



Dom Maklerski BDM S.A.

## ARCTIC PAPER

### RAPORT ANALITYCZNY

W znakomitym 1Q'22 spółka osiągnęła ponad 205 mln PLN EBITDA realizując nasze całoroczne prognozy z ostatniego raportu w aż 74% ! Tymczasem nasilenie kryzysu energetycznego w Europie, co obok strajków w fińskim UPM było gł. przyczyną niezbilansowanego rynku papieru graficznego, oznacza że miniony 2Q'22 był jeszcze lepszy dla grupy, a kolejny kwartał nie powinien od niego znacząco odstawać. Tym samym po aktualizacji prognoz podnosimy naszą wycenę do 20,3 PLN/akcję podtrzymując rekomendację KUPUJ. Ponadto podkreśliłyśmy, że spółka powinna być relatywnie odporna w obliczu nadchodzącej recesji gospodarczej, gdzie na czynniki makroekonomiczne nałoży się gigantyczny wzrost podaży kluczowego surowca.

**Rekordowe wyniki GK Arctic Paper w 2021-2022,...** Po rekordowym 2021 roku, kiedy GK wypracowała 359 mln PLN raportowanej EBITDA, w samym tylko 1Q'22 wynik sięgnął 205 mln PLN, a 2Q'22- zgodnie z naszymi prognozami- powinien być jeszcze lepszy przy niewiele słabszym 3Q'22. Spółka osiągnęła rekordowe wyniki w następstwie kryzysu energetycznego, który znacznie mocniej dotknął europejską konkurencję. W efekcie ceny papierów graficznych wzrosły o ponad 50% r/r przy relatywnie zabezpieczonych kosztach mediów (gaz i e.e.).

... a scenariusz recesji w 2023 roku nie taki straszny. Spółka jest ciekawą propozycją w scenariuszu recesji, co potwierdzają historyczne dane i związki przyczynowo-skutkowe. Rekordowe wyniki w segmencie papieru Arctic osiągnął w 2009 roku po blisko -30% spadku cen celulozy stanowiącej 60-70% w strukturze kosztów. Wyniki te segment poprawi dopiero w 2022P roku, choć świetne dane spółka prezentowała również w słabych gospodarczo latach 2016 i 2019-2020.

**Na potencjalną recesję nakłada się gigantyczny wzrost podaży pulpy.** Wg raportu Fitch z listopada 2021 do 2024 roku na rynek wejdzie 7,8 mln ton dodatkowej celulozy liściastej (BHKP). Wg naszych zaktualizowanych założeń w latach 2022-2023 będzie to ponad 8,5 mln ton. Przy rocznym wzroście popytu o ok. 1-1,5 mln ton, oznacza to sporą nadwyżkę podaży nad popytem. W związku ze wzrostem podaży szacujemy, że do 2024 roku ceny celulozy liściastej spadną o ok. 30% z bieżących rekordowych poziomów czyli podobnie jak w 2018-2019 (-34%), kiedy w latach 2017-2018 na rynek wchodziły 2 duże projekty celulozowe, a spółka istotnie poprawiła marże.

**Rozwój w atrakcyjnym segmencie energii z neutralnością klimatyczną do 2035.** Ogłoszona w październiku 2021 roku strategia 4P na lata 2022-2030P, oprócz kontynuacji rozwoju w papierach innych niż graficzne, wiodący nacisk kładzie na projekty OZE (cel 40 MW w PV i 60 MW w FW do 2030 roku). Obecnie w spółce działa pilotażowa instalacja 0,9 MW PV, a w grudniu'21 spółka rozpoczęła proces inwestycyjny dla kolejnych 17 MW (40 MW do 2025P roku).

**Ambitna strategia 4P i polityka dywidendowa.** Zarząd Arctic Paper w dniu 11 lipca 2022 roku przyjął politykę dywidendy (20% do 40% skonsolidowanego zysku netto GK). Polityka dywidendowa to element, którego brakowało w strategii spółki z października 2021. Dotychczas „niepisana” praktyka dzielenia się zyskami z akcjonariuszami zakładała wypłat ok. 25% zysku netto (teraz 20-40%), co również przyjmowaliśmy w naszej ostatniej rekomendacji. Po rekordowych wynikach w 2022 roku i nawet przy ostatnich widełkach DPR, stopa dywidendy może nawet sięgnąć 10% bieżącej kapitalizacji.

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	3 117,1	2 847,5	3 412,6	4 883,3	4 493,8	4 252,9
EBITDA [mln PLN]	278,0	271,4	359,2	731,1	576,2	478,7
EBITDA adj.* [mln PLN]	260,0	258,9	318,7	721,3	557,5	448,8
EBIT [mln PLN]	191,4	158,2	244,6	615,8	452,4	342,7
Wynik netto [mln PLN]	82,7	111,1	127,1	390,1	261,0	214,9
P/BV	1,6	1,3	1,1	0,8	0,7	0,7
P/E	12,0	8,9	7,8	2,5	3,8	4,6
EV/EBITDA	4,4	4,4	3,5	1,3	1,5	1,8
EV/EBITDA adj. skoryg**	6,2	4,6	4,7	1,7	2,4	2,9
EV/EBIT	6,0	7,1	4,5	1,5	1,8	2,4
DY w okresie	0,0%	0,0%	2,1%	2,8%	9,8%	10,5%

\*- wyniki oczyszczone o zdarzenia jednorazowe. \*\*- o udziały w Rottneross (51,27%)

## KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 20,3 PLN

14 LIPCA 2022, 07:00 CEST

Wycena SOTP [PLN]	20,3
wycena DCF Arctic Paper PLN	11,2
wycena DCF Rottneross PLN	8,3
wycena DCF energetyki PLN	0,9
Wycena porównawcza [PLN]	51,0
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>20,3</b>
<b>Potencjał do wzrostu / spadku</b>	<b>41,6%</b>
Koszt kapitału	12,0%
Cena rynkowa [PLN]	14,32
Kapitalizacja [mln PLN]	992,2
Ilość akcji [mln. szt.]	69,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	14,86
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	7,93
Stopa zwrotu za 3 mc	26,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	61,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	107,2%
Struktura akcjonariatu:	
Thomas Onstad wraz z Trebruk i Nemus Holding	68,13%
Pozostali	31,87%

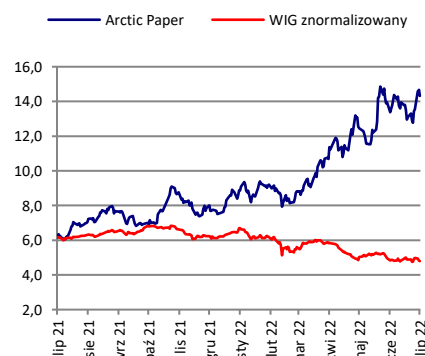
Krystian Brymora

brymora@bdm.com.pl

tel. (+48) 501 238 443

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

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

## SPIS TREŚCI

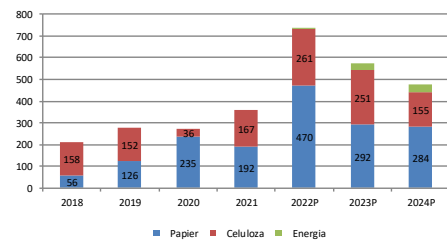
WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE .....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
REKORDOWE WYNIKI GK ARCTIC PAPER W 2021-2022,.....	4
... A SCENARIUSZ RECESJI W 2023 ROKU NIE TAKI STRASZNY PRZEZ CELULOZĘ .....	5
... ROZWÓJ W ATRAKCYJNYM SEGMENTE ENERGII Z NEUTRALNOŚCIĄ KLIMATYCZNĄ DO 2035 ROKU .....	6
AMBITNA STRATEGIA 4P DAJE MIEJSCE NA DYWIDENDĘ. ZARZĄD PRZYJMUJE OFICJALNĄ POLITYKĘ.....	6
WYCENA SOTP .....	7
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	12
WYNIKI 1Q'22.....	14
PODSUMOWANIE KONFERENCJI WYNIKOWEJ ZA 1Q'22 (09.05.2022).....	15
PROGNOZY NA 2Q'22 I 2022 ROK .....	16
ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA 2021-2023P .....	18
ZMIANA WYCENY SOTP.....	18
PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2022-2031.....	19
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE .....	20

## WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

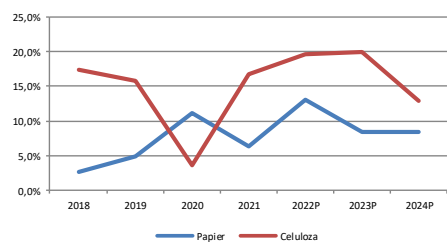
Rachunek wyników [mln PLN]	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>3 169</b>	<b>3 117</b>	<b>2 847</b>	<b>3 413</b>	<b>4 883</b>	<b>4 494</b>	<b>4 253</b>
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>547</b>	<b>586</b>	<b>542</b>	<b>708</b>	<b>1 231</b>	<b>902</b>	<b>763</b>
koszty sprzedaży	347	337	337	381	517	356	335
koszty zarządu	93	89	76	103	100	97	99
PKO	33	47	36	53	32	15	15
PPO	51	78	65	74	34	18	30
<b>EBIT</b>	<b>124</b>	<b>191</b>	<b>158</b>	<b>245</b>	<b>616</b>	<b>452</b>	<b>343</b>
<b>EBITDA</b>	<b>213</b>	<b>278</b>	<b>271</b>	<b>359</b>	<b>731</b>	<b>576</b>	<b>479</b>
Papier	56	126	235	192	470	292	284
Niepowlekany	96	118	205	145	288	157	138
Powlekany	-28	14	23	13	171	139	137
Celuloza	158	152	36	167	261	251	155
Energia	0	0	0	0	8	33	40
Papier adj.	62	108	223	151	460	274	254
marża EBITDA adj.	2,7%	4,9%	11,2%	6,3%	13,0%	8,5%	8,4%
<b>EBITDA adj.</b>	<b>219</b>	<b>260</b>	<b>259</b>	<b>319</b>	<b>721</b>	<b>558</b>	<b>449</b>
r/r	-10%	19%	0%	23%	126%	-23%	-19%
<b>Zysk brutto</b>	<b>87</b>	<b>158</b>	<b>122</b>	<b>223</b>	<b>589</b>	<b>426</b>	<b>321</b>
podatek	33	33	19	47	111	88	65
mniejszosci	48	42	-7	49	88	78	41
<b>Zysk netto</b>	<b>8</b>	<b>83</b>	<b>111</b>	<b>127</b>	<b>390</b>	<b>261</b>	<b>215</b>
<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>1 040</b>	<b>1 081</b>	<b>1 195</b>	<b>1 302</b>	<b>1 332</b>	<b>1 452</b>	<b>1 561</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	902	980	1 085	1 155	1 166	1 269	1 364
Wartości niematerialne	49	38	53	66	85	102	117
Inwestycje długoterminowe	60	38	31	66	66	66	66
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>1 116</b>	<b>955</b>	<b>942</b>	<b>1 088</b>	<b>1 672</b>	<b>1 632</b>	<b>1 552</b>
Zapasy	479	354	365	403	576	531	502
Należności	372	307	303	411	690	635	601
Środki pieniężne i ekwiwalenty	201	266	256	168	300	360	343
<b>Aktywa razem</b>	<b>2 156</b>	<b>2 036</b>	<b>2 137</b>	<b>2 389</b>	<b>3 004</b>	<b>3 083</b>	<b>3 112</b>
Kapitał własny j. dom.	577	607	750	912	1 253	1 364	1 432
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>266</b>	<b>281</b>	<b>256</b>	<b>204</b>	<b>171</b>	<b>137</b>	<b>104</b>
Oprocentowane	250	263	241	190	157	123	90
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>853</b>	<b>683</b>	<b>638</b>	<b>615</b>	<b>835</b>	<b>758</b>	<b>712</b>
Oprocentowane	232	162	148	97	97	78	68
Zobowiązania handlowe	517	435	379	507	725	667	632
Rezerwy na zobowiązania	176	201	210	327	327	327	327
<b>Pasywa razem</b>	<b>2 156</b>	<b>2 036</b>	<b>2 137</b>	<b>2 389</b>	<b>3 004</b>	<b>3 083</b>	<b>3 112</b>
<b>Cash Flow [mln PLN]</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
<b>Przepływy z dział. operacyjnej</b>	<b>149</b>	<b>342</b>	<b>211</b>	<b>238</b>	<b>421</b>	<b>523</b>	<b>432</b>
Amortyzacja	93	87	113	115	114	124	136
Kapitał obrotowy	-76	100	-29	-31	-233	43	26
<b>Przepływy z dział. inwestycyjnej</b>	<b>-174</b>	<b>-122</b>	<b>-141</b>	<b>-160</b>	<b>-183</b>	<b>-242</b>	<b>-244</b>
CAPEX	-175	-138	-136	-160	-184	-243	-245
<b>Przepływy z dział. finansowej</b>	<b>-14</b>	<b>-153</b>	<b>-101</b>	<b>-162</b>	<b>-106</b>	<b>-221</b>	<b>-206</b>
zmiana zadłużenia	57	-81	-72	-96	-34	-52	-44
Dywidenda	14	0	0	21	28	98	104
Odsetki	22	22	19	18	23	19	15
<b>Zmiana środków pieniężnych</b>	<b>-40</b>	<b>68</b>	<b>-31</b>	<b>-83</b>	<b>132</b>	<b>60</b>	<b>-17</b>
<b>Środki pieniężne</b>	<b>201</b>	<b>266</b>	<b>256</b>	<b>168</b>	<b>300</b>	<b>360</b>	<b>343</b>
<b>Dynamiki (%)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
Przychody	7,3%	-1,6%	-8,7%	19,8%	43,1%	-8,0%	-5,4%
EBITDA	-3,3%	30,4%	-2,4%	32,4%	103,5%	-21,2%	-16,9%
EBITDA adj.	-10,4%	18,7%	-0,4%	23,1%	126,3%	-22,7%	-19,5%
Zysk netto	-78,3%	935,1%	34,3%	14,5%	206,8%	-33,1%	-17,7%
<b>Wybrane dane i wskaźniki*</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>
Liczba akcji (mln)	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3
ROE	1%	14%	15%	14%	31%	19%	15%
ROA	0%	4%	5%	5%	13%	8%	7%
Dług netto (mln PLN)	281	159	134	119	-46	-158	-184
/EBITDA (x)	1,3	0,6	0,5	0,3	-0,1	-0,3	-0,4
Dług netto s. papierniczy (mn PLN)	216	145	100	126	73	133	169
/EBITDA (x)	3,9	1,1	0,4	0,7	0,2	0,5	0,6
Wskaźnik wypłaty dywidendy	38%	0%	0%	19%	22%	25%	40%
DPS w okresie (PLN)	0,20	0,00	0,00	0,30	0,40	1,41	1,51
Stopa dywidendy	1%	0%	0%	2%	3%	10%	11%
P/E (x)	124,2	12,0	8,9	7,8	2,5	3,8	4,6
P/BV (x)	1,7	1,6	1,3	1,1	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA (x)	5,8	4,4	4,4	3,5	1,3	1,5	1,8
EV/EBITDA adj. (x)	8,7	6,2	4,6	4,7	1,7	2,4	2,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*obliczone przy cenie rynkowej 14,32 PLN.

