



Dom Maklerski BDM S.A.

ARCTIC PAPER

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 6,2 PLN

9 LISTOPAD 2020, 07:00 CEST

Ostatnie kwartały były bardzo udane dla biznesu papierniczego GK Arctic Paper, a możliwości spółki pokazał okres 1Q'20, z rekordowym wynikiem 85 mln PLN skorygowanej EBITDA i strategicznym celem 10% marży EBIT. W rok spółka zmniejszyła zadłużenie o ponad 60 mln PLN, a wskaźnik dług netto/EBITDA spadł z ponad 5,0x do <1,0x. Tym samym pandemia COVID-19 zastała spółkę w całkowicie innej, zdrowej sytuacji płynnościowej, a erozja wyników w najłagodniejszym 2Q'20 była mniejsza od oczekiwań. W rezultacie przy wyższych projekcjach dla segmentu papierniczego utrzymujemy zalecenie KUPUJ dla spółki i podnosimy cenę docelową do 6,2 PLN/akcję.

Wyraźnie lepsze wyniki finansowe w papierze, także w 3Q'20P... Spółka w minionych kwartałach pozytywnie zaskakiwała gł. w kluczowym segmencie papierniczym. Podobnego trendu spodziewamy się również w 3Q'20, w którym ubytek wolumenowej sprzedaży był mniejszy (oczek. -10% r/r) w porównaniu z poprzednim kwartałem (-22% r/r), a spółce sprzyjały wciąż niskie koszty celulozy i zmiana trendu na EUR/USD na wzrostowy. Konserwatywnie przyjmujemy, że raportowana EBITDA w papierze (44 mln PLN) nie powinna odbiegać od ubiegłorocznego wyniku, co przy słabszych rezultatach Rottneros będzie oznaczać spadek skonsolidowanej EBITDA GK o blisko 20% r/r do ok. 53 mln PLN.

2020 rok drugi najlepszy historii w papierze mimo pandemii... Zwracamy uwagę, że wyniki w segmencie papierniczym powinny być o ok. 67% wyższe niż nasze założenia sprzed roku, a EBITDA grupy kapitałowej o ok. 20%. Jednocześnie podkreślamy, że 182 mln PLN oczekiwane przez nas w kluczowym segmencie papierniczym będzie drugim najlepszym wynikiem w historii po 2009 roku (247 mln PLN EBITDA), a spółka osiągnie 6% marży EBIT przy celu strategicznym w 2022 roku na poziomie 10%. Cel 10% marży EBIT zrealizowała już w 1Q'20, przed pandemią.

Wpływ pandemii mniejszy od oczekiwań... Pandemia COVID-19 przyszła po okresie rekordowych wyników w segmencie papieru w 1Q'20. W samym 2Q'20, przy praktycznie zamkniętej gospodarce europejskiej na 1,5 miesiąca, spadek wolumenów sprzedaży papieru wyniósł 22% r/r (rynek -32% r/r). Od najgorszego maja (-40% r/r) popyt na papier poprawił się, choć wciąż we wrześniu był 13% poniżej ubiegłorocznych poziomów. Liczymy, że podobnie jak w 2Q'20 ubytek sprzedaży w Arctic Paper będzie mniejszy, a druga fala wirusa na jesień mniej dotkliwa dla wyników spółki.

Beneficjent rosnącego EUR/USD i niskich kosztów celulozy... Każde 100 pipsów wzrostu EUR/USD to ok. +6 mln PLN EBITDA w skali roku w części papierniczej i +3 mln PLN w skali grupy. Zwracamy uwagę, że w pół roku EUR/USD zyskał z 1,08 na 1,18, a koszty celulozy pozostawały na niskich poziomach przez cały rok (680 USD/t).

Ujemna (rynkowa) wycena części papierniczej... Biorąc pod uwagę obecną, rynkową wycenę Rottneros część papiernicza Grupy Arctic Paper jest wyceniana na... -19 mln PLN ze wskaźnikiem EV/EBITDA <1,0x. Tymczasem średniocykliczna EBITDA segmentu to >120 mln PLN (>180 mln PLN w '20) przy CAPEX 70 mln PLN. W przypadku osiągnięcia naszej ceny docelowej 6,2 PLN/akcję wskaźnik ten powinien kształtować się na poziomie ok. 2,0x EBITDA.

Wycena SOTP [PLN]	6,2
wycena DCF Arctic Paper [PLN]	3,6
wycena DCF Rottneros [PLN]	2,6
Wycena porównawcza [PLN]	17,1
Wycena końcowa [PLN]	6,2
Potencjał do wzrostu / spadku	68,7%
Koszt kapitału	8,0%
Cena rynkowa [PLN]	3,70
Kapitalizacja [mln PLN]	256,4
Ilość akcji [mln. szt.]	69,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	4,67
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	3,53
Stopa zwrotu za 3 mc	-2,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	-12,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	-18,1%
Struktura akcjonariatu:	
Thomas Onstad wraz z Trebruk i Nemus Holding	68,13%
Pozostali	31,87%

Krzysztof Brymora

brymora@bdm.com.pl

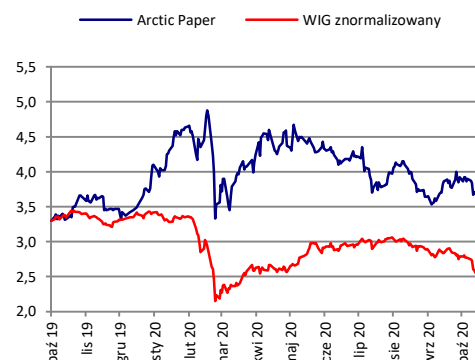
tel. (+48) 501 238 443

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody [mln PLN]	2 952,8	3 169,4	3 117,1	2 728,7	2 932,1	3 152,9
EBITDA [mln PLN]	220,6	213,2	278,0	230,9	210,4	172,9
EBITDA adj.* [mln PLN]	244,4	219,0	260,0	218,4	205,1	172,9
EBIT [mln PLN]	109,7	124,1	191,4	123,9	102,6	65,8
Wynik netto [mln PLN]	36,8	8,0	82,7	84,8	64,3	19,2
P/BV	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
P/E	7,0	32,1	3,1	3,0	4,0	13,4
EV/EBITDA	1,9	2,5	1,6	1,8	1,7	1,8
EV/EBITDA adj. skoryg.**	2,4	3,6	2,2	2,0	1,9	2,6
EV/EBIT	4,2	4,3	2,2	3,2	3,3	4,8
DY w okresie	0,0%	5,4%	0,0%	0,0%	6,6%	5,0%

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



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

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

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
WYRAŹNIE LEPSZE WYNIKI FINANSOWE S. PAPIERNICZEGO (REKORD W 1Q'20)	3
RELATYWNIE MNIEJSZY UBYTEK WOLUMENÓW DZIĘKI KONCENTRACJI NA NISZOWYCH PRODUKTACH	4
II FALA PANDEMII MNIEJ DOTKLIWA DLA PRZEMYSŁU/SPÓŁKI	5
BENEFICJENT ROSNĄCEGO EUR/USD I NISKICH KOSZTÓW CELULOZY	5
WYRAŹNA POPRAWA PŁYNNOŚCI I CASH FLOW 2019-2020	6
UJEMNA (RYNKOWA) WYCENA CZĘŚCI PAPIERNICZEJ	7
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	8
WYCENA SOTP	9
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	13
WPŁYW PANDEMII COVID-19 NA WYNIKI	15
WYNIKI 2Q'20.....	16
PODSUMOWANIE KONFERENCJI Z ZARZĄDEM PO 2Q'20 (20.08.2020)	17
PROGNOZY NA 3Q'20 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW	18
PŁYNNOŚĆ I ZADŁUŻENIE	20
STRATEGIA 2022.....	21
ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA 2020-2022	22
ZMIANA WYCENY SOTP.....	22
PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2020-2029	23
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	24

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 6,2 PLN/akcję. Natomiast wycena porównawcza do wybranych spółek z branży papierniczej, oparta na prognozach wyników na lata 2020 – 2022 dała wartość 1 akcji na poziomie 17,1 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 6,2 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena SOTP [PLN/akcję]	100%	6,2
Wycena SOTP [mln PLN]		432,6
Wycena Arctic Paper- część papiernicza [mln PLN]		250,4
Wycena Rottneros [mln PLN]*		355,3
Udziały mniejszości [mln PLN]**		-173,1
Wycena metodą porównawczą [PLN/akcję]	0%	17,1
Wycena spółki [PLN]		6,2

Źródło: BDM S.A. *-kurs SEK/PLN 0,4403. **- Arctic Paper posiada 51,27% udziałów w Rottneros

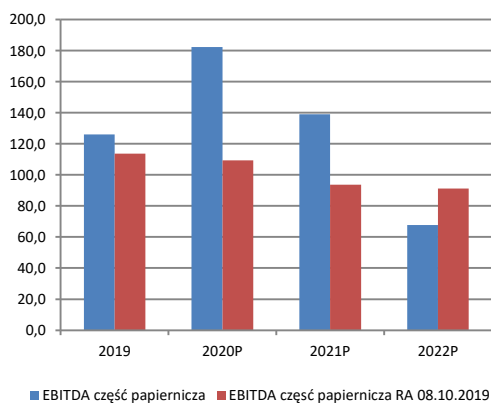
Wyraźnie lepsze wyniki finansowe s. papierniczego (rekord w 1Q'20)

Mimo pandemii spółka w 1H'20 pokazała wyraźnie lepsze wyniki do naszych oczekiwań z poprzedniego raportu. W 1Q'20 przy 11% r/r wzroście sprzedaży wolumenowej i dyscyplinie kosztowej ustanowiła kwartalny rekord 85 mln PLN oczyszczonej EBITDA w segmencie papieru realizując tam 10% marży EBIT czyli strategiczny cel w 2022 roku.

W 2Q'20 na skutek pandemii wyniki kluczowego segmentu spadły do ok. 22,5 mln PLN skorygowanej EBITDA (+7,2 mln PLN pomocy rządowej), co powinno być najsłabszym rezultatem w perspektywie najbliższych kwartałów. Nawrót II fali pandemii nie powinien już być tak dotkliwy.

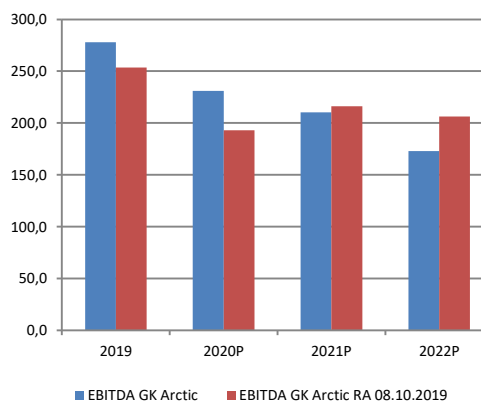
Zwracamy uwagę, że wyniki segmentu papieru w 2020 roku powinny być o ok. 67% wyższe niż nasze założenia sprzed roku, a EBITDA grupy kapitałowej o ok. 20%. Jednocześnie podkreślamy, że 182 mln PLN oczekiwane przez nas w kluczowym segmencie papierniczym będzie drugim najlepszym wynikiem w historii po 2009 roku (247 mln PLN EBITDA), a spółka osiągnie 6% marży EBIT przy celu strategicznym w 2022 roku na poziomie 10%.

Porównanie obecnej EBITDA s. papieru z poprzednim RA



Źródło: BDM S.A., spółka

Porównanie obecnej EBITDA GK Arctic z poprzednim RA



Źródło: BDM S.A., spółka

Relatywnie mniejszy ubytek wolumenów dzięki koncentracji na niszowych produktach

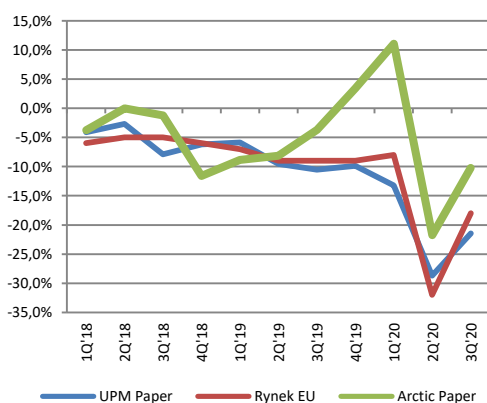
Spółka działa na rynku papierów graficznych, który od wielu lat, na skutek postępującej cyfryzacji, spada w tempie 2-6% rocznie, a część producentów jest zmuszona zamykać maszyny/papiernie. W 3Q'20 UPM zamknął francuską papiernię Chapelle o wydajności 235 tys. ton. W październiku'20 firma poinformowała o zamknięciu fabryki Kaipola o wydajności 1,07 mln ton.

Arctic Paper w ostatnich latach bronił się przed większą utratą wolumenów (zamknięcie Mochanwangen i maszyny w Grycksbo łącznie ok. 140 tys. ton), a szczególnie w ostatnich kwartałach spółka utrzymywała relatywnie lepszą sprzedaż, co wynika z niszy na jakiej się koncentruje (gł. wysokiej jakości papier książkowy). Zwracamy uwagę, że wolumeny papieru w pandemicznym 2Q'20 spadły o 22% r/r przy tempie spadku rynku o 32% r/r. UPM podawał, że spadek popytu w maju wynosił -40% r/r, a we wrześniu wciąż -13% r/r.

Na konferencji po 2Q'20 20.08.2020 zarząd wskazywał na odbudowę popytu i wzrost wykorzystania mocy. Wg CEO rynek papieru książkowego, na którym w większości działa spółka jest stabilny od 10-15 lat. To rynek wielkości 100-110 tys. ton w Europie, a Munkedals odpowiada za 70% papieru książkowego. Zarząd podkreślał, że patrząc na rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych i stabilną bazę kosztową dołek wyników spółka ma za sobą.

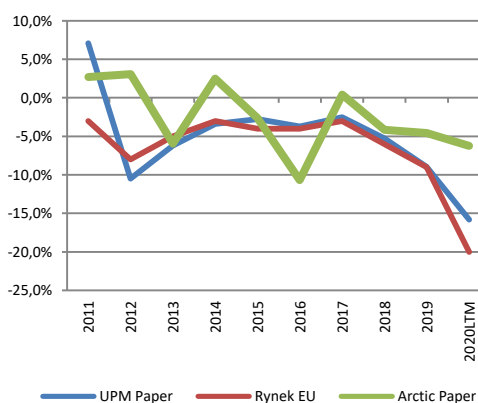
Na konferencji po 4Q'19 w marcu CEO podkreślał rozwój sprzedaży papierów do zastosowań innych niż graficzne. Celem spółki jest produkowanie do 2023 roku ok. 100 tys. ton papieru opakowaniowego (>20% ogółu) z ok. 10-15 tys. obecnie. Wzrost ma umożliwić m.in. nowa maszyna w Kostrzynie (30 tys. ton) zrealizowana nakładem 10 mln EUR w 2019 roku.

Dynamika wolumenów papieru ATC vs rynek [r/r]*



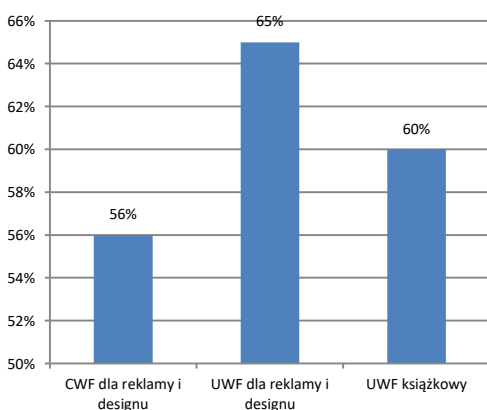
Źródło: BDM S.A., Arctic Paper, UPM. *- Dla Arctic Paper prognoza BDM na 3Q'20 -10% r/r.

