Dom Maklerski BDM S.A.

ARCTIC PAPER

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIO: TRZYMAJ)

WYCENA 6,3 PLN

21 MAJ 2018, 11:45 CEST

Nasze obawy o wyniki segmentu papierniczego w obliczu rekordowo wysokich cen celulozy nie potwierdziły się. Spółka pozytywnie zaskoczyła marżą w tym biznesie w 4Q'17 i w szczególności w 1Q'18, z sukcesem implementując podwyżki cen papierów (czołowi producenci europejscy ogłosili kolejną rewizję cenników od kwietnia/maja). W tym samym czasie inwestorzy dostali garść pozytywnych informacji korporacyjnych odnośnie m.in. dywidendy (0,2 PLN DPS, 4,7% DY), strategii do 2022 roku (cel 10% m. EBIT vs 3% obecnie) i inwestycji (szacowany potencjał wzrostu EBITDA to ok. 16 mln PLN EBITDA przy 71 mln PLN CAPEX). Dostrzegając niską wycenę rynkową i wzrosty kursów akcji spółek z branży celulozowo-papierniczej decydujemy się podnieść nasze zalecenie dla spółki do KUPUJ z wyceną 6,3 PLN/akcję.

W 1Q'18 EBITDA grupy spadła o ok. 6% r/r do 71 mln PLN przy wzroście przychodów o 2% r/r (790 mln PLN). EBITDA w segmencie papierniczym ukształtowała się na poziomie 31,4 mln PLN (-20% r/r) przy EBITDA w Rottneros blisko 40 mln PLN (+9% r/r). Wyniki w segmencie papieru (marża 5,5%) odbieramy bardzo pozytywnie. Okazały się ponad 3 razy wyższe niż nasze założenia, mimo bardzo wymagającego otoczenia po stronie kosztów surowcowych (gł. celulozy BHKP +48% r/r). Pozytywnie zaskoczeni jesteśmy dynamiką wzrostu średniej ceny papieru (+3,8% q/q, +7,1% r/r). Rozczarował nieco wolumen sprzedaży (-3,8% r/r). Spółka informowała w raporcie o problemach z rozruchem maszyny PM10 w Grycksbo. W efekcie fabryka zanotowała ponad 6 mln PLN straty EBITDA. Produkcja/sprzedaż w 2 kluczowych fabrykach (Kostrzyn, Munkedals) była stabilna.

Nasze pesymistyczne założenia na 4Q'17 i 1Q'18 dla segmentu papierniczego z ostatniego RA (15.12.2017) nie zostały potwierdzone. Spółka pokazała bardzo dobre wyniki segmentu papierniczego utrzymując oczyszczoną marżę EBITDA w okolicach 5%, podczas gdy my obawialiśmy się straty EBITDA w 1Q'18. W rezultacie istotnie zrewidowaliśmy nasze założenia na 2018 rok (+16% EBITDA w papierze, +28% w celulozie) i 2019 rok (odpowiednio +64% papier, +20% celuloza).

W 2018 roku obserwujemy bardzo dobre zachowanie kursów akcji spółek z branży celulozowo-papierniczej. Notowania szwedzkich UPM i Stora Enso wzrosły o 20-30% (2018 YTD), a Rottneros o blisko 60% przy ok. 7% wzroście Arctic Paper. Jednocześnie dostrzegamy duże dyskonto wyceny Arctic Paper i Rottneros do spółek porównywalnych jak i historycznych wskaźników.

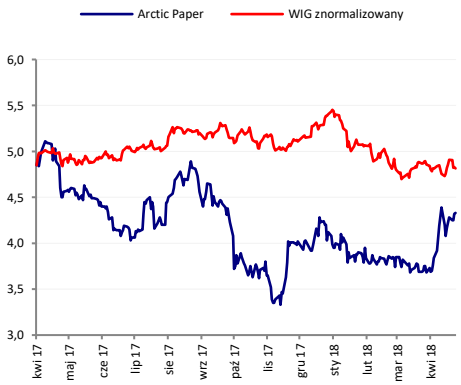
W marcu'18 w komunikacje prasowym spółka poinformowała o przyjęciu nowej strategii dla segmentu papierniczego. Arctic Paper zakłada w niej m.in. poprawę rentowności. Chce docelowo, najpóźniej w 2022 roku, osiągnąć 10% rentowności EBIT przy obecnie ok. 3% (gł. konkurent UPM ok. 5%). Zarząd na konferencji po wynikach 2017 roku informował, że będzie koncentrował się na produktach niszowych. Ze strategią nie wiążą się dużo wyższe nakłady inwestycyjne ponad te, które zostały już ogłoszone. Cel 10% marży traktujemy jako bardzo ambitny. W swoich prognozach przyjmujemy, ze osiągalna marża EBIT w tym okresie to 3-4%.

Wycena SOTP [PLN]	6,3
wycena DCF Arctic Paper [PLN]	2,9
wycena DCF Rottneros [PLN]	3,3
Wycena porównawcza [PLN]	25,0
Wycena końcowa [PLN]	**6,3**
Potencjał do wzrostu / spadku	**45,6%**
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	4,30
Kapitalizacja [mln PLN]	297,9
Ilość akcji [mln. szt.]	69,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	4,39
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	3,33
Stopa zwrotu za 3 mc	10,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	14,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	0,5%
Struktura akcjonariatu:	
Thomas Onstad wraz z Trebruk i Nemus Holding	68,13%
Pozostali	31,87%

Krystian Brymora
brymora@bdm.com.pl
tel. (0-32) 208-14-35
Dom Maklerski BDM S.A.

	2015*	2016*	2017*	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	2 965,6	2 967,0	2 952,8	3 304,9	3 442,9	3 409,7
EBITDA adj. [mln PLN]	219,1	250,1	244,4	271,5	281,2	276,1
EBIT adj. [mln PLN]	100,0	129,2	133,3	174,4	177,1	169,7
Wynik netto adj.** [mln PLN]	25,6	41,9	60,5	68,2	79,9	94,6
P/BV	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
P/E	11,6	7,1	4,9	4,4	3,7	3,1
EV/EBITDA skoryg.***	3,9	2,8	2,6	2,7	2,1	1,4
EV/EBIT	5,4	4,3	3,8	3,0	2,7	2,4

*- wyniki oczyszczone o zdarzenia jednorazowe. **- od 2015 roku z działalności kontynuowanej dla j.dom. ***- o udziały w Rottneross (51,27%)



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

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

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE ... 3
- LEPSZE OD OCZEKIWAŃ WYNIKI SEGMENTU PAPIERNICZEGO ... 3
- WYSOKA WYCENA ROTTNEROS I SPÓŁEK PORÓWNAWCZYCH ... 4
- DYWIDENDA, STRATEGIA, INWESTYCJE ... 5
- STOPNIOWE PODWYŻKI CEN PAPIERÓW ... 6

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA ... 7

WYCENA SOTP ... 8

WYCENA PORÓWNAWCZA ... 12

WYNIKI FINANSOWE 1Q'18 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW ... 13
- WYNIKI 1Q'18 ... 13
- PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW ... 14

STRATEGIA 2022 ... 15

ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA 2017-2019 ... 16
- ZMIANA WYCENY SOTP ... 16

PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2018-2027 ... 17

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE ... 18

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 6,3 PLN/akcję. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek z branży papierniczej, oparta na prognozach wyników na lata 2018 – 2020 dała wartość 1 akcji na poziomie 25 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 6,3 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena SOTP [PLN/akcję]	**100%**	**6,3**
Wycena SOTP [mln PLN]		433,9
Wycena Arctic Paper- część papiernicza [mln PLN]		204,4
Wycena Rottneros [mln PLN]*		447,7
Udziały mniejszości [mln PLN]**		-218,2
Wycena metodą porównawczą [PLN/akcję]	**0%**	**25,0**
Wycena spółki [PLN]		**6,3**

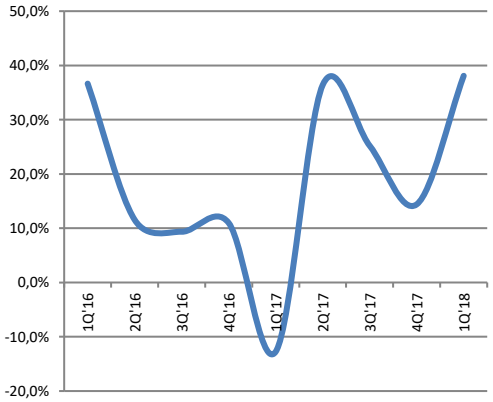
Źródło: BDM S.A.-kurs SEK/PLN 0,4166. **- Arctic Paper posiada 51,27% udziałów w Rottneros*

Lepsze od oczekiwań wyniki segmentu papierniczego

Spółka pozytywnie zaskoczyła wynikami za 4Q'17 i 1Q'18. W kluczowym segmencie papierniczym oczyszczona EBITDA była wyższa od naszych oczekiwań odpowiednio o 28% (4Q'17) i ponad 3x (1Q'18).

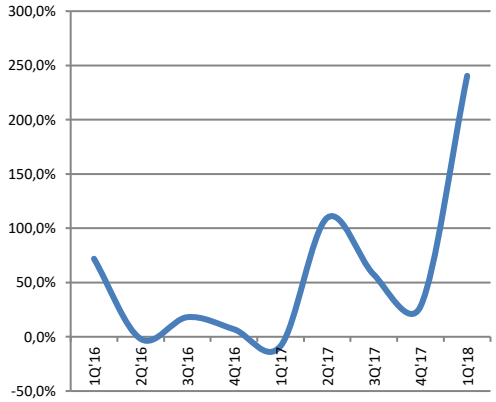
W poprzednim RA z 15.12.2017 roku obawialiśmy się, że spółka może nawet zanotować stratę EBITDA w tym segmencie w 1Q'18. Nasze obawy nie potwierdziły się. Spółka z sukcesem wprowadziła podwyżki cen papierów, które w 1Q'18 wzrosły średnio o 3,8% q/q.

Zaskoczenie EBITDA adj. Grupa Arctic Paper



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

Zaskoczenie EBITDA adj. segment papieru Arctic Paper



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

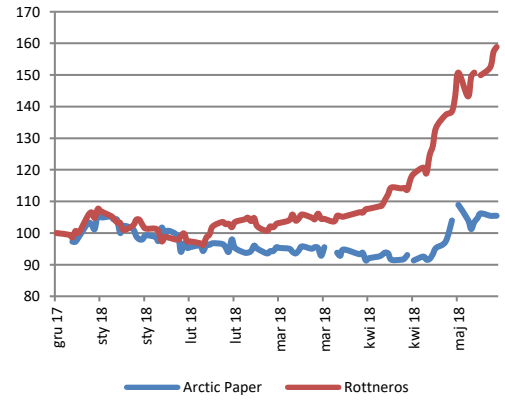
Wysoka wycena Rottneros i spółek porównawczych

W 2018 roku obserwujemy bardzo dobre zachowanie kursów akcji spółek z branży celulozowo-papierniczej. Notowania szwedzkich UPM i Stora Enso wzrosły o 20-30% (2018 YTD) przy ok. 7% wzroście Arctic Paper.

