



Dom Maklerski BDM S.A.

ARCTIC PAPER

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 12,3 PLN

29 GRUDNIA 2021, 17:15 CEST

GK Arctic Paper kończy rekordowy 2021 rok wchodząc prawdopodobnie w okres niższych cen celulozy BHKP sprzyjających segmentowi papierniczemu. Dodatkowo w październiku 2021 zarząd przedstawił nową strategię do 2030 roku kładąc nacisk na inwestycje w perspektywiczne obszary papieru opakowaniowego i energetyki, deklarując jednocześnie neutralność klimatyczną 5 lat później. Przy wyższych o 50-60% wynikach finansowych, wzrostach cen papieru i ograniczonej ekspozycji na koszty energetyczne utrzymujemy zalecenie KUPUJ dla spółki podnosząc cenę docelową do 12,3 PLN/akcję. Zwracamy uwagę, że implementacja pełnych założeń strategii zarządu skutkowałaby podniesieniem wyceny powyżej 20 PLN/akcję.

Rekordowe wyniki GK Arctic Paper w 2021 roku i oczekiwany mocny 1Q'22... W 4Q'21 spodziewamy się 57,5 mln PLN EBITDA z dużą poprawą w Rottneros z uwagi na wysokie ceny celulozy NBSK. Mimo wzrostu kosztów ponad 30 mln PLN EBITDA powinien w tym okresie dostarczyć segment papieru, choć będą to wyniki słabsze r/r i q/q. Korzystniej dla tego obszaru zapowiada się okres 1Q'22, kiedy w pełni powinny być widoczne sukcesywnie wprowadzane podwyżki cen papierów. Cały 2021 rok będzie dla GK Arctic Paper rekordowy.

..., co oznacza 50-60% podniesienie poprzednich prognoz. Nasze prognozy na lata 2021-2023 podwyższyliśmy o 50-60% na poziomie EBITDA względem założeń z listopada 2020 roku. Szczególnie zaskoczył 2-3Q'21, kiedy spółka pokazała mocne wyniki w segmencie papieru mimo rekordowo drogiej celulozy i z sukcesem wprowadziła podwyżki cen papierów, które są kontynuowane w 4Q'21 i 1Q'22.

Duże podwyżki cen papierów w 4Q'21-1Q'22. Zwracamy uwagę, że od 3Q'21 obserwowane są znaczące podwyżki cen papierów, co wynika gł. z wysokich kosztów i odbicia popytu. Indeks cenowy papierów graficznych publikowany przez niemiecki urząd statystyczny wzrósł w 3Q'21 o 12,4% q/q, a w okresie październik-listopad o kolejne 7,1% q/q (+33% r/r). Zarząd zapowiadał wzrost średnich cen do 1Q'22 o ok. 20%.

Rozwój w atrakcyjnym segmencie energii z neutralnością klimatyczną do 2035 roku. 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).

Nadpodaż celulozy BHKP w 2022-2024P i potencjalny -30% spadek cen. Wg raportu Fitch z 11.21 do 2024 roku na rynek wejdzie 7,8 mln ton dodatkowej celulozy liściastej (BHKP). Roczny wzrost popytu to ok. 1-1,5 mln ton, co oznacza sporą nadwyżkę podaży nad popytem w 2022-2024. W rezultacie szacujemy, że do 2023 roku ceny celulozy liściastej, gł. kosztu w spółce, spadną o 20-30% czyli podobnie jak w 2018-2019 (-34%), kiedy w latach 2017-2018 na rynek wchodziły 2 duże projekty celulozowe 2,8 mln ton.

Ambitna strategia 4P daje miejsce na dywidendę. Przy EBITDA >300 mln PLN i średniorocznym CAPEX ze strategii 180 mln PLN spółkę stać na inwestycje z własnych przepływów, a także wypłatę dywidendy na deklarowanym poziomie przynajmniej 25% zysku netto (20-35 mln PLN), co oznacza DY ok. 5%.

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody [mln PLN]	3 169,4	3 117,1	2 847,5	3 332,7	3 641,7	3 412,9
EBITDA [mln PLN]	213,2	278,0	271,4	316,0	285,7	339,4
EBITDA adj.* [mln PLN]	219,0	260,0	258,9	307,7	277,3	321,1
EBIT [mln PLN]	124,1	191,4	158,2	198,9	164,2	212,2
Wynik netto [mln PLN]	8,0	82,7	111,1	99,5	91,6	144,9
P/BV	1,0	0,9	0,7	0,7	0,7	0,6
P/E	68,9	6,7	5,0	5,5	6,0	3,8
EV/EBITDA	3,8	2,7	2,6	2,4	2,8	2,1
EV/EBITDA adj. skoryg**	5,6	3,8	2,8	3,1	3,7	2,5
EV/EBIT	6,7	3,7	4,3	3,7	4,7	3,2
DY w okresie	2,5%	0,0%	0,0%	3,8%	4,5%	4,2%

*. wyniki oczyszczone o zdarzenia jednorazowe. **. o udziały w Rottneros (51,27%)

Wycena SOTP [PLN]	12,3
wycena DCF Arctic Paper PLN	6,4
wycena DCF Rottneros PLN	4,9
wycena DCF energetyki PLN	1,0
Wycena porównawcza [PLN]	24,9
Wycena końcowa [PLN]	12,3
Potencjał do wzrostu / spadku	54,7%
Koszt kapitału	8,5%
Cena rynkowa [PLN]	7,94
Kapitalizacja [mln PLN]	550,1
Ilość akcji [mln. szt.]	69,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	9,09
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	5,97
Stopa zwrotu za 3 mc	14,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	28,3%
Stopa zwrotu za 9 mc	37,8%
Struktura akcjonariatu:	
Thomas Onstad wraz z Trebruk i Nemos Holding	68,13%
Pozostali	31,87%

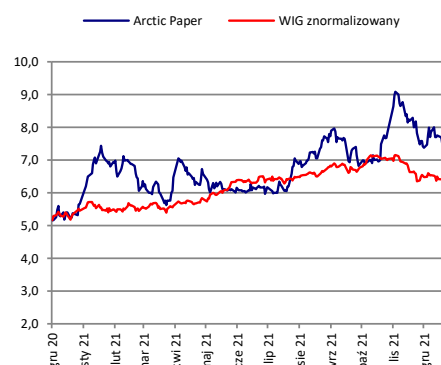
Krzysztof Brymora

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

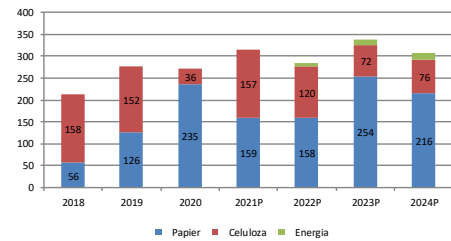
WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
REKORDOWE WYNIKI GK ARCTIC PAPER W 2021 ROKU I OCZEKIWANY MOCNY 1Q'22... ..	4
..., CO OZNACZA 50-60% PODNIESIENIE POPRZEDNICH PROGNOZ	5
CORAZ WIĘCEJ ZASTOSOWAŃ PAPIERU I WYSOKIE UDZIAŁY W NISZOWYCH ZASTOSOWANIACH ORAZ...	5
... ROZWÓJ W ATRAKCYJNYM SEGMENTCIE ENERGII Z NEUTRALNOŚCIĄ KLIMATYCZNĄ DO 2035 ROKU	6
NADPODAŻ CELULOZY BHKP W 2022-2024P I POTENCJALNY -30% SPADEK CEN	7
AMBITNA STRATEGIA 4P DAJE MIEJSCE NA DYWIDENDĘ	7
WYCENA SOTP	8
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	13
WYNIKI 3Q'21.....	15
PODSUMOWANIE KONFERENCJI WYNIKOWEJ ZA 3Q'21 (10.11.2021).....	16
PROGNOZY NA 4Q'21 I 2022	17
STRATEGIA 4P 2022-2030P	19
PODSUMOWANIE KONFERENCJI PO OGŁOSZENIU STRATEGII 05.10.2021	20
PŁYNNOŚĆ I ZADŁUŻENIE	21
ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA 2021-2023P	22
ZMIANA WYCENY SOTP.....	22
PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2021-2030.....	23
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	24

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

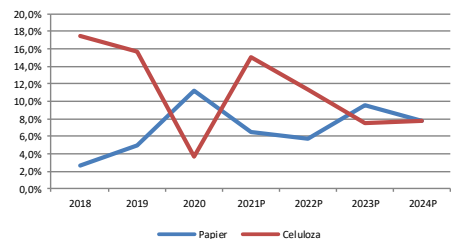
Rachunek wyników [mln PLN]	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	3 169	3 117	2 847	3 333	3 642	3 413	3 420
Zysk brutto ze sprzedaży	547	586	542	652	657	571	528
koszty sprzedaży	347	337	337	378	403	272	272
koszty zarządu	93	89	76	93	95	97	99
PKO	33	47	36	31	12	12	12
PPO	51	78	65	48	18	23	30
EBIT	124	191	158	199	164	212	175
EBITDA	213	278	271	316	286	339	308
Papier	56	126	235	159	158	254	216
Niepowlekany	96	118	205	152	126	195	163
Powlekany	-28	14	23	10	35	58	46
Celuloza	158	152	36	157	120	72	76
Energia	0	0	0	0	8	13	16
Papier adj.	62	108	223	151	150	235	191
marża EBITDA adj.	2,7%	4,9%	11,2%	6,5%	5,7%	9,6%	7,8%
EBITDA adj.	219	260	259	308	277	321	283
r/r	-10%	19%	0%	19%	-10%	16%	-12%
Zysk brutto	87	158	122	173	139	189	156
podatek	33	33	19	35	29	39	32
mnieszcisci	48	42	-7	39	19	6	8
Zysk netto	8	83	111	100	92	145	117
Bilans [mln PLN]	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	1 040	1 081	1 195	1 184	1 230	1 276	1 334
Rzeczowe aktywa trwałe	902	980	1 085	1 074	1 120	1 167	1 225
Wartości niematerialne	49	38	53	53	53	53	53
Inwestycje długoterminowe	60	38	31	31	31	31	31
Aktywa obrotowe	1 116	955	942	1 107	1 120	1 119	970
Zapasy	479	354	365	428	467	438	439
Należności	372	307	303	469	512	480	481
Środki pieniężne i ekwiwalenty	201	266	256	192	122	183	31
Aktywa razem	2 156	2 036	2 137	2 290	2 350	2 396	2 304
Kapitał własny j. dom.	577	607	750	813	841	942	1 016
Zobowiązania długoterminowe	266	281	256	241	211	182	152
Oprocentowane	250	263	241	226	197	167	137
Zobowiązania krótkoterminowe	853	683	638	705	747	716	572
Oprocentowane	232	162	148	148	148	148	4
Zobowiązania handlowe	517	435	379	444	485	455	456
Rezerwy na zobowiązania	176	201	210	210	210	210	210
Pasywa razem	2 156	2 036	2 137	2 290	2 350	2 396	2 304
Cash Flow [mln PLN]	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy z dział. operacyjnej	149	342	211	149	208	323	268
Amortyzacja	93	87	113	117	122	127	134
Kapitał obrotowy	-76	100	-29	-162	-41	30	-1
Przepływy z dział. inwestycyjnej	-174	-122	-141	-142	-167	-173	-191
CAPEX	-175	-138	-136	-143	-168	-174	-192
Przepływy z dział. finansowej	-14	-153	-101	-70	-111	-89	-228
zmiana zadłużenia	57	-81	-72	-15	-30	-30	-174
Dywidenda	14	0	0	21	25	23	36
Odsetki	22	22	19	19	18	16	11
Zmiana środków pieniężnych	-40	68	-31	-64	-70	61	-151
Środki pieniężne	201	266	256	192	122	183	31
Dynamiki (%)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	7,3%	-1,6%	-8,7%	17,0%	9,3%	-6,3%	0,2%
EBITDA	-3,3%	30,4%	-2,4%	16,5%	-9,6%	18,8%	-9,2%
EBITDA adj.	-10,4%	18,7%	-0,4%	18,9%	-9,9%	15,8%	-11,9%
Zysk netto	-78,3%	935,1%	34,3%	-10,4%	-8,0%	58,3%	-19,6%
Wybrane dane i wskaźniki*	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Liczba akcji (mln)	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3
ROE	1%	14%	15%	12%	11%	15%	11%
ROA	0%	4%	5%	4%	4%	6%	5%
Dług netto (mln PLN)	281	159	134	183	223	133	110
/EBITDA (x)	1,3	0,6	0,5	0,6	0,8	0,4	0,4
Dług netto s. papierniczy (mn PLN)	216	145	100	168	218	143	133
/EBITDA (x)	3,9	1,1	0,4	1,1	1,4	0,6	0,6
Wskaźnik wypłaty dywidendy	38%	0%	0%	19%	25%	25%	25%
DPS w okresie (PLN)	0,20	0,00	0,00	0,30	0,36	0,33	0,52
Stopa dywidendy	3%	0%	0%	4%	5%	4%	7%
P/E (x)	68,9	6,7	5,0	5,5	6,0	3,8	4,7
P/BV (x)	1,0	0,9	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA (x)	3,8	2,7	2,6	2,4	2,8	2,1	2,3
EV/EBITDA adj. (x)	5,6	3,8	2,8	3,1	3,7	2,5	2,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *obliczone przy cenie rynkowej 7,94 PLN.

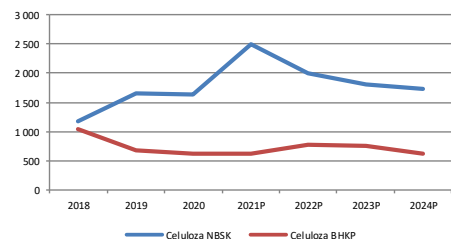
Arctic Paper- struktura EBITDA w podziale na segmenty [mln PLN]



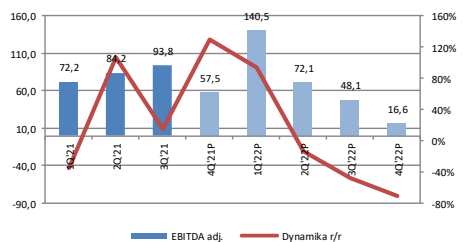
Arctic Paper - oczyszczona marża EBITDA papier i celuloza



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 bezzdrzewnych 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 cen celulozy liściastej i spadek iglastej (koszty celulozy to 60-70% kosztów produkcji papieru, a po akwizycji Rottneros w 4Q'12 spółka ma dalej krótką pozycję w celulozie liściastej i długą pozycję w celulozie NBSK. Każde 10 USD/t wzrostu NBSK to ok. 6,3 mln PLN wzrostu wyniku w skali roku, a spadku BHKP ok. 11,2 mln PLN ceteris paribus); 3) 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 12,3 PLN/akcję. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek z branży papierniczej, oparta na prognozach wyników na lata 2021 – 2023 dała wartość 1 akcji na poziomie 24,9 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 100% dla wyceny sporządzonej przy użyciu SOTP i 0% dla wyceny porównawczej z uwagi na znacznie szerszy profil działalności spółek z grupy porównawczej (także segment opakowaniowy itp.). **W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 12,3 PLN.**

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena SOTP [PLN/akcję]	100%	12,3
Wycena SOTP [mln PLN]		852,5
Wycena Arctic Paper- część papiernicza [mln PLN]		440,5
Wycena Rottneros [mln PLN]*		667,2
Wycena projektów energetycznych [mln PLN]		69,9
Udziały mniejszości [mln PLN]**		-325,1
Wycena metodą porównawczą [PLN/akcję]	0%	24,9

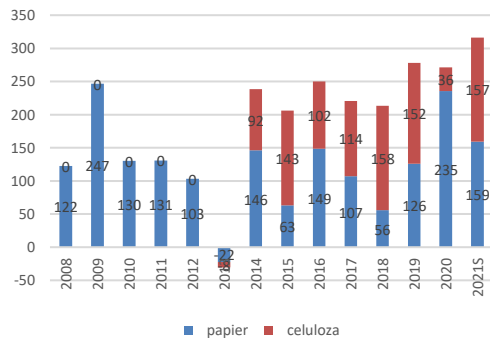
Wycena spółki [PLN] 12,3

Źródło: BDM S.A. *-kurs SEK/PLN 0,4460. **- Arctic Paper posiada 51,27% udziałów w Rottneros

Rekordowe wyniki GK Arctic Paper w 2021 roku i oczekiwany mocny 1Q'22...