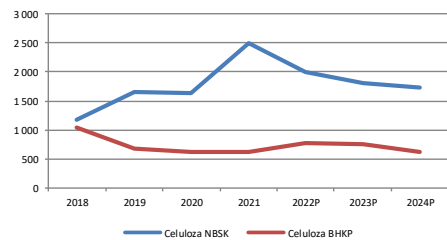
Arctic Paper- struktura EBITDA w podziale na segmenty [mln PLN]



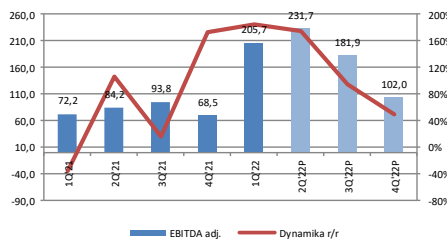
Arctic Paper - oczyszczona marża EBITDA papier i celuloza



Arctic Paper- notowania celulozy FOEX [USD/t]



Arctic Paper- kwartalna EBITDA adj. (LS) i dynamika r/r (PS)



### Czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji

1) Postępujący spadek popytu na papiery graficzne (w latach 2007-2018 rynek bezdrzewnych papierów graficznych tracił średniorocznie od 2,0% do 6%, a w 2020 roku przez pandemię -20% r/r. W Arctic Paper średnioroczny spadek wolumenów wyniósł -2,5% i -5% r/r w 2020 roku. Zwracamy jednak uwagę na wiele niszowych zastosowań papierów Arctic Paper i strategię wzrostu w opakowaniówce; 2) Wzrosty kosztów energii i gazu (energia stanowi ok. 5% w kosztach produkcji papieru, a gaz ok. 2%). Zwracamy jednak uwagę na relatywnie niskie zakupy energii z sieci. Spółka w zdecydowanej większości jest autoproducentem- gł. Kostrzyn i Munkedals. W Kostrzynie korzysta z gazu z lokalnego źródła indeksowanego co rok o wskaźnik GUS); 4) Ryzyko walutowe, w szczególności spadku EUR/USD; 5) Relatywnie wysokie zadłużenie; 6) Koszty zamknięcia nierentownych zakładów w przyszłości;

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena Arctic Paper opiera się na dwóch metodach: sumie części (SOTP) składającej się z wyceny DCF dla części papierniczej Arctic Paper, Rottneros i projektów energetycznych oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą SOTP wynosi 20,3 PLN/akcję. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek z branży papierniczej, oparta na prognozach wyników na lata 2022 – 2024P dała wartość 1 akcji na poziomie 51,0 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 20,3 PLN.**

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
<b>Wycena SOTP [PLN/akcję]</b>	<b>100%</b>	<b>20,3</b>
Wycena SOTP [mln PLN]		1 416,5
Wycena Arctic Paper- część papiernicza [mln PLN]		777,7
Wycena Rottneros [mln PLN]*		1 123,5
Wycena projektów energetycznych [mln PLN]		62,8
Udziały mniejszości [mln PLN]**		-547,5
<b>Wycena metodą porównawczą [PLN/akcję]</b>	<b>0%</b>	<b>51,0</b>

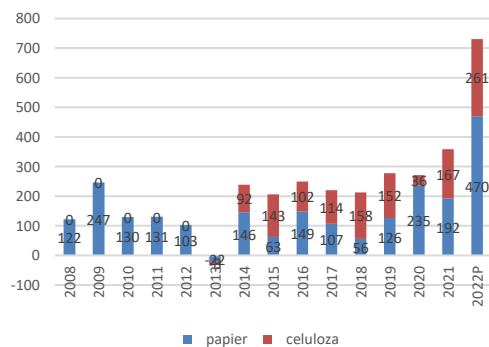
**Wycena spółki [PLN] 20,3**

Źródło: BDM S.A.\*-kurs SEK/PLN 0,4544. \*\*- Arctic Paper posiada 51,27% udziałów w Rottneros

### Rekordowe wyniki GK Arctic Paper w 2021-2022,...

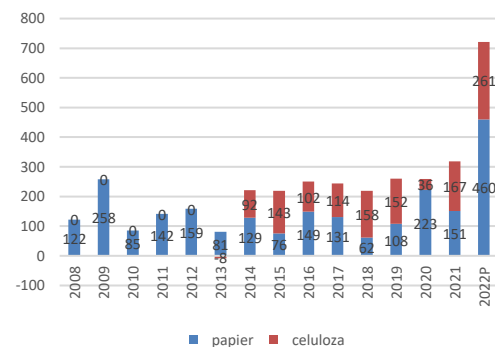
Po rekordowym 2021 roku, kiedy GK wypracowała 359 mln PLN raportowanej EBITDA, w samym tylko 1Q'22 wynik sięgnął 205 mln PLN, a 2Q'22- zgodnie z naszymi prognozami- powinien być jeszcze lepszy przy niewiele słabszym 3Q'22. Spółka osiągnęła rekordowe wyniki w następstwie kryzysu energetycznego, który znacznie mocniej dotknął europejską konkurencję. W efekcie ceny papierów graficznych wzrosły o ponad 50% r/r przy relatywnie zabezpieczonych kosztach mediów (gaz i e.e.). Zwracamy uwagę, że od 3Q'22 spółka jeszcze bardziej obniży ekspozycję na rynkowe ceny energii uruchamiając (na bilansie partnera) kocioł biomasowy w Munkedal.

EBITDA raportowana- segmenty, roczne [mln PLN]



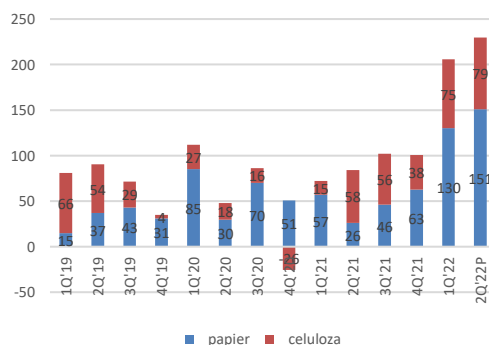
Źródło: BDM S.A, spółka, szacunki własne 2022P

EBITDA skorygowana- segmenty, roczne [mln PLN]



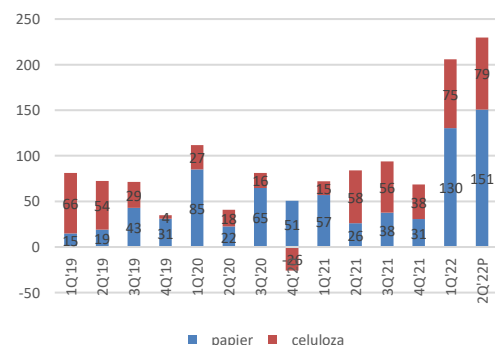
Źródło: BDM S.A, spółka, szacunki własne 2022P

EBITDA raportowana- segmenty, kwartalne [mln PLN]



Źródło: BDM S.A, spółka, szacunki własne 2Q'22P

EBITDA skorygowana- segmenty, kwartalne [mln PLN]



Źródło: BDM S.A, spółka, szacunki własne 2Q'22P

### ... a scenariusz recesji w 2023 roku nie taki straszny przez celulozę

Ceny celulozy w 2022 roku YTD nie spadły zgodnie z naszymi założeniami (+13/15% YTD), a wynikało to gł. z opóźnień w realizacji ogromnych projektów inwestycyjnych na jakie wskazywaliśmy w poprzednim raporcie analitycznym. Wpływ na wzrost cen miał również wybuch wojny na Ukrainie. Rosja, na którą nałożono sankcje gospodarcze, odpowiada bowiem za 4% światowej produkcji iglastej pulpy (NBSK). W teorii powinno to prowadzić do (korzystnego) wzrostu spreadu między celulozą NBSK (producent to zależny Rottneros), a BHKP (konsument to segment papieru). Tak się jednak nie stało i z uwagi na opóźnienia projektów BHKP spread utrzymał się w okolicach 120 USD/t, choć bezpośrednio po wybuchu wojny wzrósł do 165 USD/t.

We wrześniu 2021 r. fabryka Lençóis Paulista firmy Bracell zakończyła montaż i uruchomienie dwóch elastycznych linii do produkcji BHKP o wydajności do 2,8 mln ton, a 1,4 mln ton zostało w kwietniu'22 przekształcone na „celulozę wiskozową” (DP). Projekt miał półroczne opóźnienie. Z kolei ok. 9-miesięczne opóźnienie ma chilijski projekt Arauco (MAPA 1,3 mln ton), który ma być gotowy w 3Q'22. Ponad półroczne opóźnienie dotyczy również dotychczas największego na świecie projektu UPM w Urugwaju (2,1 mln ton).

Wg raportu Fitch z listopada 2021 do 2024 roku na rynek wejdzie 7,8 mln ton dodatkowej celulozy liściastej (BHKP). Wg naszych zaktualizowanych założeń w latach 2022-2023 będzie to ponad 8,5 mln ton. Przy rocznym wzroście popytu o ok. 1-1,5 mln ton, oznacza to sporą nadwyżkę podaży nad popytem. **W związku ze wzrostem podaży szacujemy, że do 2024 roku ceny celulozy liściastej, gł. kosztu w spółce, spadną o ok. 30% z bieżących rekordowych poziomów czyli podobnie jak w 2018-2019 (-34%),** kiedy w latach 2017-2018 na rynek wchodziły 2 duże projekty celulozowe Tres Lagoas II Fibrrii/Suzano (1,36 mln ton) i indonezyjski APP (1,4 mln ton). Dzięki temu spółka znacząco odbudowała marżę w 2019-2020.

W Brazylii, gdzie koncentrują się inwestycje w nowe celulozownie, trwa wyścig o ziemię i drewno. Według obliczeń Brazylijskiego Przemysłu Drzewnego sektor leśny stoi przed inwestycjami o wartości 58,8 mld USD do 2028 roku. Największy na świecie projekt Cerrado (Suzano) pochłonie 2,9 mld USD (2,55 mln ton). Projekt ma być gotowy w 2024 roku. W czerwcu chilijskie Arauco podpisało z rządem Mato Grosso do Sul warunki umowy, która zakłada budowę w Inocência (projekt Sucuriú), zakładu produkującego 2,5 mln ton eukaliptusowej celulozy rocznie (3 mld USD) do 2028 roku. Z kolei Klabin dzięki projektowi Puma II, największej inwestycji firmy w historii, wyda ok. 2,4 mld USD do 2023 roku na dwie nowe maszyny papiernicze, a brazylijski CMPC koncentruje się na zwiększeniu zdolności o 350 tys. ton w Guaiba (grudzień 2023).

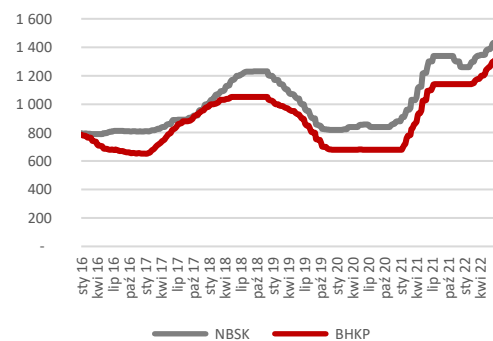
Celuloza liściasta (BHKP) stanowi 60-70% w kosztach produkcji papierów graficznych Arctic Paper, a każde 10 USD/t spadku przekłada się na ok. 11 mln PLN rocznie dodatkowej marży Arctica ceteris paribus.

#### Wybrane projekty inwestycyjne celulozowni w ostatnich latach

Firma	Kraj	Rodzaj	Moce produkcyjne	rok wdrożenia
Arauco / Stora Enso	Urugwaj, Montes del Plata	BHKP	1 300	2Q'14
Oji	Chiny, Nantong	BHKP	700	2Q'14
wylączenia			-445	
<b>RAZEM 2014</b>			<b>1 555</b>	
CMPC	Brazylia, Guaiba II	BHKP	1 300	2Q'15
wylączenia			-315	
<b>RAZEM 2015</b>			<b>985</b>	
Klabin	Brazylia, Parana	BHKP	1 100	2Q'16
Klabin	Brazylia, Parana	NBSK	400	2Q'16
APP OKI	Indonezja, Sumatra	BHKP	400	4Q'16
wylączenia			-670	
Fibrria	Brazylia, Tres Lagoas II	BHKP	470	4Q'17
<b>RAZEM 2016</b>			<b>830</b>	
APP SS	Indonezja, Sumatra	BHKP	700	
APRIL	Indonezja		-815	
Nieplanowane postoje			-875	
<b>RAZEM 2017</b>			<b>-520</b>	
Metsa	Estonia, Äänekoski	NBSK	530	4Q'18
Fibrria	Brazylia, Tres Lagoas II	BHKP	1 360	
APP SS	Indonezja, Sumatra	BHKP	700	
Postoje			-193	
APRIL (Kerinci)	Indonezja		-165	
APP SS			-52	
inne wylączenia			-52	
<b>RAZEM 2018</b>			<b>2 232</b>	
APRIL (Kerinci)	Indonezja		-193	
APP SS			-165	
wylączenia			-117	
<b>RAZEM 2019</b>			<b>-475</b>	
<b>RAZEM 2020</b>			<b>0</b>	
<b>RAZEM 2021</b>			<b>0</b>	
Bracell	Brazylia, Lencois Paulista	BHKP netto	1 400	1Q'22
Arauco, MAPA	Chile, Horcocones	BHKP	1 300	3Q'22
Beihai	Chiny	BHKP	450	1Q'22
<b>RAZEM 2022</b>			<b>3 150</b>	
UPM	Urugwaj, Paso de los Toros		2 100	1Q'23
CMPC	BioCMPC, Brazylia (Guaiba)		350	4Q'23
Vietracemix	Vietracemix, Wietnam		400	4Q'23
Suzano	Cerrado, Brazylia		2 550	4Q'23
<b>RAZEM 2023</b>			<b>5 400</b>	

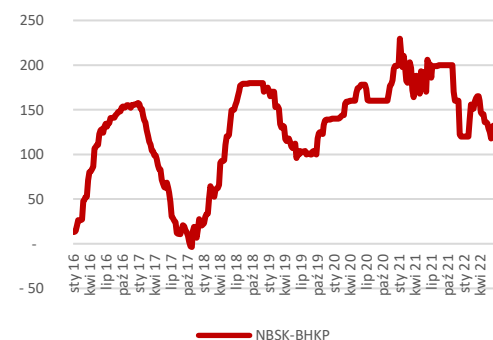
Źródło: BDM S.A., spółki

#### Ceny celulozy NBSK/BHKP w Europie [USD/t]



Źródło: BDM S.A.

#### Spread NBSK-BHKP [USD/t]



Źródło: BDM S.A. Czym wyżej, tym lepiej dla wyników GK Arctic.