Notowania zależnej od Arctic Paper szwedzkiej celulozowni wzrosły w 2018 roku (YTD) o blisko 60%. Nie przekłada się to na wycenę spółki „matki".

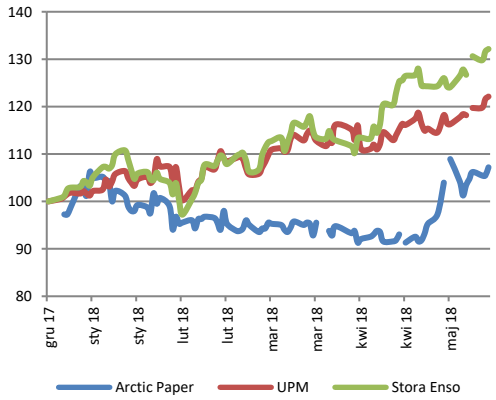
Jednocześnie dostrzegamy duże dyskonto wyceny Arctic Paper i Rottneros do spółek porównywalnych jak i historycznych wskaźników. Arctic Paper handlowany jest z ok. 40% dyskontem do historycznej EBITDA i z ok. 70% dyskontem do mediany spółek porównawczych (EV/EBITDA'18), nawet po skorygowaniu wyników o udziały w Rottneros (51,3%). Z kolei Rottneros wyceniany jest z ok. 30% dyskontem do producentów celulozy BHKP (brak miarodajnych, publicznych producentów NBSK).

Kurs akcji Arctic Paper i Rottneros 2018 YTD



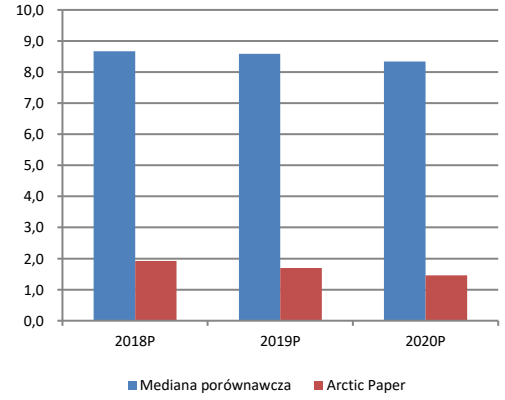
Źródło: BDM, Bloomberg, 2017=100

Kursy akcji spółek papierniczych 2018 YTD



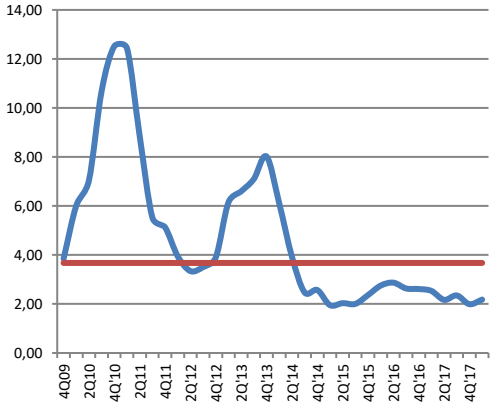
Źródło: BDM, Bloomberg, 2017=100

EV/EBITDA Arctic Paper na tle grupy porównawczej



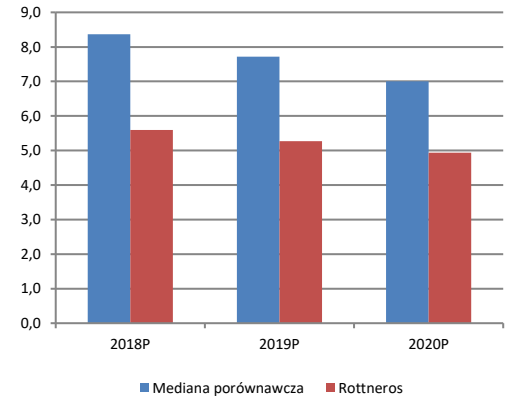
Źródło: BDM, spółka, Bloomberg

Historyczna wycena EV/RBITDA Arctic Paper



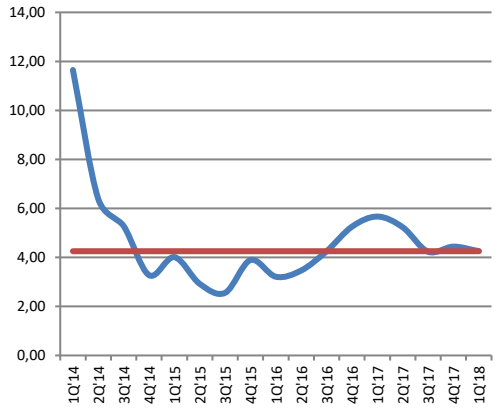
Źródło: BDM, spółka, Bloomberg. Mediana 2009-2017=3,9x. Kurs akcji EoP.

EV/EBITDA Rottneros na tle grupy porównawczej



Źródło: BDM, spółka, Bloomberg

Historyczna wycena EV/Rottneros



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

Dywidenda, strategia, inwestycje

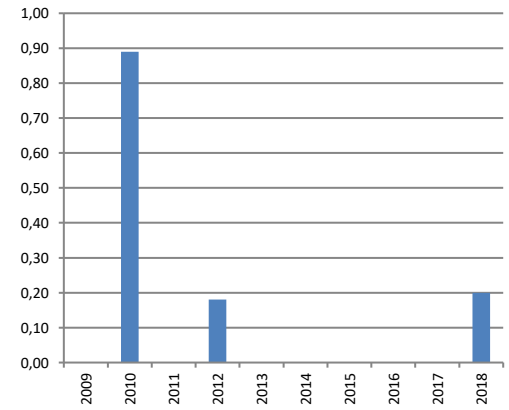
W ostatnich miesiącach na rynek napłynęło kilka pozytywnych informacji o:

- rekomendacji zarządu i RN co do dywidendy z zysku za 2017 rok (DY 4,7%- powyżej średniej stopy spółek notowanych na GPW)- RB z 09.04.2018. WZA w tej sprawie odbędzie się 13 czerwca 2018. Dniem dywidendy ma być 20 czerwca, a dniem wypłaty 27 czerwca 2018 roku;

- strategii dla segmentu papierniczego zakładającego wzrost marży EBIT do ok. 10% w perspektywie 2022 roku (obecnie marża EBIT w papierze to ok. 3% w '17 i 2,5% w 1Q'18)- informacja prasowa z 22.03.2018+konferencja po wynikach 2017 roku (10.04.2018);

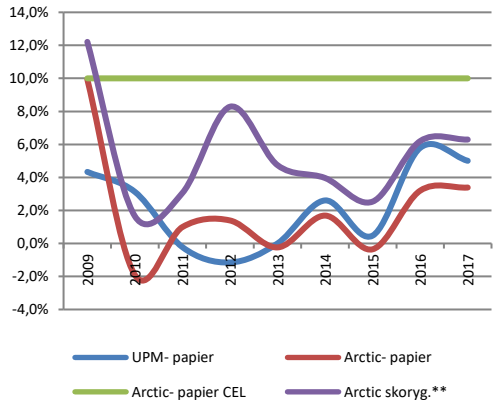
- inwestycjach: w Kostrzynie (sprecyzowana i finalna decyzja w RB z 15.12.2017) w zwiększenie mocy produkcyjnych o 30 tys. ton i Munkedals (informacja prasowa z 13.03.2018) w podwojenie produkcji energii z elektrowni wodnej. Inwestycje te, wg naszych projekcji przyczynią się do ok. 16 mln PLN dodatkowej marży EBITDA w perspektywie >2020 roku przy CAPEX ok. 71 mln PLN.

Dywidenda na akcję 2009-2018*



*Źródło: BDM, spółka. *- propozycja zarządu pozytywnie zaopiniowana przez RN*

Marża EBIT adj.* w segmencie papieru vs cel strategiczny



*Źródło: BDM, spółka, UPM. *- gł. o księgowe odpisy aktywów, **- marża skorygowana o wyniki papierni w Grycksbo (2010-2017) i Mochenwangen (2009-2015).*

Główne inwestycje rozwojowe w segmencie papieru

inwestycje rozwojowe	CAPEX MPLN	kiedy	efekty MPLN*	Zwrotność (lat)
Kostrzyn +30 kt	42	1H'19	12,2	3,4
Munkedals (podwojenie produkcji EW)	29	4Q'19	4,1	7,1

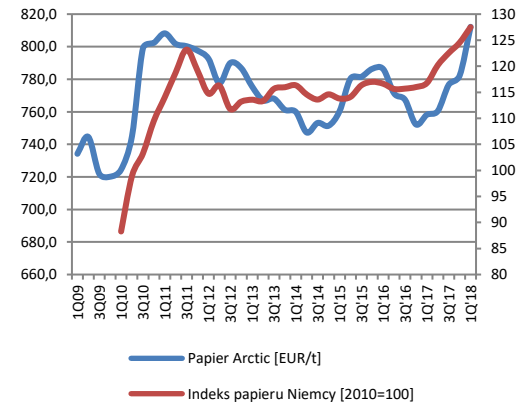
*Źródło: BDM, spółka, *- prognozy BDM*

Stopniowe podwyżki cen papierów

W 1Q'18 średnia cena papieru w Arctic Paper wzrosła o c.a. 3,8% q/q (>7% r/r). Oczekujemy jeszcze 2 podwyżek w kolejnych kwartałach (2-3Q'18) rzędu ok. 2% q/q. Potwierdzają to również gł. konkurenci (UPM) i dane z niemieckiego rynku papieru. Większość producentów europejskich ogłosiła podwyżki cen rzędu 5-8% od kwietnia/maja'18.

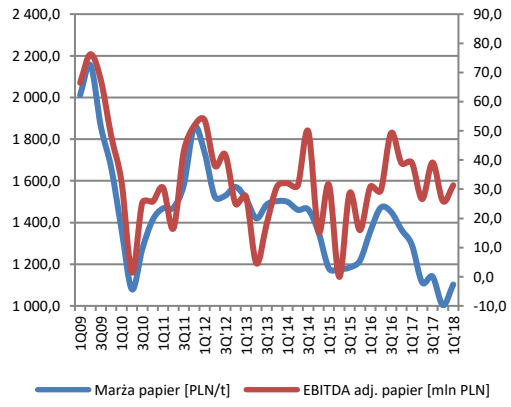
Teoretyczna marża na produkcji papieru (po kosztach celulozy) spada >15% r/r w 1Q'18. Liczymy, że tempo to w 2-3Q'18 zwolni (podwyżki cen papierów, stabilizacja celulozy), a od 4Q'18 dynamika powinna być pozytywna. Wtedy właśnie spodziewamy się przyrostu marży w segmencie papieru.

Średnia cena Arctic Paper vs rynek niemiecki



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

Teoretyczna marża na produkcji papieru vs EBITDA ATC



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

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Brak zapowiedzianych podwyżek cen papierów**

  Do tej pory spółka stopniowo wprowadzała podwyżki cen papierów w rekacji na inflację kosztów surowcowych (gł. celulozy BHKP). Proces ten rozpoczęła w czerwcu 2017 i trwa on do dziś (konkurencja ogłosiła kolejne podwyżki od kwietnia/maja'18). Zwracamy jednak uwagę, że wprowadzanie podwyżek cen produktów na spadkowym rynku jest bardzo ciężkim zadaniem.

