



Dom Maklerski BDM S.A.

ARCTIC PAPER

RAPORT ANALITYCZNY

TRZYMAJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 4,3 PLN

15 GRUDZIEŃ 2017, 14:55 CEST

W 2017 roku cena celulozy BHKP, czyli kluczowego surowca do produkcji papieru wzrosła o blisko 50% YTD. Oprócz zaburzeń podaży na rynek celulozy wpływ miał również wysoki popyt gł. z Chin. Fundamentalne zmiany na tym rynku (m.in. koncentracja na poprawie jakości środowiska), który jest największy na świecie, a także obserwacja tzw. mega trendów (szybki wzrost papierów higienicznych, do których trafia BHKP) pozwalają oczekiwać, że popyt na celulozę z tego kierunku utrzyma się w kolejnych latach na wysokim poziomie. Z drugiej strony po ustabilizowaniu podaży surowca i oczekiwanej przez nas ok. 10% korekcie cen w 1H'18, na rynku nie ma ogłoszonych kolejnych, dużych projektów inwestycyjnych, które mogłyby zaspokoić rosnący popyt w tempie 1-2 mln ton rocznie. Zwracamy uwagę, że proces inwestycyjny w tym przypadku trwa 2-3 lata i jest bardzo kapitałochłonny (1 mln ton BHKP kosztuje 1,2 mld USD), a najwięksi producenci po okresie dużych inwestycji mają zadłużenie wyraźnie przekraczające 3,0x EBITDA. Dostrzegając średnio/długoterminowe ryzyko dla rentowności niezintegrowanych producentów papierów graficznych, zdecydowaliśmy się obniżyć wycenę Arctic Paper do 4,3 PLN/szt. wydając rekomendację TRZYMAJ.

W obliczu rosnących kosztów celulozy liściastej spółka od czerwca ogłasza podwyżki cen papierów (5-8%) podobnie jak konkurencja. Niemniej w 3Q'17 średnia cena papieru wzrosła tylko o 2,1% q/q. Podobnego tempa wzrostu spodziewamy się w 4Q'17 i 1Q'18. Nie wystarczy to do utrzymania marży. Aby ją zachować podwyżki powinny sięgać ok. 5% co kwartał.

Obecnie cena celulozy BHKP sięga 1000 USD/t i jest najwyższa w historii. W 1H'18 oczekujemy ok. 10% korekty (do 900 USD/t) w związku z normalizacją podaży, co powinno pozytywnie wpłynąć na wyniki części papierniczej w 2-3Q'18. Do tego czasu spółka powinna zrobić dołek wyników (prawdopodobnie 1Q'18).

Przy ok. miesięcznym okresie rotacji zapasów pełny efekt wzrostu kosztów celulozy BHKP w części papierniczej nie był jeszcze widoczny w 2-3Q'17. Wzrosty kosztów rzędu 40-50% r/r będą widoczne w 4Q'17 i 1Q'18. W rezultacie wynik papieru w 4Q'17 powinien się znaleźć w okolicach 12 mln PLN EBITDA (-70% r/r), a w 1Q'18 niewykluczona jest strata.

Z dobrego otoczenia biznesowego powinien korzystać Rottneros. Oprócz wysokich cen NBSK spółka będzie beneficjentem słabnącego kursu korony szwedzkiej. W długim terminie realizacja programu rozbudowy mocy produkcyjnych „Agenda 500+” powinna zapewnić wzrost wolumenów sprzedaży do 2020 roku.

W skali całego 2018 roku skonsolidowana EBITDA powinna zbliżyć się do ok. 200 mln PLN vs 240 mln PLN w 2017 roku. Struktura wyniku będzie jednak bardziej zbliżona do tej z 2015 roku czyli z większym udziałem wyniku Rottneros niż kluczowego segmentu papierniczego. Spółka będzie więc musiała ograniczyć CAPEX i pilnować płynności, która będzie wspierana wysoką dywidendą z Rottneros. Niewykluczone, że przy ujemnych wynikach Grycksbo konieczny będzie odpis na tych aktywach. Na koniec 3Q'17 (segment papierów powlekanych) była to kwota ok. 258 mln PLN przy zobowiązaniach segmentu 360 mln PLN.

	2014*	2015*	2016*	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	3 099,4	2 965,6	2 967,0	2 959,6	3 188,2	3 201,5
EBITDA adj. [mln PLN]	221,1	219,1	250,1	242,9	198,4	217,4
EBIT adj. [mln PLN]	99,2	100,0	129,2	120,7	69,3	85,0
Wynik netto adj.** [mln PLN]	32,4	25,6	41,9	40,6	-12,0	6,8
P/BV	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
P/E	8,6	10,8	6,6	6,8	-	41,0
EV/EBITDA	2,5	2,4	2,1	2,2	2,9	2,5
EV/EBIT	5,5	5,2	4,1	4,5	8,3	6,4

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

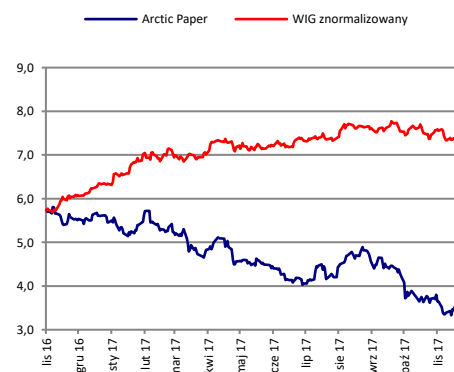
Wycena SOTP [PLN]	4,3
wycena DCF Arctic Paper [PLN]	0,3
wycena DCF Rottneros [PLN]	4,0
Wycena porównawcza [PLN]	13,4
Wycena końcowa [PLN]	4,3
Potencjał do wzrostu / spadku	7,0%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	4,00
Kapitalizacja [mln PLN]	277,2
Ilość akcji [mln. szt.]	69,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	4,89
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	3,33
Stopa zwrotu za 3 mc	-17,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	-10,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	-24,0%
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.

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

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
RYNEK CELULOZY MOCNY DO 2020/2021 ROKU	3
EFEKT WYSOKICH KOSZTÓW CELULOZY SZCZEGÓLNIE WIDOCZNY W 4Q'17-1Q'18	6
STOPNIOWE PODWYŻKI CEN PAPIERÓW	6
BARDZO DOBRE OTOCZENIE BIZNESOWE DLA ROTTNEROS	7
POGORSZENIE STRUKTURY WYNIKÓW I CASH FLOW	7
NISKA WYCENA RYNKOWA	9
POLE DO DAJSZYCH REDUKCJI KOSZTÓW STAŁYCH	10
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	11
WYCENA SOTP	12
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	18
WYNIKI FINANSOWE 3Q'17 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW	19
WYNIKI 3Q'17.....	19
PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW	20
ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA 2017-2019	21
ZMIANA WYCENY SOTP	21
PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2017-2026.....	22
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	23

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena Arctic Paper opiera się na dwóch metodach: sumie części (SOTP) składającej się z wyceny DCF dla części papierniczej Arctic Paper i Rottneros oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą SOTP wynosi 4,3 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 13,4 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 100% dla wyceny sporządzonej przy użyciu SOTP i 0% dla wyceny porównawczej z uwagi na znacznie szerszy profil działalności spółek z grupy porównawczej (także segment opakowaniowy itp.). W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 4,3 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena SOTP [PLN/akcję]	100%	4,3
Wycena SOTP [mln PLN]		296,6
Wycena Arctic Paper- część papiernicza [mln PLN]		18,8
Wycena Rottneros [mln PLN]*		541,8
Udziały mniejszości [mln PLN]**		-264,0
Wycena metodą porównawczą [PLN/akcję]	0%	13,4
Wycena spółki [PLN]		4,3

Źródło: BDM S.A. *-kurs SEK/PLN 0,4187. **- Arctic Paper posiada 51,27% udziałów w Rottneros

Rynek celulozy mocny do 2020/2021 roku

Od początku roku cena kluczowej celulozy BHKP wzrosła o blisko 50% YTD a NBSK o 23% YTD. W rezultacie spread między NBSK a BHKP spadł w okolice 0 USD/t.

Ceny dolarowe BHKP są obecnie najwyższe w historii (wyższe niż 920 USD/t w szczycie w 2010 roku). Liczone w realu brazylijskim (z Brazylii pochodzi c.a. 30% podaży całego rynku i 50% BHKP) z uwagi na umocnienie reala 2015-2017 są bliskie rekordom z 2015 roku. Ceny w EUR (Europa odbiera c.a. 30% celulozy) są 10% powyżej szczytów z 2010 roku. Podobnie sytuacja wygląda z CNY (Chiny >30% popytu na celulozę).

Na mocny rynek BHKP wpłynęły nie tylko zaburzenia po stronie podaży (wolny start inwestycji APP Oki w Indonezji, nieplanowane wyłączenia mocy produkcyjnych w 2H'17), ale również bardzo mocny popyt gł. z Chin.

Import celulozy do Chin w 2017 roku wzrósł o c.a. 13% r/r, co było najwyższym tempem w historii tego typu statystyk.

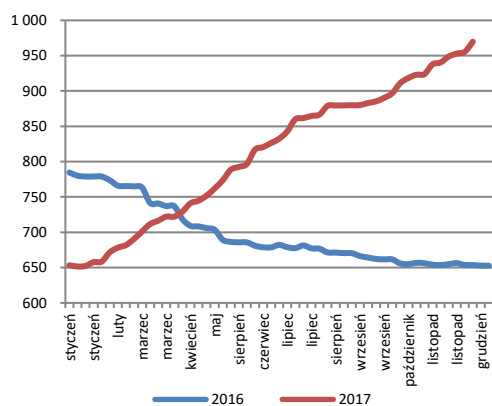
Szacuje się, że popyt na celulozę w Chinach utrzyma się na wysokim poziomie także w kolejnych latach. Celuloza BHKP trafia przede wszystkim do papierów higienicznych i wraz z „postępem społecznym” rośnie zapotrzebowanie na tego typu papiery (globalnie popyt rośnie o c.a. 4%). Drugim „mega trendem” są podjęte już w 2016 roku (5-letni plan rozwoju ekonomicznego i społecznego Chin 2016-2020) działania zmierzające do poprawienia jakości powietrza i środowiska. Dało się to zauważyć szczególnie w okresie 2H'17. Wiele energochłonnych, małych i nieefektywnych instalacji nie przeszło kontroli środowiskowych i zostało wyłączone (APRIL zamknął c.a. 700 tys. ton BHKP). Podjęta została również decyzja o zakazie importu towarów do recyklingu od stycznia 2018. Dotyczy to m.in. makulatury. Szacuje się, że spowoduje to znaczne zwiększenie zapotrzebowania na celulozę (zastąpienie w produkcji papierów, gł. opakowaniowych).

W 2017 roku rynek celulozy doświadczył również wielu turbulencji podaży. Był to bardzo wolny start największej na świecie fabryki w Indonezji (APP Oki) i wiele nieplanowanych wyłączeń produkcyjnych (m.in. postój CMPC Guiba). W 2017 roku podaż ta powinna wrócić (większa utylizacja APP Oki i Horizonte 2 Fibri) niemniej dalej spodziewane są wyłączenia w Chinach (-0,5 mln ton).

W najbliższych latach nie ma ogłoszonych nowych projektów celulozowych. W latach 2014-2017 na rynek weszło netto c.a. 6 mln ton BHKP. Spółki zrealizowały c.a. 8 dużych (>0,5 mln ton) projektów o mocach c.a. 11 mln ton (szacujemy, że obecnie cały rynek ma 63 mln ton, z czego BHKP to 40 mln ton). Rosnący popyt w tempie 2-3% rocznie generuje zapotrzebowanie na 1-2 mln ton celulozy rocznie. W najbliższych latach należy się więc spodziewać dużego niedoboru surowca. Podkreślamy, że cykl inwestycyjny nowego projektu to 2-3 lata, a wydatki na 1 mln ton produkcji to min 1,2 mld USD.

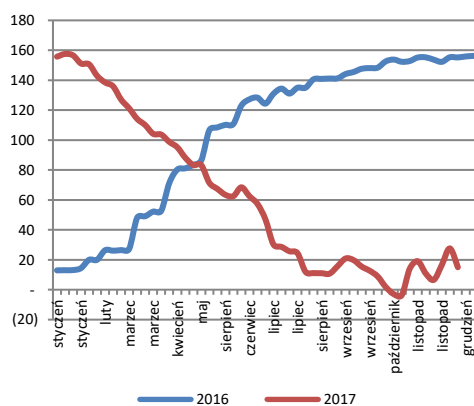
Po realizacji dużych projektów inwestycyjnych czołowi producenci celulozy BHKP mają wysokie zadłużenie (średnio 3,6x EBITDA) i nie są w stanie podjąć kolejnej dużej inwestycji.