Dynamika wolumenów papieru ATC vs rynek [r/r]



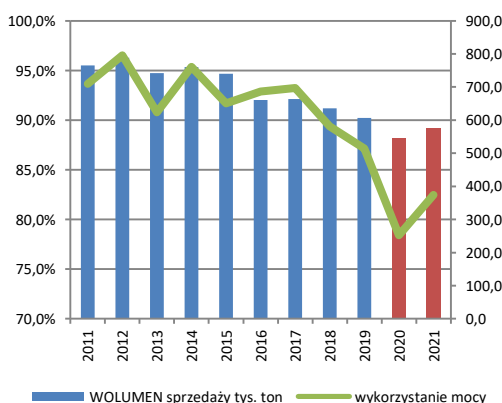
Źródło: BDM S.A., Arctic Paper, UPM.

Udziały rynkowe Arctic Paper w europejskim rynku



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

Wolumeny sprzedaży (LS) i wykorzystanie mocy (PS)



Źródło: BDM S.A., Arctic Paper

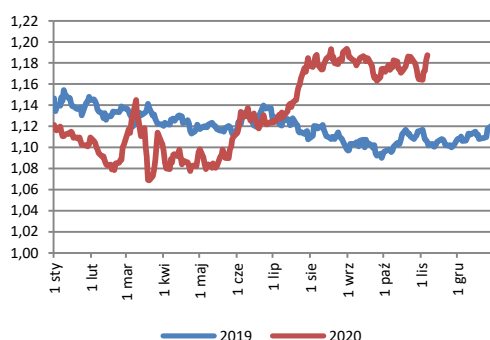
II fala pandemii mniej dotkliwa dla przemysłu/spółki

W 4Q'20, po częściowym odbiciu popytu w 3Q'20 (-10% r/r), oczekujemy ponownego spadku wolumenów sprzedaży papieru o ok. 20% r/r, co wydaje się konserwatywne biorąc pod uwagę mniejszy wpływ gospodarczy obecnych obostrzeń. Spółce wciąż sprzyja niska baza kosztowa i wysoki EUR/USD. Nie spodziewamy się przy tym wyraźnego spadku cen papierów, które przy pierwszej fali zachowywały się relatywnie stabilnie. Obawy o recesję mogą z kolei opóźnić nieuchronny proces podwyżek kosztów celulozy. Tym samym wyniki 4Q'20-1Q'21 powinny być lepsze niż w dołku pandemii 2Q'20 nawet mimo braku potencjalnych środków pomocowych.

Beneficjent rosnącego EUR/USD i niskich kosztów celulozy

Spółka sprzedaje papier gł. w EUR, a kupuje surowiec (celulozę) w dolarach. W rezultacie Arcticowi sprzyja mocne euro i słaby dolar. W segmencie papieru każde 100 pipsów w górę to ok. 6 mln PLN EBITDA ceteris paribus w skali roku (w GK po przejściu Rottneros ekspozycja zmniejszona do ok. 3 mln PLN/100 pipsów EUR/USD). Od początku 2H'20 widzimy sprzyjający trend umocnienia EUR z ok. 1,08 do 1,18 USD, co powinno wspierać wyniki za 3-4Q'20.

EUR/USD daily 2019/2020 YTD



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

EUR/USD weekly 2009/2020 YTD

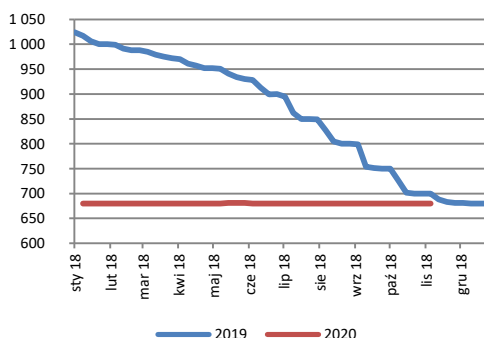


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Celuloza liściasta (BHKP) stanowi 50-60% w gotówkowych kosztach produkcji papierów graficznych Arctic Paper, a każde 10 USD/t spadku przekłada się na ok. 11 mln PLN rocznie dodatkowej marży Arctica ceteris paribus. Od 2Q'19 obserwujemy załamanie na tym rynku i rekordowy poziom zapasów w chińskich portach. Od początku 2020 roku celuloza liściasta utrzymuje się na niskich poziomach ok. 680 USD/t. Globalny poziom zapasów spadł w okolice normalnego poziomu, ale w Europie wciąż wynosił we wrześniu'20 1,65 mln ton przy normalnym poziomie ok. 1,2 mln ton. Tym samym oczekiwane podwyżki cen na tym rynku mogą szybko nie nadejść (konserwatywnie przyjmujemy wzrosty w 1Q'21 i silne podwyżki w 2H'21).

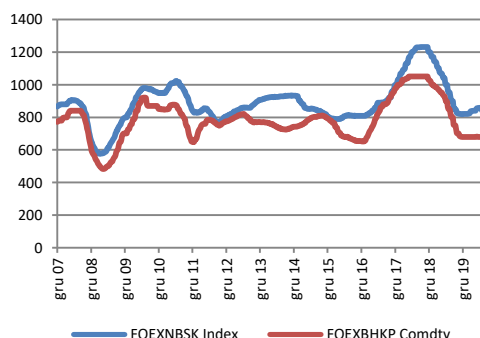
W 2H'22 na rynku ma pojawić się produkcja z nowej celulozowni UPM w Urugwaju (Paso de los Toros) o zdolnościach 2,1 mln ton (największa celulozownia na świecie) i fabryka Bracel w Brazylii (0,5 mln ton). Wcześniej (2021 rok) rozbudowana ma zostać fabryka Arauco w Horrocones (Chile) o zdolnościach 1,56 mln ton. Powinno to negatywnie wpłynąć na ceny w 2023 roku.

Celuloza BHKP 2019-2020 [USD/t]



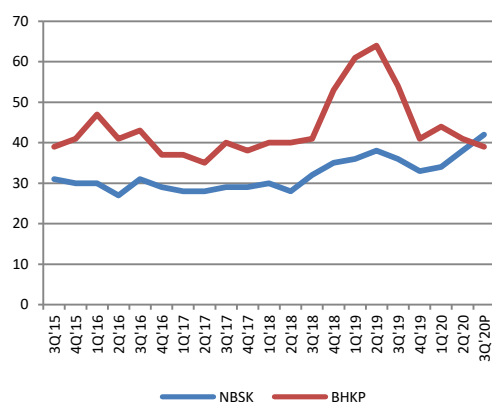
Źródło: BDM S.A.

Celuloza NKBS i BHKP długoterminowo [USD/t]



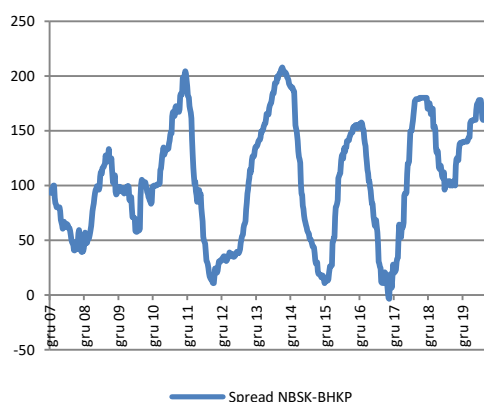
Źródło: BDM S.A.

Globalne zapasy celulozy NBSK/BHKP w dniach konsumpcji



Źródło: BDM S.A., PPC za Ence

Spread NBSK-BHKP [USD/t]



Źródło: BDM S.A.

W latach 2019-2020 nie było znaczących projektów inwestycyjnych celulozowni, a rynek po spadku popytu gł. w Chinach i rosnącym wykorzystaniu mocy z wielu projektów powstałych w 2018 roku wyraźnie zwiększył poziom zapasów. Otwarcie trzech dużych zakładów o łącznych zdolnościach 4,2 mln ton ma nastąpić w 2021 (1,56 mln ton) i 2022 roku (2,6 mln w tym największa fabryka UPM 2,1 mln ton w Urugwaju), co powinno istotnie wpłynąć na ceny w tym okresie. Do tego czasu oczekujemy ok. 30% wzrostu kosztów BHKP (do ok. 900 USD/t). Co ważne, nie ma ogłoszonych znaczących projektów rozbudowy NBSK, co powinno wspierać wyniki Rottneros.

Wyraźna poprawa płynności i cash flow 2019-2020

W 4Q'18 wskaźnik dług netto/EBITDA po słabych wynikach segmentu papierniczego, obciążonych gł. negatywnymi zdarzeniami jednorazowymi, przekroczył poziom 3,5x, a w 1Q'19 sięgnął 5,7x. Spółka złamała kowenanty obligacyjne (>4,0x).

Podkreślamy, że od 1Q'19 zauważalna jest poprawa wyników z działalności papierniczej z dużą redukcją kapitału pracującego, co zostało wsparte dywidendami z Rottneros (44 mln PLN) i sprzedażą majątku po Mochenwangen (18 mln PLN). Już w 2Q'20 dług netto/EBITDA w części papierniczej kształtował się poniżej 1,0x. W 2020 roku, zgodnie z naszymi prognozami spółka wygeneruje ok. 182 mln PLN EBITDA, a na inwestycje wyda ok. 70 mln PLN. Również najbliższe lata nie powinny być obciążone nakładami inwestycyjnymi (na poziomie amortyzacji), co pozwoli wrócić do wypłaty dywidendy w 2021 roku.

Trzon finansowania grupy Arctic Paper stanowią obligacje (49%) zapadające w sierpniu 2021 roku (krajowe) i we wrześniu 2022 roku (Rottneros). Kredyty terminowe (26%) dotyczą gł. rozbudowy maszyny PM1 w Kostrzynie z EBOR. W 2019 roku spółka nie korzystała z kredytów odnawialnych (na podstawie umów z sierpnia i października'20 ma do dyspozycji 39,8 mln EUR z BNP Paribas, Santander i EBOR). W 2021 roku zapada zadłużenie w wysokości ok. 115 mln PLN. W 2020 spółka spłaciła ok. 40 mln PLN kredytów/pożyczek.

Cash flow w segmencie papieru- pro forma [mln PLN]

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20P	4Q'20P
Dług netto papier	266,6	220,2	230,7	178,4	212,0	272,6	250,1	214,5	261,8	243,7	192,6	144,8	204,6	184,2	141,1	107,1
CFO papier	4,7	58,8	32,8	67,6	-4,1	-29,9	27,6	62,6	-1,0	8,6	83,3	63,4	51,3	-11,2	58,1	58,5
CAPEX papier	-11,8	-20,0	-29,2	-16,2	-17,5	-12,4	-6,6	-33,0	-10,4	-15,4	-39,2	-28,5	-16,9	-23,6	-10,0	-19,5
Koszty finansowe	-5,5	-5,7	-10,0	-1,7	-6,0	-5,0	-5,5	-5,8	-5,8	-5,0	-5,6	-5,8	-5,3	-5,3	-5,0	-5,0
inne	4,4	13,3	-4,1	2,6	-6,1	-13,4	7,0	11,9	-30,2	29,8	12,6	22,0	-88,9	60,5	0,0	0,0
Dywidenda Arctic						-13,9										
Dywidenda z Rottneros			13,6			11,8				22,1		22,0				
dywidenda Rottneros																
Mochenwangen										7,7	10,3					
pozostałe	4,4	-0,3	-4,1	2,6	-6,1	-11,4	7,0	11,9	-30,2	0,0	2,2	0,0	-88,9	60,5		
EBITDA papier	39,1	26,6	39,1	2,1	30,7	18,7	27,0	-20,7	15,0	36,9	42,9	31,1	85,1	29,7	44,1	23,5
DN/EBITDA	2,48	2,10	1,60	1,67	2,15	3,00	3,18	3,85	6,55	4,19	2,60	1,15	1,04	0,98	0,74	0,59
EBITDA papier adj.	39,1	26,6	39,1	25,9	30,7	18,7	27,0	-14,9	15,0	18,9	42,9	31,1	85,1	22,5	38,8	23,5
DN/EBITDA adj.	2,48	2,10	1,60	1,36	1,73	2,38	2,44	3,49	5,72	5,30	3,11	1,34	1,15	1,01	0,80	0,63

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

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Wpływ pandemii COVID-19 na sprzedaż i ceny papieru

W 2Q'20 wskutek pandemii wolumeny papieru w Grupie Arctic Paper spadły o ok. 22% r/r przy spadku rynku o 32% r/r (w najgorszym miesiącu maju -40% r/r). Spadki sprzedaży w 3Q'20 powinny być mniejsze (-10% r/r), ale II fala pandemii rodzi ryzyko spadku wolumenów w 4Q'20 (przyjmujemy -20% r/r). Pytaniem pozostaje również powtarzalny popyt na papiery graficzne już po ustąpieniu pandemii i wpływ słabego popytu na ceny (na razie bez większych zmian).

▪ 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 2007-2018 rynek bezdrzewnych papierów graficznych tracił średniorocznie od 0,0% do 6%. W 2019 roku rynek w Europie stracił ok. 9% r/r najbardziej w papierze newsprint/magazynowym, czego spółka nie produkuje. 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). W 4Q'18 zdecydowała się na wyłączenie PM7 w Grycksbo (-45 tys. ton).

Zwracamy uwagę, że celem spółki jest produkowanie do 2023 roku ok. 100 tys. ton papieru opakowaniowego (>20% ogółu) z ok. 10-15 tys. obecnie. Wzrost ma umożliwić m.in. nowa maszyna w Kostrzynie (30 tys. ton).

▪ 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).

Ceny celulozy niespodziewanie załamały się w 1H'19, a duże spadki były kontynuowane do końca 2019 roku (-35% BHKP). Od tego czasu obserwujemy ustabilizowanie się kosztów na niskim poziomie, choć producenci BHKP próbują zgłaszać podwyżki.

▪ 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.

Kurs EUR/USD w 2019 roku spadł w okolice 1,10 wobec 1,18 w 2018. Negatywnie na gł. parę walutową wpłynęło spowolnienie gospodarcze szczególnie w Chinach i Europie, a także relatywnie jastrzębia polityka monetarna Fed. Zmiany te miały negatywny wpływ na wyniki finansowe Arctic Paper. W 2020 roku trend się odwrócił

▪ Brexit i ryzyko osłabienia funta

UK opuściła UE z początkiem 2020 roku na podstawie referendum z 2016 roku. W 2020 roku trwał okres przejściowy dający czas na wypracowanie odpowiednich umów handlowych. Niestety dotychczas nie rozwiązano wszystkich kwestii i ryzyko braku regulacji stało się prawdopodobne.

UK to jeden z głównych (4-ty) rynków sprzedaży spółki stanowiący ok. 8% całkowitych przychodów grupy (2019 rok). W latach 2009-2019 spółka notowała tam jedną z wyższych dynamik wzrostu (CAGR 8,5%). W przypadku braku umowy handlowej istnieje ryzyko osłabienia funta i utraty konkurencyjności.

▪ Wysokie zadłużenie

W 2019-2020 spółka zdecydowanie zredukowała zadłużenie o ok. 140 mln PLN na poziomie grupy i ponad 100 mln PLN w papierze. Tym samym wskaźnik dług netto/EBITDA spadł <1,0x z 3,5x na koniec 2018 roku. Niemniej spółka w 2021 roku (w sierpniu) ma do wykupu ponad 70 mln PLN krajowych obligacji. Rok później zapada ok. 160 mln PLN obligacji Rottneros i spółka będzie musiała zrefinansować ten dług. Zwracamy jednak uwagę na ok. 40 mln EUR niewykorzystanych linii kredytowych.

