7	11,8	11,5	6,8	6,6	6,2	10,2	9,7	9,4
INTERNATIONAL PAPER	15,1	12,6	12,0	8,2	7,2	6,9	13,1	11,1	9,9
NAVIGATOR	15,7	14,6	14,0	9,0	8,6	8,3	14,3	13,3	12,4
Mediana	15,2	13,5	12,2	8,7	7,8	7,0	13,1	11,2	10,2
ARCTIC PAPER	10,4	6,2	7,6	2,9	2,4	2,2	7,1	5,5	5,3
Premia/dyskonto do spółki	-31,4%	-53,9%	-37,9%	-66,3%	-68,6%	-67,9%	-45,6%	-51,3%	-48,1%
Wycena wg wskaźnika	9,2	5,8	8,8	27,6	19,4	20,8	20,6	9,7	12,1
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		8,0			22,6			14,2	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]	14,9								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 06.06.2017

Wskaźnik EV/EBITDA na 2017 rok



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE 1Q'17 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

Wyniki 1Q'17

W 1Q'17 wyniki spółki okazały się lepsze r/r ale nieco słabsze od naszych oczekiwań (-13% EBITDA) i konsensusu (-7% EBITDA). Zawiódł gł. Rottneros (-17% EBITDA), gdzie przez słabszy mix produktowy i strukturę odbiorców, cena sprzedaży celulozy zwiększyła dyskonto do benchmarku. Wyniki części papierniczej były niższe od naszych oczekiwań o 9%.

CFO w 1Q'17 wyniósł 21,9 mln PLN vs 0,2 mln PLN. CFO Arctic Paper (po wyłączeniu Rottneros) ukształtował się na poziomie 4,7 mln PLN vs -12,9 mln PLN przed rokiem. CAPEX wyniósł 30,9 mln PLN z tego 11,8 mln PLN w części papierniczej i 19,1 mln PLN w Rottneros. Tym samym dług netto ukształtował się na poziomie 267,5 mln PLN i stanowił praktycznie cały dług netto części papierniczej. W relacji r/r spadł on o 7,5 mln PLN (-82 mln PLN w papierze, +74 mln PLN w Rottneros).

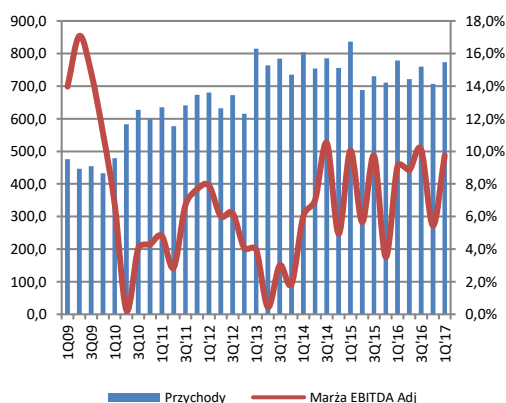
Wyniki finansowe za 1Q'17 [mln PLN]

	1Q'16	1Q'17	zmiana r/r	1Q'17P BDM	różnica	1Q'17P konsens.	różnica
Przychody	778,6	773,9	-0,6%	756,8	2,3%	764,0	1,3%
Wynik brutto na sprzedaży	118,0	121,2	2,7%	133,3	-9,1%		
EBITDA	70,9	75,5	6,5%	86,5	-12,8%	81,0	-6,8%
Rottneros	40,0	36,5	-8,8%	43,8	-16,6%		
Arctic Paper	30,9	39,0	26,3%	42,8	-8,8%		
EBIT	41,4	44,1	6,6%	55,0	-19,8%	51,0	-13,5%
Zysk brutto	33,7	42,9	27,4%	49,1	-12,6%		
Zysk netto	8,3	24,1	189,3%	31,2	-22,7%	23,1	4,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	15,2%	15,7%		17,6%			
Marża EBITDA adj.	9,1%	9,8%		11,4%		10,6%	
Marża EBIT	5,3%	5,7%		7,3%		6,7%	
Marża zysku netto	1,1%	3,1%		4,1%		3,0%	

P/E 12m	5,7
EV/EBITDA adj. 12m	2,3

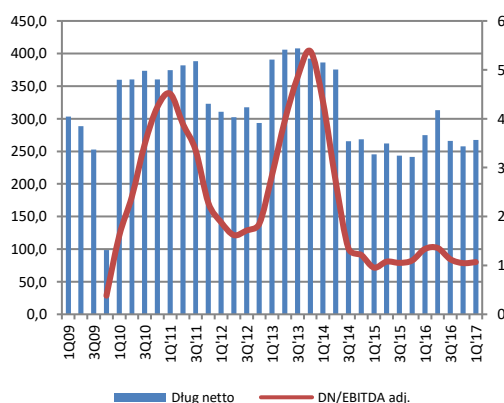
Źródło: BDM, Spółka.