Ceny celulozy BHKP 2016-2017 [USD/t]



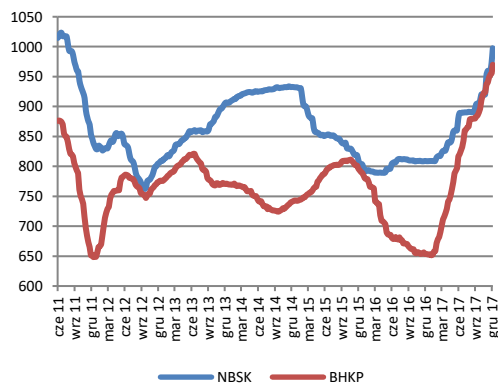
Źródło: BDM, Bloomberg

Spread NBSK-BHKP 2016-2017 [USD/t]



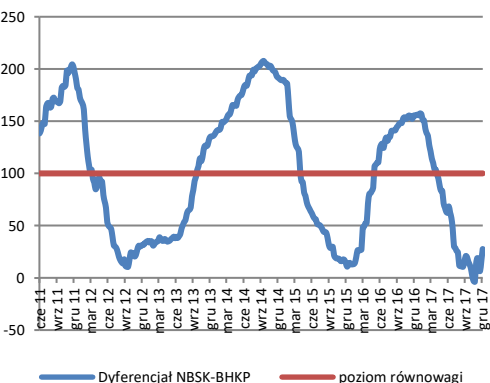
Źródło: BDM, Bloomberg

Ceny celulozy BHKP i NBSK 2011-2017 [USD/t]



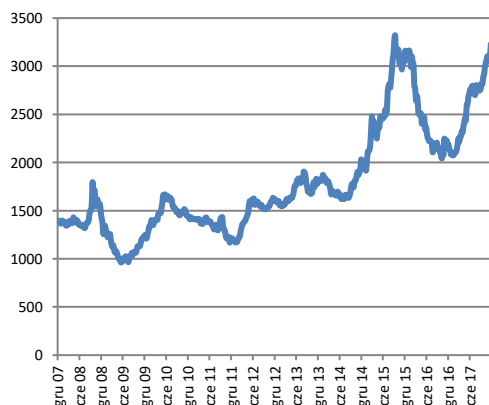
Źródło: BDM, Bloomberg

Spread NBSK-BHKP 2011-2017 [USD/t]



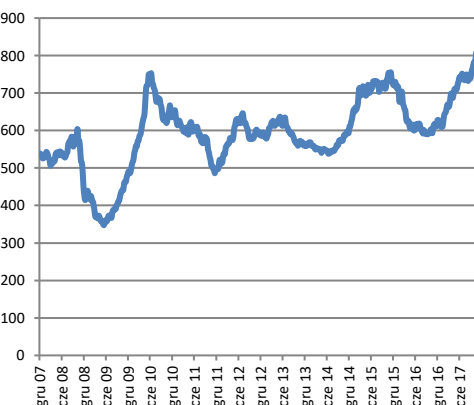
Źródło: BDM, Bloomberg

Ceny celulozy BHKP [BRL/t]



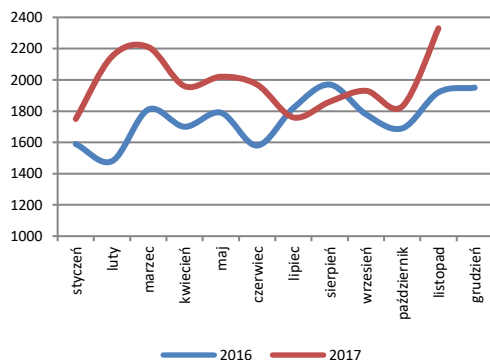
Źródło: BDM, Bloomberg

Ceny celulozy BHKP [EUR/t]



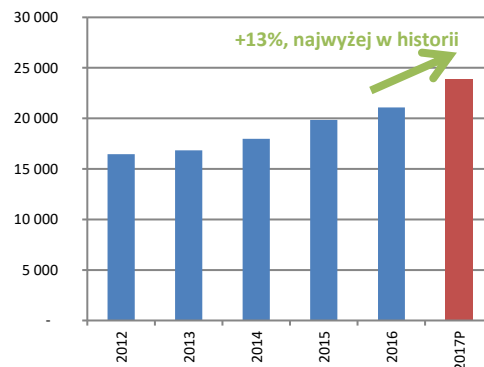
Źródło: BDM, Bloomberg

Import celulozy do Chin w 2017 roku [tys. ton]



Źródło: BDM, Bloomberg

Import celulozy do Chin [tys. ton]



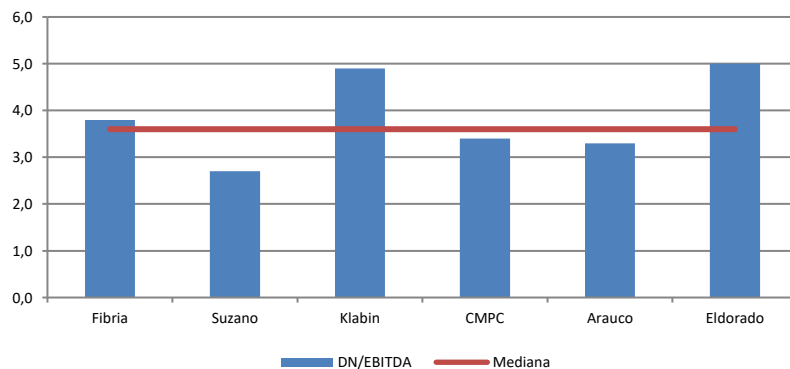
Źródło: BDM, Bloomberg

Nowe/wyłączone moce produkcyjne celulozy na świecie

Firma	Kraj	Rodzaj	Moce produkcyjne	rok wdrożenia
Vinapaco	Wietnam	CTMP	100	2012
Tan Mai Paper	Wietnam	CTMP	200	2012
CMPC	Chile	NBSK	100	2012
Ilum Group / IP	Rosja	NBSK	550	2012
Ilum Group / IP	Rosja	NBSK	-150	2012
Eldorado	Brazylia, Tres Lagoas	BHBP	1 500	4Q'12
inne		BHBP	-105	
RAZEM 2012			2 195	
Ilum Group	Rosja, Bratsk	NBSK	480	1Q'13
Jari Celulose	Brazylia, Monte Dourado	BHBP	-410	1Q'13
Sodra	Norwegia, Tofte	NBSK	-400	2Q'13
Sappi	USA, Cloquet	BHBP	-250	2Q'13
Schweighofer Group	Austria/Hallein	NBSK	-160	3Q'13
Suzano	Brazylia, Marmhao	BHBP	1 300	4Q'13
inne		BHBP	-425	
RAZEM 2013			135	
Arauco / Stora Enso	Urugwaj, Montes del Plata	BHBP	1 300	2Q'14
Oji	Chiny, Nantong	BHBP	700	2Q'14
RAZEM 2014			2 000	
CMPC	Brazylia, Guaiba II	BHBP	1 300	2Q'15
RAZEM 2015			1 300	
Klabin	Brazylia, Parana	BHBP	1 100	2Q'16
Klabin	Brazylia, Parana	NBSK	400	2Q'16
APP OKI	Indonezja, Sumatra	BHBP	0	4Q'16
RAZEM 2016			1 500	
Fibria	Brazylia, Tres Lagoas II	BHBP	470	4Q'17
APP OKI	Indonezja, Sumatra	BHBP	700	4Q'16
APRIL	Indonezja: Kernici, Rizhao, Jiangmen		-815	
Nieplanowane postoje			-960	
RAZEM 2017P			-605	
Metsa	Estonia, Äänekoski	NBSK	530	4Q'18
Fibria	Brazylia, Tres Lagoas II	BHBP	1 360	4Q'17
APP OKI	Indonezja, Sumatra	BHBP	1 300	4Q'16
Postoje				
APRIL		BHBP	-500	
RAZEM 2018P			2 690	

Źródło: BDM, Bloomberg

Zadłużenie netto/EBITDA producentów celulozy 2Q'17

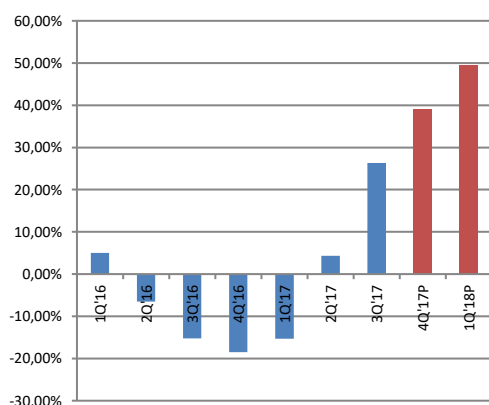


Źródło: BDM, spółki, Fibria

Efekt wysokich kosztów celulozy szczególnie widoczny w 4Q'17-1Q'18

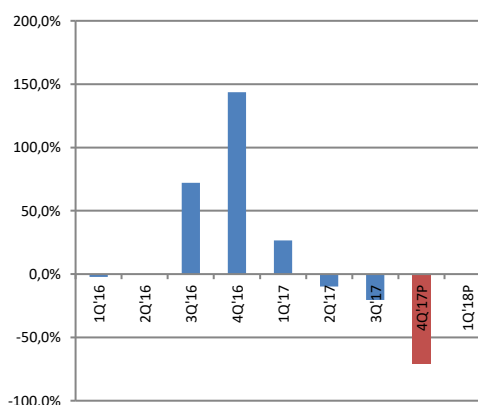
Przy ok. miesięcznym okresie rotacji zapasów pełny efekt wzrostu kosztów celulozy BHKP w części papierniczej nie był jeszcze widoczny w 2-3Q'17, kiedy EBITDA w tej części spadła o 10-20% r/r. Wzrosty kosztów rzędu 40-50% r/r będą widoczne w 4Q'17 i 1Q'18. W rezultacie wynik papieru w 4Q'17 powinien się znaleźć w okolicach 12 mln PLN EBITDA (-70% r/r), a w 1Q'18 niewykluczona jest strata. Będzie to dółek wyników finansowych spółki (oczekujemy korekty BHKP w 1H'18 o 100 USD/t (z 1000 USD/t do 900 USD/t).

Dynamika wzrostu BHKP (-1m) [r/r]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Dynamika EBITDA części papierniczej [r/r]



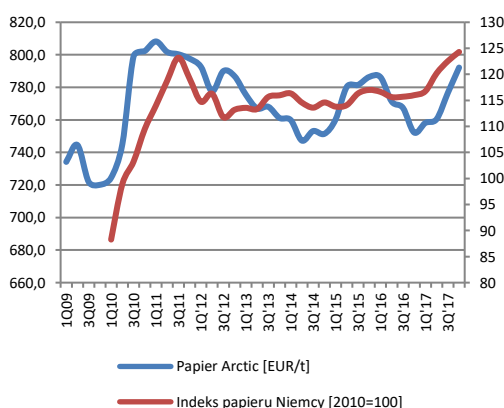
Źródło: BDM S.A., spółka

Stopniowe podwyżki cen papierów

W 3Q'17 średnia cena papieru w Arctic Paper wzrosła o c.a. 2% q/q mimo ogłoszonych w czerwcu podwyżek rzędu 5-8%. Podobnego ruchu oczekujemy w 4Q'17 i 1Q'18 (po 2% q/q). Nasze szacunki potwierdzają odczyty indeksu papieru graficznego na rynku niemieckim.

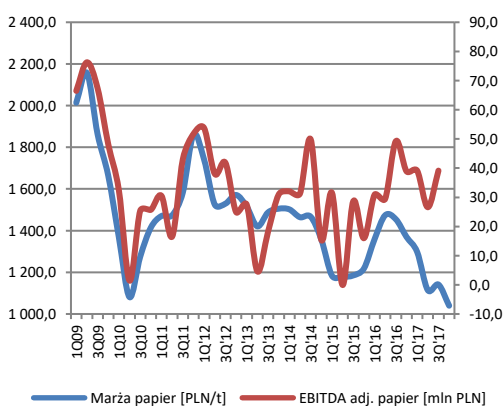
Teoretyczna marża na produkcji papieru (po kosztach celulozy) spada >20% r/r. Tempo to przyspieszy w 4Q'17-1Q'18. Podwyżki cen papieru rzędu 2% q/q nie są w stanie „przykryć” wysokich kosztów celulozy. Żeby przywrócić marżę do średniego poziomu przy zakładanych przez nas kosztach celulozy spółka powinna wprowadzać podwyżki po 5% co kwartał w okresie 4Q17-2Q'18. Na koniec 2Q'18 średnia cena papieru powinna w takim razie być wyższa o c.a. 18% r/r vs nasze założenia c.a. 6% r/r.

Średnia cena Arctic Paper vs rynek niemiecki



Źródło: BDM S.A., spółka, destatis. LS- cena papieru w ATC, PS- Indeks cen na rynku niemieckim.

Teoretyczna marża na produkcji papieru vs EBITDA ATC



Źródło: BDM S.A., spółka. LS- Teoretyczna marża na produkcji papieru (papier-0,68*(0,73*BHKP+0,27*NBSK), PS- EBITDA części papierniczej Arctic Paper.

