



Dom Maklerski BDM S.A.

ARCTIC PAPER

RAPORT ANALITYCZNY

Wyraźnie niższe ceny kluczowej celulozy liściastej w 1H'16 skłoniły nas do podniesienia prognoz wyników finansowych w 2016 roku. Ponadto doceniamy, że od 2Q'16 ciężar generowania wyników przesunął się w stronę części papierniczej grupy, co znacznie poprawi sytuację płynnościową. Tym samym decydujemy się na utrzymanie rekomendacji KUPUJ dla spółki podwyższając jednocześnie cenę docelową do 6,1 PLN/akcję.

Wyniki 1Q'16 okazały się lepsze od naszych jak i rynkowych oczekiwań o blisko 40/20% na poziomie EBITDA. Pozytywnie zaskoczył w szczególności segment papierniczej grupy. W efekcie wyniki na poziomie grupy udało się utrzymać r/r mimo wciąż relatywnie wysokich cen celulozy liściastej (+12 USD/t r/r) i mocnego dolara (1,1 EUR/PLN).

W 2Q'16 notowania BHKP spadły poniżej 700 USD/t (-84 USD/t r/r, -65 USD q/q), co wyraźnie powinno przełożyć się na wyniki „starego Arctica”. Liczymy, że od tego kwartału ciężar generowania EBITDA przesunie się właśnie w stronę części papierniczej, co znacznie poprawi sytuację płynnościową spółki.

Na 2016 rok nasze założenia EBITDA zostały podniesione głównie dzięki niższej cenie celulozy BHKP (efekt ok. 40 mln PLN) i wyższego kursu EUR/USD (efekt ok. 9 mln PLN). Tym samym oczekujemy ok 236 mln PLN skonsolidowanej EBITDA grupy wobec 219 mln PLN w 2015 roku. W części papierniczej spodziewamy się ok. 150 mln PLN EBITDA vs 76 mln PLN przed rokiem i 141 mln PLN w 2014 roku. Za resztę (ok. 86 mln PLN EBITDA vs 143 mln PLN przed rokiem) będzie odpowiadał segment celulozowy (Rottneros), gdzie erozja marży to efekt głównie niższych cen celulozy iglastej i mocniejszej korony szwedzkiej.

W 2015 roku słabe wyniki części papierniczej grupy znacząco pogorszyły płynność, przez co zarząd musiał ograniczyć nakłady inwestycyjne i zdecydować o wyższej dywidendzie w Rottneros (jedyne sposoby na partycypację w wysokich przepływach pieniężnych celulozowni). Należy pamiętać, że zadłużenie grupy dotyczy wyłącznie papieru (w Rottneros gotówka netto). Liczymy że zdecydowana poprawa wyników w podstawowym biznesie spółki (perspektywa 150 mln PLN EBITDA przy CAPEX rzędu 100 mln PLN) umożliwi redukcję zadłużenia do bezpiecznych poziomów rzędu 2,0x EBITDA.

W maju'16 spółka poinformowała, że pracuje nad refinansowaniem zadłużenia. Rozważane są 2 opcje: obligacje denominowane w PLN do 150 mln PLN lub kredyty terminowe i odnawialne do kwoty 85,7 mln EUR i 47 mln PLN. Celem spółki jest obniżka kosztów finansowych. Na koniec 2015 roku dług netto grupy Arctic Paper kształtował się na poziomie 241 mln PLN (275 mln PLN na koniec 1Q'16) i stanowił 1,1x oczyszczonej EBITDA (1,3x 1Q'16). Zadłużona jest wyłącznie część papiernicza. Główne kredyty zapadają w spółce w 2017 roku (ponad 160 mln PLN).

	2013*	2014*	2015*	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	3 097,0	3 099,4	2 965,6	2 986,2	3 002,2	2 970,4
EBITDA adj. [mln PLN]	72,9	221,1	219,1	236,2	245,7	275,7
EBIT adj. [mln PLN]	-48,7	99,2	100,0	116,0	113,6	138,5
Wynik netto adj.** [mln PLN]	-29,3	32,4	25,6	55,0	70,5	83,9
P/BV	0,7	0,6	0,7	0,7	0,6	0,5
P/E	-	10,7	13,5	6,3	4,9	4,1
EV/EBITDA	10,1	2,8	2,7	2,7	2,4	1,9
EV/EBIT	-	6,2	5,9	5,4	5,2	3,8

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

Publikowanie w prasie lub w Internecie w całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport. Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 6,1 PLN

(POPRZEDNIO: 5,6 PLN)

13 CZERWIEC 2016

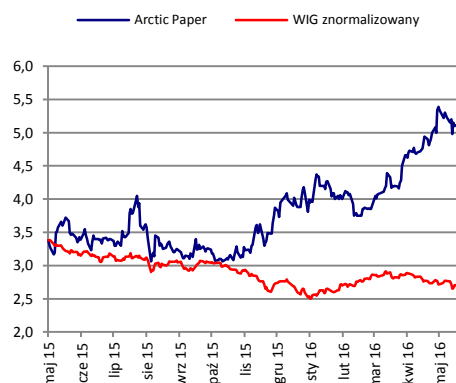
Wycena SOTP [PLN]	6,1
wycena DCF Arctic Paper [PLN]	2,4
wycena DCF Rottneros [PLN]	3,7
Wycena porównawcza [PLN]	15,4
Wycena końcowa [PLN]	6,1
Potencjał do wzrostu / spadku	21,4%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	5,00
Kapitalizacja [mln PLN]	346,4
Ilość akcji [mln. szt.]	69,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	5,39
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	3,30
Stopa zwrotu za 3 mc	29,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	48,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	48,8%
Struktura akcjonariatu:	
Thomas Onstad wraz z Trebruk i Nemus Holding	68,1%
Pozostali	31,9%

Krzysztof Brymora

brymora@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.



SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
ZNACZNY SPADEK CEN CELULOZY LIŚCIASTEJ I WZROST IGLASTEJ	3
POPRAWA STRUKTURY WYNIKÓW I CASH FLOW	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	13
WYNIKI FINANSOWE 1Q'16 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW	14
WYNIKI 1Q'16.....	14
PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW	15
ZADŁUŻENIE	16
ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA 2015-2017	18
PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2016-2025	19
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	20

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena Arctic Paper opiera się na dwóch metodach: sumie części (SOTP) składającej się z wyceny DCF dla części papierniczej Arctic Paper i Rottneros oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą SOTP wynosi 6,1 PLN/akcję. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek z branży papierniczej, oparta na prognozach wyników na lata 2016 – 2018 dała wartość 1 akcji na poziomie 15,4 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 100% dla wyceny sporządzonej przy użyciu SOTP i 0% dla wyceny porównawczej z uwagi na znacznie szerszy profil działalności spółek z grupy porównawczej (także segment opakowaniowy itp.). W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 6,1 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena SOTP [PLN/akcję]	100%	6,1
Wycena SOTP [mln PLN]		420,6
Wycena Arctic Paper- część papiernicza [mln PLN]		163,2
Wycena Rottneros [mln PLN]*		502,0
Udziały mniejszości [mln PLN]**		-244,6
Wycena metodą porównawczą [PLN/akcję]	0%	15,4
Wycena spółki [PLN]		6,1

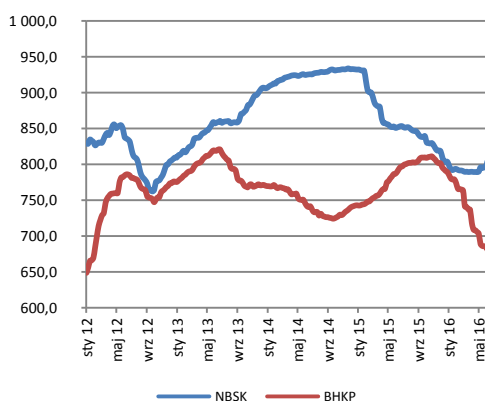
Źródło: BDM S.A. *-kurs SEK/PLN 0,4676. **- Arctic Paper posiada 51,27% udziałów w Rottneros

Znaczący spadek cen celulozy liściastej i wzrost iglastej

W ostatnich miesiącach spadki cen kluczowej celulozy liściastej (BHKP) przyspieszyły i znajdują się wyraźnie poniżej naszych ostatnich prognoz z grudnia'15. Czynniki ten miał decydujący wpływ na podniesienie przez nas prognoz wyników finansowych spółki.

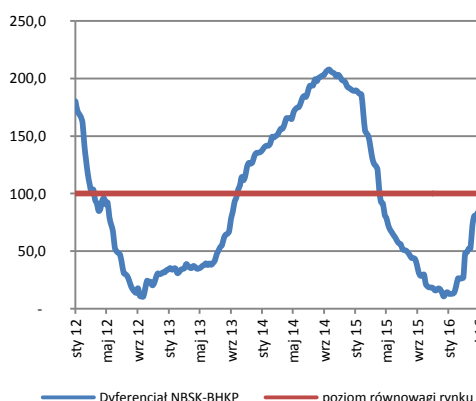
W 3Q'16 konserwatywnie oczekujemy wzrostu BHKP z obecnych 680 USD/t do 720 USD/t. Zakładamy utrzymanie tego poziomu w 2H'16 i 2017-2018 z uwagi na wejście kolejnych dużych projektów celulozowych. Po uruchomieniu 1,1 mln t celulozy Klabi w Brazylii (1Q'16) na ukończeniu są kolejne projekty jak APP w Indonezji (nawet 2 mln ton w 4Q'16) czy Fibria w Brazylii (1,8 mln ton w 4Q'17). Łącznie moce produkcyjne wzrosną więc o ponad 10%, co będzie najwyższym tempem wzrostu od 2007-2008 (CAGR w ostatnich latach 4-5%).