- **Wzrosty cen celulozy liściastej i spadek iglastej**

  Po akwizycji Rottneros w 4Q'12 spółka ma dalej krótką pozycję w celulozie liściastej (ok. 30% kosztów grupy) i długą pozycję w celulozie NBSK rzędu ok. 20% sprzedaży ogółem (ponad 600 mln PLN), co przekłada się na ponad 200 tys. ton rocznie. Spółce sprzyjają więc wysokie ceny NBSK (przychód Rottneros, część kosztu Arctic Paper) i niskie ceny BHKP (główny koszt w Arctic Paper). Każde 10 USD/t wzrostu NBSK to ok. 6,3 mln PLN wzrostu wyniku w skali roku, a spadku BHKP ok. 11,2 mln PLN (ceteris paribus).

  Pod koniec 2011 roku różnica między NBSK i BHKP sięgnęła rekordowych poziomów 200 USD/, by rok później spaść praktycznie do 0. W 2014 roku otoczenie było ponownie sprzyjające (spread ok. 200 USD/t), by w kolejnym roku dramatycznie się zmienić. W 2016 roku spółka korzystała z rosnącego spreadu. Od stycznia'17 obserwujemy ponownie spadek spreadu w związku ze znaczącym wzrostem cen BHKP (efekt mniejszej podaży, problemy APP OKI z nową fabryką, nieplanowane postoje w 2H'17 i 1Q'18). Celuloza liściasta ma potencjał do dalszych zwyżek. Zwracamy uwagę, że w po 2018 roku na rynku nie ma znaczących projektów inwestycyjnych.

- **Postępujący spadek popytu na papiery graficzne**

  Nadpodaż na globalnym rynku papierów graficznych związana z postępującą cyfryzacją może doprowadzić m.in. do spadku cen papierów. W latach 2015-2007 rynek bezdrzewnych papierów graficznych tracił średniorocznie od 2,0% (UWF, skumulowany spadek 14%) do 4,4% (CWF, skumulowany spadek 30%). Spadek popytu zmusił i zmusza wielu producentów do wycofania się z tego obszaru rynku. Niemniej wciąż obserwowana jest nadpodaż.

  W 3Q'13 spółka zamknęła jedną maszynę papierniczą w Mochenwangen, a w listopadzie'15 podjęła decyzję o całkowitym wygaszeniu produkcji. Papiernia odpowiadała za największe straty w grupie (w latach 2012-2015 ponad 50 mln PLN gotówkowej straty EBITDA).

- **Ryzyko walutowe, w szczególności spadku EUR/USD**

  Spółka ma długą pozycję w EUR (sprzedaż papieru) i krótką w USD (zakupy celulozy). W rezultacie istotna dla działalności spółki jest relacja EUR/USD. Silne EUR sprzyja spółce i odwrotnie. Akwizycja Rottneros w 4Q'12 znacznie jednak zmniejszyła ekspozycję walutową (przychody uzależnione od USD). Obecnie szacujemy, że spadek EUR/USD o 100 pipsów przyczynia się do spadku wyniku spółki o ok. 3,6 mln PLN w skali roku.

  W 2H'14 EUR/USD spadł z poziomu ok. 1,40 do poniżej 1,10, co miało negatywny wpływ na wyniki szczególnie w 4Q'14 i 1Q'15. Kurs w okolicy 1,05-1,10 utrzymywał się do maja'17. Obecnie EUR/USD utrzymuje się w okolicy 1,20.

- **Wysokie zadłużenie**

  W 1Q'18 dług netto ukształtował się na poziomie 259 mln PLN czyli 1,1x skonsolidowanej EBITDA i dotyczył gł. części papierniczej (212 mln PLN, 1,7x EBITDA). Zwracamy uwagę, że przy pogorszeniu EBITDA części papierniczej, co przy obecnych, wysokich cenach celulozy wydaje się prawdopodobne, spółka może przekroczyć kowenanty bankowe.

  Od 2013 roku spółka zredukowała zadłużenie o ok. 190 mln PLN, a w 2016 roku zrefinansowała wszystkie kredyty na kredyty/obligacje z terminem zapadalności 2021-2022 rok.

- **Możliwe dalsze odpisy z tytułu utraty wartości aktywów trwałych i należności**

  W ostatnich latach spółka dokonywała odpisów wartości aktywów trwałych fabryki Mochenwangen (obecnie zamknięta) i Grycksbo. Po dobrych wynikach 2016 roku i restrukturyzacji Grycksbo EBITDA szwedzkiej papierni była pozytywna ale w 2017 roku ponownie się pogorszyła (w ciężar 4Q'17 zrobiono odpis na 23 mln PLN). Obecna wartość aktywów trwałych Grycksbo to jeszcze ok. 180 mln PLN.

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

- **Brexit i ryzyko osłabienia funta**

  UK to jeden z głównych rynków sprzedaży spółki stanowiący ok. 7,4% całkowitych przychodów grupy (2017 rok). W latach 2017-2009 spółka notowała tam jedna z wyższych dynamik wzrostu (CAGR 8%, +1% r/r w '17). W przypadku „twardego" Brexit istnieje ryzyko dalszego osłabienia funta i utraty konkurencyjności.

- **Koszty zamknięcia nierentownych zakładów w przyszłości**

  Zamknięcie fabryki w Mochenwangen kosztowało spółkę ok. 40 mln PLN (gł. odprawy). Była to najmniejsza fabryka o mocach ok. 95 tys. ton papieru rocznie. Fabryka w Grycksbo, która obecnie ciąży na wynikach grupy, jest prawie 3x większa (260 tys. ton) i zatrudnia >300 osób.

WYCENA SOTP

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

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

- Uwzględniliśmy bieżące, lepsze od oczekiwań wyniki 4Q'17-1Q'18;
- Zaktualizowaliśmy ceny celulozy BHKP i NBSK;

  Obecne notowania na FOEX to ok. 1170 USD/t NBSK (ogłoszone podwyżki do 1200 USD/t) i 1050 USD/t dla BHKP. Oznacza to wzrosty o ok. 36% r/r;

  Za wysokie ceny NBSK odpowiada zakaz importu makulatury do Chin, o czym pisaliśmy w poprzednim RA- substytucja makulatury celulozą) i trudności z pozyskaniem drewna w Skandynawii (deszczowa pogoda i problemy ze zrywką). Za wzrost cen BHKP odpowiada gł. substytucja droższej NBSK oraz kolejne nieplanowane postoje remontowe w 1Q'18 (wg Fibria aż 0,42 mln ton w 1Q'18);

  Oczekujemy, że w średnim/długim terminie (do 2020 roku) ceny celulozy utrzymają się na wysokich poziomach przekraczających 1000 USD/t. Spadku cen spodziewamy się od 2021 (wejście na rynek nowych projektów);
- Oczekujemy, że wraz z wyższą ceną BHKP spółka dalej będzie wprowadzać podwyżki cen papierów, (ogłoszone od czerwca'17, października'17 i stycznia'18). Większość europejskich producentów ogłosiło podwyżki cen papierów od kwietnia/maja'18;

  W 1Q'18 średnia cena papieru wzrosła o c.a. 3,8% q/q przy naszych oczekiwaniach 2% wzrostu. W 2Q'18 spodziewamy się kolejnych 3% q/q podwyżki (i 2% q/q w 3Q'18), przez co wzrost średniej ceny papieru powinien wynosić ok. 10% r/r;

  W latach 2019-2020 oczekujemy stabilnych cen i spadku od 2021 roku w reakcji na ceny celulozy;
- Otoczenie walutowe w nowych prognozach jest lepsze dla spółki w krótkim i długim terminie. Zgodnie z krzywą futures przyjmujemy wzrost EUR/USD do c.a. 1,36 długoterminowo vs 1,30 poprzednio;
- Dnia 15.12.2017 spółka podjęła decyzję o realizacji projektu rozbudowy mocy produkcyjnych w Kostrzynie (+30 tys. ton, +4,3% ogółu mocy w papierze). Projekt była anonsowany już pod koniec 2016 roku. Przy okazji refinansowania zadłużenia spółka pozyskała środki z EBOiR na ten cel. Inwestycja ma być gotowa w 1H'19 nakładem ok. 10 mln EUR (ok. 42 mln PLN). Szacujemy, że efektywnie wpłynie ona na wyniki w 2020 roku (większość CAPEX poniesiona w 2019 roku). Dojście do pełnych mocy będzie stopniowe (rozłożone na 3 lata). Potencjał sprzedażowy to ok. 120 mln PLN a EBITDA >12 mln PLN;

  W marcu'18 spółka informowała o inwestycji w elektrownię wodną w Munkedals, która ma podwoić ilość produkowanej energii elektrycznej. CAPEX projektu to ok. 70 mln SEK (ok. 29 mln PLN), a jego zakończenie 4Q'19. Szacujemy, że zwiększona produkcja przyczyni się do ok. 4 mln PLN oszczędności na kosztach zakupu energii rocznie;

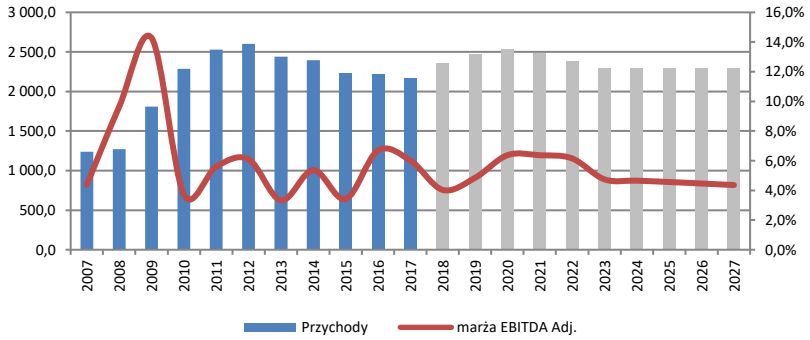
  W Rottneros spółka w 2018 roku kończy program „Agenda 500+" na który w latach 2015-2018 wyda łącznie >800 mln SEK (ok. 130 mln SEK pozostało na 2018 rok+ nakłady odtworzeniowe). Zwiększy to m.in. zdolności produkcyjne z 410 do ok. 500 tys. ton rocznie NBSK;
- W kwietniu zarząd zaproponował przeznaczenie 13,86 mln PLN z zysku za 2017 rok na dywidendę, co daje 0,2 PLN/akcję (DY 4,7%). WZA w tej sprawie odbędzie się 13.06.2018. W poprzednim raporcie nie zakładaliśmy dywidendy obawiając się, że spółka będzie raczej musiała pilnować płynności w obliczu rekordowo wysokich cen celulozy liściastej. Byłaby to trzecia dywidenda w historii obecności spółka na GPW. Ostatni raz spółka płaciła dywidendę w 2012 roku (0,18 PLN DPS);
- W marcu spółka w komunikacie prasowym poinformowała o nowej strategii dla segmentu papierniczego zakładającej osiągnięcie docelowo ok. 10% marży EBIT;
  Nasze założenia w raporcie są oczywiście zdecydowanie poniżej celów strategicznych spółki (docelowo m. EBIT ok. 4%, a EBITDA ok. 6,5%). Historycznie rentowność operacyjna, pomijając odpisy, kształtowała się tam na średnim poziomie nieprzekraczającym 2%. W ostatnich 2 latach było to ok. 3%, a rynkowy lider UPM operuje na marży 5-6% przy wieloletniej średniej nieco powyżej 2%;

  Ponadto:

- Do obliczeń przyjęliśmy 69 288 tys. akcji;
- Efektywną stopę podatkową przyjmujemy zgodnie z reżimem podatkowym Polski (19%) i Szwecji (22%);
- Po okresie szczegółowej prognozy założyliśmy spadek FCFF o 2% w Arctic Paper i 0% w Rottneros;
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 18 maja 2018 roku.