Bardzo dobre otoczenie biznesowe dla Rottneros

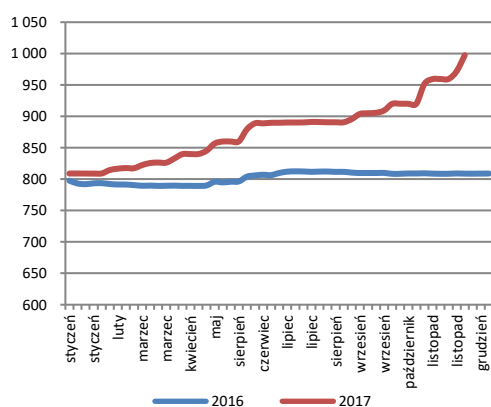
Ceny celulozy NBSK systematycznie rosną. W 2017 roku wzrost sięga ok. 23% YTD. Dodatkowo od sierpnia'17 wyniki powinien wspierać słabnący kurs korony szwedzkiej do dolara (wciąż jest ok. 8% mocniejszy r/r).

Wyniki 3Q'17 w Rottneros były zgodne z naszymi oczekiwaniami, ale mogły być lepsze. Zawiodły wolumeny sprzedaży, które były na porównywalnym poziomie r/r. Tymczasem produkcja wzrosła w tempie c.a. 12% i obok 1Q'17 należała do najlepszych w historii.

Dzięki realizacji programu zwiększającego moce produkcyjne „Agenda 500+” (z 410 do ok. 500 tys. ton) wolumeny produkcji i sprzedaży powinny systematycznie rosnąć do 2020 roku. Największego wzrostu oczekujemy w 2019 roku.

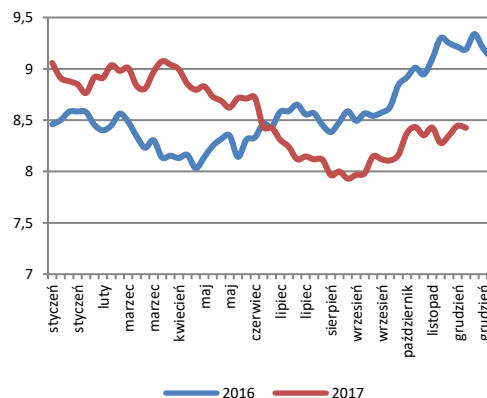
Oprócz projektu Metsa w Estonii (koniec 4Q'18) obecnie nie planuje się żadnych inwestycji w obszarze celulozy iglastej (NBSK). Popyt z kolei napędza rozwój transportu/e-commerce (NBSK trafia gł. do papierów opakowaniowych, szczególnie mających kontakt z żywnością). Decyzja o zakazie importu makulatury do Chin w 2018 roku powinna dodatkowo podbić popyt na NBSK (efekt substytucji).

Celuloza NBSK 2016-2017 [USD/t]



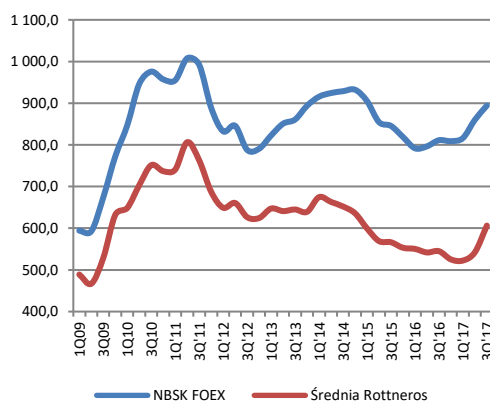
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

USD/SEK 2016-2017



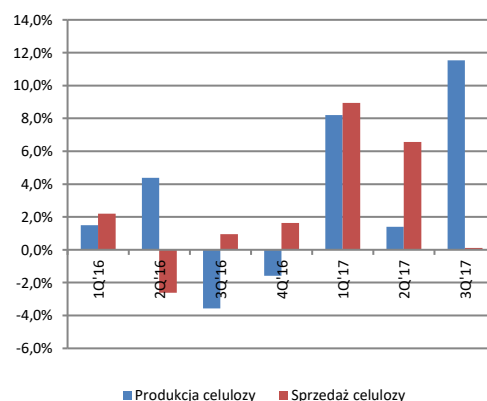
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Średnia cena celulozy Rottneros vs NBSK [USD/t]



Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg

Dynamika produkcji i sprzedaży celulozy w Rottneros [r/r]



Źródło: BDM S.A., spółka

Pogorszenie struktury wyników i cash flow

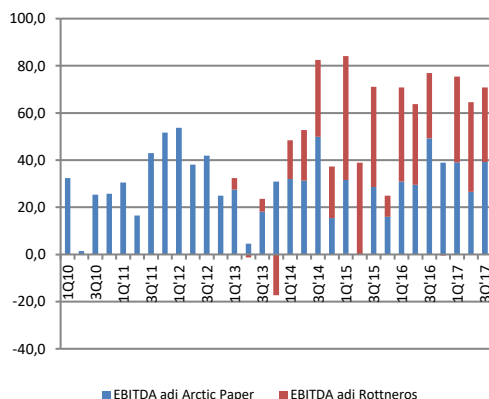
W 2016 roku ciężar generowania wyników ponownie przesunął się w stronę części papierniczej Arctic Paper, która wygenerowała ok 60% EBITDA Grupy. Taka sytuacja znacząco poprawiła sytuację płynnościową spółki. Spółce udało się zrefinansować zadłużenie.

Obecnie ciężar generowania EBITDA grupy ponownie przesuwa się w stronę celulozy. Spodziewamy się, że w związku z wysokimi cenami celulozy BHKP segment papieru będzie dostarczał zaledwie 20-30% EBITDA grupy czyli podobnie jak w 2015 roku.

CAPEX w części papierniczej w ostatnich latach kształtował się na poziomie 50-70 mln PLN przy amortyzacji >90 mln PLN. Przy oczekiwanych wynikach 40-60 mln PLN EBITDA spółka będzie musiała ponownie ograniczać CAPEX i pilnować płynności.

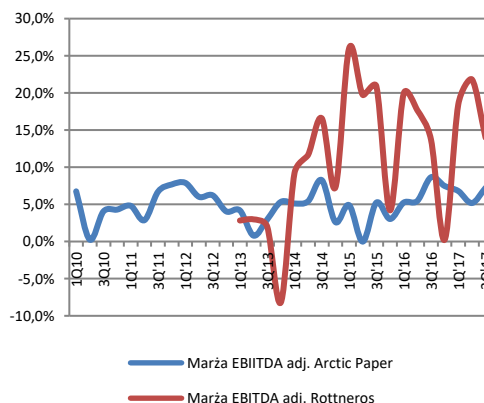
CAPEX na 2018 rok ma być porównywalny w części papierniczej r/r i nieco mniejszy w Rottneros. Spółka podjęła decyzję o rozbudowie mocy produkcyjnych w Kostrzynie za c.a. 10 mln EUR, ale szacujemy, że główne wydatki poniesie dopiero w 2019 roku (oficjalnie rozbudowa o 30 tys. ton ma zakończyć się w 1H'19). Efektywnie inwestycja (potencjał 120 mln PLN sprzedaży i >12 mln PLN EBITDA) wpłynie na wyniki dopiero w 2020 roku.

Kontrybucja wyników Arctic Paper i Rottneros [mln PLN]



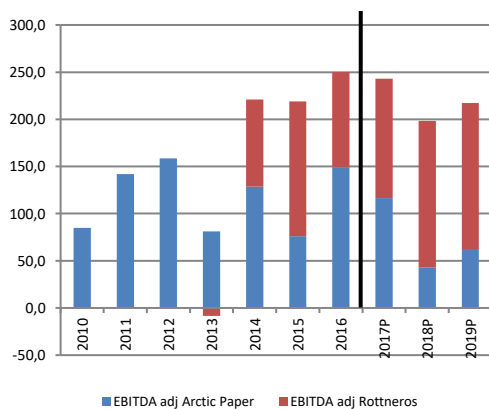
Źródło: BDM S.A., spółki

Marża EBITDA Arctic Paper i Rottneros



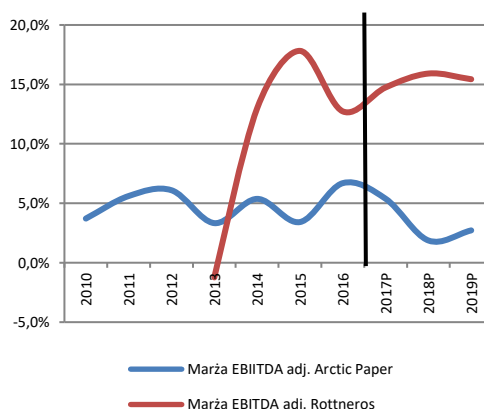
Źródło: BDM S.A., spółki

Kontrybucja wyników Arctic Paper i Rottneros- prognoza



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

Marża EBITDA Arctic Paper i Rottneros- prognoza

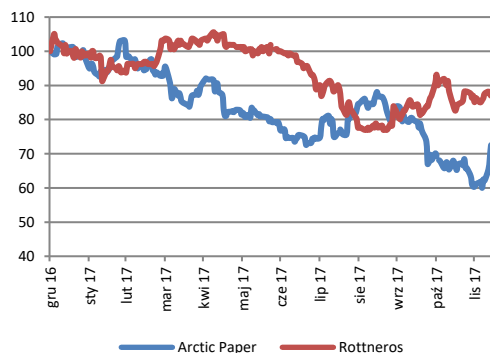


Źródło: BDM S.A., spółki, szacunki własne

Niska wycena rynkowa

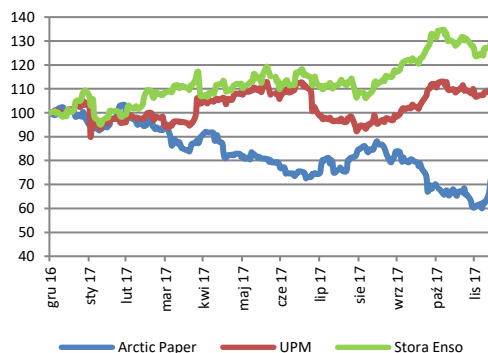
Notowania spółki w 2017 roku straciły blisko 30%, a Rottneros ponad 10%. Wyceny szwedzkich grup papierniczych poszły w górę o 10-30%. Mocno zyskały kursy producentów celulozy jak Fibria czy Suzano.

Kurs akcji Arctic Paper i Rottneros 2017 YTD



Źródło: BDM, Bloomberg, 2016=100

Kursy akcji spółek papierniczych 2017 YTD

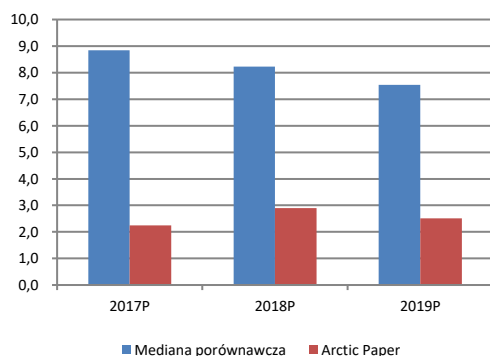


Źródło: BDM, Bloomberg, 2016=100

Przy znaczącym spadku kursu akcji Arctic Paper handlowany jest z b. dużym, ponad 60% dyskontem do grupy porównawczej i poniżej historycznej średniej (3,9x EBITDA).

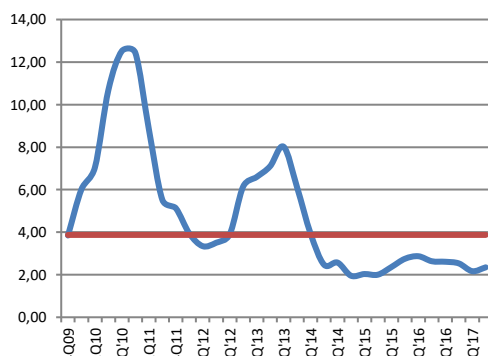
Rottneros handlowany jest z ok. 50% dyskontem przy mnożniku EV/EBITDA 4,2x (zgodny z historyczną medianą)

EV/EBITDA Arctic Paper na tle grupy porównawczej



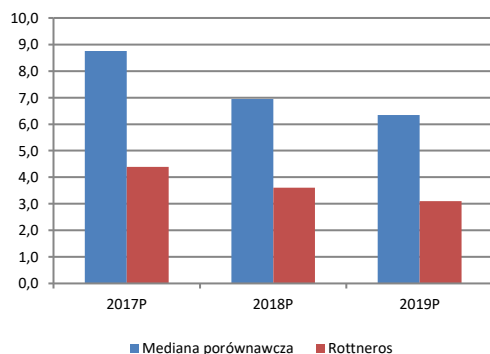
Źródło: BDM, spółka, Bloomberg

Historyczna wycena EV/RBITDA Arctic Paper



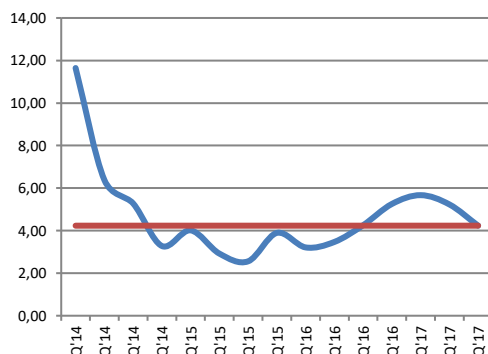
Źródło: BDM, spółka, Bloomberg. Mediana 2009-2017=3,9x. Kurs akcji EoP.