▪ 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 (220 tys. ton) i zatrudnia ok. 290 osób. W 4Q'18 spółka zdecydowała o wyłączeniu PM7 (-45 tys. ton) i zwolnieniu 25 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 3,0%- poprzednio 4%, w Szwecji 1,0%- bez zmian) premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika $\beta = 1,0$.

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

- Pandemia COVID-19 wpłynęła na wyraźne obniżenie wolumenów, które w 2Q'20 spadły o ok. 22% r/r przy spadku rynku o 32% r/r. Dość ostrożnie podchodzimy do prognoz na 2H'20 (-10% w 3Q'20 i -20% w 4Q'20), a poziomów sprzed pandemii nie osiągamy już nigdy. Niemniej w 2021-2022 przyjmujemy częściową odbudowę sprzedaży. Tym samym w długim terminie spółka będzie operować na ok. 88% wykorzystaniu zdolności vs 78% w 2020 i 90% przed pandemią;

- W ostatnich kwartałach średnie ceny papieru spadały w tempie ok. 2% q/q (-8/9% r/r). Pandemia COVID-19 na razie nie przyspieszyła tego trendu. W 2021 oczekujemy dalszej ok. 2% r/r korekty cen, a potem płasko. Ograniczony spadek będzie wynikał ze wzrostu kosztów celulozy w 2021-2022 roku;

- Ceny celulozy BHKP w 2019 roku od szczytu spadły o 35% i utrzymują się w 2020 roku na tym poziomie. Część producentów na rynku chińskim ogłosiła podwyżki. W Europie oczekujemy ich implementacji już w 1Q'21 (+20 USD/t) i ok. 40 USD/t wzrostu w kolejnych okresach, co na koniec 2021 roku da średnią cenę BHKP 840 USD/t. Mniejszego wzrostu spodziewamy się w 2022 roku w związku z uruchomieniem dużych projektów celulozowych w Ameryce Południowej;

W 2H'22 na rynku ma pojawić się produkcja z nowej celulozowni UPM w Urugwaju (Paso de los Toros) o zdolnościach 2,1 mln ton (największa celulozownia na świecie). Wcześniej (2021 rok) rozbudowana ma zostać fabryka Arauco w Horcocones (Chile) o zdolnościach 1,56 mln ton. Powinno to negatywnie wpłynąć na ceny w 2023 roku, co zakładamy (800 USD/t BHKP vs 900 USD/t na koniec 2022 roku);

Ceny NBSK z uwagi na wysoki spread z BHKP (ok. 160 USD/t obecnie) powinny rosnąć wolniej, co będzie poprawiało, ale w ograniczonym stopniu rentowność Rottneros. Przyjmujemy, że do końca 2021 roku spread spadnie do ok. 100 USD/t, a w 2022 do ok. 50 USD/t przy długoterminowej średniej ok. 100 USD/t. Tym samym ceny NBSK będą kształtować się na poziomie odpowiednio ok. 940 USD/t i 950 USD/t;

- Od maja 2020 spółce sprzyja rosnący kurs EUR/USD z ok. 1,10 do ok. 1,18. Zgodnie z krzywą futures przyjmujemy wzrost EUR/USD do c.a. 1,20 w 2022 roku i 1,22 długoterminowo (poprzednio 1,2 EUR/USD);

- Spółka informowała o uzyskaniu 5,3 mln PLN rekompensaty pośrednich kosztów CO2 (ustawa Emilewicz), co zostanie rozliczone w 3Q'20. W 2021 spodziewamy się podobnej kwoty (potem konserwatywnie brak).

- Na konferencji po 2Q'20 w sierpniu'20 zarząd zapowiadał CAPEX w segmencie papieru nie wyższy niż 70 mln PLN na koniec 2020 roku. W przypadku Rottneros spółka oczekuje ok. 130 mln SEK w 2020 roku i ok. 100 mln SEK długoterminowo (raport za 3Q'20 w październiku'20). Tym samym CAPEX całej grupy w 2020 roku powinien wynieść ok. 125 mln PLN z tendencją malejącą do poziomu amortyzacji. Większość projektów zarówno w części papierniczej jak i celulozowej zostało zrealizowanych w poprzednich latach.

Kluczowe inwestycje rozwojowe realizowane w ostatnich latach to rozbudowa zdolności w Kostrzynie o 30 tys. ton kosztem ok. 10 mln EUR (koniec w 2019 roku) i elektrowni wodnej w Munkedals (CAPEX ok. 45 mln PLN, koniec 2H'20). Potencjał tych inwestycji oceniamy na 10-15 mln PLN EBITDA.

Spółka na początku 2019 roku informowała również o nowej inwestycji w ciepłownię w Munkedals (30 MW). Inwestycja będzie realizowana z partnerem w formie umowy PPE (bez wypływu środków Arctic Paper) i gotowa w 2021/2022 roku.

Na konferencji po 4Q'10 w marcu'20 spółka informowała o inwestycji w PV w Kostrzynie, a łączny koszt rozłożonej na 2 lata inwestycji (2020-2021) to 16-17 mln PLN- nieuwzględnione w wycenie. W naszej opinii może to obniżyć koszty energii o 1,5-2 mln PLN rocznie.

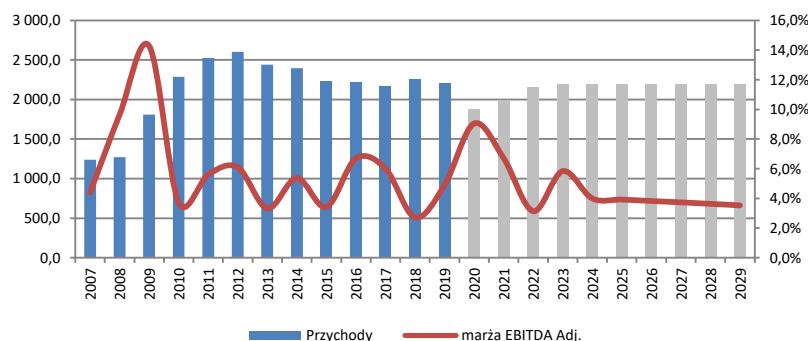
W Rottneros spółka w 2018 roku zakończyła program „Agenda 500+” na który w latach 2015-2018 wydała łącznie >800 mln SEK (>300 mln PLN). Zdolności produkcyjne NBSK zwiększyły się z 410 do ok. 500 tys. ton. Obecnie nakłady inwestycyjne są symboliczne.

Ponadto:

- Do obliczeń przyjęliśmy 69 288 tys. akcji;
- Efektywną stopę podatkową przyjmujemy zgodnie z reżimem podatkowym Polski (19%) i Szwecji (21,4%);
- Po okresie szczegółowej prognozy założyliśmy spadek FCFF o 5% w Arctic Paper i 2% w Rottneros;
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 9 listopada 2020 roku.

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

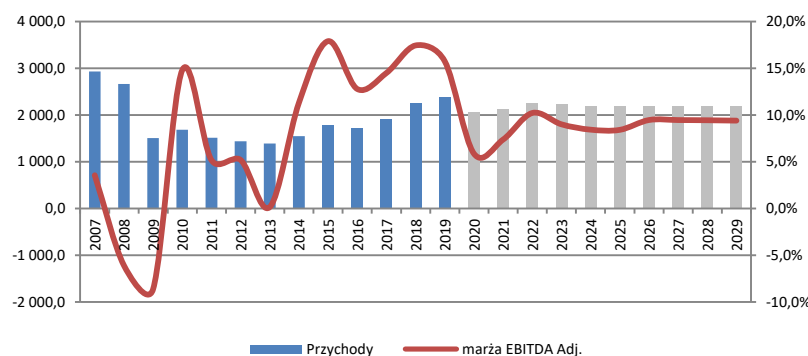
Wybrane dane Arctic Paper- część papiernicza Grupy [mln PLN]



Zgodnie z naszymi poprzednimi oczekiwaniami dotek wyników w segmencie papieru wypadł w 2018 roku. W długim terminie wierzymy w powtarzalną marżę w wysokość ok. 4% EBITDA, co jest założeniem poniżej średniej 2007-2019 (5,4%).

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

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



Rottneros ma za sobą rekordowy 2018 rok. W 2019 roku przy spaku cen celulozy NBSK wyniki były już słabsze. Przychody udało się poprawić wyższym wolumenem z rozbudowanych mocy z Agenda 500. 2020 rok przyniósł już duże osłabienie marż, co prawdopodobnie wyznaczyło ich dotek. W długim terminie podtrzymujemy nasze założenia marży w wysokości ok. 8-9% EBITDA (historyczna średnia 11%).

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		2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody		2 952,8	3 169,4	3 117,1	2 728,7	2 932,1	3 152,9	3 183,4	3 172,1	3 171,9	3 171,7	3 171,5	3 171,3	3 171,1
EBITDA		220,6	213,2	278,0	230,9	210,4	172,9	220,0	172,7	170,8	179,2	177,1	174,7	172,0
EBIT		109,7	124,1	191,4	123,9	102,6	65,8	113,0	65,8	64,0	72,5	70,6	68,3	65,6
Zysk brutto		85,6	87,2	157,9	96,2	81,1	47,6	97,0	51,8	51,9	62,4	62,4	61,2	58,8
Zysk netto		36,8	8,0	82,7	84,8	64,3	19,2	64,3	30,5	30,5	34,5	34,5	33,5	31,0
Marża EBITDA		7,5%	6,7%	8,9%	8,5%	7,2%	5,5%	6,9%	5,4%	5,4%	5,6%	5,6%	5,5%	5,4%
Marża EBIT		3,7%	3,9%	6,1%	4,5%	3,5%	2,1%	3,5%	2,1%	2,0%	2,3%	2,2%	2,2%	2,1%
Marża netto		1,2%	0,3%	2,7%	3,1%	2,2%	0,6%	2,0%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%
Arctic Paper (papier) mln PLN		2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2028P
Przychody		2 173,5	2 263,3	2 206,8	1 877,1	1 992,0	2 152,4	2 194,5	2 194,5	2 194,5	2 194,5	2 194,5	2 194,5	2 194,5
EBITDA		107,0	55,7	126,0	182,3	139,0	67,6	128,2	87,8	86,1	83,9	81,9	79,8	77,4
EBIT		40,8	1,5	82,6	122,4	87,2	16,5	77,1	36,7	35,0	32,9	31,0	28,9	26,6
Zysk brutto		20,6	-27,4	57,6	104,2	77,7	-1,3	61,5	22,9	23,0	22,3	22,1	20,9	18,6
Zysk netto		16,7	-22,2	46,7	84,4	63,0	-1,0	49,8	18,6	18,6	18,1	17,9	16,9	15,1
Marża EBITDA		4,9%	2,5%	5,7%	9,7%	7,0%	3,1%	5,8%	4,0%	3,9%	3,8%	3,7%	3,6%	3,5%
Marża EBIT		1,9%	0,1%	3,7%	6,5%	4,4%	0,8%	3,5%	1,7%	1,6%	1,5%	1,4%	1,3%	1,2%
Marża netto		0,8%	-1,0%	2,1%	4,5%	3,2%	0,0%	2,3%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%
Rottneros (celuloza) mln PLN		2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2028P
Przychody		845,0	938,7	964,9	879,1	969,1	1 031,4	1 019,5	1 007,9	1 007,7	1 007,5	1 007,2	1 007,0	1 006,8
EBITDA		109,2	163,6	151,9	51,5	71,4	105,3	91,7	84,9	84,7	95,3	95,2	95,0	94,6
EBIT		68,9	122,5	108,8	1,5	15,4	49,3	35,8	29,1	28,9	39,6	39,6	39,4	39,0
Zysk brutto		65,0	114,6	100,3	-7,9	3,3	48,9	35,5	28,9	28,9	40,1	40,3	40,4	40,2
Zysk netto		50,4	91,8	78,8	-12,6	2,7	39,4	28,6	23,3	23,3	32,3	32,5	32,5	32,4
Marża EBITDA		12,9%	17,4%	15,7%	5,9%	7,4%	10,2%	9,0%	8,4%	8,4%	9,5%	9,5%	9,4%	9,4%
Marża EBIT		8,2%	13,1%	11,3%	0,2%	1,6%	4,8%	3,5%	2,9%	2,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Marża netto		6,0%	9,8%	8,2%	-1,4%	0,3%	3,8%	2,8%	2,3%	2,3%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%

Źródło: BDM.S.A

Model DCF Arctic Paper- część papiernicza grupy

	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	2 206,8	1 877,1	1 992,0	2 152,4	2 194,5	2 194,5	2 194,5	2 194,5	2 194,5	2 194,5	2 194,5
EBIT adj. [mln PLN]	73,2	112,8	81,9	16,5	77,1	36,7	35,0	32,9	31,0	28,9	26,6
Stopa podatkowa	23,4%	19,1%	19,0%	19,0%	19,2%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%
Podatek od EBIT [mln PLN]	17,1	21,6	15,6	3,1	14,8	7,0	6,7	6,3	5,9	5,5	5,6
NOPLAT [mln PLN]	56,1	91,2	66,3	13,4	62,3	29,7	28,3	26,6	25,1	23,4	21,0
Amortyzacja [mln PLN]	34,8	57,0	51,8	51,1	51,1	51,1	51,0	51,0	50,9	50,9	50,8
CAPEX [mln PLN]	-93,4	-69,9	-41,9	-49,0	-50,0	-49,7	-49,7	-49,7	-49,7	-49,7	-49,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	4,4	21,4	-7,5	-10,4	-2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	1,9	99,7	68,8	5,0	60,6	31,1	29,7	28,0	26,3	24,6	22,2
DFCF [mln PLN]		98,7	63,4	4,3	48,0	22,8	20,1	17,6	15,3	13,2	11,1
Suma DFCF [mln PLN]		314,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]		162,0	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: -5,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		80,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]		395,2									
Dług netto [mln PLN]		144,8									
Udziały mniejszości [mln PLN]		0,0									
Wartość kapitału [mln PLN]		250,4									
Ilość akcji [mln szt.]		69,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		3,6									

Przychody zmiana r/r	-14,9%	6,1%	8,1%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	54,1%	-27,4%	-79,9%	367,9%	-52,4%	-4,5%	-6,0%	-5,9%	-6,8%	-7,8%	
FCF zmiana r/r	5197,8%	-31,0%	-92,7%	1113,6%	-48,8%	-4,4%	-5,9%	-5,8%	-6,6%	-9,8%	
Marża EBITDA	9,0%	6,7%	3,1%	5,8%	4,0%	3,9%	3,8%	3,7%	3,6%	3,5%	
Marża EBIT	6,0%	4,1%	0,8%	3,5%	1,7%	1,6%	1,5%	1,4%	1,3%	1,2%	
Marża NOPLAT	4,9%	3,3%	0,6%	2,8%	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%	1,1%	1,0%	
CAPEX / Przychody	3,7%	2,1%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	
CAPEX / Amortyzacja	122,7%	80,8%	95,9%	98,0%	97,3%	97,4%	97,4%	97,5%	97,6%	97,7%	
Zmiana KO / Przychody	-1,1%	0,4%	0,5%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Zmiana KO / Zmiana przychodów	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Stopa wolna od ryzyka	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
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	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Udział kapitału własnego	74,9%	87,2%	97,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,5%
Udział kapitału obcego	25,1%	12,8%	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	6,9%	7,4%	7,9%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%

Źródło: BDM S.A.