### Rozwój w atrakcyjnym segmencie energii z neutralnością klimatyczną do 2035 roku

Spółka już od lat rozwija własne źródła energii. Od 2009 roku fabryka w Kostrzynie jest w pełni niezależna energetycznie dzięki własnej gazowej elektrociepłowni (128 MWt, 39 MWe) na azotowany (lokalny) gaz (ceny w 20-letnim kontrakcie z roczną indeksacją o średnioroczny wskaźnik GUS). Fabryka Munkedals ma relatywnie niewielką ekspozycję na zakupy energii z sieci (koszty w szwedzkim systemie znacznie niższe niż w Polsce) dzięki elektrowni wodnej 6 MW (od 1Q'21). Ponadto w 3Q'22 ma zostać oddana elektrociepłownia na biomasę 30 MWt przez partnera Adven Group (długoterminowa umowa), co zredukuje emisję CO2 i obniży koszty. Podobne rozwiązanie możliwe jest również w Kostrzynie. Inwestycje w kotły biomasowe były również prowadzone w Rottneros.

Ogłoszona w październiku 2021 roku strategia 4P na lata 2022-2030P, oprócz kontynuacji rozwoju w papierach innych niż graficzne, wiodący nacisk kładzie na projekty OZE (cel 40 MW w PV i 60 MW w FW do 2030 roku). Obecnie w spółce działa pilotażowa instalacja 0,9 MW PV, a w grudniu'21 spółka rozpoczęła proces inwestycyjny dla kolejnych 17 MW (40 MW do 2025P roku).

Wg strategii spółka na nowe projekty energetyczne przeznaczy 450 mln PLN do 2022 roku (konserwatywnie przyjmujemy 680 mln PLN w naszym modelu), czyli blisko 30% planowanego na ten okres CAPEX (1,6 mld PLN, konserwatywnie 2,15 mld PLN w naszym modelu- wzrost z 1,8 mld PLN poprzednio przez inflację).

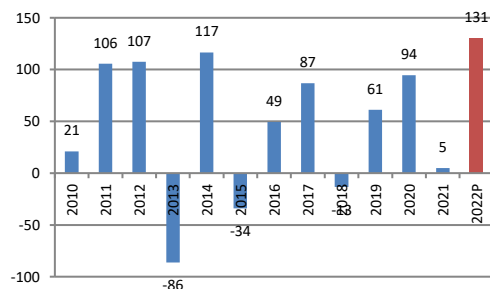
W związku z nowymi inwestycjami energetycznymi GK Arctic Paper do 2035 roku zamierza osiągnąć cel neutralności klimatycznej w zakresie emisji CO2. Wcześniej, do 2030 roku ma to zrobić zależny Rottneros.

### Ambitna strategia 4P daje miejsce na dywidendę. Zarząd przyjmuje oficjalną politykę

Historyczny FCF części papierniczej Arctic Paper do ok. +40 mln PLN rocznie, a celulozowej ok. +50 mln SEK rocznie (spółka po dużym programie inwestycyjnym, prognozowany FCF po 2022 roku to 100-200 mln SEK rocznie). Daje to potencjał ok. 100 mln PLN nadwyżki pieniężnej, co jest zgodne z naszymi założeniami co do wypłaty dywidendy.

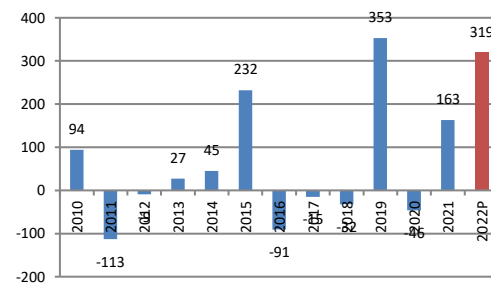
Zwracamy uwagę, że zgodnie ze strategią do 2030 roku, w nowych obszarach biznesowych opakowań i energii spółka planuje wydać ok. 650 mln PLN do 2030 roku czyli 72 mln PLN średniorocznie. Inwestycje te relatywnie szybko, bo po 2 latach mogą przynosić zwrot. Dodatkowo strategia zakłada udział kredytów na poziomie do 60%. Spółkę stać więc na inwestycje z własnych przepływów, a także wypłatę dywidendy na deklarowanym poziomie przynajmniej 20-40% zysku netto (ok. 100 mln PLN), co oznacza DPS na poziomie ok. 1,4 PLN/akcję (DY ok. 10%).

FCF części papierniczej Arctic Paper [mln PLN]\*



Źródło: BDM S.A., prognoza na 2022P własna \*- OCF-CAPEX

FCF części celulozowej Arctic Paper (Rottneros) [mln SEK]\*

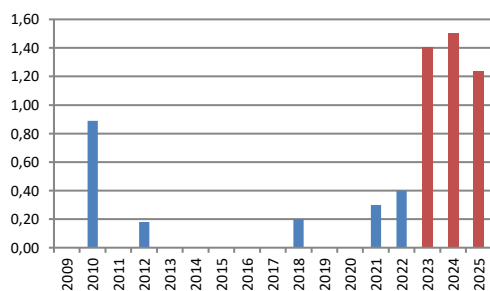


Źródło: BDM S.A., prognoza na 2022P własna \*- OCF-CAPEX

Zarząd Arctic Paper w dniu 11 lipca 2022 roku przyjął politykę dywidendy. Zarząd zamierza przedkładać WZA propozycję wypłaty dywidendy w wysokości od 20% do 40% skonsolidowanego zysku netto GK.

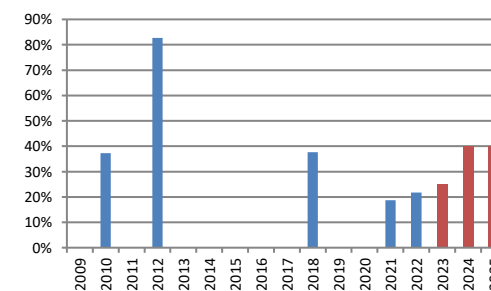
Polityka dywidendowa to element, którego brakowało w strategii spółki z października 2021. Dotychczas „niepisana” praktyka dzielenia się zyskami z akcjonariuszami zakładała wypłat ok. 25% zysku netto (teraz 20-40%), co również przyjmowaliśmy w naszej ostatniej rekomendacji. Po rekordowych wynikach w 2022 roku i nawet przy dolnych widełkach DPR stopa dywidendy może nawet sięgnąć 10% bieżącej kapitalizacji.

Dywidenda na akcję (DPS) [PLN/ł]



Źródło: BDM, spółka

Stopa wypłaty dywidendy (DPR) [% zysku netto]



Źródło: BDM, spółka

## WYCENA SOTP

Wycena SOTP składa się z wyceny DCF Arctic Paper (część papiernicza grupy), Rottneros (część celulozowa grupy), a także projektów energetycznych i inwestycji w fabrykę papierowych tacek w JV z Rottneros. 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 7,0%- poprzednio 3,5%, w Szwecji 1,34%- poprzednio 1%) premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta=1,0.

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

- Nie zmieniliśmy znacząco oczekiwanych wolumenów sprzedaży papieru i celulozy. Zakładamy w długim terminie wykorzystanie zdolności maszyn papierniczych na poziomie 94% (99% w 2022 roku). W latach 2009-2021 średnie wykorzystanie mocy wynosiło 92%;

W Rottneros oczekujemy corocznego wzrostu produkcji/sprzedaży celulozy o 3% r/r, aż do osiągnięcia ok. 475 tys. ton w 2027P roku (wykorzystanie zdolności 95%);

- Zaktualizowaliśmy ceny papierów graficznych zgodnie z tabelą poniżej:

Ceny papieru średnie EUR/t	1Q'22	2Q'22P	3Q'22P	4Q'22P	2022P	2023P	2024P	2025P
Było (29.12.2021)	979	876	843	828	882	795	795	795
Jest (14.07.2022)	1 068	1 188	1 218	1 113	1 144	963	867	867
zmiana	9,1%	35,6%	44,5%	34,3%	29,7%	21,1%	9,0%	9,0%

- Zaktualizowaliśmy ceny celulozy zgodnie z tabelą poniżej:

Celuloza NBSK USD/t	1Q'22	2Q'22P	3Q'22P	4Q'22P	2022P	2023P	2024P	2025P
Było (29.12.2021)	1 200	1 150	1 100	1 050	1 125	1 000	1 000	1 000
Jest (14.07.2022)	1 294	1 380	1 430	1 300	1 351	1 100	1 000	1 000
zmiana	7,8%	20,0%	30,0%	23,8%	20,1%	10,0%	0,0%	0,0%

Celuloza BHKP USD/t	1Q'22	2Q'22P	3Q'22P	4Q'22P	2022P	2023P	2024P	2025P
Było (29.12.2021)	1 050	1 000	975	925	988	800	850	850
Jest (14.07.2022)	1 151	1 245	1 300	1 170	1 217	1 000	900	900
zmiana	9,6%	24,5%	33,3%	26,5%	23,2%	25,0%	5,9%	5,9%

- Przyjmujemy rynkowe ceny energii elektrycznej w Szwecji, które w 2021 roku wzrosły średnio o ok. 200% r/r, a w 2022 YTD o kolejne blisko 100% do 1200 SEK/MWh (ok. 600 PLN/MWh). Po okresie zimowym spodziewamy się ich spadku do ok. 500 SEK/MWh. Zwracamy uwagę, na niewielką ekspozycję fabryki Munkedals (większą ma Grycksbo), własne inwestycje energetyczne (nowa EW i ciepłownia na biomasę w Munkedals od 3Q'22), hedging (30/40% na rok do przodu w papierze i 100% w Rottneros do 2023/2024P roku i 60% do 2025P roku). W przypadku fabryki w Kostrzynie spółka jest autoproducentem z gazu, a koszty paliwa są corocznie indeksowane o wskaźnik GUS, co zabezpiecza przed nadmiernymi wzrostami kosztów. W długim terminie przyjmujemy aktualny konsensus CPI.

- Zaktualizowaliśmy kurs EUR/USD zgodnie z tabelą poniżej:

EUR/USD	1Q'22	2Q'22P	3Q'22P	4Q'22P	2022P	2023P	2024P	2025P
Było (29.12.2021)	1,13	1,13	1,13	1,14	1,13	1,16	1,18	1,19
Jest (14.07.2022)	1,12	1,06	1,02	1,02	1,05	1,04	1,07	1,08
zmiana	-0,5%	-5,8%	-9,6%	-10,1%	-7,0%	-9,9%	-9,3%	-9,2%

- Zaktualizowaliśmy spready papier-koszty celulozy zgodnie z tabelą poniżej:

Teoretyczna marża papier EUR/t	1Q'22	2Q'22P	3Q'22P	4Q'22P	2022P	2023P	2024P	2025P
Było (29.12.2021)	320	249	237	255	266	292	279	287
Jest (14.07.2022)	346	368	332	311	335	292	275	285
zmiana	8,1%	47,8%	39,7%	22,1%	25,8%	0,0%	-1,5%	-0,8%

- W 3Q'21 spółka rozliczyła ok. 8,3 mln PLN rekompensaty pośrednich kosztów CO2 (ustawa Emilewicz). W kolejnych latach zakładamy kontynuację wsparcia uzależnionego od średniej ceny CO2 z roku poprzedniego, co oznacza 8,5 mln PLN przychodów w 2022P i 18-30 mln PLN długoterminowo;

- W ostatnim wywiadzie dla PAP z kwietnia'22 CEO podtrzymał CAPEX segmentu papieru w 2022 roku ponad 90 mln PLN. W przypadku Rottneros oczekujemy <50 mln PLN czyli ok. 100 mln SEK.

Zakładamy co najmniej kwartalne opóźnienie projektów energetycznych (farmy PV i FW). Nowelizację ustawy 10H rząd przyjął w lipcu'22. Przyjmujemy 17 MW PV do 2023 roku i pierwsze 20 MW z docelowych 60 MW FW do 2025 roku (bez zmian)

W latach 2022-2030P przyjmujemy ok. 2,15 mld PLN CAPEX wobec 1,8 mld PLN poprzednio i 1,6 mld PLN w strategii spółki 4P. Wyższy poziom wynika z inflacji i bardziej konserwatywnych założeń do kosztów budowy ok. 40 MW farm fotowoltaicznych (3,5 mln PLN/MW vs 3 mln PLN/MW na rynku) i 60 MW wiatrowych (9 mln PLN/MW vs 5 mln PLN/MW historycznie- w grudniu przyjmowaliśmy 7 mln PLN/MW). W naszym CAPEX uwzględniamy również 70 mln PLN w latach 2022-2023P na fabrykę tacek z Rottneros i wyższy CAPEX odtworzeniowy. W 2022 roku może być to 160-180 mln PLN, a w 2023 roku 240-250 mln PLN.

W Rottneros spółka w 2018 roku zakończyła program „Agenda 500+” na który w latach 2015-2018 wydała łącznie >800 mln SEK (>300 mln PLN). Zdolności produkcyjne NBSK zwiększyły się z 410 do ok. 500 tys. ton. Obecnie nakłady inwestycyjne są symboliczne i w długim terminie mają wynosić ok. 100 mln SEK (<50 mln PLN).

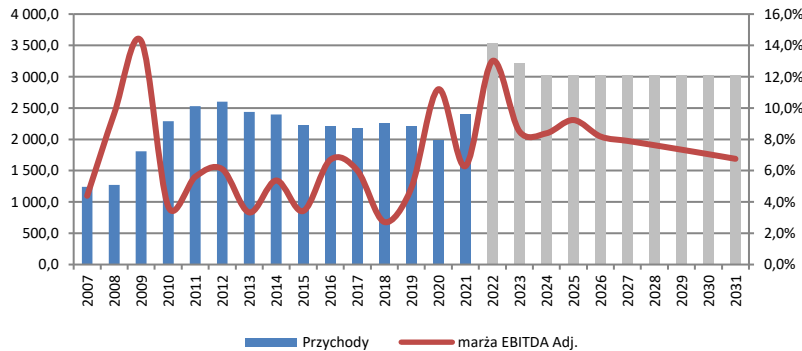
- W wycenie projektów energetycznych przyjmujemy długoterminową cenę energii na poziomie 500 PLN/MWh od 2026 roku (obecnie ok. 1500 PLN/MWh na rynku) i średni stały koszt operacyjny 250 tys. PLN/MWh (<200 tys. PLN na rynku). Nakłady inwestycyjne na 40 MW w PV i 60 MW w wietrze zostały oszacowane konserwatywnie (3,5 mln PLN/MW w PV i 9 mln PLN/MW w FW). Projekty wiatrowe możliwe są wyłącznie po zniesieniu „zasady 10H”;
- W dniu 21 października 2021 roku Arctic Paper SA i Rottneros AB podpisały list intencyjny dotyczący utworzenia spółki joint venture, której celem będzie budowa fabryki opakowań z formowanego włókna celulozowego. Fabryka ma opierać się na know-how Rottneros, który tym produktem zajmuje się już ok. 15 lat, ale na małej skali (obecnie 15-20 mln tacek rocznie przy wydajności nowej fabryki 60-80 mln tacek);  
W wycenie fabryki tacek w JV z Rottneros przyjmujemy maksymalny CAPEX 70 mln PLN, docelowo >53 mln PLN sprzedaży i marże EBITDA 15%, co przy WACC na poziomie 12% daje NPV w okolicach 0. Wyniki nowego przedsięwzięcia konsolidujemy metodą pełną w segmencie papieru (50% udział AP oznacza łącznie pośrednio/bezpośrednio 75,6% udział w projekcie) i wyłączamy część zysków na udziałach mniejszości;
- Od 2021 roku (ETS IV) szacujemy spółka ma deficyt uprawień do emisji CO2 na poziomie ok. 35 tys. ton, co oznacza ok. 15 mln PLN kosztów przy cenie 80 EUR/t. Od 2026P roku konserwatywnie nie zakładamy darmowych praw do emisji, co zwiększy deficyt do ok. 144 tys. ton (ok. 62 mln PLN kosztów-uwzględnione w PKO);
- Dn. 22.06.2022 WZA Arctic Paper podjęło uchwałę o wypłacie 27,72 mln PLN dywidendy (0,4 PLN/akcję), co oznacza ok. 22% ubiegłorocznego zysku netto (2,7% DY). Rok temu było to 0,3 PLN/akcję. Polityka dywidendowa przyjęta 11.07.22 zakłada wypłatę 20-40% zysku netto.
- Dn. 28.04.22 WZA Rottneros podjęło uchwałę o wypłacie 91,5 mln SEK dywidendy (0,6 SEK/akcję), co oznacza ok. 46% ubiegłorocznego zysku netto (4,6% DY). Rok temu było to 0,45 SEK/akcję. Polityka dywidendowa zakłada wypłatę 30-50% zysku netto.