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

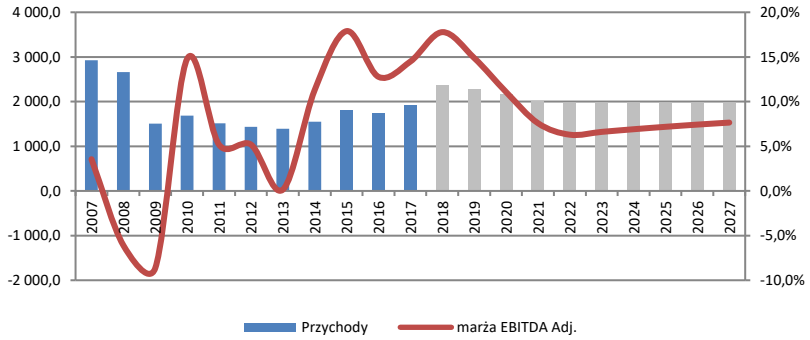
Wybrane dane Arctic Paper- część papiernicza Grupy [mln PLN]



W krótkim terminie dołek marży w biznesie papierniczym powinien wypaść w 2018 roku. W długim terminie wierzymy w powtarzalną marżę w wysokośc 4-5% EBITDA, co jest założeniem poniżej średniej 2007-2017 (5,6%).

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 podwyższyliśmy założenia na 2018. W długim terminie podtrzymujemy nasze założenia marży w wysokości ok. 8% EBITDA (historyczna średnia 5,2%).

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	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**	**2024P**	**2025P**	**2026P**	**2027P**
Przychody	2 967,0	2 952,8	3 304,9	3 442,9	3 409,7	3 258,9	3 139,7	3 044,0	3 043,8	3 043,7	3 043,5	3 043,3
EBITDA	245,9	220,6	271,5	281,2	276,1	231,7	206,1	170,9	171,7	172,1	172,1	171,8
EBIT	125,0	109,5	174,4	177,1	169,7	125,6	100,9	66,8	68,7	70,1	71,0	71,4
Zysk brutto	74,2	85,5	148,0	153,1	149,0	109,5	92,1	63,1	65,7	67,3	68,3	68,9
Zysk netto	39,9	36,7	68,2	79,9	94,6	79,2	66,0	41,5	42,3	42,4	42,2	41,8
Marża EBITDA	*8,3%*	*7,5%*	*8,2%*	*8,2%*	*8,1%*	*7,1%*	*6,6%*	*5,6%*	*5,6%*	*5,7%*	*5,7%*	*5,6%*
Marża EBIT	*4,2%*	*3,7%*	*5,3%*	*5,1%*	*5,0%*	*3,9%*	*3,2%*	*2,2%*	*2,3%*	*2,3%*	*2,3%*	*2,3%*
Marża netto	*1,3%*	*1,2%*	*2,1%*	*2,3%*	*2,8%*	*2,4%*	*2,1%*	*1,4%*	*1,4%*	*1,4%*	*1,4%*	*1,4%*
Arctic Paper (papier) mln PLN	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**	**2024P**	**2025P**	**2026P**	**2027P**
Przychody	2 219,2	2 173,5	2 356,3	2 466,3	2 527,7	2 486,7	2 387,2	2 291,7	2 291,7	2 291,7	2 291,7	2 291,7
EBITDA	148,5	107,0	95,0	119,6	161,1	158,4	146,9	108,7	106,7	104,6	102,3	99,9
EBIT	46,7	40,6	32,4	59,7	98,9	96,0	84,9	47,5	46,3	44,9	43,3	41,4
Zysk brutto	-0,9	20,5	16,1	46,8	89,0	90,6	74,7	42,1	41,2	39,8	38,1	36,2
Zysk netto	-0,9	16,6	13,0	37,9	72,1	73,4	60,5	34,1	33,4	32,2	30,8	29,3
Marża EBITDA	*6,7%*	*4,9%*	*4,0%*	*4,8%*	*6,4%*	*6,4%*	*6,2%*	*4,7%*	*4,7%*	*4,6%*	*4,5%*	*4,4%*
Marża EBIT	*2,1%*	*1,9%*	*1,4%*	*2,4%*	*3,9%*	*3,9%*	*3,6%*	*2,1%*	*2,0%*	*2,0%*	*1,9%*	*1,8%*
Marża netto	*0,0%*	*0,8%*	*0,6%*	*1,5%*	*2,9%*	*2,9%*	*2,5%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,4%*	*1,3%*	*1,3%*
Rottneros (celuloza) mln PLN	**2016**	**2017**	**2018P**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**	**2023P**	**2024P**	**2025P**	**2026P**	**2027P**
Przychody	797,5	845,0	1 013,9	1 085,2	1 037,5	965,3	940,6	940,4	940,2	939,9	939,7	939,5
EBITDA	108,3	109,2	180,3	161,6	115,0	73,3	59,2	62,2	64,9	67,5	69,8	71,9
EBIT	78,4	68,9	142,0	117,4	70,9	29,6	15,9	19,3	22,4	25,2	27,7	29,9
Zysk brutto	75,1	65,0	131,9	106,3	60,0	18,9	17,4	21,0	24,4	27,5	30,3	32,7
Zysk netto	59,0	50,4	102,9	82,9	46,8	14,8	13,6	16,4	19,1	21,5	23,6	25,5
Marża EBITDA	*13,6%*	*12,9%*	*17,8%*	*14,9%*	*11,1%*	*7,6%*	*6,3%*	*6,6%*	*6,9%*	*7,2%*	*7,4%*	*7,7%*
Marża EBIT	*9,8%*	*8,2%*	*14,0%*	*10,8%*	*6,8%*	*3,1%*	*1,7%*	*2,1%*	*2,4%*	*2,7%*	*2,9%*	*3,2%*
Marża netto	*7,4%*	*6,0%*	*10,2%*	*7,6%*	*4,5%*	*1,5%*	*1,4%*	*1,7%*	*2,0%*	*2,3%*	*2,5%*	*2,7%*

Źródło: BDM.S.A

Model DCF Arctic Paper- część papiernicza grupy

	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	2 173,5	2 356,3	2 466,3	2 527,7	2 486,7	2 387,2	2 291,7	2 291,7	2 291,7	2 291,7	2 291,7
EBIT [mln PLN]	59,9	36,1	59,7	98,9	96,0	84,9	47,5	46,3	44,9	43,3	41,4
Stopa podatkowa	0,0%	16,9%	19,8%	20,5%	20,8%	21,0%	21,3%	21,1%	20,9%	20,7%	20,5%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0,0	6,1	11,8	20,3	20,0	17,8	10,1	9,8	9,4	9,0	8,5
NOPLAT [mln PLN]	59,9	30,0	47,9	78,6	76,1	67,1	37,4	36,5	35,5	34,3	33,0
Amortyzacja [mln PLN]	70,9	58,9	59,9	62,3	62,4	62,0	61,2	60,4	59,7	59,1	58,5
CAPEX [mln PLN]	-76,7	-71,5	-99,7	-70,8	-65,9	-62,1	-59,1	-59,0	-58,1	-57,1	-56,6
Koszty zamknięcia Mochenwangen [mln PLN]	0,0	-29,0									
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	2,7	-11,0	-6,6	-3,7	2,5	6,0	5,7	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	56,8	-22,5	1,5	66,4	75,0	73,0	45,3	37,9	37,1	36,3	34,8
DFCF [mln PLN]		-21,5	1,3	54,2	56,1	50,1	28,5	21,9	19,7	17,6	15,5
Suma DFCF [mln PLN]		243,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]		310,0		*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: -2,0%*							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		138,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]		382,1									
Dług netto [mln PLN]		177,7									
Udziały mniejszości [mln PLN]		0,0									
Wartość kapitału[mln PLN]		**204,4**									
Ilość akcji [mln szt.]		69,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		**2,9**									
Przychody zmiana r/r		8,4%	4,7%	2,5%	-1,6%	-4,0%	-4,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r		-39,7%	65,2%	65,7%	-2,9%	-11,6%	-44,1%	-2,5%	-3,1%	-3,6%	-4,2%
FCF zmiana r/r		-	-	4347,8%	12,9%	-2,7%	-37,9%	-16,3%	-2,0%	-2,4%	-4,0%
Marża EBITDA		4,0%	4,8%	6,4%	6,4%	6,2%	4,7%	4,7%	4,6%	4,5%	4,4%
Marża EBIT		1,5%	2,4%	3,9%	3,9%	3,6%	2,1%	2,0%	2,0%	1,9%	1,8%
Marża NOPLAT		1,3%	1,9%	3,1%	3,1%	2,8%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,4%
CAPEX / Przychody		3,0%	4,0%	2,8%	2,7%	2,6%	2,6%	2,6%	2,5%	2,5%	2,5%
CAPEX / Amortyzacja		121,4%	166,5%	113,6%	105,7%	100,2%	96,5%	97,7%	97,3%	96,7%	96,9%
Zmiana KO / Przychody		0,5%	0,3%	0,1%	-0,1%	-0,2%	-0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów		6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
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	70,4%	77,6%	86,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,6%	4,4%	4,4%	4,4%	4,3%	4,3%	4,3%	4,4%	4,4%	4,4%
Udział kapitału obcego	29,6%	22,4%	14,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	7,7%	8,0%	8,4%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: BDM S.A.