Model DCF Rottneros- część celulozowa grupy

	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży [mln SEK]	2 376,0	2 056,4	2 120,1	2 250,1	2 224,2	2 198,9	2 198,5	2 198,0	2 197,6	2 197,1	2 196,7
EBIT adj. [mln SEK]	268,0	3,5	33,7	107,5	78,2	63,4	63,1	86,3	86,4	86,0	85,2
Stopa podatkowa	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%
Podatek od EBIT [mln SEK]	52,1	0,7	6,6	20,9	15,2	12,3	12,3	16,8	16,8	16,7	16,6
NOPLAT [mln SEK]	215,9	2,8	27,2	86,6	63,0	51,1	50,8	69,5	69,6	69,3	68,6
Amortyzacja [mln SEK]	106,0	117,0	122,4	122,2	122,0	121,8	121,7	121,5	121,4	121,3	121,1
CAPEX [mln SEK]	-109,0	-130,0	-120,0	-120,0	-120,0	-120,0	-120,0	-120,0	-120,0	-120,0	-120,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln SEK]	106,0	-32,4	-18,8	-40,0	9,8	7,8	0,2	-2,8	0,1	0,2	0,2
FCF [mln SEK]	318,9	-42,6	10,7	48,8	74,8	60,8	52,6	68,3	71,0	70,7	69,9
DFCF [mln SEK]		-42,3	10,1	43,4	62,7	48,1	39,3	48,1	47,3	44,4	41,4
Suma DFCF [mln SEK]		342,7									
Wartość rezydualna [mln SEK]		842,6	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: -2,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln SEK]		499,2									
Wartość firmy EV [mln SEK]		841,9									
Dług netto* [mln SEK]		35,0									
Wartość kapitału [mln SEK]		806,9									
Ilość akcji [mln szt.]		153,4									
Wartość kapitału na akcję [SEK]**		5,3									

Przychody zmiana r/r	-13,5%	3,1%	6,1%	-1,2%	-1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	-98,7%	857,8%	218,8%	-27,3%	-18,8%	-0,6%	36,8%	0,0%	-0,4%	-1,0%	-1,0%
FCF zmiana r/r	-	-	354,3%	53,1%	-18,7%	-13,4%	29,7%	4,1%	-0,5%	-1,0%	-1,0%
Marża EBITDA	5,9%	7,4%	10,2%	9,0%	8,4%	8,4%	9,5%	9,5%	9,4%	9,4%	9,4%
Marża EBIT	0,2%	1,6%	4,8%	3,5%	2,9%	2,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Marża NOPLAT	0,1%	1,3%	3,8%	2,8%	2,3%	2,3%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,1%
CAPEX / Przychody	6,3%	5,7%	5,3%	5,4%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
CAPEX / Amortyzacja	111,1%	98,0%	98,2%	98,4%	98,5%	98,6%	98,8%	98,9%	99,0%	99,1%	99,1%
Zmiana KO / Przychody	1,6%	0,9%	1,8%	-0,4%	-0,4%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-10,1%	29,6%	30,7%	37,7%	30,9%	33,6%	-618,0%	22,6%	34,4%	46,3%	46,3%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
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	82,4%	82,5%	99,3%	99,4%	99,4%	99,4%	99,4%	99,4%	99,4%	99,4%
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	17,6%	17,5%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
WACC	5,3%	5,3%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

Źródło: BDM S.A.*- uwzględnia akcje własne 822k szt. wartości ok. 6,5 mln SEK. Wycena 1 akcji na NASDAQ Nordic na dzień raportu to 7,9 SEK/akcję.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2020-2022 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 6 listopada 2020 roku. Udział wyceny porównawczej w wycenie końcowej wynosi 0% z uwagi na trudności w doborze porównywalnych podmiotów.

Porównując wyniki Arctic Paper ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 1 187 mln PLN, co odpowiada 17,1 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 3,70 PLN (bieżąca cena rynkowa) w odniesieniu do wskaźnika EV/EBITDA Arctic Paper jest notowany z ok. 70% dyskontem.

Wycena porównawcza GK Arctic Paper

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
UPM-KYMMENE	18,8	16,1	14,9	9,9	9,1	8,5	15,3	13,0	12,2
STORA ENSO	25,8	17,0	14,0	10,5	8,6	7,6	19,2	14,1	12,0
HOLMEN	32,2	30,5	28,2	17,8	17,1	15,9	26,7	25,2	23,0
METSA BOARD	15,7	14,7	14,2	8,9	8,7	8,7	12,8	12,7	12,2
SAPPI	9,0	4,9	4,2	5,0	3,7	3,6	11,6	7,2	6,1
INTERNATIONAL PAPER	16,9	12,9	12,4	8,6	7,6	7,3	14,6	12,1	12,5
NAVIGATOR	18,9	11,3	11,9	8,6	6,9	6,7	18,7	11,7	11,7
Mediana	18,8	14,7	14,0	8,9	8,6	7,6	15,3	12,7	12,2
ARCTIC PAPER*	3,0	4,0	13,4	2,0	1,9	2,6	3,5	3,7	7,5
Premia/dyskonto do spółki	-83,9%	-72,8%	-4,5%	-77,9%	-77,6%	-66,2%	-77,3%	-71,0%	-38,5%
Wycena wg wskaźnika	19,6	12,5	3,9	25,9	24,3	18,3	22,5	16,6	10,8
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		12,0			22,8			16,6	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]	17,1								

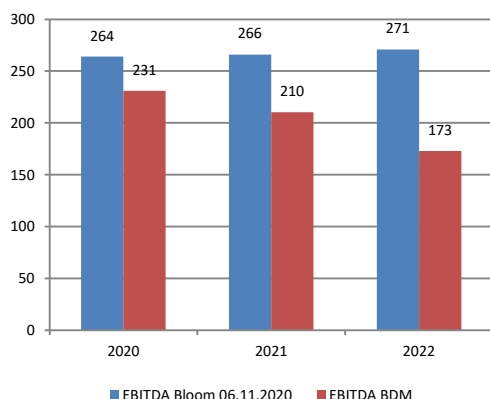
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 06.11.2020. *- wskaźniki EV/EBITDA i EV/EBIT skorygowane o udziały w Rottneros (51,27%).

Analiza porównawcza Rottneros

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
SUZANO	-	10,2	9,9	9,6	7,2	6,5	18,2	11,5	9,9
ENCE	-	42,4	12,8	14,2	7,2	5,3	-	23,1	12,2
KLABIN	-	11,3	14,1	9,7	8,6	7,9	19,0	16,0	15,4
EMPRESAS	-	30,8	22,7	9,0	7,4	6,6	32,0	18,1	15,0
Mediana	-	21,1	13,5	9,7	7,3	6,6	19,0	17,0	13,6
Rottneros	-	208,5	14,2	10,8	8,2	5,3	368,7	38,0	11,4
Premia/dyskonto do spółki	-	890,4%	5,6%	11,3%	12,3%	-19,3%	1839,7%	123,0%	-16,6%

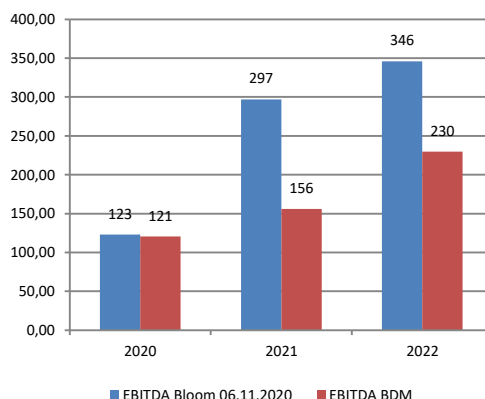
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 06.11.2020.

Prognozy BDM vs konsensus GK Arctic Paper [mln PLN]



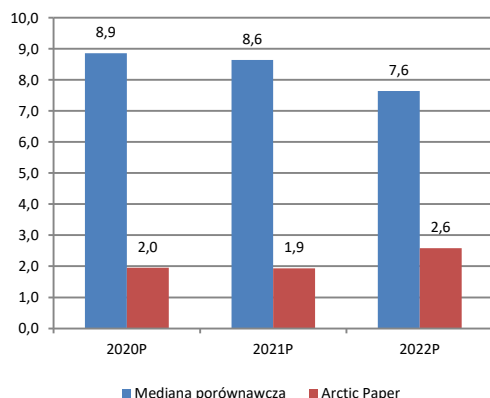
Źródło: BDM S.A., Bloomberg (1 prognoza)

Prognozy BDM vs konsensus Rottneros [mln SEK]



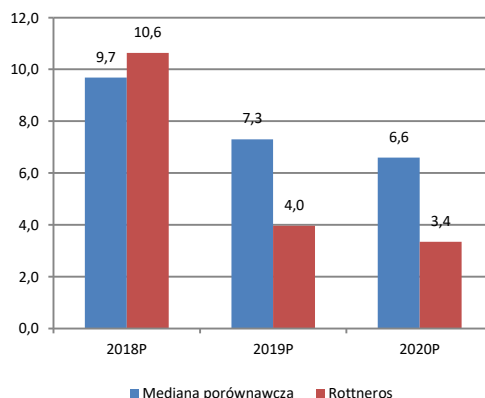
Źródło: BDM S.A., Bloomberg (1 prognoza)

EV/EBITDA Arctic Paper vs mediana porównawcza



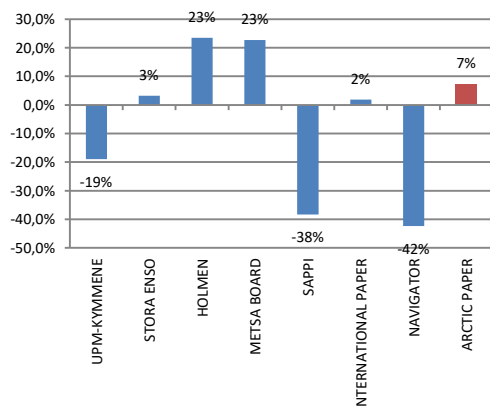
Źródło: BDM S.A., Bloomberg. *- wskaźnik EV/EBITDA skorygowany o udziały w Rottneros (51,27%).

EV/EBITDA Rottneros vs mediana porównawcza



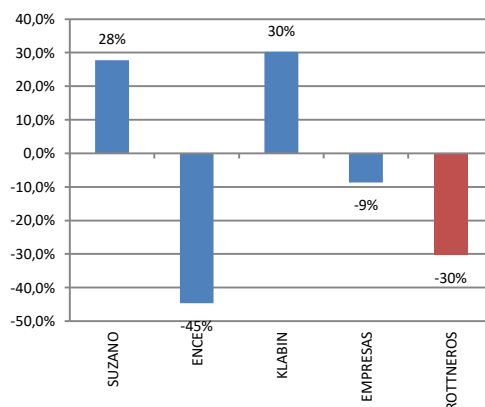
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów akcji producentów papieru 2020 YTD



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów akcji producentów celulozy 2020 YTD



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

WPŁYW PANDEMII COVID-19 NA WYNIKI

Wirus SARS-CoV-2 do Europy dotarł w ostatnim tygodniu lutego. Wcześniej przez ponad miesiąc pustoszył Chiny wpływając na zakłócenie globalnych łańcuchów dostaw. Na konferencji po 4Q'19 (04.03.2020) CEO ocenił, że wirus nie stanowi zagrożenia dla biznesu papierniczego, a sytuacja w Chinach korzystnie wpływała na ceny celulozy. Kilka dni wcześniej zarząd rekomendował wypłatę dywidendy w wysokości 0,2 PLN/akcję (13,8 mln PLN).

WHO ogłosiła pandemię 11.03, a kraje europejskie zdecydowały się na lockdown czyli zamknięcie gospodarki. Na dzień sporządzenia raportu rocznego za 2019 rok (26.03.2020) spółka informowała, że nie odczuła negatywnych skutków pandemii, co potwierdziły później rekordowe wyniki i sprzedaż papieru za 1Q'20. Spółka wskazywała, że przeprowadziła symulację kondycji finansowej zakładając spadek przychodów o 10-30% w okresie kwiecień-grudzień 2020 i nie budziły one „istotnej niepewności” dot. zachowania płynności finansowej.

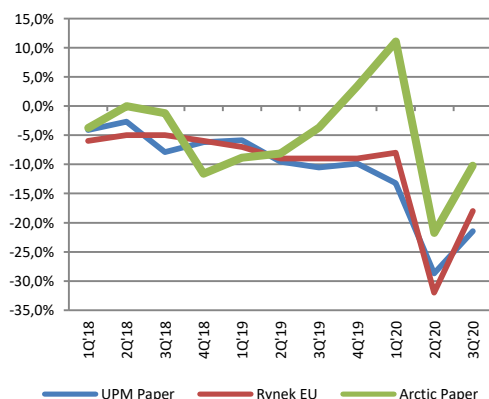
Po rekordowym 1Q'20 okres 2Q'20 przyniósł już 22% r/r spadek sprzedaży papieru przy tempie spadku rynku o 32% r/r (-40% r/r w kwietniu). Spółka informowała, że skorzystała z pomocy rządowej (ok. 5,5 mln PLN w Szwecji i 1,7 mln PLN w Polsce) i zredukowała czas pracy pracownikom w Szwecji (do 60% od połowy kwietnia) i Polsce (do 80% od maja). Największy spadek sprzedaży spółka odnotowała w maju. W dn. 30.04 zarząd podjął decyzję o zmianie rekomendacji co do dywidendy z 0,2 PLN na brak wypłaty w związku ze skutkami pandemii. CEO podkreślał, że po jednym z rekordowych kwartałów pod względem wyników w 1Q'20, spółka jest dobrze przygotowana płynnościowo. Przy obecnej strukturze kosztowej nawet przy 30% r/r spadku wolumenów sprzedaży spółka miała zachować dodatnią EBITDĘ.

Na konferencji po 2Q'20 20.08.2020 zarząd wskazywał na odbudowę popytu i wzrost wykorzystania mocy. Wg CEO rynek papieru książkowego, na którym w większości działa spółka jest stabilny od 10-15 lat. To rynek wielkości 100-110 tys. ton w Europie, a Munkedals odpowiada za 70% papieru książkowego. Zarząd podkreślał, że patrząc na rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych i stabilną bazę kosztową dołek wyników spółka ma za sobą.

II fala wirusa w Europie, która stała się faktem we wrześniu/październiku, choć nie jest tak śmiertelna jak wiosenna, swoją dynamiką zaskoczyła rządzących. Wielokrotnie wzrost zakażeń SARS-CoV-2 vs I fala przyczynił się ponownie do obaw o system opieki zdrowotnej. W UE na pierwszy lockdown zdecydowała się Irlandia 21.10.2020, a 2 największe gospodarki UE Niemcy i Francja podjęły taki krok po koniec października. Wiele krajów, jak Polska, już wcześniej stosowało system regionalnych obostrzeń, który w październiku został rozszerzony na całe kraje. Na razie charakter II lockdownu jest inny. Przemysł i duże zakłady pracy normalnie produkują i nie zostały zamknięte, tak jak na wiosnę. Gotowość utrzymania przemysłu wyrażały pod koniec października rządy Niemiec, Francji czy Czech, mocno doświadczonych przez pandemię. W wielu krajach utrzymano również większą część placówek handlowych w nowym reżimie sanitarnym. Tym samym wpływ ograniczeń na gospodarkę w 4Q'20 będzie wyraźnie mniejszy niż w 2Q'20.