EV/EBITDA Rottneros na tle grupy porównawczej



Źródło: BDM, spółka, Bloomberg

Historyczna wycena EV/Rottneros



Źródło: BDM, spółka, Bloomberg. Mediana 2014-2017=4,2x. Kurs akcji EoP.

Pole do dalszych redukcji kosztów stałych

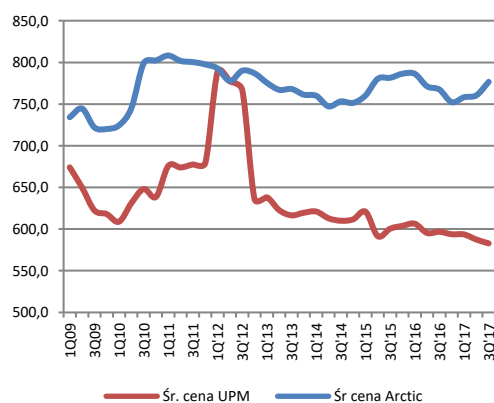
W lipcu 2015 roku spółka ogłosiła plan redukcji kosztów mający docelowo przynieść 50 mln PLN oszczędności. Główny nacisk na redukcję kosztów dotyczył:

- 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).

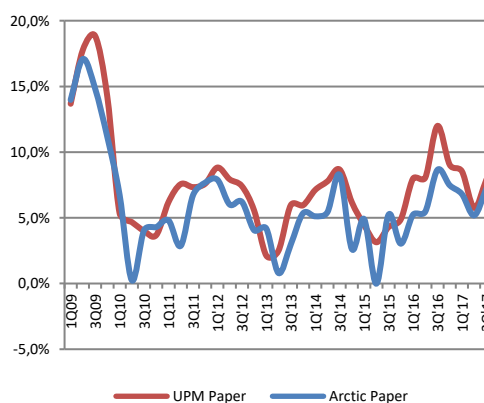
Efektywnie program redukcji kosztów dał w 2016 roku ok. 33 mln PLN. W 2017 roku powinno to być jeszcze blisko 20 mln PLN. Zarząd zapowiedział kolejne inicjatywy kosztowe. Porównując średnią cenę papieru, która jest wyższa w Arctic Paper z niższą realizowaną marżą w stosunku do UPM Paper widzimy duże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

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Brak zapowiedzianych podwyżek cen papierów

W odpowiedzi na rosnące koszty celulozy spółka zapowiedziała wprowadzenie podwyżek cen papierów (pierwszy komunikat w czerwcu'17 rzędu 5-8%). Na podobny ruch zdecydowała się konkurencja. W 3Q'17 średnia cena papierów wzrosła o ok. 2,1% q/q (w EUR). Kolejne podwyżki zostały zapowiedziane na październik i styczeń. Zwracamy uwagę, że wprowadzanie podwyżek cen produktów na spadkowym rynku jest bardzo ciężkim zadaniem.

▪ 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/, by rok później spaść praktycznie do 0. W 2014 roku otoczenie było ponownie sprzyjające (spread ok. 200 USD/t), by w kolejnym roku dramatycznie się zmienić. W 2016 roku spółka korzystała z rosnącego spreadu. Od stycznia'17 obserwujemy ponownie spadek spreadu w związku ze znaczącym wzrostem cen BHKP (efekt mniejszej podaży, problemy APP OKI z nową fabryką, nieplanowane postoje w 2H'17). Celuloza liściasta ma potencjał do dalszych wzrostów. Zwracamy uwagę, że w po 2018 roku na rynku nie ma znaczących projektów inwestycyjnych.

▪ 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).

▪ 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 odreagować. W dłuższym terminie liczymy na umocnienie euro do dolara do ok. 1,30 (prognozy zgodnie z krzywą kontraktów terminowych).

▪ Wysokie zadłużenie

W 3Q'17 dług netto ukształtował się na poziomie 254 mln PLN czyli 1,0x skonsolidowanej EBITDA i dotyczył praktycznie tylko części papierniczej (231 mln PLN, 1,6x EBITDA). Zwracamy uwagę, że przy pogorszeniu EBITDA części papierniczej, co przy obecnych, wysokich cenach celulozy wydaje się prawdopodobne, spółka może przekroczyć kowenanty bankowe.

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. Po dobrych wynikach 2016 roku i restrukturyzacji Grycksbo EBITDA szwedzkiej papierni była pozytywna. Przy obecnie, wysokich cenach celulozy liściastej i gorszych perspektywach papieru powlekanego szacujemy, że EBITDA Grycksbo może ponownie być ujemna, co rodzi ryzyko poważnych odpisów aktualizujących wartość aktywów w bilansie. 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.

▪ 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):

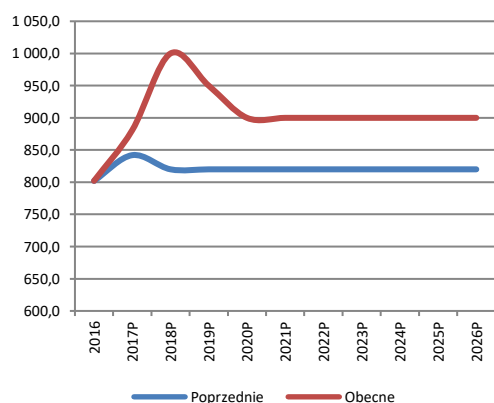
- Uwzględniliśmy bieżące, lepsze od oczekiwań wyniki 2-3Q'17. Zwracamy jednocześnie uwagę, że efekt wysokich cen celulozy będzie szczególnie widoczny w 4Q'17 i 1Q'18 (1-miesięczne opóźnienie);
- Zaktualizowaliśmy ceny celulozy BHKP i NBSK;

W 2H'17 ceny BHKP zdecydowanie przewyższyły nasze projekcje, co wynikało nie tylko z problemów podaży (wolny start Indonezyjskiej APP OKI, nieplanowane postoje) ale również z wysokiego popytu gł. z Chin (efekt wzrostu rynku papierów higienicznych). W 2018 roku popyt nie powinien być słabszy. Pozytywnie na rynek wpłynie zakaz importu makulatury przez Chiny (zastąpienie makulatury celulozą w produkcji papieru). Podaż powinna być wyższa z uwagi na brak efektu włączeń mocy z '17 i większą utylizację APP OKI oraz Horizonte 2 Fibri. Nie ma obecnie zaplanowanych nowych projektów inwestycyjnych. Zwracamy uwagę, że cykl inwestycyjny trwa 2-3 lata więc najwcześniej nowe moce mogą się pojawić dopiero w 2020-2021. Do tego czasu popyt będzie zyskiwał 1-2 mln ton rocznie (+2/3% r/r). Tym samym na lata 2018-2020 podwyższyliśmy prognozy dla cen BHKP o >30%;

W przypadku NBSK podwyższyliśmy prognozy cen na 2018 o >20% i w kolejnych latach >10%. Z jednej strony popyt powinien być silny, dodatkowo wspierany przez ograniczenia w imporcie makulatury do Chin. Z drugiej, na rynek będzie wpływać nowa podaż, efektywnie od 2019 roku z Estonii (+0,53 mln ton). Zdolności zwiększa też Rottneros;

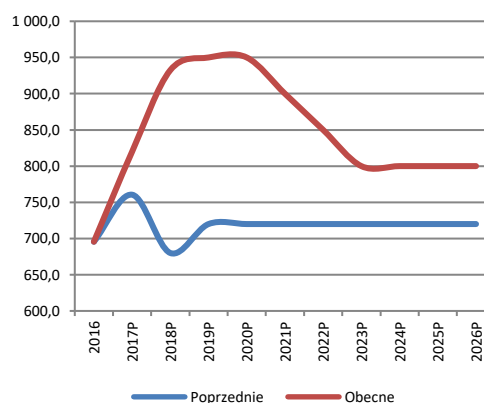
W długim terminie utrzymujemy spread NBSK-BHKP w wysokości 100 USD/t. W 2018 roku spread ten będzie podobny do '17 (średnio 60-70 USD/t) w 2019-2020 może być negatywny;

Projekcje dla cen NBSK [USD/t]



Źródło: BDM.S.A., Bloomberg, prognozy własne. Poprzednie projekcje z 07.06.2017

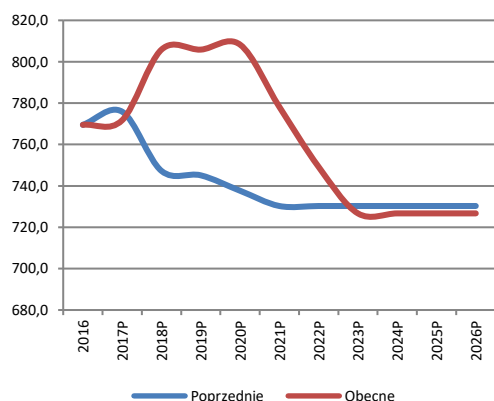
Projekcje dla cen BHKP [USD/t]



Źródło: BDM.S.A., Bloomberg, prognozy własne. Poprzednie projekcje z 07.06.2017

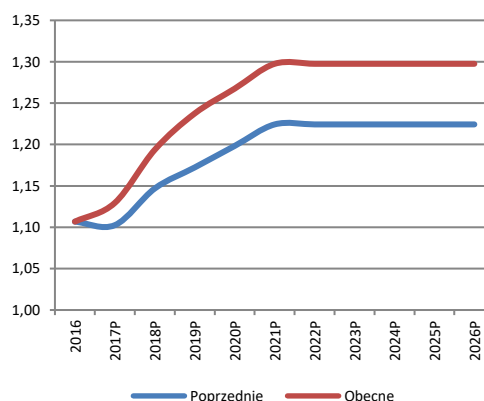
- Oczekujemy, że wraz z wyższą ceną BHKP spółka wprowadzi podwyżki cen papierów w'17 (ogłoszone od czerwca'17, października'17 i stycznia'18);
W 3Q'17 średnia cena papieru wzrosła o c.a. 2% q/q. Posobnego tempa oczekujemy również w 4Q'17 jak i 1Q'18 (podwyżki ogłaszane są w tempie 5-8%). Potem liczymy na płaskie cenniki, co przy korekcie cen celulozy powinno dać pozytywny efekt na marży w 2-3Q'18. Spadków średnich cen spodziewamy się w 2021-2023 roku wraz z korektą na celulozie;
- Otoczenie walutowe w nowych prognozach jest lepsze dla spółki w krótkim i długim terminie. Zgodnie z krzywą futures przyjmujemy wzrost EUR/USD do c.a. 1,3 długoterminowo vs 1,23 poprzednio;

Projekcje dla średnich cen papieru [EUR/t]



Źródło: BDM.S.A., spółka, prognozy własne. Poprzednie projekcje z 07.06.2017

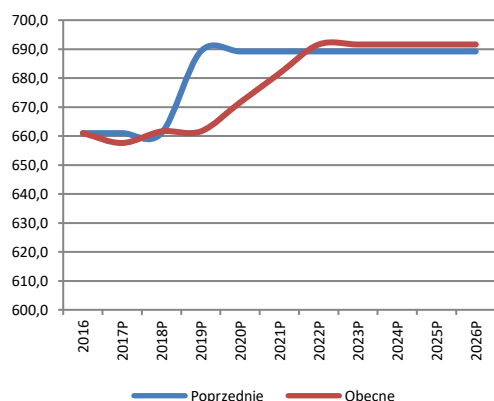
Projekcje dla EUR/USD



Źródło: BDM.S.A., Bloomberg, prognozy z krzywej terminowej. Poprzednie projekcje z 07.06.2017

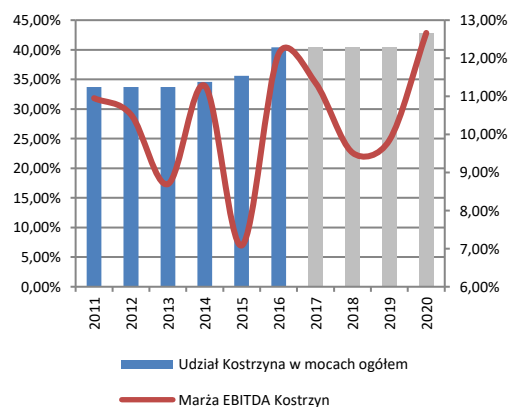
- Dnia 15.12.2017 spółka podjęła decyzję o realizacji projektu rozbudowy mocy produkcyjnych w Kostrzynie (+30 tys. ton, +4,3% ogółu mocy w papierze). Projekt był anonsowany już pod koniec 2016 roku. Przy okazji refinansowania zadłużenia spółka pozyskała środki z EBOiR na ten cel. Inwestycja ma być gotowa w 1H'17. Szacujemy, że efektywnie wpłynie ona na wyniki w 2020 roku (większość CAPEX poniesiona w 2019 roku). Dojście do pełnych mocy będzie stopniowe (rozłożone na 3 lata). Potencjał sprzedażowy to ok. 120 mln PLN a EBITDA >12 mln PLN;

Wolumeny sprzedaży [tys. ton]



Źródło: BDM.S.A., spółka. Poprzednie projekcje z 07.06.2017

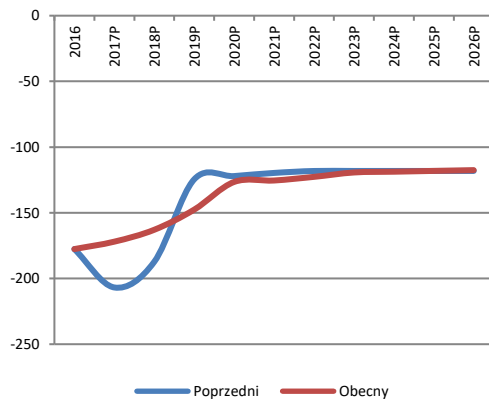
Udział f. Kostrzyn w mocach ogółem i marża EBITDA



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

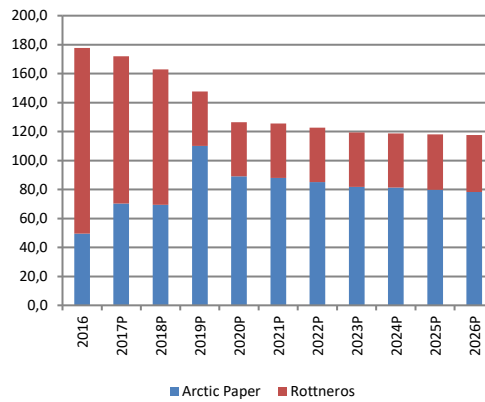
- CAPEX pozostał praktycznie bez zmian. Jest niższy w 2017 roku (ok. 170 mln PLN vs 207 mln PLN poprzednio) i 2018 roku oraz wyższy w 2019 roku, co wynika z przesunięcia projektu rozwojowego w Kostrzynie. W Rottneros spółka w 2018 roku kończy program „Agenda 500+” na który w latach 2015-2018 wyda łącznie >800 mln SEK. Zwiększy to m.in. zdolności produkcyjne z 410 do ok. 500 tys. ton rocznie NBSK.