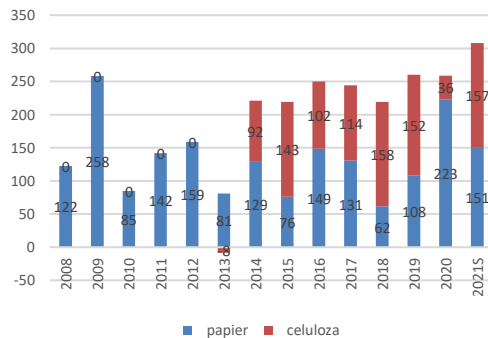
Po 1-3Q'21 EBITDA GK wynosi już 258 mln PLN i spółka nie powinna mieć żadnego problemu z przekroczeniem ubiegłorocznych 271 mln PLN EBITDA. W 4Q'21 spodziewamy się 57,5 mln PLN EBITDA z dużą poprawą w Rottneros z uwagi na wysokie ceny celulozy NBSK. Mimo wzrostu kosztów ponad 30 mln PLN EBITDA powinien w tym okresie dostarczyć segment papieru, choć będą to wyniki słabsze r/r i q/q. Korzystniej dla tego obszaru zapowiada się okres 1Q'22, kiedy w pełni powinny być widoczne sukcesywnie wprowadzane podwyżki cen papierów.

EBITDA raportowana- segmenty, roczne [mln PLN]



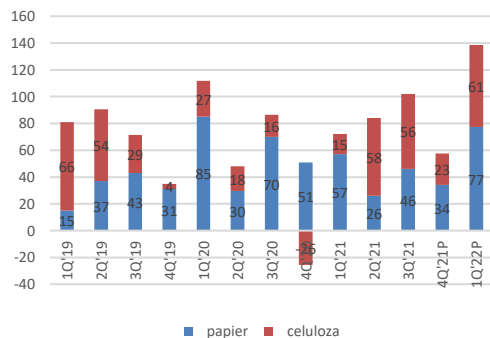
Źródło: BDM S.A, spółka, szacunki własne 2021S

EBITDA skorygowana- segmenty, roczne [mln PLN]



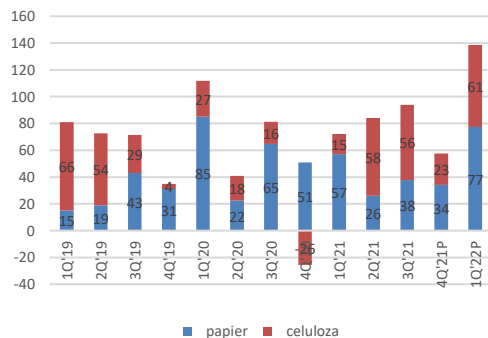
Źródło: BDM S.A, spółka, szacunki własne 2021S

EBITDA raportowana- segmenty, kwartalne [mln PLN]



Źródło: BDM S.A, spółka, szacunki własne 4Q'21-1Q'22P

EBITDA skorygowana- segmenty, kwartalne [mln PLN]



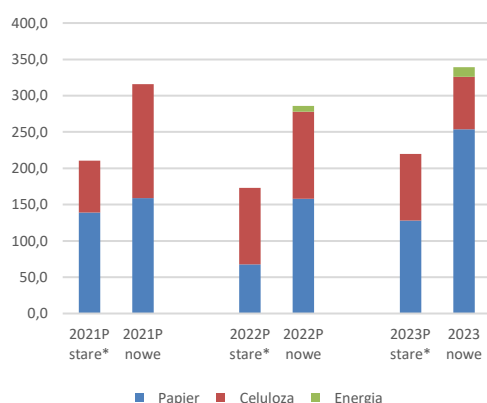
Źródło: BDM S.A, spółka, szacunki własne 4Q'21-1Q'22P

..., co oznacza 50-60% podniesienie poprzednich prognoz

Nasze prognozy na 2021 rok podwyższyliśmy o ok. 50% na poziomie EBITDA względem założeń z listopada 2020 roku. Szczególnie zaskoczył 2-3Q'21, kiedy spółka pokazała mocne wyniki w segmencie papieru mimo rekordowo drogiej celulozy i z sukcesem wprowadziła podwyżki cen papierów, które są kontynuowane w 4Q'21 i 1Q'22. O ok. 50-60% podnieśliśmy również założenia w latach 2022-2023P, co wynika gł. z segmentu papieru, gdzie oczekujemy spadku cen celulozy BHKP w efekcie rosnącej podaży rynkowej przy wyższych cenach papieru (efekt podwyżek wprowadzonych w 2021/2022).

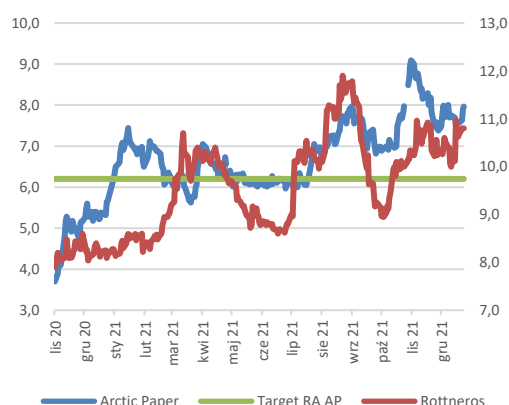
Podkreślamy, że od czasu poprzedniej rekomendacji z 09.11.2020 [Arctic Paper Kupuj 6,2 PLN](#) kurs akcji spółki wzrósł o 115% przy wzroście WIG o +41%.

Rewizja prognoz BDM 2021-2023P [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne. *- prognozy z dnia 09.11.2020

Zachowanie kursów akcji Arctic Paper i Rottneros [PLN/akcję]*



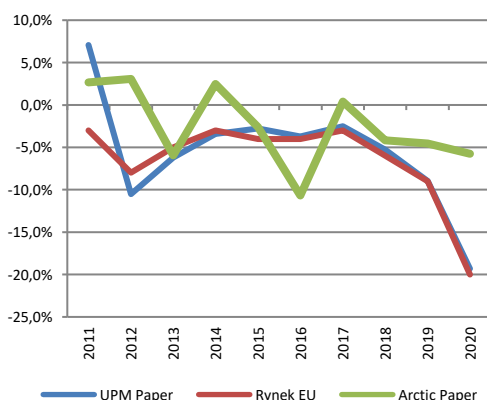
Źródło: BDM S.A., Bloomberg. *- LS- Arctic Paper PLN/akcję, PS- Rottneros SEK/akcję.

Coraz więcej zastosowań papieru i wysokie udziały w niszowych obszarach oraz...

Spółka okres pandemii przeszła relatywnie „suchą nogą” tracąc jedynie -6% r/r wolumenów sprzedaży przy -20% r/r na europejskim rynku. Również sprzedaż w 1-3Q'21 wyglądała relatywnie mocno (+12% r/r), co wynika m.in. z wysokich udziałów spółki na rynku papierów graficznych o niszowych zastosowaniach, rozwoju segmentu opakowaniowego czy zamykania zdolności przez konkurencję.

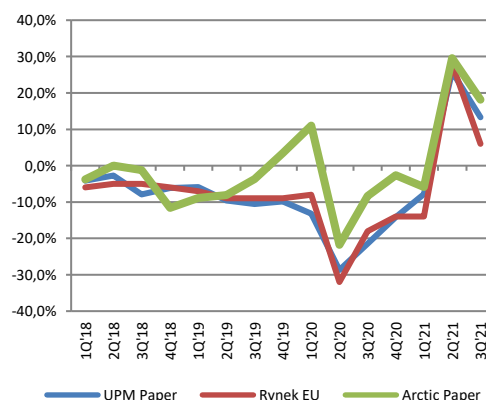
Zwracamy uwagę, że od 3Q'21 obserwowane są znaczące podwyżki cen papierów, co wynika gł. z wysokich kosztów i odbicia popytu. Indeks cenowy papierów graficznych publikowany przez niemiecki urząd statystyczny wzrósł w 3Q'21 o 12,4% q/q, a w okresie październik-listopad o kolejne 7,1% q/q (+33% r/r). Średnia cena papierów w Arctic Paper w 3Q'21 wzrosła o ponad 7% q/q w 3Q'21, a wg. zarządu do 1Q'22 może wzrosnąć o ok. 20% i przekroczyć 1000 EUR/t.

Dynamika wolumenów papierów graficznych w Europie [% r/r]



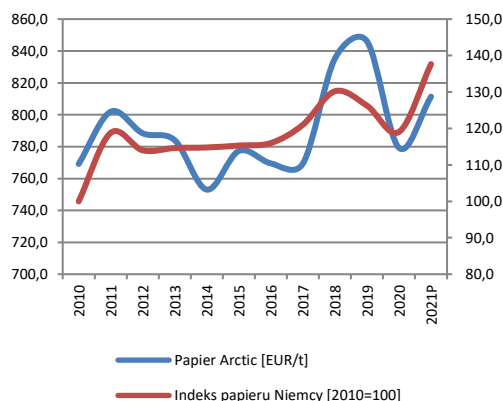
Źródło: BDM S.A., UPM, Arctic Paper

Dynamika wolumenów papierów graficznych w Europie [% r/r]



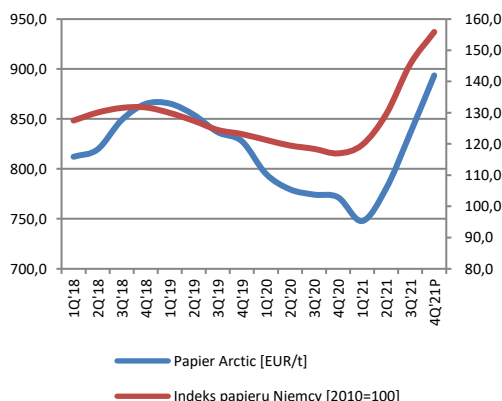
Źródło: BDM S.A., UPM, Arctic Paper

Średnie ceny papierów Arctic Paper [EUR/t, LS] na tle indeksu [PS]*



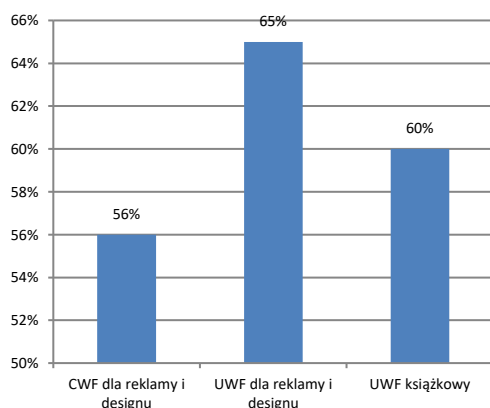
Źródło: BDM S.A., Arctic Paper, Destatis. *- niemiecki urząd statystyczny

Średnie ceny papierów Arctic Paper [EUR/t, LS] na tle indeksu [PS]*



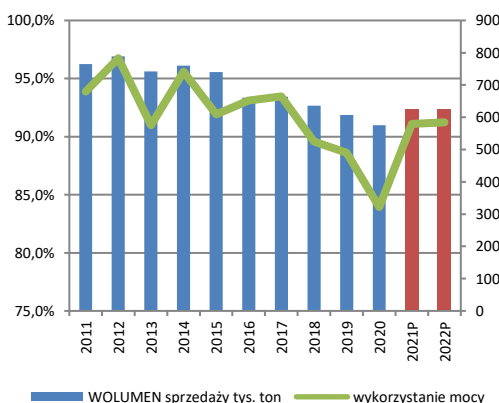
Źródło: BDM S.A., Arctic Paper, Destatis. *- niemiecki urząd statystyczny

Udziały rynkowe Arctic Paper w europejskim rynku



Źródło: BDM S.A., Arctic Paper prezentacja po 2Q'20.

Wolumeny sprzedaży (PS) i wykorzystanie mocy (LS)



Źródło: BDM S.A., Arctic Paper, szacunki własne

... 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 zaazotowany (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 2H'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 560 mln PLN w naszym modelu), czyli blisko 30% planowanego na ten okres CAPEX (1,6 mld PLN, konserwatywnie 1,8 mld PLN w naszym modelu).

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.

Nadpodaż celulozy BHKP w 2022-2024P i potencjalny -30% spadek cen

Wg raportu Fitch z listopada 2021 do 2024 roku na rynek wejdzie 7,8 mln ton dodatkowej celulozy liściastej (BHKP). Już we wrześniu'21 uruchomiono nowe zdolności Bracell (0,5 mln ton), a w marcu'22 (po roku opóźnienia) uruchomiony ma zostać projekt Arauco (MAPA w Horcocones) o zdolnościach 1,56 mln ton. Z kolei w 2H'22 pracę rozpocznie urugwajski projekt UPM 2,1 mln ton, a w 1Q'24 dotychczas największy projekt celulozowy na świecie Suzano o zdolnościach 2,3 mln ton. Roczny wzrost popytu to ok. 1-1,5 mln ton, co oznacza sporą nadwyżkę podaży nad popytem w 2022-2024.

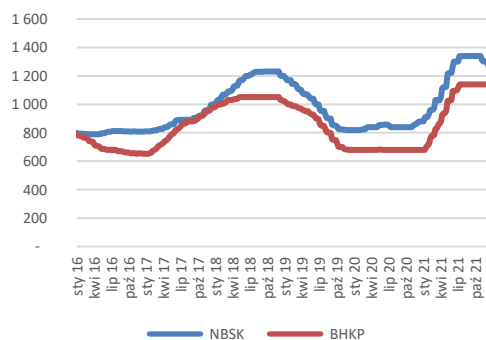
W związku ze wzrostem podaży szacujemy, że do 2023 roku ceny celulozy liściastej, gł. kosztu w spółce, spadną o 20-30% czyli podobnie jak w 2018-2019 (-34%), kiedy w latach 2017-2018 na rynek wchodziły 2 duże projekty celulozowe Tres Lagoas II Fibrii/Suzano (1,36 mln ton) i indonezyjski APP (1,4 mln ton).