**Ponadto:**

- Do obliczeń przyjęliśmy 69 288 tys. akcji;
- Efektywną stopę podatkową przyjmujemy zgodnie z reżimem podatkowym Polski (19%) i Szwecji (20,6% od 2021 roku);
- Po okresie szczegółowej prognozy założyliśmy spadek FCFF o -5% w Arctic Paper i 0% w Rottneros;
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 14 lipca 2022 roku.

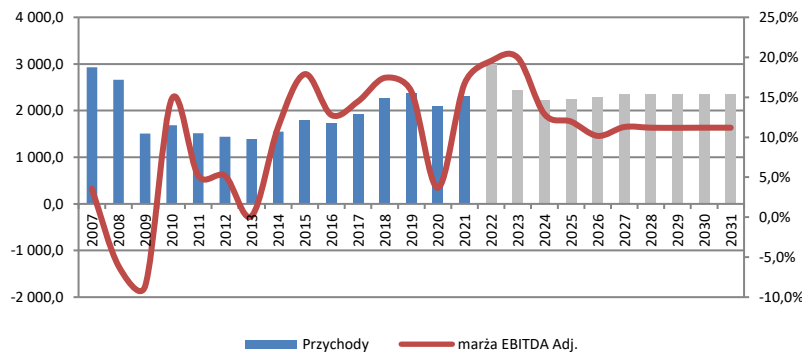
**Metoda SOTP dała wartość 1 akcji na poziomie 20,3 PLN (11,2 PLN w przypadku Arctic Paper , 8,3 PLN dla 51,27% Rottneros oraz 0,9 PLN w przypadku nowych projektów inwestycyjnych).**



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


W 2022P roku marża w segmencie papieru znajdzie się na rekordowych poziomach zbliżonych do 2009 roku (efekt taniej celulozy) i wyniesie ok. 13% vs 16% w 1Q'22. W długim terminie przyjmujemy marżę na poziomie 6-7%, zbliżoną do historycznej średniej (5,6%) i strategii (7%).

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

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


Rottneros z kolei po fatalnym 2020 roku (niskie ceny celulozy) wrócił do 17% rentowności w 2021 roku czyli do poziomów z udanych lat 2017-2019. Po rekordowym 2022 roku w najbliższych okresach oczekujemy spadku rentowności do ok. 11-12% EBITDA w związku ze spadkami ceny celulozy. W długim terminie przyjmujemy ok. 11% EBITDA czyli zgodnie ze strategią i historyczną medianą (11,3%).

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	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody	3 117,1	2 847,5	3 412,6	4 883,3	4 493,8	4 252,9	4 316,7	4 306,6	4 343,0	4 367,7	4 367,5	4 392,2	4 392,0
EBITDA	278,0	271,4	359,2	731,1	576,2	478,7	544,4	458,6	471,0	483,4	477,6	491,0	481,9
EBIT	191,4	158,2	244,6	615,8	452,4	342,7	395,1	300,3	306,5	310,5	297,3	303,8	293,0
Zysk brutto	157,9	122,3	223,1	588,6	426,4	321,2	377,3	285,7	294,2	300,0	288,7	297,0	287,8
Zysk netto	82,7	111,1	127,1	390,1	261,0	214,9	258,6	192,6	191,4	195,3	185,6	190,9	182,8
Marża EBITDA	8,9%	9,5%	10,5%	15,0%	12,8%	11,3%	12,6%	10,6%	10,8%	11,1%	10,9%	11,2%	11,0%
Marża EBIT	6,1%	5,6%	7,2%	12,6%	10,1%	8,1%	9,2%	7,0%	7,1%	7,1%	6,8%	6,9%	6,7%
Marża netto	2,7%	3,9%	3,7%	8,0%	5,8%	5,1%	6,0%	4,5%	4,4%	4,5%	4,2%	4,3%	4,2%
<b>Arctic Paper (papier) mln PLN</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>
Przychody	2 206,8	1 990,8	2 408,3	3 537,6	3 253,9	3 068,1	3 117,5	3 086,3	3 086,3	3 111,3	3 111,3	3 136,3	3 136,3
EBITDA	126,0	235,5	191,9	469,8	292,4	283,6	311,2	280,8	272,3	263,9	255,3	246,5	237,6
EBIT	82,6	175,6	124,4	401,4	261,1	248,5	309,2	232,7	220,0	224,1	210,2	215,7	204,3
Zysk brutto	57,6	147,7	112,4	384,4	226,3	216,2	276,6	202,4	190,4	194,9	181,4	187,2	175,9
Zysk netto	46,7	119,7	91,1	311,4	183,3	175,1	224,0	164,0	154,2	157,8	147,0	151,6	142,5
Marża EBITDA	5,7%	11,8%	8,0%	13,3%	9,0%	9,2%	10,0%	9,1%	8,8%	8,5%	8,2%	7,9%	7,6%
Marża EBIT	3,7%	8,8%	5,2%	11,3%	8,0%	8,1%	9,9%	7,5%	7,1%	7,2%	6,8%	6,9%	6,5%
Marża netto	2,1%	6,0%	3,8%	8,8%	5,6%	5,7%	7,2%	5,3%	5,0%	5,1%	4,7%	4,8%	4,5%
<b>Rottneros (celuloza) mln PLN</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>
Przychody	964,9	886,8	1 036,2	1 368,1	1 258,9	1 203,0	1 217,6	1 239,1	1 276,0	1 275,7	1 275,5	1 275,2	1 274,9
EBITDA	151,9	32,6	173,2	267,5	251,0	155,1	145,6	126,0	144,0	142,8	142,6	142,8	142,7
EBIT	108,8	-17,4	120,1	214,4	191,4	94,1	86,0	67,5	86,5	86,4	87,1	88,1	88,8
Zysk brutto	100,3	-25,4	110,7	204,2	200,1	105,0	100,7	83,3	103,8	105,1	107,3	109,8	111,9
Zysk netto	78,8	-20,8	89,1	180,9	158,9	83,4	80,0	66,1	82,4	83,5	85,2	87,2	88,9
Marża EBITDA	15,7%	3,7%	16,7%	19,6%	19,9%	12,9%	12,0%	10,2%	11,3%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
Marża EBIT	11,3%	-2,0%	11,6%	15,7%	15,2%	7,8%	7,1%	5,4%	6,8%	6,8%	6,8%	6,9%	7,0%
Marża netto	8,2%	-2,3%	8,6%	13,2%	12,6%	6,9%	6,6%	5,3%	6,5%	6,5%	6,7%	6,8%	7,0%

Źródło: BDM.S.A., prognozy własne

**Model DCF Arctic Paper- część papiernicza grupy**

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	2 408,3	3 537,6	3 216,4	3 026,4	3 026,4	3 026,4	3 026,4	3 026,4	3 026,4	3 026,4	3 026,4
EBIT adj. [mln PLN]	78,3	388,6	214,6	185,2	200,5	159,5	147,0	132,2	118,3	104,8	93,5
Stopa podatkowa	19,7%	20,1%	20,4%	20,5%	20,3%	20,8%	20,8%	20,8%	20,9%	20,8%	20,9%
Podatek od EBIT [mln PLN]	15,4	78,0	43,8	38,0	40,7	33,1	30,6	27,5	24,7	21,8	19,5
NOPLAT [mln PLN]	62,9	310,6	170,9	147,2	159,8	126,4	116,4	104,7	93,6	83,0	74,0
Amortyzacja [mln PLN]	51,1	60,2	62,0	70,0	80,3	89,1	93,4	99,8	105,1	109,9	112,3
CAPEX [mln PLN]	-103,6	-98,4	-102,0	-101,2	-100,9	-101,9	-106,4	-103,4	-103,4	-109,2	-111,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-27,1	-73,4	20,9	12,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	-16,8	199,0	151,7	128,4	139,2	113,6	103,4	101,1	95,3	83,7	74,9
DFCF [mln PLN]		189,3	129,3	98,0	95,0	69,4	56,4	49,3	41,5	32,5	26,0
Suma DFCF [mln PLN]		786,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]		418,4									
											<i>wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: -5,0%</i>
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		145,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]		931,6									
Dług netto [mln PLN]*		153,9									
Udziały mniejszości [mln PLN]		0,0									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>		<b>777,7</b>									
Ilość akcji [mln szt.]		69,3									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>		<b>11,2</b>									

Przychody zmiana r/r	46,9%	-9,1%	-5,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	396,5%	-44,8%	-13,7%	8,2%	-20,4%	-7,8%	-10,1%	-10,5%	-11,4%	-10,8%	
FCF zmiana r/r	-	-23,8%	-15,4%	8,4%	-18,4%	-9,0%	-2,2%	-5,7%	-12,2%	-10,5%	
Marża EBITDA	12,7%	8,6%	8,4%	9,3%	8,2%	7,9%	7,7%	7,4%	7,1%	6,8%	
Marża EBIT	11,0%	6,7%	6,1%	6,6%	5,3%	4,9%	4,4%	3,9%	3,5%	3,1%	
Marża NOPLAT	8,8%	5,3%	4,9%	5,3%	4,2%	3,8%	3,5%	3,1%	2,7%	2,4%	
CAPEX / Przychody	2,8%	3,2%	3,3%	3,3%	3,4%	3,5%	3,4%	3,4%	3,6%	3,7%	
CAPEX / Amortyzacja	163,5%	164,7%	144,6%	125,7%	114,4%	113,9%	103,6%	98,4%	99,4%	99,2%	
Zmiana KO / Przychody	2,1%	-0,6%	-0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Zmiana KO / Zmiana przychodów	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	

Źródło: BDM S.A. \* z końca 2021 + 27,7 mln PLN wypłaconej dywidendy

**Kalkulacja WACC**

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
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	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Udział kapitału własnego	87,6%	91,1%	93,8%	96,2%	97,4%	98,4%	99,4%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
Udział kapitału obcego	12,4%	8,9%	6,2%	3,8%	2,6%	1,6%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	11,4%	11,5%	11,7%	11,8%	11,9%	11,9%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%

Źródło: BDM S.A.

**Model DCF Rottneros- część celulozowa grupy**

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln SEK]	2 303,0	2 988,9	2 432,6	2 223,4	2 250,5	2 290,1	2 358,3	2 357,8	2 357,4	2 356,9	2 356,4
EBIT adj. [mln SEK]	267,0	468,4	369,8	174,0	158,9	124,8	159,9	159,6	160,9	162,8	164,1
Stopa podatkowa	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%
Podatek od EBIT [mln SEK]	55,0	96,5	76,2	35,8	32,7	25,7	32,9	32,9	33,2	33,5	33,8
NOPLAT [mln SEK]	212,0	371,9	293,6	138,2	126,1	99,1	127,0	126,7	127,8	129,3	130,3
Amortyzacja [mln SEK]	118,0	116,0	115,3	112,7	110,3	108,1	106,1	104,3	102,7	101,1	99,7
CAPEX [mln SEK]	-125,0	-100,0	-100,0	-100,0	-100,0	-100,0	-100,0	-100,0	-100,0	-100,0	-100,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln SEK]	-34,0	-149,0	115,0	57,7	-3,8	-4,4	-16,2	0,1	0,0	-0,1	0,0
FCF [mln SEK]	171,0	238,9	423,9	208,6	132,7	102,8	116,9	131,2	130,4	130,3	130,0
DFCF [mln SEK]		232,2	387,5	179,3	107,2	78,1	83,6	88,2	82,4	77,5	72,7
Suma DFCF [mln SEK]		1 388,7									
Wartość rezydualna [mln SEK]		2 054,8	<i>wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%</i>								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln SEK]		1 148,7									
Wartość firmy EV [mln SEK]		2 537,4									
Dług netto* [mln SEK]		65,0									
<b>Wartość kapitału [mln SEK]</b>		<b>2 472,4</b>									
Ilość akcji [mln szt.]		153,4									
<b>Wartość kapitału na akcję [SEK]**</b>		<b>16,1</b>									

Przychody zmiana r/r	29,8%	-18,6%	-8,6%	1,2%	1,8%	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	75,4%	-21,1%	-52,9%	-8,7%	-21,4%	28,2%	-0,2%	0,8%	1,2%	0,8%	
FCF zmiana r/r	39,7%	77,4%	-50,8%	-36,4%	-22,5%	13,8%	12,2%	-0,6%	-0,1%	-0,3%	
Marża EBITDA	19,6%	19,9%	12,9%	12,0%	10,2%	11,3%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	
Marża EBIT	15,7%	15,2%	7,8%	7,1%	5,4%	6,8%	6,8%	6,8%	6,9%	7,0%	
Marża NOPLAT	12,4%	12,1%	6,2%	5,6%	4,3%	5,4%	5,4%	5,4%	5,5%	5,5%	
CAPEX / Przychody	3,3%	4,1%	4,5%	4,4%	4,4%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	
CAPEX / Amortyzacja	86,2%	86,7%	88,7%	90,7%	92,5%	94,2%	95,9%	97,4%	98,9%	100,3%	
Zmiana KO / Przychody	5,0%	-4,7%	-2,6%	0,2%	0,2%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Zmiana KO / Zmiana przychodów	21,7%	20,7%	27,6%	13,9%	11,2%	23,8%	25,4%	-6,3%	-16,7%	-5,5%	

Źródło: BDM S.A.