CAPEX [mln PLN]



Źródło: BDM.S.A., spółka. Poprzednie projekcje z 07.06.2017

Kontrybucja CAPEX [mln PLN]



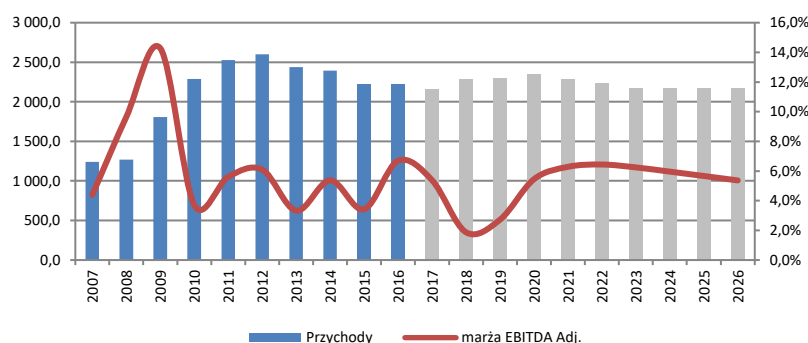
Źródło: BDM.S.A., spółka

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 15 grudnia 2017 roku.

Metoda SOTP dała wartość 1 akcji na poziomie 4,3 PLN (0,3 PLN w przypadku Arctic Paper i 4,0 PLN dla Rottneros).

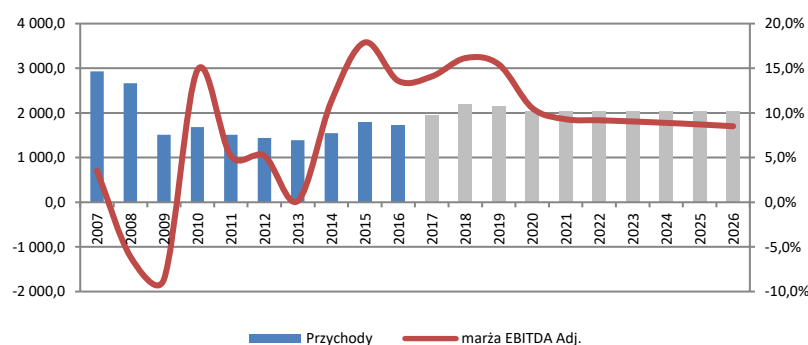
Wybrane dane Arctic Paper- część papiernicza Grupy [mln PLN]



W krótkim terminie dołek marży w biznesie papierniczym powinien wypaść w 2018 roku. W długim terminie wierzymy w powtarzalną marżę w wysokości 5,5% EBITDA, co jest zgodne ze średnią 2007-2016 i naszymi poprzednimi projekcjami.

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 podwyższyliśmy założenia na lata 2017-2019. W długim terminie podtrzymujemy nasze założenia marży w wysokości 8-8,5% EBITDA.

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	2 959,6	3 188,2	3 201,5	3 155,1	3 051,8	2 998,6	2 931,5	2 931,3	2 931,1	2 930,9
EBITDA	205,9	245,9	242,9	198,4	217,4	228,6	232,6	231,6	221,8	214,1	206,0	197,6
EBIT	86,9	125,0	120,7	69,3	85,0	97,0	103,3	104,6	97,0	91,3	84,9	78,0
Zysk brutto	58,3	74,2	95,3	39,8	55,9	70,0	80,5	87,7	85,1	81,6	76,7	70,8
Zysk netto	-71,3	39,9	40,6	-12,0	6,8	38,4	51,2	52,6	50,8	48,3	44,9	40,7
Marża EBITDA	6,9%	8,3%	8,2%	6,2%	6,8%	7,2%	7,6%	7,7%	7,6%	7,3%	7,0%	6,7%
Marża EBIT	2,9%	4,2%	4,1%	2,2%	2,7%	3,1%	3,4%	3,5%	3,3%	3,1%	2,9%	2,7%
Marża netto	-2,4%	1,3%	1,4%	-0,4%	0,2%	1,2%	1,7%	1,8%	1,7%	1,6%	1,5%	1,4%
Arctic Paper jedn. mln PLN	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	2 224,8	2 219,2	2 160,8	2 279,9	2 298,1	2 339,9	2 286,3	2 233,4	2 166,4	2 166,4	2 166,4	2 166,4
EBITDA	63,0	148,5	116,3	40,5	62,5	127,5	143,6	143,8	135,3	129,1	122,7	116,2
EBIT	-31,2	46,7	37,4	-50,1	-27,3	38,0	56,3	58,3	51,7	47,3	42,4	37,2
Zysk brutto	-57,5	-0,9	16,7	-66,6	-43,9	23,4	45,3	41,0	39,0	36,4	32,7	28,3
Zysk netto	-54,7	-0,9	13,5	-54,0	-35,6	19,0	36,7	33,2	31,6	29,5	26,5	22,9
Marża EBITDA	2,8%	6,7%	5,4%	1,8%	2,7%	5,4%	6,3%	6,4%	6,2%	6,0%	5,7%	5,4%
Marża EBIT	-1,4%	2,1%	1,7%	-2,2%	-1,2%	1,6%	2,5%	2,6%	2,4%	2,2%	2,0%	1,7%
Marża netto	-2,5%	0,0%	0,6%	-2,4%	-1,5%	0,8%	1,6%	1,5%	1,5%	1,4%	1,2%	1,1%
Rottneros jedn. mln PLN	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	802,4	797,5	858,6	978,5	1 003,7	959,1	956,8	956,6	956,4	956,2	955,9	955,7
EBITDA	143,6	108,3	120,9	157,9	154,9	101,2	88,9	87,8	86,5	85,0	83,3	81,3
EBIT	118,1	78,4	83,4	119,3	112,3	58,9	47,0	46,3	45,3	44,0	42,5	40,7
Zysk brutto	115,8	75,1	78,6	106,5	99,9	46,6	35,2	46,7	46,1	45,2	44,0	42,5
Zysk netto	100,2	59,0	61,3	83,0	77,9	36,3	27,5	36,5	36,0	35,3	34,3	33,1
Marża EBITDA	17,9%	13,6%	14,1%	16,1%	15,4%	10,5%	9,3%	9,2%	9,0%	8,9%	8,7%	8,5%
Marża EBIT	14,7%	9,8%	9,7%	12,2%	11,2%	6,1%	4,9%	4,8%	4,7%	4,6%	4,4%	4,3%
Marża netto	12,5%	7,4%	7,1%	8,5%	7,8%	3,8%	2,9%	3,8%	3,8%	3,7%	3,6%	3,5%

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	2 160,8	2 279,9	2 298,1	2 339,9	2 286,3	2 233,4	2 166,4	2 166,4	2 166,4	2 166,4
EBIT [mln PLN]	58,1	31,7	-50,1	-27,3	38,0	56,3	58,3	51,7	47,3	42,4	37,2
Stopa podatkowa	0,5%	0,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0,3	0,0	-9,5	-5,2	7,2	10,7	11,1	9,8	9,0	8,1	7,1
NOPLAT [mln PLN]	57,8	31,7	-40,6	-22,1	30,8	45,6	47,2	41,9	38,3	34,4	30,2
Amortyzacja [mln PLN]	90,4	84,6	90,5	89,7	89,4	87,3	85,5	83,6	81,8	80,3	79,0
CAPEX [mln PLN]	-49,5	-70,4	-69,4	-110,1	-89,1	-88,0	-85,2	-81,8	-81,2	-79,7	-78,2
Koszty zamknięcia Mochenwangen [mln PLN]	-10,6	-29,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FCF [mln PLN]	88,2	16,9	-19,4	-42,4	31,2	45,0	47,5	43,6	38,8	34,9	31,0
DFCF [mln PLN]		16,9	-18,1	-36,9	25,3	33,7	32,9	27,9	22,9	18,9	15,4
Suma DFCF [mln PLN]		138,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]		276,0	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: -2,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		136,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]		275,6									
Dług netto [mln PLN]		258,4									
Udziały mniejszości [mln PLN]		0,0									
Wartość kapitału [mln PLN]		17,3									
Ilość akcji [mln szt.]		69,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		0,2									

Przychody zmiana r/r	-2,6%	5,5%	0,8%	1,8%	-2,3%	-2,3%	-3,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	-45,5%	-	-	-	48,0%	3,6%	-11,3%	-8,6%	-10,3%	-12,2%
FCF zmiana r/r	-80,8%	-	-	-	44,2%	5,7%	-8,2%	-10,9%	-10,0%	-11,4%
Marża EBITDA	5,4%	1,8%	2,7%	5,4%	6,3%	6,4%	6,2%	6,0%	5,7%	5,4%
Marża EBIT	1,5%	-2,2%	-1,2%	1,6%	2,5%	2,6%	2,4%	2,2%	2,0%	1,7%
Marża NOPLAT	1,5%	-1,8%	-1,0%	1,3%	2,0%	2,1%	1,9%	1,8%	1,6%	1,4%
CAPEX / Przychody	3,3%	3,0%	4,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,7%	3,6%
CAPEX / Amortyzacja	83,2%	76,7%	122,7%	99,6%	100,7%	99,7%	97,9%	99,3%	99,3%	99,0%
Zmiana KO / Przychody	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	0,0%	0,0%	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	60,9%	58,4%	56,8%	63,6%	78,9%	81,8%	87,0%	91,9%	96,6%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	39,1%	41,6%	43,2%	36,4%	21,1%	18,2%	13,0%	8,1%	3,4%	0,0%
WACC	7,6%	7,1%	7,0%	7,3%	8,0%	8,2%	8,4%	8,6%	8,8%	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	1 944,2	2 197,1	2 142,3	2 047,0	2 042,2	2 041,8	2 041,3	2 040,8	2 040,3	2 039,9
EBIT [mln SEK]	170,0	188,8	267,9	239,7	125,7	100,4	98,7	96,6	93,9	90,7	86,9
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	41,5	58,9	52,7	27,7	22,1	21,7	21,2	20,7	20,0	19,1
NOPLAT [mln SEK]	133,5	147,2	209,0	186,9	98,1	78,3	77,0	75,3	73,3	70,8	67,8
Amortyzacja [mln SEK]	65,0	85,0	86,6	91,0	90,2	89,4	88,7	88,1	87,5	87,0	86,7
CAPEX [mln SEK]	-278,0	-230,0	-210,0	-80,0	-80,0	-80,0	-80,0	-80,0	-80,0	-82,0	-84,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln SEK]	-17,0	-58,9	-65,5	15,4	33,8	3,8	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5
FCF [mln SEK]	-96,5	-56,7	20,1	213,3	142,0	91,6	86,0	83,7	81,1	76,2	71,0
DFCF [mln SEK]		-56,5	19,1	192,6	121,8	74,7	66,2	60,8	55,5	49,2	43,2
Suma DFCF [mln SEK]		626,5									
Wartość rezydualna [mln SEK]		1 182,8	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln SEK]		720,7									
Wartość firmy EV [mln SEK]		1 347,2									
Dług netto* [mln SEK]		53,2									
Wartość kapitału [mln SEK]		1 294,1									
Ilość akcji [mln szt.]		153,4									
Wartość kapitału na akcję [SEK]		8,4									

Przychody zmiana r/r	12,4%	13,0%	-2,5%	-4,4%	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	11,0%	41,9%	-10,5%	-47,5%	-20,2%	-1,7%	-2,2%	-2,7%	-3,4%	-4,2%	
FCF zmiana r/r	-	-	960,1%	-33,4%	-35,5%	-6,1%	-2,7%	-3,1%	-6,1%	-6,9%	
Marża EBITDA	14,1%	16,1%	15,4%	10,5%	9,3%	9,2%	9,0%	8,9%	8,7%	8,5%	
Marża EBIT	9,7%	12,2%	11,2%	6,1%	4,9%	4,8%	4,7%	4,6%	4,4%	4,3%	
Marża NOPLAT	7,6%	9,5%	8,7%	4,8%	3,8%	3,8%	3,7%	3,6%	3,5%	3,3%	
CAPEX / Przychody	11,8%	9,6%	3,7%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	4,0%	4,1%	
CAPEX / Amortyzacja	270,6%	242,4%	87,9%	88,7%	89,5%	90,2%	90,9%	91,5%	94,3%	96,9%	
Zmiana KO / Przychody	3,0%	3,0%	-0,7%	-1,6%	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Zmiana KO / Zmiana przychodów	27,5%	25,9%	28,1%	35,5%	79,7%	60,6%	71,6%	82,7%	95,6%	110,2%	

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	74,9%	77,7%	79,5%	80,3%	80,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Udział kapitału obcego	25,1%	22,3%	20,5%	19,7%	19,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	5,0%	5,1%	5,2%	5,2%	5,2%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

Źródło: BDM S.A.*- uwzględnia akcje własne 822k szt. wartości ok. 6,6 mln SEK i dywidendę za rok 2016 61 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 15 grudnia 2017 roku. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 0%.