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

Efekty wyższych cen surowców (gł. celuloza BHKP) był już widoczny w 1Q'17, ale z pełną mocą uderzy w wyniki części papierniczej w 2Q'17. Spodziewamy się wówczas wyniku w okolicach 0 mln PLN EBITDA. Wprowadzone podwyżki cen papierów (ogłoszone 5-8% od 15 czerwca, oczekujemy średnio +3,6% do 3Q'17) powinny uchronić marżę w 3Q'17 (oczek. 5-6% m. EBITDA), która powinna się poprawić w 4Q'17 wraz z oczekiwanymi spadkami cen BHKP (efekt wejścia na rynek nowych mocy produkcyjnych Fibria).

Zwracamy uwagę, że w bazowym scenariuszu (podwyżki cen papierów średnio 3,6%) oczekiwana EBITDA w 2017 roku powinna przekroczyć 110 mln PLN (marża 5,1%) wobec 149 mln PLN w 2016 roku (marża 6,7%). W przypadku braku podwyżek cen papierów EBITDA ukształtowałaby się na poziomie ok. 70 mln PLN czyli porównywalnie z bardzo trudnym dla spółki 2015 rokiem. Niemniej sytuacja płynnościowa spółki jest obecnie dużo bardziej komfortowa (redukcja zadłużenia, refinansowanie, obniżka kosztów etc.).

Wybrane skonsolidowane dane finansowe i główne założenia [mln PLN]

Skonsolidowane	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2015	2016	2017P
Przychody	836,2	688,2	730,7	710,4	778,6	721,3	760,0	707,2	773,9	697,5	766,1	712,6	2 965,6	2 967,0	2 950,1
Zysk brutto ze sprzedaży	125,9	80,2	111,6	86,2	118,0	106,8	121,7	77,1	121,2	75,9	107,8	85,0	403,8	423,7	389,8
EBITDA	68,8	41,1	71,1	25,0	70,9	63,8	76,9	34,4	75,5	34,0	64,3	39,9	205,9	245,9	213,6
EBIT	37,6	11,9	43,0	-5,6	41,4	33,7	48,0	1,9	44,1	2,6	32,9	8,5	86,9	125,0	88,1
Zysk brutto	23,8	12,9	31,3	-9,6	33,7	20,4	38,8	-18,8	42,9	-3,8	26,5	2,1	58,3	74,2	67,6
Zysk netto	-3,7	-3,5	-3,7	-60,4	8,3	1,5	24,5	5,5	24,1	-13,0	11,4	7,4	-71,3	39,9	29,9
Marża zysku brutto	15,1%	11,7%	15,3%	12,1%	15,2%	14,8%	16,0%	10,9%	15,7%	10,9%	14,1%	11,9%	13,6%	14,3%	13,2%
Marża EBITDA	8,2%	6,0%	9,7%	3,5%	9,1%	8,8%	10,1%	4,9%	9,8%	4,9%	8,4%	5,6%	6,9%	8,3%	7,2%
Marża EBIT	4,5%	1,7%	5,9%	-0,8%	5,3%	4,7%	6,3%	0,3%	5,7%	0,4%	4,3%	1,2%	2,9%	4,2%	3,0%
Marża netto	-0,4%	-0,5%	-0,5%	-8,5%	1,1%	0,2%	3,2%	0,8%	3,1%	-1,9%	1,5%	1,0%	-2,4%	1,3%	1,0%
NBSK [USD/t]	905,1	854,6	845,5	818,9	791,8	796,4	811,2	808,9	816,3	851,9	860,0	840,0	856,0	802,1	842,0
BHKP [USD/t]	749,7	781,5	804,2	802,3	762,4	693,3	671,5	655,1	680,5	781,5	820,0	760,0	784,4	695,6	760,5
EUR/USD	1,13	1,11	1,11	1,10	1,10	1,13	1,12	1,08	1,07	1,10	1,12	1,13	1,11	1,11	1,10
Papierówka [SEK/m3]	290,0	290,0	290,0	290,0	295,8	295,8	295,8	295,8	301,7	301,7	301,7	301,7	290,0	295,8	301,7
Energia [SEK/MWh]	270,0	200,0	150,0	204,0	220,0	222,2	239,9	336,7	300,0	250,0	250,0	250,0	206,0	254,7	262,5