Ceny celulozy NBSK i BHKP [USD/t]



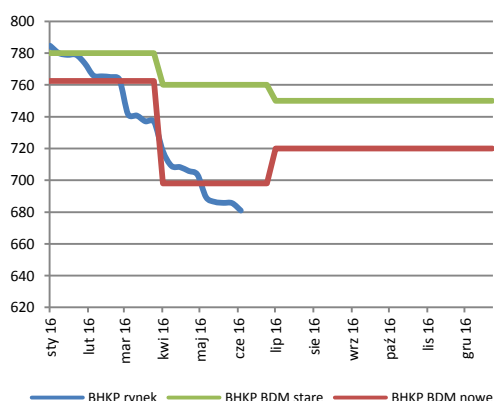
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Spread między NBSK a BHKP [USD/t]



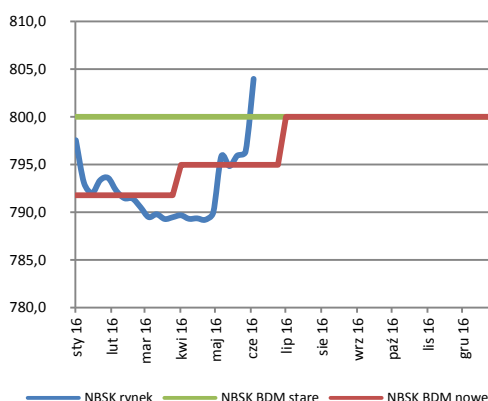
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Ceny celulozy BHKP- bieżące vs prognozy BDM



Źródło: BDM S.A., Bloomberg. Stare prognozy z 11.12.2015

Ceny celulozy NBSK- bieżące vs prognozy BDM



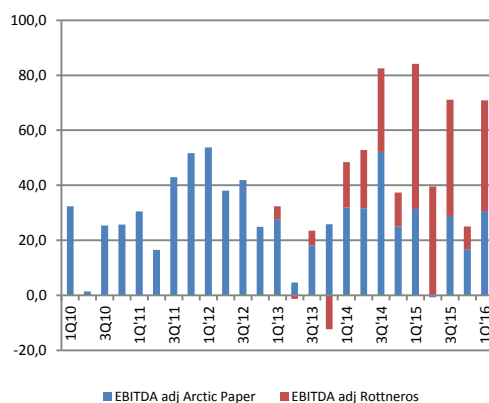
Źródło: BDM S.A., Bloomberg. Stare prognozy z 11.12.2015

Poprawa struktury wyników i cash flow

Dzięki niższej cenie celulozy i poprawie efektywności operacyjnej oczekujemy zdecydowanego wzrostu wyników części papierniczej Arctic Paper, co wpłynie na znaczną poprawę sytuacji płynnościowej spółki. Zakładamy, że od 2Q'16 EBITDA części papierniczej wejdzie na poziom 30-40 mln PLN kwartalnie, co w całym 2016 roku da ok. 150 mln PLN EBITDA vs 76 mln PLN w trudnym 2015 roku i 141 mln PLN w dobrym 2014 roku. Oczekujemy, że marża EBITDA w obecnych warunkach rynkowych jest w stanie utrzymać się na poziomie 7-8% (w długim terminie powyżej 6%).

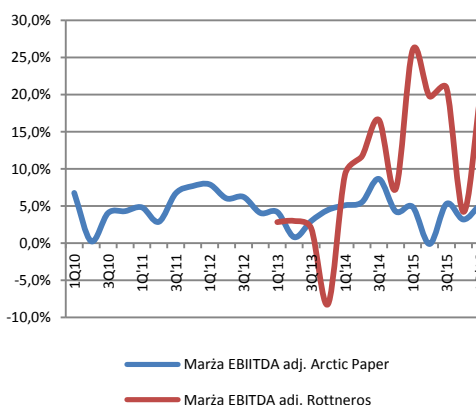
Poprawa wyników części papierniczej w rejonie 150- 170 mln PLN EBITDA rocznie i CAPEX rzędu 100 mln PLN (na poziomie amortyzacji) znacząco poprawi przepływ pieniężny spółki i sytuację płynnościową, przez co zadłużenie netto (bez uwzględniania Rottneros) spadnie z ponad 4,0x EBITDA w okolice 2,0x EBITDA.

Kontrybucja wyników Arctic Paper i Rottneros

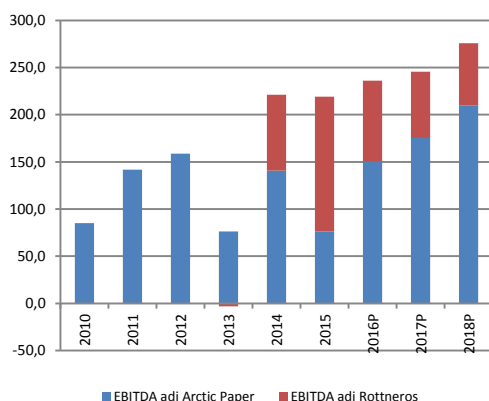


Źródło: BDM S.A., spółki

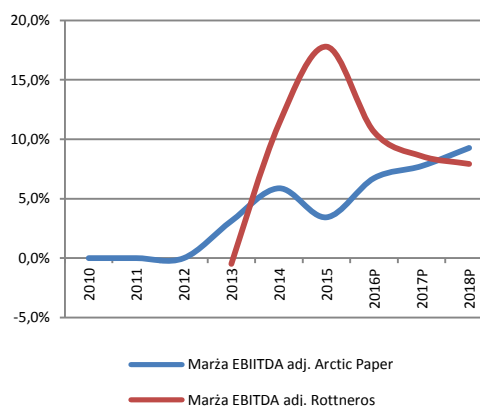
Marża EBITDA Arctic Paper i Rottneros



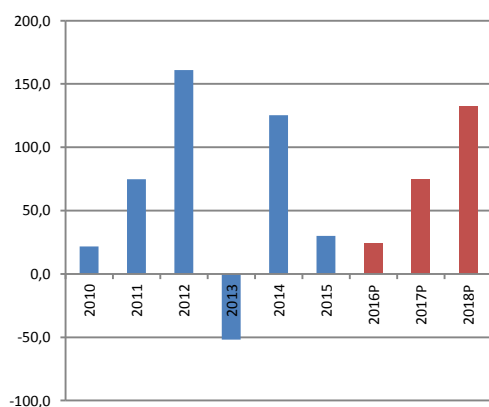
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kontrybucja wyników Arctic Paper i Rottneros- prognoza

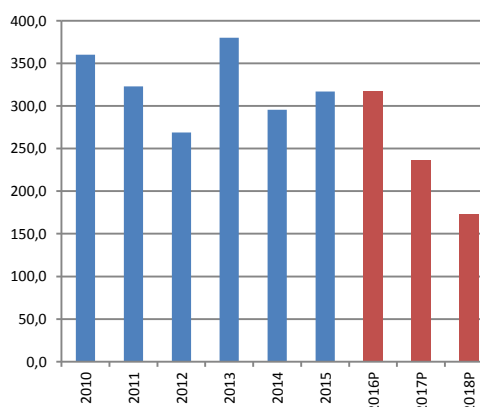
Źródło: BDM S.A., spółki, szacunki własne

Marża EBITDA Arctic Paper i Rottneros- prognoza

Źródło: BDM S.A., spółki

FCF przed finansowaniem Arctic Paper* [mln PLN]

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

Dług netto Arctic Paper* [mln PLN]

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

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Postępujący spadek popytu na papiery graficzne

Nadpodaż na globalnym rynku papierów graficznych związana z postępującą cyfryzacją może doprowadzić m.in. do spadku cen papierów. W latach 2015-2007 rynek bezdrzewnych papierów graficznych tracił średniorocznie od 2,0% (UWF, skumulowany spadek 14%) do 4,4% (CWF, skumulowany spadek 30%). W samym 2015 roku rynek nie zmienił się w przypadku UWF i spadł o ok. 2,0% r/r dla CWF (dane Eurograph). W 1Q'16 dalej obserwowany był trend spadkowy (-4,5% r/r dla UWF/CWF). Spadek popytu zmusił i zmusza wielu producentów do wycofania się z tego obszaru rynku. Niemniej wciąż obserwowana jest nadpodaż.

W 3Q'13 spółka zamknęła jedną maszynę papierniczą w Mochenwangen, a w listopadzie'15 podjęła decyzję o całkowitym wygaszeniu produkcji. Papiernia odpowiadała za największe straty w grupie (w latach 2012-2015 ponad 50 mln PLN gotówkowej straty EBITDA). Straty generuje także Grycksbo. Niemniej ta fabryka została objęta szerokim planem restrukturyzacji.

▪ Wzrosty cen celulozy liściastej i spadek iglastej

Po akwizycji Rottneros w 4Q'12 spółka ma dalej krótką pozycję w celulozie liściastej (ok. 30% kosztów grupy) i długą pozycję w celulozie NBSK rzędu ok. 20% sprzedaży ogółem (ponad 600 mln PLN), co przekłada się na ponad 200 tys. ton rocznie. Spółce sprzyjają więc wysokie ceny NBSK (przychód Rottneros, część kosztu Arctic Paper) i niskie ceny BHKP (główny koszt w Arctic Paper). Każde 10 USD/t wzrostu NBSK to ok. 6,2 mln PLN wzrostu wyniku w skali roku, a spadku BHKP ok. 10,8 mln PLN (ceteris paribus).

Pod koniec 2011 roku różnica między NBSK i BHKP sięgnęła rekordowych poziomów 200 USD/t (wzrost podaży BHKP z Brazylii), by rok później spaść praktycznie do 0 (moment przejmowania Rottneros) przez działania substytucyjne producentów papierów (zastąpienie droższej NBSK tańszą BHKP). W 2014 roku otoczenie było ponownie sprzyjające (spread ok. 200 USD/t) w kolejnym roku dramatycznie się zmieniło. Obecnie, od grudnia'15 obserwujemy ponownie wzrost spreadu (w czerwcu'16 ok. 120 USD/t), co korzystnie przekłada się na wyniki spółki. Liczymy na utrzymanie się korzystnego otoczenia w celulozie liściastej z uwagi na wejście na rynek kolejnych mocy produkcyjnych (największy na świecie projekt w Indonezji). Inne zmiany, niż te przez nas prognozowane, mogą znacząco wpłynąć na wyniki finansowe spółki.

▪ Ryzyko walutowe, w szczególności spadku EUR/USD

Spółka ma długą pozycję w EUR (sprzedaż papieru) i krótką w USD (zakupy celulozy). W rezultacie istotna dla działalności spółki jest relacja EUR/USD. Silne EUR sprzyja spółce i odwrotnie. Akwizycja Rottneros w 4Q'12 znacznie jednak zmniejszyła ekspozycję walutową (przychody uzależnione od USD). Obecnie szacujemy, że spadek EUR/USD o 100 pipsów przyczynia się do spadku wyniku spółki o ok. 2,9 mln PLN w skali roku.

W 2H'14 EUR/USD spadł z poziomu ok. 1,40 do poniżej 1,10, co miało negatywny wpływ na wyniki szczególnie w 4Q'14 i 1Q'15. Obecnie EUR/USD próbuje odreagowywać. W dłuższym terminie liczymy na umocnienie euro do dolara do ok. 1,21 (prognozy zgodnie z krzywą kontraktów terminowych).