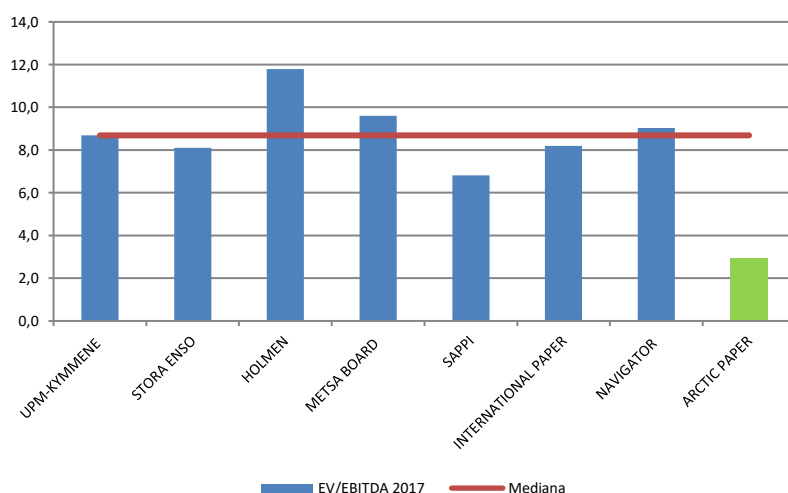
Porównując wyniki Arctic Paper ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 0,93 mld PLN, co odpowiada 13,4 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 4,0 PLN (bieżąca cena rynkowa) w odniesieniu do wskaźnika EV/EBITDA Arctic Paper jest notowany z ponad 60% dyskontem.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
UPM-KYMMENE	14,2	14,1	14,0	8,6	8,2	8,0	11,3	11,0	10,7
STORA ENSO	15,4	13,7	12,6	8,4	7,6	7,1	13,0	11,2	10,2
HOLMEN	20,5	19,1	19,5	12,2	11,3	11,3	17,1	15,7	15,8
METSA BOARD	18,6	14,3	12,8	9,7	8,2	7,5	14,6	11,7	10,4
SAPPI	11,7	10,8	10,3	6,5	6,0	5,6	9,9	9,1	8,5
INTERNATIONAL PAPER	16,1	13,2	12,6	8,8	7,6	7,2	14,3	11,9	10,6
NAVIGATOR	17,1	16,6	15,8	9,5	9,0	8,4	14,7	13,4	12,2
Mediana	16,1	14,1	12,8	8,8	8,2	7,5	14,3	11,7	10,6
ARCTIC PAPER	6,8	-	41,0	2,2	2,9	2,5	4,5	8,3	6,4
Premia/dyskonto do spółki	-57,6%	-264,1%	219,5%	-74,7%	-64,8%	-66,6%	-68,5%	-29,1%	-39,3%
Wycena wg wskaźnika	9,4	-	1,3	27,2	19,3	19,7	21,1	16,5	6,3
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		3,6			22,1			14,6	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]	13,4								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 15.12.2017

Wskaźnik EV/EBITDA na 2018 rok



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE 3Q'17 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

Wyniki 3Q'17

W 3Q'17 wyniki spółki okazały się lepsze od naszych oczekiwań (o 25% EBITDA) i konsensusu (o 13% EBITDA). Zaskoczenie wynikało z części papierniczej, która wypracowała aż 39,1 mln PLN EBITDA (vs 25 mln PLN oczek.) i marżę w wysokości 7,2%.

W czerwcu spółka ogłosiła wprowadzenie podwyżek cen papierów 5-8%. Udało się zaimplementować jej część, ale i tak średnia cena była wyższa od naszych oczekiwań. W 3Q'17 wyniosła 777 EUR/t (+2,1% q/q, +1,2% r/r). Kolejne podwyżki zostały ogłoszone we wrześniu (od października) i w listopadzie (od stycznia).

W 3Q'17 cena celulozy BHKP wzrosła o 30% r/r (12% q/q), a NBSK o 10% r/r (+4% q/q). Korzystniejszy był EUR/USD, który zyskał ponad 5% r/r (+6,3% q/q). Tym samym teoretyczna marża na produkcji papieru (po kosztach celulozy) wyniosła 268 EUR/t i utrzymała tempo spadku c.a. 20% r/r, ale wzrosła o 1,5% q/q.

Dług netto grupy w 3Q'17 utrzymał się na poziomie 240-250 mln PLN (1x EBITDA 12m). W samym Arctic Paper wzrósł z 220 mln PLN po 2Q'17 do 230 mln PLN (1,6x EBITDA) przez wyższy CAPEX. Dług brutto (i gotówka) wzrósł przez emisję 400 mln SEK obligacji Rottneros (zapadalność 09.2022, koszt STIBOR3m+4,15 p.b. czyli ok. 4,1%- niżej niż Arctic Paper).

CAPEX w 3Q'17 był wyższy w Arctic Paper niż w Rottneros (22 vs 29 mln PLN), co było związane z postojem papierni w Kostrzynie (spółka na prezentacji wynikowej wskazywała, że utraciła ok. 4 tys. ton wolumenu sprzedaży czyli ok. 5 mln PLN EBITDA (31% marży ?)).

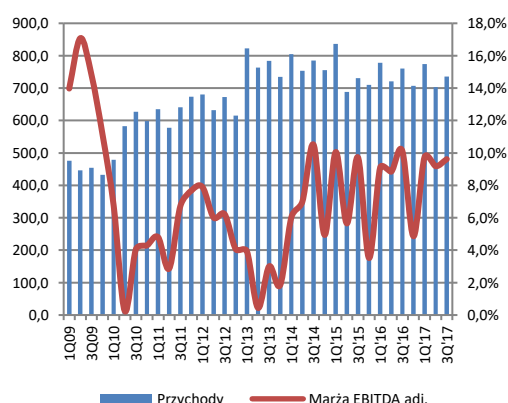
Wyniki finansowe za 1Q'17 [mln PLN]

	3Q'16	3Q'17	zmiana r/r	3Q'17P BDM	różnica	3Q'17P konsens.	różnica
Przychody	760,0	735,9	-3,2%	758,7	-3,0%	749,2	-1,8%
Wynik brutto na sprzedaży	121,7	138,8	14,0%	129,5	7,2%		
EBITDA	76,9	70,8	-7,9%	56,5	25,2%	62,8	12,7%
EBITDA adj.	76,9	70,8	-7,9%	56,5	25,2%		
Rottneros	27,6	31,6	14,6%	31,6	0,0%		
Arctic Paper	49,3	39,1	-20,5%	24,9	57,2%		
EBIT	48,0	38,5	-19,8%	25,2	53,0%	31,6	21,9%
Zysk brutto	38,8	31,3	-19,4%	18,7	67,2%		
Zysk netto	24,5	17,6	-28,2%	7,2	145,0%	8,4	109,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	16,0%	18,9%		17,1%			
Marża EBITDA adj.	10,1%	9,6%		7,5%			
Marża EBIT	6,3%	5,2%		3,3%			
Marża zysku netto	3,2%	2,4%		0,9%			

P/E 12m	5,2
EV/EBITDA 12m adj.	2,1

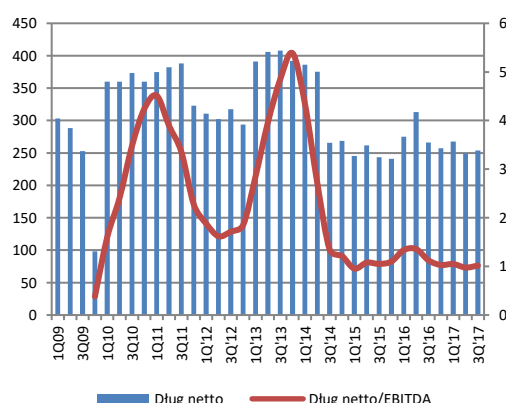
Źródło: BDM, Spółka.

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 4Q'17 i 1Q'18. Liczymy, że przy oczekiwanej korekcie cen BHKP w 1H'18 i dzięki systematycznemu wprowadzaniu podwyżek cen papierów (3Q'17, 4Q'17, 1Q'18) i utrzymaniu ich w dalszej części roku 1Q'18 będzie najgorszym wynikiem w roku jeśli chodzi o część papierniczą.

Skonsolidowane wyniki będzie neutralizował Rottneros w najbliższych kwartałach, jednak z każdym kolejnym okresem wyniki Rottneros będą gorsze z uwagi na mniejszy efekt wolumenowy w 2H'18 i mocniejszy kurs SEK/USD.

W skali całego 2018 roku skonsolidowana EBITDA powinna zbliżyć się do ok. 200 mln PLN vs 240 mln PLN w 2017 roku. Struktura wyniku będzie jednak bardziej zbliżona do tej z 2015 roku czyli z większym udziałem wyniku Rottneros niż kluczowego segmentu papierniczego. Spółka będzie więc musiała ograniczyć CAPEX i pilnować płynności, która będzie wspierana wysoką dywidendą z Rottneros. Niewykluczone, że przy ujemnych wynikach Grycksbo konieczny będzie odpis na tych aktywach. Na koniec 3Q'17 (segment papierów powlekanych) była to kwota ok. 258 mln PLN przy zobowiązaniach segmentu 360 mln PLN.

Wybrane skonsolidowane dane finansowe i główne założenia [mln PLN]

Skonsolidowane	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17P	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2016	2017P	2018P
Przychody	778,6	721,3	760,0	707,2	773,9	703,1	735,9	746,8	836,4	779,4	801,1	771,2	2 967,0	2 959,6	3 188,2
Zysk brutto ze sprzedaży	118,0	106,8	121,7	77,1	121,2	141,5	138,8	109,6	128,9	144,2	142,9	96,8	423,7	511,1	512,8
EBITDA	70,9	63,8	76,9	34,4	75,5	64,6	70,8	32,1	49,6	62,5	65,1	21,2	245,9	242,9	198,4
EBIT	41,4	33,7	48,0	1,9	44,1	33,0	38,5	5,1	17,3	30,2	32,8	-11,1	125,0	120,7	69,3
Zysk brutto	33,7	20,4	38,8	-18,8	42,9	22,6	31,3	-1,6	10,0	22,8	25,5	-18,4	74,2	95,3	39,8
Zysk netto	8,3	1,5	24,5	5,5	24,1	3,6	17,6	-4,7	-7,9	4,3	12,0	-20,4	39,9	40,6	-12,0
Marża zysku brutto	15,2%	14,8%	16,0%	10,9%	15,7%	20,1%	18,9%	14,7%	15,4%	18,5%	17,8%	12,5%	14,3%	17,3%	16,1%
Marża EBITDA	9,1%	8,8%	10,1%	4,9%	9,8%	9,2%	9,6%	4,3%	5,9%	8,0%	8,1%	2,8%	8,3%	8,2%	6,2%
Marża EBIT	5,3%	4,7%	6,3%	0,3%	5,7%	4,7%	5,2%	0,7%	2,1%	3,9%	4,1%	-1,4%	4,2%	4,1%	2,2%
Marża netto	1,1%	0,2%	3,2%	0,8%	3,1%	0,5%	2,4%	-0,6%	-0,9%	0,6%	1,5%	-2,6%	1,3%	1,4%	-0,4%
NBSK [USD/t]	791,8	796,4	811,2	808,9	816,3	860,1	894,2	953,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	802,1	880,9	1 000,0
BHKP [USD/t]	762,4	693,3	671,5	655,1	680,5	782,8	873,2	943,3	950,0	900,0	930,0	950,0	695,6	819,9	932,5
EUR/USD	1,10	1,13	1,12	1,08	1,07	1,10	1,18	1,18	1,18	1,19	1,20	1,20	1,11	1,13	1,19
Papierówka [SEK/m3]	295,8	295,8	295,8	295,8	301,7	301,7	301,7	301,7	307,8	307,8	307,8	307,8	295,8	301,7	307,8
Energia [SEK/MWh]	220,0	222,2	239,9	336,7	300,0	265,5	320,0	340,0	306,0	270,8	326,4	346,8	254,7	306,4	312,5