Źródło: BDM, Spółka, Bloomberg, szacunki własne

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

Jednostkowe Arctic Paper	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2015	2016	2017P
Przychody	643,9	507,2	546,8	526,9	589,8	539,6	569,3	520,5	575,1	514,9	570,3	526,9	2 224,8	2 219,2	2 187,2
Zysk brutto ze sprzedaży	54,0	26,1	55,8	63,1	64,2	59,2	80,2	57,8	73,9	29,7	59,1	77,5	198,9	261,3	240,2
EBITDA	16,1	1,5	28,9	16,7	30,6	29,4	49,0	27,6	40,5	-0,2	28,4	44,1	63,2	136,7	112,9
EBIT	-8,9	-21,5	7,1	-7,0	8,2	6,8	27,1	3,7	18,2	-23,4	5,4	21,4	-30,3	45,8	21,7
Zysk brutto	-22,2	-20,1	-4,3	-10,1	1,4	-6,0	18,3	-15,6	17,5	-27,9	1,0	17,1	-56,6	-1,8	7,8
Zysk netto	-22,2	-20,1	-4,3	-10,1	1,4	-6,0	18,3	-15,6	17,5	-27,9	1,0	17,1	-56,6	-1,8	7,8
Marża zysku brutto	8,4%	5,1%	10,2%	12,0%	10,9%	11,0%	14,1%	11,1%	12,8%	5,8%	10,4%	14,7%	8,9%	11,8%	11,0%
Marża EBITDA	2,5%	0,3%	5,3%	3,2%	5,2%	5,5%	8,6%	5,3%	7,0%	0,0%	5,0%	8,4%	2,8%	6,2%	5,2%
Marża EBIT	-1,4%	-4,2%	1,3%	-1,3%	1,4%	1,3%	4,8%	0,7%	3,2%	-4,5%	1,0%	4,1%	-1,4%	2,1%	1,0%
Marża netto	-3,5%	-4,0%	-0,8%	-1,9%	0,2%	-1,1%	3,2%	-3,0%	3,0%	-5,4%	0,2%	3,2%	-2,5%	-0,1%	0,4%
NBSK [USD/t]	905,1	854,6	845,5	818,9	791,8	796,4	811,2	808,9	816,3	851,9	860,0	840,0	856,0	802,1	842,0
BHKP [USD/t]	749,7	781,5	804,2	802,3	762,4	693,3	671,5	655,1	680,5	781,5	820,0	760,0	784,4	695,6	760,5
EUR/USD	1,13	1,11	1,11	1,10	1,10	1,13	1,12	1,08	1,07	1,10	1,12	1,13	1,11	1,11	1,10

Źródło: BDM, Spółka, Bloomberg, szacunki własne

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

Jednostkowe Rottneros	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2015	2016	2017P
Przychody	454,0	456,0	455,0	429,0	432,0	413,0	444,0	441,0	472,0	450,9	471,0	430,1	1 794,0	1 730,0	1 823,9
EBITDA	118,0	90,0	95,0	18,0	86,0	73,0	61,0	15,0	77,0	78,5	80,2	-9,1	321,0	235,0	226,5
EBIT	104,0	76,0	81,0	3,0	71,0	57,0	46,0	-4,0	57,0	59,7	61,4	-27,9	264,0	170,0	150,2
Zysk brutto	103,0	75,0	80,0	1,0	69,0	56,0	45,0	-7,0	56,0	55,2	56,9	-32,4	259,0	163,0	135,8
Zysk netto	80,0	81,0	62,0	1,0	54,0	46,0	34,0	-6,0	43,0	43,1	44,4	-25,3	224,0	128,0	105,2
Marża EBITDA	26,0%	19,7%	20,9%	4,2%	19,9%	17,7%	13,7%	3,4%	16,3%	17,4%	17,0%	-2,1%	17,9%	13,6%	12,4%
Marża EBIT	22,9%	16,7%	17,8%	0,7%	16,4%	13,8%	10,4%	-0,9%	12,1%	13,2%	13,0%	-6,5%	14,7%	9,8%	8,2%
Marża netto	17,6%	17,8%	13,6%	0,2%	12,5%	11,1%	7,7%	-1,4%	9,1%	9,6%	9,4%	-5,9%	12,5%	7,4%	5,8%
NBSK [USD/t]	905,1	854,6	845,5	818,9	791,8	796,4	811,2	808,9	816,3	851,9	860,0	840,0	856,0	802,1	842,0
Papierówka [SEK/m3]	290,0	290,0	290,0	290,0	295,8	295,8	295,8	295,8	301,7	301,7	301,7	301,7	290,0	295,8	301,7
Energia [SEK/MWh]	270,0	200,0	150,0	204,0	220,0	222,2	239,9	336,7	300,0	250,0	250,0	250,0	206,0	254,7	262,5
SEK/USD	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,11	0,11	0,11	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12