W 2021 obserwowane są rekordowe ceny celulozy liściastej przy lekkim spadku NBSK od listopada'21. Duży, ok. -30% spadek BHKP w Chinach wynikał ze spadku popytu związanego z zamknięciami fabryk papieru w związku z ograniczeniem emisji CO₂ i poprawą jakości powietrza. Oczekujemy, że powyższa sytuacja może wpływać na rynek do 1Q'22, do ZIO w Pekinie (04-22.02.2022).

Spadek cen celulozy w Chinach w czerwcu-październiku'21 nie spowodował korekty w Europie z uwagi na problemy logistyczne i drogi fracht. Wraz z normalizacją sytuacji po stronie logistyki ceny w najbliższych miesiącach powinny się wyrównywać.

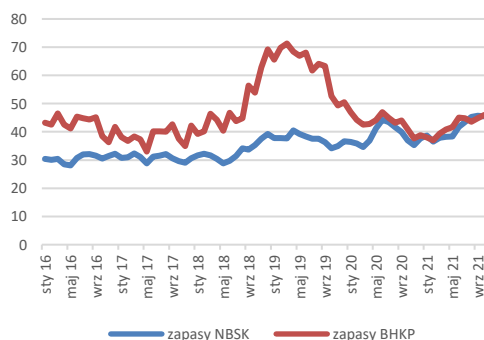
Celuloza liściasta (BHKP) stanowi 60-70% w kosztach produkcji papierów graficznych Arctic Paper, a każde 10 USD/t spadku przekłada się na ok. 11 mln PLN rocznie dodatkowej marży Arctica ceteris paribus.

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



Źródło: BDM S.A.

Globalne zapasy celulozy NBSK/BHKP [dni konsumpcji]

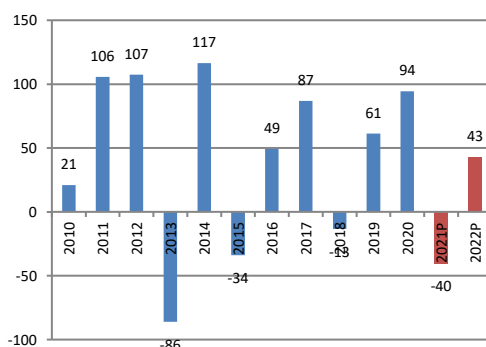


Źródło: BDM S.A., Bloomberg.

Ambitna strategia 4P daje miejsce na dywidendę

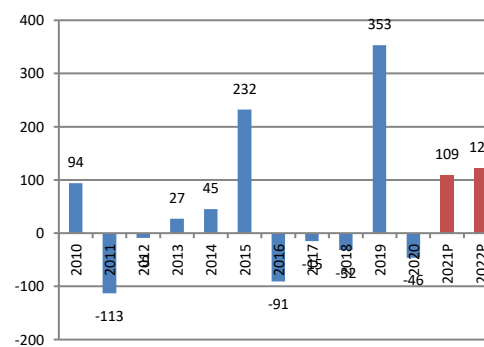
Historyczny FCF części papierniczej to ok. +40 mln PLN rocznie, a celulozowej ok. +46 mln SEK rocznie (spółka po dużym programie inwestycyjnym, prognozowany FCF po 2020 roku to >100 mln SEK rocznie). Daje to potencjał 90-100 mln PLN nadwyżki pieniężnej. W nowych obszarach biznesowych opakowań i energii 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 25% zysku netto (20-35 mln PLN), co oznacza DPS na poziomie 0,35-0,5 PLN/akcję (DY ok. 5%).

FCF części papierniczej Arctic Paper [mln PLN]*



Źródło: BDM S.A., prognozy 2021-2022P własne *- OCF-CAPEX

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



Źródło: BDM S.A., prognozy 2021-2022P własne *- OCF-CAPEX

WYCENA SOTP

Wycena SOTP składa się z wyceny DCF Arctic Paper (część papiernicza grupy), Rottneros (część celulozowa grupy), a także wcześniej nieuwzględnianych w wycenie 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 3,5%- poprzednio 3,0%, w Szwecji 1,0%- bez zmian) premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika $\beta=1,0$.

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

- W 2021 roku spółka pozytywnie zaskoczyła wolumenami sprzedaży i relatywnie mocno zwiększyła sprzedaż papierów innych niż graficzne, przez co podnieśliśmy założenia na najbliższe lata (+9% w 2021P i +3-4% w 2022-2023P). Tym samym w długim terminie spółka będzie operować na ok. 93% wykorzystaniu zdolności vs 88% zakładanych wcześniej. W latach 2009-2021 średnie wykorzystanie mocy wyniosło 92%;

W Rottneros oczekujemy corocznego wzrostu produkcji/sprzedaży celulozy o 3% r/r, aż do osiągnięcia ok. 490 tys. ton w 2027P roku (wykorzystanie zdolności 98%);

- Oczekujemy kolejnych podwyżek cen papieru w 4Q'21 i 1Q'22 po ok. 7-10% q/q. W związku z potencjalnymi spadkami kosztów celulozy zakładamy obniżki cen od 2Q'22, choć średnia cena w 2022P roku jest aż 14% powyżej naszych poprzednich założeń (+3% w 2023P roku);

Po spadkach cen papierów o ok. -10% w 2023P roku przyjmujemy brak zmian w długim terminie;

- Od lipca 2021 ceny celulozy utrzymują się na stabilnym, wysokim poziomie. Od listopada'21 obserwowana jest lekka korekta NBSK z poziomu 1340 USD/t do ok 1260 USD/t. BHKP utrzymuje się na poziomie 1140 USD/t, a spread spadł z ok. 200 USD/t do ok. 120 USD/t. W perspektywie 2022 roku spodziewamy się głębszych spadków BHKP vs NBSK i utrzymanie spreadu w okolicy 120-150 USD/t. Średnia cena NBSK w 2022P roku powinna spaść o ok. 6% r/r, a BHKP o ok. 3% r/r. W 2023P roku potencjał spadku kosztów jest dwucyfrowy w związku z wejściem na rynek nowych projektów celulozy w Brazylii.

- Przyjmujemy rynkowe ceny energii elektrycznej w Szwecji, które w 2021 roku wzrosły średnio o ok. 170% r/r do >600 SEK/MWh (800 SEK/MWh w 4Q'21). 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 2H'22), hedging (30/40% na rok do przodu w papierze i 100% w Rottneros do 2023P 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 2021 roku trend na parze EUR/USD jest spadkowy, a kurs gł. pary walutowej spadł z ok. 1,22 do 1,13, co miało negatywny wpływ na wyniki finansowe Arctic Paper. Zgodnie z krzywą futures przyjmujemy wzrost EUR/USD do c.a. 1,13 w 2022 roku (poprzednio 1,2) i 1,19 długoterminowo (poprzednio 1,2 EUR/USD);

- 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 8,4 mln PLN przychodów w 2022P i 18-25 mln PLN długoterminowo;

- Na ostatniej konferencji zarząd podtrzymał CAPEX w 2021 roku w segmencie papieru ok. 100 mln PLN. W przypadku Rottneros oczekujemy <50 mln PLN czyli ok. 100 mln SEK.

W 2022P roku spodziewamy się rozpoczęcia projektu PV w Kostrzynie, o którym spółka informowała (17 MW). Łączny CAPEX powinien więc sięgnąć ok. 170 mln PLN z tendencją rosnącą do 2025P roku (ok. 230 mln PLN).

W latach 2022-2030P przyjmujemy ok. 1,8 mld PLN CAPEX wobec 1,6 mld PLN w strategii spółki 4P. Wyższy poziom wynika z 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 (7 mln PLN/MW vs 5 mln PLN/MW na rynku). W naszym CAPEX uwzględniamy również 70 mln PLN w latach 2022-2023P na fabrykę tacek z Rottneros i wyższy CAPEX odtworzeniowy;

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).

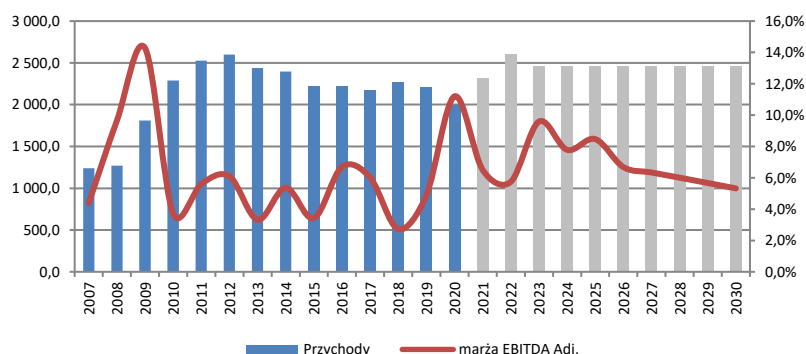
- Wyodrębniamy nowy segment operacyjny spółki (s. Energii) i alokujemy tam wyłącznie rozbudowaną EW w Munkedals (6 MW), ok. 40 MW PV i 60 MW FW w Polsce do 2030 roku- zgodnie ze strategią spółki. Nie alokujemy tam aktywów biomasowych i EC w Kostrzynie z uwagi na brak szczegółów. Z podobnego powodu nie wyodrębniamy segmentu Opakowania (zostaje w s. papieru);
- W wycenie projektów energetycznych przyjmujemy długoterminową cenę energii na poziomie 400 PLN/MWh (obecnie ok. 800 PLN/MWh na rynku) i średni stały koszt operacyjny 250 tys. PLN/MW (<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 7 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 8,5% 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 uprawnień do emisji CO2 na poziomie ok. 35 tys. ton, co oznacza ok. 12 mln PLN kosztów przy cenie 70 EUR/t. Od 2026P roku konserwatywnie nie zakładamy darmowych praw do emisji, co zwiększy deficyt do ok. 144 tys. ton (ok. 48 mln PLN kosztów-uwzględnione w PKO);

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 -2% w Rottneros;
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 29 grudnia 2021 roku.

Metoda SOTP dała wartość 1 akcji na poziomie 12,3 PLN (6,4 PLN w przypadku Arctic Paper , 4,9 PLN dla 51,27% Rottneros oraz 1,0 PLN w przypadku projektów inwestycyjnych).

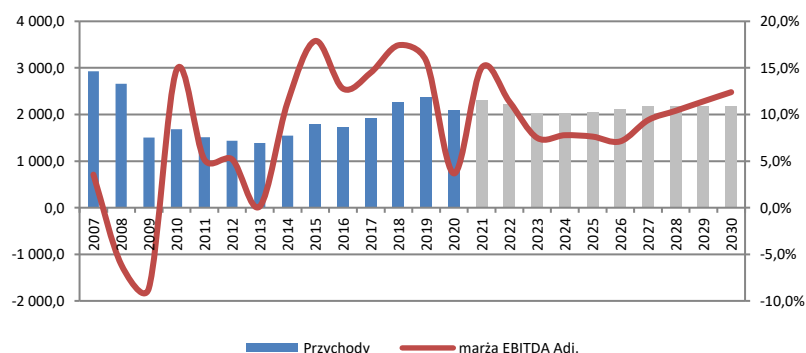
Wybrane dane Arctic Paper- część papiernicza Grupy [mln PLN]



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

Po rewelacyjnym 2020 roku marża EBITDA w papierze w 2021S praktycznie „przełamała się” do poziomu 6-6,5%. Powrotu do dwucyfrowej marży spodziewamy się w 2023P roku w związku ze spadkiem cen celulozy. W długim terminie przyjmujemy marżę na poziomie 5-6%, na poziomie historycznej średniej (5,5%) i poniżej strategii (7%).

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



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

Rottneros z kolei po fatalnym 2020 roku (niskie ceny celulozy) wrócił do 15% rentowności w 2021S roku czyli do poziomów z udanych lat 2017-2019. W najbliższych okresach oczekujemy spadku rentowności do ok. 8% EBITDA w związku ze spadkami ceny celulozy. W długim terminie przyjmujemy ok. 12% EBITDA czyli zgodnie ze strategią i powyżej historycznej mediany (8,2%).

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

Arctic Paper skons. mln PLN	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody	3 169,4	3 117,1	2 847,5	3 332,7	3 641,7	3 412,9	3 420,2	3 452,7	3 491,0	3 520,4	3 540,1	3 539,9	3 559,7
EBITDA	213,2	278,0	271,4	316,0	285,7	339,4	308,2	342,8	300,9	320,7	339,4	344,1	362,2
EBIT	124,1	191,4	158,2	198,9	164,2	212,2	174,7	200,5	152,1	166,9	178,6	176,8	189,0
Zysk brutto	87,2	157,9	122,3	173,3	139,1	189,1	156,3	186,7	139,4	155,3	168,3	168,0	181,1
Zysk netto	8,0	82,7	111,1	99,5	91,6	144,9	116,5	138,7	101,3	103,1	108,9	103,7	109,6
Marża EBITDA	6,7%	8,9%	9,5%	9,5%	7,8%	9,9%	9,0%	9,9%	8,6%	9,1%	9,6%	9,7%	10,2%
Marża EBIT	3,9%	6,1%	5,6%	6,0%	4,5%	6,2%	5,1%	5,8%	4,4%	4,7%	5,0%	5,0%	5,3%
Marża netto	0,3%	2,7%	3,9%	3,0%	2,5%	4,2%	3,4%	4,0%	2,9%	2,9%	3,1%	2,9%	3,1%
Arctic Paper (papier) mln PLN	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody	2 263,3	2 206,8	1 990,8	2 317,6	2 612,2	2 473,5	2 473,5	2 493,5	2 503,2	2 503,2	2 523,2	2 523,2	2 543,2
EBITDA	55,7	126,0	235,5	159,1	157,9	253,7	216,5	233,9	190,0	181,5	173,3	165,0	156,6
EBIT	1,5	82,6	175,6	94,8	99,2	198,1	155,9	181,4	135,2	123,4	123,8	110,9	112,3
Zysk brutto	-27,4	57,6	147,7	81,0	87,5	174,7	136,7	164,3	119,2	107,6	108,7	96,4	97,9
Zysk netto	-22,2	46,7	119,7	65,6	70,9	141,5	110,7	133,1	96,5	87,1	88,1	78,1	79,3
Marża EBITDA	2,5%	5,7%	11,8%	6,9%	6,0%	10,3%	8,8%	9,4%	7,6%	7,3%	6,9%	6,5%	6,2%
Marża EBIT	0,1%	3,7%	8,8%	4,1%	3,8%	8,0%	6,3%	7,3%	5,4%	4,9%	4,9%	4,4%	4,4%
Marża netto	-1,0%	2,1%	6,0%	2,8%	2,7%	5,7%	4,5%	5,3%	3,9%	3,5%	3,5%	3,1%	3,1%
Rottneros (celuloza) mln PLN	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody	938,7	964,9	886,8	1 044,4	1 052,5	963,5	976,0	988,9	1 018,3	1 048,6	1 048,4	1 048,2	1 047,9
EBITDA	163,6	151,9	32,6	156,9	119,8	72,2	75,9	75,5	72,5	98,5	109,0	119,6	129,9
EBIT	122,5	108,8	-17,4	104,1	65,0	14,1	18,7	19,1	16,9	43,5	54,7	65,9	76,7
Zysk brutto	114,6	100,3	-25,4	92,3	51,6	14,4	19,6	22,4	20,2	47,7	59,6	71,6	83,1
Zysk netto	91,8	78,8	-20,8	72,5	39,4	11,5	15,5	17,8	16,1	37,9	47,3	56,8	66,0
Marża EBITDA	17,4%	15,7%	3,7%	15,0%	11,4%	7,5%	7,8%	7,6%	7,1%	9,4%	10,4%	11,4%	12,4%
Marża EBIT	13,1%	11,3%	-2,0%	10,0%	6,2%	1,5%	1,9%	1,9%	1,7%	4,2%	5,2%	6,3%	7,3%
Marża netto	9,8%	8,2%	-2,3%	6,9%	3,7%	1,2%	1,6%	1,8%	1,6%	3,6%	4,5%	5,4%	6,3%