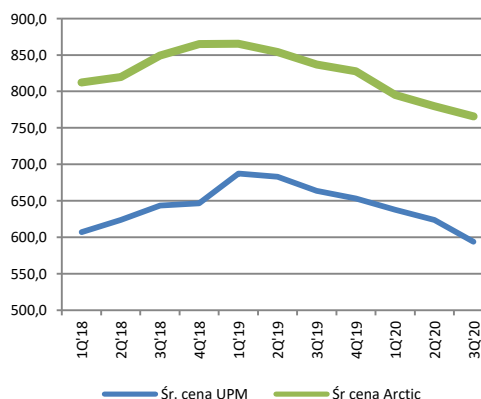
W 4Q'20, po częściowym odbiciu popytu w 3Q'20 (-10% r/r), oczekujemy ponownego spadku wolumenów sprzedaży papieru o ok. 20% r/r, co wydaje się konserwatywne biorąc pod uwagę mniejszy wpływ gospodarczy obecnych obostrzeń. Spółce wciąż sprzyja niska baza kosztowa i wysoki EUR/USD. Nie spodziewamy się przy tym wyraźnego spadku cen papierów, które przy pierwszej fali zachowały się relatywnie stabilnie. Obawy o recesję mogą z kolei opóźnić nieuchronny proces podwyżek kosztów celulozy. Tym samym wyniki 4Q'20-1Q'21 powinny być lepsze niż w dołku pandemii 2Q'20 nawet mimo braku potencjalnych środków pomocowych.

Dynamika wolumenów papieru ATC vs rynek [r/r]*



Źródło: BDM S.A., Arctic Paper, UPM. *- Dla Arctic Paper prognoza BDM na 3Q'20 -10% r/r.

Ceny papierów graficznych ATC vs UPM [EUR/t]*



Źródło: BDM S.A., Arctic Paper, UPM. *- Dla Arctic Paper prognoza BDM na 3Q'20.

WYNIKI 2Q'20

Wyniki za 2Q'20 (publikacja 19.08.2020) okazały się lepsze od naszych oczekiwań i konsensusu o odpowiednio 65% i 72%. Segment papieru wygenerował w tym okresie 29,7 mln PLN EBITDA, a po wyeliminowaniu jednorazowych przychodów z tyt. wsparcia rządu szwedzkiego (+7,2 mln PLN) oczyszczona EBITDA wyniosła 22,5 mln PLN vs 18,9 mln PLN przed rokiem i 11,7 mln PLN w naszej prognozie. Wpływ na to miała dyscyplina kosztowa. Zarówno wolumeny (115 tys. ton papieru -21,9% r/r) jak i ceny (780 EUR/t, -2% q/q, -9% r/r) były zgodne z naszymi oczekiwaniami.

CFO w 2Q'20 wyniósł -0,7 mln z czego -11,2 mln PLN w segmencie papieru (efekt przyspieszonej spłaty zobowiązań handlowych, spółka tłumaczyła to korzystaniem ze skonta). Rottneros zanotował dodatnie przepływy operacyjne +10,6 mln PLN. CAPEX był nieco niższy od naszych oczekiwań i wyniósł 40 mln PLN w tym 7 mln PLN w segmencie papieru. Powyżej oczekiwań nakłady inwestycyjne kształtowały się w Rottneros (32,6 mln PLN). W rezultacie dług netto nieco wzrósł q/q do 221,8 mln PLN, ale kształtował się poniżej naszych oczekiwań.

Zarząd w komentarzu przyznaje, że w chwili obecnej trudno prognozować, jaki będzie wpływ pandemii i związanych z nią skutków gospodarczych i społecznych na wyniki i funkcjonowanie Grupy Arctic Paper w kolejnych kwartałach 2020 roku.

Spółka zwraca uwagę, że w dniu 31 lipca 2020 roku spółka zależna Arctic Paper Kostrzyn otrzymała decyzję o przyznaniu pomocy publicznej z tytułu ponoszenia kosztów zakupu uprawnień do emisji CO2 (ustawa Emilewicz). Kwota przyznanej rekompensaty wynosi 5,3 MPLN i zostanie wypłacona w 3Q'20.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	2Q'19	2Q'20	zmiana r/r	2Q'20P BDM	2Q'20P BDM po Rottneros*	różnica	2Q'20P konsensus	różnica
Przychody	762,5	616,0	-19,2%	632,1	616,8	-0,1%	613,0	0%
Arctic Paper	537,6	403,8	-24,9%	407,6	407,6	-0,9%		
Wynik brutto na sprzedaży	149,1	106,6	-28,5%	87,7	80,6	32,3%		
EBITDA	90,5	48,0	-47,0%	33,2	27,8	72,7%	23,7	103%
EBITDA adj.	72,5	40,8	-43,7%	33,2	24,8	64,7%	23,7	72%
Rottneros*	53,6	18,4	-65,7%	21,5	13,1	40,1%		
Arctic Paper	18,9	22,5	18,5%	11,7	11,7	92,3%		
EBIT	69,9	24,2	-65,3%	5,9	0,5		-1,1	
Zysk brutto	59,9	15,0	-74,9%	-0,4	-5,7			
Zysk netto	31,6	10,4	-67,0%	-2,8	-4,0		-4,9	
Dług netto	273,5	221,8	-18,9%	210,7	247,7	-10,5%		
Rottneros*	29,8	37,6	26,2%	0,5	37,6	0,0%		
Arctic Paper	243,7	184,2	-24,4%	210,1	210,1	-12,3%		
P/E 12m		2,5						
EV/EBITDA adj. 12m		1,8						
EB/EBITDA skoryg. o udziały w Rottneros		1,2						

Źródło: BDM, spółka. *- po wynikach Rottneros 23.07.2020

Wybrane dane segmentowe [mln PLN] i rynkowe

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20
Przychody	773,9	703,1	735,9	739,9	789,7	792,4	812,4	763,7	820,6	762,5	794,4	739,7	813,9	616,0
UWF	404,6	352,7	377,8	373,5	407,1	394,7	427,3	379,5	406,7	387,1	397,7	376,4	424,5	293,9
CWF	170,5	160,5	164,5	169,4	166,6	164,1	164,5	159,6	166,7	150,6	166,1	155,7	163,3	109,9
celuloza	198,8	189,9	193,5	197,0	216,1	233,7	220,6	224,6	247,2	224,9	230,6	207,6	226,2	212,2
EBITDA	75,5	64,6	70,8	33,5	71,2	66,8	82,5	3,0	82,4	90,5	71,5	33,6	111,8	48,0
UWF	37,6	29,7	38,9	24,3	38,2	27,3	25,6	4,8	18,2	42,2	31,5	25,6	69,5	28,2
CWF	1,6	-2,7	0,8	1,8	-6,1	-9,6	1,9	-14,6	-1,5	-5,3	13,0	8,2	17,6	2,2
celuloza	36,4	38,0	31,6	7,6	39,8	47,1	55,1	15,5	66,1	53,6	28,6	3,8	26,8	18,4
Marża EBITDA	9,8%	9,2%	9,6%	4,5%	9,0%	8,4%	10,2%	0,4%	10,0%	11,9%	9,0%	4,5%	13,7%	7,8%
UWF	9,3%	8,4%	10,3%	6,5%	9,4%	6,9%	6,0%	1,3%	4,5%	10,9%	7,9%	6,8%	16,4%	9,6%
CWF	0,9%	-1,7%	0,5%	1,1%	-3,7%	-5,8%	1,1%	-9,2%	-0,9%	-3,5%	7,9%	5,2%	10,8%	2,0%
celuloza	18,3%	20,0%	16,3%	3,9%	18,4%	20,2%	25,0%	6,9%	26,7%	23,8%	12,4%	1,8%	11,8%	8,7%
EBITDA adj.	75,5	64,6	70,8	33,5	70,6	65,9	82,1	0,6	81,1	72,5	71,5	34,9	111,8	40,8
papier	39,1	26,6	39,1	25,9	30,7	18,7	27,0	-14,9	15,0	18,9	42,9	31,1	85,1	22,5
celuloza	36,4	38,0	31,6	7,6	39,8	47,1	55,1	15,5	66,1	53,6	28,6	3,8	26,8	18,4
Wolumeny sprzedaży papieru KT	175,6	160,0	164,0	164,0	169,0	160,0	162,0	145,0	154,0	147,0	156,0	150,0	171,0	115,0
UWF	110,2	98,2	102,3	99,9	105,3	100,2	103,3	88,9	94,8	92,2	95,3	93,4	111,8	71,7
CWF	56,2	53,5	53,0	56,0	54,5	51,5	50,0	48,0	50,0	46,5	52,0	48,5	50,0	35,0
Wolumen sprzedaży celulozy KT	101,2	98,9	95,7	100,1	98,2	97,5	92,5	94,3	99,1	95,2	110,8	103,2	110	93,1
dynamika r/r	2,1%	0,0%	-4,1%	3,8%	-3,8%	0,0%	-1,2%	-11,6%	-8,9%	-8,1%	-3,7%	3,4%	11,0%	-21,8%
UWF	3,9%	2,7%	-3,4%	5,8%	-4,5%	2,0%	1,0%	-11,0%	-10,0%	-8,0%	-7,7%	5,1%	17,9%	-22,2%
CWF	-1,0%	-4,7%	-6,1%	1,0%	-3,0%	-3,7%	-5,7%	-14,3%	-8,3%	-9,7%	4,0%	1,0%	0,0%	-24,7%
celuloza	8,9%	6,6%	0,1%	7,9%	-3,0%	-1,4%	-3,3%	-5,8%	0,9%	-2,4%	19,8%	9,4%	11,0%	-2,2%
Ceny spółka EUR/t	1020	1042	1054	1066	1118	1162	1165	1226	1239	1211	1179	1151	1101	1189
UWF	850	851	868	883	925	924	962	993	997	980	966	940	878	910
CWF	702	711	729	715	731	748	764	774	775	756	740	749	755	697
celuloza	522	542	637	646	723	671	701	738	640	686	515	590	479	564
Dynamika r/r	-1,7%	1,1%	2,9%	4,3%	9,6%	11,6%	10,6%	15,0%	10,8%	4,2%	1,2%	-6,1%	-11,1%	-1,8%
UWF	-3,6%	-2,9%	-0,3%	2,1%	8,8%	8,6%	10,8%	12,5%	7,8%	6,1%	0,5%	-5,3%	-11,9%	-7,2%
CWF	-4,5%	0,9%	5,2%	6,7%	4,1%	5,1%	4,9%	8,2%	6,0%	1,1%	-3,2%	-3,2%	-2,5%	-7,8%
celuloza	-0,7%	-6,9%	17,7%	15,1%	38,5%	23,7%	10,0%	14,2%	-11,5%	2,3%	-26,5%	-20,1%	-25,2%	-17,7%

Źródło: BDM, spółka.

Podsumowanie konferencji z zarządem po 2Q'20 (20.08.2020)

- od maja/czerwca stopniowy wzrost popytu na papier po załamaniu w kwietniu;
- EBITDA segmentu papieru 30 mln PLN vs 34 mln PLN rok temu, niewiele dotknięta COVID (BDM: EBITDA w 2Q'19 zawyżona 18 mln PLN z tyt. sprzedaży działki po Mochenwangen. W rezultacie oczyszczona EBITDA wzrosła o 19% r/r);
- spadek popytu na papier -32% r/r średnio w 2Q'20 (w Arctic -22% r/r), w maju niektóre segmenty jeszcze -70% r/r;
- spółka koncentruje się na niszowych segmentach rynku (duże udziały rynkowe w specyficznych obszarach- grafika poniżej), dlatego mniej straciła sprzedaży niż konkurencji;
- segment popytu na papier książkowy wygląda całkiem dobrze, w 2Q'20 wyjątkowo wysoki popyt (Munkedals 60-65% to papier książkowy a w 2Q'20 >70%)
- ceny -2% UWF i -1,9% CWF q/q, rok temu -5,2% UWF i -6,6% CWF;
- celuloza cały czas działa na korzyść, ceny obecnie to takie jakie były w 4Q'19. Spadek popytu w papierach graficznych i wzrost w higienicznych, obecnie nadprodukcja, magazyny pełne. Widać wzrost zapasów celulozy w portach. Przy ograniczonym wzroście grafiki ciężko o jakieś ruchy tutaj do końca roku;
- wykorzystanie mocy w 2Q'20 69% (produkcja 114 tys. ton), 3-4Q'20 lepszy (obecnie 75%-80%), spadek o ok. 20% (3Q'20 75% i 82-83% w 4Q'20);
- wyniki konkurencji jeśli chodzi o sprzedaż papieru: Sappi -40% r/r, UPM -32%, Stora Enso -37%, Navigator -28%;
- rentowność EBIT -30% Arctic w papierze, konkurencja ma większe spadki;
- zadłużenie w 2Q'20 0,83x, a kowenanty 3,5x, nie ma problemów z zadłużeniem, 220 mln PLN netto, -50 mln PLN r/r

Q&A:

- pomoc państwowa wyniosła 7,2 mln PLN, z czego 5,5 mln w Szwecji. W 3Q'20 brak przychodów;
- rentowność w 2H'20 ? zbliżona do tego co w 2Q'20;
- duży projekt w Munkedals elektrowni wodnej na etapie końcowym, trwają prace ziemne. Elektrownia w Kostrzynie projekt trwa na poziomie administracyjnym;
- zamknięcie fabryki Oulu będzie miało wpływ na wyniki (papier CWF). Po zamknięciu Nordland zmniejszy się nadwyżka w CWF (Grycksbo);
- Rottneros: 2H'20 dalej wyzwanie dla producentów celulozy (BDM: spółka przyspieszyła postój remontowy w Rottneros z 3Q na 2Q, który obciążył wyniki 2Q'20 kwotą 23 mln SEK);
- będzie powrót do polityki dywidendowej (zatrzymała ich kwestia korzystania z pomocy);
- spółka widzi możliwość dalszej poprawy kapitału obrotowego, gł. zapasów, korzysta z faktoringu (dobry wpływ należności) i skonta (>2%), co objawiło się szybszą spłatą zobowiązań handlowych w 2Q'20 (BDM: zaowocowało to ujemnym OCF w 2Q'20 ale poprawiło wyniki);
- plan CAPEX 2020: papier nie więcej niż 70 mln PLN, 43 mln PLN wydane w 1H'20 (BDM: po 1Q'20 spółka wskazywała na max 50 mln PLN);
- nie było innych zdarzeń jednorazowych oprócz 7,2 mln PLN z programów pomocowych;
- rynek papieru książkowego stabilny od 10-15 lat. To rynek wielkości 100-110 tys. ton a obecnie 117 tys ton, wolumen tam rośnie, Munkedals odpowiada za 70% papieru książkowego;
- plan oszczędnościowy konsekwentnie realizowany (20 mln PLN w 2019 i tyle samo w 2020 roku);
- 5,3 mln PLN wsparcie dla energochłonnych w wynikach 3Q'20. Dotyczy tylko wsparcia za rok 2019 (BDM: spółka dostanie co najmniej taką samą kwotę w 2021 roku);
- dotek wyników spółka może mieć za sobą patrząc na rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych i stabilne koszty;

PROGNOZY NA 3Q'20 I PERSPEKTYWA KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

Wyniki za 3Q'20 Rottneros (22.10.2020) i perspektywa 4Q'20

Spółka zależna Rottneros już 22.10.2020 opublikowała raport za 3Q'20. Wyniki okazały się wyraźnie słabsze od naszych oczekiwań. Kurs akcji na NASDAQ OMX spadał o 7/8%. Słabsza EBITDA (-39% vs oczek.) wynikała z nieco niższej niż zakładaliśmy, zrealizowanej ceny sprzedaży celulozy (o ok. 200 SEK/t) i przede wszystkim z negatywnego wpływu hedgingu energii elektrycznej (-9 mln SEK vs nasze oczek. +6 mln SEK-ceny e.e. w obszarze SE3 w którym działa Rottneros wynosiły ok. 0,26 SEK/kWh, a spółka ma zahedgowane 100% po 0,224 SEK/kWh). Zwracamy przy tym uwagę, że ceny e.e. w tym rejonie Szwecji wzrosły w październiku do ok. 0,43 SEK/kWh, co powinno dać duże zyski z hedgingu w 4Q'20 (spółka ma zabezpieczone przynajmniej 57% wolumenu e.e do 2025 roku po 0,329 SEK/kWh). Niemniej podstawowe czynniki wyników jak cena celulozy NBSK (-8% r/r w 3Q'20) i mocniejsza korona szwedzka (+8% r/r w 3Q'20) wciąż negatywnie oddziałują na wyniki celulozowni. W 4Q'20, jak co roku, spółka będzie miała duży postój remontowy w Valvik, co obciąży koszty okresu o 67 mln SEK (-70 mln SEK rok temu). Tym samym w 4Q'20 zanotuje jak to zwykle bywa stratę EBITDA.