Źródło: BDM, Spółka, Bloomberg, szacunki własne

ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA 2016-2018

Nasze założenia na 2016 rok zostały zrealizowane praktycznie w punkt (oczek. EBITDA 4% powyżej założeń). Nieco niższy wynik w papierze (-4%) z uwagi na gorsze otoczenie walutowe i większy spadek cen papierów (w konsekwencji niższych kosztów celulozy) został z nawiązką zneutralizowany dobrym wynikiem w Rottneros (+37%, korzystniejszy SEK/USD, wyższe ceny celulozy NBSK, efektywność operacyjna).

Na 2017 rok prognozy EBITDA zostały obniżone o ok. 13% w tym o 41% w części papierniczej (efekt wyższych cen celulozy BHKP i słabszego EUR/USD). Z kolei o 54% zostały podwyższone wyniki w Rottneros (SEK/USD 8,6 vs 7,9 poprzed., NBSK 842 USD/t vs 820 USD/t poprzednio).

Na 2018 rok tendencje zmian naszych założeń są podobne do 2017 roku (EBITDA -10% vs poprzed.). Obniżenie wyniku w części papierniczej wynika ze słabszych cen papieru (efekt oddanie podwyżek z 2017 roku przez spadek kosztów celulozy, słabszy EUR/USD). W Rottneros podwyższenie wyników to ponownie efekt gł. lepszych walut i efektywności operacyjnej

Na lata 2019 i wyżej tendencje powinny ulec zmianie. Oczekujemy wówczas relatywnie lepszych wyników części papierniczej niż celulozowej. Wskazujemy na projekt rozbudowy mocy w Kostrzynie z 285 tys. ton do 315 tys. ton (+10,5%), co przy dwucyfrowej marży EBITDA fabryki powinno zaowocować min. 11 mln PLN EBITDA (przy CAPEX ok. 40 mln PLN). Dodatkowo według nowej krzywej terminowej otoczenie walutowe powinno być bardziej korzystne dla spółki od 2021 roku (EUR/USD 1,2243 vs 1,2086 poprzed.). Z kolei w części celulozowej główna zmiana to uwzględnienie programu Agenda 500 i w konsekwencji rozbudowa zdolności produkcyjnych do 500 tys. ton celulozy w 2019 roku vs 425 tys. ton zakładanych wcześniej w 2017 roku). Dla wyceny szwedzkiej celulozowni ma to w naszym modelu negatywny wydźwięk przez wyższy CAPEX w otoczeniu relatywnie słabszym w długim terminie.

Zmiana głównych założeń na lata 2016-2018P [mln PLN]

	2016			2017P			2018P		
	poprzednio*	faktyczne	zmiana	poprzednio*	obecnie	zmiana	poprzednio*	obecnie	zmiana
Przychody	2 986,2	2 967,0	-0,6%	3 002,2	2 950,1	-1,7%	2 970,4	2 922,1	-1,6%
Papier	2 233,2	2 219,2	-0,6%	2 262,3	2 187,2	-3,3%	2 262,3	2 157,2	-4,6%
Celuloza	753,0	747,8	-0,7%	739,9	762,9	3,1%	708,1	764,9	8,0%
EBITDA	236,2	245,9	4,1%	245,7	213,6	-13,1%	275,7	248,3	-9,9%
Papier	154,0	147,9	-4,0%	179,9	106,9	-40,6%	222,1	152,7	-31,2%
Celuloza	86,2	118,4	37,3%	67,0	102,9	53,6%	61,5	88,6	44,0%
EBIT	116,0	125,0	7,8%	113,6	88,1	-22,5%	138,5	110,7	-20,1%
Papier	56,2	66,6	18,5%	74,3	18,2	-75,4%	112,6	56,0	-50,3%
Celuloza	56,5	79,3	40,3%	32,4	66,5	105,3%	25,5	48,3	89,2%
Wynik netto	49,9	39,9	-20,0%	70,5	29,9	-57,6%	83,9	50,1	-40,3%
Marża EBITDA	7,9%	8,3%		8,2%	7,2%		9,3%	8,5%	
Papier	6,9%	6,7%		7,9%	4,9%		9,8%	7,1%	
Celuloza	11,5%	15,8%		9,1%	13,5%		8,7%	11,6%	
Marża EBIT	3,9%	4,2%		3,8%	3,0%		4,7%	3,8%	
Papier	2,5%	3,0%		3,3%	0,8%		5,0%	2,6%	
Celuloza	7,5%	10,6%		4,4%	8,7%		3,6%	6,3%	
Marża netto	1,7%	1,3%		2,3%	1,0%		2,8%	1,7%	
Wolumen [tys. ton]	651,8	661,0	1,4%	651,8	661,0	1,4%	651,8	661,0	1,4%
Średnia cena papieru [EUR/t]	783,6	769,5	-1,8%	777,0	775,9	-0,2%	777,0	747,2	-3,8%
CWF FOEX [EUR/t]	658,6	648,0	-1,6%	658,6	641,4	-2,6%	658,6	641,4	-2,6%
NBSK FOEX [USD/t]	796,7	802,1	0,7%	820,0	842,0	2,7%	820,0	820,0	0,0%
BHKP FOEX [USD/t]	725,1	695,6	-4,1%	720,0	760,5	5,6%	720,0	680,0	-5,6%
EUR/USD	1,13	1,11	-2,2%	1,16	1,10	-5,2%	1,19	1,15	-3,2%