Źródło: BDM.S.A., prognozy własne

Model DCF Arctic Paper- część papiernicza grupy

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 990,8	2 317,6	2 603,0	2 455,2	2 455,2	2 455,2	2 455,2	2 455,2	2 455,2	2 455,2	2 455,2
EBIT adj. [mln PLN]	150,6	82,0	85,0	168,8	119,8	130,8	80,8	69,7	56,6	43,9	31,7
Stopa podatkowa	19,9%	19,4%	20,8%	20,4%	20,5%	20,4%	20,8%	21,0%	20,9%	21,1%	21,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	29,9	15,9	17,7	34,4	24,6	26,7	16,8	14,6	11,8	9,3	6,7
NOPLAT [mln PLN]	120,7	66,1	67,3	134,4	95,2	104,1	64,0	55,1	44,7	34,7	25,0
Amortyzacja [mln PLN]	53,8	64,2	65,7	66,9	71,9	77,8	83,8	87,2	92,6	97,2	101,3
CAPEX [mln PLN]	-81,0	-95,0	-60,6	-56,1	-73,3	-71,2	-84,4	-96,6	-98,8	-99,9	-102,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	14,0	-21,2	-18,6	9,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	107,6	14,1	53,8	154,9	93,8	110,7	63,4	45,8	38,5	32,0	24,2
DFCF [mln PLN]		14,1	49,9	132,9	74,4	81,1	42,9	28,6	22,2	17,0	11,9
Suma DFCF [mln PLN]		475,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]		170,3	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: -5,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		83,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]		558,5									
Dług netto [mln PLN]*		118,0									
Udziały mniejszości [mln PLN]		0,0									
Wartość kapitału [mln PLN]		440,5									
Ilość akcji [mln szt.]		69,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		6,4									

Przychody zmiana r/r	16,4%	12,3%	-5,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	-45,5%	3,6%	98,7%	-29,0%	9,2%	-38,2%	-13,7%	-18,9%	-22,4%	-27,8%	
FCF zmiana r/r	-86,9%	282,6%	187,7%	-39,4%	18,0%	-42,7%	-27,8%	-16,0%	-16,8%	-24,5%	
Marża EBITDA	6,3%	5,8%	9,6%	7,8%	8,5%	6,7%	6,4%	6,1%	5,7%	5,4%	
Marża EBIT	3,5%	3,3%	6,9%	4,9%	5,3%	3,3%	2,8%	2,3%	1,8%	1,3%	
Marża NOPLAT	2,9%	2,6%	5,5%	3,9%	4,2%	2,6%	2,2%	1,8%	1,4%	1,0%	
CAPEX / Przychody	4,1%	2,3%	2,3%	3,0%	2,9%	3,4%	3,9%	4,0%	4,1%	4,2%	
CAPEX / Amortyzacja	148,0%	92,2%	83,8%	102,0%	91,5%	100,6%	110,7%	106,8%	102,7%	100,8%	
Zmiana KO / Przychody	0,9%	0,7%	-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%	-	-	-	-	-	-	-	

Źródło: BDM S.A. *- 97 mln PLN + 20,8 mln PLN wypłaconej dywidendy

Kalkulacja WACC

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Stopa wolna od ryzyka	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
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	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Udział kapitału własnego	81,0%	84,8%	89,1%	92,3%	95,1%	96,3%	96,6%	96,7%	96,8%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,9%	3,9%
Udział kapitału obcego	19,0%	15,2%	10,9%	7,7%	4,9%	3,7%	3,4%	3,3%	3,2%	0,0%
WACC	7,7%	7,8%	8,0%	8,2%	8,3%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%	8,5%

Źródło: BDM S.A.

Model DCF Rottneros- część celulozowa grupy

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży [mln SEK]	2 093,0	2 313,5	2 229,6	1 999,4	2 025,3	2 052,1	2 113,2	2 176,1	2 175,6	2 175,1	2 174,6
EBIT adj. [mln SEK]	-41,0	230,6	137,8	29,3	38,9	39,6	35,0	90,4	113,6	136,8	159,2
Stopa podatkowa	18,3%	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]	-7,5	47,5	28,4	6,0	8,0	8,2	7,2	18,6	23,4	28,2	32,8
NOPLAT [mln SEK]	-33,5	183,1	109,4	23,3	30,9	31,5	27,8	71,7	90,2	108,6	126,4
Amortyzacja [mln SEK]	118,0	117,0	116,0	120,6	118,7	117,0	115,4	114,0	112,7	111,5	110,4
CAPEX [mln SEK]	-131,0	-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]	26,0	-141,1	29,1	65,3	-7,1	-6,4	-14,0	-20,4	-2,2	-2,2	-2,1
FCF [mln SEK]	-20,5	59,0	154,5	109,2	42,5	42,1	29,2	65,3	100,7	117,9	134,7
DFCF [mln SEK]		59,0	145,9	97,2	35,7	33,3	21,9	46,1	67,0	74,0	79,8
Suma DFCF [mln SEK]		659,9									
Wartość rezydualna [mln SEK]		1 548,3	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: -2,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln SEK]		917,1									
Wartość firmy EV [mln SEK]		1 577,1									
Dług netto* [mln SEK]		81,0									
Wartość kapitału [mln SEK]		1 496,1									
Ilość akcji [mln szt.]		153,4									
Wartość kapitału na akcję [SEK]**		9,8									

Przychody zmiana r/r	10,5%	-3,6%	-10,3%	1,3%	1,3%	3,0%	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	-	-40,3%	-78,7%	32,7%	2,0%	-11,7%	158,2%	25,7%	20,4%	16,4%
FCF zmiana r/r	-	161,8%	-29,4%	-61,1%	-1,1%	-30,5%	123,6%	54,1%	17,1%	14,3%
Marża EBITDA	15,0%	11,4%	7,5%	7,8%	7,6%	7,1%	9,4%	10,4%	11,4%	12,4%
Marża EBIT	10,0%	6,2%	1,5%	1,9%	1,9%	1,7%	4,2%	5,2%	6,3%	7,3%
Marża NOPLAT	7,9%	4,9%	1,2%	1,5%	1,5%	1,3%	3,3%	4,1%	5,0%	5,8%
CAPEX / Przychody	4,3%	4,5%	5,0%	4,9%	4,9%	4,7%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
CAPEX / Amortyzacja	85,5%	86,2%	82,9%	84,2%	85,5%	86,6%	87,7%	88,7%	89,7%	90,5%
Zmiana KO / Przychody	6,1%	-1,3%	-3,3%	0,3%	0,3%	0,7%	0,9%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	64,0%	34,7%	28,4%	27,3%	23,9%	22,9%	32,4%	-	-	-

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Stopa wolna od ryzyka	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Udział kapitału własnego	93,8%	96,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Udział kapitału obcego	6,2%	3,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	5,8%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

Źródło: BDM S.A.*- uwzględnia akcje własne 822k szt. wartości ok. 8,9 mln SEK. Wycena 1 akcji na NASDAQ Nordic na dzień raportu to 10,8 SEK/akcję.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2021-2023 do wybranych spółek działających w sektorze papierniczym. Jednocześnie należy podkreślić, że spółki te prowadzą znacznie szerszą działalność na rynku papierniczym od Arctic Paper (także segment papierów opakowaniowych itp.). Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT. Obliczenia bazują na kursach z 29 grudnia 2021 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 1 722 mln PLN, co odpowiada 24,9 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 7,94 PLN (bieżąca cena rynkowa) w odniesieniu do wskaźnika EV/EBITDA Arctic Paper jest notowany z 50-60% dyskontem.

Wycena porównawcza GK Arctic Paper

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
UPM-KYMMENE	16,2	17,6	15,0	10,1	10,5	8,8	13,5	14,5	12,2
STORA ENSO	10,9	14,1	14,7	7,8	7,8	7,7	11,3	11,5	11,6
HOLMEN	23,8	26,0	28,6	14,9	15,6	16,6	19,8	21,5	23,1
METSA BOARD	10,2	11,5	12,8	6,5	7,1	7,6	8,1	9,2	10,0
SAPPI	6,5	8,7	6,7	4,4	4,8	3,9	7,3	8,9	7,3
INTERNATIONAL PAPER	11,3	10,3	9,9	7,1	6,6	6,3	11,8	10,0	9,2
NAVIGATOR	14,7	11,6	12,6	8,6	7,4	7,3	13,6	12,9	10,5
Mediana	11,3	11,6	12,8	7,8	7,4	7,6	11,8	11,5	10,5
ARCTIC PAPER*	5,5	6,0	3,8	3,1	3,7	2,5	5,3	6,4	3,8
Premia/dyskonto do spółki	-51,1%	-48,0%	-70,3%	-59,5%	-50,3%	-66,8%	-54,6%	-44,4%	-63,8%
Wycena wg wskaźnika	14,9	13,9	23,4	31,9	26,2	33,4	29,8	22,7	27,6
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		17,4			30,5			26,7	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]	24,9								

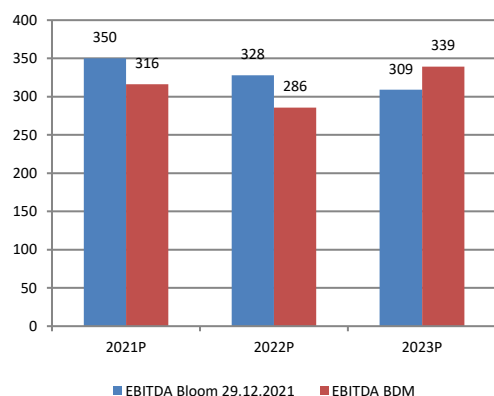
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 29.12.2021. *- wskaźniki EV/EBITDA i EV/EBIT skorygowane o udziały w Rottneros (51,27%).

Analiza porównawcza Rottneros

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
SUZANO	9,3	14,5	13,4	5,9	6,3	7,1	8,0	9,5	11,4
ENCE	-	19,8	24,9	6,4	3,7	3,7	-	8,4	9,6
KLABIN	9,5	11,2	9,3	6,7	6,7	6,8	9,6	10,3	10,5
EMPRESAS	7,7	10,4	13,1	4,4	4,8	5,1	7,3	9,1	9,9
Mediana	9,3	12,9	13,2	6,1	5,5	6,0	8,0	9,3	10,2
ROTTNEROS	10,3	19,9	69,7	4,9	6,5	11,1	7,3	12,0	56,6
Premia/dyskonto do spółki	11,4%	54,6%	426,7%	-20,6%	18,1%	85,2%	-8,4%	28,9%	456,3%

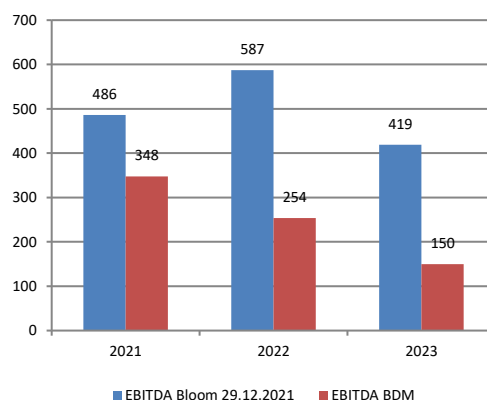
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 29.12.2021.

Prognozy BDM vs konsensus GK Arctic Paper [mln PLN]



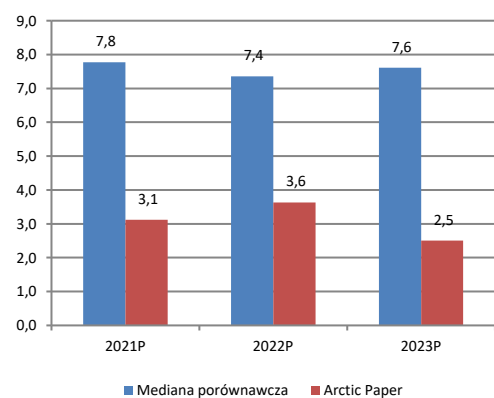
Źródło: BDM S.A., Bloomberg (1 prognoza)

Prognozy BDM vs konsensus Rottneros [mln SEK]



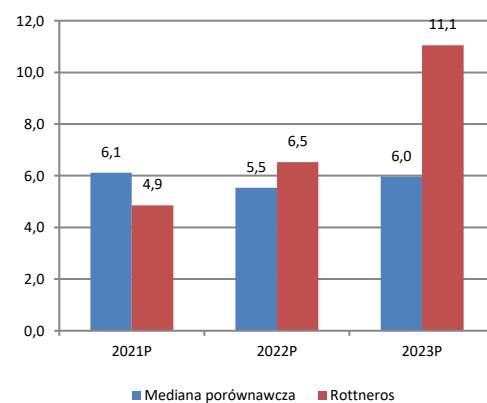
Źródło: BDM S.A., Bloomberg (2 prognozy)

EV/EBITDA Arctic Paper vs mediana porównawcza [x]



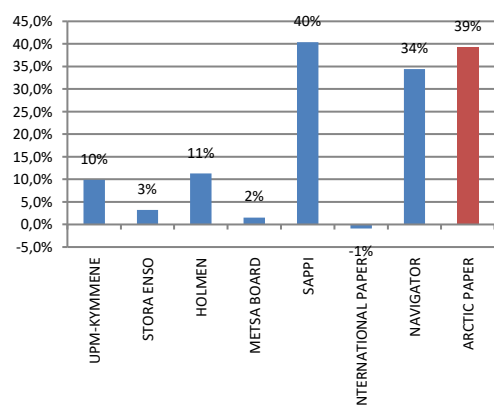
Źródło: BDM S.A., Bloomberg. *- wskaźnik EV/EBITDA skorygowany o udziały w Rottneros (51,27%).