Wybrane dane Rottneros [mln SEK]

MSEK	3Q'19	3Q'20	zmiana r/r	3Q'20P BDM	różnica	1-3Q'19	1-3Q'20	zmiana r/r
Przychody	617	508	-17,7%	497	2,1%	1 829,0	1 603,0	-12,4%
EBITDA	81	32	-60,5%	52	-38,9%	379,0	143,0	-62,3%
EBIT	54	4	-92,6%	23	-82,9%	298,0	54,0	-81,9%
Zysk netto	38	-1		13		223,0	28,0	-87,4%
Marża EBITDA	13,1%	6,3%		10,5%		20,7%	8,9%	
Marża EBIT	8,8%	0,8%		4,7%		16,3%	3,4%	
Marża netto	6,2%	-0,2%		2,6%		12,2%	1,7%	
Wolumen sprzedaży KT	110,8	106,9	-3,5%	100,0	6,9%	305,1	310,0	1,6%
P/E 12m		-						
EV/EBITDA 12m		9,2						

Źródło: BDM, spółka.

Prognozy na 3Q'20 Grupy Arctic Paper (raport 16.11.2020)

Spółka matka czyli Grupa Arctic Paper opublikuje wyniki za 3Q'20 16.11.202. tego dnia też planowana jest konferencja z zarządem. Zwracamy uwagę w szczególności na potencjalnie lepsze wolumeny sprzedaży papieru (-10% r/r) po dużym spadku w 2Q'20 (-22% r/r), dalszy, ale lekki spadek cen w tempie ok. -2% q/q, stabilne i niskie koszty celulozy (BHKP 680 USD/t -14% r/r, NBSK 841 USD/t -8% r/r) i przede wszystkim pozytywny wpływ walut, w szczególności umocnienia euro do dolara (+6% q/q, +5% r/r). Dodatkowo spółka rozliczy ok. 5,3 mln PLN rekomensaty pośrednich kosztów CO2, o czym informowała w raporcie za 2Q'20. Podobną kwotę przyjmujemy również w 2021 roku (potem konserwatywnie brak).

Wyniki w 3Q'20 powinny być istotnie lepsze w segmencie papieru niż nasze oczekiwania sprzed kwartału. Cały 2020 rok w tym obszarze wyraźnie przebił nasze oczekiwania z ostatniego RA sprzed roku [Arctic Paper Kupuj 4,9 PLN](#). Obecnie oczekujemy tam ok. 180 mln PLN raportowanego wyniku w 2020 roku, a w sprzyjających okolicznościach spółka mogłaby przebić 200 mln PLN, co byłoby jednym z najwyższych historycznie rezultatów (w 2009 roku 245 mln PLN EBITDA). W ostatnim RA ostrożnie oczekiwaliśmy ok. 110 mln PLN z tendencją do pogorszenia w 2021-2022.

Prognozy dla GK Arctic Paper na 3Q'20 [mln PLN]

	3Q'19	3Q'20P BDM Nowa**	r/r	3Q'20P BDM stara*	różnica	1-3Q'19	1-3Q'20P	zmiana r/r
Przychody	794,4	689,3	-13,2%	682,9	0,9%	2 377,5	2 119,2	-10,9%
Wynik brutto na sprzedaży	156,1	129,8	-16,9%	132,4	-2,0%	457,0	462,6	1,2%
EBITDA	71,5	57,8	-19,2%	66,3	-12,8%	243,1	217,6	-10,5%
EBITDA adj.	71,5	52,5	-26,6%	61,0	-13,9%	225,1	205,1	-8,9%
Rottneros*	28,6	13,7	-52,0%	22,5	-38,9%	148,2	58,8	-60,3%
Arctic Paper	42,9	38,8	-9,8%	38,5	0,7%	76,9	146,3	90,3%
EBIT	50,6	32,2	-36,3%	39,9	-19,2%	178,2	136,1	-23,6%
Zysk brutto	42,4	26,1	-38,3%	33,8	-22,6%	152,8	114,6	-25,0%
Zysk netto	26,3	21,4	-18,8%	24,5	-12,9%	72,2	86,8	20,2%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	19,6%	18,8%				19,2%	21,8%	
Marża EBITDA adj.	9,0%	7,6%				9,5%	9,7%	
Marża EBIT	6,4%	4,7%				7,5%	6,4%	
Marża zysku netto	5,3%	3,8%				6,4%	5,4%	

Źródło: BDM, spółka. *- z 21.10.2020. **- Po wynikach Rottneros 22.10.2020

Wybrane skonsolidowane dane finansowe i główne założenia [mln PLN]																
skonsolidowane	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20P	4Q'20P	2017	2018	2919	2020P
Przychody	788,1	784,1	816,5	780,7	820,6	762,5	794,4	739,7	813,9	616,0	689,3	609,5	2 952,8	3 169,4	3 117,1	2 728,7
Zysk brutto ze sprzedaży	147,2	145,7	158,1	95,9	151,9	149,1	156,1	128,5	187,9	106,6	129,8	78,5	535,9	547,0	585,5	502,8
EBITDA	70,6	65,9	82,1	-5,2	81,1	90,5	71,5	34,9	111,8	48,0	57,8	13,3	220,6	213,2	278,0	230,9
EBIT	46,6	44,6	59,0	-26,1	57,8	69,9	50,6	13,2	79,7	24,2	32,2	-12,2	109,7	124,1	191,4	123,9
Zysk brutto	39,4	30,8	52,3	-35,2	50,5	59,9	42,4	5,1	73,4	15,0	26,1	-18,3	85,6	87,2	157,9	96,2
Zysk netto	16,1	4,1	25,4	-37,6	14,3	31,6	26,3	10,5	55,0	10,4	21,4	-2,0	36,8	8,0	82,7	84,8
Marża zysku brutto	18,7%	18,6%	19,4%	12,3%	18,5%	19,5%	19,6%	17,4%	23,1%	17,3%	18,8%	12,9%	18,1%	17,3%	18,8%	18,4%
Marża EBITDA	9,0%	8,4%	10,1%	-0,7%	9,9%	11,9%	9,0%	4,7%	13,7%	7,8%	8,4%	2,2%	7,5%	6,7%	8,9%	8,5%
Marża EBIT	5,9%	5,7%	7,2%	-3,3%	7,0%	9,2%	6,4%	1,8%	9,8%	3,9%	4,7%	-2,0%	3,7%	3,9%	6,1%	4,5%
Marża netto	2,0%	0,5%	3,1%	-4,8%	1,7%	4,1%	3,3%	1,4%	6,8%	1,7%	3,1%	-0,3%	1,2%	0,3%	2,7%	3,1%
NBSK [USD/t]	1 056,1	1 159,2	1 223,8	1 223,3	1 150,2	1 048,9	916,8	825,1	826,6	849,9	841,1	840,0	880,9	1 165,6	985,3	839,4
BHKP [USD/t]	1 009,0	1 044,4	1 050,0	1 045,2	994,2	937,5	814,8	695,1	680,0	680,2	680,0	680,0	819,4	1 037,1	860,4	680,1
EUR/USD	1,23	1,19	1,16	1,14	1,14	1,12	1,11	1,11	1,10	1,10	1,17	1,18	1,13	1,18	1,12	1,14
Cena papierówki [SEK/m3]	307,8	307,8	353,9	353,9	337,4	337,4	337,4	337,4	344,2	344,2	344,2	344,2	301,7	330,8	337,4	344,2
Cena energii w Szwecji [SEK/MWh]	390,0	403,8	525,7	496,7	480,0	350,0	380,0	412,0	200,0	160,0	260,0	400,0	296,4	454,0	405,5	255,0
Wybrane dane finansowe Arctic Paper (segment papieru) i główne założenia [mln PLN]																
Jednostkowe	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20P	4Q'20P	2017	2018	2919	2020P
Przychody	572,0	550,4	596,0	556,1	573,3	537,6	563,8	532,0	587,8	403,8	476,1	409,4	2 173,5	2 274,5	2 206,8	1 877,1
Zysk brutto ze sprzedaży	86,3	77,2	84,1	58,5	63,1	77,9	105,6	111,1	137,7	75,3	97,4	72,4	354,6	306,2	357,7	382,8
EBITDA	30,7	18,7	27,0	-14,9	15,0	18,9	42,9	31,1	85,1	22,5	38,8	23,5	130,7	61,5	108,0	169,8
EBIT	13,9	5,8	13,1	-31,1	-0,5	28,3	28,7	25,2	60,2	23,4	30,5	10,7	40,2	1,7	81,8	124,8
Zysk brutto	8,7	-6,3	8,4	-38,1	-5,6	20,3	22,5	19,6	56,0	16,3	26,6	7,9	20,1	-27,3	56,8	106,7
Zysk netto	8,7	-6,3	8,4	-38,1	-5,6	20,3	22,5	19,6	56,0	16,3	26,6	7,9	20,1	-27,3	56,8	106,7
Marża zysku brutto	15,1%	14,0%	14,1%	10,5%	11,0%	14,5%	18,7%	20,9%	23,4%	18,6%	20,5%	17,7%	16,3%	13,5%	16,2%	20,4%
Marża EBITDA	5,4%	3,4%	4,5%	-2,7%	2,6%	3,5%	7,6%	5,8%	14,5%	5,6%	8,1%	5,7%	6,0%	2,7%	4,9%	9,0%
Marża EBIT	2,4%	1,1%	2,2%	-5,6%	-0,1%	5,3%	5,1%	4,7%	10,2%	5,8%	6,4%	2,6%	1,9%	0,1%	3,7%	6,7%
Marża netto	1,5%	-1,1%	1,4%	-6,9%	-1,0%	3,8%	4,0%	3,7%	9,5%	4,0%	5,6%	1,9%	0,9%	-1,2%	2,6%	5,7%
NBSK [USD/t]	1 056,1	1 159,2	1 223,8	1 223,3	1 150,2	1 048,9	916,8	825,1	826,6	849,9	841,1	840,0	880,9	1 165,6	985,3	839,4
BHKP [USD/t]	1 009,0	1 044,4	1 050,0	1 045,2	994,2	937,5	814,8	695,1	680,0	680,2	680,0	680,0	819,4	1 037,1	860,4	680,1
EUR/USD	1,23	1,19	1,16	1,14	1,14	1,12	1,11	1,11	1,10	1,10	1,17	1,18	1,13	1,18	1,12	1,14
Wybrane dane finansowe Rottneros (segment celulozy) i główne założenia [mln SEK]																
Jednostkowe Rottneros	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20P	2017	2018	2919	2020P
Przychody	537,0	576,0	567,0	580,0	630,0	582,0	617,0	547,0	585,0	510,0	508,0	453,4	1 912,0	2 260,0	2 376,0	2 056,4
EBITDA	101,0	118,0	136,0	39,0	167,0	131,0	81,0	-5,0	80,0	31,0	32,0	-22,5	247,0	394,0	374,0	120,5
EBIT	78,0	94,0	111,0	12,0	141,0	103,0	54,0	-30,0	48,0	2,0	4,0	-50,5	156,0	295,0	268,0	3,5
Zysk brutto	73,0	90,0	106,0	7,0	136,0	98,0	49,0	-36,0	43,0	-3,0	-1,0	-57,6	147,0	276,0	247,0	-18,6
Zysk netto	57,0	73,0	82,0	9,0	108,0	77,0	38,0	-29,0	32,0	-3,0	-1,0	-57,6	114,0	221,0	194,0	-29,6
Marża EBITDA	18,8%	20,5%	24,0%	6,7%	26,5%	22,5%	13,1%	-0,9%	13,7%	6,1%	6,3%	-5,0%	12,9%	17,4%	15,7%	5,9%
Marża EBIT	14,5%	16,3%	19,6%	2,1%	22,4%	17,7%	8,8%	-5,5%	8,2%	0,4%	0,8%	-11,1%	8,2%	13,1%	11,3%	0,2%
Marża netto	10,6%	12,7%	14,5%	1,6%	17,1%	13,2%	6,2%	-5,3%	5,5%	-0,6%	-0,2%	-12,7%	6,0%	9,8%	8,2%	-1,4%
NBSK [USD/t]	1 056,1	1 159,2	1 223,8	1 223,3	1 150,2	1 048,9	916,8	825,1	826,6	849,9	841,1	840,0	880,9	1 165,6	985,3	839,4
Papierówka [SEK/m3]	307,8	307,8	353,9	353,9	337,4	337,4	337,4	337,4	344,2	344,2	344,2	344,2	301,7	330,8	337,4	344,2
Energia [SEK/m3]	390,0	403,8	525,7	496,7	480,0	350,0	380,0	412,0	200,0	160,0	260,0	400,0	296,4	454,0	405,5	255,0
SEK/USD	0,12	0,12	0,11	0,11	0,11	0,11	0,10	0,10	0,10	0,10	0,11	0,12	0,12	0,12	0,11	0,11

Źródło: BDM, spółka, prognozy własne

PŁYNNOŚĆ I ZADŁUŻENIE

Trzon finansowania grupy Arctic Paper stanowią obligacje (49%) zapadające w sierpniu 2021 roku (krajowe) i we wrześniu 2022 roku (Rottneros). Kredyty terminowe (26%) dotyczą gł. rozbudowy maszyny PM1 w Kostrzynie z EBOR. W 2019 roku spółka nie korzystała z kredytów odnawialnych (na podstawie umów z sierpnia i października'20 ma do dyspozycji 39,8 mln EUR z BNP Paribas, Santander i EBOR).

W 4Q'18/1Q'19 spółka złamała gł. kowenant na obligacjach krajowych (dług netto/EBITDA w segmencie papieru >4,0x) wskutek bardzo słabych wyników obciążonych dodatkowo negatywnymi zdarzeniami jednorazowymi. Od tego czasu wyraźnie poprawiła wyniki i cash flow operacyjny/inwestycyjny (sprzedaż majątku po Mochenwangen 18 mln PLN, dywidenda z Rottneros 44 mln PLN). Wskaźnik dług netto/EBITDA w segmencie papieru spadł do ok. 1,2x na koniec 2019 roku i ok. 0,9 na koniec 2Q'20.

W październiku 2020 spółka informowała o kolejnym przedłużeniu kredytów odnawialnych o wartości 39,8 mln EUR (których nie wykorzystywała) do 31.01.2020, co wg. komunikatu ma służyć refinansowaniu pożyczek wewnątrzgrupowych i zadłużenia grupy (uproszczenie struktury i obniżenie kosztów). Zwracamy uwagę, że w sierpniu zapada ok. 74 mln PLN krajowych obligacji z wysokim kosztem WIBOR+3,25% marży (kowenant 3,5x DN/EBITDA, zakaz wypłaty dywidendy >2,0x DN/EBITDA w segmencie papieru).