Źródło: BDM S.A., szacunki własne. *- prognozy z dnia 13.06.2016

Zmiana wyceny SOTP

W naszym modelu wzrost wyceny części papierniczej (o ok. 40 mln PLN) mimo słabszych prognoz na 2017-2018P wynika z : i) niższego długu netto (wysokie FCFF w 2016 roku); ii) mniejszego CAPEX; iii) programu rozwojowego w Kostrzynie (efektywnie od 2019 roku); iv) lepszych kursów walut >2021 roku. Z kolei spadek wyceny Rottneros o ok. 40 mln PLN mimo wyższych prognoz na 2017-2018P wynika z: i) braku gotówki netto jaka była na koniec 2015 roku (160 mln SEK- efekt słabszych FCFF w '16); ii) wyższego CAPEX (uwzględnienie Agenda 500 od 2019 roku); iii) relatywnie słabszego otoczenia biznesowego w długim terminie. W rezultacie sumaryczna wycena całej grupy Arctic Paper pozostaje bez większych zmian (6,0 PLN vs 6,1 PLN/akcję poprzednio)

PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2017-2026

Główne założenia do wyników

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Wolumeny papieru tys. ton	740,0	661,0	661,0	661,0	689,2	689,2	689,2	689,2	689,2	689,2	689,2	689,2
zmiana r/r	-2,6%	-10,7%	0,0%	0,0%	4,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
UWF tys. ton	505,9	402,0	402,0	402,0	430,2	430,2	430,2	430,2	430,2	430,2	430,2	430,2
zmiana r/r	-2,8%	-20,5%	0,0%	0,0%	7,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CWF tys. ton	199,8	224,7	224,7	224,7	224,7	224,7	224,7	224,7	224,7	224,7	224,7	224,7
zmiana r/r	-2,6%	12,5%	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	372,2	374,1	395,3	403,8	450,0	465,0	475,0	475,0	475,0	475,0	475,0	475,0
zmiana r/r	8,0%	0,5%	5,7%	2,2%	11,5%	3,3%	2,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
na zewnątrz tys. ton	352,7	356,6	367,6	363,4	382,5	372,0	380,0	380,0	380,0	380,0	380,0	380,0
zmiana r/r	6,3%	1,1%	3,1%	-1,1%	5,3%	-2,7%	2,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny papierów												
UWF EUR/t	732,1	873,5	877,4	842,3	836,2	827,9	819,6	819,6	819,6	819,6	819,6	819,6
zmiana r/r	-7,3%	19,3%	0,4%	-4,0%	-0,7%	-1,0%	-1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CWF EUR/t	807,3	701,0	712,7	691,3	684,4	677,6	670,8	670,8	670,8	670,8	670,8	670,8
zmiana r/r	2,9%	-13,2%	1,7%	-3,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny celulozy												
NBSK USD/t	856,0	802,1	842,0	820,0	820,0	820,0	820,0	820,0	820,0	820,0	820,0	820,0
zmiana r/r	-7,5%	-6,3%	5,0%	-2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
BHKP USD/t	784,4	695,6	760,5	680,0	720,0	720,0	720,0	720,0	720,0	720,0	720,0	720,0
zmiana r/r	5,2%	-11,3%	9,3%	-10,6%	5,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny drewna (papierówki) w Szwecji SEK/m3	290,0	295,8	301,7	307,8	313,9	320,2	326,6	333,1	339,8	346,6	353,5	360,6
zmiana r/r	0,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Kursy walutowe												
EUR/USD	1,11	1,11	1,10	1,15	1,17	1,20	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22
zmiana r/r	-16,3%	-0,3%	-0,4%	4,0%	2,2%	2,2%	2,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EUR/PLN	4,18	4,36	4,26	4,37	4,37	4,37	4,37	4,37	4,37	4,37	4,37	4,37
