



Sprzedaj, 8,30 PLN

Inicjacja

11 września 2025 r., 07:30

Mea Pulpa

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji od SPRZEDAJ z ceną docelową 8,30 PLN za akcję. Spółka zmagą się z wieloma wyzwaniami: 1) strukturalną nadpodażą papieru graficznego i drukarskiego, powodującą presję cenową; 2) niekorzystnymi zmianami FX (USD/SEK średnio -9,6% r/r w 2Q25); 3) wysokimi kosztami drewna iglastego w Szwecji; 4) niskim spreadem między ceną papieru i celulozą liściastą BKHP. Uważamy, że 2H25 też będzie trudny dla grupy, a sytuacja w branży nie ulegnie istotnej poprawie. Może to skutkować dużym wzrostem dźwigni finansowej (3,5x DN/EBITDA na koniec 2025 r.). Obecną wycenę (2025P EV/EBITDA 16,5x, 2026P 7x) uważamy za nieatrakcyjną.

Arctic Paper – średniej wielkości producent papieru

Arctic Paper jest piątym co do wielkości producentem papieru UWF w Europie (7% udziału w rynku pod względem wielkości produkcji) z ekspozycją na produkcję celulozy (55% udziałów w notowanej Szwedzkiej spółce Rottneros). Grupa prowadzi działalność w dwóch głównych segmentach papierów UWF i CWF (ok. 70% sprzedaży) i celulozy (ok. 30% sprzedaży), stopniowo dywersyfikując ją na rzecz papieru opakowaniowego. Brak integracji pionowej spółki (brak w pełni zintegrowanego modelu celulozowo-papierniczego i celulozowo-drewnego) sprawia, że spółka jest bardziej podatna na czynniki zewnętrzne niż jej konkurenci.

Perspektywa wyzwań strukturalnych

Miks sprzedażowy spółki koncentruje się na segmencie papieru graficznego i drukarskiego, który jednak kurczy się strukturalnie (2023-2028P CAGR -3%). Więksi konkurenci Arctic korzystają na większej ekspozycji na rozwojowe kategorie, takie jak opakowania, tektura i papier higieniczny. Planowane zwiększenie mocy produkcyjnych w segmencie opakowań do 120kt do 2030 r. jest krokiem we właściwą stronę, ale ich ograniczona skala na razie nie wystarcza, by zrównoważyć trwającą erozję podstawowej działalności w segmencie papieru.

Nieatrakcyjne wskaźniki wyceny

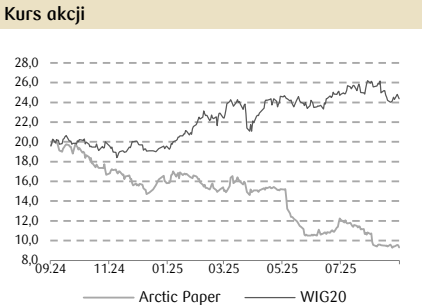
Akcje spółki są obecnie notowane z EV/EBITDA 16,5x i 7x na 2025 i 2026 r., co przekłada się na premię odpowiednio 134% i 4% w stosunku do spółek porównywalnych. Premia ta jest nieuzasadniona w obliczu 1) braku integracji z produkcją surowców, 2) niskiej dywersyfikacji oferty produktowej, 3) niskich stóp FCF 2025-2026P (odpowiednio -30% i 0%) i 4) rosnącej dźwigni finansowej.

mln PLN	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	3.549	3.435	3.180	3.283	3.467
EBITDA	475	298	62	146	257
EBIT	357	184	-130	-1	110
Zysk netto	247	154	-84	-7	54
P/E	5,4	9,2	nm	nm	11,9
P/BV	0,9	1,0	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	2,8	4,1	16,5	7,0	3,8
EPS	3,57	2,23	-1,21	-0,10	0,78
DPS	2,70	1,00	0,00	0,00	0,00
FCF	278	-234	-196	2	69
CAPEX	200	424	270	154	164

Informacje	
Kurs akcji (PLN)	9,31
Upside	-11%
Liczba akcji (mn)	69,29
Kapitalizacja (mln PLN)	645,07
Free float	32%
Free float (mln PLN)	205
Free float (mln USD)	56
EV (mln PLN)	1.015,53
Dług netto (mln PLN)	217,74

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	0,0%
Odciecie dywidendy	-

Akcjonariusze	% Akcji
Thomas Onstad	68,26
-	-
-	-
-	-



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	-7,0%	-14,1%
3 miesiące	0,6%	-11,3%
6 miesięcy	8,6%	-39,6%
12 miesięcy	21,8%	-52,9%
Min 52 tyg. PLN		9,28
Max 52 tyg. PLN		20,24
Średni dzienny obrót mln PLN		0,72

Analitik	
Alicja Marcinkiewicz	
+48 785 065 451	
alicia.marcinkiewicz@pkobp.pl	

Adres:	
BM PKO BP	
ul. Świętokrzyska 36	
00-116 Warszawa	

P - Prognozy DM PKO BP

ARGUMENTY INWESTYCYJNE

Czym jest Arctic Paper?

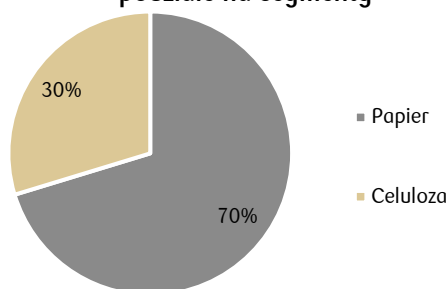
Arctic Paper jest piątym co do wielkości producentem papieru w Europie, z mocami produkcyjnymi rzędu 670 tys. ton (papiery powlekane i niepowlekane). Spółka posiada również 55% udziałów w Rottneros AB, szwedzkim producencie celulozy o mocach produkcyjnych ok. 400 tys. ton. W połowie 2025 r. Rottneros zakończył emisję akcji z prawem poboru o wartości 300 mln SEK, której celem było zmniejszenie dźwigni finansowej (DN 558 mln SEK w 1Q25), w ramach której Arctic Paper zwiększył swój udział w Rottnerosie z 51% do 55%.

Oczekujemy, że skonsolidowana marża EBITDA w 2025 r. spadnie do 2%, a w 2026 r. poprawi się jedynie do 4,5% (poniżej historycznych poziomów marży EBITDA, wynoszących średnio 8,6%, z wyłączeniem ponadnormatywnych zysków w latach 2022-2023). Niski operacyjny cash flow 2025-2027P na poziomie 476 mln PLN oraz wysokie nakłady inwestycyjne w latach 2025-2027P na poziomie 589 mln PLN uniemożliwią wypłatę dywidendy. Rosnąca dźwignia finansowa (2025P ND/EBITDA na poziomie 3,5x) w połączeniu ze słabym otoczeniem branżowym zwiększa ryzyko naruszenia kowenantów.