**Kalkulacja WACC**

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	1,34%	1,34%	1,34%	1,34%	1,34%	1,34%	1,34%	1,34%	1,34%	1,34%
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	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Udział kapitału własnego	97,3%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Udział kapitału obcego	2,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	6,2%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%

Źródło: BDM S.A.\*- uwzględnia akcje własne 822k szt. wartości ok. 10,6 mln SEK. Wycena 1 akcji na NASDAQ Nordic na dzień raportu to 12,88 SEK/akcję.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2022-2024P do wybranych spółek działających w sektorze papierniczym. Jednocześnie należy podkreślić, że spółki te prowadzą znaczną 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 13 lipca 2022 roku. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 0% z uwagi na trudności w doborze porównywalnych podmiotów.

Porównując wyniki Arctic Paper ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 3 532 mln PLN, co odpowiada 51,0 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 14,32 PLN (bieżąca cena rynkowa) w odniesieniu do wskaźnika EV/EBITDA Arctic Paper jest notowany z 60-70% dyskontem.

### Wycena porównawcza GK Arctic Paper

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
UPM-KYMMENE	12,2	11,9	10,8	8,2	7,4	6,4	10,7	10,0	8,7
STORA ENSO	9,0	11,7	12,5	5,7	6,5	6,4	7,6	9,2	9,4
HOLMEN	15,5	22,4	23,7	10,3	13,2	13,7	12,3	17,9	18,7
METSA BOARD	7,2	10,0	10,2	4,8	5,8	5,9	5,7	7,3	7,6
SAPPI	2,8	5,2	6,6	2,7	3,3	3,4	3,7	5,3	6,0
INTERNATIONAL PAPER	8,9	9,2	8,9	6,2	6,1	5,8	9,3	8,8	8,2
NAVIGATOR	9,8	11,7	13,1	6,3	7,1	7,5	8,4	10,0	10,9
<b>Mediana</b>	<b>9,0</b>	<b>11,7</b>	<b>10,8</b>	<b>6,2</b>	<b>6,5</b>	<b>6,4</b>	<b>8,4</b>	<b>9,2</b>	<b>8,7</b>
ARCTIC PAPER*	2,5	3,8	4,6	1,7	2,4	2,9	2,0	3,0	4,0
Premia/dyskonto do spółki	-71,6%	-67,4%	-57,3%	-72,8%	-62,5%	-53,8%	-76,3%	-67,4%	-54,3%
Wycena wg wskaźnika	49,3	40,8	28,9	65,3	54,4	44,0	74,1	60,1	41,8
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
<b>Wycena wg wskaźników</b>		<b>39,7</b>			<b>54,6</b>			<b>58,7</b>	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
<b>Wycena 1 akcji [PLN]</b>		<b>51,0</b>							

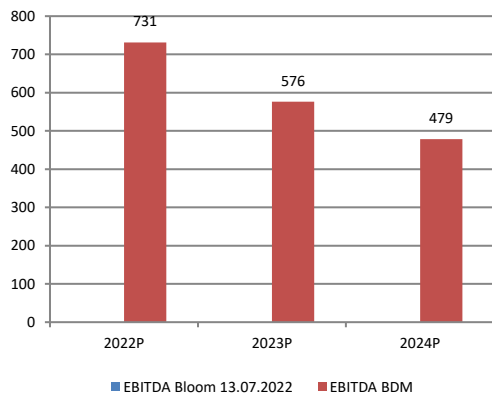
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 13.07.2022. \*- wskaźniki EV/EBITDA i EV/EBIT skorygowane o udziały w Rottneros (51,27%).

### Analiza porównawcza Rottneros

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
SUZANO	4,7	10,5	12,8	4,8	6,0	6,0	6,7	9,9	9,7
ENCE	6,6	12,1	15,9	3,1	4,1	4,6	4,8	8,1	9,9
KLABIN	34,7	23,7	48,5	16,7	18,3	17,6	24,0	30,2	29,9
EMPRESAS	6,1	8,7	8,4	4,1	4,7	4,6	6,2	8,2	8,0
<b>Mediana</b>	<b>6,4</b>	<b>11,3</b>	<b>14,4</b>	<b>4,5</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>	<b>6,4</b>	<b>9,1</b>	<b>9,8</b>
ROTTNEROS	5,0	6,4	12,8	3,4	4,1	6,9	3,8	4,2	5,3
Premia/dyskonto do spółki	-21,4%	-43,0%	-10,7%	-24,3%	-23,6%	30,0%	-41,7%	-53,5%	-45,3%

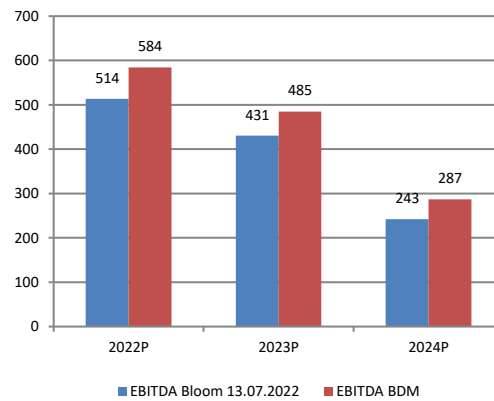
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 13.07.2022.

Prognozy BDM vs konsensus GK Arctic Paper [mln PLN]



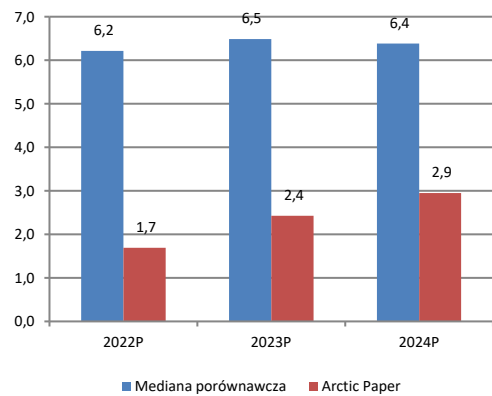
Źródło: BDM S.A., Bloomberg (brak prognoz)

Prognozy BDM vs konsensus Rottneros [mln SEK]



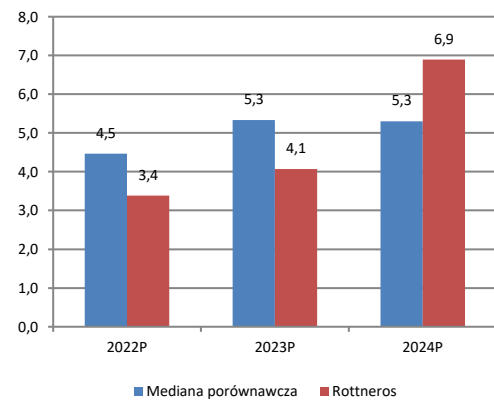
Źródło: BDM S.A., Bloomberg (2 prognozy)

EV/EBITDA Arctic Paper vs mediana porównawcza [x]



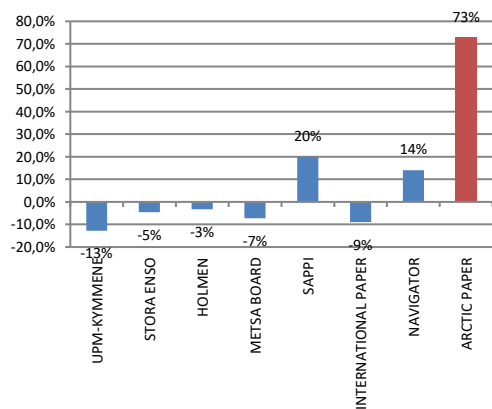
Źródło: BDM S.A., Bloomberg. \*- wskaźnik EV/EBITDA skorygowany o udziały w Rottneros (51,27%).

EV/EBITDA Rottneros vs mediana porównawcza [x]



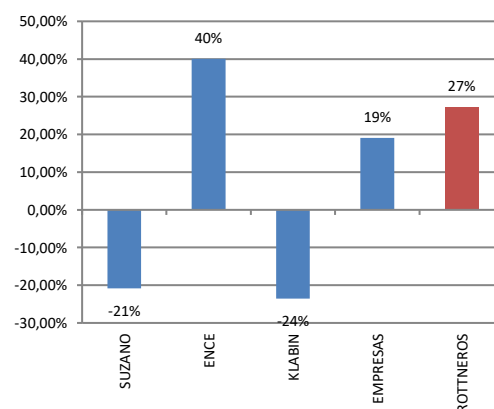
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów akcji producentów papieru 2022 YTD



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów akcji producentów celulozy 2022 YTD



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

## WYNIKI 1Q'22

Oczyszczona EBITDA za 1Q'22 była rekordowa i wyniosła aż 205,7 mln PLN (+185% r/r) z czego w segmencie papieru (wyniki Rottneros znane od 28.04.2022) aż 130 mln PLN (+129% r/r), co oznacza przebiecie naszych zaktualizowanych założeń w tym obszarze o 27%. W relacji do pierwotnych prognoz z ostatniego raportu analitycznego z grudnia'21 EBITDA w papierze okazała się lepsza o 68%, a EBITDA GK o 46%.

Segment papieru zwiększył 1Q'22 przychody o prawie 50% do 819,6 mln PLN przy EBITDA na poziomie 130 mln PLN. Wykorzystanie mocy produkcyjnych utrzymywało się na wysokim poziomie 99% trzeci kwartał z rzędu, choć sprzedaż wyniosła 166 tys. ton vs 170 tys. ton w naszych prognozach. **Średni wzrost cen w segmencie papieru (w EUR) wyniósł +37% r/r powyżej naszych założeń. Spółka wprowadzała kolejne podwyżki cen w kwietniu i maju 2022 (łącznie 4 podwyżki w 2022 YTD).** Na ostatniej konferencji CEO oczekiwał, że wysokie ceny utrzymają się do końca roku.

**W ostatnich miesiącach obserwujemy względnie stabilne notowania gł. surowca czyli celulozy.** Ceny NBSK (przychód Rottneros) wzrosły o 7% YTD (+20% r/r) do 1348 USD/t na początku maja, a BHKP (koszt s. papieru) o 6% YTD (+27% r/r) do 1212 USD/t na początku maja'22. Rottneros korzysta obecnie z dużego osłabienia korony szwedzkiej do dolara.

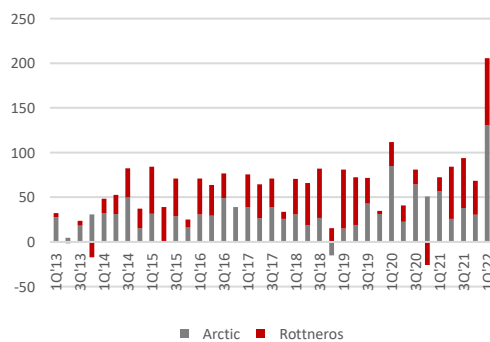
OCF w 1Q'22 wyniósł 17,9 mln PLN z czego OCF w segmencie papieru 18,4 mln PLN. Został on dotknięty negatywnymi zmianami w kapitale obrotowym w szczególności wzrostem należności przy istotnej zwwyżce przychodów. Wskaźniki rotacji majątku obrotowego nie pogorszyły się. Rotacja zapasów spadła o 5 dni r/r do 35 dni. Rotacja należności wydłużyła się o 4 dni r/r do 45 dni. CAPEX wyniósł 40,5 mln PLN (33 mln PLN w papierze) i był zgodny z naszymi założeniami. **Dług netto ukształtował się na poziomie 150,8 mln PLN (0,33x EBITDA), z czego całość przypadła na segment papieru (0,67x EBITDA).**

## Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	1Q'21	1Q'22	zmiana r/r	1Q'22P new	1Q'22P old*	różnica
Przychody	782,8	1 110,8	41,9%	1 092,6	1 055,0	1,7%
Wynik brutto na sprzedaży	152,3	300,6	97,3%	292,3	247,8	2,9%
EBITDA	72,2	205,7	184,8%	181,2	140,5	13,5%
<b>EBITDA adj.</b>	<b>72,2</b>	<b>205,7</b>	<b>184,8%</b>	<b>181,2</b>	<b>140,5</b>	<b>13,5%</b>
Rottneros	15,2	75,4	394,8%	76,7	61,0	-1,7%
Arctic Paper	57,0	130,3	128,6%	102,5	77,4	27,1%
EBIT	43,2	176,1	307,8%	150,4	110,1	17,0%
Zysk brutto	38,9	172,0	342,3%	143,9	103,8	19,5%
Zysk netto	29,1	120,7	314,8%	90,1	61,8	34,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	19,5%	27,1%		26,7%	23,5%	
Marża EBITDA adj.	9,2%	18,5%		16,6%	13,3%	
Marża EBIT	5,5%	15,9%		13,8%	10,4%	
Marża zysku netto	3,7%	10,9%		8,2%	5,9%	
P/E 12m		4,5				
EV/EBITDA adj. 12m		2,5				
EV/EBITDA adj. u udziały Rottneros 12m**		3,3				

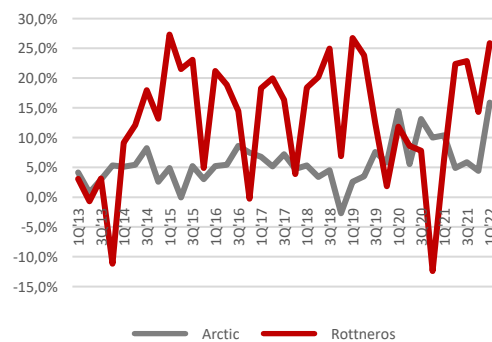
Źródło: BDM, spółka. \*- prognoza z ostatniej rekomendacji z 29.12.2021. \*\*- o udziały w Rottneros (51,27%).