zmiana r/r	0,0%	4,3%	-2,2%	2,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EUR/SEK	9,36	9,47	9,48	9,20	9,20	9,20	9,20	9,20	9,20	9,20	9,20	9,20
zmiana r/r	2,8%	1,2%	0,1%	-2,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
SEK/PLN	0,45	0,46	0,45	0,47	0,47	0,47	0,47	0,47	0,47	0,47	0,47	0,47
zmiana r/r	-2,8%	3,1%	-2,3%	5,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Teoretyczne spready												
UWF- BHKP EUR/t	25,5	245,0	187,6	249,4	222,0	227,0	231,5	231,5	231,5	231,5	231,5	231,5
zmiana r/r	-88,8%	862,6%	-23,4%	32,9%	-11,0%	2,2%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CWF- BHKP EUR/t	100,7	72,5	22,9	98,4	70,2	76,7	82,7	82,7	82,7	82,7	82,7	82,7
zmiana r/r	-54,7%	-28,0%	-68,4%	328,9%	-28,6%	9,2%	7,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CWF FOEX- BHKP EUR/t	-53,6	19,5	-48,4	48,5	27,2	40,5	53,3	53,3	53,3	53,3	53,3	53,3
zmiana r/r	-155,3%	-136,4%	-347,9%	-200,2%	-43,9%	49,0%	31,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NBSK- drewno Szwecja SEK/t*	6 055,4	5 673,2	6 027,1	5 346,7	5 179,6	5 014,9	4 855,8	4 829,7	4 803,0	4 775,8	4 748,1	4 719,8
zmiana r/r	16,7%	-6,3%	6,2%	-11,3%	-3,1%	-3,2%	-3,2%	-0,5%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%

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

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	878,1	897,0	978,4	1 028,1	1 013,0	999,9	988,4	978,9	972,3	967,9	965,4	964,2
Wartości niematerialne i prawne	51,6	57,0	58,8	60,5	62,3	64,0	65,6	67,3	68,8	70,4	71,9	73,4
Rzeczowe aktywa trwałe	719,8	774,8	854,4	902,4	885,5	870,7	857,6	846,5	838,3	832,4	828,3	825,6
Aktywa obrotowe	935,1	873,0	864,7	865,0	942,3	917,3	842,8	871,0	844,0	809,3	787,9	778,9
Zapasy	390,6	360,4	358,3	354,9	368,1	360,7	357,9	357,9	357,9	357,9	357,8	357,8
Należności krótkoterminowe	343,4	354,8	352,8	349,5	362,4	355,1	352,4	352,4	352,4	352,4	352,4	352,3
Inwestycje krótkoterminowe	201,0	157,9	153,6	160,6	211,8	201,5	132,4	160,6	133,7	99,1	77,7	68,8
-środki pieniężne i ekwiwalenty	188,6	130,2	125,9	132,9	184,1	173,8	104,7	132,9	106,0	71,3	50,0	41,0
Aktywa razem	1 813,2	1 770,1	1 843,0	1 893,1	1 955,3	1 917,2	1 831,2	1 849,9	1 816,2	1 777,2	1 753,3	1 743,1
Kapitał (fundusz) własny	476,1	530,0	560,0	610,1	651,1	676,0	704,4	732,1	748,8	760,1	765,1	763,6
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	447,6	447,6	475,5	505,4	555,5	576,0	598,7	624,3	640,3	651,1	656,5	656,5
Zysk (strata) netto	-71,3	39,9	29,9	50,1	41,1	45,4	51,1	53,3	54,0	54,5	54,0	52,6
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 136,4	1 027,2	1 048,3	1 031,3	1 032,6	952,3	824,1	801,1	736,8	672,5	629,8	607,7
Rezerwy na zobowiązania	85,3	102,2	73,1	73,1	73,1	73,1	73,1	73,1	73,1	73,1	73,1	73,1
Zobowiązania długoterminowe	287,3	326,5	378,9	365,7	352,4	280,2	155,1	132,1	87,9	43,6	20,9	20,9
-oprocentowane	263,4	305,5	358,0	344,7	331,5	259,3	134,2	111,2	66,9	22,7	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	763,8	598,5	596,3	592,5	607,1	598,9	595,9	595,8	575,8	555,8	535,8	513,7
-oprocentowane	166,4	82,1	82,1	82,1	82,1	82,1	82,1	82,1	62,1	42,1	22,1	0,0
Pasywa razem	1 813,2	1 770,1	1 843,0	1 893,1	1 955,3	1 917,2	1 831,2	1 849,9	1 816,2	1 777,2	1 753,3	1 743,1