Pogarszające się fundamenty papieru graficznego i drukarskiego

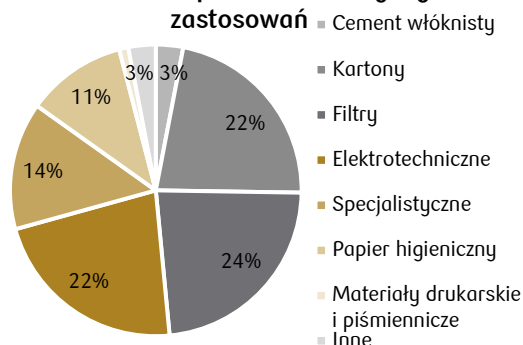
Działalność Arctic Paper jest w dużym stopniu cykliczna i narażona na strukturalny spadek zużycia papieru graficznego i drukarskiego w obliczu postępującej cyfryzacji, przy czym spółka nadal generuje 70% przychodów z produkcji tego rodzaju papieru. Europejski popyt na papier powlekany i niepowlekany spadał w latach 2020-2024 o ok. 7% rocznie, a sektor stoi w obliczu utrzymującej się nadwyżki mocy produkcyjnych. Grupa odczuwa jednocześnie presję ilościową (wykorzystanie mocy produkcyjnych na poziomie ok. 70%) i kompresję marży.

Arctic Paper - struktura sprzedaży w podziale na segmenty



Źródło: Arctic Paper, BM PKO BP

Rottneros - sprzedaż celulozy wg. zastosowań



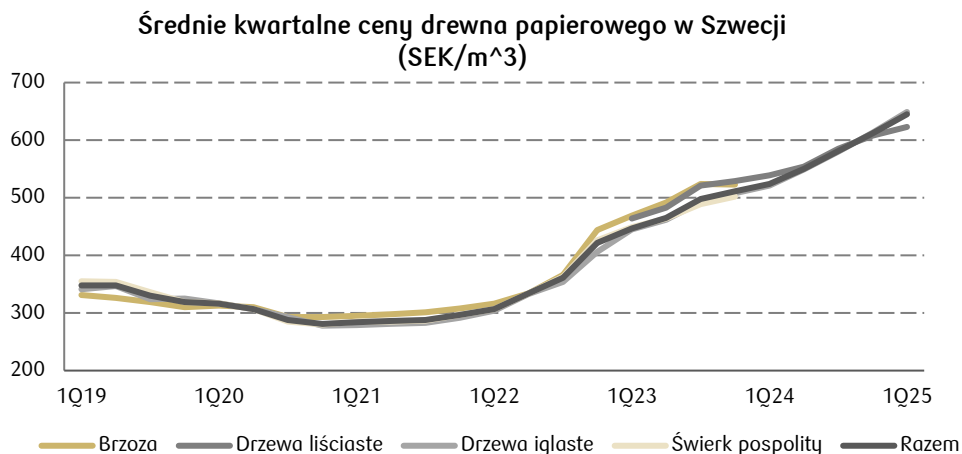
Źródło: Arctic Paper, BM PKO BP

Wysokie koszty materiałów przy słabym popycie

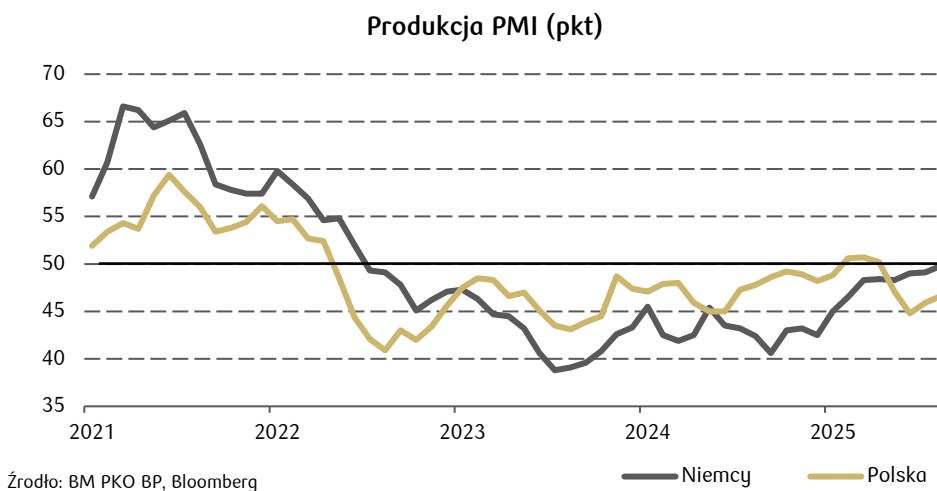
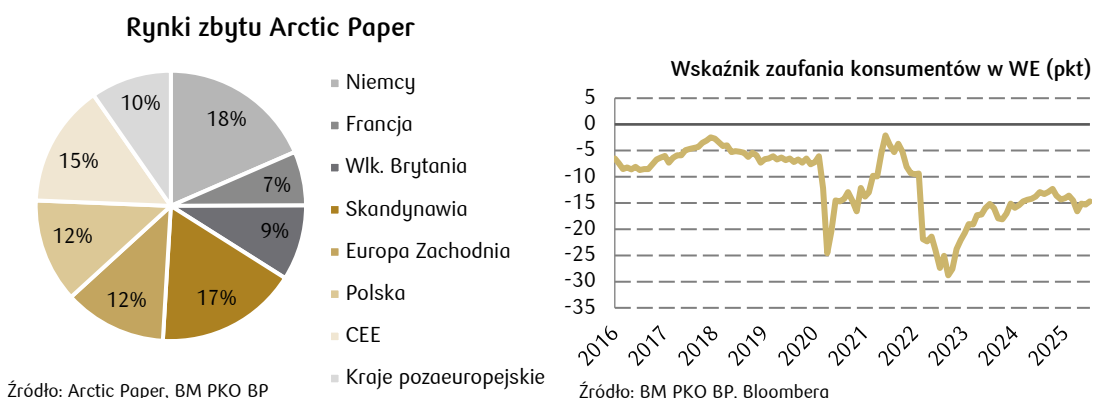
Spółka znajduje się obecnie w cyklu spadkowym. Popyt na papier graficzny i drukarski pozostaje na rynku europejskim ograniczony i w najbliższej przyszłości nie widać perspektyw ożywienia. Niepewność potęgują cła wprowadzone przez USA, a na głównych rynkach (Niemcy, Francja) nadal widoczna jest ostrożność zakupowa klientów. Sytuacja ta raczej nie ulegnie zmianie w 2H25.

Ceny papieru już teraz plasują się poniżej kosztów operacyjnych ponoszonych przez mniejszych producentów. Sytuacja ta jest również pochodną stosunkowo wysokich cen celulozy w Europie, co wywołuje presję na marże. Konkurencyjność europejskich producentów celulozy ucierpiała z powodu

wysokich kosztów surowców i deprecjacji USD. W przypadku Rottneros drewno celulozowe jest największą pozycją kosztową (ok. 70% kosztów operacyjnych). Na skutek nałożonych na Rosję sankcji od 2022 r. europejskie ceny drewna podskoczyły dwukrotnie, dodatkowo zwiększając koszty i obniżając marże.