Model DCF Rottneros- część celulozowa grupy

	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln SEK]	1 912,0	2 353,0	2 281,6	2 164,1	2 013,5	1 961,9	1 961,5	1 961,0	1 960,5	1 960,0	1 959,6
EBIT [mln SEK]	156,0	329,6	246,8	147,8	61,7	33,3	40,2	46,7	52,6	57,8	62,4
Stopa podatkowa	22,4%	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]	35,0	72,5	54,3	32,5	13,6	7,3	8,8	10,3	11,6	12,7	13,7
NOPLAT [mln SEK]	121,0	257,1	192,5	115,3	48,2	25,9	31,4	36,4	41,0	45,1	48,7
Amortyzacja [mln SEK]	91,0	88,7	92,9	92,0	91,1	90,2	89,5	88,8	88,2	87,8	87,5
CAPEX [mln SEK]	-237,0	-210,0	-80,0	-80,0	-80,0	-80,0	-80,0	-80,0	-82,0	-84,0	-85,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln SEK]	-9,0	-119,0	24,1	35,5	40,9	13,9	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4
FCF [mln SEK]	-34,0	16,9	229,6	162,8	100,2	50,1	40,2	44,6	46,6	48,4	50,8
DFCF [mln SEK]		16,3	211,0	142,0	82,9	39,1	29,6	30,9	30,5	29,9	29,6
Suma DFCF [mln SEK]		641,9									
Wartość rezydualna [mln SEK]		843,9		*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%*							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln SEK]		491,8									
Wartość firmy EV [mln SEK]		1 133,7									
Dług netto* [mln SEK]		59,1									
Wartość kapitału [mln SEK]		**1 074,6**									
Ilość akcji [mln szt.]		153,4									
Wartość kapitału na akcję [SEK]		**7,0**									

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
WACC	5,3%	5,3%	5,4%	5,4%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Przychody zmiana r/r	23,1%	-3,0%	-5,1%	-7,0%	-2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	111,3%	-25,1%	-40,1%	-58,2%	-46,1%	20,9%	16,1%	12,6%	9,9%	8,0%
FCF zmiana r/r	-	1260,2%	-29,1%	-38,4%	-50,0%	-19,8%	10,9%	4,6%	3,8%	5,0%
Marża EBITDA	17,8%	14,9%	11,1%	7,6%	6,3%	6,6%	6,9%	7,2%	7,4%	7,7%
Marża EBIT	14,0%	10,8%	6,8%	3,1%	1,7%	2,1%	2,4%	2,7%	2,9%	3,2%
Marża NOPLAT	10,9%	8,4%	5,3%	2,4%	1,3%	1,6%	1,9%	2,1%	2,3%	2,5%
CAPEX / Przychody	8,9%	3,5%	3,7%	4,0%	4,1%	4,1%	4,1%	4,2%	4,3%	4,3%
CAPEX / Amortyzacja	236,7%	86,1%	87,0%	87,8%	88,6%	89,4%	90,1%	93,0%	95,7%	97,1%
Zmiana KO / Przychody	5,1%	-1,1%	-1,6%	-2,0%	-0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	27,0%	33,7%	30,2%	27,2%	27,0%	-141,8%	-130,1%	-116,6%	-101,4%	-87,1%

Źródło: BDM S.A.- uwzględnia akcje własne 822k szt. wartości ok. 9 mln SEK*

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2018-2020 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 17 maja 2018 roku. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 0%.

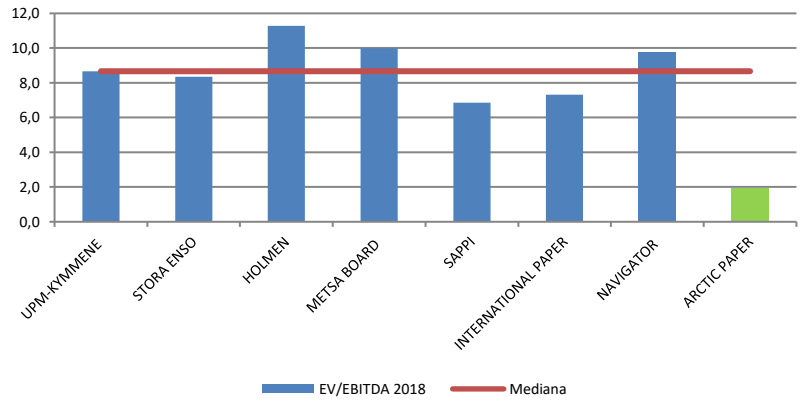
Porównując wyniki Arctic Paper ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 1,7 mld PLN, co odpowiada 25,0 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 4,3 PLN (bieżąca cena rynkowa) w odniesieniu do wskaźnika EV/EBITDA Arctic Paper jest notowany z ok. 80% dyskontem.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2018P	**2019P**	**2020P**	**2018P**	**2019P**	**2020P**	**2018P**	**2019P**	**2020P**
UPM-KYMMENE	14,6	14,7	14,7	8,7	8,6	8,7	11,3	11,0	10,9
STORA ENSO	14,3	14,6	14,0	8,4	8,1	7,7	11,8	11,6	10,9
HOLMEN	19,1	18,8	18,2	11,3	11,1	10,7	15,4	15,2	14,6
METSA BOARD	17,1	15,6	14,9	10,0	9,2	8,5	13,8	12,3	11,4
SAPPI	11,5	10,3	10,1	6,9	6,4	6,2	10,9	9,9	9,6
INTERNATIONAL PAPER	10,4	9,9	9,5	7,3	6,7	6,3	11,1	10,1	8,8
NAVIGATOR	16,1	14,8	15,6	9,8	8,8	8,3	14,3	12,4	11,9
Mediana	**14,6**	**14,7**	**14,7**	**8,7**	**8,6**	**8,3**	**11,8**	**11,6**	**10,9**
ARCTIC PAPER	4,4	3,7	3,1	1,9	1,7	1,4	3,0	2,7	2,4
Premia/dyskonto do spółki	-70,1%	-74,7%	-78,6%	-77,7%	-80,2%	-82,7%	-74,5%	-76,9%	-78,5%
Wycena wg wskaźnika	14,4	17,0	20,1	30,7	32,3	31,8	26,5	27,2	25,4
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		**17,2**			**31,6**			**26,3**	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]	**25,0**								

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 17.05.2018

Wskaźnik EV/EBITDA na 2018 rok



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE 1Q'18 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

Wyniki 1Q'18

W 1Q'18 EBITDA grupy spadła o ok. 6% r/r do 71 mln PLN przy wzroście przychodów o 2% r/r (790 mln PLN). EBITDA w segmencie papierniczym ukształtowała się na poziomie 31,4 mln PLN (-20% r/r) przy EBITDA w Rottneros blisko 40 mln PLN (+9% r/r).

Rottneros wyniki za 1Q'18 opublikował wcześniej, bo 24.04.2018. Okazały się one słabsze od naszych pierwotnych oczekiwań o ponad 19% (EBITDA), gł. z uwagi na mniejszą produkcję/sprzedaż (kilka dni nieplanowanego postoju Valvik przez pogodę). Po stronie kosztów silniej wzrosły ceny drewna i energii (również pogoda).

Wyniki w segmencie papieru (EBITDA 31 mln PLN, marża 5,5%) odbieramy bardzo dobrze. Okazały się ponad 3 razy wyższe niż nasze założenia, mimo bardzo wymagającego otoczenia po stronie kosztów surowcowych (gł. celulozy BHKP +48% r/r). Pozytywnie zaskoczeni jesteśmy dynamiką wzrostu średniej ceny papieru (+3,8% q/q, +7,1% r/r). Rozczarował nieco wolumen sprzedaży (-3,8% r/r). Spółka informowała w raporcie o problemach z rozruchem maszyny PM10 w Grycksbo. W efekcie fabryka zanotowała ponad 6 mln PLN straty EBITDA. Produkcja/sprzedaż w 2 kluczowych fabrykach (Kostrzyn, Munkedals) była stabilna.

CFO w 1Q'18 wyniósł 1,8 mln PLN (21,9 mln PLN przed rokiem) przez negatywne zmiany w kapitale obrotowym. CAPEX na poziomie 33 mln PLN vs 31 mln PLN przed rokiem (nieco więcej w AP niż w Rottneros). Dług netto wzrósł do 259 mln PLN z 208 mln PLN po 4Q'17, w tym dług netto segmentu papierniczego wynosił 212 mln PLN.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	1Q'17	1Q'18	zmiana r/r	1Q'18P BDM	różnica
Przychody	773,9	789,7	2,0%	801,5	-1,5%
Rottneros*	198,8	216,1	8,7%	210,9	2,5%
Arctic Paper	575,1	573,6	-0,2%	590,6	-2,9%
Wynik brutto na sprzedaży	121,2	120,0	-1,0%	125,7	-4,6%
EBITDA	75,5	71,2	-5,7%	51,6	38,1%
EBITDA adj.	75,5	71,2	-5,7%	51,6	38,1%
Rottneros*	36,5	39,8	9,1%	42,3	-5,9%
Arctic Paper	39,0	31,4	-19,6%	9,2	240,5%
EBIT	44,1	47,2	7,0%	18,1	160,1%
Zysk brutto	42,9	39,9	-6,9%	11,0	264,3%
Zysk netto	24,1	15,8	-34,4%	-3,1	
Marża zysku brutto ze sprzedaży	15,7%	15,2%		15,7%	
Marża EBITDA adj.	9,8%	9,0%		6,4%	
Rottneros*	18,4%	18,4%		20,1%	
Arctic Paper	6,8%	5,5%		1,6%	
Marża EBIT	5,7%	6,0%		2,3%	
Marża zysku netto	3,1%	2,0%		-0,4%	
P/E 12m		10,5			
EV/EBITDA adj. 12m		2,3			

*Źródło: BDM, spółka. *- Rottneros opublikował wyniki już 24.04.18*

Perspektywa kolejnych kwartałów

W 2Q'18 liczymy na porównywalną EBITDA grupy r/r. Z uwagi na wysokie ceny celulozy wzrost wyników powinniśmy obserwować w Rottneros, a spadek w Arctic Paper. Potencjał wyników zostanie obniżony w Rottneros przez nieplanowany postój w Valvik, o czym spółka informowała na początku maja'18 (-6 tys. ton). W Arctic Paper liczymy na systematyczny wzrost cen papierów, ale nie będzie on w stanie „przykryć" wzrostu kosztów celulozy.

Na 2H'18 baza wynikowa nie jest wymagająca. Liczymy, że dzięki wyższym cenom papierów uda się przynajmniej pokazywać porównywalne wyniki w tym segmencie, a wzrosty powinien kontynuować Rottneros (ceny+wolumeny NBSK).