## Skonsolidowana EBITDA w podziale na segmenty [mln PLN]



Źródło: BDM, spółka

## Marża EBITDA w podziale na segmenty [%]



Źródło: BDM, spółka

**Podsumowanie konferencji wynikowej za 1Q'22 (09.05.2022)**

- rewelacyjne wyniki 1Q'22, CEO ma nadzieję kontynuacji tego trendu;
- wzrost przychodów to gł. efekt cen (wolumeny podobne);
- kapitał obrotowy rośnie przez wzrost należności. Po stronie zobowiązań spółka wcześniej płaci dostawcą i korzysta ze skont;
- spółka ma jeden z najniższych wskaźników zadłużenia w branży;
- podwyżki cen papieru kontynuowane w 2Q'22. W 1Q'22 cena UWF +34%, a CWF +47%;
- podobnie wysoki poziom wykorzystania mocy w 2-3Q'22;
- popyt na celulozę pozostanie stabilny i wyniki Rottneros też;
- obecnie rentowność papierów graficznych wyższa niż opakowaniowych, jak trend się odwróci to więcej sprzedaży opakowaniowi;
- spółka ma ok. 55% udziału w książkowym papierze graficznym. Sora Enso zamierza sprzedać/zamknąć 4 fabryki papieru graficznego z czego jedna w Finlandii jest bezpośrednim konkurentem Arctic;
- 8 GWh energii z wody w Munkedals w 1Q'22 (2-3Q'22 słabsze, najlepszy 4Q-1Q), biomasa w Grycksbo 6 GWh energii (217 tys. GJ ciepła), PV 0,2 GWh energii,
- nowy kocioł na biomasę w Munkedals z partnerem od początku lipca'22 w całości będzie zabezpieczał fabrykę;
- nowa farma PV 17 MW na wiosnę 2023 roku;
- do 3Q'22 wysoki popyt na papier, ale zaczyna się już pewna presja na podwyżki cen, ale jeśli ceny surowców wzrostów priorytetem jest marża;

**Q&A:**

- **wpływ strajku w UPM na ceny papieru** ? Nie tylko, Stora Enso ogłosiła decyzję 5-6 tyg. temu o zamknięciu 4 fabryk. Obecnie kupienie papieru w Europie z importu nie jest możliwe. Przez kilka miesięcy nierównowaga popyt-podaż może utrzymywać marżę;
- **drewno z Rosji** ? Spółka 97% drewna kupuje z Szwecji, 3% w krajach bałtyckich. Konkurencja kupowała w Rosji;
- **fabryki Stora Enso na sprzedaż** ? Na chwile obecną spółka chce się skupić na swoich aktywach, choć różne scenariusze możliwe jeśli będzie atrakcyjne aktywo (+dobrze rozwiązania energetyczne);
- **problemy konkurencji z gazem** ? w Europie ok. 500 zakładów w Europie oparte na gazie (niektóre na gazie lokalnym lub z Morza Północnego), ale dużą część uzależniona od gazu rosyjskiego (m.in. włoskie, austriackie) ;
- **średnia cena papieru w 1Q'22 wzrosła o 137 EUR/t q/q i wyraźnie przekroczyła 1000 EUR. O ile łącznie wzrosły średnie ceny papieru na 2Q'22** ? od 1 maja podwyżka cen o 100 EUR/t;
- **jakie perspektywy na rynku celulozy przy znaczącym wzroście podaży w 2022-2023 roku** ? celuloza może być produktem bardziej cennym z uwagi na zastępowanie tworzyw. Inwestycje tylko w Ameryce Pd. Zarząd nie spodziewa się przyrostu zdolności produkcyjnych w Skandynawii;
- **biorąc pod uwagę podwyżki cen papierów i wysokie wykorzystanie zdolności produkcyjnych czy 2Q'22 w segmencie papieru może być lepszy q/q (130 mln PLN)** ? rynek powinien być zadowolony z wyników 2Q'22;
- **wpływ wojny na Ukrainie na spółkę/konkurencję** ? na poziomie przychodów rynki wschodnie nieznaczące, spółka zaprzestała kupowania celulozy z Rosji do jednej z fabryki. Jedna celulozownia kupowała większość drewna z Rosji;
- **nierównowaga na rynku papieru. Kiedy sytuacja wróci do normalności** ? Zmiana może mieć trwalsze perspektywy. Również koszty w Azji rosną szybciej niż w Europie to nie będzie importu;
- **kondycja finansowa klientów** ? spółka spodziewa się większych kłopotów, ale obecnie nie widać pogorszenia spłat należności. Wyniki hurtowników są dobre, bo działają na marży z wyższych cen;
- **darmowe CO2 w 2022 i wpływ CBAM** ? Spółka na poziomie grupy będzie zbilansowana. Problem dopiero po 2025 roku (po ETS IV);
- **166 tys. ton sprzedaży do poprawy** ? „wszystko jest do poprawy”. Spółka straciła ok. 2,5 tys. ton przez wichury w 1Q'22.
- **niski wolumen w Rottneros w 1Q'22** ? Bardziej opłacało się sprzedać zahedgowaną energię niż produkować w 1Q'22;

**Podsumowanie wywiadu z CEO dla PAP (13.06.2022)**

- spółka odczuwa dobrą koniunkturę w segmencie papieru i celulozy;
- przy zachowaniu marży i wolumenów z 1Q'22 grupa może w kolejnych kwartałach 2022 roku ponownie przebić 200 mln PLN EBITDA;
- od początku roku spółka wprowadziła cztery podwyżki cen, planuje kolejne;
- CEO spodziewa się, że koniunktura potrwa jeszcze co najmniej kilka miesięcy i cały 2022 rok będzie bardzo udany w obu segmentach;
- wykorzystanie mocy produkcyjnych w segmencie papieru w 2Q'22, podobnie jak w 1Q'22, sięgnie 99% i cały 2022 rok ma pozostać na tym poziomie;
- projekty farm wiatrowych wymagają zniesienia ustawy 10H;
- nowe projekty fotowoltaiczne mogą mieć nawet 2-3 lata opóźnienia po zmianie ustawy o planowaniu i zagospodarowaniu przestrzennym (**BDM**: trwają prace nad znacznym ograniczeniu wydawania decyzji o warunkach zabudowy dla projektów >1MW tylko w oparciu Miejscowy Plan Zagospodarowania Przestrzennego);
- trwają prace nad uzyskaniem pozwolenia na budowę farmy fotowoltaicznej o mocy 17 MW. W tym przypadku potrzebne są zgody ze strony niemieckiej o oddziaływaniu na otoczenie;
- nowa fabryka tacek papierowych z Rottneros- podtrzymany termin do końca 2023 (obecnie na etapie rozmów z dostawcami maszyn);
- niebawem Arctic przedstawi politykę dywidendową (**BDM**: z zysku za 2021 roku zarząd proponuje 0,4 PLN/akcję vs 0,3 PLN/akcję rok temu);

## PROGNOZY NA 2Q'22 i 2022 ROK

W 2Q'22 spółka kontynuowała podwyżki cen papieru wprowadzając je w kwietniu i maju. Spodziewamy się, że średnia cena wzrosła o ok. 120 EUR/t (+11% q/q, +52% r/r) po dużym wzroście w 1Q'22. Oczekujemy nieco lepszych wolumenów sprzedaży (170 tys. ton, +14% r/r), po słabszym 1Q'22 z powodu wicher (166 tys. ton). Koszty celulozy pozostawały w lekkim trendzie wzrostowym. Ceny NBSK zyskały 7% q/q (+15% r/r), a BHKP 8% q/q (+23% r/r), choć koszty te będą widoczne w P&L w kolejnym kwartale. Obserwowany był wzrost cen energii w Szwecji (+200% r/r, +10% q/q, w Polsce Kostrzyn ma własną EC opartą na lokalnym gazie), choć spółka 30% z nich ma zabezpieczone na niższych poziomach. EUR/USD spadł z 1,12 do 1,06 (-5% q/q, -11% r/r) negatywnie wpływając na rentowność grupy (szczególnie papieru). Efekt ten będzie bardziej widoczny w 2H'22, tym bardziej, że bieżący poziom kursu EUR/USD zbliżył się do parytetu. Niemniej wzrost cen przy większych wolumenach powinien zaowocować poprawą rekordowych wyników segmentu papieru z ok. 130 mln PLN EBITDA po 1Q'22 do ponad 150 mln PLN EBITDA z marżą ok. 16%.

Rottneros miał za sobą kolejny udany kwartał. Sprzyjał tak jak ostatnio lekki wzrost celulozy NBSK (+7% q/q, +15% r/r) i osłabienie korony szwedzkiej do dolara. W rezultacie ceny sprzedaży wyrażone w SEK wzrosły o 35% r/r. Przy 110 tys. ton sprzedaży (+6,6% r/r) powinno to dać sprzedaż ponad 800 mln SEK. Po stronie kosztów uwzględniamy wzrost cen drewna, chemikaliów opartych o sodę kaustyczną i energii, choć spółka ma zabezpieczone 100% ekspozycji na 2022-2023 rok (ponad 86% na 2024 i 57% na 2025 rok). W rezultacie spodziewamy się EBITDA w okolicach 180 mln SEK czyli nie gorzej niż po 1Q'22.

Spółka opublikuje raport półroczny za 1H'22P rok dn. 10.08.2022. Z kolei już 22.07.2022 raport opublikuje zależny Rottneros.

### Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	2Q'21	2Q'22P	zmiana r/r	1H'21	1H'22P	zmiana r/r	2021	2022P	zmiana r/r
Przychody	786,6	1 295,9	64,8%	1 569,4	2 406,7	53,4%	3 412,6	4 883,3	43,1%
Wynik brutto na sprzedaży	170,8	378,5	121,6%	323,1	679,1	110,2%	707,9	1 230,6	73,8%
EBITDA	84,2	231,7	175,2%	156,4	437,4	179,7%	359,2	731,1	103,5%
<b>EBITDA adj.</b>	<b>84,2</b>	<b>231,7</b>	<b>175,2%</b>	<b>156,4</b>	<b>437,4</b>	<b>179,7%</b>	<b>318,7</b>	<b>721,3</b>	<b>126,3%</b>
<i>Rottneros</i>	58,2	78,8	35,3%	73,5	154,2	109,9%	167,4	261,3	56,1%
<i>Arctic Paper</i>	26,0	150,8	481,1%	82,9	281,1	238,9%	191,9	469,8	144,9%
EBIT	54,5	203,5	273,3%	97,7	379,6	288,5%	244,6	615,8	151,8%
Zysk brutto	46,2	195,8	323,9%	85,1	367,8	332,3%	223,1	588,6	163,8%
Zysk netto	18,4	126,3	587,3%	47,5	247,0	420,3%	127,1	390,1	206,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	21,7%	29,2%		20,6%	28,2%		20,7%	25,2%	
Marża EBITDA adj.	10,7%	17,9%		10,0%	18,2%		9,3%	14,8%	
Marża EBIT	6,9%	15,7%		6,2%	15,8%		7,2%	12,6%	
Marża zysku netto	5,9%	15,1%		5,4%	15,3%		6,5%	12,1%	

Źródło: BDM, spółka.

Na 2H'22 jesteśmy bardziej ostrożni spodziewając się spadku wyników GK o ponad -30% h/h w efekcie normalizacji marż w segmencie papieru (od 4Q'22). Wyniki 3Q'22 powinny być wciąż ponadprzeciętnie wysokie z uwagi na utrzymanie wysokich średnich cen papieru (przeszkadzać będzie waluta, opóźniony efekt wyższej celulozy i kosztów energetycznych). W 4Q'22 oczekujemy spadku cen papierów w związku z potencjalnym spowolnieniem/recesją gospodarczą. W związku z tym spadek cen o ok. -16% r/r przyjmujemy w 2023 roku. Niemniej efekt niższych cen powinien być rekompensowany spadkiem kosztów celulozy z uwagi na czynniki makroekonomiczne i duży wzrost podaży surowca (ponad 8,5 mln ton celulozy z eukaliptusa w 2022-2023 roku). Tym samym EBITDA spadnie o nieco ponad 20% r/r, gł. w s. papieru (-38% r/r) po rekordowym 2022P.



Wybrane skonsolidowane dane finansowe i główne założenia [mln PLN]																
skonsolidowane	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22P	3Q'22P	4Q'22P	2019	2020	2021	2022P
Przychody	813,9	616,0	702,8	714,7	782,8	786,6	889,7	953,5	1 110,8	1 295,9	1 364,9	1 111,7	3 117,1	2 847,5	3 412,6	4 883,3
Zysk brutto ze sprzedaży	187,9	106,6	149,5	97,8	152,3	170,8	182,5	202,3	300,6	378,5	330,6	220,9	585,5	541,8	707,9	1 230,6
EBITDA	111,8	48,0	86,4	25,1	72,2	84,2	102,1	100,7	205,7	231,7	190,4	102,0	278,0	271,4	359,2	731,1
EBIT	79,7	24,2	59,1	-4,8	43,2	54,5	72,8	74,1	176,1	203,5	162,3	73,9	191,4	158,2	244,6	615,8
Zysk brutto	73,4	15,0	50,4	-16,5	38,9	46,2	66,1	71,9	172,0	195,8	154,6	66,2	157,9	122,3	223,1	588,6
Zysk netto	55,0	10,4	44,5	1,2	29,1	18,4	36,8	42,8	120,7	126,3	97,9	45,2	82,7	111,1	127,1	390,1
<i>Marża zysku brutto</i>	23,1%	17,3%	21,3%	13,7%	19,5%	21,7%	20,5%	21,2%	27,1%	29,2%	24,2%	19,9%	18,8%	19,0%	20,7%	25,2%
<i>Marża EBITDA</i>	13,7%	7,8%	12,3%	3,5%	9,2%	10,7%	11,5%	10,6%	18,5%	17,9%	14,0%	9,2%	8,9%	9,5%	10,5%	15,0%
<i>Marża EBIT</i>	9,8%	3,9%	8,4%	-0,7%	5,5%	6,9%	8,2%	7,8%	15,9%	15,7%	11,9%	6,6%	6,1%	5,6%	7,2%	12,6%
<i>Marża netto</i>	6,8%	1,7%	6,3%	0,2%	3,7%	2,3%	4,1%	4,5%	10,9%	9,7%	7,2%	4,1%	2,7%	3,9%	3,7%	8,0%
NBSK [USD/t]	826,6	849,9	841,1	856,9	962,2	1 197,0	1 336,5	1 307,1	1 293,6	1 380,2	1 430,0	1 300,0	985,3	843,6	1 200,7	1 350,9
BHKP [USD/t]	680,0	680,2	680,0	680,0	767,1	1 009,2	1 137,9	1 140,0	1 151,2	1 245,1	1 300,0	1 170,0	860,4	680,1	1 013,6	1 216,6
EUR/USD	1,10	1,10	1,17	1,19	1,20	1,21	1,18	1,14	1,12	1,06	1,02	1,02	1,12	1,14	1,18	1,05
Cena papierówki [SEK/m <sup>3</sup> ]	344,2	344,2	344,2	344,2	351,1	351,1	351,1	351,1	386,2	386,2	386,2	386,2	337,4	344,2	351,1	386,2
Cena energii w Szwecji [SEK/MWh]	200,0	160,0	260,0	262,4	464,9	391,6	726,7	1 097,0	1 040,0	1 061,0	800,0	800,0	405,5	220,6	670,0	925,3
Wybrane dane finansowe Arctic Paper (segment papieru) i główne założenia [mln PLN]																
Segment papieru	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22P	3Q'22P	4Q'22P	2019	2020	2021	2022P
Przychody	587,8	403,8	491,9	507,4	547,3	526,8	645,0	689,2	819,6	941,1	1 009,7	774,6	2 206,8	1 990,8	2 408,3	3 544,9
Zysk brutto ze sprzedaży	137,7	75,3	117,4	109,7	114,8	92,5	105,2	136,8	218,0	268,1	228,9	155,8	357,7	440,1	449,3	870,8
EBITDA	85,1	22,5	64,6	50,8	57,0	26,0	37,8	30,6	130,3	150,8	109,8	63,0	108,0	223,0	151,3	453,9
EBIT	60,2	23,4	57,4	36,9	38,2	11,2	27,5	47,6	112,1	137,6	105,1	51,3	81,8	177,9	124,6	406,1
Zysk brutto	56,0	16,3	50,8	27,0	35,7	4,7	25,8	46,4	108,5	133,1	100,5	47,1	56,8	150,0	112,6	389,2
Zysk netto	56,0	16,3	50,8	27,0	35,7	4,7	25,8	46,4	108,5	133,1	100,5	47,1	56,8	150,0	112,6	389,2
<i>Marża zysku brutto</i>	23,4%	18,6%	23,9%	21,6%	21,0%	17,6%	16,3%	19,9%	26,6%	28,5%	22,7%	20,1%	16,2%	22,1%	18,7%	24,6%
<i>Marża EBITDA</i>	14,5%	5,6%	13,1%	10,0%	10,4%	4,9%	5,9%	4,4%	15,9%	16,0%	10,9%	8,1%	4,9%	11,2%	6,3%	12,8%
<i>Marża EBIT</i>	10,2%	5,8%	11,7%	7,3%	7,0%	2,1%	4,3%	6,9%	13,7%	14,6%	10,4%	6,6%	3,7%	8,9%	5,2%	11,5%
<i>Marża netto</i>	9,5%	4,0%	10,3%	5,3%	6,5%	0,9%	4,0%	6,7%	13,2%	14,1%	10,0%	6,1%	2,6%	7,5%	4,7%	11,0%
NBSK [USD/t]	826,6	849,9	841,1	856,9	962,2	1 197,0	1 336,5	1 307,1	1 293,6	1 380,2	1 430,0	1 300,0	985,3	843,6	1 200,7	1 350,9
BHKP [USD/t]	680,0	680,2	680,0	680,0	767,1	1 009,2	1 137,9	1 140,0	1 151,2	1 245,1	1 300,0	1 170,0	860,4	680,1	1 013,6	1 216,6
EUR/USD	1,10	1,10	1,17	1,19	1,20	1,21	1,18	1,14	1,12	1,06	1,02	1,02	1,12	1,14	1,18	1,05
Wybrane dane finansowe Rottneros (segment celulozy) i główne założenia [mln SEK]																
Segment celulozy	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21P	1Q'22P	2Q'22P	3Q'22P	4Q'22P	2019	2020	2021	2022P
Przychody	585,0	510,0	508,0	490,0	542,0	593,0	570,0	598,0	660,0	816,3	818,6	694,0	2 376,0	2 093,0	2 303,0	2 988,9
EBITDA	80,0	31,0	32,0	-66,0	40,0	127,0	130,0	88,0	174,0	177,6	158,3	74,6	374,0	77,0	385,0	584,4
EBIT	48,0	2,0	4,0	-95,0	11,0	97,0	101,0	58,0	145,0	148,6	129,3	45,6	268,0	-41,0	267,0	468,4
Zysk brutto	43,0	-3,0	-1,0	-99,0	7,0	93,0	90,0	56,0	144,0	141,5	122,2	38,5	247,0	-60,0	246,0	446,1
Zysk netto	32,0	-3,0	-1,0	-77,0	5,0	74,0	71,0	48,0	114,0	135,5	115,2	30,5	194,0	-49,0	198,0	395,1
<i>Marża EBITDA</i>	13,7%	6,1%	6,3%	-13,5%	7,4%	21,4%	22,8%	14,7%	26,4%	21,8%	19,3%	10,7%	15,7%	3,7%	16,7%	19,6%
<i>Marża EBIT</i>	8,2%	0,4%	0,8%	-19,4%	2,0%	16,4%	17,7%	9,7%	22,0%	18,2%	15,8%	6,6%	11,3%	-2,0%	11,6%	15,7%
<i>Marża netto</i>	5,5%	-0,6%	-0,2%	-15,7%	0,9%	12,5%	12,5%	8,0%	17,3%	16,6%	14,1%	4,4%	8,2%	-2,3%	8,6%	13,2%
NBSK [USD/t]	826,6	849,9	841,1	856,9	962,2	1 197,0	1 336,5	1 307,1	1 293,6	1 380,2	1 430,0	1 300,0	985,3	843,6	1 200,7	1 350,9
Papierówka [SEK/m <sup>3</sup> ]	344,2	344,2	344,2	344,2	351,1	351,1	351,1	351,1	386,2	386,2	386,2	386,2	337,4	344,2	351,1	386,2
Energia [SEK/m <sup>3</sup> ]	200,0	160,0	260,0	262,4	464,9	391,6	726,7	1 097,0	1 040,0	1 061,0	800,0	800,0	405,5	220,6	670,0	925,3
SEK/USD	0,10	0,10	0,11	0,12	0,12	0,12	0,12	0,11	0,11	0,10	0,10	0,10	0,11	0,11	0,12	0,10