EV/EBITDA Rottneros vs mediana porównawcza [x]



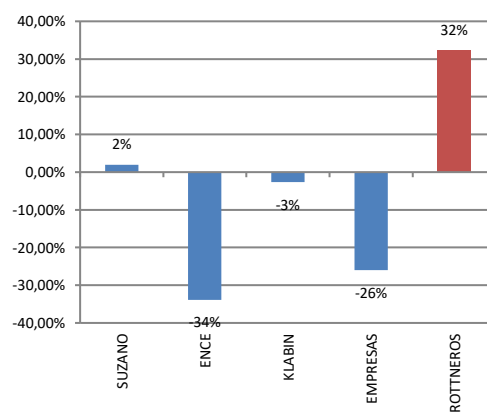
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów akcji producentów papieru 2021 YTD



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów akcji producentów celulozy 2021 YTD



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI 3Q'21

Komentarz BDM: wyniki za 3Q'21 okazały się 13% wyższe od naszych oczekiwań na poziomie EBITDA. Spółka osiągnęła 46 mln PLN EBITDA w segmencie papieru (oczyszczona 37,8 mln PLN) z rentownością blisko 6%, co przy rekordowo wysokim koszcie celulozy, stracie konkurenta UPM (-3 MEUR w segmencie Communication Paper) czy naszych oczekiwaniach sprzed kilku miesięcy (również straty) należy uznać za duży sukces. **Zaskoczenie to wolumen sprzedaży na poziomie aż 169 tys. ton (155 tys. ton oczek.),** co oznacza wzrost o 18% r/r vs +6% rynek w EU i +13% konkurenta UPM. Średnia cena papieru wzrosła o ok. 10% r/r (zgodnie z oczek.) i był to efekt czerwcowej podwyżki (kolejną spółka wprowadzała we wrześniu, a w wywiadzie CEO zapowiadał następne korekty na początek 2022). Spółka wykorzystuje relatywnie wysoki popyt na papier książkowy przy ograniczonej podaży. Uwagę zwraca prawie 10 mln PLN EBITDA w Grycksbo vs -3,6 mln PLN strat w 2Q'21.

Zgodnie z oczekiwaniami wyniki w 3Q'21 podbiło rozliczenie wsparcia z tyt. przedsiębiorstw energochłonnych w kwocie 8,3 mln PLN. Wyższego przychodu z tego tytułu należy spodziewać się w 2022 roku (jest projekt nowelizacji ustawy zakładający utrzymanie wsparcia). Dług netto ukształtował się na poziomie 0,68x EBITDA (1,0x w papierze). W 1-3Q'21 spółka zrefinansowała zadłużenie (poniosła jednorazowe koszty) i wypłaciła 0,3 PLN dywidendy/akcję.

Na poziomie skonsolidowanym EBITDA przekroczyła okrągły poziom 100 mln PLN i zbliżyła się do rekordu z 1Q'20 (112 mln PLN). Po 1-3Q'21 EBITDA wynosi już 258 mln PLN i spółka nie powinna mieć żadnego problemu z przekroczeniem ubiegłorocznych 271 mln PLN EBITDA. **Podkreślamy, że nasze aktualne prognozy na 2021P są ok. 50% wyższe niż założenia z ostatniej rekomendacji sprzed roku (przy założeniu słabszego 4Q'21 w papierze), co oznaczałoby dywidendę (25% zysku netto) w wysokości 0,35-0,4 PLN/akcję (vs 0,3 PLN/akcję za 2020 rok).**

OCF w 3Q'21 wyniósł 50,6 mln PLN vs 117,5 mln PLN przed rokiem, a jego spadek wynikał ze wzrostu należności w związku z wysokimi cenami i wolumenami papieru (OCF w papierze 5,4 mln PLN vs 115 mln PLN przed rokiem). CAPEX wyniósł 40,2 mln PLN i był wyższy od naszych założeń. W segmencie papieru spółka wydała 24 mln PLN (>70 mln PLN w 1-3Q'21, przy amortyzacji 54 mln PLN).

W komentarzu zarządu spółka zwraca uwagę, że „(...) obserwuje duży popyt na rynkach celulozy i papieru, portfele zamówień są wypełnione na kolejne dwa miesiące”. „Wykorzystanie mocy produkcyjnych osiągnęło rekordowy poziom 99% (83%), przy produkcji i sprzedaży w wysokości 169 000 ton (143 000 ton), co jest poziomem wyższym niż przed pandemią”.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	3Q'20	3Q'21	zmiana r/r	1-3Q'20	1-3Q'21	zmiana r/r	3Q'21P przed Rottneros*	3Q'21P po Rottneros*	różnica
Przychody	702,8	889,7	26,6%	2 132,8	2 459,0	15,3%	890,5	883,2	0,7%
Arctic Paper (papier)	491,9	645,0	31,1%	1 483,4	1 719,1	15,9%	611,9	611,9	5,4%
Wynik brutto na sprzedaży	149,5	182,5	22,1%	444,0	505,6	13,9%	176,6	170,3	7,2%
EBITDA	86,4	102,1	18,2%	246,3	258,5	5,0%	96,1	90,6	12,6%
EBITDA adj.	81,1	93,8	15,6%	233,8	250,2	7,0%	88,2	82,7	13,4%
Rottneros	16,5	56,0	>3x	61,6	129,5	110,2%	64,2	58,7	-4,6%
Arctic Paper	64,6	37,8	-41,5%	172,2	120,7	-29,9%	24,0	24,0	57,6%
EBIT	59,1	72,8	23,1%	163,0	170,5	4,6%	67,3	61,8	17,8%
Zysk brutto	50,4	66,1	31,2%	120,4	141,4	17,5%	61,8	56,3	17,3%
Zysk netto	44,5	36,8	-17,1%	109,9	84,3	-23,3%	27,3	29,8	23,5%
Dług netto	135,5	186,6	37,7%	135,5	186,6	37,7%			
Rottneros*	21,6	12,7	-41,1%	21,6	12,7	-41,1%			
Arctic Paper	113,9	173,9	52,7%	113,9	173,9	52,7%			
Marża EBITDA	11,5%	10,5%		11,0%	10,2%		9,9%	9,4%	
Rottneros*	6,3%	22,8%		8,9%	17,4%		19,1%	22,8%	
Arctic Paper	13,1%	5,9%		11,6%	7,0%		3,9%	3,9%	
P/E 12m		7,1							
EV/EBITDA adj. 12m		2,9							
EB/EBITDA skoryg.**		3,5							

Źródło: BDM, spółka. *- Rottneros opublikował wyniki 22.10.21. **- o udziały w Rottneros (51,27%).

Podsumowanie konferencji wynikowej za 3Q'21 (10.11.2021)

- wolumen celulozy niższy przez postoje remontowe w Valvik;
- słabszy OCF to efekt wysokich cen i wzrostu kapitału obrotowego;
- popyt na papier dobry, oczekiwania na kolejne miesiące pozytywne;
- spółka podniosła już 4x ceny papierów, kolejne w 2022 roku (+160 EUR/t do średnio ok. 100 EUR/t);
- ceny celulozy ustabilizowane na wysokim poziomie, widać sygnały o spadku cen (w Chinach ceny spadają o kilkadziesiąt dolarów tygodniowo, w Europie już zaczęła spadać, ale prezes nie spodziewa się takiego spadku jak w 2020);
- papier opakowaniowy Munken Kraft >14 tys. ton w 1-3Q'21 vs <6 tys. w 2020 roku;
- spółka zakończyła I etap inwestycji PV (0,9 MW) w Kostrzynie, spółka uczy się technologii/procedur. Spółka myśli o budowie nawet do 20 MW PV (budowa może od 4Q'21);
- nowa elektrownia wodna w Munkedal 13 GWh energii w 1-3Q'21, w Grycksbo 11 GWh energii z biomasy;
- do 1H'23 inwestycja w nową fabrykę tacek z Rottneros;

Q&A:

- jaka część produkcji na elektrowniach wodnych a jaka z gazu/węgla na rynku europejskim ? Spółka nie obserwuje konkurencji azjatyckiej. Dużo producentów lokalnych kupuje energie z sieci, mają ciepłownie na węglu. W Europie firmy oparte na energii z zewnątrz;
- skala podwyżek papieru na rynku europejskich ? niektóre firmy wprowadzają „dodatek energetyczny” do ceny w wysokości 100-110 EUR/t (rozsądnie powinno być 70 EUR/t);
- kiedy indeksacja ceny z PGNiG ? jest 20-letni kontrakt i roczna indeksacja (na przełomie stycznia/lutego cena na 2022)
- mocne wolumeny papieru ? zarząd spodziewa się bardzo dobrego wolumenu w 4Q'21 i 1Q'22. Popyt istotnie wyższy niż podaż;
- Rottneros ogłosił podwyżki cen celulozy w październiku ? Spółka indeksuje ceny kwartalnie, popyt stabilny;
- poziom kosztów energii i gazu zabezpieczony ? wolumen gazu zabezpieczony w 100%. 1/3 energii ciepłej w Munkedals z gazu i tam są ceny kwartalne;
- przejęcie papierni przez MAYR-MELNHOF ? to grupa skoncentrowana na papierach opakowaniowych;
- 38 mln PLN oczyszczonej EBITDA w papierze świetny wynik przy tym koszcie celulozy, w szczególności że konkurencja miała straty. Czy to Pana zdaniem efekt gł. wysokiego wykorzystania zdolności produkcyjnych czy polityki cenowej ? 2/3 to efekt wysokiego wykorzystania mocy produkcyjnych a reszta cen. W 4Q'21 wolumen niższy z uwagi na sezonowość ale ceny wyższe;
- jak wyglądał wolumen w Grycksbo w 3Q'21, bo segment niepowlekane zrobi blisko 10 mln PLN EBITDA ? Spółka mocno podniosła cenę w segmencie niepowlekanych. Wolumen +15% r/r vs +18% r/r w Grupie;
- ceny celulozy NBSK spadły w listopadzie o 30 USD/t. Jakich spadków spodziewa się spółka w tym obszarze i czy pociągną one za sobą spadek BHKP czy raczej spadek spreadu w kierunku 100 USD/t ? W 4Q'21 bez istotnych zmian cen BHKP, możliwy spadek spreadu;
- marża EBITDA nowej fabryki tacek w Kostrzynie (przychody 40-50 mln PLN rocznie). Ok. 15% EBITDA;
- CAPEX 100 mln PLN w papierze do końca roku vs 90 mln PLN oczekiwane wcześniej. Na 2022 roku trwają prace nad budżetem;
- zabezpieczenie energii w Szwecji ? 30-40% zabezpieczonej energii na rok do przodu, nie tak jak w Rottneros do 2024/2025 bo tam energia jest znacznie ważniejsza w koszcie;

Komentarz BDM: konferencja miała pozytywny wydźwięk. Prezes wskazywał na duży popyt zarówno w zakresie papieru książkowego jak i powlekanego (do katalogów), który może się utrzymać do 1Q'22. Spółka dalej podnosi ceny sprzedaży, kolejne podwyżki ogłosiła na początek roku i wszyscy konkurencji tak robią z uwagi na wzrost kosztów energii (BDM: w 3Q'21 średnie ceny wzrosły o ok. 7% q/q do ok. 840 EUR/t). Wg CEO ceny na początku roku mogą przekroczyć 1000 EUR/t (+20% vs 3Q'21). Tymczasem ceny głównego surowca są stabilne od lipca, a w obszarze NBSK widać lekkie obniżki w listopadzie/grudniu'21.

PROGNOZY NA 4Q'21 i 2022

W 4Q z uwagi na coroczny postój remontowy Rottneros (s. celulozy) notuje z reguły straty. W minionym 4Q'21 oczekujemy jednak zysków w związku ze znacznie wyższą ceną celulozy iglastej przy zabezpieczonych kosztach energii elektrycznej. W 4Q'21 średnia cena NBSK wyniosła 1307 USD/t, +53% r/r (lekkie korekty w dół obserwowane od listopada'21). Kurs SEK/USD był porównywalny r/r, a w przypadku wolumenu sprzedaży oczekujemy ok. 100 tys. ton czyli 6% r/r spadku. Tym samym w Rottneros spodziewamy ok. 50 mln SEK EBITDA vs 130 mln SEK w 3Q'21 i -66 mln SEK w 4Q'20.

Ubiegłorocznych wyników nie poprawi z kolei segment papieru, któremu przede wszystkim przeszkadza rekordowy koszt celulozy w 2021 roku. Średnia cena BHPK w 4Q'21 wyniosła 1140 USD/t (+68% r/r). Zarząd na ostatniej konferencji wynikowej zapowiadał kolejne podwyżki cen papierów. Przyjmujemy, że średnia cena wzrosła o ok. 7% q/q, +16% r/r czyli w porównywalnym tempie do 3Q'21. W Niemczech indeks papieru graficznego w okresie październik-listopad wzrósł o 7% q/q i 33% r/r. Podwyżki miały być kontynuowane również w 1Q'22, a średnia cena miała wtedy przekroczyć 1000 EUR/t (980 EUR/t w naszym modelu). Oprócz celulozy negatywnie na wyniki wpływa również spadek EUR/USD (-2,8% q/q, -4% r/r), który będzie ograniczał wzrost rentowności także w 1Q'22. W przypadku rosnących kosztów energii tylko Rottneros ma w pełni zabezpieczoną ekspozycję praktycznie do 2023 roku (60% do 2025 roku). W Munkedals/Grycksbo zarząd wskazywał na ok. 30% hedging na 2022 rok. Niemniej koszty zakupu energii są coraz mniejsze z uwagi na oddanie nowej EW w Munkedals od 1Q'21 czy ciepłowni na biomasę przez partnera w 2H'22. W przypadku kosztów gazu w Kostrzynie spółka korzysta z lokalnych źródeł w 20-letnim kontrakcie z PGNiG z roczną indeksacją w styczniu. W rezultacie w segmencie papieru spodziewamy się ok. 34 mln PLN oczyszczonej EBITDA z marżą 5,7% (5,9% po 3Q'21, który jest sezonowo najlepszy pod względem wolumenów).

Reasumując, w 4Q'21 grupa Arctic Paper powinna wypracować ok. 57,5 mln PLN raportowanej EBITDA, co oznacza wzrost o 130% r/r. Tym samym w całym 2021 roku skonsolidowana EBITDA wyraźnie przekroczy 300 mln PLN z mniej więcej równą kontrybucją segmentu papieru i celulozy. Znacznie lepszy powinien być 1Q'22.

Spółka opublikuje raport roczny za 2021 rok dn. 22.03.2022. Z kolei już 04.02.2021 raport opublikuje zależny Rottneros.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	4Q'20	4Q'21P	r/r	2020	2021P	r/r	2022P	2023P	r/r
Przychody	714,7	873,6	22,2%	2847,5	3332,7	17,0%	3641,7	3412,9	-6,3%
Wynik brutto na sprzedaży	97,8	146,6	49,9%	541,8	652,1	20,4%	656,6	570,7	-13,1%
EBITDA	25,1	57,5	129,2%	271,4	316,0	16,5%	285,7	339,4	18,8%
EBITDA adj.	25,1	57,5	129,2%	258,9	307,7	18,9%	277,3	321,1	15,8%
Rottneros	-25,7	23,4	-	35,9	156,9	337,0%	119,8	72,2	-39,7%
Arctic Paper	50,8	34,2	-32,8%	235,5	159,1	-32,4%	157,9	253,7	60,6%
EBIT	-4,8	28,5	-	158,2	198,9	25,7%	164,2	212,2	29,3%
Zysk brutto	-16,5	22,2	-	122,3	173,3	41,7%	139,1	189,1	35,9%
Zysk netto	1,2	15,2	1160,2%	111,1	99,5	-10,4%	91,6	144,9	58,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	13,7%	19,1%		19,0%	19,1%		18,0%	16,7%	
Marża EBITDA adj.	3,5%	8,3%		9,1%	8,3%		7,6%	9,4%	
Marża EBIT	-0,7%	4,9%		5,6%	4,9%		4,5%	6,2%	
Marża zysku netto	-2,3%	4,2%		4,3%	4,2%		3,8%	5,5%	

Źródło: BDM, spółka.