Źródło: Biometria, Szwedzka Agencja Leśna, BM PKO BP

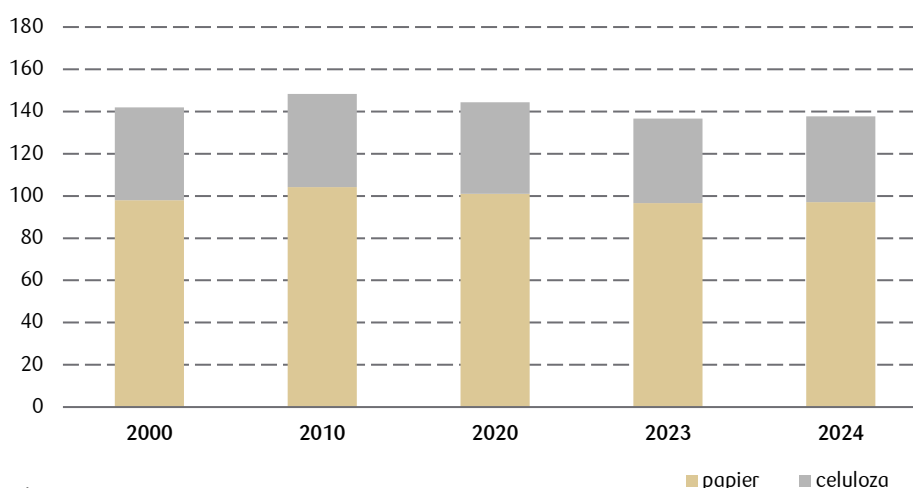


Nierównowaga popytu i podaży

W całej Europie nadpodaż celulozy i papieru w połączeniu z malejącą konsumpcją i wyższymi kosztami doprowadziła do zamknięcia niektórych zakładów papierniczych. Przeprowadzone dotychczas zamknięcia nie są jednak wystarczające, by w najbliższym czasie ceny i marże powróciły do poprzednich poziomów. Producenci papieru UPM i Sappi podjęły niedawno decyzję o dalszym ograniczeniu produkcji papieru powlekanego i niepowlekanego (natomiast udział rynkowy Arctic Paper w tym segmencie wzrósł od 2022 r. z 7,6% do 8,2% pod względem wielkości produkcji). Spodziewamy się dalszych podobnych działań, ponieważ więksi gracze zmniejszają ekspozycję na papier graficzny i drukarski, a mniejsze, mniej konkurencyjne zakłady są wypierane z rynku. Takie cięcia podaży powinny ostatecznie pomóc w ustabilizowaniu marż w perspektywie średnioterminowej, gdy aktywność gospodarcza na głównych rynkach powróci do normy.

W marcu 2025 r. europejski producent papieru UPM na stałe zamknął swój niemiecki zakład, zmniejszając moce produkcyjne niepowlekanego papieru mechanicznego o 270 tys. ton, a następnie podjął analogiczną decyzję wobec zakładu w Finlandii (zmniejszenie mocy produkcyjnych o 300 tys. ton CWF). Sappi Europe także ogłosił potencjalne zamknięcie 175 tys. ton mocy produkcyjnych CWF w Finlandii. Działania te podkreślają powagę obecnej nierównowagi.

Moce produkcyjne w UE27 [mln t]



Źródło: CEPI, BM PKO BP

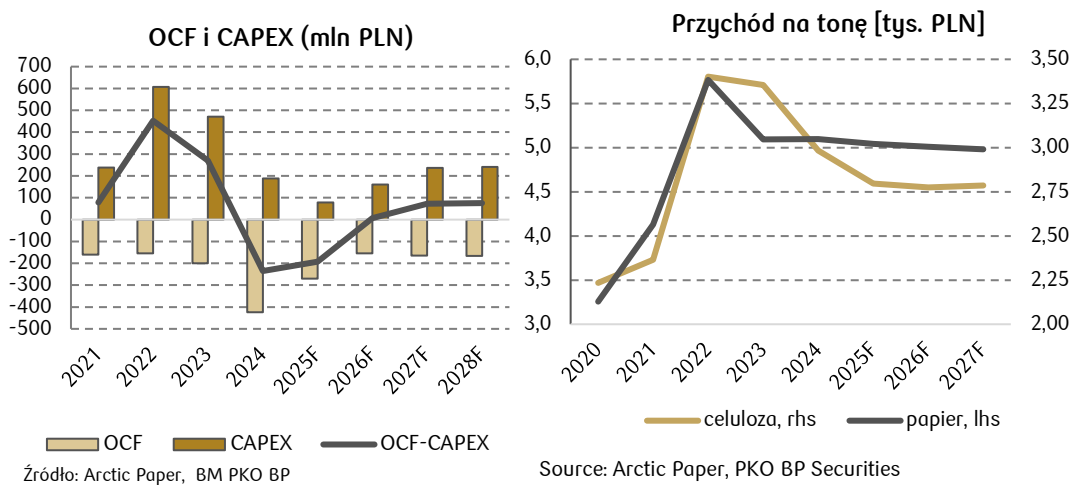
Arctic Paper jest opóźniony w transformacji sektorowej przemysłu papierniczego

Uważamy, że pod względem transformacji sektorowej Arctic Paper pozostaje w tyle za innymi producentami. Segment papieru opakowaniowego nie wniesie znaczącego wkładu do wyników spółki za 2026 r., podczas gdy większość dużych konkurentów spółki już teraz przestawiła produkcję na papier opakowaniowy i higieniczny, dzięki czemu mogą oni korzystać z globalnego dynamicznego wzrostu popytu na oba typy papieru (CAGR na poziomie 4% w latach 2023-2028).

Produkcja papieru opakowaniowego spółki wynosi obecnie ok. 20 tys. ton (ok. 3% całkowitych mocy produkcyjnych) i w 2026 r. powinna przynieść 30-40 mln EUR przychodów. Oczekujemy się, że moce produkcyjne papieru opakowaniowego sięgną 120 tys. ton w 2030 r. Marże na nim są wyższe (marżę EBITDA w latach 2027-2031 szacujemy na poziomie 12%, a zarząd oczekuje nawet 15%) w porównaniu do tradycyjnego papieru. Uwolnione moce produkcyjne papieru graficznego i drukarskiego zostaną przekierowane na papier opakowaniowy, przy czym nie planuje się ich dodatkowego zwiększenia, co przyczyni się do stopniowego wzrostu marży.

Cięcia CAPEX i kosztów

W 2025 r. spółka priorytetowo traktuje ukończenie istniejących projektów – w tym modernizacji zakładu biomasy, nowej linii produkcji pelletu 50 tys. ton w Grycksbo i instalacji fotowoltaicznej 10MW w Kostrzynie, które wymagają łącznych nakładów inwestycyjnych w wysokości 270 mln PLN. Oczekiwane korzyści obejmują 20-30 mln SEK rocznych oszczędności energii (Grycksbo) i pojawienie się nowego strumienia przychodów z pelletu (50 tys. ton rocznej produkcji i oczekiwana marża EBITDA w wysokości 20-30 mln SEK). W horyzoncie po 2025 r. spółka ograniczy projekty rozwojowe (głównie obrót energią ze źródeł odnawialnych na rzecz podmiotów zewnętrznych) i zmniejszy nakłady inwestycyjne do 150-160 mln PLN rocznie, odraczając większe inwestycje. W rezultacie spodziewamy się aktualizacji strategii 4P z korektą w dół wcześniejszych celów.