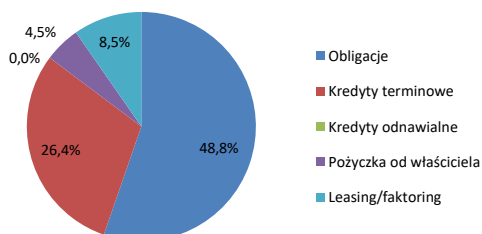
We wrześniu 2019 roku spółka zawarła również umowę faktoringową dla AP Kostrzyn z limitem 30 mln PLN. Na koniec 2019 roku spółka z niej nie korzystała.

Zadłużenie i zapadalność [mln PLN]

	2016	2017	2018	2019	zapadalność
Obligacje PLN	93,2	97,1	90,0	73,7	sie.21
Obligacje SEK (Rottneros)		167,2	165,9	161,3	wrz.22
EBOR w EUR	52,4	57,2	61,1	85,9	sie.22
Santander PLN	11,4	9,1	6,9	4,6	sie.21
BNP w EUR	11,4	8,5	6,6	4,4	sie.21
Santander, BNP w PLN			25,7	14,3	sty.21
odnawialny Danske SEK	6,5				gru.17
odnawialny BNP w PLN			9,1		sie.19
odnawialne BNP i BZW w PLN	49,3	0,4			sie.19
odnawialne w EUR	39,8	40,7	83,2		sie.19
pożyczka Onstadt EUR	44,6	42,6	21,9	21,6	kwi.20
pożyczka Onstadt EUR	17,8				lip.17
Nordea Bank SEK				17,9	kwi.21
Leasing/factoring	61,2	26,3	11,3	41,1	
RAZEM	387,6	449,1	481,8	424,9	
Dług netto	257,4	207,7	280,7	159,0	
w tym s. papieru	258,4	177,7	215,5	144,8	

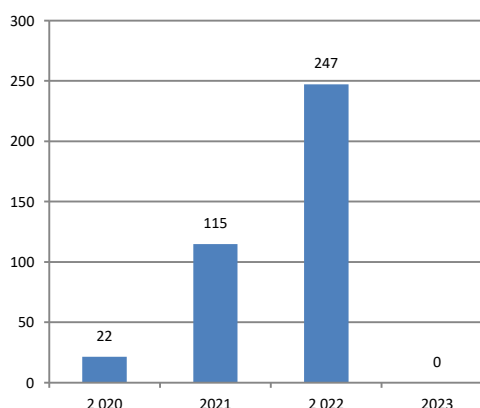
Źródło: BDM, spółka.

Struktura zadłużenia w 2019 roku [%]



Źródło: BDM, spółka.

Zapadalność zadłużenia [mln PLN]



Źródło: BDM, spółka.

STRATEGIA 2022

Dnia 22.03.2018 w komunikacji prasowej 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:

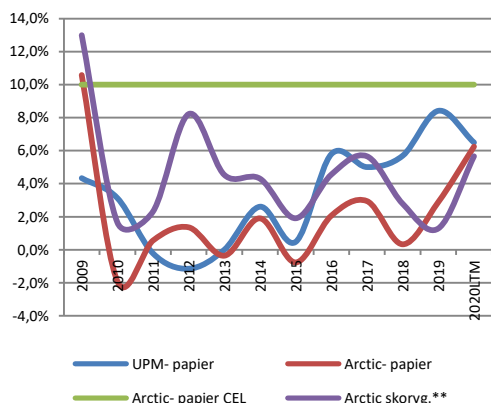
- koncentracja na wybranych rynkach i produktach specjalistycznych;
- nowe, innowacyjne produkty;
- wzmacnianie marek segmentu premium;
- optymalizacja kosztów;
- wzmacnianie kultury wydajności;
- działalność oparta na produktach nadających się do recyklingu.

Cel 10% marży EBIT w segmencie papierniczym jest więcej niż ambitny. Historycznie rentowność operacyjna, pomijając odpisy, kształtowała się tam na średnim poziomie nieprzekraczającym 2%, a rynkowy lider UPM operuje na marży ok. 6% przy wieloletniej średniej nieco powyżej 3%. Warto wspomnieć że poprawę rentowności udało się tam uzyskać dzięki bolesnej restrukturyzacji wymagającej zamknięcia ok. 15% nieefektywnych mocy produkcyjnych. Od 2015 roku Arctic Paper zamknął 140 tys. ton zdolności czyli ok. 17% ogółu (Mochenwangen+PM7 w Grycksbo). Obecnie na wynikach grupy ciąży papiernia w Grycksbo (220 tys. ton, 32% ogółu).

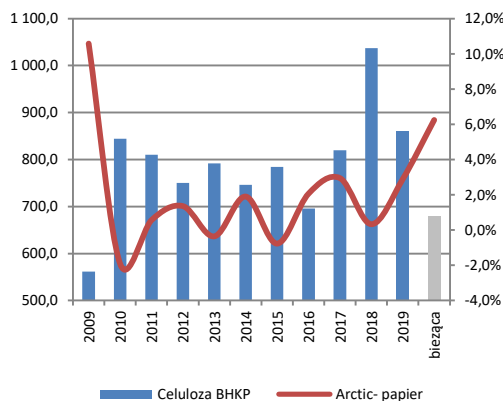
Na konferencji po wynikach 2017 roku (10.04.2018) zarząd wskazywał, że cel 10% marży EBIT jest realny. Spółka ma się koncentrować na niszowych produktach, które obecnie stanowią 20% wolumenu sprzedaży i dają ok. 26% przychodów. W strategii zarząd nie zakłada wielu inwestycji ponad te już ogłoszone (Kostrzyn +30 kt papieru, Munkedals EW). W Grycksbo chciała zamienić jedną linię papierniczą (PM7 zamknięta ostatecznie w 4Q'18), a w Munkedals niewielkim kosztem zwiększyć zdolności produkcyjne o ok. 20 tys. ton (brak informacji). Nie było wówczas scenariusza zamknięcia fabryki w Grycksbo.

Zwracamy uwagę, że rentowność EBIT za ostatnie 12 miesięcy na koniec 2Q'20 sięgnęła już ok. 6% (ok. 130 mln PLN skoryg.), co jest najwyższym poziomem od 2009 roku. Już w 1Q'20, a więc przed pandemią, spółka zanotowała w papierze rekordowe 85 mln PLN EBITDA i 60 mln PLN EBIT z marżą 10%. Cel 10% to w skali roku potencjał dodatkowych 80 mln PLN EBIT (+66%), czego nigdy nie zakładamy.

Marża EBIT adj.* w segmencie papieru vs cel strategiczny



Marża EBIT adj.* w segmencie papieru vs cena BHKP**



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

Plan redukcji kosztów 40 mln PLN

W grudniu 2018 spółka poinformowała o zmianach w zarządzie. Dotychczasowego prezesa Pera Skoglunda zastąpił pan Michał Jarczyński (efektywnie od 01.02.19), a zmiany RN argumentowała wejściem w kolejny etap realizacji strategii. Obecny CEO w latach 2008-2013 pełnił już funkcję prezesa Arctic Paper. Odpowiadał m.in. za przejście celulozowni Rottneros.

Po wynikach 1Q'19 nowy CEO ogłosił plan redukcji kosztów rzędu 40 mln PLN w latach 2019-2020. Na konferencji po 2Q'20 w sierpniu'20 CEO potwierdzał zrealizowanie 20 mln PLN w 2019 roku i tyle samo w 2020.

ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA 2020-2022

Miniony 2019 rok spółka zakończyła zgodnie z naszymi oczekiwaniami. W 2020 pozytywnie zaskoczył dalszy spadek celulozy liściastej (aż 15% niżej niż poprzednie prognozy), przy czym średnie ceny papieru spadły w dużo mniejszym tempie oraz umacniające się euro do dolara. Dzięki temu i dyscyplinie kosztowej spółka zanotowała rekordowe wyniki w segmencie papieru w 1Q'20 (aż 85 mln PLN EBITDA, 60 mln PLN EBIT z marżą 10% czyli z celem strategicznym).

Z kolei wydarzeniem bez precedensu był wybuch pandemii COVID-19 w lutym/marcu'20 i 22% r/r spadek wolumenów sprzedaży papieru w 2Q'20 przy spadku rynku o 32% r/r (-40% r/r w maju). Przyjmujemy, że spadek w 3Q'20 był mniejszy, na poziomie ok. -10% r/r, ale druga fala pandemii uderzy w sprzedaż ponownie w 4Q'20 (-20% r/r). W całym 2020 roku obniżyliśmy więc istotnie wolumeny (-9% vs oczek. z 10.19 po bardzo mocnym 1Q'20 +11% r/r), które już nigdy nie wrócą do poziomu sprzed pandemii. Niemniej prognozy EBITDA na 2020-2021 w segmencie papieru są istotnie wyższe niż zakładaliśmy w poprzedniej rekomendacji.

Od 1Q'21 oczekujemy stopniowego wzrostu cen celulozy liściastej z dużym nasileniem w 2H'21 i 2022 roku, co wyraźnie odbije się na wynikach w segmencie papieru. Z drugiej strony po bardzo słabym 2020 roku w Rottneros, najstarszym od 2013 roku (spadek cen celulozy NBSK, niekorzystne waluty, spadki wolumenów) liczymy tam na skokową poprawę wyników. Niemniej w tym przypadku nasze założenia są niższe od prognoz z poprzedniego raportu.

Zmiana głównych założeń na lata 2020-2022P [mln PLN]

	2020P			2021P			2022P		
	poprzednio*	obecnie	zmiana	poprzednio*	obecnie	zmiana	poprzednio*	obecnie	zmiana
Przychody	3 047,1	2 728,7	-10,4%	3 175,4	2 932,1	-7,7%	3 250,5	3 152,9	-3,0%
Papier	2 138,3	1 877,1	-12,2%	2 180,9	1 992,0	-8,7%	2 223,6	2 152,4	-3,2%
Celuloza	908,8	851,6	-6,3%	994,4	940,1	-5,5%	1 027,0	1 000,4	-2,6%
EBITDA	193,0	230,9	19,7%	216,3	210,4	-2,7%	206,4	172,9	-16,3%
Papier	109,4	182,3	66,7%	93,6	139,0	48,6%	91,1	67,6	-25,8%
Celuloza	83,6	48,6	-41,8%	122,8	71,4	-41,9%	115,4	105,3	-8,7%
EBIT	104,6	123,9	18,4%	127,4	102,6	-19,4%	116,6	65,8	-43,6%
Wynik netto	53,7	84,8	57,8%	58,6	64,3	9,8%	51,2	19,2	-62,5%
Marża EBITDA	6,3%	8,5%		6,8%	7,2%		6,4%	5,5%	
Papier	5,1%	9,7%		4,3%	7,0%		4,1%	3,1%	
Celuloza	9,2%	5,7%		12,3%	7,6%		11,2%	10,5%	
Marża EBIT	3,4%	4,5%		4,0%	3,5%		3,6%	2,1%	
Marża netto	1,8%	3,1%		1,8%	2,2%		1,6%	0,6%	
Wolumen [tys. ton]	599,6	546,0	-8,9%	609,6	574,3	-5,8%	619,6	604,3	-2,5%
Średnia cena papieru [EUR/t]	793,8	771,7	-2,8%	796,4	758,8	-4,7%	798,9	777,1	-2,7%
CWF FOEX [EUR/t]	679,1	679,1	0,0%	679,1	679,1	0,0%	679,1	679,1	0,0%
NBSK FOEX [USD/t]	900,0	839,4	-6,7%	950,0	885,0	-6,8%	950,0	950,0	0,0%
BHKP FOEX [USD/t]	800,0	680,1	-15,0%	850,0	775,0	-8,8%	900,0	900,0	0,0%
EUR/USD	1,12	1,14	1,3%	1,15	1,18	3,1%	1,17	1,19	2,0%

Źródło: BDM S.A., szacunki własne. *- prognozy z dnia 08.10.2019

Zmiana wyceny SOTP

Mimo względnie porównywalnych prognoz na poziomie skonsolidowanej EBITDA przesunięcie ciężaru generowania wyniku na segment papieru wyraźnie podniosło wycenę spółki (w Rottneros spółka ma tylko 51% udziałów). Tym samym po aktualizacji prognoz podnosimy wycenę SOTP z 4,9 PLN/akcję do 6,2 PLN/akcję.

Podkreślamy, że od czasu poprzedniej rekomendacji z 08.10.2019 [Arctic Paper Kupuj 4,9 PLN](#) kurs akcji spółki wzrósł o 28% przy stracie WIG -12%. W dołku pandemii (16.03.2020) spółka kosztowała 3,04 PLN/akcję.

Zmiana wyceny SOTP

	Poprzednio*	Obecnie	Zmiana
Wycena SOTP [PLN/akcję]	4,9	6,2	27,4%
Wycena SOTP [mln PLN]	339,7	432,6	27,3%
Wycena Arctic Paper- część papiernicza [mln PLN]	78,4	250,4	219,4%
Wycena Rottneros [mln PLN]*	509,6	355,3	-30,3%
Udziały mniejszości [mln PLN]**	-248,3	-173,1	-30,3%
Wycena metodą porównawczą [PLN/akcję]	14,7	17,1	16,6%
Wycena spółki [PLN]	4,9	6,2	27,4%

Źródło: BDM S.A., szacunki własne. *- wycena z dnia 08.10.2019. *- kurs SEK/PLN 0,4403. **- Arctic Paper posiada 51,27% udziałów w Rottneros

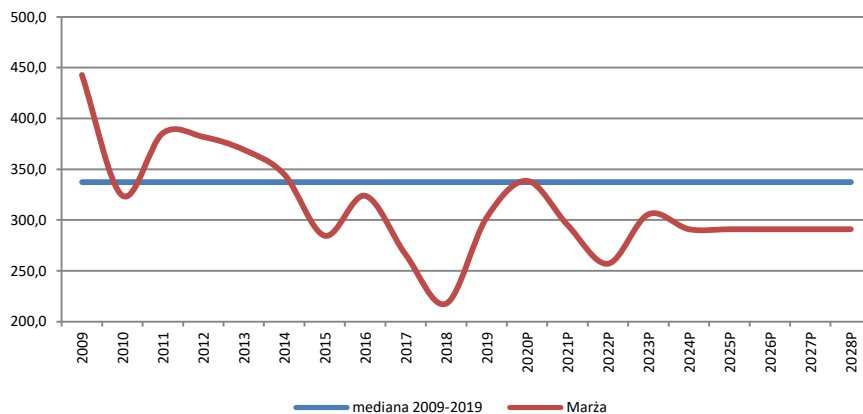
PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2020-2029