Początek 2022 roku zapowiada się bardzo dobrze z uwagi na dalsze podwyżki cen papierów przy solidnym popycie. Tym samym 1Q'22 może być w segmencie papieru zbliżony do rekordowego 1Q'20 (85 mln PLN EBITDA). Na 2H'22 jesteśmy bardziej ostrożni spodziewając się spadku wyników gł. Rottneros przy oczekiwanej korekcie cenowej celulozy. W rezultacie spodziewamy się, że to segment papieru będzie większym kontrybutorem EBITDA w latach 2022-2023. Spadki cen pulpy powinny się bowiem nasilać do 2023 roku w związku z wejściem na rynek nowych projektów celulozy liściastej (BHPK). Tym samym najlepszy dla grupy powinien być 2023 rok. W długim terminie oczekujemy marży EBITDA grupy na poziomie 9-10% przy założeniach strategicznych ok. 12%.

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'21P	1Q'22P	2Q'22P	3Q'22P	4Q'22P	2019	2020	2021P	2022P
Przychody	813,9	616,0	702,8	714,7	782,8	786,6	889,7	873,6	1 055,0	885,2	908,3	793,1	3 117,1	2 847,5	3 332,7	3 641,7
Zysk brutto ze sprzedaży	187,9	106,6	149,5	97,8	152,3	170,8	182,5	146,6	247,8	169,7	142,6	96,5	585,5	541,8	652,1	656,6
EBITDA	111,8	48,0	86,4	25,1	72,2	84,2	102,1	57,5	140,5	72,1	56,5	16,6	278,0	271,4	316,0	285,7
EBIT	79,7	24,2	59,1	-4,8	43,2	54,5	72,8	28,5	110,1	41,7	26,1	-13,8	191,4	158,2	198,9	164,2
Zysk brutto	73,4	15,0	50,4	-16,5	38,9	46,2	66,1	22,2	103,8	35,5	19,9	-20,0	157,9	122,3	173,3	139,1
Zysk netto	55,0	10,4	44,5	1,2	29,1	18,4	36,8	15,2	61,8	19,0	11,7	-0,9	82,7	111,1	99,5	91,6
Marża zysku brutto	23,1%	17,3%	21,3%	13,7%	19,5%	21,7%	20,5%	16,8%	23,5%	19,2%	15,7%	12,2%	18,8%	19,0%	19,6%	18,0%
Marża EBITDA	13,7%	7,8%	12,3%	3,5%	9,2%	10,7%	11,5%	6,6%	13,3%	8,1%	6,2%	2,1%	8,9%	9,5%	9,5%	7,8%
Marża EBIT	9,8%	3,9%	8,4%	-0,7%	5,5%	6,9%	8,2%	3,3%	10,4%	4,7%	2,9%	-1,7%	6,1%	5,6%	6,0%	4,5%
Marża netto	6,8%	1,7%	6,3%	0,2%	3,7%	2,3%	4,1%	1,7%	5,9%	2,1%	1,3%	-0,1%	2,7%	3,9%	3,0%	2,5%
NBSK [USD/t]	826,6	849,9	841,1	856,9	962,2	1 197,0	1 336,5	1 307,4	1 200,0	1 150,0	1 100,0	1 050,0	985,3	843,6	1 200,8	1 125,0
BHKP [USD/t]	680,0	680,2	680,0	680,0	767,1	1 009,2	1 137,9	1 140,0	1 050,0	1 000,0	975,0	925,0	860,4	680,1	1 013,6	987,5
EUR/USD	1,10	1,10	1,17	1,19	1,20	1,21	1,18	1,15	1,13	1,13	1,13	1,14	1,12	1,14	1,18	1,13
Cena papierówki [SEK/m3]	344,2	344,2	344,2	344,2	351,1	351,1	351,1	351,1	358,1	358,1	358,1	358,1	337,4	344,2	351,1	358,1
Cena energii w Szwecji [SEK/MWh]	200,0	160,0	260,0	262,4	464,9	391,6	726,7	827,6	800,0	500,0	500,0	500,0	405,5	220,6	602,7	575,0
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'21P	1Q'22P	2Q'22P	3Q'22P	4Q'22P	2019	2020	2021P	2022P
Przychody	587,8	403,8	491,9	507,4	547,3	526,8	645,0	598,5	756,7	622,3	672,0	561,2	2 206,8	1 990,8	2 317,6	2 612,2
Zysk brutto ze sprzedaży	137,7	75,3	117,4	109,7	114,8	92,5	105,2	101,0	162,2	110,7	96,5	88,8	357,7	440,1	413,5	458,2
EBITDA	85,1	22,5	64,6	50,8	57,0	26,0	37,8	34,2	77,4	31,6	17,7	23,9	108,0	223,0	154,9	150,6
EBIT	60,2	23,4	57,4	36,9	38,2	11,2	27,5	18,5	62,6	16,9	11,3	9,5	81,8	177,9	95,4	100,3
Zysk brutto	56,0	16,3	50,8	27,0	35,7	4,7	25,8	15,5	59,6	14,0	8,4	6,6	56,8	150,0	81,6	88,6
Zysk netto	56,0	16,3	50,8	27,0	35,7	4,7	25,8	15,5	59,6	14,0	8,4	6,6	56,8	150,0	81,6	88,6
Marża zysku brutto	23,4%	18,6%	23,9%	21,6%	21,0%	17,6%	16,3%	16,9%	21,4%	17,8%	14,4%	15,8%	16,2%	22,1%	17,8%	17,5%
Marża EBITDA	14,5%	5,6%	13,1%	10,0%	10,4%	4,9%	5,9%	5,7%	10,2%	5,1%	2,6%	4,3%	4,9%	11,2%	6,7%	5,8%
Marża EBIT	10,2%	5,8%	11,7%	7,3%	7,0%	2,1%	4,3%	3,1%	8,3%	2,7%	1,7%	1,7%	3,7%	8,9%	4,1%	3,8%
Marża netto	9,5%	4,0%	10,3%	5,3%	6,5%	0,9%	4,0%	2,6%	7,9%	2,3%	1,2%	1,2%	2,6%	7,5%	3,5%	3,4%
NBSK [USD/t]	826,6	849,9	841,1	856,9	962,2	1 197,0	1 336,5	1 307,4	1 200,0	1 150,0	1 100,0	1 050,0	985,3	843,6	1 200,8	1 125,0
BHKP [USD/t]	680,0	680,2	680,0	680,0	767,1	1 009,2	1 137,9	1 140,0	1 050,0	1 000,0	975,0	925,0	860,4	680,1	1 013,6	987,5
EUR/USD	1,10	1,10	1,17	1,19	1,20	1,21	1,18	1,15	1,13	1,13	1,13	1,14	1,12	1,14	1,18	1,13
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	2021P	2022P
Przychody	585,0	510,0	508,0	490,0	542,0	593,0	570,0	608,5	652,1	569,2	516,8	491,6	2 376,0	2 093,0	2 313,5	2 229,6
EBITDA	80,0	31,0	32,0	-66,0	40,0	127,0	130,0	50,6	130,7	81,6	60,7	-19,2	374,0	77,0	347,6	253,8
EBIT	48,0	2,0	4,0	-95,0	11,0	97,0	101,0	21,6	101,7	52,6	31,7	-48,2	268,0	-41,0	230,6	137,8
Zysk brutto	43,0	-3,0	-1,0	-99,0	7,0	93,0	90,0	14,5	94,6	45,5	24,6	-55,3	247,0	-60,0	204,5	109,4
Zysk netto	32,0	-3,0	-1,0	-77,0	5,0	74,0	71,0	10,5	89,6	39,5	17,6	-63,3	194,0	-49,0	160,5	83,4
Marża EBITDA	13,7%	6,1%	6,3%	-13,5%	7,4%	21,4%	22,8%	8,3%	20,0%	14,3%	11,8%	-3,9%	15,7%	3,7%	15,0%	11,4%
Marża EBIT	8,2%	0,4%	0,8%	-19,4%	2,0%	16,4%	17,7%	3,6%	15,6%	9,2%	6,1%	-9,8%	11,3%	-2,0%	10,0%	6,2%
Marża netto	5,5%	-0,6%	-0,2%	-15,7%	0,9%	12,5%	12,5%	1,7%	13,7%	6,9%	3,4%	-12,9%	8,2%	-2,3%	6,9%	3,7%
NBSK [USD/t]	826,6	849,9	841,1	856,9	962,2	1 197,0	1 336,5	1 307,4	1 200,0	1 150,0	1 100,0	1 050,0	985,3	843,6	1 200,8	1 125,0
Papierówka [SEK/m3]	344,2	344,2	344,2	344,2	351,1	351,1	351,1	351,1	358,1	358,1	358,1	358,1	337,4	344,2	351,1	358,1
Energia [SEK/m3]	200,0	160,0	260,0	262,4	464,9	391,6	726,7	827,6	800,0	500,0	500,0	500,0	405,5	220,6	602,7	575,0
SEK/USD	0.10	0.10	0.11	0.12	0.12	0.12	0.12	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.12	0.11

Źródło: BDM, spółka, prognozy własne

STRATEGIA 4P 2022-2030P

Dn. 04.10.2021 RN spółki zatwierdziła "Strategię Grupy Arctic Paper na lata 2022 – 2030". Wraz z nową strategią Grupy do roku 2030 r. Arctic Paper przyspieszy proces transformacji w kierunku bardziej wszechstronnej firmy, wykorzystującej synergie i kompetencje wynikające z dotychczasowej działalności.

Kierunki strategiczne Spółki znajdują odzwierciedlenie w 4 filarach:

1. Opakowania (nowe projekty z gotowymi opakowaniami)
2. Energia (projekty o mocy 100 MW w tym 40 MW do 2025P)
3. Papier graficzny (3 fabryki, 700 tys. ton zdolności)
4. Celuloza

Dzięki silnej pozycji producenta papieru premium i właściciela rozpoznawalnych marek papieru graficznego i celulozy, w ramach realizacji strategii czterech filarów 4P Grupa zainwestuje w dwa nowe obszary biznesowe, w których kluczową rolę odgrywają zrównoważony rozwój i zasoby odnawialne – opakowania i energia.

Główne cele strategiczne Grupy w perspektywie 2030 r. to:

- wzrost przychodów o 25%;
- wzrost EBITDA o około 70%;
- wzrost marży EBITDA do 15%;

Łączna wartość inwestycji w latach 2022-2030 we wszystkich czterech filarach planowana jest na ponad 1,5 mld PLN, z czego na nowe obszary działalności przeznaczone zostanie ok. 40% tej kwoty. Grupa osiągnie neutralność emisyjną najpóźniej do 2035 roku.

Nowa strategia 4P opiera się na ambicji rozwoju przy wykorzystaniu synergii pomiędzy dwoma istniejącymi filarami: papierem i celulozą oraz nowymi inwestycjami w opakowania i energię, aby osiągnąć trwale wyższą rentowność i dywersyfikację biznesową grupy.

Kluczowe założenia strategii 2022-2030P [mln PLN]

MPLN	2019	2020	2021P (BDM)	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody	3 117	2 847	3 333				3 636					3 967*
Papier graficzny	2 207	1 905	2 204				2 073					1 825
Celuloza	910	857	1 015				1 055					1 150
Opakowania		57	114				400					800
Energia		28	57				109					278
EBITDA	278	271	316				400					476*
Papier graficzny	126	235	159									129
Celuloza	152	36	157				313					138
Opakowania							60					129
Energia							27					81
marża EBITDA	8,9%	9,5%	9,5%				11,0%					12,0%
Papier graficzny	5,7%	12,4%	7,2%									7,0%
Celuloza	16,7%	4,2%	15,5%				10,0%					12,0%
Opakowania							15,0%					16,1%
Energia							25,0%					29,2%
CAPEX	137,6	136,5	143,3		554			530			516	
Papier graficzny	93,4	81,1	95,0		189					351		
Celuloza	44,2	55,4	45,1	50	50	50	43	43	43	43	43	43
Opakowania					80					120		
Energia					135					315		
Dywidenda PLN/akcję	0,00	0,00	0,30					???				
% udział												
Struktura sprzedaży												
Papier graficzny	100%	100%	100%				100%					100%
Celuloza	71%	67%	66%				57%					46%
Opakowania	29%	30%	30%				29%					29%
Energia		2%	3%				11%					18%
		1%	2%				3%					7%
% udział EBITDA												100%
Papier graficzny	45%	87%	50%									27%
Celuloza	55%	13%	50%									29%
Opakowania												27%
Energia												17%
Energia												
produkcja TWh			3									4
moc PV			0,8									40
moc FW			0									60
moc EW			6									8
moc bio			6									8
Opakowania tys. ton			20									120
Papier graficzny tys. ton			650									580
Celuloza			417									>500

Źródło: BDM, spółka. *- wzrost przychodów w 2030 roku o 25% i EBITDA o 68% vs 3Q'21 LTM.