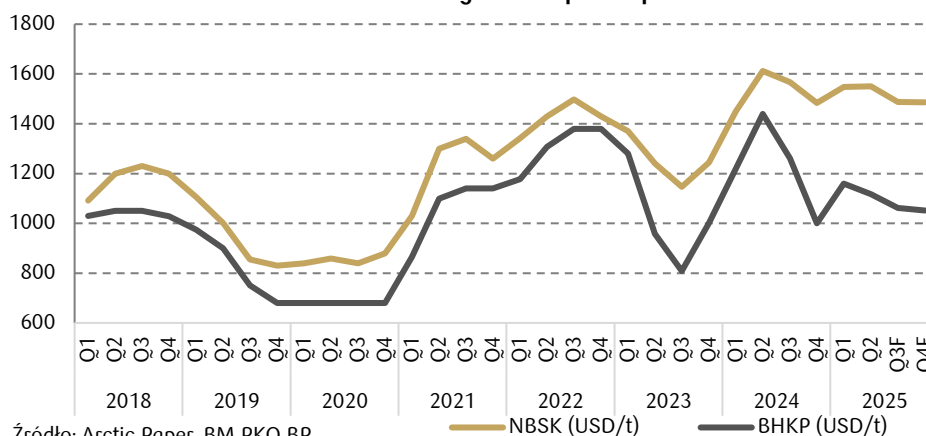
PROGNOZA NA 2025 r.

Spodziewamy się, że 2H25 będzie dla grupy okresem wymagającym, a sytuacja w branży nie ulegnie istotnej poprawie. Oslabienie popytu nie ustaje, a jego gwałtowne odbicie jest mało prawdopodobne. Uważamy jednak, że wyniki spółki osiągnęły cykliczny dołek w 2Q25 i nie spodziewamy się ich dalszego pogorszenia kw/kw w 2H25.

Presja konkurencyjna może zacząć się zmniejszać począwszy od 4Q25, ponieważ wielcy europejscy gracze wprowadzają cięcia mocy produkcyjnych i zamykają zakłady. Wynik wesprą dodatkowo oczekiwane rekompensaty dla przemysłu energochłonnego (nasza estymacja ok. 30 mln PLN), podobnie jak w 4Q24. Segment opakowań (w tym produkcja tacek) nie przyczyni się jeszcze znacząco do wyników w 2025 r.

Przewidujemy, że segment celulozowy odnotuje ujemną EBITDA w wysokości 25 mln PLN w 2025 r., odzwierciedlając niski popyt na opakowania/papier higieniczny (34% sprzedaży celulozy) i słabość rynku papieru przemysłowego/technicznego (45%). Spodziewamy się dalszych spadków cen celulozy NBSK w 3Q25 i jedynie marginalnej poprawy na skutek nieco niższych cen drewna celulozowego w Szwecji, gdzie producenci celulozy wywierają większą presję na producentów drewna.

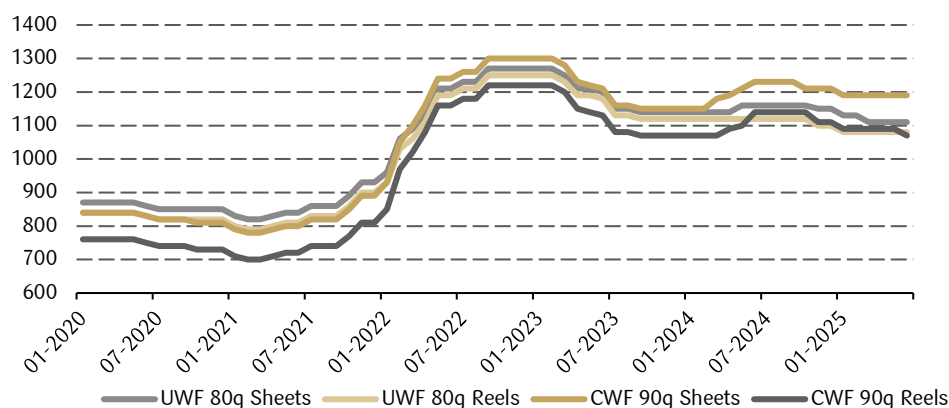
Indeksy PIX Pulp Europe



Źródło: Arctic Paper, BM PKO BP

W 2Q25 ceny papieru niepowlekanego w EUR spadły o 4% r/r i 0,7% kw/kw, podczas gdy ceny papieru powlekanego zmniejszyły się o 3% r/r i 1% kw/kw. Oczekujemy dalszej presji cenowej z uwagi na słaby popyt i import z Azji, zwłaszcza z Korei, która oferuje produkt w cenie niższej od Europejskiego papieru o 100-150 USD/t. Średnia zrealizowana cena sprzedaży papieru powinna zmniejszyć się średnio o 7,5% w 2025 r. do 4,6 tys. PLN/t (wobec 5 tys. PLN/t w 2024 r.).

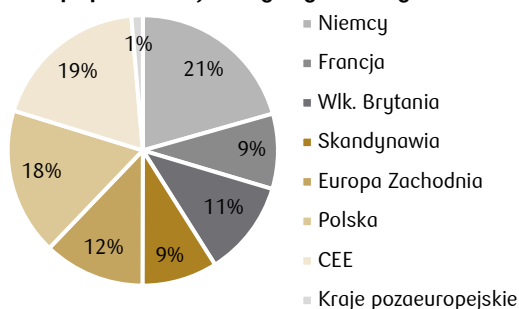
Ceny papierów graficznych - rynek niemiecki



Źródło: Bloomberg, BM PKO BP

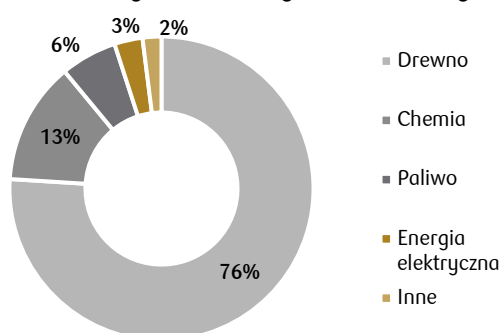
Brak strategii hedgingu walutowego stwarza dodatkowe ryzyko. Zmienność kursowa stała się istotnym czynnikiem wpływającym negatywnie na zyski. Umocnienie się PLN w stosunku do EUR (spadek EUR/PLN o 1,6% r/r w 2Q25) wywiera presję na przychody ze sprzedaży brutto, jako że >50% sprzedaży papieru realizowane jest w EUR, a ok. 17% w PLN. Z kolei umocnienie się SEK w stosunku do USD (spadek USD/SEK o 9,5% r/r w 2Q 2025 r.) zmniejsza konkurencyjność eksportu celulozy, ponieważ prawie całość przychodów Rottneros jest denominowana w USD.