▪ Wysokie zadłużenie

W 1Q'16 dług netto ukształtował się na poziomie 275 mln PLN czyli 1,3x skonsolidowanej EBITDA. W samym Arctic Paper (bez Rottneros) dług netto kształtował się na poziomie blisko 350 mln PLN czyli 4,6x EBITDA. Obecnie obserwowana jest odbudowa wyników w części papierniczej, która na koniec 2016 roku powinna sprowadzić ten wskaźnik w okolice 2,0x. Niemniej przy braku poprawy wyników mogą pojawić się problemy z przekroczonymi kowenantami (powyżej 5x). Zapadalność głównych kredytów/pożyczek to okres 2017 rok.

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

W ostatnich latach spółka dokonywała odpisów wartości aktywów trwałych fabryki Mochenwangen (obecnie zamknięta) i Grycksbo. Szwedzka papiernia w 2015 roku przyniosła 10 mln PLN straty EBITDA wobec 25 mln PLN zysku w 2014 roku. Obecnie w papierni prowadzony jest program poprawy efektywności. Gdyby nie przyniósł efektów, spółka może dokonać kolejnych odpisów. Obecna wartość aktywów trwałych Grycksbo to jeszcze ok. 200 mln PLN.

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

▪ Wyższe koszty zamknięcia fabryki w Mochenwangen

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

▪ Brak oczekiwanych efektów programu redukcji kosztów

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

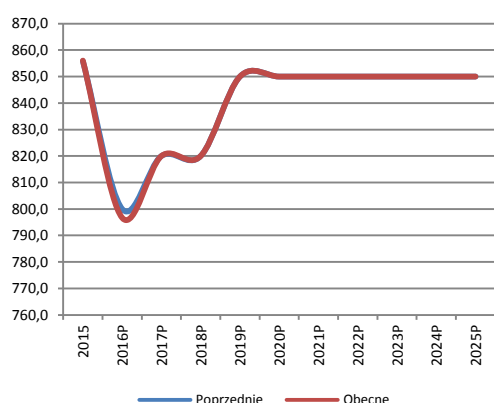
WYCENA SOTP

Wycena SOTP składa się z wyceny DCF Arctic Paper (część papiernicza grupy) i Rottneros (część celulozowa grupy). Wyceny metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie stopy wolnej od ryzyka (w Polsce 4,0%, w Szwecji ok. 1,0%) premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika $\beta=1,0$.

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

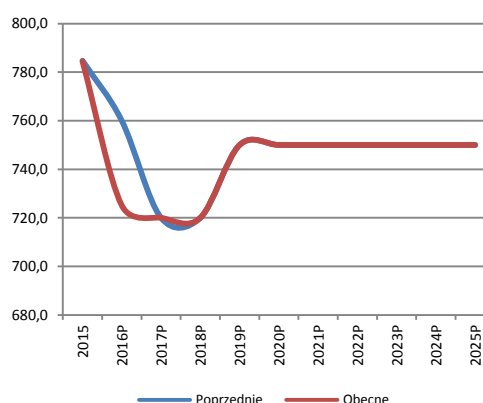
- Zaktualizowaliśmy prognozy uwzględniając mocne wyniki za 1Q'16, o ok. 40% lepsze od naszych oczekiwań;
- Zaktualizowaliśmy ceny celulozy BHKP i NBSK. Dla NBSK ścieżka wzrostu pozostała praktycznie bez zmian (ok. 800 USD/t w '16, 820 USD/t w '17 i 850 USD/t długoterminowo). Projekcje dla BHKP zostały obniżone, przez znaczący spadek cen w 1H'16. Obecnie oczekujemy lekkiego wzrostu w 3Q'16 z obecnych ok. 680 USD/t do 720 USD/t i utrzymania tego poziomu w latach 2017-2018 (konserwatywne z uwagi na wejście nowych mocy produkcyjnych z Indonezji w 2016/2017). W efekcie obecna prognozowana cena BHKP w 2016 roku to ok. 725 USD/t vs 760 USD/t poprzednio. Na kolejne lata projekcje pozostawiamy bez zmian;

Projekcje dla cen NBSK [USD/t]



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

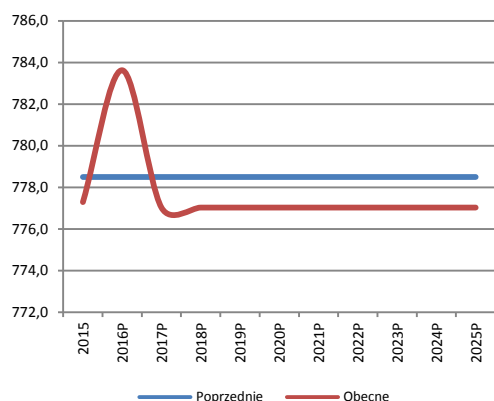
Projekcje dla cen BHKP [USD/t]



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

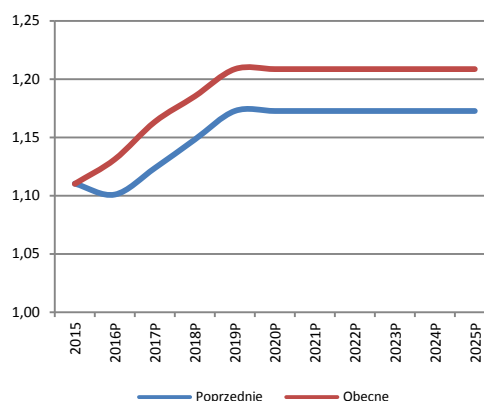
- W 2015 roku średnia cena papieru w spółce wzrosła o 3,2% r/r w euro (oprócz podwyżek w 4Q'15 efekt wyłączenia Mohnenwangen). W 2016 roku oczekujemy lekkiego wzrostu (ok. 0,8% r/r), a w 2017 roku lekkiego spadku (-0,8% r/r). W długim terminie (od 2017 roku) średnia cena papieru jest ok. 1,5 EUR/t niższa niż nasze wcześniejsze projekcje;
- Otoczenie walutowe wciąż się nie ustabilizowało, ale jest bardziej korzystne niż zakładaliśmy w raporcie z grudnia'15. W długim terminie, zgodnie z krzywą kontraktów terminowych, zakładamy 1,21 EUR/USD wobec 1,17 poprzednio;

Projekcje dla średnich cen papieru [EUR/t]



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

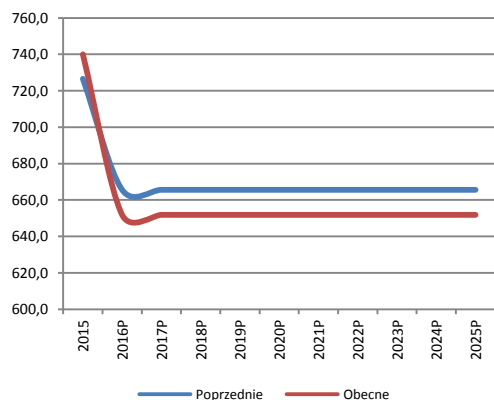
Projekcje dla EUR/USD



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

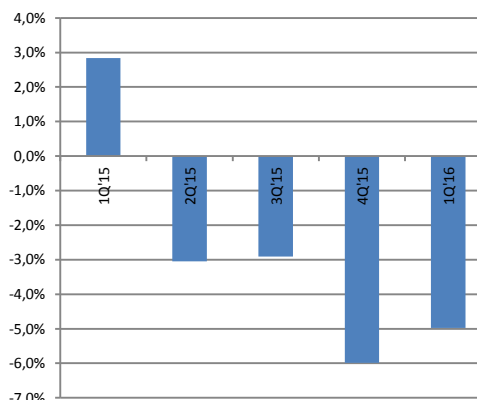
- Po słabszych danych o wolumenowej sprzedaży w 4Q'15 i 1Q'16 skorygowaliśmy w dół nasze projekcje o ok. 13-14 tys. ton. Po spadku wolumenu o 5% r/r w 1Q'16 oczekujemy ok. 2% r/r spadku w 2Q'16 i utrzymania sprzedaży w 2H'16. Jest to założenie konserwatywne zważając na postój remontowy wiodącej fabryki w Kostrzynie w 3Q'15.

Wolumeny sprzedaży [tys. ton]



Źródło: BDM.S.A., spółka

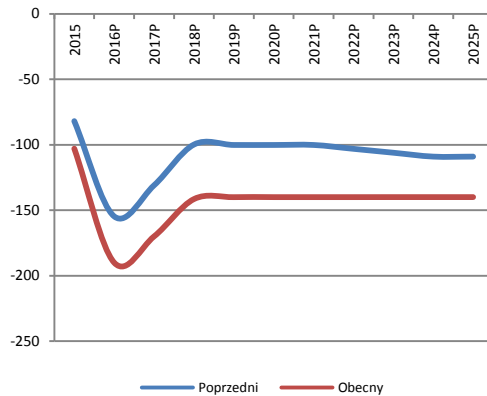
Zmiana wolumenów sprzedaży* [r/r]



Źródło: BDM.S.A., spółka. *- bez Mochenwangen

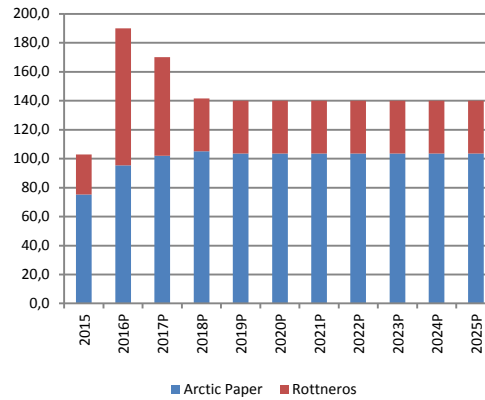
- O ok. 40 mln PLN rocznie podwyższyliśmy CAPEX w spółce. Zmiana dotyczy w szczególności części papierniczej, gdzie poprzednio przyjmowaliśmy CAPEX odtworzeniowy w wysokości 80% amortyzacji, a spółka na konferencji po 4Q'15 zapowiedziała nakłady na poziomie 100% amortyzacji. Duży program inwestycyjny w 2016-2017 roku realizuje Rottneros.