Źródło: BDM, Spółka, Bloomberg, szacunki własne

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

Jednostkowe Arctic Paper	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17P	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2016	2017P	2018P
Przychody	589,8	539,6	569,3	520,5	575,1	513,2	542,3	530,3	602,7	551,2	580,6	545,4	2 219,2	2 160,8	2 279,9
Zysk brutto ze sprzedaży	64,2	59,2	80,2	57,8	73,9	86,3	91,7	68,2	52,0	73,3	87,4	56,7	261,3	320,1	269,4
EBITDA	30,9	29,5	49,3	38,9	39,1	26,6	39,1	11,5	-4,2	13,8	30,6	2,5	148,5	116,3	42,7
EBIT	8,2	6,8	27,1	3,7	18,2	6,0	18,9	-6,0	-27,3	-9,0	8,1	-19,6	45,8	37,1	-47,9
Zysk brutto	1,4	-6,0	18,3	-15,6	17,5	-4,4	13,1	-9,8	-31,6	-13,2	4,0	-23,6	-1,8	16,4	-64,5
Zysk netto	1,4	-6,0	18,3	-15,6	17,5	-4,4	13,1	-9,8	-31,6	-13,2	4,0	-23,6	-1,8	16,4	-64,5
Marża zysku brutto	10,9%	11,0%	14,1%	11,1%	12,8%	16,8%	16,9%	12,9%	8,6%	13,3%	15,0%	10,4%	11,8%	14,8%	11,8%
Marża EBITDA	5,2%	5,5%	8,7%	7,5%	6,8%	5,2%	7,2%	2,2%	-0,7%	2,5%	5,3%	0,5%	6,7%	5,4%	1,9%
Marża EBIT	1,4%	1,3%	4,8%	0,7%	3,2%	1,2%	3,5%	-1,1%	-4,5%	-1,6%	1,4%	-3,6%	2,1%	1,7%	-2,1%
Marża netto	0,2%	-1,1%	3,2%	-3,0%	3,0%	-0,8%	2,4%	-1,8%	-5,2%	-2,4%	0,7%	-4,3%	-0,1%	0,8%	-2,8%
NBSK [USD/t]	791,8	796,4	811,2	808,9	816,3	860,1	894,2	953,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	802,1	880,9	1 000,0
BHKP [USD/t]	762,4	693,3	671,5	655,1	680,5	782,8	873,2	943,3	950,0	900,0	930,0	950,0	695,6	819,9	932,5
EUR/USD	1,10	1,13	1,12	1,08	1,07	1,10	1,18	1,18	1,18	1,19	1,20	1,20	1,11	1,13	1,19

Źródło: BDM, Spółka, Bloomberg, szacunki własne

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

Jednostkowe Rottneros	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17P	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2016	2017P	2018P
Przychody	432,0	413,0	444,0	441,0	472,0	472,0	472,0	528,2	592,4	560,9	525,4	518,3	1 730,0	1 944,2	2 197,1
EBITDA	86,0	73,0	61,0	15,0	77,0	83,0	66,0	47,8	126,8	111,3	76,4	40,0	235,0	273,8	354,6
EBIT	71,0	57,0	46,0	-4,0	57,0	62,0	44,0	25,8	105,2	89,7	54,8	18,3	170,0	188,8	267,9
Zysk brutto	69,0	56,0	45,0	-7,0	56,0	62,0	41,0	19,0	98,0	82,5	47,6	11,1	163,0	178,0	239,1
Zysk netto	54,0	46,0	34,0	-6,0	43,0	49,0	32,0	14,8	76,4	64,3	37,1	8,6	128,0	138,8	186,5
Marża EBITDA	19,9%	17,7%	13,7%	3,4%	16,3%	17,6%	14,0%	9,0%	21,4%	19,8%	14,5%	7,7%	13,6%	14,1%	16,1%
Marża EBIT	16,4%	13,8%	10,4%	-0,9%	12,1%	13,1%	9,3%	4,9%	17,8%	16,0%	10,4%	3,5%	9,8%	9,7%	12,2%
Marża netto	12,5%	11,1%	7,7%	-1,4%	9,1%	10,4%	6,8%	2,8%	12,9%	11,5%	7,1%	1,7%	7,4%	7,1%	8,5%
NBSK [USD/t]	791,8	796,4	811,2	808,9	816,3	860,1	894,2	953,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	802,1	880,9	1 000,0
Papierówka [SEK/m3]	295,8	295,8	295,8	295,8	301,7	301,7	301,7	301,7	307,8	307,8	307,8	307,8	295,8	301,7	307,8
Energia [SEK/MWh]	220,0	222,2	239,9	336,7	300,0	265,5	320,0	340,0	306,0	270,8	326,4	346,8	254,7	306,4	312,5
SEK/USD	0,12	0,12	0,12	0,11	0,11	0,11	0,12	0,12	0,12	0,12	0,13	0,13	0,12	0,12	0,12

Źródło: BDM, Spółka, Bloomberg, szacunki własne

ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA 2017-2019

Na 2017 rok prognozy skonsolidowanej EBITDA zostały podwyższone o ok. 14%, co wynika gł. z lepszego wyniku w Rottneros (+24%). W części papierniczej okres 2-3Q'17 był lepszy niż oczekiwaliśmy. W związku z dalszym wzrostem cen celulozy liściastej nieskompensowanym podwyżkami cen papieru 4Q'17 będzie gorszy.

Na 2018 rok prognoza skonsolidowanej EBITDA została obniżona o 20%. W związku z wysokimi cenami celulozy (mała korekta tylko w 1H'18, potem kolejne wzrosty) zdecydowanie obniżyliśmy założenia dla części papierniczej i podwyższyliśmy dla celulozowej. Podobnych trendów oczekujemy w 2019 roku (skonsolidowana EBITDA -10%). Obecnie, nie ma ogłoszonych nowych projektów celulozowych a popyt rośnie w tempie 2-3% rocznie (1-2 mln ton). Rynek powinien więc być mocny do przynajmniej 2019-2020 roku.

Zmiana głównych założeń na lata 2017-2019P [mln PLN]

	2017P			2018P			2019P		
	poprzednio*	faktyczne	zmiana	poprzednio*	obecnie	zmiana	poprzednio*	obecnie	zmiana
Przychody	2 950,1	2 959,6	0,3%	2 922,1	3 188,2	9,1%	3 030,4	3 201,5	5,6%
Papier	2 187,2	2 160,8	-1,2%	2 157,2	2 279,9	5,7%	2 242,8	2 298,1	2,5%
Celuloza	762,9	798,8	4,7%	764,9	908,3	18,7%	787,6	903,3	14,7%
EBITDA	213,6	242,9	13,7%	248,3	198,4	-20,1%	241,4	217,4	-9,9%
Papier	111,6	116,3	4,2%	154,4	42,7	-72,4%	139,4	62,5	-55,2%
Celuloza	102,0	126,6	24,1%	93,9	155,7	65,8%	102,0	154,9	51,9%
EBIT	88,1	120,7	37,1%	110,7	69,3	-37,4%	101,8	85,0	-16,5%
Wynik netto	29,9	40,6	35,8%	50,1	-12,0	-123,9%	41,1	6,8	-83,6%
<i>Marża EBITDA</i>	7,2%	8,2%		8,5%	6,2%		8,0%	6,8%	
<i>Papier</i>	5,1%	5,4%		7,2%	1,9%		6,2%	2,7%	
<i>Celuloza</i>	13,4%	15,8%		12,3%	17,1%		12,9%	17,2%	
<i>Marża EBIT</i>	3,0%	4,1%		3,8%	2,2%		3,4%	2,7%	
<i>Marża netto</i>	1,0%	1,4%		1,7%	-0,4%		1,4%	0,2%	
Wolumen [tys. ton]	661,0	657,6	-0,5%	661,0	661,6	0,1%	689,2	661,6	-4,0%
Średnia cena papieru [EUR/t]	775,9	771,7	-0,5%	747,2	805,9	7,8%	745,1	805,9	8,2%
CWF FOEX [EUR/t]	641,4	634,2	-1,1%	641,4	650,0	1,3%	641,4	650,0	1,3%
NBSK FOEX [USD/t]	842,0	880,9	4,6%	820,0	1 000,0	22,0%	820,0	950,0	15,9%
BHKP FOEX [USD/t]	760,5	819,9	7,8%	680,0	932,5	37,1%	720,0	950,0	31,9%
EUR/USD	1,10	1,13	2,4%	1,15	1,19	4,1%	1,17	1,24	5,6%

Źródło: BDM S.A., szacunki własne. *- prognozy z dnia 07.06.2017

Zmiana wyceny SOTP

W związku z obniżonymi założeniami na najbliższe lata i pogorszeniem struktury wyniku (słaba EBITDA w części papierniczej, mocna w celulozie) obniżyliśmy naszą wycenę o ok. 29% do 4,3 PLN/akcję. Wycena opiera się w zasadzie o posiadany większościowy udział w Rottneros. Część papiernicza na bazie zaktualizowanych prognoz uwzględniających bardzo mocny rynek celulozy w latach 2017-2020, jest warta w okolicach 0 PLN. Przy mocno ujemnych wynikach Grycksbo może pojawić się perspektywa znacznych odpisów aktualizujących aktywa szwedzkiej papierni (>200 mln PLN aktywów trwałych). W 2018 roku spółka skupi się na zachowaniu płynności wspieranej wysoką dywidendą z Rottneros.

Zmiana wyceny SOTP

	Poprzednio*	Obecnie	Zmiana
Wycena SOTP [PLN/akcję]	6,0	4,3	-28,6%
Wycena SOTP [mln PLN]	417,3	296,6	-28,9%
Wycena Arctic Paper- część papiernicza [mln PLN]	202,0	18,8	-90,7%
Wycena Rottneros [mln PLN]*	420,0	541,8	29,0%
Udziały mniejszości [mln PLN]**	-204,7	-264,0	29,0%
Wycena metodą porównawczą [PLN/akcję]	14,9	13,4	-9,9%
Wycena spółki [PLN]	6,0	4,3	-28,6%

Źródło: BDM S.A., szacunki własne. *- wycena z dnia 07.06.2017. *- kurs SEK/PLN 0,4187. **- Arctic Paper posiada 51,27% udziałów w Rottneros

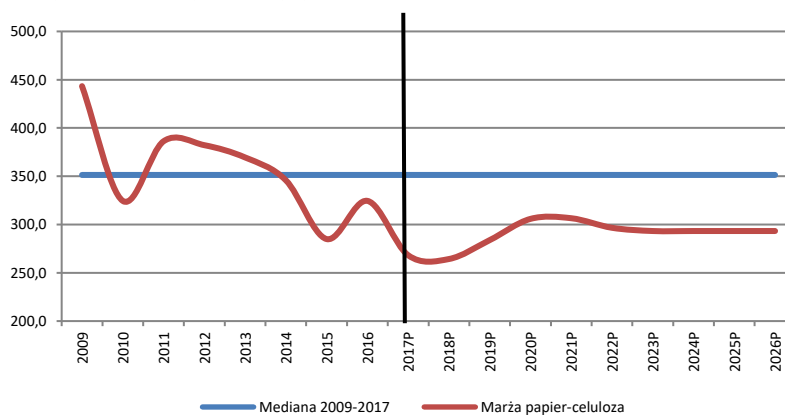
PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2017-2026