Arctic Paper - Rynki segmentu papieru w ujęciu geograficznym



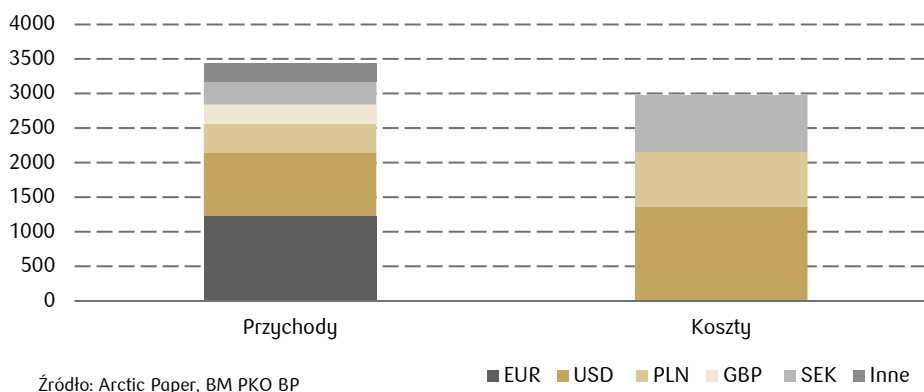
Źródło: Arctic Paper, BM PKO BP

Koszty zmienne segmentu celulozy



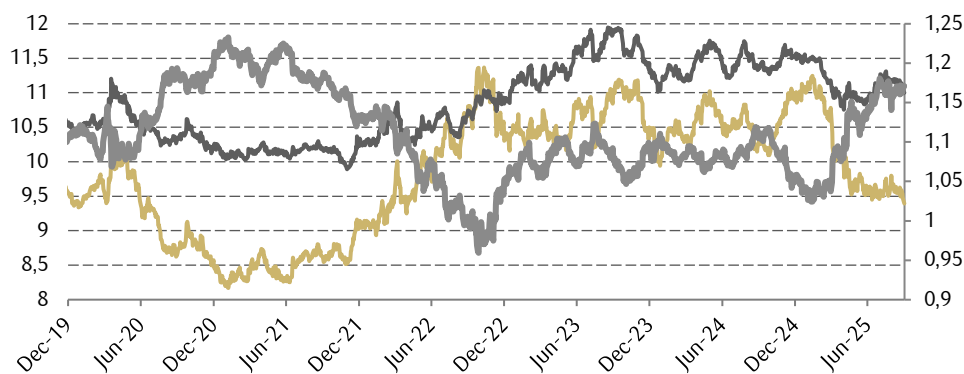
Źródło: Arctic Paper, BM PKO BP

Struktura walutowa przychodów i kosztów Arctic paper w 2024 r. (mln PLN)



Źródło: Arctic Paper, BM PKO BP

Kursy walut



Źródło: BM PKO BP, Bloomberg

— USDSEK — EURSEK — EURUSD

MODEL BIZNESOWY

Arctic Paper prowadzi obecnie działalność w dwóch segmentach – produkcji papieru i produkcji celulozy. W ramach strategii 4P spółka planuje jednak wprowadzenie dwóch dodatkowych segmentów – energii i opakowań. Obecnie udział przychodów z produkcji opakowań jest znikomy, więc są one uwzględniane w wynikach segmentu papieru i celulozy. Arctic Paper operuje w segmencie papieru, jak i celulozy, ale nie są one zintegrowane pionowo, ponieważ segment celulozy prowadzi sprzedaż na rzecz odbiorców spoza grupy.

Kluczowymi klientami Arctic Paper są drukarnie, hurtownie, wydawnictwa, agencje reklamowe (papier graficzny) oraz producenci papieru, chusteczek higienicznych, tektury, urządzeń elektrycznych i filtrów (celuloza).

Segment produkcji papieru obejmuje trzy papiernie:

- w Kostrzynie (roczne moce produkcyjne 315 tys. ton, produkcja papieru niepowlekanego bezdrzewnego przeznaczonego do druku książek, broszur, formularzy, kopert itp.)
- w Munkedals (roczne moce produkcyjne 160 tys. ton, produkcja niepowlekanego papieru bezdrzewnego przeznaczonego do druku książek i wysokiej jakości broszur)
- w Grycksbo (roczne moce produkcyjne 220 tys. ton, produkcja papieru powlekanego bezdrzewnego przeznaczonego na mapy, książki, czasopisma, plakaty i reklamy)

Segment produkcji celulozy Arctic Paper obejmuje dwie celulozownie:

- w Rottneros (roczne moce produkcyjne 160 tys. ton, produkcja celulozy chemotermomechanicznej (CTMP))
- Vallvik (roczne moce produkcyjne 240 tys. ton, produkcja dwóch rodzajów długowłóknistej masy celulozowej siarczanowej – pełnobielinej masy celulozowej siarczanowej i niebielinej masy celulozowej siarczanowej przeznaczonej do produkcji transformatorów oraz w przemyśle kablowym).

Portfel produktów:

Niepowlekany papier bezdrzewny (UWF), głównie:

- Papier offsetowy, produkowany i dystrybuowany przede wszystkim pod marką Amber – jeden z najbardziej wszechstronnych rodzajów papieru do różnych zastosowań,
- bezdrzewny objętościowy papier książkowy, produkowany pod marką Munken – używany głównie do drukowania książek, wysokiej jakości papier graficzny o szczególnie gładkiej lub szorstkiej w dotyku powierzchni, używany do drukowania różnorodnych materiałów reklamowych i marketingowych, produkowany pod marką Munken Design.

Powlekany papier bezdrzewny (CWF), głównie:

- powlekany papier bezdrzewny produkowany pod markami G i Arctic, używany w przeważającym stopniu do drukowania książek, czasopism, katalogów, map i materiałów reklamy kierunkowej.

Niepowlekany papier drzewny, głównie:

- objętościowy drzewny papier książkowy premium, produkowany i dystrybuowany pod marką Munken, opracowany specjalnie do wielokolorowego i czarno-białego druku książek.

Papier opakowaniowy

- papier Kraft, produkowany pod marką Munken Kraft,
- jednostronnie powlekane papiery opakowaniowe produkowane pod marką G-Flexmatt.

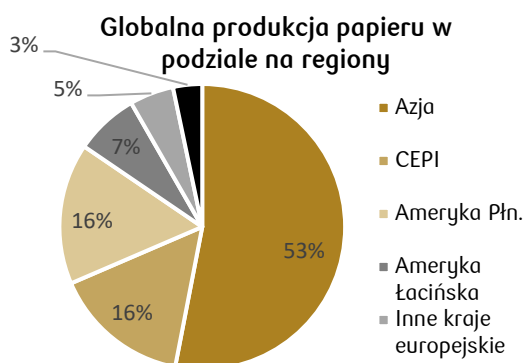
Oba powyższe rodzaje mają szeroką gamę zastosowań, jak np. torby zakupowe, torby na sypkie produkty spożywcze, opakowania lub laminaty stosowane w przemyśle spożywczym i niespożywczym.