Źródło: BDM, spółka, prognozy własne

## ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA 2021-2023P

Końcówka 2021 roku okazała się zbliżona do naszych oczekiwań. W 4Q'21 spółka odwróciła część odpisów na Grycksbo.

Choć spodziewaliśmy się rekordowego 1Q'22 to skala przebicia naszych prognoz była spora. Oczyszczona EBITDA za 1Q'22 była rekordowa i wyniosła aż 205,7 mln PLN (+185% r/r) z czego w segmencie papieru (wyniki Rottneros znane od 28.04.2022) aż 130 mln PLN (+129% r/r). W relacji do pierwotnych prognoz z ostatniego raportu analitycznego z grudnia'21 EBITDA w papierze okazała się lepsza o 68%, a EBITDA GK o 46%.

W związku z podwyżkami cen w 2Q'22 znacznie podnieśliśmy oczekiwania także na 2Q'22, kiedy w grudniu'21 spodziewaliśmy się normalizacji marż. Niemniej wybuch wojny na Ukrainie i nasilenie kryzysu energetycznego uwidoczniło i przedłużyło przewagi konkurencyjne Arctic Paper, a oczekiwana korekta cen celulozy (wpływ na podwyższone prognozy Rottneros) nie nadeszła w efekcie inflacji i przesunięcia projektów inwestycyjnych gł. producentów pulpy.

Przy naszych niskich oczekiwaniach z poprzedniego raportu analitycznego i po rekordowych wynikach za 1H'22P (spółka może mieć ok. 440 mln PLN EBITDA w tym okresie) prognozy na cały 2022P rok podnieśliśmy o 156% w tym w segmencie papieru o 200%. Normalizacji marż w segmencie papieru w okolice 7-8% EBITDA spodziewamy się od 4Q'22, choć w scenariuszu recesji liczymy na głębsze spadki kosztów celulozy, szczególnie że czynnik słabszego popytu nałoży się na szczyt wchodzącej na rynek nowej podaży.

### Zmiana głównych założeń na lata 2021-2023P [mln PLN]

	2021			2022P			2023P		
	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	3 339,0	3 418,9	2,4%	3 641,7	4 885,8	34,2%	3 412,9	4 493,8	31,7%
Papier	2 317,6	2 408,3	3,9%	2 603,0	3 537,6	35,9%	2 455,2	3 216,4	31,0%
Celuloza	1 021,5	1 010,6	-1,1%	1 038,6	1 348,1	29,8%	957,7	1 277,4	33,4%
EBITDA adj.	307,7	318,7	3,6%	277,3	721,3	160,1%	321,1	557,5	73,6%
EBITDA	316,0	360,0	13,9%	285,7	731,9	156,2%	339,4	576,2	69,8%
Papier	159,1	191,9	20,6%	157,9	469,8	197,5%	253,7	292,4	15,3%
Celuloza	156,9	167,4	6,7%	119,8	261,3	118,1%	72,2	251,0	247,5%
Energia	0,0	0,0		8,0	8,2	2,8%	13,5	32,7	143,0%
EBIT	198,9	245,3	23,3%	164,2	617,7	276,2%	212,2	452,4	113,2%
Wynik netto	99,5	127,1	27,8%	91,6	390,1	326,1%	144,9	261,0	80,1%
Marża EBITDA	9,5%	10,5%		7,8%	15,0%		9,9%	12,8%	
Papier	6,9%	8,0%		6,1%	13,3%		10,3%	9,1%	
Celuloza	15,4%	16,6%		11,5%	19,4%		7,5%	19,7%	
Marża EBIT	6,0%	7,2%		4,5%	12,6%		6,2%	10,1%	
Marża netto	3,0%	3,7%		2,5%	8,0%		4,2%	5,8%	
Wolumen papieru [tys. ton]	624,0	647,0	3,7%	625,0	646,0	3,4%	640,6	645,3	0,7%
Średnia cena papieru [EUR/t]	811,3	813,3	0,2%	882,3	1 144,2	29,7%	795,3	963,1	21,1%
CWF FOEX [EUR/t]	744,3	761,1	2,3%	816,6	1 144,3	40,1%	734,9	972,7	32,3%
NBSK FOEX [USD/t]	1 200,8	1 200,7	0,0%	1 125,0	1 350,9	20,1%	1 000,0	1 100,0	10,0%
BHKP FOEX [USD/t]	1 013,6	1 013,6	0,0%	987,5	1 216,6	23,2%	800,0	1 000,0	25,0%
EUR/USD	1,18	1,18	0,0%	1,13	1,05	-7,0%	1,16	1,04	-9,9%

Źródło: BDM S.A., szacunki własne. \*- prognozy z dnia 29.12.2021

### Zmiana wyceny SOTP

Przy znacznie wyższych prognozach wyników i wzroście stopy wolnej od ryzyka w Polsce z 3,5% do 7% podnosimy wycenę SOTP z 12,3 PLN/akcję do 20,3 PLN/akcję. Zwracamy uwagę nasze prognozy w długim terminie (po 2023 roku) zbliżone są do celów strategicznych spółki prezentowanych w październiku 2021 roku z wyjątkiem CAPEX. Oczekujemy w 2022-2030 2,15 mld PLN nakładów vs 1,6 mld PLN w strategii (1,8 mld PLN w raporcie z grudnia'21) w związku ze wzrostem budżetów (inflacja) i kosztów finansowania szczególnie w obszarze rozwoju energetyki.

Podkreślamy, że od czasu poprzedniej rekomendacji z 29.11.2020 [Arctic Paper Kupuj 12,3 PLN](#) kurs akcji spółki wzrósł o 85% przy spadku WIG o -25%.

### Zmiana wyceny SOTP

	Poprzednio*	Obecnie	Zmiana
Wycena SOTP [PLN/akcję]	12,3	20,3	64,9%
Wycena SOTP [mln PLN]	852,5	1 416,5	66,2%
Wycena Arctic Paper- część papiernicza [mln PLN]	440,5	777,7	76,5%
Wycena Rottneros [mln PLN]**	667,2	1 123,5	68,4%
Wycena projektów energetycznych [mln PLN]	69,9	62,8	-10,1%
Udziały mniejszości [mln PLN]***	-325,1	-547,5	68,4%
Wycena metodą porównawczą [PLN/akcję]	24,9	51,0	104,7%
Wycena spółki [PLN]	12,3	20,3	64,9%

Źródło: BDM S.A., szacunki własne. \*- wycena z dnia 29.12.2021. \*\*-kurs SEK/PLN 0,4544. \*\*\*- Arctic Paper posiada 51,27% udziałów w Rottneros

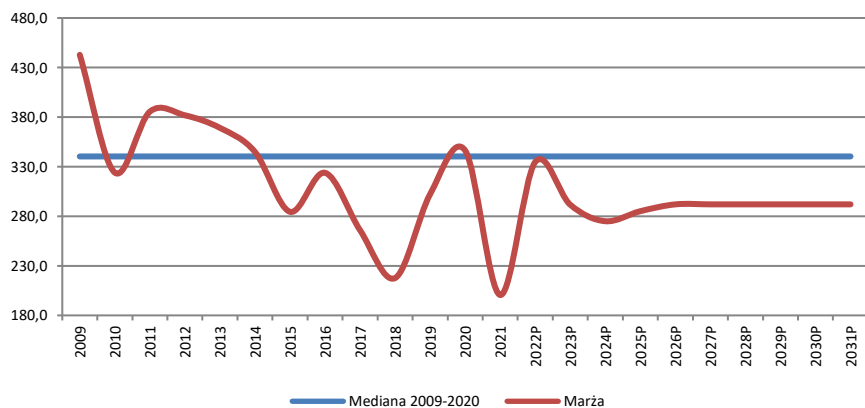
## PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2022-2031

### Główne założenia do wyników

	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Wolumeny papieru tys. ton	607,0	575,0	647,0	646,0	645,3	645,3	645,3	645,3	645,3	645,3	645,3	645,3	645,3
zmiana r/r	-4,6%	-5,3%	12,5%	-0,2%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
UWF tys. ton	375,7	371,7	433,1	431,5	430,8	430,8	430,8	430,8	430,8	430,8	430,8	430,8	430,8
zmiana r/r	-5,5%	-1,1%	16,5%	-0,4%	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CWF tys. ton	197,0	169,0	179,7	180,2	180,2	180,2	180,2	180,2	180,2	180,2	180,2	180,2	180,2
zmiana r/r	-3,4%	-14,2%	6,3%	0,3%	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	408,3	416,5	403,2	410,0	422,3	435,0	448,0	461,5	475,3	475,3	475,3	475,3	475,3
zmiana r/r	6,7%	2,0%	-3,2%	1,7%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
na zewnątrz tys. ton	397,4	406,9	395,8	403,8	415,9	428,4	441,2	454,5	468,1	468,1	468,1	468,1	468,1
zmiana r/r	6,9%	2,4%	-2,7%	2,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny papierów													
Śr. cena Arctic Paper EUR/t	846,1	779,2	813,3	1 144,2	963,1	866,8	866,8	866,8	866,8	866,8	866,8	866,8	866,8
zmiana r/r	1,3%	-7,9%	4,4%	40,7%	-15,8%	-10,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CWF FOEX EUR/t	680,2	650,8	761,1	1 144,3	972,7	875,4	875,4	875,4	875,4	875,4	875,4	875,4	875,4
zmiana r/r	0,2%	-4,3%	17,0%	50,4%	-15,0%	-10,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny celulozy													
NBSK USD/t	985,3	843,6	1 200,7	1 350,9	1 100,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0
zmiana r/r	-15,5%	-14,4%	42,3%	12,5%	-18,6%	-9,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
BHKP USD/t	860,4	680,1	1 013,6	1 216,6	1 000,0	900,0	900,0	900,0	900,0	900,0	900,0	900,0	900,0
zmiana r/r	-17,0%	-21,0%	49,0%	20,0%	-17,8%	-10,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny drewna (papierówki) w Szwecji SEK/m3	337,4	344,2	351,1	386,2	393,9	401,8	409,8	418,0	426,4	434,9	443,6	452,5	461,5
zmiana r/r	2,0%	2,0%	2,0%	10,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Kursy walutowe													
EUR/USD	1,12	1,14	1,18	1,05	1,04	1,07	1,08	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
zmiana r/r	-5,2%	1,8%	3,8%	-10,9%	-1,2%	2,4%	1,7%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EUR/PLN	4,30	4,44	4,56	4,77	5,18	5,41	5,41	5,41	5,41	5,41	5,41	5,41	5,41
zmiana r/r	0,9%	3,4%	2,7%	4,6%	8,4%	4,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EUR/SEK	10,58	10,49	10,15	10,43	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
zmiana r/r	3,2%	-0,9%	-3,2%	2,8%	-4,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
SEK/PLN	0,41	0,42	0,45	0,46	0,52	0,54	0,54	0,54	0,54	0,54	0,54	0,54	0,54
zmiana r/r	-2,2%	4,3%	6,2%	1,7%	13,1%	4,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Teoretyczne spready													
Papier-celuloza EUR/t*	302,3	346,3	200,6	334,8	291,6	275,0	285,1	292,0	292,0	292,0	292,0	292,0	292,0
zmiana r/r	38,9%	14,6%	-42,1%	66,9%	-12,9%	-5,7%	3,7%	2,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NBSK- drewno Szwecja SEK/t**	7 960	6 382	8 892	11 825	8 990	7 771	7 578	7 436	7 403	7 369	7 334	7 298	7 262
zmiana r/r	-9,5%	-19,8%	39,3%	33,0%	-24,0%	-13,6%	-2,5%	-1,9%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%