Podsumowanie konferencji po ogłoszeniu strategii 05.10.2021

- spółka niewielkim kosztem może przebudować maszyny papiernicze na papier opakowaniowy;
- 2/3 nakładów inwestycyjnych w segmencie energii w Polsce i 1/3 w Szwecji;
- w Kostrzynie fabryka pracuje na lokalnym gazie;
- spółka chce być aktywnym graczem do poszukiwania lokalizacji/projektów pod farmy wiatrowe;
- 20 MW do 2025 roku, 60 MW do 2030 jeśli chodzi o wiatr
- obecnie sprzedaż energii i ciepła <2% przychodów grupy (docelowo ok. 7%);
- rynek papierów opakowaniowych flexible w latach 2020-2029 ma rosnąć o 8% (dziś 1,2 mln ton). Wg strategii spółka chce rosnąć w tempie 22% CAGR (120 tys. ton docelowo);
- spółka nie ma planów zamykania fabryk i całkowitego wyjścia z segmentu papieru książkowego;
- 40% inwestycji w opakowania i energię. Do 2025 roku istotny wzrost CAPEX, ale będzie miejsce na dywidendę. Zarząd chce rekomendować ok. 25% zysku netto i utrzymuje swoje deklaracje;
- do 2035 roku spółka osiągnie neutralność emisyjną;

Q&A:

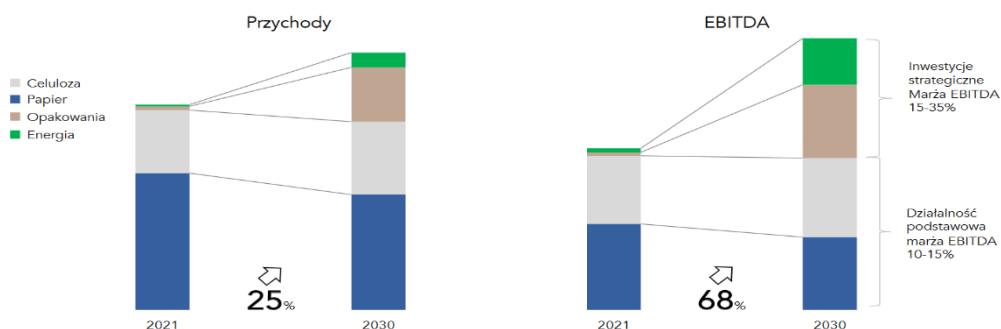
- będzie publikacja strategii dywidendowej. Nie została jeszcze ona zatwierdzona przez organy;
- jak utrzymać wyniki w papierze/celulozie na spadkowym rynku? Udział rynkowy Arctic rośnie w ostatnich latach, bo konkurencja zamyka maszyny. Rentowność zaczyna rosnąć bo jest mniej graczy;
- program ograniczenia kosztów? nie ma szczególnych inicjatyw;
- rentowność w papierach flexible obecnie to 14-18%;
- spółka chce być aktywna również w obszarze handlu energią;
- graniczny poziom net debt/EBITDA to 3,5x (dotyczy wyników grupy);
- dywidenda z Rottneros? Rottneros będzie spółką dywidendową;
- podział CAPEX na odtworzeniowy/rozwojowy w papierze i celulozie? To głównie nakłady odtworzeniowe (60 mln PLN rocznie w papierze i 45 mln PLN rocznie czyli ok. 100 mln SEK w celulozie);
- marża EBITDA na opakowaniach konserwatywnie 15% do 2030 roku, a w 2025 ok. 12%;
- sytuacja po stronie popytowej całkiem dobra, po stronie kosztów „poza kontrolą”. Wyniki za 3Q'21 powinny być „przyzwoite”;

Wypowiedzi prasowe:

- Farma PV o mocy 17-18 MW powinna ruszyć w Kostrzynie w 2023 roku. Obecnie na terenie zakładu w Kostrzynie funkcjonuje pilotażowy projekt fotowoltaiczny o mocy 0,8 MW.
- "Rozpoczynamy także prace nad pozyskiwaniem projektów wiatrowych, po zmianie ustawy odległościowej, od roku 2024-2025 chcemy zacząć stawiać wiatraki, tak by ich moc wyniosła około 60 MW w 2030 roku”;

Komentarz BDM: konferencję odebraliśmy pozytywnie. Zarząd podtrzymał deklarację wypłaty dywidendy, czyli elementu, którego brakowało w założeniach strategii (czeka na zgody korporacyjne). Przy ambitnych celach finansowych spółka powinna mieć na nią miejsce. CAPEX 1,6 mld PLN do 2030 to niecałe 180 mln PLN rocznie przy obecnej EBITDA grupy ok. 300 mln PLN (>400 mln PLN po 2025 roku zgodnie ze strategią). Zwracamy uwagę, że w „starych” obszarach papieru i celulozy spółka będzie ponosić tylko nakłady odtworzeniowe (ok. 60 mln PLN rocznie w papierze i ok. 45 mln PLN czyli 100 mln SEK rocznie w celulozie) i jest w stanie generować solidny FCF (średnia EBITDA w papierze w latach 2007-2021P to ok. 120 mln PLN rocznie, a w celulozie ok. 160 mln SEK rocznie). Zwracamy uwagę, że nasze prognozy w raporcie do 2030 roku są znacznie bardziej konserwatywne niż założenia zarządu w strategii zarówno jeśli chodzi o generowane wyniki (ok. 360 mln PLN EBITDA vs ok. 480 mln PLN w strategii) i marżę (9-10% EBITDA vs ok. 12% w strategii), a także niezbędny CAPEX (ok. 1,8 mld PLN w 2022-2030 vs 1,6 mld PLN w strategii).

Zmiana w kierunku bardziej zdywersyfikowanej i rentownej struktury biznesu



Źródło: prezentacja strategia 4P (04.10.2021) dostępna pod [linkiem](#)

PŁYNNOŚĆ I ZADŁUŻENIE

W kwietniu 2021 spółka zrefinansowała umowy kredytowe z września 2016 roku korzystając z lepszych warunków rynkowych. W zamian obligacji, kredytów terminowych/odnawialnych obecnie trzon finansowania to 75 mln PLN i 16,1 mln EUR kredytu terminowego (zapadalność kwiecień 2026, raty co pół roku od listopada'21) oraz 32,2 mln EUR kredytów odnawialnych (spłata na koniec kwietnia 2024 roku). Tym samym zostały zrefinansowane relatywnie drogie obligacje z kosztem >3 p.p. marży i ograniczeniami co do wypłaty dywidendy. Dodatkowo w lipcu zadłużenie z tyt. obligacji (400 mln SEK) zrefinansował zależny Rottneros zastępując je kredytem w wysokości 150 mln SEK (zapadalność lipiec 2023).

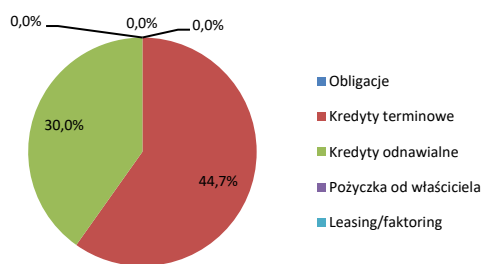
Zgodnie z postanowieniami umowy kredytowej oprocentowanie kredytów jest zmienne, ustalane na bazie stawki bazowej WIBOR w przypadku finansowania w PLN oraz stawki bazowej EURIBOR w przypadku finansowania w EUR oraz zmiennej marży, której poziom będzie uzależniony od poziomu wskaźnika zadłużenia netto do EBITDA.

Zadłużenie i zapadalność [mln PLN]

	2016	2017	2018	2019	2020	3Q'21	zapadalność
obligacje PLN	93,2	97,1	90,0	73,7	58,2	0,0	sie.21
obligacje SEK (RRSO)		167,2	165,9	161,3	183,0	0,0	wrz.22
EBOR w EUR	52,4	57,2	61,1	85,9	61,9		
Santander PLN	11,4	9,1	6,9	4,6	2,3		
BNP w EUR	11,4	8,5	6,6	4,4	2,4		
Santander, BNP w PLN			25,7	14,3	2,9		
odnawialny Danske SEK		6,5					
odnawialny BNP w PLN			9,1	0,0			
odnawialne BGZ i BZW w PLN	49,3	0,4		0,0			
odnawialne w EUR	39,8	40,7	83,2	0,0			
pożyczka Onstadt EUR	44,6	42,6	21,9	21,6	0,0		
pożyczka Onstadt EUR	17,8						
Nordea Bank SEK				17,9	36,8		
Santander, BNP, PKO (terminowy, refinansowanie 04.21)					148,4		kwi.26
Santander, BNP, PKO (odnawialny, refinansowanie 04.21)					144,8		kwi.24
Den Danske (refinansowanie Rottneros, 07.21)					67,2		lip.23
Leasingi/faktoring	61,2	26,3	11,3	41,1	37,9		
RAZEM	387,6	449,1	481,8	424,9	385,3	360,3	

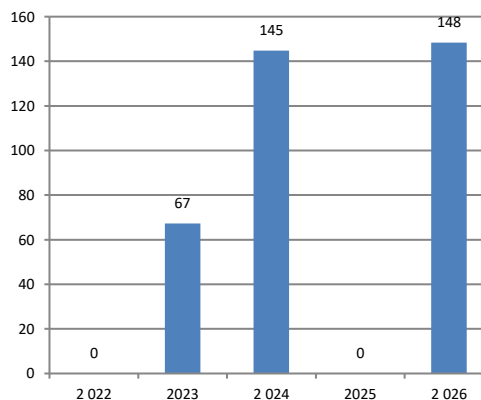
Źródło: BDM, spółka.

Struktura zadłużenia w 3Q'21 roku [%]



Źródło: BDM, spółka.

Zapadalność zadłużenia [mln PLN]



Źródło: BDM, spółka.

ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA 2021-2023P

Nasze prognozy na 2021 rok podwyższyliśmy o ok. 50% na poziomie EBITDA względem założeń z listopada 2020 roku. Szczególnie zaskoczył 2-3Q'21, kiedy spółka pokazała mocne wyniki w segmencie papieru mimo rekordowo drogiej celulozy i z sukcesem wprowadziła podwyżki cen papierów, które są kontynuowane w 4Q'21 i 1Q'22. Wskazujemy też na lepszy wolumen sprzedaży. Niemniej największej korekty założeń w 2021P dokonaliśmy w Rottneros, gdzie EBITDA jest ponad 2x wyższa niż myśleliśmy ponad rok temu w efekcie ok. 36% wyższych cen celulozy NBSK.

O ok. 50-60% podnieśliśmy również założenia w latach 2022-2023P, co wynika gł. z segmentu papieru, gdzie oczekujemy spadku cen celulozy BHKP w efekcie rosnącej podaży rynkowej przy wyższych cenach papieru (efekt podwyżek wprowadzonych w 2021/2022). Pozytywnie na wyniki wpływa również wyższy wolumen sprzedaży papieru oraz kontynuacja wsparcia dla przedsiębiorstw energochłonnych (8,4 mln PLN w 2022P i 18,3 mln PLN w 2023P). Uwzględniliśmy również efekty pierwszych inwestycji energetycznych (rozbudowa EW w Munkedals + 2 farmy PV w Kostrzynie). Z drugiej strony negatywny wpływ na wyniki będzie mieć wzrost cen energii i gazu (choć spółka ma tutaj ograniczoną ekspozycję), CO₂, a także spadek EUR/USD.

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

	2021P			2022P			2023P		
	poprzednio*	obecnie	zmiana	poprzednio*	obecnie	zmiana	poprzednio*	obecnie	zmiana
Przychody	2 932,1	3 339,0	13,9%	3 152,9	3 641,7	15,5%	3 183,4	3 412,9	7,2%
Papier	1 992,0	2 317,6	16,3%	2 152,4	2 603,0	20,9%	2 194,5	2 455,2	11,9%
Celuloza	940,1	1 021,5	8,7%	1 000,4	1 038,6	3,8%	988,9	957,7	-3,2%
EBITDA adj.	205,1	307,7	50,0%	172,9	277,3	60,4%	220,0	321,1	46,0%
EBITDA	210,4	316,0	50,2%	172,9	285,7	65,3%	220,0	339,4	54,3%
Papier	139,0	159,1	14,4%	67,6	157,9	133,6%	128,2	253,7	97,9%
Celuloza	71,4	156,9	119,9%	105,3	119,8	13,8%	91,7	72,2	-21,3%
Energia		0,0			8,0			13,5	
EBIT	102,6	198,9	93,9%	65,8	164,2	149,7%	113,0	212,2	87,9%
Wynik netto	64,3	99,5	54,8%	19,2	91,6	377,1%	64,3	144,9	125,3%
Marża EBITDA	7,2%	9,5%		5,5%	7,8%		6,9%	9,9%	
Papier	7,0%	6,9%		3,1%	6,1%		5,8%	10,3%	
Celuloza	7,6%	15,4%		10,5%	11,5%		9,3%	7,5%	
Marża EBIT	3,5%	6,0%		2,1%	4,5%		3,5%	6,2%	
Marża netto	2,2%	3,0%		0,6%	2,5%		2,0%	4,2%	
Wolumen papieru [tys. ton]	574,3	624,0	8,7%	604,3	625,0	3,4%	614,3	640,6	4,3%
Średnia cena papieru [EUR/t]	758,8	813,6	7,2%	777,1	885,4	13,9%	779,4	801,2	2,8%
CWF FOEX [EUR/t]	679,1	744,3	9,6%	679,1	816,6	20,2%	679,1	734,9	8,2%
NBSK FOEX [USD/t]	885,0	1 200,8	35,7%	950,0	1 125,0	18,4%	950,0	1 000,0	5,3%
BHKP FOEX [USD/t]	775,0	1 013,6	30,8%	900,0	987,5	9,7%	800,0	800,0	0,0%
EUR/USD	1,18	1,18	0,2%	1,19	1,13	-5,2%	1,21	1,16	-4,4%

Źródło: BDM S.A., szacunki własne. *- prognozy z dnia 09.11.2020

Zmiana wyceny SOTP

Przy wyższych prognozach wyników o 50-60% i uwzględnieniu w wycenie projektów energetycznych (ok. 100 MW OZE w tym ok. 40 MW w PV i 60 MW w wietrze do 2030 roku) podnosimy wycenę SOTP z 6,2 PLN/akcję do 12,3 PLN/akcję.

Podkreślamy, że od czasu poprzedniej rekomendacji z 09.11.2020 [Arctic Paper Kupuj 6,2 PLN](#) kurs akcji spółki wzrósł o 115% przy wzroście WIG o +41%.

Zmiana wyceny SOTP

	Poprzednio*	Obecnie	Zmiana
Wycena SOTP [PLN/akcję]	6,2	12,3	98,1%
Wycena SOTP [mln PLN]	432,6	852,5	97,1%
Wycena Arctic Paper- część papiernicza [mln PLN]	250,4	440,5	75,9%
Wycena Rottneros [mln PLN]**	355,3	667,2	87,8%
Wycena projektów energetycznych [mln PLN]	0,0	69,9	-
Udziały mniejszości [mln PLN]***	-173,1	-325,1	87,8%
Wycena metodą porównawczą [PLN/akcję]	17,1	24,9	45,3%
Wycena spółki [PLN]	6,2	12,3	98,1%

Źródło: BDM S.A., szacunki własne. *- wycena z dnia 09.11.2020. **-kurs SEK/PLN 0,4460. ***- Arctic Paper posiada 51,27% udziałów w Rottneros

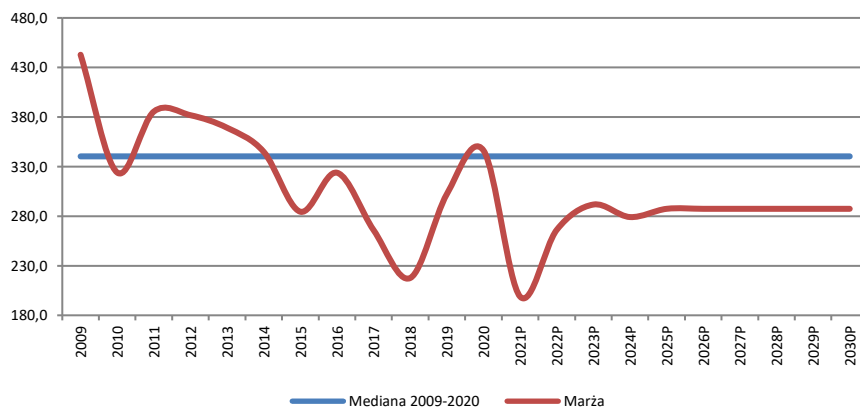
PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2021-2030