Wybrane skonsolidowane dane finansowe i główne założenia [mln PLN]

Skonsolidowane	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17P	1Q'18	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2016	2017	2018P
Przychody	778,6	721,3	760,0	707,2	773,9	703,1	735,9	740,0	789,7	796,5	868,6	850,1	2 967,0	2 952,8	3 304,9
Zysk brutto ze sprzedaży	118,0	106,8	121,7	77,1	121,2	141,5	138,8	134,2	120,0	125,6	141,3	125,3	423,7	535,7	512,1
EBITDA	70,9	63,8	76,9	34,4	75,5	64,6	70,8	9,8	71,2	63,7	80,8	55,9	245,9	220,6	271,5
EBIT	41,4	33,7	48,0	1,9	44,1	33,0	38,5	-6,1	47,2	39,3	56,4	31,6	125,0	109,5	174,4
Zysk brutto	33,7	20,4	38,8	-18,8	42,9	22,6	31,3	-11,4	39,9	32,9	50,0	25,2	74,2	85,5	148,0
Zysk netto	8,3	1,5	24,5	5,5	24,1	3,6	17,6	-8,6	15,8	10,1	23,6	18,7	39,9	36,7	68,2
Marża zysku brutto	*15,2%*	*14,8%*	*16,0%*	*10,9%*	*15,7%*	*20,1%*	*18,9%*	*18,1%*	*15,2%*	*15,8%*	*16,3%*	*14,7%*	*14,3%*	*18,1%*	*15,5%*
Marża EBITDA	*9,1%*	*8,8%*	*10,1%*	*4,9%*	*9,8%*	*9,2%*	*9,6%*	*1,3%*	*9,0%*	*8,0%*	*9,3%*	*6,6%*	*8,3%*	*7,5%*	*8,2%*
Marża EBIT	*5,3%*	*4,7%*	*6,3%*	*0,3%*	*5,7%*	*4,7%*	*5,2%*	*-0,8%*	*6,0%*	*4,9%*	*6,5%*	*3,7%*	*4,2%*	*3,7%*	*5,3%*
Marża netto	*1,1%*	*0,2%*	*3,2%*	*0,8%*	*3,1%*	*0,5%*	*2,4%*	*-1,2%*	*2,0%*	*1,3%*	*2,7%*	*2,2%*	*1,3%*	*1,2%*	*2,1%*
NBSK [USD/t]	791,8	796,4	811,2	808,9	816,3	860,1	894,2	953,0	1 056,1	1 164,8	1 200,0	1 150,0	802,1	880,9	1 142,7
BHKP [USD/t]	762,4	693,3	671,5	655,1	680,5	782,8	873,2	941,1	1 009,0	1 044,4	1 050,0	1 030,0	695,6	819,4	1 033,4
EUR/USD	1,10	1,13	1,12	1,08	1,07	1,10	1,18	1,18	1,23	1,21	1,21	1,22	1,11	1,13	1,22
Papierówka [SEK/m3]	295,8	295,8	295,8	295,8	301,7	301,7	301,7	301,7	307,8	307,8	307,8	307,8	295,8	301,7	307,8
Energia [SEK/MWh]	220,0	222,2	239,9	336,7	300,0	265,5	320,0	300,0	390,0	350,0	326,4	306,0	254,7	296,4	302,3

Źródło: BDM, Spółka, Bloomberg, szacunki własne

Wybrane dane finansowe Arctic Paper (segment papieru) i główne założenia [mln PLN]

Jednostkowe Arctic Paper	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17P	1Q'18	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2016	2017	2018P
Przychody	589,8	539,6	569,3	520,5	575,1	513,2	542,3	543,0	573,6	566,7	614,0	601,9	2 219,2	2 173,5	2 356,3
Zysk brutto ze sprzedaży	64,2	59,2	80,2	57,8	73,9	86,3	91,7	102,3	66,7	59,9	73,6	82,5	261,3	354,2	282,8
EBITDA	30,9	29,5	49,3	38,9	39,1	26,6	39,1	25,9	31,4	10,6	26,8	26,2	148,5	130,7	95,0
EBIT	8,2	6,8	27,1	3,7	18,2	6,0	18,9	-3,1	14,5	-4,7	12,1	11,8	45,8	40,1	33,6
Zysk brutto	1,4	-6,0	18,3	-15,6	17,5	-4,4	13,1	-6,2	9,3	-8,6	8,4	8,2	-1,8	20,0	17,3
Zysk netto	1,4	-6,0	18,3	-15,6	17,5	-4,4	13,1	-6,2	9,3	-8,6	8,4	8,2	-1,8	20,0	17,3
Marża zysku brutto	*10,9%*	*11,0%*	*14,1%*	*11,1%*	*12,8%*	*16,8%*	*16,9%*	*18,8%*	*11,6%*	*10,6%*	*12,0%*	*13,7%*	*11,8%*	*16,3%*	*12,0%*
Marża EBITDA	*5,2%*	*5,5%*	*8,7%*	*7,5%*	*6,8%*	*5,2%*	*7,2%*	*4,8%*	*5,5%*	*1,9%*	*4,4%*	*4,4%*	*6,7%*	*6,0%*	*4,0%*
Marża EBIT	*1,4%*	*1,3%*	*4,8%*	*0,7%*	*3,2%*	*1,2%*	*3,5%*	*-0,6%*	*2,5%*	*-0,8%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,1%*	*1,8%*	*1,4%*
Marża netto	*0,2%*	*-1,1%*	*3,2%*	*-3,0%*	*3,0%*	*-0,8%*	*2,4%*	*-1,1%*	*1,6%*	*-1,5%*	*1,4%*	*1,4%*	*-0,1%*	*0,9%*	*0,7%*
NBSK [USD/t]	791,8	796,4	811,2	808,9	816,3	860,1	894,2	953,0	1 056,1	1 164,8	1 200,0	1 150,0	802,1	880,9	1 142,7
BHKP [USD/t]	762,4	693,3	671,5	655,1	680,5	782,8	873,2	941,1	1 009,0	1 044,4	1 050,0	1 030,0	695,6	819,4	1 033,4
EUR/USD	1,10	1,13	1,12	1,08	1,07	1,10	1,18	1,18	1,23	1,21	1,21	1,22	1,11	1,13	1,22

Źródło: BDM, Spółka, Bloomberg, szacunki własne

Wybrane dane finansowe Rottneros (segment celulozy) i główne założenia [mln SEK]

Jednostkowe Rottneros	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17P	1Q'18	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2016	2017	2018P
Przychody	432,0	413,0	444,0	441,0	472,0	472,0	472,0	496,0	541,0	603,1	621,6	587,4	1 730,0	1 912,0	2 353,0
EBITDA	86,0	73,0	61,0	15,0	77,0	83,0	66,0	21,0	101,0	129,4	122,5	65,4	235,0	247,0	418,4
EBIT	71,0	57,0	46,0	-4,0	57,0	62,0	44,0	-7,0	78,0	107,5	100,6	43,5	170,0	156,0	329,6
Zysk brutto	69,0	56,0	45,0	-7,0	56,0	62,0	41,0	-12,0	73,0	101,3	94,4	37,4	163,0	147,0	306,1
Zysk netto	54,0	46,0	34,0	-6,0	43,0	49,0	32,0	-10,0	57,0	79,0	73,7	29,1	128,0	114,0	238,8
Marża EBITDA	*19,9%*	*17,7%*	*13,7%*	*3,4%*	*16,3%*	*17,6%*	*14,0%*	*4,2%*	*18,7%*	*21,5%*	*19,7%*	*11,1%*	*13,6%*	*12,9%*	*17,8%*
Marża EBIT	*16,4%*	*13,8%*	*10,4%*	*-0,9%*	*12,1%*	*13,1%*	*9,3%*	*-1,4%*	*14,4%*	*17,8%*	*16,2%*	*7,4%*	*9,8%*	*8,2%*	*14,0%*
Marża netto	*12,5%*	*11,1%*	*7,7%*	*-1,4%*	*9,1%*	*10,4%*	*6,8%*	*-2,0%*	*10,5%*	*13,1%*	*11,9%*	*5,0%*	*7,4%*	*6,0%*	*10,2%*
NBSK [USD/t]	791,8	796,4	811,2	808,9	816,3	860,1	894,2	953,0	1 056,1	1 164,8	1 200,0	1 150,0	802,1	880,9	1 142,7
Papierówka [SEK/m3]	295,8	295,8	295,8	295,8	301,7	301,7	301,7	301,7	307,8	307,8	307,8	307,8	295,8	301,7	307,8
Energia [SEK/MWh]	220,0	222,2	239,9	336,7	300,0	265,5	320,0	300,0	390,0	350,0	326,4	306,0	254,7	296,4	302,3
SEK/USD	0,12	0,12	0,12	0,11	0,11	0,11	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,13	0,12	0,12	0,12

Źródło: BDM, Spółka, Bloomberg, szacunki własne

STRATEGIA 2022

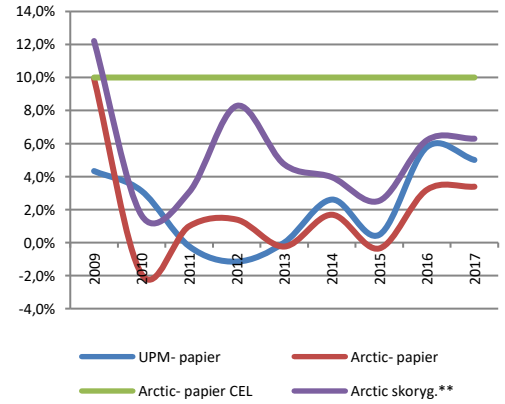
Dnia 22.03.2018 w komunikacje prasowym spółka poinformowała o przyjęciu nowej strategii dla segmentu papierniczego („Przyszłość opiera się na papierze"). Arctic Paper zakłada w niej m.in. poprawę rentowności. Chce docelowo, najpóźniej w 2022 roku, osiągnąć 10% rentowności EBIT. Nowa strategia biznesowa opiera się na sześciu strategicznych inicjatywach:

- koncentracja na wybranych rynkach i produktach specjalistycznych;
- nowe, innowacyjne produkty;
- wzmacnianie marek segmentu premium;
- optymalizacja kosztów;
- wzmacnianie kultury wydajności;
- działalność oparta na produktach nadających się do recyklingu.

Cel 10% marży EBIT w segmencie papierniczym jest więcej niż ambitny. Historycznie rentowność operacyjna, pomijając odpisy, kształtowała się tam na średnim poziomie nieprzekraczającym 2%. W ostatnich 2 latach było to ok. 3%, a rynkowy lider UPM operuje na marży 5-6% przy wieloletniej średniej nieco powyżej 2%. Warto wspomnieć że poprawę rentowności udało się tam uzyskać dzięki bolesnej restrukturyzacji wymagającej zamknięcia ok. 15% nieefektywnych mocy produkcyjnych. Wydaje się, że na podobny krok musi się zdecydować Arctic. Zamknięcie najmniejszej fabryki w Mochenwangen w 2015 roku to za mało. Nie od dziś wiadomo, że największym problemem spółki jest nierentowna papiernia Grycksbo w Szwecji stanowiąca blisko 40% mocy produkcyjnych. Niemniej nawet po wyłączeniu tych aktywów historyczna marża EBIT to ok. 6%, a marże powyżej 10% udało się osiągnąć tylko raz, w 2009 roku przy cenach celulozy dwa razy niższych niż obecnie. Widać więc, że zarząd planuje radykalne działania.

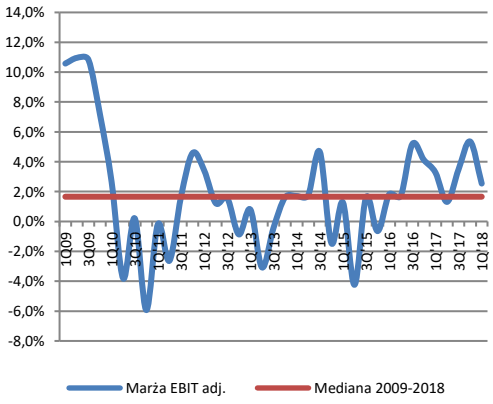
Na konferencji po wynikach 2017 roku (10.04.2018) zarząd wskazywał, że cel 10% marży EBIT jest realny. Spółka ma się koncentrować na niszowych produktach, które obecnie stanowią 20% wolumenu sprzedaży i dają ok. 26% przychodów. W strategii zarząd nie zakłada wielu inwestycji ponad te już ogłoszone (Kostrzyn +30 kt papieru, Munkedals EW). W Grycksbo spółka chce zamienić jedną linię papierniczą, a w Munkedals niewielkim kosztem zwiększyć zdolności produkcyjne o ok. 20 tys. ton. Obecnie nie ma scenariusza zamknięcie fabryki w Grycksbo.