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**

<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>
Aktywa trwałe	1 194,5	1 301,8	1 331,8	1 451,5	1 560,8	1 695,0	1 731,2	1 817,3	1 891,9	1 959,0	2 025,1	2 001,6
Wartości niematerialne i prawne	52,9	66,1	85,3	101,9	116,5	130,8	144,4	157,5	170,1	182,1	193,7	204,7
Rzeczowe aktywa trwałe	1 085,1	1 155,3	1 166,1	1 269,3	1 363,9	1 483,8	1 506,5	1 579,4	1 641,4	1 696,5	1 751,0	1 716,5
Aktywa obrotowe	942,1	1 087,5	1 672,5	1 631,5	1 551,5	1 575,2	1 609,8	1 648,4	1 697,5	1 739,6	1 800,1	1 944,4
Zapasy	365,5	402,9	576,5	530,5	502,1	509,6	508,4	512,7	515,6	515,6	518,5	518,5
Należności krótkoterminowe	302,8	410,9	690,3	635,2	601,2	610,2	608,8	613,9	617,4	617,4	620,9	620,8
Inwestycje krótkoterminowe	273,9	273,7	405,7	465,8	448,3	455,4	492,6	521,8	564,4	606,6	660,8	805,1
-środki pieniężne i ekwiwalenty	255,6	167,9	299,9	360,0	342,5	349,6	386,9	416,1	458,7	500,8	555,0	699,3
<b>Aktywa razem</b>	<b>2 136,6</b>	<b>2 389,3</b>	<b>3 004,3</b>	<b>3 083,0</b>	<b>3 112,3</b>	<b>3 270,1</b>	<b>3 341,0</b>	<b>3 465,7</b>	<b>3 589,3</b>	<b>3 698,6</b>	<b>3 825,2</b>	<b>3 946,0</b>
Kapitał (fundusz) własny	750,0	912,1	1 253,1	1 364,1	1 432,0	1 583,3	1 652,0	1 749,4	1 846,9	1 933,0	2 027,9	2 112,0
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	408,0	408,0	485,9	726,1	840,1	947,7	1 082,3	1 181,0	1 274,7	1 370,4	1 459,9	1 552,2
Zysk (strata) netto	111,1	127,1	390,1	261,0	214,9	258,6	192,6	191,4	195,3	185,6	190,9	182,8
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 103,6	1 146,3	1 332,8	1 222,7	1 143,1	1 109,1	1 077,6	1 063,0	1 046,7	1 026,7	1 014,2	1 005,8
Rezerwy na zobowiązania	209,6	327,5	327,5	327,5	327,5	327,5	327,5	327,5	327,5	327,5	327,5	327,5
Zobowiązania długoterminowe	255,8	204,2	170,7	137,1	103,6	70,1	50,1	40,1	30,1	20,1	13,9	13,9
-oprocentowane	241,1	190,4	156,8	123,3	89,7	56,2	36,2	26,2	16,2	6,2	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	638,3	614,5	834,7	758,0	712,0	711,5	700,0	695,5	689,2	679,1	672,8	664,5
-oprocentowane	148,4	96,7	96,7	78,3	68,3	58,3	48,3	38,3	28,3	18,3	8,3	0,0
<b>Pasywa razem</b>	<b>2 136,6</b>	<b>2 389,3</b>	<b>3 004,3</b>	<b>3 083,0</b>	<b>3 112,3</b>	<b>3 270,1</b>	<b>3 341,0</b>	<b>3 465,7</b>	<b>3 589,3</b>	<b>3 698,6</b>	<b>3 825,2</b>	<b>3 946,0</b>

<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>
Przychody netto ze sprzedaży	2 847,5	3 412,6	4 883,3	4 493,8	4 252,9	4 316,7	4 306,6	4 343,0	4 367,7	4 367,5	4 392,2	4 392,0
Koszty produktów, tow. i materiałów	2 305,7	2 704,6	3 652,8	3 591,8	3 490,3	3 501,6	3 539,0	3 567,0	3 585,7	3 596,5	3 612,6	3 620,8
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	541,8	707,9	1 230,6	902,0	762,6	815,2	767,7	776,0	782,0	771,0	779,6	771,2
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	412,9	484,4	617,4	453,3	434,2	436,2	438,2	440,3	442,4	444,5	446,7	448,9
Zysk (strata) na sprzedaży	128,9	223,6	613,2	448,7	328,4	379,0	329,5	335,7	339,7	326,5	333,0	322,2
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	29,3	21,0	2,7	3,7	14,3	16,1	-29,2	-29,2	-29,2	-29,2	-29,2	-29,2
<b>EBITDA</b>	<b>271,4</b>	<b>359,2</b>	<b>731,1</b>	<b>576,2</b>	<b>478,7</b>	<b>544,4</b>	<b>458,6</b>	<b>471,0</b>	<b>483,4</b>	<b>477,6</b>	<b>491,0</b>	<b>481,9</b>
EBIT	158,2	244,6	615,8	452,4	342,7	395,1	300,3	306,5	310,5	297,3	303,8	293,0
Saldo działalności finansowej	-35,9	-21,5	-27,2	-26,1	-21,4	-17,8	-14,6	-12,3	-10,5	-8,5	-6,8	-5,3
Zysk (strata) brutto	122,3	223,1	588,6	426,4	321,2	377,3	285,7	294,2	300,0	288,7	297,0	287,8
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>111,1</b>	<b>127,1</b>	<b>390,1</b>	<b>261,0</b>	<b>214,9</b>	<b>258,6</b>	<b>192,6</b>	<b>191,4</b>	<b>195,3</b>	<b>185,6</b>	<b>190,9</b>	<b>182,8</b>

<b>CF [mln PLN]</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	211,5	238,2	420,9	523,4	432,2	451,6	392,7	398,3	410,5	410,0	418,7	414,3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-141,2	-159,5	-183,0	-242,0	-243,7	-282,0	-192,9	-248,7	-245,6	-245,3	-250,9	-162,5
Przepływy z działalności finansowej	-101,0	-162,1	-105,9	-221,3	-205,9	-162,5	-162,5	-120,4	-122,4	-122,5	-113,7	-107,4
Przepływy pieniężne netto	-30,7	-83,4	132,0	60,1	-17,5	7,0	37,3	29,2	42,6	42,2	54,2	144,3
Środki pieniężne na początek okresu	265,9	255,6	167,9	299,9	360,0	342,5	349,6	386,9	416,1	458,7	500,8	555,0
Środki pieniężne na koniec okresu	255,6	167,9	299,9	360,0	342,5	349,6	386,9	416,1	458,7	500,8	555,0	699,3

Źródło: BDM S.A.

**Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe**

Dane finansowe	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody zmiana r/r	19,8%	43,1%	-8,0%	-5,4%	1,5%	-0,2%	0,8%	0,6%	0,0%	0,6%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	32,4%	103,5%	-21,2%	-16,9%	13,7%	-15,8%	2,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	54,6%	151,8%	-26,5%	-24,3%	15,3%	-24,0%	2,1%	1,3%	-4,2%	2,2%	-3,5%
Zysk netto zmiana r/r	14,5%	206,8%	-33,1%	-17,7%	20,3%	-25,5%	-0,6%	2,0%	-5,0%	2,9%	-4,3%
Marża brutto na sprzedaży	20,7%	25,2%	20,1%	17,9%	18,9%	17,8%	17,9%	17,9%	17,7%	17,8%	17,6%
Marża EBITDA	10,5%	14,9%	12,8%	11,3%	12,6%	10,6%	10,8%	11,1%	10,9%	11,2%	11,0%
Marża EBIT	7,2%	12,6%	10,1%	8,1%	9,2%	7,0%	7,1%	7,1%	6,8%	6,9%	6,7%
Marża brutto	6,5%	12,1%	9,5%	7,6%	8,7%	6,6%	6,8%	6,9%	6,6%	6,8%	6,6%
Marża netto	3,7%	8,0%	5,8%	5,1%	6,0%	4,5%	4,4%	4,5%	4,2%	4,3%	4,2%
COGS / przychody	79,3%	74,8%	79,9%	82,1%	81,1%	82,2%	82,1%	82,1%	82,3%	82,2%	82,4%
SG&A / przychody	14,2%	12,6%	10,1%	10,2%	10,1%	10,2%	10,1%	10,1%	10,2%	10,2%	10,2%
SG&A / COGS	17,9%	16,9%	12,6%	12,4%	12,5%	12,4%	12,3%	12,3%	12,4%	12,4%	12,4%
ROE	10,2%	23,3%	14,0%	10,9%	12,0%	8,5%	8,0%	7,7%	6,9%	6,8%	6,2%
ROA	4,1%	5,2%	5,3%	13,0%	8,5%	6,9%	7,9%	5,8%	5,5%	5,4%	5,0%
Dług	287,0	253,5	201,6	158,1	114,5	84,5	64,5	44,5	24,5	8,3	0,0
D / (D+E)	12,0%	8,4%	6,5%	5,1%	3,5%	2,5%	1,9%	1,2%	0,7%	0,2%	0,0%
D / E	13,7%	9,2%	7,0%	5,4%	3,6%	2,6%	1,9%	1,3%	0,7%	0,2%	0,0%
Odsetki / EBIT	-8,8%	-4,4%	-5,8%	-6,3%	-4,5%	-4,8%	-4,0%	-3,4%	-2,9%	-2,2%	-1,8%
Dług / kapitał własny	23,1%	15,2%	10,8%	8,0%	5,3%	3,7%	2,7%	1,8%	0,9%	0,3%	0,0%
Dług netto	119,1	-46,4	-158,4	-184,5	-235,0	-302,3	-351,5	-414,1	-476,3	-546,6	-699,3
Dług netto / kapitał własny	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
Dług netto / EBITDA	0,3	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4	-0,7	-0,7	-0,9	-1,0	-1,1	-1,5
Dług netto / EBIT	0,5	-0,1	-0,4	-0,5	-0,6	-1,0	-1,1	-1,3	-1,6	-1,8	-2,4
EV	1 111,3	945,8	833,8	807,7	757,2	689,9	640,7	578,1	515,9	445,6	292,9
Dług / EV	25,8%	26,8%	24,2%	19,6%	15,1%	12,3%	10,1%	7,7%	4,8%	1,9%	0,0%
CAPEX / Przychody	4,7%	3,8%	5,4%	5,8%	6,6%	4,5%	5,8%	5,7%	5,7%	5,8%	3,8%
CAPEX / Amortyzacja	139,4%	161,3%	196,7%	180,3%	189,9%	122,9%	152,3%	143,1%	137,3%	135,3%	87,6%
Amortyzacja / Przychody	3,1%	2,3%	2,8%	3,2%	3,5%	3,7%	3,8%	4,0%	4,1%	4,3%	4,3%
Zmiana KO / Przychody	-2,5%	5,1%	-1,0%	-0,7%	0,2%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-15,4%	16,8%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
<b>Wskaźniki rynkowe</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>
MC/S*	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/E*	7,8	2,5	3,8	4,6	3,8	5,2	5,2	5,1	5,3	5,2	5,4
P/BV*	0,8	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
P/CE*	4,1	2,0	2,6	2,8	2,4	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6	2,7
EV/EBITDA*	3,1	1,3	1,4	1,7	1,4	1,5	1,4	1,2	1,1	0,9	0,6
EV/EBIT*	4,5	1,5	1,8	2,4	1,9	2,3	2,1	1,9	1,7	1,5	1,0
EV/S*	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
BVPS	17,9	24,1	26,8	28,4	31,2	32,7	34,7	36,7	38,6	40,6	42,4
EPS	1,8	5,6	3,8	3,1	3,7	2,8	2,8	2,8	2,7	2,8	2,6
CEPS	3,5	7,3	5,6	5,1	5,9	5,1	5,1	5,3	5,3	5,5	5,4
FCFPS	2,9	2,5	3,9	2,4	2,1	2,6	1,8	2,1	2,1	2,1	3,3
DPS	0,30	0,40	1,41	1,51	1,24	1,49	1,11	1,11	1,13	1,07	1,10
Payout ratio	18,7%	21,8%	25,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%

Źródło: BDM S.A. \* obliczenia przy cenie 14,32 PLN/akcję

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**
**Krzysztof Brymora**

Dyrektor Wydziału  
tel. (+48) 501 238 443  
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl  
[strategia, chemia, przemysł, energetyka](#)

**Krzysztof Tkocz**

Analityk rynku akcji  
tel. (+48) 516 086 705  
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl  
[gry komputerowe](#)

**Anna Madziar**

Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (+48) 666 073 972  
e-mail: anna.madziar@bdm.pl

**Kajetan Sroczyński**

Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (+48) 668 516 977  
e-mail: kajetan.sroczynski@bdm.pl

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**
**Leszek Mackiewicz**

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

**Tomasz Ilczyszyn**

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

**Maciej Fink-Finowicki**

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

**Piotr Komorowski**

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

**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	20,3	Kupuj	11,9***	14.07.2022	07:00 CEST	14,32	52 440,9
Kupuj	12,3	Kupuj	5,9**	29.12.2021	17:15 CEST	7,94	69 149,0
Kupuj	6,2	Kupuj	4,9	09.11.2020	07:00 CEST	3,70	48 962,5
Kupuj	4,9	Kupuj	6,1*	08.10.2019	14:00 CEST	2,88	56 116,0
Kupuj	6,3	Trzymaj	4,3	21.05.2018	11:45 CEST	4,3	59 378,0
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

\*- po korekcie o 0,2 PLN/akcję DIV, \*\*- po korekcie o 0,3 PLN/akcję DIV, \*\*\*- po korekcie o 0,4 PLN/akcję DIV

**Objaśnienia używanej terminologii:**

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

**System rekomendacji:**

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

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:**

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'22*:		, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:		
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	50%	2	100%
Akumuluj	1	50%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

\* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie [www.bdm.pl](http://www.bdm.pl).

**Nota prawna:**

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.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

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

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 14.07.2022 roku (07:00 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 21.07.2022 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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 na analizie przeprowadzonej 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 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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.

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 13.07.2022 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
  - BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
  - Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
  - Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5% wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
  - BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
  - BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
  - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
  - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
  - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
  - Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane.
  - Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
  - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
  - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
  - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiejkolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi
- Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zająć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.