Główne założenia do wyników

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Wolumeny papieru tys. ton	636,0	607,0	575,0	624,0	625,0	640,6	640,6	640,6	640,6	640,6	640,6	640,6	640,6
zmiana r/r	-4,2%	-4,6%	-5,3%	8,5%	0,2%	2,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
UWF tys. ton	397,7	375,7	371,7	410,9	411,7	427,3	427,3	427,3	427,3	427,3	427,3	427,3	427,3
zmiana r/r	-3,1%	-5,5%	-1,1%	10,5%	0,2%	3,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CWF tys. ton	204,0	197,0	169,0	178,9	179,0	179,0	179,0	179,0	179,0	179,0	179,0	179,0	179,0
zmiana r/r	-6,7%	-3,4%	-14,2%	5,8%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wolumeny celulozy													
Rottneros, Valvik całość tys. ton	382,5	408,3	416,5	407,7	420,0	432,6	445,6	458,9	472,7	486,9	486,9	486,9	486,9
zmiana r/r	-3,4%	6,7%	2,0%	-2,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%
na zewnątrz tys. ton	371,8	397,4	406,9	400,2	411,2	421,8	432,2	445,2	458,5	472,3	472,3	472,3	472,3
zmiana r/r	-1,1%	6,9%	2,4%	-1,6%	2,7%	2,6%	2,5%	3,0%	3,0%	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny papierów													
Śr. cena Arctic Paper EUR/t	835,3	846,1	779,2	811,3	882,3	795,3	795,3	795,3	795,3	795,3	795,3	795,3	795,3
zmiana r/r	8,6%	1,3%	-7,9%	4,1%	8,7%	-9,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CWF FOEX EUR/t	679,1	680,2	650,8	744,3	816,6	734,9	734,9	734,9	734,9	734,9	734,9	734,9	734,9
zmiana r/r	7,1%	0,2%	-4,3%	14,4%	9,7%	-10,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny celulozy													
NBSK USD/t	1 165,6	985,3	843,6	1 200,8	1 125,0	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	32,3%	-15,5%	-14,4%	42,3%	-6,3%	-11,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
BHKP USD/t	1 037,1	860,4	680,1	1 013,6	987,5	800,0	850,0	850,0	850,0	850,0	850,0	850,0	850,0
zmiana r/r	26,6%	-17,0%	-21,0%	49,0%	-2,6%	-19,0%	6,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny drewna (papierówki) w Szwecji SEK/m3	330,8	337,4	344,2	351,1	358,1	365,3	372,6	380,0	387,6	395,4	403,3	411,3	419,6
zmiana r/r	9,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Kursy walutowe													
EUR/USD	1,18	1,12	1,14	1,18	1,13	1,16	1,18	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19
zmiana r/r	4,6%	-5,2%	1,8%	3,8%	-4,3%	2,1%	1,7%	1,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EUR/PLN	4,26	4,30	4,44	4,57	4,72	4,82	4,82	4,82	4,82	4,82	4,82	4,82	4,82
zmiana r/r	0,1%	0,9%	3,4%	2,7%	3,4%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EUR/SEK	10,26	10,58	10,49	10,11	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
zmiana r/r	6,5%	3,2%	-0,9%	-3,6%	-1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
SEK/PLN	0,42	0,41	0,42	0,45	0,47	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48
zmiana r/r	-6,0%	-2,2%	4,3%	6,5%	4,6%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Teoretyczne spready													
Papier-celuloza EUR/t*	217,7	302,3	346,3	198,8	266,2	291,7	279,1	287,4	287,4	287,4	287,4	287,4	287,4
zmiana r/r	-18,1%	38,9%	14,6%	-42,6%	33,9%	9,6%	-4,3%	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NBSK- drewno Szwecja SEK/t**	8 791	7 960	6 382	8 857	8 503	7 191	7 020	6 853	6 823	6 792	6 760	6 728	6 695
zmiana r/r	39,4%	-9,5%	-19,8%	38,8%	-4,0%	-15,4%	-2,4%	-2,4%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%

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

Teoretyczna marża na produkcji papieru [EUR/t]*



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

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Aktywa trwałe	1 080,9	1 194,5	1 183,5	1 229,5	1 276,4	1 334,4	1 420,1	1 442,4	1 503,3	1 559,4	1 610,2	1 657,3
Wartości niematerialne i prawne	38,5	52,9	52,9	53,2	53,3	53,3	53,4	53,5	53,7	53,8	54,0	54,1
Rzeczowe aktywa trwałe	979,9	1 085,1	1 074,2	1 119,9	1 166,7	1 224,6	1 310,2	1 332,4	1 393,1	1 449,1	1 499,8	1 546,7
Aktywa obrotowe	954,8	942,1	1 106,9	1 120,2	1 119,3	970,0	966,9	1 001,6	1 004,0	1 008,7	1 009,2	1 050,3
Zapasy	353,8	365,5	427,8	467,4	438,1	439,0	443,2	448,1	451,9	454,4	454,4	456,9
Należności krótkoterminowe	307,4	302,8	469,0	512,4	480,3	481,3	485,9	491,2	495,4	498,2	498,1	500,9
Inwestycje krótkoterminowe	293,6	273,9	210,2	140,3	201,0	49,7	37,9	62,3	56,8	56,1	56,7	92,4
-środki pieniężne i ekwiwalenty	265,9	255,6	191,8	122,0	182,6	31,3	19,5	43,9	38,4	37,8	38,4	74,1
Aktywa razem	2 035,8	2 136,6	2 290,5	2 349,7	2 395,7	2 304,4	2 387,0	2 444,0	2 507,3	2 568,1	2 619,4	2 707,6
Kapitał (fundusz) własny	606,9	750,0	812,8	840,6	942,1	1 016,5	1 118,1	1 175,6	1 245,2	1 308,8	1 361,1	1 415,7
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	482,4	518,1	566,2	669,0	748,4	843,4	911,1	969,0	1 026,4	1 075,1
Zysk (strata) netto	82,7	111,1	99,5	91,6	144,9	116,5	138,7	101,3	103,1	108,9	103,7	109,6
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 165,2	1 103,6	1 155,3	1 168,0	1 107,0	933,5	904,7	895,1	869,1	841,8	811,8	811,7
Rezerwy na zobowiązania	200,8	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6	209,6
Zobowiązania długoterminowe	281,4	255,8	240,9	211,3	181,6	151,9	122,2	107,4	77,4	47,4	17,4	14,6
-oprocentowane	263,3	241,1	226,3	196,6	167,0	137,3	107,6	92,8	62,8	32,8	2,8	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	683,1	638,3	704,8	747,2	715,8	572,0	572,8	578,1	582,1	584,8	584,8	587,5
-oprocentowane	161,6	148,4	148,4	148,4	148,4	3,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	2 035,8	2 136,6	2 290,5	2 349,7	2 395,7	2 304,4	2 387,0	2 444,0	2 507,3	2 568,1	2 619,4	2 707,6

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody netto ze sprzedaży	3 117,1	2 847,5	3 332,7	3 641,7	3 412,9	3 420,2	3 452,7	3 491,0	3 520,4	3 540,1	3 539,9	3 559,7
Koszty produktów, tow. i materiałów	2 531,6	2 305,7	2 680,5	2 985,0	2 842,2	2 892,2	2 897,4	2 945,6	2 958,2	2 964,1	2 963,6	2 968,9
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	585,5	541,8	652,1	656,6	570,7	528,0	555,3	545,3	562,2	576,0	576,3	590,8
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	425,4	412,9	470,8	498,5	369,0	370,9	372,9	374,9	377,0	379,1	381,2	383,4
Zysk (strata) na sprzedaży	160,1	128,9	181,3	158,1	201,7	157,1	182,4	170,4	185,2	196,9	195,1	207,4
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	31,3	29,3	17,6	6,1	10,5	17,6	18,1	-18,3	-18,3	-18,3	-18,3	-18,3
EBITDA	278,0	271,4	316,0	285,7	339,4	308,2	342,8	300,9	320,7	339,4	344,1	362,2
EBIT	191,4	158,2	198,9	164,2	212,2	174,7	200,5	152,1	166,9	178,6	176,8	189,0
Saldo działalności finansowej	-33,5	-35,9	-25,6	-25,1	-23,1	-18,4	-13,8	-12,7	-11,6	-10,2	-8,8	-7,9
Zysk (strata) brutto	157,9	122,3	173,3	139,1	189,1	156,3	186,7	139,4	155,3	168,3	168,0	181,1
Zysk (strata) netto	82,7	111,1	99,5	91,6	144,9	116,5	138,7	101,3	103,1	108,9	103,7	109,6

CF [mln PLN]	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przepływy z działalności operacyjnej	342,3	211,5	148,8	207,9	323,4	267,5	292,6	259,0	276,5	293,8	301,0	313,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-121,8	-141,2	-142,3	-166,9	-173,5	-191,2	-227,9	-171,1	-214,7	-217,0	-218,0	-220,2
Przepływy z działalności finansowej	-152,9	-101,0	-70,1	-110,9	-89,2	-227,7	-76,5	-63,5	-67,4	-77,5	-82,3	-57,9
Przepływy pieniężne netto	67,5	-30,7	-63,7	-69,9	60,7	-151,3	-11,8	24,4	-5,5	-0,7	0,6	35,7
Środki pieniężne na początek okresu	201,1	265,9	255,6	191,8	122,0	182,6	31,3	19,5	43,9	38,4	37,8	38,4
Środki pieniężne na koniec okresu	265,9	255,6	191,8	122,0	182,6	31,3	19,5	43,9	38,4	37,8	38,4	74,1

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody zmiana r/r	-8,7%	17,0%	9,3%	-6,3%	0,2%	1,0%	1,1%	0,8%	0,6%	0,0%	0,6%
EBITDA zmiana r/r	-2,4%	16,5%	-9,6%	18,8%	-9,2%	11,2%	-12,2%	6,6%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	-17,3%	25,7%	-17,5%	29,3%	-17,7%	14,8%	-24,2%	9,7%	7,0%	-1,0%	6,9%
Zysk netto zmiana r/r	34,3%	-10,4%	-8,0%	58,3%	-19,6%	19,1%	-26,9%	1,7%	5,6%	-4,7%	5,7%
Marża brutto na sprzedaży	19,0%	19,6%	18,0%	16,7%	15,4%	16,1%	15,6%	16,0%	16,3%	16,3%	16,6%
Marża EBITDA	9,5%	9,5%	7,8%	9,9%	9,0%	9,9%	8,6%	9,1%	9,6%	9,7%	10,2%
Marża EBIT	5,6%	6,0%	4,5%	6,2%	5,1%	5,8%	4,4%	4,7%	5,0%	5,0%	5,3%
Marża brutto	4,3%	5,2%	3,8%	5,5%	4,6%	5,4%	4,0%	4,4%	4,8%	4,7%	5,1%
Marża netto	3,9%	3,0%	2,5%	4,2%	3,4%	4,0%	2,9%	2,9%	3,1%	2,9%	3,1%
COGS / przychody	81,0%	80,4%	82,0%	83,3%	84,6%	83,9%	84,4%	84,0%	83,7%	83,7%	83,4%
SG&A / przychody	14,5%	14,1%	13,7%	10,8%	10,8%	10,8%	10,7%	10,7%	10,7%	10,8%	10,8%
SG&A / COGS	17,9%	17,6%	16,7%	13,0%	12,8%	12,9%	12,7%	12,7%	12,8%	12,9%	12,9%
ROE	10,8%	8,8%	7,7%	11,2%	8,5%	9,4%	6,5%	6,3%	6,3%	5,7%	5,8%
ROA	0,4%	4,1%	5,2%	4,3%	3,9%	6,0%	5,1%	5,8%	4,1%	4,1%	4,2%
Dług	389,6	374,7	345,1	315,4	140,9	107,6	92,8	62,8	32,8	2,8	0,0
D / (D+E)	18,2%	16,4%	14,7%	13,2%	6,1%	4,5%	3,8%	2,5%	1,3%	0,1%	0,0%
D / E	22,3%	19,6%	17,2%	15,2%	6,5%	4,7%	3,9%	2,6%	1,3%	0,1%	0,0%
Odsetki / EBIT	-22,7%	-12,9%	-15,3%	-10,9%	-10,5%	-6,9%	-8,4%	-7,0%	-5,7%	-5,0%	-4,2%
Dług / kapitał własny	37,7%	33,0%	29,2%	24,5%	10,3%	7,3%	6,0%	3,8%	1,9%	0,2%	0,0%
Dług netto	134,0	182,9	223,1	132,8	109,6	88,1	48,8	24,3	-5,0	-35,6	-74,1
Dług netto / kapitał własny	0,2	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
Dług netto / EBITDA	0,5	0,6	0,8	0,4	0,4	0,3	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,2
Dług netto / EBIT	0,8	0,9	1,4	0,6	0,6	0,4	0,3	0,1	0,0	-0,2	-0,4
EV	678,6	727,5	767,7	677,4	654,2	632,7	593,4	568,9	539,6	509,0	470,5
Dług / EV	57,4%	51,5%	44,9%	46,6%	21,5%	17,0%	15,6%	11,0%	6,1%	0,5%	0,0%
CAPEX / Przychody	4,8%	4,3%	4,6%	5,1%	5,6%	6,6%	4,9%	6,1%	6,1%	6,2%	6,2%
CAPEX / Amortyzacja	120,7%	122,4%	137,8%	136,9%	143,4%	160,2%	115,0%	139,6%	134,9%	130,3%	127,2%
Amortyzacja / Przychody	3,6%	3,5%	3,3%	3,7%	3,9%	4,1%	4,3%	4,4%	4,5%	4,7%	4,9%
Zmiana KO / Przychody	1,6%	5,0%	1,2%	-1,0%	0,0%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-16,6%	34,4%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%
Wskaźniki rynkowe	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
MC/S*	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/E*	5,0	5,5	6,0	3,8	4,7	4,0	5,4	5,3	5,1	5,3	5,0
P/BV*	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
P/CE*	2,5	2,5	2,6	2,0	2,2	2,0	2,2	2,1	2,0	2,0	1,9
EV/EBITDA*	2,5	2,3	2,7	2,0	2,1	1,9	2,0	1,8	1,6	1,5	1,3
EV/EBIT*	4,3	3,7	4,7	3,2	3,8	3,2	3,9	3,4	3,1	2,9	2,5
EV/S*	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
BVPS	14,9	16,4	17,1	18,6	19,8	21,4	22,4	23,6	24,9	26,1	27,4
EPS	1,6	1,4	1,3	2,1	1,7	2,0	1,5	1,5	1,6	1,5	1,6
CEPS	3,2	3,1	3,1	3,9	3,6	4,1	3,6	3,7	3,9	3,9	4,1
FCFPS	0,8	-0,6	0,5	2,0	0,9	0,7	1,0	0,7	0,9	1,0	1,1
DPS	0,00	0,30	0,36	0,33	0,52	0,42	0,50	0,37	0,37	0,39	0,37
Payout ratio	0,0%	18,7%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 7,94 PLN/akcję

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzystian 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. (032) 208 14 35

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	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

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 jaka 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 zrealizowania 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 4Q'21*:			, 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	5	100%	3	100%
Akumuluj	0	0%	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.

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 poszczególny instrument 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 29.12.2021 roku (17:15 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 05.01.2022 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 wycytane 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 rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 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 29.12.2021 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie 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 zaistnieć 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.