CAPEX [mln PLN]



Źródło: BDM.S.A., spółka

Kontrybucja CAPEX [mln PLN]



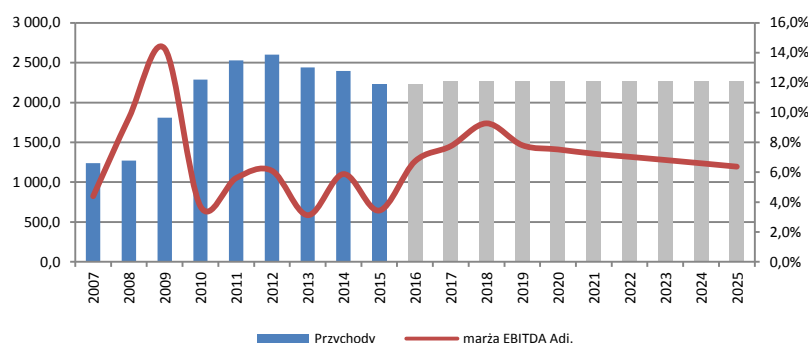
Źródło: BDM.S.A., spółka

Ponadto:

- Do obliczeń przyjęliśmy 69 288 tys. akcji;
- Efektywną stopę podatkową przyjmujemy zgodnie z reżimem podatkowym Polski (19%) i Szwecji (22%) uwzględniając ulgę podatkową w Kostrzynie do końca 2017 roku.;
- Po okresie szczegółowej prognozy założyliśmy spadek FCFF o 2% w Arctic Paper i 0% w Rottneros;
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 13 czerwca 2016 roku.

Metoda SOTP dała wartość 1 akcji na poziomie 6,1 PLN (2,4 PLN w przypadku Arctic Paper i 3,7 PLN dla Rottneros).

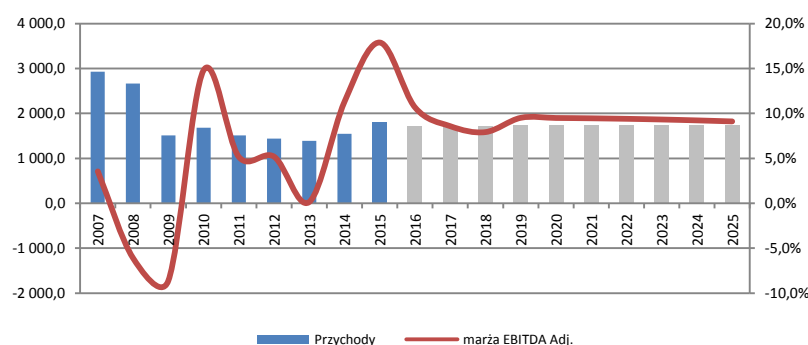
Wybrane dane Arctic Paper- część papiernicza Grupy [mln PLN]



W długim terminie w części papierniczej Arctic Paper oczekujemy ok 6% oczyszczonej marży EBITDA, co jest zgodne ze średnią 2007-2015. Przy obecnych warunkach rynkowych spółka jest w stanie osiągnąć w tym segmencie marżę rzędu 7-8% EBITDA.

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

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



W Rottneros praktycznie nie zmieniliśmy naszych założeń, choć rynek wydaje się obecnie bardziej korzystny dla spółki (długoterminowa marża EBITDA ok. 9% (5,2% średnio w latach 2007-2015)).

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

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

Arctic Paper skons. mln PLN	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	3 099,4	2 965,6	2 986,2	3 002,2	2 970,4	2 939,6	2 939,5	2 939,3	2 939,1	2 939,0	2 938,8	2 938,7
EBITDA	238,5	205,9	236,2	245,7	275,7	257,1	250,6	243,8	238,6	233,1	227,3	221,2
EBIT	116,6	86,9	116,0	113,6	138,5	118,7	111,4	104,0	98,3	92,5	86,4	80,2
Zysk brutto	77,9	58,3	89,6	90,2	117,8	100,7	96,0	91,1	87,9	84,6	80,5	75,3
Zysk netto	49,8	-71,3	49,9	70,5	83,9	63,8	59,4	55,6	53,2	50,7	47,7	43,9
Marża EBITDA	7,7%	6,9%	7,9%	8,2%	9,3%	8,7%	8,5%	8,3%	8,1%	7,9%	7,7%	7,5%
Marża EBIT	3,8%	2,9%	3,9%	3,8%	4,7%	4,0%	3,8%	3,5%	3,3%	3,1%	2,9%	2,7%
Marża netto	1,6%	-2,4%	1,7%	2,3%	2,8%	2,2%	2,0%	1,9%	1,8%	1,7%	1,6%	1,5%
Arctic Paper jedn. mln PLN	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	2 395,3	2 224,8	2 233,2	2 262,3	2 262,3	2 262,3	2 262,3	2 262,3	2 262,3	2 262,3	2 262,3	2 262,3
EBITDA	158,2	63,2	150,3	175,2	209,7	176,6	170,2	163,8	159,0	154,2	149,2	144,1
EBIT	62,8	-31,2	59,1	77,6	108,5	74,2	67,0	60,0	54,8	49,7	44,5	39,3
Zysk brutto	24,5	-57,5	33,8	57,2	90,6	57,1	50,7	46,0	43,1	40,2	36,8	32,4
Zysk netto	23,3	-54,7	32,1	46,3	73,4	46,2	41,1	37,3	34,9	32,6	29,8	26,3
Marża EBITDA	6,6%	2,8%	6,7%	7,7%	9,3%	7,8%	7,5%	7,2%	7,0%	6,8%	6,6%	6,4%
Marża EBIT	2,6%	-1,4%	2,6%	3,4%	4,8%	3,3%	3,0%	2,7%	2,4%	2,2%	2,0%	1,7%
Marża netto	1,0%	-2,5%	1,4%	2,0%	3,2%	2,0%	1,8%	1,6%	1,5%	1,4%	1,3%	1,2%
Rottneros jedn. mln PLN	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	712,0	802,4	808,9	822,1	833,1	846,6	846,5	846,3	846,1	845,9	845,7	845,5
EBITDA	80,5	143,6	86,4	70,6	66,0	80,5	80,4	80,0	79,5	78,9	78,0	77,0
EBIT	53,8	118,1	57,0	36,0	30,0	44,6	44,3	44,0	43,5	42,8	41,9	40,9
Zysk brutto	53,4	115,8	55,8	33,0	27,1	43,7	45,2	45,1	44,8	44,3	43,7	42,9
Zysk netto	62,1	100,2	43,6	25,7	21,2	34,1	35,3	35,2	35,0	34,6	34,1	33,4
Marża EBITDA	11,3%	17,9%	10,7%	8,6%	7,9%	9,5%	9,5%	9,5%	9,4%	9,3%	9,2%	9,1%
Marża EBIT	7,6%	14,7%	7,0%	4,4%	3,6%	5,3%	5,2%	5,2%	5,1%	5,1%	5,0%	4,8%
Marża netto	8,7%	12,5%	5,4%	3,1%	2,5%	4,0%	4,2%	4,2%	4,1%	4,1%	4,0%	4,0%

Źródło: BDM.S.A

Model DCF Arctic Paper- część papiernicza grupy

	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	2 224,8	2 233,2	2 262,3	2 262,3	2 262,3	2 262,3	2 262,3	2 262,3	2 262,3	2 262,3	2 262,3
EBIT [mln PLN]	-10,6	59,9	77,6	108,5	74,2	67,0	60,0	54,8	49,7	44,5	39,3
Stopa podatkowa	0,0%	2,1%	2,2%	19,4%	19,3%	19,3%	19,2%	19,2%	19,1%	19,1%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0,0	1,3	1,7	21,1	14,3	12,9	11,5	10,5	9,5	8,5	7,5
NOPLAT [mln PLN]	-10,6	58,6	76,0	87,4	59,8	54,1	48,5	44,3	40,2	36,0	31,8
Amortyzacja [mln PLN]	87,0	90,4	97,5	101,2	102,4	103,2	103,8	104,2	104,5	104,7	104,8
CAPEX [mln PLN]	-75,2	-95,4	-102,0	-105,1	-103,6	-103,6	-103,6	-103,6	-103,6	-103,6	-103,5
Koszty zamknięcia Mochenwangen [mln PLN]		-39,7									
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	1,1	13,9	71,5	83,6	58,7	53,7	48,6	45,0	41,1	37,2	33,1
DFCF [mln PLN]		13,3	63,6	69,0	44,9	37,9	31,6	26,9	22,5	18,7	15,3
Suma DFCF [mln PLN]		343,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]		295,2	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: -2,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		136,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]		480,0									
Dług netto [mln PLN]		316,8									
Udziały mniejszości [mln PLN]		0,0									
Wartość kapitału [mln PLN]		163,2									
Ilość akcji [mln szt.]		69,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		2,4									

Przychody zmiana r/r	0,4%	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	-	29,7%	39,7%	-31,6%	-9,6%	-10,5%	-8,6%	-9,4%	-10,4%	-11,7%	
FCF zmiana r/r	1114,1%	413,9%	16,9%	-29,8%	-8,4%	-9,4%	-7,6%	-8,5%	-9,6%	-10,9%	
Marża EBITDA	6,7%	7,7%	9,3%	7,8%	7,5%	7,2%	7,0%	6,8%	6,6%	6,4%	
Marża EBIT	2,7%	3,4%	4,8%	3,3%	3,0%	2,7%	2,4%	2,2%	2,0%	1,7%	
Marża NOPLAT	2,6%	3,4%	3,9%	2,6%	2,4%	2,1%	2,0%	1,8%	1,6%	1,4%	
CAPEX / Przychody	4,3%	4,5%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	
CAPEX / Amortyzacja	105,5%	104,6%	103,8%	101,2%	100,4%	99,8%	99,4%	99,1%	98,9%	98,8%	
Zmiana KO / Przychody	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Zmiana KO / Zmiana przychodów	0,0%	0,0%	-	-	-	-	-	-	-	-	

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	60,5%	66,2%	73,5%	79,4%	85,1%	90,6%	96,1%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,4%	5,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	39,5%	33,8%	26,5%	20,6%	14,9%	9,4%	3,9%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	7,6%	7,8%	7,8%	8,1%	8,3%	8,6%	8,8%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: BDM S.A.