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody netto ze sprzedaży	2 965,6	2 967,0	2 950,1	2 922,1	3 030,4	2 969,6	2 947,1	2 946,9	2 946,7	2 946,5	2 946,3	2 946,2
Koszty produktów, tow. i materiałów	2 561,8	2 543,3	2 560,4	2 509,9	2 616,6	2 558,6	2 536,9	2 535,6	2 535,2	2 535,6	2 536,7	2 538,6
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	403,8	423,7	389,8	412,2	413,8	411,0	410,2	411,3	411,5	411,0	409,6	407,6
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	337,7	320,0	315,5	314,7	325,1	321,6	321,2	322,8	324,3	326,0	327,6	329,3
Zysk (strata) na sprzedaży	66,1	103,6	74,2	97,6	88,7	89,4	89,0	88,5	87,1	85,0	82,0	78,3
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	20,8	21,4	13,9	13,1	13,1	11,8	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5
EBITDA	205,9	245,9	213,6	248,3	241,4	236,4	230,7	226,7	222,4	218,0	213,3	208,2
EBIT	86,9	125,0	88,1	110,7	101,8	101,2	99,5	99,0	97,6	95,5	92,5	88,8
Saldo działalności finansowej	-28,6	-50,8	-20,4	-26,6	-25,5	-22,8	-18,5	-15,1	-12,9	-10,2	-8,1	-6,7
Zysk (strata) brutto	58,3	74,2	67,6	84,1	76,2	78,4	81,0	83,9	84,7	85,3	84,5	82,1
Zysk (strata) netto	-71,3	39,9	29,9	50,1	41,1	45,4	51,1	53,3	54,0	54,5	54,0	52,6

CF [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	172,7	185,0	169,2	227,8	207,9	220,7	210,5	203,6	199,2	194,7	190,1	185,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-81,6	-174,7	-204,9	-185,3	-122,0	-119,1	-117,5	-116,4	-116,4	-117,0	-117,5	-117,8
Przepływy z działalności finansowej	-63,4	-66,8	31,4	-35,4	-34,7	-111,9	-162,1	-59,0	-109,8	-112,4	-93,9	-76,7
Przepływy pieniężne netto	27,7	-56,5	-4,3	7,1	51,2	-10,3	-69,1	28,3	-27,0	-34,6	-21,3	-9,0
Środki pieniężne na początek okresu	158,4	188,6	130,2	125,9	132,9	184,1	173,8	104,7	132,9	106,0	71,3	50,0
Środki pieniężne na koniec okresu	188,6	130,2	125,9	132,9	184,1	173,8	104,7	132,9	106,0	71,3	50,0	41,0