Marża EBIT adj.* w segmencie papieru vs cel strategiczny



*Źródło: BDM, spółka, UPM. *- gł. o księgowe odpisy aktywów, **- marża skorygowana o wyniki papierni w Grycksbo (2010-2017) i Mochenwangen (2009-2015).*

Marża EBIT adj.* w segmencie papieru vs mediana hist.



*Źródło: BDM, spółka, UPM. *- gł. o księgowe odpisy aktywów.*

ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA 2017-2019

Wyniki raportowane za 2017 rok okazały się słabsze od naszych oczekiwań gł. wskutek odpisu wartości aktywów trwałych papierni Grycksbo (-23,8 mln PLN w 4Q'17, RB z kwietnia'18). Oczyszczona EBITDA segmentu papierniczego w 2017 roku wyniosła 130,7 mln PLN i była wyższa od wcześniejszych założeń o ponad 7%. Słabsze od oczekiwań wyniki za 4Q'17 podał również Rottneros (wyższe koszty pozysku drewna, remontów, pracy) ale dla szwedzkiej celulozowni to sezonowo najgorszy kwartał w roku.

Nasze pesymistyczne założenia na 4Q'17 i 1Q'18 dla segmentu papierniczego z ostatniego RA (15.12.2017) nie zostały potwierdzone. Spółka pokazała bardzo dobre wyniki segmentu papierniczego utrzymując oczyszczoną marżę EBITDA w okolicach 5%, podczas gdy my obawialiśmy się straty EBITDA w 1Q'18. Spółka z sukcesem wprowadziła podwyżki cen papierów, obniżyła koszty stałe. W rezultacie istotnie zrewidowaliśmy nasze założenia na 2018 rok (+16% EBITDA w papierze, +28% w celulozie) i 2019 rok (odpowiednio +64% papier, +20% celuloza).

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

	2017			2018P			2019P		
	poprzednio*	faktyczne	zmiana	poprzednio*	obecnie	zmiana	poprzednio*	obecnie	zmiana
Przychody	2 964,1	2 952,8	-0,4%	3 134,9	3 304,9	5,4%	3 102,8	3 442,9	11,0%
Papier	2 165,4	2 173,5	0,4%	2 263,0	2 356,3	4,1%	2 237,0	2 466,3	10,3%
Celuloza	798,7	779,3	-2,4%	871,9	948,6	8,8%	865,9	976,7	12,8%
EBITDA	248,1	220,6	-11,1%	220,3	271,5	23,2%	207,2	281,2	35,7%
Papier	121,9	107,0	-12,3%	81,9	95,0	16,0%	72,7	119,6	64,3%
Celuloza	126,2	113,6	-9,9%	138,4	176,5	27,5%	134,4	161,6	20,2%
EBIT	125,9	109,5	-13,0%	91,4	174,4	90,8%	75,5	177,1	134,4%
Wynik netto	46,0	36,7	-20,2%	13,7	68,2	399,0%	7,6	79,9	952,6%
Marża EBITDA	*8,4%*	7,5%		*7,0%*	8,2%		6,7%	8,2%	
Papier	*5,6%*	4,9%		*3,6%*	4,0%		3,3%	4,8%	
Celuloza	*15,8%*	14,6%		*15,9%*	18,6%		15,5%	16,5%	
Marża EBIT	*4,2%*	3,7%		*2,9%*	5,3%		2,4%	5,1%	
Marża netto	*1,6%*	1,2%		*0,4%*	2,1%		0,2%	2,3%	
Wolumen [tys. ton]	657,6	663,6	0,9%	661,6	661,0	-0,1%	661,6	672,5	1,7%
Średnia cena papieru [EUR/t]	773,6	769,4	-0,5%	813,1	837,4	3,0%	796,8	838,1	5,2%
CWF FOEX [EUR/t]	634,3	634,3	0,0%	650,0	674,5	3,8%	650,0	674,5	3,8%
NBSK FOEX [USD/t]	880,9	880,9	0,0%	1 000,0	1 142,7	14,3%	950,0	1 100,0	15,8%
BHKP FOEX [USD/t]	819,4	819,4	0,0%	945,0	1 033,4	9,3%	950,0	1 000,0	5,3%
EUR/USD	1,13	1,13	0,0%	1,22	1,22	-0,6%	1,27	1,24	-2,4%

*Źródło: BDM S.A., szacunki własne. *- prognozy z dnia 15.12.2017*

Zmiana wyceny SOTP

W związku z podwyższonymi założeniami na najbliższe lata gł. w segmencie papierniczym (spółka z sukcesem wprowadziła podwyżki cen papierów) i polepszeniem struktury wyniku (wyższa EBITDA w części papierniczej, wciąż mocna w celulozie) podwyższyliśmy naszą wycenę o ok. 46% do 6,3 PLN/akcję. Wzrost wynika gł. w części papierniczej, którą w poprzednim raporcie wycenialiśmy na blisko 0 PLN (obawy o wysokie koszty celulozy i wyniki w szczególności 1H'18). Część papiernicza na bazie zaktualizowanych prognoz uwzględniających wyższe ceny papierów, jest warta obecnie w okolicach 200 mln PLN (2,9 PLN/akcję). Wycena Rottneros została nieco obniżona (efekt spadku długoterminowych marż zw. z wyższymi kosztami stałymi).

Zmiana wyceny SOTP

	Poprzednio*	Obecnie	*Zmiana*
Wycena SOTP [PLN/akcję]	4,3	6,3	45,8%
Wycena SOTP [mln PLN]	296,6	433,9	46,3%
Wycena Arctic Paper- część papiernicza [mln PLN]	18,8	204,4	987,2%
Wycena Rottneros [mln PLN]*	541,8	447,7	-17,4%
Udziały mniejszości [mln PLN]**	-264,0	-218,2	-17,4%
Wycena metodą porównawczą [PLN/akcję]	13,4	25,0	86,8%
Wycena spółki [PLN]	4,3	6,3	45,8%

*Źródło: BDM S.A., szacunki własne. *- wycena z dnia 15.12.2017. .*- kurs SEK/PLN 0,4187. **- Arctic Paper posiada 51,27% udziałów w Rottneros*

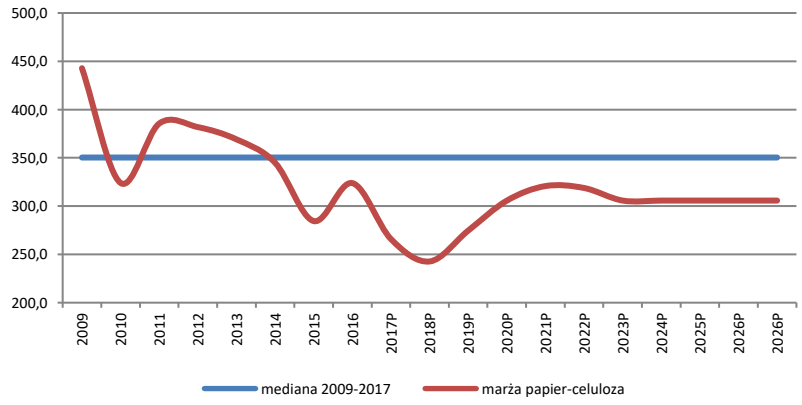
PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2018-2027

Główne założenia do wyników

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Wolumeny papieru tys. ton	661,0	663,6	661,0	672,5	682,5	697,5	697,5	697,5	697,5	697,5	697,5	697,5
zmiana r/r	-10,7%	0,4%	-0,4%	1,7%	1,5%	2,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
UWF tys. ton	402,0	404,1	408,2	413,2	423,2	438,2	438,2	438,2	438,2	438,2	438,2	438,2
zmiana r/r	-20,5%	0,5%	1,0%	1,2%	2,4%	3,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CWF tys. ton	224,7	225,2	218,5	225,0	225,0	225,0	225,0	225,0	225,0	225,0	225,0	225,0
zmiana r/r	12,5%	0,2%	-3,0%	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wolumeny celulozy												
Rottneros, Valvik całość tys. ton	374,1	395,9	394,2	435,0	450,0	475,0	475,0	475,0	475,0	475,0	475,0	475,0
zmiana r/r	0,5%	5,8%	-0,4%	10,4%	3,4%	5,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
na zewnątrz tys. ton	358,0	376,0	366,6	391,5	382,5	380,0	380,0	380,0	380,0	380,0	380,0	380,0
zmiana r/r	1,5%	5,0%	-2,5%	6,8%	-2,3%	-0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny papierów												
Śr. cena Arctic Paper EUR/t	769,5	769,4	837,4	838,1	839,7	808,2	775,9	744,9	744,9	744,9	744,9	744,9
zmiana r/r	-1,0%	0,0%	8,8%	0,1%	0,2%	-3,7%	-4,0%	-4,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CWF FOEX EUR/t	648,0	634,3	674,5	674,5	674,5	674,5	674,5	674,5	674,5	674,5	674,5	674,5
zmiana r/r	-0,8%	-2,1%	6,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny celulozy												
NBSK USD/t	802,1	880,9	1 142,7	1 100,0	1 050,0	950,0	950,0	950,0	950,0	950,0	950,0	950,0
zmiana r/r	-6,3%	9,8%	29,7%	-3,7%	-4,5%	-9,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
BHKP USD/t	695,6	819,4	1 033,4	1 000,0	1 000,0	950,0	900,0	850,0	850,0	850,0	850,0	850,0
zmiana r/r	-11,3%	17,8%	26,1%	-3,2%	0,0%	-5,0%	-5,3%	-5,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny drewna (papierówki) w Szwecji SEK/m3	295,8	301,7	307,8	313,9	320,2	326,6	333,1	339,8	346,6	353,5	360,6	367,8
zmiana r/r	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	1,11	1,13	1,22	1,24	1,29	1,33	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36
zmiana r/r	-0,3%	2,1%	7,7%	2,0%	4,1%	2,6%	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EUR/PLN	4,36	4,26	4,26	4,38	4,41	4,41	4,41	4,41	4,41	4,41	4,41	4,41
zmiana r/r	4,3%	-2,4%	0,0%	2,8%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EUR/SEK	9,47	9,64	9,89	9,20	9,20	9,20	9,20	9,20	9,20	9,20	9,20	9,20
zmiana r/r	1,2%	1,8%	2,7%	-7,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
SEK/PLN	0,46	0,44	0,43	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48
zmiana r/r	3,1%	-4,1%	-2,5%	10,4%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Teoretyczne spready												
Papier-celuloza EUR/t*	323,8	265,9	242,7	274,6	305,7	320,7	318,8	305,7	305,7	305,7	305,7	305,7
zmiana r/r	13,8%	-17,9%	-8,7%	13,2%	11,3%	4,9%	-0,6%	-4,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NBSK- drewno Szwecja SEK/t**	5 673,2	6 306,4	8 051,0	6 902,0	6 200,4	5 289,4	5 095,9	5 069,2	5 042,1	5 014,3	4 986,0	4 957,2
zmiana r/r	-6,3%	11,2%	27,7%	-14,3%	-10,2%	-14,7%	-3,7%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,6%	-0,6%