Główne założenia do wyników

	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Wolumeny papieru tys. ton	663,6	636,0	607,0	546,0	574,3	604,3	614,3	614,3	614,3	614,3	614,3	614,3	614,3
zmiana r/r	0,4%	-4,2%	-4,6%	-10,0%	5,2%	5,2%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
UWF tys. ton	410,6	397,7	375,7	336,7	360,0	390,0	400,0	400,0	400,0	400,0	400,0	400,0	400,0
zmiana r/r	2,2%	-3,1%	-5,5%	-10,4%	6,9%	8,3%	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CWF tys. ton	218,7	204,0	197,0	175,0	180,0	180,0	180,0	180,0	180,0	180,0	180,0	180,0	180,0
zmiana r/r	-2,7%	-6,7%	-3,4%	-11,2%	2,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Wolumeny celulozy													
Rottneros, Valvik całość tys. ton	395,9	382,5	408,3	425,0	450,0	450,0	450,0	450,0	450,0	450,0	450,0	450,0	450,0
zmiana r/r	5,8%	-3,4%	6,7%	4,1%	5,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
na zewnątrz tys. ton	376,0	371,8	397,4	412,3	436,5	436,5	436,5	436,5	436,5	436,5	436,5	436,5	436,5
zmiana r/r	5,0%	-1,1%	6,9%	3,7%	5,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny papierów													
Śr. cena Arctic Paper EUR/t	769,4	835,3	846,1	771,7	758,8	777,1	779,4	779,4	779,4	779,4	779,4	779,4	779,4
zmiana r/r	0,0%	8,6%	1,3%	-8,8%	-1,7%	2,4%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CWF FOEX EUR/t	634,3	679,1	679,1	679,1	679,1	679,1	679,1	679,1	679,1	679,1	679,1	679,1	679,1
zmiana r/r	-2,1%	7,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny celulozy													
NBSK USD/t	880,9	1 165,6	985,3	839,4	885,0	950,0	950,0	950,0	950,0	950,0	950,0	950,0	950,0
zmiana r/r	9,8%	32,3%	-15,5%	-14,8%	5,4%	7,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
BHKP USD/t	819,4	1 037,1	860,4	680,1	775,0	900,0	800,0	850,0	850,0	850,0	850,0	850,0	850,0
zmiana r/r	17,8%	26,6%	-17,0%	-21,0%	14,0%	16,1%	-11,1%	6,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ceny drewna (papierówki) w Szwecji SEK/m3	301,7	330,8	337,4	344,2	351,1	358,1	365,3	372,6	380,0	387,6	395,4	403,3	411,3
zmiana r/r	2,0%	9,6%	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	1,13	1,18	1,12	1,14	1,18	1,19	1,21	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22
zmiana r/r	2,1%	4,6%	-5,2%	1,6%	3,9%	1,1%	1,1%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EUR/PLN	4,26	4,26	4,30	4,45	4,57	4,58	4,58	4,58	4,58	4,58	4,58	4,58	4,58
zmiana r/r	-2,4%	0,1%	0,9%	3,7%	2,6%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EUR/SEK	9,64	10,26	10,58	10,42	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
zmiana r/r	1,8%	6,5%	3,2%	-1,5%	-4,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
SEK/PLN	0,44	0,42	0,41	0,43	0,46	0,46	0,46	0,46	0,46	0,46	0,46	0,46	0,46
zmiana r/r	-4,1%	-6,0%	-2,2%	5,3%	6,9%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Teoretyczne spready													
Papier-celuloza EUR/t*	265,9	217,7	302,3	338,5	295,1	257,0	305,7	290,9	290,9	290,9	290,9	290,9	290,9
zmiana r/r	-17,9%	-18,1%	38,9%	12,0%	-12,8%	-12,9%	18,9%	-4,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NBSK- drewno Szwecja SEK/t**	6 306	8 791	7 960	6 313	6 085	6 518	6 399	6 282	6 252	6 222	6 191	6 159	6 127
zmiana r/r	11,2%	39,4%	-9,5%	-20,7%	-3,6%	7,1%	-1,8%	-1,8%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%

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

Teoretyczna marża na produkcji papieru [EUR/t]*



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

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Aktywa trwałe	1 039,7	1 080,9	1 060,9	1 049,9	1 046,8	1 044,8	1 042,6	1 040,5	1 038,5	1 036,6	1 034,8	1 033,1
Wartości niematerialne i prawne	49,2	38,5	36,2	34,0	32,0	30,1	28,3	26,7	25,1	23,6	22,2	20,9
Rzeczowe aktywa trwałe	902,0	979,9	962,1	953,2	952,2	952,1	951,7	951,3	950,8	950,4	950,0	949,6
Aktywa obrotowe	1 116,5	954,8	977,9	948,1	956,9	977,4	952,4	938,4	932,7	921,5	949,1	974,3
Zapasy	478,6	353,8	341,1	366,5	394,1	397,9	396,5	396,5	396,5	396,4	396,4	396,4
Należności krótkoterminowe	372,0	307,4	345,7	355,2	355,7	359,1	357,9	357,9	357,8	357,8	357,8	357,8
Inwestycje krótkoterminowe	265,9	293,6	291,0	226,3	207,1	220,4	198,0	184,0	178,4	167,2	194,9	220,1
-środki pieniężne i ekwiwalenty	201,1	265,9	263,3	198,6	179,3	192,6	170,3	156,3	150,6	139,5	167,2	192,4
Aktywa razem	2 156,2	2 035,8	2 038,8	1 997,9	2 003,7	2 022,3	1 995,0	1 978,9	1 971,1	1 958,0	1 983,9	2 007,4
Kapitał (fundusz) własny	576,6	606,9	691,7	739,0	744,0	784,3	787,2	799,6	816,1	827,1	837,1	844,7
Kapitał (fundusz) podstawowy	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3	69,3
Kapitał (fundusz) zapasowy	408,0	408,0	490,7	558,5	608,5	603,7	640,5	652,9	665,4	676,4	687,4	697,5
Zysk (strata) netto	8,0	82,7	84,8	64,3	19,2	64,3	30,5	30,5	34,5	34,5	33,5	31,0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 295,0	1 165,2	1 088,9	999,4	980,9	945,2	903,6	863,6	823,5	783,5	783,5	783,4
Rezerwy na zobowiązania	176,1	200,8	200,8	200,8	200,8	200,8	200,8	200,8	200,8	200,8	200,8	200,8
Zobowiązania długoterminowe	266,2	281,4	281,4	281,4	31,7	31,7	31,7	31,7	31,7	31,7	31,7	31,7
-oprocentowane	249,7	263,3	263,3	263,3	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6
Zobowiązania krótkoterminowe	852,7	683,1	606,7	517,3	748,4	712,7	671,1	631,1	591,1	551,0	551,0	551,0
-oprocentowane	232,2	161,6	140,0	21,9	221,9	181,9	141,9	101,9	61,9	21,9	21,9	21,9
Pasywa razem	2 156,2	2 035,8	2 038,8	1 997,9	2 003,7	2 022,3	1 995,0	1 978,9	1 971,1	1 958,0	1 983,9	2 007,4

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody netto ze sprzedaży	3 169,4	3 117,1	2 728,7	2 932,1	3 152,9	3 183,4	3 172,1	3 171,9	3 171,7	3 171,5	3 171,3	3 171,1
Koszty produktów, tow. i materiałów	2 622,4	2 531,6	2 225,9	2 421,5	2 654,0	2 638,0	2 678,9	2 684,0	2 678,6	2 683,6	2 688,7	2 694,0
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	547,0	585,5	502,8	510,6	498,8	545,4	493,3	487,9	493,1	488,0	482,6	477,1
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	440,5	425,4	408,9	396,6	416,3	415,7	410,7	407,2	403,8	400,6	397,6	394,7
Zysk (strata) na sprzedaży	106,5	160,1	93,9	114,0	82,5	129,7	82,6	80,8	89,3	87,4	85,1	82,4
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	17,5	31,3	30,0	-11,4	-16,8	-16,8	-16,8	-16,8	-16,8	-16,8	-16,8	-16,8
EBITDA	213,2	278,0	230,9	210,4	172,9	220,0	172,7	170,8	179,2	177,1	174,7	172,0
EBIT	124,1	191,4	123,9	102,6	65,8	113,0	65,8	64,0	72,5	70,6	68,3	65,6
Saldo działalności finansowej	-36,8	-33,5	-27,6	-21,5	-18,1	-16,0	-13,9	-12,1	-10,1	-8,2	-7,1	-6,8
Zysk (strata) brutto	87,2	157,9	96,2	81,1	47,6	97,0	51,8	51,9	62,4	62,4	61,2	58,8
Zysk (strata) netto	8,0	82,7	84,8	64,3	19,2	64,3	30,5	30,5	34,5	34,5	33,5	31,0

CF [mln PLN]	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przepływy z działalności operacyjnej	148,6	342,3	163,3	182,7	160,4	191,8	157,3	154,3	160,7	158,6	156,5	153,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-174,0	-121,8	-123,2	-94,7	-102,5	-103,5	-103,2	-103,4	-103,4	-103,5	-103,4	-103,2
Przepływy z działalności finansowej	-14,2	-152,9	-42,7	-152,7	-77,2	-75,0	-76,5	-64,9	-62,9	-66,3	-25,3	-25,2
Przepływy pieniężne netto	-39,6	67,5	-2,6	-64,7	-19,2	13,3	-22,4	-14,0	-5,7	-11,2	27,7	25,2
Środki pieniężne na początek okresu	241,4	201,1	265,9	263,3	198,6	179,3	192,6	170,3	156,3	150,6	139,5	167,2
Środki pieniężne na koniec okresu	201,1	265,9	263,3	198,6	179,3	192,6	170,3	156,3	150,6	139,5	167,2	192,4

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody zmiana r/r	-1,6%	-12,5%	7,5%	7,5%	1,0%	-0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	30,4%	-16,9%	-8,9%	-17,8%	27,2%	-21,5%	-1,1%	4,9%	-1,1%	0,0%	0,0%
EBIT zmiana r/r	54,3%	-35,3%	-17,2%	-35,9%	71,8%	-41,8%	-2,7%	13,3%	-2,7%	-3,2%	-3,9%
Zysk netto zmiana r/r	935,1%	2,5%	-24,2%	-70,1%	235,2%	-52,7%	0,1%	13,3%	-0,2%	-2,8%	-7,4%
Marża brutto na sprzedaży	18,8%	18,4%	17,4%	15,8%	17,1%	15,6%	15,4%	15,5%	15,4%	15,2%	15,0%
Marża EBITDA	8,9%	8,5%	7,2%	5,5%	6,9%	5,4%	5,4%	5,6%	5,6%	5,5%	5,4%
Marża EBIT	6,1%	4,5%	3,5%	2,1%	3,5%	2,1%	2,0%	2,3%	2,2%	2,2%	2,1%
Marża brutto	5,1%	3,5%	2,8%	1,5%	3,0%	1,6%	1,6%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%
Marża netto	2,7%	3,1%	2,2%	0,6%	2,0%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%
COGS / przychody	81,2%	81,6%	82,6%	84,2%	82,9%	84,4%	84,6%	84,5%	84,6%	84,8%	85,0%
SG&A / przychody	13,6%	15,0%	13,5%	13,2%	13,1%	12,9%	12,8%	12,7%	12,6%	12,5%	12,4%
SG&A / COGS	16,8%	18,4%	16,4%	15,7%	15,8%	15,3%	15,2%	15,1%	14,9%	14,8%	14,7%
ROE	9,5%	8,9%	6,4%	1,9%	6,0%	2,8%	2,7%	3,0%	2,9%	2,8%	2,5%
ROA	2,0%	0,4%	4,1%	4,2%	3,2%	1,0%	3,2%	1,5%	1,5%	1,8%	1,8%
Dług	424,9	403,3	285,1	235,5	195,5	155,5	115,5	75,5	35,5	35,5	35,5
D / (D+E)	20,9%	19,8%	14,3%	11,8%	9,7%	7,8%	5,8%	3,8%	1,8%	1,8%	1,8%
D / E	26,4%	24,7%	16,6%	13,3%	10,7%	8,5%	6,2%	4,0%	1,8%	1,8%	1,8%
Odsetki / EBIT	-17,5%	-22,3%	-21,0%	-27,6%	-14,1%	-21,2%	-18,9%	-14,0%	-11,6%	-10,4%	-10,4%
Dług / kapitał własny	48,8%	42,5%	28,6%	23,0%	18,1%	14,2%	10,4%	6,6%	3,0%	3,0%	2,9%
Dług netto	159,0	140,0	86,5	56,1	2,8	-14,8	-40,8	-75,2	-104,0	-131,7	-156,9
Dług netto / kapitał własny	0,3	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Dług netto / EBITDA	0,6	0,6	0,4	0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,8	-0,9
Dług netto / EBIT	0,8	1,1	0,8	0,9	0,0	-0,2	-0,6	-1,0	-1,5	-1,9	-2,4
EV	415,3	396,4	342,9	312,5	259,2	241,5	215,5	181,2	152,4	124,7	99,4
Dług / EV	102,3%	101,7%	83,1%	75,4%	75,4%	64,4%	53,6%	41,6%	23,3%	28,4%	35,7%
CAPEX / Przychody	4,4%	4,6%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
CAPEX / Amortyzacja	158,9%	117,3%	89,8%	97,1%	98,2%	97,9%	98,0%	98,1%	98,2%	98,3%	98,4%
Amortyzacja / Przychody	2,5%	3,9%	3,7%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
Zmiana KO / Przychody	-4,4%	2,8%	0,3%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	260,8%	-19,7%	4,1%	-0,4%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%
Wskaźniki rynkowe	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
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*	3,1	3,0	4,0	13,4	4,0	8,4	8,4	7,4	7,4	7,7	8,3
P/BV*	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/CE*	1,5	1,3	1,5	2,0	1,5	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8	1,9
EV/EBITDA*	1,5	1,7	1,6	1,8	1,2	1,4	1,3	1,0	0,9	0,7	0,6
EV/EBIT*	2,2	3,2	3,3	4,8	2,3	3,7	3,4	2,5	2,2	1,8	1,5
EV/S*	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
BVPS	12,6	13,7	14,4	14,8	15,5	15,8	16,1	16,6	17,0	17,3	17,7
EPS	1,2	1,2	0,9	0,3	0,9	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4
CEPS	2,4	2,8	2,5	1,8	2,5	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
FCFPS	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
DPS	0,00	0,00	0,24	0,19	0,06	0,19	0,09	0,09	0,10	0,10	0,10
Payout ratio	0,0%	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 3,70 PLN/akcję

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzysztof Tkocz

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

Michał Fidelus

Analitik rynku akcji
tel. (+48) 666 073 972
e-mail: michal.fidelus@bdm.pl
banki, finanse

Adrian Górniak

Analitik rynku akcji
tel. (+48) 668 516 977
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel, media

Krzysztof Tkocz

Młodszy analitik rynku akcji
tel. (+48) 516 086 705
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
gry komputerowe

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Tomasz Ilczyszyn

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	6,2	Kupuj	4,9	09.11.2020	07:00 CEST	3,70	48 962,5
Kupuj	4,9	Kupuj	6,1*	08.10.2019	14:00 CEST	2,88	56 116,0
Kupuj	6,3	Trzymaj	4,3	21.05.2018	11:45 CEST	4,3	59 378,0
Trzymaj	4,3	Kupuj	6,0	15.12.2017	14:55 CEST	4,0	62 598,8
Kupuj	6,0	Kupuj	6,1	07.06.2017	9:08 CEST	4,5	60 723,5
Kupuj	6,1	Kupuj	5,6	13.06.2016		5,0	45 022,0
Kupuj	5,6	Kupuj	5,5	11.12.2015		3,4	44 807,8
Kupuj	5,5	Akumuluj	4,05	27.05.2015		3,25	55 746,4
Akumuluj	4,05	Kupuj	3,5	15.04.2015		3,6	56 648,2
Kupuj	3,5	Trzymaj	5,6	23.09.2013		2,14	50 308,2
Trzymaj	5,6	Redukuj	5,6	28.05.2013		5,1	47 656,3
Redukuj	5,6	Akumuluj	5,9	27.03.2013		6,5	44 754,0
Akumuluj	5,9	Kupuj	5,9	06.09.2012		5,35	41 877,5
Kupuj	5,9	Akumuluj	8,1	28.05.2012		4,8	37 174,3
Akumuluj	8,1	Kupuj	6,0	30.11.2011		7,0	38 123,4
Kupuj	6,0	-	-	05.08.2011		4,8	41 741,0

*- po korekcie o 0,2 PLN/akcję DIV

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'20*:			, 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	4	67%	0	0%
Akumuluj	1	17%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	17%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

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

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest 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 dodatniej 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 dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 09.11.2020 roku (07:00 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 16.11.2020 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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 06.11.2020 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane.
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.