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	0,0%	-0,6%	-0,9%	3,7%	-2,0%	-0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	19,4%	-13,1%	16,2%	-2,8%	-2,1%	-2,4%	-1,7%	-1,9%	-2,0%	-2,2%	-2,4%
EBIT zmiana r/r	43,9%	-29,5%	25,7%	-8,0%	-0,6%	-1,7%	-0,4%	-1,4%	-2,2%	-3,1%	-4,0%
Zysk netto zmiana r/r	-156,1%	-25,1%	67,5%	-18,1%	10,6%	12,4%	4,4%	1,2%	0,9%	-0,8%	-2,7%
Marża brutto na sprzedaży	14,3%	13,2%	14,1%	13,7%	13,8%	13,9%	14,0%	14,0%	13,9%	13,9%	13,8%
Marża EBITDA	8,3%	7,2%	8,5%	8,0%	8,0%	7,8%	7,7%	7,5%	7,4%	7,2%	7,1%
Marża EBIT	4,2%	3,0%	3,8%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%	3,0%
Marża brutto	2,5%	2,3%	2,9%	2,5%	2,6%	2,7%	2,8%	2,9%	2,9%	2,9%	2,8%
Marża netto	1,3%	1,0%	1,7%	1,4%	1,5%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
COGS / przychody	85,7%	86,8%	85,9%	86,3%	86,2%	86,1%	86,0%	86,0%	86,1%	86,1%	86,2%
SG&A / przychody	10,8%	10,7%	10,8%	10,7%	10,8%	10,9%	11,0%	11,0%	11,1%	11,1%	11,2%
SG&A / COGS	12,6%	12,3%	12,5%	12,4%	12,6%	12,7%	12,7%	12,8%	12,9%	12,9%	13,0%
ROE	5,4%	3,8%	5,8%	4,5%	4,7%	5,1%	5,1%	5,0%	4,9%	4,8%	4,6%
ROA	2,8%	-3,9%	2,3%	1,6%	2,6%	2,1%	2,4%	2,8%	2,9%	3,0%	3,1%
Dług	387,6	440,1	426,8	413,5	341,4	216,2	193,2	129,0	64,8	22,1	0,0
D / (D+E)	21,9%	23,9%	22,5%	21,1%	17,8%	11,8%	10,4%	7,1%	3,6%	1,3%	0,0%
D / E	28,0%	31,4%	29,1%	26,8%	21,7%	13,4%	11,7%	7,6%	3,8%	1,3%	0,0%
Odsetki / EBIT	-40,7%	-23,2%	-24,0%	-25,1%	-22,5%	-18,6%	-15,3%	-13,2%	-10,7%	-8,7%	-7,6%
Dług / kapitał własny	52,2%	55,4%	49,5%	44,8%	35,4%	21,5%	18,4%	12,0%	5,9%	2,0%	0,0%
Dług netto	257,4	314,2	293,9	229,4	167,6	111,6	60,3	23,0	-6,6	-28,0	-41,0
Dług netto / kapitał własny	0,5	0,6	0,5	0,4	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1
Dług netto / EBITDA	1,0	1,5	1,2	1,0	0,7	0,5	0,3	0,1	0,0	-0,1	-0,2
Dług netto / EBIT	2,1	3,6	2,7	2,3	1,7	1,1	0,6	0,2	-0,1	-0,3	-0,5
EV	569,2	626,0	605,7	541,2	479,4	423,3	372,1	334,8	305,2	283,8	270,8
Dług / EV	68,1%	70,3%	70,5%	76,4%	71,2%	51,1%	51,9%	38,5%	21,2%	7,8%	0,0%
CAPEX / Przychody	6,0%	7,0%	6,4%	4,1%	4,1%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
CAPEX / Amortyzacja	146,9%	164,8%	136,1%	89,2%	90,3%	91,2%	92,6%	94,7%	96,4%	97,9%	99,0%
Amortyzacja / Przychody	4,1%	4,3%	4,7%	4,6%	4,6%	4,5%	4,3%	4,2%	4,2%	4,1%	4,1%
Zmiana KO / Przychody	-1,0%	0,9%	-0,1%	0,4%	-0,2%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-	-	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Wskaźniki rynkowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
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*	7,8	10,4	6,2	7,6	6,9	6,1	5,8	5,8	5,7	5,8	5,9
P/BV*	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/CE*	1,9	2,0	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8
EV/EBITDA*	2,3	2,9	2,4	2,2	2,0	1,8	1,6	1,5	1,4	1,3	1,3
EV/EBIT*	4,6	7,1	5,5	5,3	4,7	4,3	3,8	3,4	3,2	3,1	3,0
EV/S*	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
BVPS	10,7	11,5	12,4	13,3	13,9	14,5	15,1	15,6	15,9	16,2	16,4
EPS	0,6	0,4	0,7	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
CEPS	2,3	2,2	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5
FCFPS	0,6	1,2	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	0,0
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,30	0,33	0,37	0,54	0,62	0,71	0,78
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	50,0%	70,0%	80,0%	90,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 4,5 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	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	6,0	Kupuj	6,1	07.06.2017	09:08 CEST	4,5	60 723,5
Kupuj	6,1	Kupuj	5,6	13.06.2016		5,0	45 022,0
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 2Q'17:

Kupuj	6	38%
Akumuluj	5	31%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	4	25%
Sprzedaj	1	6%

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).

Nota prawna:

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

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

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumentie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową 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 07.06.2017 roku 09:08 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 09.06.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto 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 nieistotne. 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 częstotliwości takich aktualizacji nie jest określona.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 07.06.2017 roku:

- BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- 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 rekomendującą, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.