Model DCF Rottneros- część celulozowa grupy

	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln SEK]	1 794,0	1 710,1	1 693,3	1 715,8	1 743,8	1 743,4	1 743,0	1 742,6	1 742,2	1 741,8	1 741,4
EBIT [mln SEK]	264,0	120,4	74,1	61,9	91,8	91,3	90,6	89,5	88,1	86,3	84,2
Stopa podatkowa	13,5%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Podatek od EBIT [mln SEK]	35,7	26,5	16,3	13,6	20,2	20,1	19,9	19,7	19,4	19,0	18,5
NOPLAT [mln SEK]	228,3	93,9	57,8	48,3	71,6	71,2	70,7	69,8	68,7	67,3	65,7
Amortyzacja [mln SEK]	57,0	62,9	71,2	74,1	74,1	74,2	74,3	74,3	74,4	74,4	74,5
CAPEX [mln SEK]	-62,0	-200,0	-140,0	-75,0	-75,0	-75,0	-75,0	-75,0	-75,0	-75,0	-75,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln SEK]	-5,0	0,2	7,6	-3,9	-8,6	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
FCF [mln SEK]	218,3	-43,0	-3,4	43,5	62,1	70,6	70,1	69,3	68,3	67,0	65,4
DFCF [mln SEK]		-41,6	-3,1	37,6	50,8	54,5	51,0	47,6	44,2	40,9	37,7
Suma DFCF [mln SEK]		319,7									
Wartość rezydualna [mln SEK]		1 089,9	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln SEK]		628,6									
Wartość firmy EV [mln SEK]		948,3									
Dług netto* [mln SEK]		-174,2									
Wartość kapitału [mln SEK]		1 122,5									
Ilość akcji [mln szt.]		153,4									
Wartość kapitału na akcję [SEK]		7,3									

Przychody zmiana r/r	-4,7%	-1,0%	1,3%	1,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	-54,4%	-38,5%	-16,5%	48,3%	-0,5%	-0,8%	-1,2%	-1,6%	-2,0%	-2,5%	
FCF zmiana r/r	-	-	-	42,9%	13,6%	-0,7%	-1,1%	-1,5%	-1,9%	-2,4%	
Marża EBITDA	10,7%	8,6%	7,9%	9,5%	9,5%	9,5%	9,4%	9,3%	9,2%	9,1%	
Marża EBIT	7,0%	4,4%	3,6%	5,3%	5,2%	5,2%	5,1%	5,1%	5,0%	4,8%	
Marża NOPLAT	5,5%	3,4%	2,8%	4,1%	4,1%	4,1%	4,0%	3,9%	3,9%	3,8%	
CAPEX / Przychody	11,7%	8,3%	4,4%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	
CAPEX / Amortyzacja	318,1%	196,6%	101,3%	101,2%	101,1%	101,0%	100,9%	100,8%	100,8%	100,7%	
Zmiana KO / Przychody	0,0%	-0,4%	0,2%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Zmiana KO / Zmiana przychodów	0,3%	45,0%	17,1%	30,7%	30,5%	37,4%	44,3%	51,5%	58,8%	66,2%	

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
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	96,6%	93,5%	93,7%	97,0%	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	3,4%	6,5%	6,3%	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	5,9%	5,7%	5,7%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

Źródło: BDM S.A.*- uwzględnia akcje własne 822k szt. wartości ok. 5,2 mln SEK

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2016-2018 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 13 czerwca 2016 roku. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 0%.

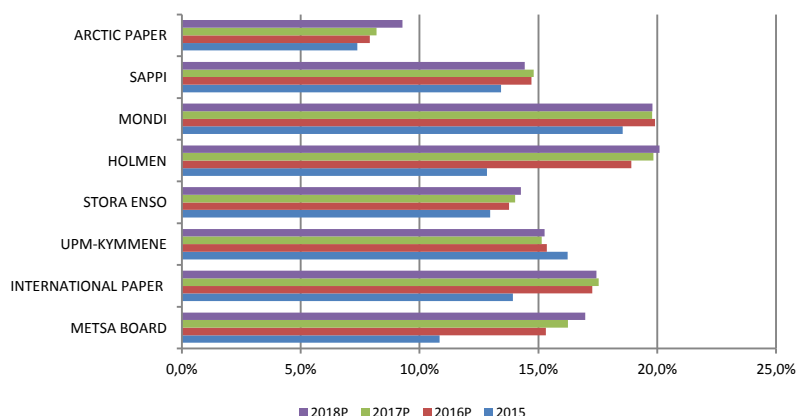
Porównując wyniki Arctic Paper ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 1,1 mld PLN, co odpowiada 15,4 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 5,0 PLN (bieżąca cena rynkowa) w odniesieniu do wskaźnika EV/EBITDA Arctic Paper jest notowany z ok. 60% dyskontem.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
METSA BOARD	15,6	12,3	10,6	8,2	6,8	6,0	12,6	9,8	8,2
INTERNATIONAL PAPER	12,7	12,3	11,7	7,1	6,7	6,7	11,0	10,5	10,1
UPM-KYMMENE	11,9	12,4	12,3	7,2	7,0	6,6	10,8	10,7	9,9
STORA ENSO	10,9	10,2	9,6	6,8	6,5	6,2	10,2	9,7	9,1
HOLMEN	15,4	15,1	14,8	9,3	8,7	8,4	14,1	13,0	12,4
MONDI	9,7	9,5	9,0	5,7	5,3	4,9	7,8	7,3	6,8
SAPPI	8,6	8,4	8,8	5,3	5,0	5,0	8,1	7,4	7,6
Mediana	11,9	12,3	10,6	7,1	6,7	6,2	10,8	9,8	9,1
ARCTIC PAPER	6,3	4,9	4,1	2,7	2,4	1,9	5,4	5,2	3,8
Premia/dyskonto do spółki	-47,2%	-60,0%	-61,0%	-62,5%	-64,6%	-69,6%	-50,0%	-47,2%	-59,0%
Wycena wg wskaźnika	8,6	12,5	12,8	20,1	20,4	22,1	14,1	12,6	15,8
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		11,3			20,9			14,1	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		15,4							

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 13.06.2016

Marża EBITDA Arctic Paper na tle spółek porównawczych



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE 1Q'16 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

Wyniki 1Q'16

Wyniki 1Q'16 okazały się lepsze od naszych jak i rynkowych oczekiwań, choć „po cichu” liczyliśmy na więcej, po bardzo dobrych rezultatach szwedzkiego UPM w segmencie papieru (8% marży EBITDA, czyli najlepiej od 3Q'14). W części papierniczej Arctic Paper EBITDA sięgnęła 31 mln PLN (marża 5,2%) i była porównywalna r/r. Liczymy, że ze względu na wyższe zapasy, obniżki cen celulozy będą wyraźniej widoczne od 2Q'16, kiedy to oczekujemy wzrostu marży EBITDA do 7-8%. W części celulozowej (Rottneros) wyniki również były wyższe od oczekiwań, niemniej przez znaczący spadek cenników celulozy NBSK (-7% r/r w USD i -10% r/r w SEK) wyniki spadły o 23% r/r. Liczymy, że od 2Q'16 struktura generowania wyników przesunie się w stronę dywizji papierniczej, co poprawi sytuację płynnościową spółki. W działalności zaniechanej spółka pokazała nieco wyższe koszty niż sądziliśmy (sprzedaż zapasów), ale nie powinny już one być widoczne w RZIS (obciążą cash flow).

Okres 1Q nie jest dobry jeśli chodzi o generowanie gotówki. Z reguły w 1Q sprzedaż papieru jest najwyższa w roku, co pociąga za sobą wzrost należności. Poprzednio spółka „ratowała się” wydłużaniem terminów spłaty zobowiązań. Teraz tego nie zrobiła, a dodatkowo cash flow obciążyło rozwiązanie rezerwy na wypłatę odszkodowań dla pracowników Mochenwangen.

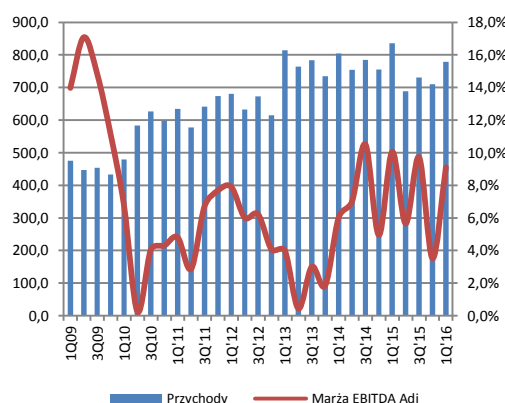
Wyniki finansowe za 1Q'16 [mln PLN]

	1Q'15	1Q'16	zmiana r/r	1Q'16P BDM	różnica	1Q'16P kons.	różnica
Przychody	836,2	778,6	-6,9%	777,7	0,1%	763,7	1,9%
Wynik brutto na sprzedaży	125,9	118,0	-6,2%	105,8	11,6%		
EBITDA	68,8	70,9	3,0%	51,9	36,6%	58,0	22,2%
EBITDA adj.	84,1	70,9	-15,7%	51,9	36,6%		
Rottneros	52,7	40,2	-23,7%	33,9	18,7%		
Arctic Paper	31,4	30,6	-2,3%	18,0	70,6%		
EBIT	37,6	41,4	10,0%	20,0	106,4%	28,9	43,2%
Zysk brutto	23,8	33,7	41,5%	13,9	141,9%		
Zysk netto	-3,7	8,3		-2,1		4,0	108,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	15,1%	15,2%		13,6%			
Marża EBITDA adj.	10,1%	9,1%		6,7%		7,6%	
Marża EBIT	4,5%	5,3%		2,6%		3,8%	
Marża zysku netto	-0,4%	1,1%		-0,3%		0,5%	

P/E 12M*	11,7
EV/EBITDA adj. 12M	3,0

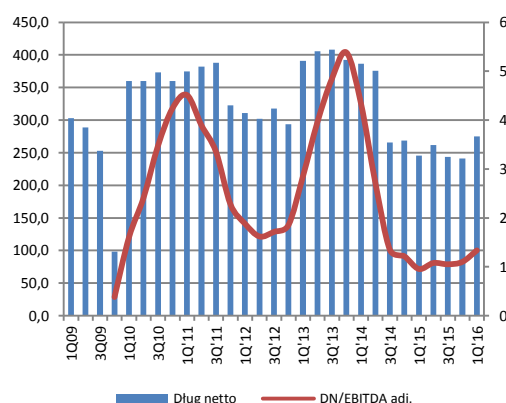
Źródło: BDM, Spółka. *- bez Mochenwangen

Wybrane skonsolidowane dane finansowe [mln PLN]



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

Dług netto i dług netto/EBITDA [mln PLN]



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

Perspektywa kolejnych kwartałów

Wybrane skonsolidowane dane finansowe i główne założenia [mln PLN]