Celuloza siarczanowa:

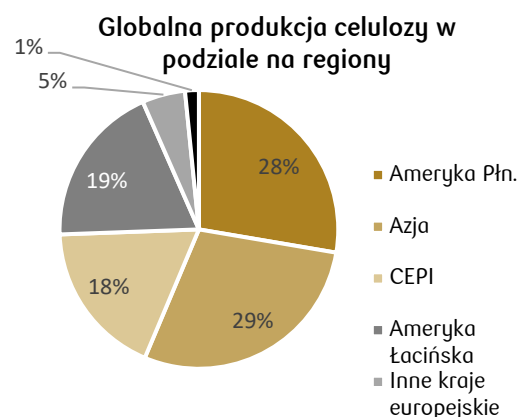
- pełnobiłona celuloza siarczanowa i niebielona celuloza siarczanowa, stosowane głównie do produkcji papieru drukarskiego i piśmienniczego, tektury, papieru higienicznego i białego papieru opakowaniowego;
- włóknista celuloza mechaniczna; celuloza chemotermomechaniczna (CTMP), używana głównie do produkcji papieru drukarskiego oraz piśmiennego.

EUROPEJSKI RYNEK PAPIERU I CELULOZY

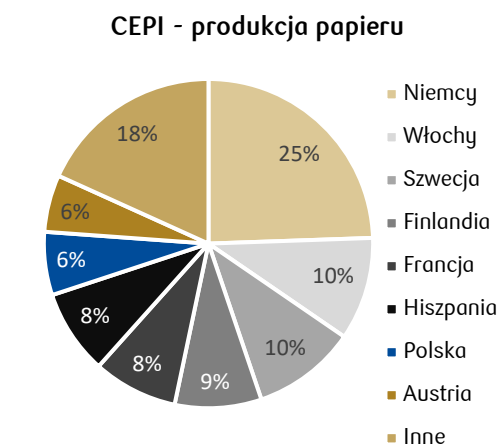
Europa odpowiada za ok. 21% światowej produkcji papieru i 23% produkcji celulozy. Większość europejskiej produkcji jest konsumowana lokalnie. Zaledwie 15,8 mln ton z łącznego wolumenu 78,7 mln ton papieru wyprodukowanego w 2024 r. zostało wyeksportowanych poza Europę, natomiast z 68,2 mln ton zużytego lokalnie papieru zaledwie 5,2 mln ton pochodziło z importu. W obliczu zamkniętej struktury rynku spodziewane zamknięcia zakładów powinny przyczynić się do normalizacji marż sektorowych w średnim horyzoncie czasowym.



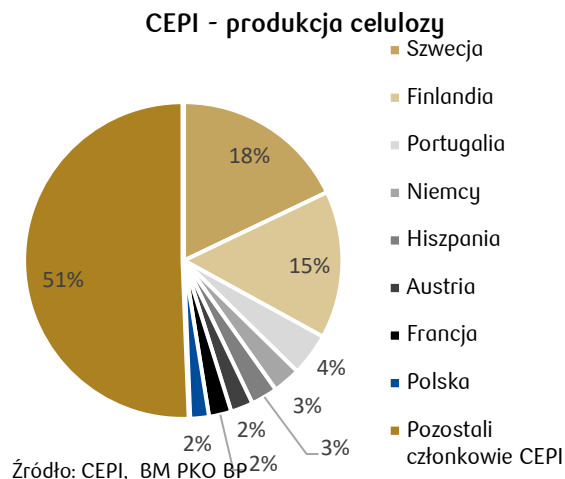
Źródło: CEPI, BM PKO BP



Źródło: CEPI, BM PKO BP

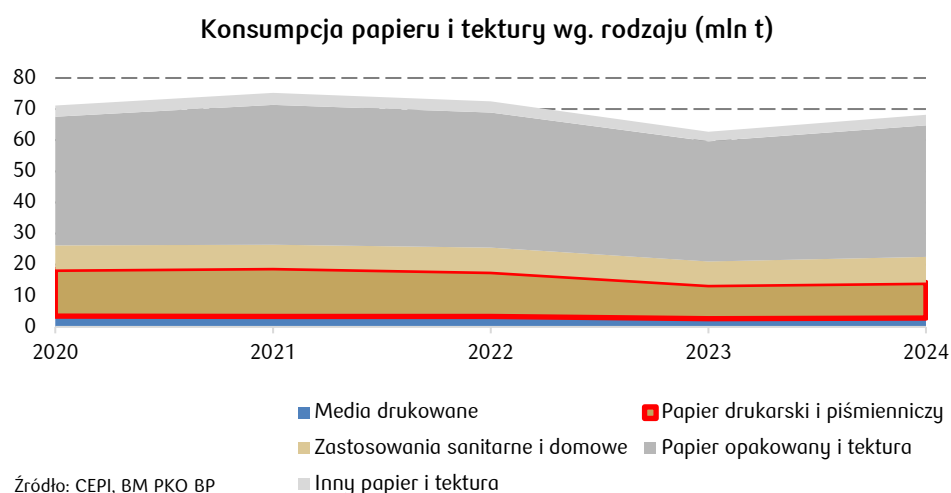
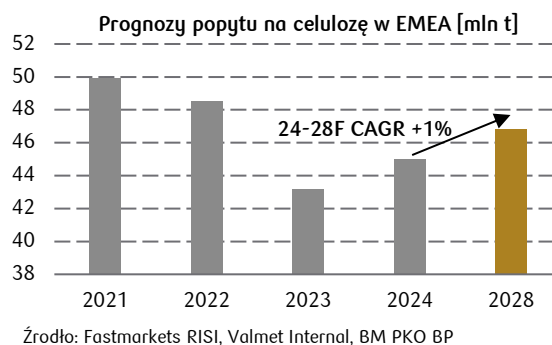
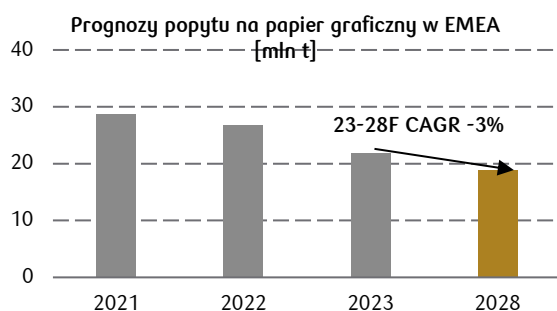