Główne założenia do wyników

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Wolumeny papieru tys. ton	740,0	661,0	657,6	661,6	661,6	671,6	681,6	691,6	691,6	691,6	691,6	691,6
zmiana r/r	-2,6%	-10,7%	-0,5%	0,6%	0,0%	1,5%	1,5%	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
UWF tys. ton	505,9	402,0	400,9	404,9	404,9	414,9	424,9	434,9	434,9	434,9	434,9	434,9
zmiana r/r	-2,8%	-20,5%	-0,3%	1,0%	0,0%	2,5%	2,4%	2,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CWF tys. ton	199,8	224,7	222,5	222,5	222,5	222,5	222,5	222,5	222,5	222,5	222,5	222,5
zmiana r/r	-2,6%	12,5%	-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	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	352,8	358,0	375,8	375,5	405,0	395,3	380,0	380,0	380,0	380,0	380,0	380,0
zmiana r/r	6,4%	1,5%	5,0%	-0,1%	7,9%	-2,4%	-3,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny papierów												
Śr. cena Arctic Paper EUR/t	777,3	769,5	771,7	805,9	805,9	808,3	778,2	749,2	726,7	726,7	726,7	726,7
zmiana r/r	3,2%	-1,0%	0,3%	4,4%	0,0%	0,3%	-3,7%	-3,7%	-3,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CWF FOEX EUR/t	653,1	648,0	634,2	650,0	650,0	650,0	650,0	650,0	650,0	650,0	650,0	650,0
zmiana r/r	-0,9%	-0,8%	-2,1%	2,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny celulozy												
NBSK USD/t	856,0	802,1	880,9	1 000,0	950,0	900,0	900,0	900,0	900,0	900,0	900,0	900,0
zmiana r/r	-7,5%	-6,3%	9,8%	13,5%	-5,0%	-5,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
BHKP USD/t	784,4	695,6	819,9	932,5	950,0	900,0	850,0	800,0	800,0	800,0	800,0	800,0
zmiana r/r	5,2%	-11,3%	17,9%	13,7%	1,9%	0,0%	-5,3%	-5,6%	-5,9%	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	1,13	1,19	1,24	1,27	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
zmiana r/r	-16,3%	-0,3%	2,1%	5,7%	3,7%	2,4%	2,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EUR/PLN	4,18	4,36	4,26	4,28	4,31	4,31	4,31	4,31	4,31	4,31	4,31	4,31
zmiana r/r	0,0%	4,3%	-2,4%	0,4%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EUR/SEK	9,36	9,47	9,64	9,61	9,20	9,20	9,20	9,20	9,20	9,20	9,20	9,20
zmiana r/r	2,8%	1,2%	1,8%	-0,3%	-4,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
SEK/PLN	0,45	0,46	0,44	0,45	0,47	0,47	0,47	0,47	0,47	0,47	0,47	0,47
zmiana r/r	-2,8%	3,1%	-4,2%	0,8%	5,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Teoretyczne spready												
Papier-celuloza EUR/t*	284,9	324,5	268,2	264,3	283,8	305,9	306,5	296,6	293,3	293,3	293,3	293,3
zmiana r/r	-17,6%	13,9%	-17,4%	-1,5%	7,4%	7,8%	0,2%	-3,2%	-1,1%	0,0%	0,0%	0,0%
NBSK- drewno Szwecja SEK/t**	6 055,4	5 673,2	6 313,7	6 812,3	5 807,0	5 251,8	5 075,2	5 049,0	5 022,4	4 995,2	4 967,5	4 939,2
zmiana r/r	16,7%	-6,3%	11,3%	7,9%	-14,8%	-9,6%	-3,4%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,6%	-0,6%

Źródło: BDM S.A., szacunki własne. *- marża liczona jako śr. cena papieru Arctic Paper-0,68*(0,73*BHKP+0,27*NBSK)
**- marża liczona jako tona NBSK- 4*m3 papierówki.

Teoretyczna marża na produkcji papieru [EUR/t]*



Źródło: BDM S.A., szacunki własne. *- marża liczona jako śr. cena papieru Arctic Paper-0,68*(0,73*BHKP+0,27*NBSK)

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	946,8	980,6	995,9	990,7	986,9	982,5	977,0	973,0	970,1	968,0
Wartości niematerialne i prawne	51,6	57,0	58,8	60,8	62,8	64,6	66,4	68,0	69,5	71,0	72,5	74,0
Rzeczowe aktywa trwałe	719,8	774,8	822,8	854,6	867,9	860,9	855,4	849,4	842,3	836,8	832,4	828,8
Aktywa obrotowe	935,1	873,0	1 000,5	1 011,9	1 029,9	1 023,6	947,9	793,8	771,7	757,5	758,5	750,4
Zapasy	390,6	360,4	359,5	387,2	388,8	383,2	370,7	364,2	356,0	356,0	356,0	356,0
Należności krótkoterminowe	343,4	354,8	353,9	381,3	382,9	377,3	365,0	358,6	350,6	350,6	350,5	350,5
Inwestycje krótkoterminowe	201,0	157,9	287,1	243,4	258,2	263,1	212,3	70,9	65,0	50,9	51,9	43,9
-środki pieniężne i ekwiwalenty	188,6	130,2	259,4	215,7	230,4	235,4	184,5	43,2	37,3	23,2	24,2	16,2
Aktywa razem	1 813,2	1 770,1	1 947,3	1 992,5	2 025,7	2 014,3	1 934,8	1 776,3	1 748,7	1 730,4	1 728,5	1 718,4
Kapitał (fundusz) własny	476,1	530,0	570,7	558,7	565,5	600,5	632,5	659,5	673,4	681,1	682,5	678,3
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	516,1	504,1	507,5	526,7	552,3	568,1	578,3	583,1	583,1
Zysk (strata) netto	-71,3	39,9	40,6	-12,0	6,8	38,4	51,2	52,6	50,8	48,3	44,9	40,7
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 136,4	1 027,2	1 136,3	1 153,8	1 142,3	1 078,2	953,3	750,0	691,0	647,8	627,8	605,7
Rezerwy na zobowiązania	85,3	102,2	73,2	73,2	73,2	73,2	73,2	73,2	73,2	73,2	73,2	73,2
Zobowiązania długoterminowe	287,3	326,5	465,6	452,3	439,0	381,1	270,2	74,0	44,0	20,9	20,9	20,9
-oprocentowane	263,4	305,5	444,6	431,3	418,1	360,2	249,3	53,1	23,1	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	763,8	598,5	597,6	628,4	630,2	623,9	610,0	602,8	573,8	553,7	533,7	511,6
-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	1 947,3	1 992,5	2 025,7	2 014,3	1 934,8	1 776,3	1 748,7	1 730,4	1 728,5	1 718,4

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	2 959,6	3 188,2	3 201,5	3 155,1	3 051,8	2 998,6	2 931,5	2 931,3	2 931,1	2 930,9
Koszty produktów, tow. i materiałów	2 561,8	2 543,3	2 448,5	2 675,4	2 669,5	2 613,4	2 512,5	2 462,5	2 408,9	2 412,5	2 416,8	2 421,6
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	403,8	423,7	511,1	512,8	532,0	541,7	539,3	536,2	522,6	518,8	514,3	509,3
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	337,7	320,0	406,4	457,1	460,4	456,7	446,5	442,1	436,1	438,0	439,9	441,8
Zysk (strata) na sprzedaży	66,1	103,6	104,7	55,7	71,6	85,0	92,8	94,1	86,5	80,8	74,4	67,4
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	20,8	21,4	16,1	13,6	13,5	12,0	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5
EBITDA	205,9	245,9	242,9	198,4	217,4	228,6	232,6	231,6	221,8	214,1	206,0	197,6
EBIT	86,9	125,0	120,7	69,3	85,0	97,0	103,3	104,6	97,0	91,3	84,9	78,0
Saldo działalności finansowej	-28,6	-50,8	-25,4	-29,4	-29,1	-27,0	-22,9	-16,8	-11,9	-9,7	-8,2	-7,2
Zysk (strata) brutto	58,3	74,2	95,3	39,8	55,9	70,0	80,5	87,7	85,1	81,6	76,7	70,8
Zysk (strata) netto	-71,3	39,9	40,6	-12,0	6,8	38,4	51,2	52,6	50,8	48,3	44,9	40,7

CF [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	172,7	185,0	182,1	154,9	197,7	212,8	220,9	213,3	205,7	191,5	184,4	177,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-81,6	-174,7	-168,7	-158,8	-143,8	-122,5	-121,9	-121,0	-119,1	-118,7	-118,2	-117,7
Przepływy z działalności finansowej	-63,4	-66,8	115,7	-39,8	-39,1	-85,3	-149,9	-233,6	-92,5	-87,0	-65,1	-67,5
Przepływy pieniężne netto	27,7	-56,5	129,2	-43,7	14,8	4,9	-50,8	-141,3	-5,9	-14,2	1,1	-8,0
Środki pieniężne na początek okresu	158,4	188,6	130,2	259,4	215,7	230,4	235,4	184,5	43,2	37,3	23,2	24,2
Środki pieniężne na koniec okresu	188,6	130,2	259,4	215,7	230,4	235,4	184,5	43,2	37,3	23,2	24,2	16,2

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%	-0,2%	7,7%	0,4%	-1,4%	-3,3%	-1,7%	-2,2%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	19,4%	-1,2%	-18,3%	9,6%	5,2%	1,7%	-0,4%	-4,2%	-3,5%	-3,8%	-4,1%
EBIT zmiana r/r	43,9%	-3,4%	-42,6%	22,8%	14,0%	6,6%	1,2%	-7,3%	-5,9%	-7,0%	-8,2%
Zysk netto zmiana r/r	-156,1%	1,7%	-129,4%	-156,5%	468,8%	33,3%	2,8%	-3,6%	-4,8%	-7,1%	-9,4%
Marża brutto na sprzedaży	14,3%	17,3%	16,1%	16,6%	17,2%	17,7%	17,9%	17,8%	17,7%	17,5%	17,4%
Marża EBITDA	8,3%	8,2%	6,2%	6,8%	7,2%	7,6%	7,7%	7,6%	7,3%	7,0%	6,7%
Marża EBIT	4,2%	4,1%	2,2%	2,7%	3,1%	3,4%	3,5%	3,3%	3,1%	2,9%	2,7%
Marża brutto	2,5%	3,2%	1,2%	1,7%	2,2%	2,6%	2,9%	2,9%	2,8%	2,6%	2,4%
Marża netto	1,3%	1,4%	-0,4%	0,2%	1,2%	1,7%	1,8%	1,7%	1,6%	1,5%	1,4%
COGS / przychody	85,7%	82,7%	83,9%	83,4%	82,8%	82,3%	82,1%	82,2%	82,3%	82,5%	82,6%
SG&A / przychody	10,8%	13,7%	14,3%	14,4%	14,5%	14,6%	14,7%	14,9%	14,9%	15,0%	15,1%
SG&A / COGS	12,6%	16,6%	17,1%	17,2%	17,5%	17,8%	18,0%	18,1%	18,2%	18,2%	18,2%
ROE	5,4%	5,0%	-1,4%	0,8%	4,1%	5,2%	5,1%	4,8%	4,5%	4,1%	3,7%
ROA	2,8%	-3,9%	2,3%	2,1%	-0,6%	0,3%	1,9%	2,6%	3,0%	2,9%	2,8%
Dług	387,6	526,7	513,4	500,1	442,2	331,3	135,2	85,2	42,1	22,1	0,0
D / (D+E)	21,9%	27,0%	25,8%	24,7%	22,0%	17,1%	7,6%	4,9%	2,4%	1,3%	0,0%
D / E	28,0%	37,1%	34,7%	32,8%	28,1%	20,7%	8,2%	5,1%	2,5%	1,3%	0,0%
Odsetki / EBIT	-40,7%	-21,1%	-42,5%	-34,2%	-27,8%	-22,1%	-16,1%	-12,2%	-10,6%	-9,7%	-9,2%
Dług / kapitał własny	52,2%	64,9%	61,2%	56,6%	47,2%	33,8%	13,2%	8,1%	3,9%	2,0%	0,0%
Dług netto	257,4	267,3	297,7	269,7	206,9	146,8	91,9	47,8	18,9	-2,2	-16,2
Dług netto / kapitał własny	0,5	0,5	0,5	0,5	0,3	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Dług netto / EBITDA	1,0	1,1	1,5	1,2	0,9	0,6	0,4	0,2	0,1	0,0	-0,1
Dług netto / EBIT	2,1	2,2	4,3	3,2	2,1	1,4	0,9	0,5	0,2	0,0	-0,2
EV	534,6	544,5	574,9	546,8	484,0	423,9	369,1	325,0	296,0	275,0	261,0
Dług / EV	72,5%	96,7%	89,3%	91,5%	91,4%	78,2%	36,6%	26,2%	14,2%	8,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	6,0%	5,8%	5,1%	4,6%	4,0%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,0%	4,0%
CAPEX / Amortyzacja	146,9%	140,7%	126,2%	111,5%	96,1%	97,1%	96,6%	95,6%	96,7%	97,6%	98,3%
Amortyzacja / Przychody	4,1%	4,1%	4,0%	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%	4,3%	4,2%	4,1%	4,1%
Zmiana KO / Przychody	-1,0%	1,0%	0,8%	0,0%	-0,2%	-0,4%	-0,2%	-0,3%	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*	6,9	6,8	-	41,0	7,2	5,4	5,3	5,5	5,7	6,2	6,8
P/BV*	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
P/CE*	1,7	1,7	2,4	2,0	1,6	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7
EV/EBITDA*	2,2	2,2	2,9	2,5	2,1	1,8	1,6	1,5	1,4	1,3	1,3
EV/EBIT*	4,3	4,5	8,3	6,4	5,0	4,1	3,5	3,4	3,2	3,2	3,3
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	11,7	12,1	12,7	13,5	14,2	14,8	15,3	15,6	15,9	16,1
EPS	0,6	0,6	-0,2	0,1	0,6	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
CEPS	2,3	2,3	1,7	2,0	2,5	2,6	2,6	2,5	2,5	2,4	2,3
FCFPS	-0,1	0,7	1,3	1,4	1,4	1,3	1,1	1,0	0,9	0,9	0,0
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,28	0,37	0,53	0,59	0,63	0,65
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 4,0 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	godzina publikacji	kurs	WIG
Trzymaj	4,3	Kupuj	6,0	15.12.2017	14:55 CEST	4,0	62 598,8
Kupuj	6,0	Kupuj	6,1	07.06.2017	9:08 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 4Q'17:

Kupuj	8	40%
Akumuluj	5	25%
Trzymaj	5	25%
Redukuj	2	10%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

Kupuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa — teoretyczna cena jaką 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 poszczególne instrumenty finansowe 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 15.12.2017 roku 14:55 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 19.12.2017 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 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 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 15.12.2017 roku:

- BDM nie 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.