Skonsolidowane	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2014	2015	2016P
Przychody	804,5	753,9	785,2	755,8	836,2	688,2	730,7	710,4	778,6	723,8	760,3	723,6	3 099,4	2 965,6	2 986,2
Zysk brutto ze sprzedaży	103,6	100,8	132,5	93,9	125,9	80,2	111,6	86,2	118,0	97,7	114,9	83,4	430,8	403,8	414,0
EBITDA	48,4	52,8	82,6	54,8	68,8	41,1	71,1	25,0	70,9	56,6	69,5	39,1	238,5	205,9	236,2
EBIT	19,3	24,2	53,7	19,4	37,6	11,9	43,0	-5,6	41,4	26,4	39,3	8,9	116,6	86,9	116,0
Zysk brutto	11,5	16,5	42,4	7,5	23,8	12,9	31,3	-9,6	33,7	20,2	33,1	2,6	77,9	58,3	89,6
Zysk netto	5,7	8,4	25,6	10,1	-3,7	-3,5	-3,7	-60,4	8,3	10,9	23,5	7,2	49,8	-71,3	49,9
Marża zysku brutto	12,9%	13,4%	16,9%	12,4%	15,1%	11,7%	15,3%	12,1%	15,2%	13,5%	15,1%	11,5%	13,9%	13,6%	13,9%
Marża EBITDA	6,0%	7,0%	10,5%	7,2%	8,2%	6,0%	9,7%	3,5%	9,1%	7,8%	9,1%	5,4%	7,7%	6,9%	7,9%
Marża EBIT	2,4%	3,2%	6,8%	2,6%	4,5%	1,7%	5,9%	-0,8%	5,3%	3,7%	5,2%	1,2%	3,8%	2,9%	3,9%
Marża netto	0,7%	1,1%	3,3%	1,3%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	-8,5%	1,1%	1,5%	3,1%	1,0%	1,6%	-2,4%	1,7%
NBSK [USD/t]	915,6	924,4	928,7	932,3	905,1	854,6	845,5	818,9	791,8	795,0	800,0	800,0	925,3	856,0	796,7
BHKP [USD/t]	767,9	751,6	729,2	735,2	749,7	781,5	804,2	802,3	762,4	697,9	720,0	720,0	746,0	784,4	725,1
EUR/USD	1,37	1,37	1,33	1,25	1,13	1,11	1,11	1,10	1,10	1,13	1,14	1,15	1,33	1,11	1,13
Papierówka [SEK/m3]	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	295,8	295,8	295,8	295,8	290,0	290,0	295,8
Energia [SEK/MWh]	270,0	290,0	310,0	290,0	270,0	200,0	150,0	204,0	220,0	210,0	200,0	210,0	290,0	206,0	210,0

Źródło: BDM, Spółka, Bloomberg, szacunki własne

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

Jednostkowe Arctic Paper	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2014	2015	2016P
Przychody	626,2	576,0	603,8	589,3	643,9	507,2	546,8	526,9	589,8	530,5	570,5	542,3	2 395,3	2 224,8	2 233,2
Zysk brutto ze sprzedaży	72,3	64,5	86,9	67,7	54,0	26,1	55,8	63,1	64,2	57,4	77,6	75,8	291,4	198,9	275,0
EBITDA	31,9	31,7	52,2	42,5	16,1	1,5	28,9	16,7	30,6	30,0	45,5	44,1	158,2	63,2	150,3
EBIT	9,4	10,0	29,7	13,9	-8,9	-21,5	7,1	-7,0	8,2	7,2	22,8	21,4	62,9	-30,3	59,5
Zysk brutto	1,6	2,2	18,8	1,6	-22,2	-20,1	-4,3	-10,1	1,4	1,0	16,6	15,2	24,2	-56,6	34,3
Zysk netto	1,6	2,2	18,8	1,6	-22,2	-20,1	-4,3	-10,1	1,4	1,0	16,6	15,2	24,2	-56,6	34,3
Marża zysku brutto	11,5%	11,2%	14,4%	11,5%	8,4%	5,1%	10,2%	12,0%	10,9%	10,8%	13,6%	14,0%	12,2%	8,9%	12,3%
Marża EBITDA	5,1%	5,5%	8,6%	7,2%	2,5%	0,3%	5,3%	3,2%	5,2%	5,7%	8,0%	8,1%	6,6%	2,8%	6,7%
Marża EBIT	1,5%	1,7%	4,9%	2,4%	-1,4%	-4,2%	1,3%	-1,3%	1,4%	1,4%	4,0%	3,9%	2,6%	-1,4%	2,7%
Marża netto	0,2%	0,4%	3,1%	0,3%	-3,5%	-4,0%	-0,8%	-1,9%	0,2%	0,2%	2,9%	2,8%	1,0%	-2,5%	1,5%
NBSK [USD/t]	915,6	924,4	928,7	932,3	905,1	854,6	845,5	818,9	791,8	795,0	800,0	800,0	925,3	856,0	796,7
BHKP [USD/t]	767,9	751,6	729,2	735,2	749,7	781,5	804,2	802,3	762,4	697,9	720,0	720,0	746,0	784,4	725,1
EUR/USD	1,37	1,37	1,33	1,25	1,13	1,11	1,11	1,10	1,10	1,13	1,14	1,15	1,33	1,11	1,13

Źródło: BDM, Spółka, Bloomberg, szacunki własne

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

Jednostkowe Rottneros	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2014	2015	2016P
Przychody	380,0	394,0	404,0	370,0	454,0	456,0	455,0	429,0	432,0	436,1	429,3	412,7	1 548,0	1 794,0	1 710,1
EBITDA	35,0	46,0	67,0	27,0	118,0	90,0	95,0	18,0	86,0	56,5	50,6	-10,5	175,0	321,0	182,6
EBIT	21,0	31,0	53,0	12,0	104,0	76,0	81,0	3,0	71,0	40,8	34,9	-26,2	117,0	264,0	120,4
Zysk brutto	20,0	31,0	52,0	13,0	103,0	75,0	80,0	1,0	69,0	40,6	34,7	-26,4	116,0	259,0	117,9
Zysk netto	16,0	24,0	41,0	54,0	80,0	81,0	62,0	1,0	54,0	31,7	27,0	-20,6	135,0	224,0	92,1
Marża EBITDA	9,2%	11,7%	16,6%	7,3%	26,0%	19,7%	20,9%	4,2%	19,9%	13,0%	11,8%	-2,5%	11,3%	17,9%	10,7%
Marża EBIT	5,5%	7,9%	13,1%	3,2%	22,9%	16,7%	17,8%	0,7%	16,4%	9,3%	8,1%	-6,3%	7,6%	14,7%	7,0%
Marża netto	4,2%	6,1%	10,1%	14,6%	17,6%	17,8%	13,6%	0,2%	12,5%	7,3%	6,3%	-5,0%	8,7%	12,5%	5,4%
NBSK [USD/t]	915,6	924,4	928,7	932,3	905,1	854,6	845,5	818,9	791,8	795,0	800,0	800,0	925,3	856,0	796,7
Papierówka [SEK/m3]	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	290,0	295,8	295,8	295,8	295,8	290,0	290,0	295,8
Energia [SEK/MWh]	270,0	290,0	310,0	290,0	270,0	200,0	150,0	204,0	220,0	210,0	200,0	210,0	290,0	206,0	210,0
SEK/USD	0,15	0,15	0,14	0,13	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,15	0,12	0,12

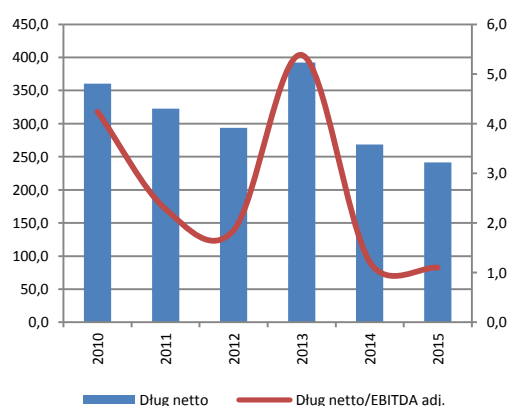
Źródło: BDM, Spółka, Bloomberg, szacunki własne

ZADŁUŻENIE

Na koniec 2015 roku dług netto grupy Arctic Paper kształtował się na poziomie 241 mln PLN (275 mln PLN na koniec 1Q'16) i stanowił 1,1x oczyszczonej EBITDA (1,3x 1Q'16). Zadłużona jest wyłącznie część papiernicza. Rottneros posiada gotówkę netto. Dług samego Arctic Paper na koniec 2015 roku to 317 mln PLN (349 mln PLN 1Q'16) czyli 4,1x oczyszczona EBITDA (4,6x 1Q'16). Mając na względzie dołek wyników finansowych w części papierniczej (3-4Q'15), za sprawą poprawiającego się otoczenia surowcowego, liczymy na spadek tego wskaźnika dla samego Arctic Paper w okolice 2,0x na koniec 2016 roku.

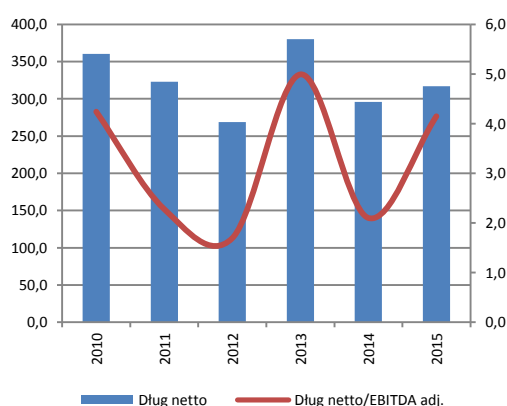
Struktura zadłużenia spółki na koniec 2015 roku to 43% kredytów terminowych i 30% odnawialnych linii kredytowych. Ok. 15% stanowi pożyczka od głównego właściciela, a 12% to leasing/factoring. Ponad 60% zadłużenia jest w PLN, ponad 30% w EUR, a reszta w SEK.

Dług netto grupy Arctic Paper [mln PLN]



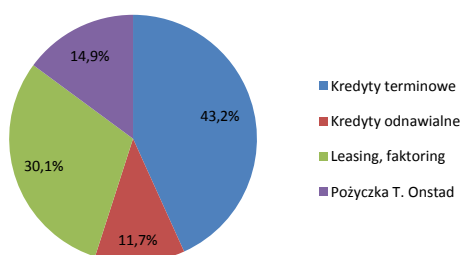
Źródło: BDM, Spółka. LS: dług netto, PS: DN/EBITDA

Dług netto Arctic Paper- bez Rottneros [mln PLN]



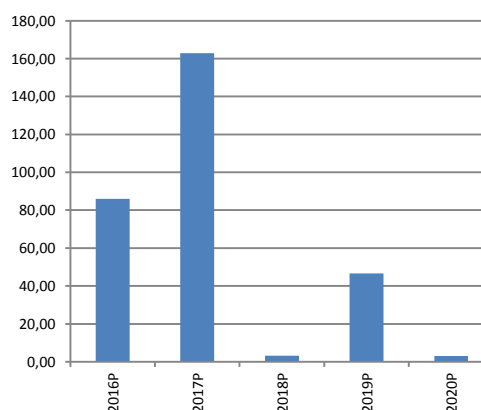
Źródło: BDM, Spółka. LS: dług netto, PS: DN/EBITDA

Struktura zadłużenia grupy Arctic Paper 2015 rok



Źródło: BDM, Spółka

Zapadalność zadłużenia



Źródło: BDM, Spółka

Plan refinansowania

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

Główne kredyty terminowe zapadają w spółce w 2017 roku (ponad 160 mln PLN, w tym w listopadzie '17 145 mln PLN). W 2016 roku spółka ma do spłacenia 86 mln PLN i są to głównie kredyty odnawialne i kredyt w SEK (12 mln PLN). Pożyczka od głównego właściciela zapada w 2019 roku.