Źródło: CEPI, BM PKO BP

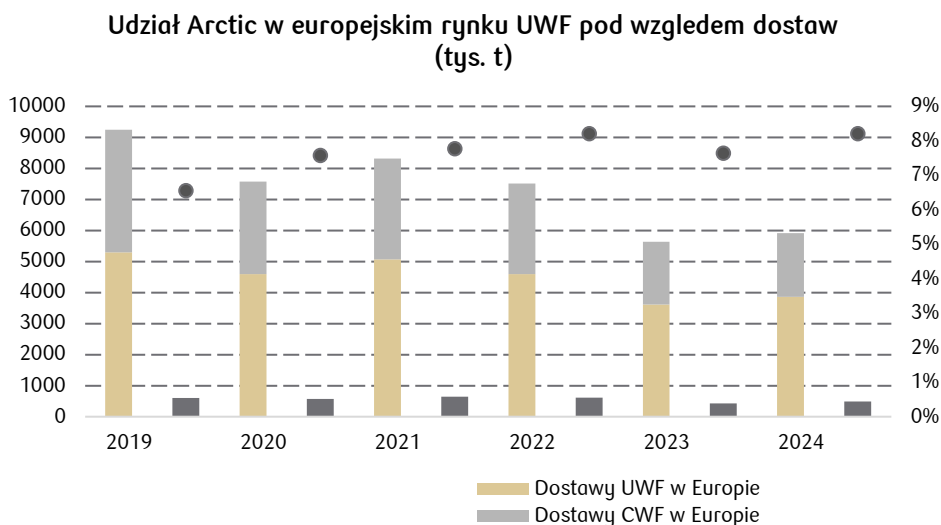


Źródło: CEPI, BM PKO BP

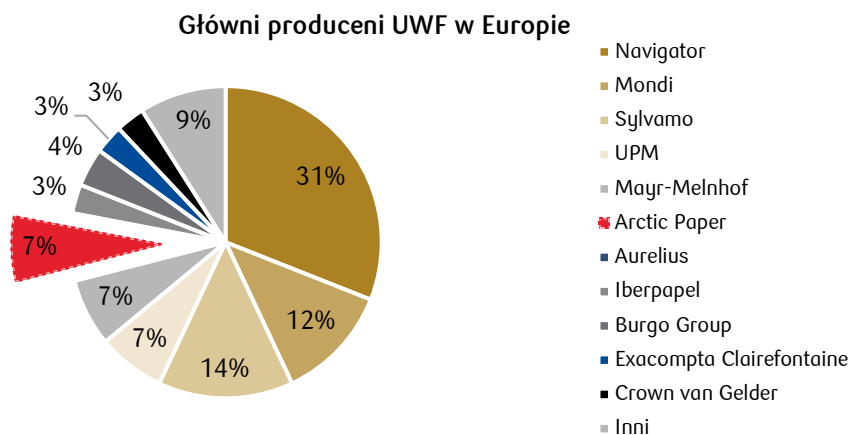
Europejski sektor papierniczy jest dojrzały, a wolumeny produkcji będą nadal spadać, podobnie jak w poprzednich latach. Tendencja ta jest najbardziej widoczna w przypadku segmentu papieru graficznego i drukarskiego, w którym spadek popytu w regionie EMEA prognozuje się na 3% CAGR w latach 2023-2028P. Oczekuje się z kolei, że popyt na celulozę z drewna iglastego będzie rósł w tempie +1% CAGR (2024-2028P) dzięki możliwościom zastosowania w licznych branżach (w tym elektrotechnicznej i opakowań), co sprawia, że jest on mniej podatny na postępującą cyfryzację.



Europejskie dostawy UWF kurczyły się w latach 2019-2024 o 6% rocznie, a popyt w tym okresie zmniejszał się o 2% rocznie. Spodziewamy się, że dynamika ta się utrzyma, co zmusi producentów generujących wysokie koszty do wycofania się z branży, a tym samym umożliwi Arctic Paper utrzymanie udziałów rynkowych. Ponieważ jednak główni konkurenci spółki inwestują we własne źródła energii odnawialnej, przewaga konkurencyjna Arctic Paper po tej stronie maleje.



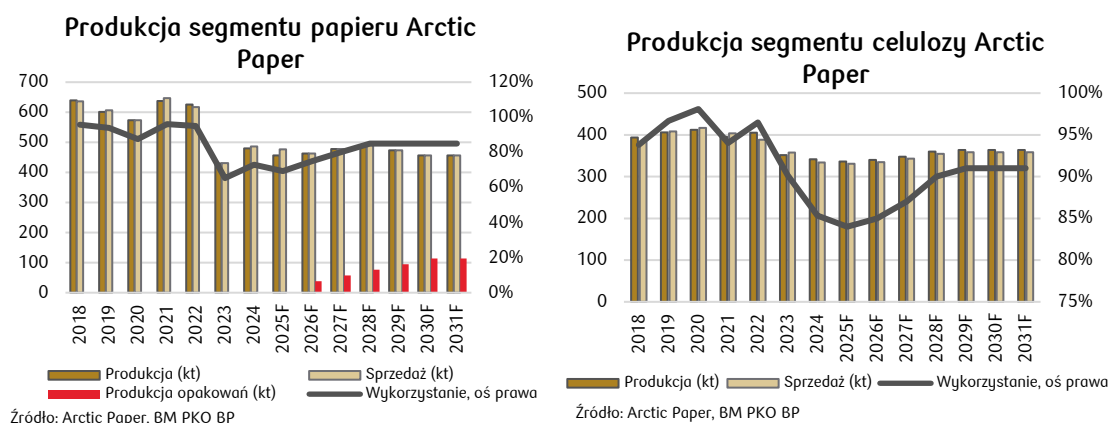
W 2024 r. europejska produkcja UWF wyniosła 5,2 mln ton, z czego za 91% odpowiadało 10 największych producentów. Udział Arctic Paper w europejskim rynku UWF wzrósł z 6% w 2021 r. do 7% w 2024 r.



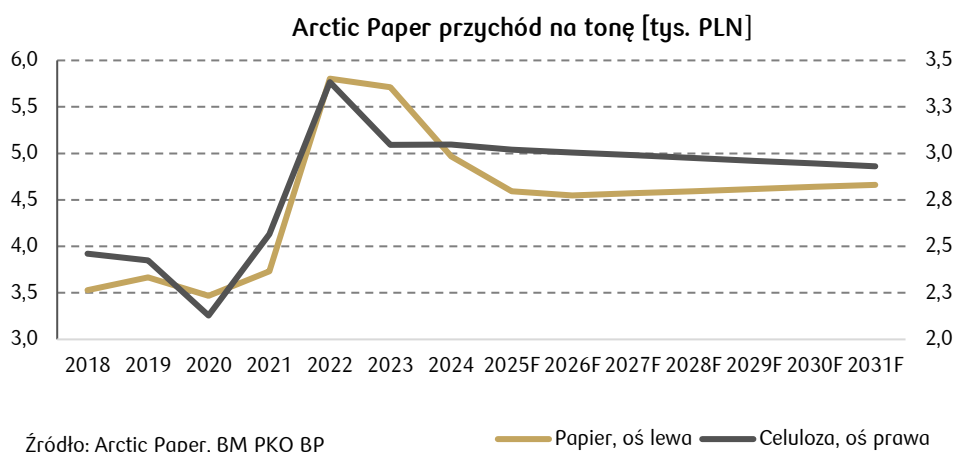
DANE FINANSOWE I PROGNOZY

Moce produkcyjne Arctic Paper wynoszą ok. 670 tys. ton w segmencie papieru, natomiast w segmencie celulozy ok. 400 tys. ton w zależności od roku i harmonogramów remontów. Produkcja papieru opakowaniowego, która obecnie wynosi 18-20 tys. ton, powinna podwoić się w 2026P r., plany zarządu przewidują bowiem stopniowe osiągnięcie poziomu 120 tys. ton do 2030P r. (18% udziału w miksie segmentu papieru). Przy zmniejszonych nakładach inwestycyjnych i kurczącym się popycie na papier uwolnione moce produkcyjne zostaną przekierowane na generujący wyższe marże papier opakowaniowy (spodziewamy się, że w latach 2028-2031 marża EBITDA na papierze opakowaniowym wyniesie 12% w porównaniu do 5,5% na papierze graficznym i drukarskim) bez ogólnego zwiększenia mocy produkcyjnych papieru.