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

Teoretyczna marża na produkcji papieru [EUR/t]*



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

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	943,7	950,4	1 015,3	1 048,9	1 051,7	1 049,9	1 045,2	1 038,4	1 032,9	1 028,3	1 024,5	1 021,4
Wartości niematerialne i prawne	57,0	51,1	53,2	55,4	57,5	59,5	61,2	62,9	64,5	66,0	67,5	69,0
Rzeczowe aktywa trwałe	834,6	834,2	896,9	928,4	929,0	925,3	918,8	910,5	903,3	897,1	891,8	887,3
Aktywa obrotowe	873,0	949,9	996,1	1 020,4	1 032,0	940,6	772,4	750,1	774,0	793,5	808,6	823,7
Zapasy	360,4	351,0	392,8	409,3	405,3	387,4	373,2	361,8	361,8	361,8	361,8	361,8
Należności krótkoterminowe	354,8	336,8	376,9	392,7	388,9	371,7	358,1	347,2	347,1	347,1	347,1	347,1
Inwestycje krótkoterminowe	157,9	262,1	226,3	218,4	237,8	181,6	41,1	41,1	65,1	84,6	99,8	114,9
-środki pieniężne i ekwiwalenty	130,2	241,4	205,6	197,7	217,1	160,8	20,4	20,3	44,3	63,8	79,0	94,2
Aktywa razem	1 816,7	1 900,3	2 011,4	2 069,3	2 083,6	1 990,5	1 817,6	1 788,5	1 806,9	1 821,7	1 833,1	1 845,1
Kapitał (fundusz) własny	554,0	559,7	614,1	668,3	722,9	754,8	781,2	776,5	785,6	790,0	789,8	789,3
Kapitał (fundusz) podstawowy	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3
Kapitał (fundusz) zapasowy	447,6	447,6	470,5	513,0	552,9	600,2	639,8	659,6	667,9	672,2	672,2	672,2
Zysk (strata) netto	39,9	36,7	68,2	79,9	94,6	79,2	66,0	41,5	42,3	42,4	42,2	41,8
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 027,2	1 109,0	1 114,8	1 077,9	1 014,7	882,5	676,4	644,1	644,0	644,0	644,0	643,9
Rezerwy na zobowiązania	102,2	140,5	111,6	111,6	111,6	111,6	111,6	111,6	111,6	111,6	111,6	111,6
Zobowiązania długoterminowe	326,5	395,3	395,3	395,3	336,8	226,3	37,4	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8
-oprocentowane	305,5	376,5	376,5	376,5	318,1	207,5	18,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	598,5	573,2	608,0	571,1	566,3	544,6	527,5	513,8	513,7	513,7	513,7	513,6
-oprocentowane	82,1	72,6	56,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	1 816,8	1 900,3	2 011,4	2 069,3	2 083,6	1 990,5	1 817,6	1 788,5	1 806,9	1 821,7	1 833,1	1 845,1

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody netto ze sprzedaży	2 967,0	2 952,8	3 304,9	3 442,9	3 409,7	3 258,9	3 139,7	3 044,0	3 043,8	3 043,7	3 043,5	3 043,3
Koszty produktów, tow. i materiałów	2 543,3	2 417,1	2 792,8	2 939,8	2 913,7	2 816,7	2 730,8	2 676,2	2 674,1	2 672,5	2 671,5	2 670,9
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	423,7	535,7	512,1	503,1	495,9	442,2	408,9	367,9	369,8	371,1	372,0	372,4
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	320,0	440,8	330,4	340,3	337,9	327,1	318,5	311,6	311,6	311,6	311,6	311,5
Zysk (strata) na sprzedaży	103,6	95,0	181,7	162,8	158,0	115,1	90,4	56,2	58,2	59,6	60,5	60,9
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	21,4	14,6	-7,3	14,3	11,7	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5
EBITDA	245,9	220,6	271,5	281,2	276,1	231,7	206,1	170,9	171,7	172,1	172,1	171,8
EBIT	125,0	109,5	174,4	177,1	169,7	125,6	100,9	66,8	68,7	70,1	71,0	71,4
Saldo działalności finansowej	-50,8	-24,1	-26,5	-24,0	-20,8	-16,1	-8,8	-3,7	-3,0	-2,8	-2,6	-2,5
Zysk (strata) brutto	74,2	85,5	148,0	153,1	149,0	109,5	92,1	63,1	65,7	67,3	68,3	68,9
Zysk (strata) netto	39,9	36,7	68,2	79,9	94,6	79,2	66,0	41,5	42,3	42,4	42,2	41,8

CF [mln PLN]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	185,0	261,6	178,2	232,9	244,2	218,8	194,1	162,8	154,6	154,7	154,6	154,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-174,7	-180,7	-160,0	-136,0	-107,4	-102,7	-99,9	-97,5	-97,4	-97,2	-97,0	-96,8
Przepływy z działalności finansowej	-66,8	41,8	-53,9	-104,7	-117,5	-172,3	-234,7	-65,3	-33,2	-38,0	-42,4	-42,2
Przepływy pieniężne netto	-56,5	122,7	-35,8	-7,9	19,4	-56,3	-140,4	0,0	24,0	19,5	15,2	15,1
Środki pieniężne na początek okresu	188,6	130,2	241,4	205,6	197,7	217,1	160,8	20,4	20,3	44,3	63,8	79,0
Środki pieniężne na koniec okresu	130,2	241,4	205,6	197,7	217,1	160,8	20,4	20,3	44,3	63,8	79,0	94,2

Źródło: *BDM S.A.*

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	-0,5%	11,9%	4,2%	-1,0%	-4,4%	-3,7%	-3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	-10,3%	23,1%	3,5%	-1,8%	-16,1%	-11,0%	-17,1%	0,5%	0,2%	0,0%	-0,2%
EBIT zmiana r/r	-12,4%	59,2%	1,5%	-4,1%	-26,0%	-19,7%	-33,8%	2,9%	2,0%	1,3%	0,6%
Zysk netto zmiana r/r	-8,1%	85,8%	17,2%	18,4%	-16,3%	-16,7%	-37,1%	1,8%	0,3%	-0,4%	-1,1%
Marża brutto na sprzedaży	18,1%	15,5%	14,6%	14,5%	13,6%	13,0%	12,1%	12,1%	12,2%	12,2%	12,2%
Marża EBITDA	7,5%	8,2%	8,2%	8,1%	7,1%	6,6%	5,6%	5,6%	5,7%	5,7%	5,6%
Marża EBIT	3,7%	5,3%	5,1%	5,0%	3,9%	3,2%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Marża brutto	2,9%	4,5%	4,4%	4,4%	3,4%	2,9%	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%	2,3%
Marża netto	1,2%	2,1%	2,3%	2,8%	2,4%	2,1%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
COGS / przychody	81,9%	84,5%	85,4%	85,5%	86,4%	87,0%	87,9%	87,9%	87,8%	87,8%	87,8%
SG&A / przychody	14,9%	10,0%	9,9%	9,9%	10,0%	10,1%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
SG&A / COGS	18,2%	11,8%	11,6%	11,6%	11,6%	11,7%	11,6%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%
ROE	4,6%	7,6%	8,1%	8,9%	7,1%	5,8%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,5%
ROA	-3,9%	2,2%	1,9%	3,4%	3,9%	4,5%	4,0%	3,6%	2,3%	2,3%	2,3%
Dług	449,1	433,3	376,5	318,1	207,5	18,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D / (D+E)	23,6%	21,5%	18,2%	15,3%	10,4%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D / E	30,9%	27,5%	22,2%	18,0%	11,6%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odsetki / EBIT	-22,0%	-15,2%	-13,6%	-12,2%	-12,8%	-8,7%	-5,5%	-4,4%	-4,0%	-3,7%	-3,5%
Dług / kapitał własny	56,8%	48,3%	38,0%	29,8%	18,7%	1,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług netto	207,7	227,7	178,8	101,0	46,7	-1,8	-20,3	-44,3	-63,8	-79,0	-94,2
Dług netto / kapitał własny	0,4	0,4	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Dług netto / EBITDA	0,9	0,8	0,6	0,4	0,2	0,0	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5
Dług netto / EBIT	1,9	1,3	1,0	0,6	0,4	0,0	-0,3	-0,6	-0,9	-1,1	-1,3
EV	502,2	522,1	473,3	395,5	341,2	292,7	274,1	250,1	230,6	215,4	200,3
Dług / EV	89,4%	83,0%	79,6%	80,4%	60,8%	6,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CAPEX / Przychody	6,1%	4,9%	4,0%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
CAPEX / Amortyzacja	163,4%	166,8%	132,3%	102,6%	98,3%	95,5%	93,6%	94,6%	95,5%	96,3%	97,0%
Amortyzacja / Przychody	3,8%	2,9%	3,0%	3,1%	3,3%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%
Zmiana KO / Przychody	-3,1%	1,9%	0,4%	-0,1%	-0,5%	-0,4%	-0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	638,5%	18,1%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%

Wskaźniki rynkowe	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
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*	8,1	4,4	3,7	3,1	3,8	4,5	7,2	7,0	7,0	7,1	7,1
P/BV*	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
P/CE*	2,0	1,8	1,6	1,5	1,6	1,7	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1
EV/EBITDA*	2,3	1,9	1,7	1,4	1,5	1,4	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2
EV/EBIT*	4,6	3,0	2,7	2,4	2,7	2,9	4,2	3,7	3,3	3,1	2,9
EV/S*	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
BVPS	11,4	12,9	14,3	15,4	16,0	16,5	16,5	16,8	17,0	17,2	17,3
EPS	0,5	1,0	1,2	1,4	1,1	1,0	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
CEPS	2,1	2,4	2,7	2,9	2,7	2,5	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
FCFPS	1,9	1,7	1,4	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,0	0,0
DPS	0,00	0,20	0,37	0,58	0,68	0,57	0,67	0,48	0,55	0,61	0,61
Payout ratio	0,0%	37,7%	37,7%	50,0%	50,0%	50,0%	70,0%	80,0%	90,0%	100,0%	100,0%

*Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 4,3 PLN/akcję*

Dom Maklerski BDM S.A.

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
stalą

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

Krystian 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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
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

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

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).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa (przynajmniej +15%);

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa (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 docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, 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 wypadkowa 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.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'18*:			**, 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	45%	1	100%
Akumuluj	1	9%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	4	36%	0	0%
Sprzedaj	1	9%	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 jakakolwiek 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 (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 21.05.2018 roku (11:45 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 23.05.2018 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 wczytane 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 niemniejszym 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 18.05.2018 roku:

- BDM nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisje 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, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. 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.