Celem spółki jest obniżka kosztów finansowych o kilka mln PLN, które w 2015 roku wynosiły ok. 22 mln PLN (18 mln PLN dla samych kredytów) czyli 5,1% (7,9% dla kredytów).

Opcje refinansowania

REFINANSOWANIE 2016	źródło	wartość
opcja I	obligacje	150 000 tys. PLN
opcja II	kredyty	424 080 tys. PLN
	terminowy	85 700 tys. EUR
	odnawialny	47 000 tys. PLN

Źródło: BDM, Spółka

ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA 2015-2017

Wyższe wyniki 4Q'15 przyczyniły się do lepszego zakończenia roku niż sądziliśmy (EBITDA grupy +5% vs oczek., w tym w papierze +20% vs oczek). Wpływ na to miała głównie lepsza sprzedaż wolumenowa i efektywność produkcji (program optymalizacji kosztów).

Na 2016 rok nasze założenia EBITDA zostały podniesione głównie dzięki niższej cenie celulozy BHKP (efekt ok. 40 mln PLN) i wyższego kursu EUR/USD (efekt ok. 9 mln PLN). W 1Q'16 spółka pokazała wyniki lepsze o ok. 40% na poziomie EBITDA od naszych pierwotnych oczekiwań. Oczywiście podwyższenie projekcji wynika głównie z podniesienia marży w segmencie papieru (efekt niższych cen celulozy).

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

	2015			2016P			2017P		
	poprzednio	faktyczne	zmiana	poprzednio*	obecnie	zmiana	poprzednio*	obecnie	zmiana
Przychody	2 957,8	2 965,6	0,3%	2 991,5	2 986,2	-0,2%	2 996,5	3 002,2	0,2%
Papier	2 234,9	2 224,8	-0,5%	2 270,8	2 233,2	-1,7%	2 284,0	2 262,3	-1,0%
Celuloza	722,9	740,8	2,5%	720,7	753,0	4,5%	712,5	739,9	3,8%
EBITDA	196,6	205,9	4,8%	179,6	236,2	31,5%	236,4	245,7	4,0%
Papier	49,3	59,1	19,7%	120,0	154,0	28,4%	180,3	179,9	-0,3%
Celuloza	139,6	143,0	2,4%	76,3	86,2	13,0%	78,6	67,0	-14,8%
EBIT	81,8	86,9	6,2%	63,6	116,0	82,5%	114,6	113,6	-0,9%
Papier	-50,0	-24,6	-50,7%	34,5	56,2	63,1%	93,4	74,3	-20,4%
Celuloza	108,9	117,2	7,7%	46,1	56,5	22,7%	44,1	32,4	-26,6%
Wynik netto	-77,1	-71,3	-7,6%	18,2	49,9	174,4%	67,3	70,5	4,8%
<i>Marża EBITDA</i>	6,6%	6,9%		6,0%	7,9%		7,9%	8,2%	
<i>Papier</i>	2,2%	2,7%		5,3%	6,9%		7,9%	7,9%	
<i>Celuloza</i>	19,3%	19,3%		10,6%	11,5%		11,0%	9,1%	
<i>Marża EBIT</i>	2,8%	2,9%		2,1%	3,9%		3,8%	3,8%	
<i>Papier</i>	-2,2%	-1,1%		1,5%	2,5%		4,1%	3,3%	
<i>Celuloza</i>	15,1%	15,8%		6,4%	7,5%		6,2%	4,4%	
<i>Marża netto</i>	-2,6%	-2,4%		0,6%	1,7%		2,2%	2,3%	
Wolumen [tys. ton]	726,6	740,0	1,8%	665,6	651,8	-2,1%	665,6	651,8	-2,1%
Średnia cena papieru [EUR/t]	778,5	777,3	-0,2%	778,5	783,6	0,7%	778,5	777,0	-0,2%
CWF FOEX [EUR/t]	653,2	653,1	0,0%	653,2	658,6	0,8%	653,2	658,6	0,8%
NBSK FOEX [USD/t]	855,8	856,0	0,0%	800,0	796,7	-0,4%	820,0	820,0	0,0%
BHKP FOEX [USD/t]	784,7	784,4	0,0%	760,0	725,1	-4,6%	720,0	720,0	0,0%
EUR/USD	1,11	1,11	0,0%	1,10	1,13	2,7%	1,12	1,16	3,5%

Źródło: BDM S.A., szacunki własne. *- prognozy z dnia 11.12.2015

PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2016-2025

Główne założenia do wyników

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Wolumeny papieru tys. ton	760,0	740,0	651,8	651,8	651,8	651,8	651,8	651,8	651,8	651,8	651,8	651,8
zmiana r/r	2,5%	-2,6%	-11,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
UWF tys. ton	520,7	505,9	414,5	414,5	414,5	414,5	414,5	414,5	414,5	414,5	414,5	414,5
zmiana r/r	1,2%	-2,8%	-18,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CWF tys. ton	205,2	199,8	203,2	203,2	203,2	203,2	203,2	203,2	203,2	203,2	203,2	203,2
zmiana r/r	6,8%	-2,6%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wolumeny celulozy												
Rottneros, Valvik całość tys. ton	344,7	372,2	377,2	391,0	403,8	403,8	403,8	403,8	403,8	403,8	403,8	403,8
zmiana r/r	4,0%	8,0%	1,3%	3,7%	3,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
na zewnątrz tys. ton	331,7	351,0	352,9	351,9	343,2	323,0	323,0	323,0	323,0	323,0	323,0	323,0
zmiana r/r	5,4%	5,8%	0,5%	-0,3%	-2,5%	-5,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny papierów												
UWF EUR/t	789,9	732,1	840,2	826,1	826,1	826,1	826,1	826,1	826,1	826,1	826,1	826,1
zmiana r/r	-3,0%	-7,3%	14,8%	-1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CWF EUR/t	784,6	807,3	799,8	807,3	807,3	807,3	807,3	807,3	807,3	807,3	807,3	807,3
zmiana r/r	-7,1%	2,9%	-0,9%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny celulozy												
NBSK USD/t	925,3	856,0	796,7	820,0	820,0	850,0	850,0	850,0	850,0	850,0	850,0	850,0
zmiana r/r	8,0%	-7,5%	-6,9%	2,9%	0,0%	3,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
BHKP USD/t	746,0	784,4	725,1	720,0	720,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0	750,0
zmiana r/r	-5,8%	5,2%	-7,6%	-0,7%	0,0%	4,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny drewna (papierówki) w Szwecji SEK/m3	290,0	290,0	295,8	301,7	307,8	313,9	320,2	326,6	333,1	339,8	346,6	353,5
zmiana r/r	0,0%	0,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Kursy walutowe												
EUR/USD	1,33	1,11	1,13	1,16	1,19	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21
zmiana r/r	-0,1%	-16,3%	1,9%	2,8%	1,9%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EUR/PLN	4,19	4,18	4,37	4,47	4,47	4,47	4,47	4,47	4,47	4,47	4,47	4,47
zmiana r/r	-0,2%	0,0%	4,5%	2,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EUR/SEK	9,10	9,36	9,24	9,20	9,20	9,20	9,20	9,20	9,20	9,20	9,20	9,20
zmiana r/r	5,2%	2,8%	-1,2%	-0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
SEK/PLN	0,46	0,45	0,47	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49
zmiana r/r	-5,2%	-2,8%	5,8%	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Teoretyczne spready												
UWF- BHKP EUR/t	227,5	25,5	199,2	207,2	218,6	205,6	205,6	205,6	205,6	205,6	205,6	205,6
zmiana r/r	4,5%	-88,8%	682,7%	4,0%	5,5%	-6,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CWF- BHKP EUR/t	222,2	100,7	158,8	188,4	199,9	186,8	186,8	186,8	186,8	186,8	186,8	186,8
zmiana r/r	-10,6%	-54,7%	57,7%	18,7%	6,1%	-6,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CWF FOEX- BHKP EUR/t	96,8	-53,6	17,6	39,7	51,1	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0
zmiana r/r	21,5%	-155,3%	-132,8%	125,6%	28,8%	-25,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NBSK- drewno Szwecja SEK/t*	5 186,7	6 055,4	5 326,6	5 278,1	5 134,2	5 214,9	5 189,8	5 164,2	5 138,1	5 111,4	5 084,3	5 056,5
zmiana r/r	17,3%	16,7%	-12,0%	-0,9%	-2,7%	1,6%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%

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

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	843,7	878,1	900,5	938,4	942,7	944,3	945,1	945,3	945,0	944,4	943,5	942,4
Wartości niematerialne i prawne	50,7	51,6	52,5	53,4	54,2	54,9	55,7	56,3	57,0	57,7	58,3	58,9
Rzeczowe aktywa trwałe	726,4	719,8	788,8	825,8	829,3	830,1	830,2	829,7	828,7	827,4	825,9	824,3
Aktywa obrotowe	919,0	935,1	849,1	846,5	853,9	844,9	845,2	843,9	842,2	822,1	833,5	866,0
Zapasy	376,5	390,6	393,3	395,5	391,3	387,2	387,2	387,2	387,1	387,1	387,1	387,1
Należności krótkoterminowe	346,0	343,4	345,8	347,7	344,0	340,4	340,4	340,4	340,4	340,4	340,3	340,3
Inwestycje krótkoterminowe	196,6	201,0	110,0	103,4	118,6	117,3	117,6	116,4	114,7	94,6	106,0	138,6
-środki pieniężne i ekwiwalenty	158,4	188,6	97,5	90,9	106,2	104,8	105,1	103,9	102,2	82,1	93,5	126,1
Aktywa razem	1 762,8	1 813,2	1 749,7	1 784,9	1 796,6	1 789,2	1 790,3	1 789,2	1 787,2	1 766,4	1 776,9	1 808,5
Kapitał (fundusz) własny	543,6	476,1	521,0	591,5	647,2	677,5	711,4	743,2	774,2	793,0	810,2	825,5
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	472,7	447,6	376,4	412,3	454,6	504,9	543,2	578,9	612,2	633,5	653,8	672,9
Zysk (strata) netto	49,8	-71,3	49,9	70,5	83,9	63,8	59,4	55,6	53,2	50,7	47,7	43,9
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 037,7	1 136,4	1 007,9	960,1	905,8	851,5	801,5	751,5	701,5	645,1	621,7	621,7
Rezerwy na zobowiązania	122,9	85,3	85,3	85,3	85,3	85,3	85,3	85,3	85,3	85,3	85,3	85,3
Zobowiązania długoterminowe	333,0	287,3	257,3	227,3	197,3	167,3	137,3	107,3	77,3	47,3	23,9	23,9
-oprocentowane	306,4	263,4	233,4	203,4	173,4	143,4	113,4	83,4	53,4	23,4	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe*	581,8	763,8	665,3	647,5	623,2	598,9	578,9	558,9	538,9	512,5	512,5	512,4
-oprocentowane	120,6	166,4	146,4	126,4	106,4	86,4	66,4	46,4	26,4	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	1 762,8	1 813,2	1 749,7	1 784,9	1 796,6	1 789,2	1 790,3	1 789,2	1 787,2	1 766,4	1 776,9	1 808,5

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży	3 099,4	2 965,6	2 986,2	3 002,2	2 970,4	2 939,6	2 939,5	2 939,3	2 939,1	2 939,0	2 938,8	2 938,7
Koszty produktów, tow. i materiałów	2 668,6	2 561,8	2 572,2	2 587,6	2 532,1	2 522,3	2 526,8	2 531,4	2 535,5	2 539,7	2 544,1	2 548,7
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	430,8	403,8	414,0	414,6	438,3	417,3	412,7	407,9	403,7	399,3	394,7	390,0
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	364,4	337,7	311,6	314,3	312,9	311,7	313,1	314,5	315,9	317,3	318,8	320,3
Zysk (strata) na sprzedaży	66,4	66,1	102,4	100,4	125,3	105,6	99,6	93,5	87,8	82,0	75,9	69,7
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	50,2	20,8	13,6	13,2	13,2	13,1	11,8	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5
EBITDA	238,5	205,9	236,2	245,7	275,7	257,1	250,6	243,8	238,6	233,1	227,3	221,2
EBIT	116,6	86,9	116,0	113,6	138,5	118,7	111,4	104,0	98,3	92,5	86,4	80,2
Saldo działalności finansowej	-38,8	-28,6	-26,4	-23,5	-20,7	-18,0	-15,4	-12,9	-10,4	-7,9	-5,9	-4,9
Zysk (strata) brutto	77,9	58,3	89,6	90,2	117,8	100,7	96,0	91,1	87,9	84,6	80,5	75,3
Zysk (strata) netto	49,8	-71,3	49,9	70,5	83,9	63,8	59,4	55,6	53,2	50,7	47,7	43,9

CF [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	206,4	172,7	167,3	230,2	249,1	233,7	224,8	219,0	214,4	209,6	204,6	199,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-60,2	-81,6	-187,7	-168,7	-140,1	-138,5	-138,5	-138,5	-138,5	-138,7	-138,8	-138,3
Przepływy z działalności finansowej	-104,4	-63,4	-70,7	-68,1	-93,8	-96,6	-86,0	-81,7	-77,6	-90,9	-54,4	-28,6
Przepływy pieniężne netto	41,9	27,7	-91,1	-6,6	15,3	-1,4	0,3	-1,2	-1,7	-20,1	11,4	32,6
Środki pieniężne na początek okresu	118,0	158,4	188,6	97,5	90,9	106,2	104,8	105,1	103,9	102,2	82,1	93,5
Środki pieniężne na koniec okresu	158,4	188,6	97,5	90,9	106,2	104,8	105,1	103,9	102,2	82,1	93,5	126,1

Źródło: BDM S.A. *-uwzględnia RMK związane z przejściem aktywów Rottneros

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	-4,3%	0,7%	0,5%	-1,1%	-1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	-13,7%	14,7%	4,1%	12,2%	-6,7%	-2,5%	-2,7%	-2,1%	-2,3%	-2,5%	-2,7%
EBIT zmiana r/r	-25,5%	33,5%	-2,1%	21,9%	-14,3%	-6,2%	-6,7%	-5,5%	-5,9%	-6,5%	-7,2%
Zysk netto zmiana r/r	-243,0%	-170,1%	41,2%	19,1%	-23,9%	-6,9%	-6,4%	-4,3%	-4,7%	-5,9%	-8,0%
Marża brutto na sprzedaży	13,6%	13,9%	13,8%	14,8%	14,2%	14,0%	13,9%	13,7%	13,6%	13,4%	13,3%
Marża EBITDA	6,9%	7,9%	8,2%	9,3%	8,7%	8,5%	8,3%	8,1%	7,9%	7,7%	7,5%
Marża EBIT	2,9%	3,9%	3,8%	4,7%	4,0%	3,8%	3,5%	3,3%	3,1%	2,9%	2,7%
Marża brutto	2,0%	3,0%	3,0%	4,0%	3,4%	3,3%	3,1%	3,0%	2,9%	2,7%	2,6%
Marża netto	-2,4%	1,7%	2,3%	2,8%	2,2%	2,0%	1,9%	1,8%	1,7%	1,6%	1,5%
COGS / przychody	86,4%	86,1%	86,2%	85,2%	85,8%	86,0%	86,1%	86,3%	86,4%	86,6%	86,7%
SG&A / przychody	11,4%	10,4%	10,5%	10,5%	10,6%	10,7%	10,7%	10,7%	10,8%	10,8%	10,9%
SG&A / COGS	13,2%	12,1%	12,1%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,5%	12,5%	12,5%	12,6%
ROE	-10,5%	6,7%	8,5%	9,4%	6,8%	6,0%	5,4%	4,9%	4,5%	4,1%	3,7%
ROA	-7,4%	2,8%	-3,9%	2,9%	3,9%	4,7%	3,6%	3,3%	3,1%	3,0%	2,9%
Dług	429,7	379,7	329,7	279,7	229,7	179,7	129,7	79,7	23,4	0,0	0,0
D / (D+E)	23,7%	21,7%	18,5%	15,6%	12,8%	10,0%	7,3%	4,5%	1,3%	0,0%	0,0%
D / E	31,1%	27,7%	22,7%	18,4%	14,7%	11,2%	7,8%	4,7%	1,3%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-32,9%	-22,8%	-20,6%	-15,0%	-15,1%	-13,9%	-12,4%	-10,5%	-8,5%	-6,8%	-6,1%
Dług / kapitał własny	63,5%	51,2%	40,0%	31,4%	24,5%	18,2%	12,5%	7,3%	2,1%	0,0%	0,0%
Dług netto	241,2	282,3	238,9	173,6	125,0	74,7	25,8	-22,4	-58,8	-93,5	-126,1
Dług netto / kapitał własny	0,5	0,5	0,4	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2
Dług netto / EBITDA	1,2	1,2	1,0	0,6	0,5	0,3	0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,6
Dług netto / EBIT	2,8	2,4	2,1	1,3	1,1	0,7	0,2	-0,2	-0,6	-1,1	-1,6
EV	594,6	635,6	592,2	527,0	478,3	428,0	379,2	330,9	294,6	259,8	227,2
Dług / EV	72,3%	59,7%	55,7%	53,1%	48,0%	42,0%	34,2%	24,1%	7,9%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	3,5%	6,4%	5,7%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
CAPEX / Amortyzacja	86,5%	158,2%	128,7%	103,1%	101,2%	100,6%	100,1%	99,8%	99,6%	99,4%	99,3%
Amortyzacja / Przychody	3,8%	4,0%	4,4%	4,6%	4,7%	4,7%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Zmiana KO / Przychody	0,2%	0,1%	0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-4,1%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Wskaźniki rynkowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S*	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
P/E*	-	6,9	4,9	4,1	5,4	5,8	6,2	6,5	6,8	7,3	7,9
P/BV*	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/CE*	7,2	2,0	1,7	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9
EV/EBITDA*	2,9	2,7	2,4	1,9	1,8	1,7	1,5	1,4	1,2	1,1	1,0
EV/EBIT*	6,8	5,4	5,2	3,8	4,0	3,8	3,6	3,3	3,1	2,9	2,7
EV/S*	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
BVPS	9,8	10,7	11,9	12,9	13,5	14,3	15,0	15,7	16,2	16,7	17,1
EPS	-1,0	0,7	1,0	1,2	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6
CEPS	0,7	2,5	2,9	3,2	2,9	2,9	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7
FCFPS	-0,1	0,9	1,6	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9	0,9
DPS	0,00	0,00	0,00	0,41	0,48	0,37	0,34	0,32	0,46	0,44	0,41
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	60,0%	60,0%	60,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 5,0 PLN/akcję

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
strategia, banki/finanse, media, handel stala

Krzysztof Pado
Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny/papierniczy

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Kupuj	6,1	Kupuj	5,6	13.06.2016	5,0	45 022,0
Kupuj	5,6	Kupuj	5,5	11.12.2015	3,4	44 807,8
Kupuj	5,5	Akumuluj	4,05	27.05.2015	3,25	55 746,4
Akumuluj	4,05	Kupuj	3,5	15.04.2015	3,6	56 648,2
Kupuj	3,5	Trzymaj	5,6	23.09.2013	2,14	50 308,2
Trzymaj	5,6	Redukuj	5,6	28.05.2013	5,1	47 656,3
Redukuj	5,6	Akumuluj	5,9	27.03.2013	6,5	44 754,0
Akumuluj	5,9	Kupuj	5,9	06.09.2012	5,35	41 877,5
Kupuj	5,9	Akumuluj	8,1	28.05.2012	4,8	37 174,3
Akumuluj	8,1	Kupuj	6,0	30.11.2011	7,0	38 123,4
Kupuj	6,0	-	-	05.08.2011	4,8	41 741,0

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 2Q'16:

Kupuj	6	35%
Akumuluj	7	41%
Trzymaj	2	12%
Redukuj	2	12%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

Kupuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa - teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj - inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj - proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj - inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj - proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj - inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF - najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny - opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM - opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza - bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Nota prawna:

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumentie 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 13.06.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 16.06.2016 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. 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 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 13.06.2016 roku:

- BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych i emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.