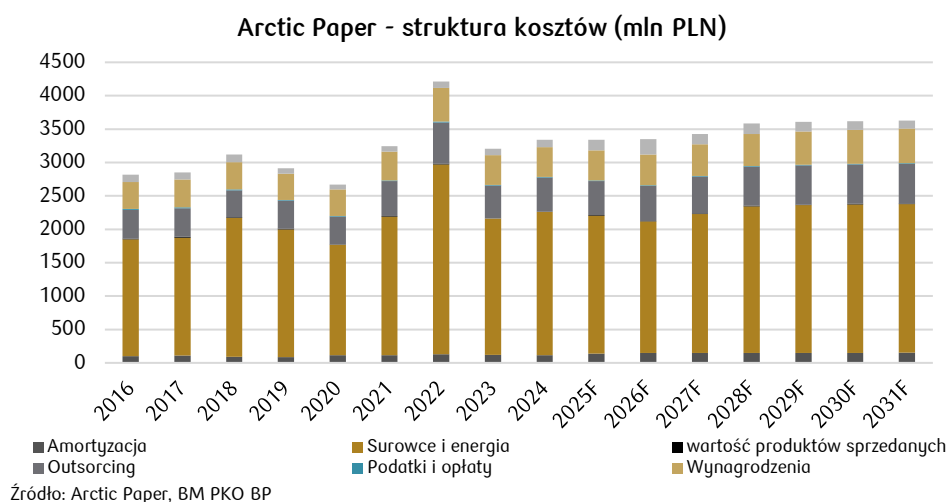
Naszym zdaniem, dzięki ograniczeniom mocy produkcyjnych w Europie wykorzystanie mocy produkcyjnych Arctic Paper ustabilizuje się na poziomie ok. 85% w papierze graficznym i drukarskim od 2028P r., a wykorzystanie mocy produkcyjnych papieru opakowaniowego sięgnie ok. 95%. Począwszy od 2026 r., rozpoczęta produkcja pelletu (50 tys. ton, 20-30 mln SEK EBITDA) i tacek papierowych (100 mln sztuk, ok. 75 mln PLN przychodów przy pełnej wydajności) powinna pomóc zdywersyfikować przychody, choć jej udział w krótkim terminie pozostanie mało istotny.



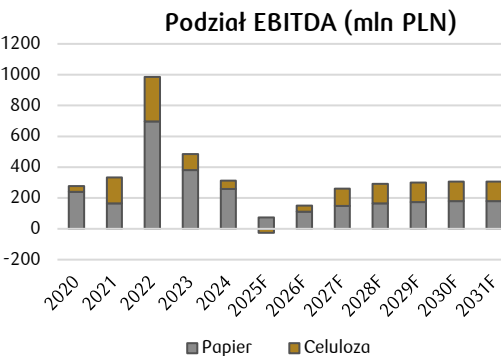
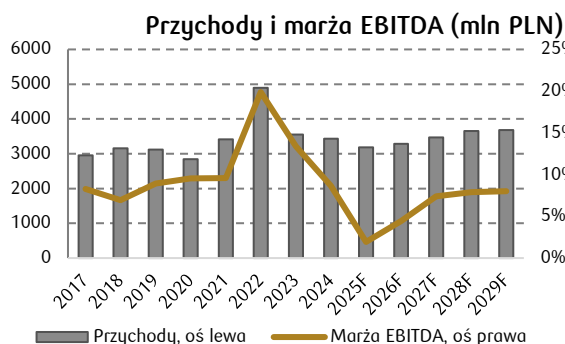
Oczekujemy, że ceny papieru ustabilizują się po 2026 r. na poziomie ok. 4,6 tys. PLN/t, a ceny celulozy w Rottneros powinny utrzymać się na poziomie ok. 3 tys. PLN/t, odpowiednio 10% i 0,2% poniżej średnich z lat 2020-2024. Presja cenowa w segmencie papieru się utrzyma.



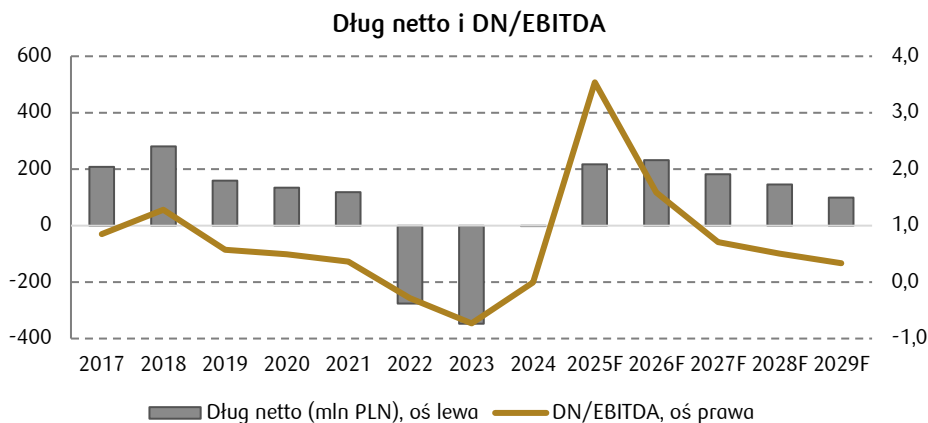
W strukturze kosztów dominują surowce i energia (60%), przy czym ta ostatnia odpowiada za ok. 12% ich całości. Do innych dużych pozycji kosztowych należą usługi zewnętrzne (15%) i wynagrodzenia (13%). Koszty amortyzacji (3,5%) i inne (3,2%) są stosunkowo niewielkie. Kluczowym kosztem w zakresie surowców jest celuloza (30% kosztów operacyjnych, głównie celuloza BHKP) i drewno celulozowe (15% kosztów operacyjnych). Grupa ma krótką pozycję w celulozie BHKP (kluczowy koszt dla Arctic Paper), natomiast posiada długą pozycję w celulozie NBSK (kluczowe źródło przychodów Rottneros). Mimo, że segment celulozowy teoretycznie powinien stanowić częściowo naturalne zabezpieczenie, grupa nie jest w stanie równoważyć cyklicznych wstrząsów.



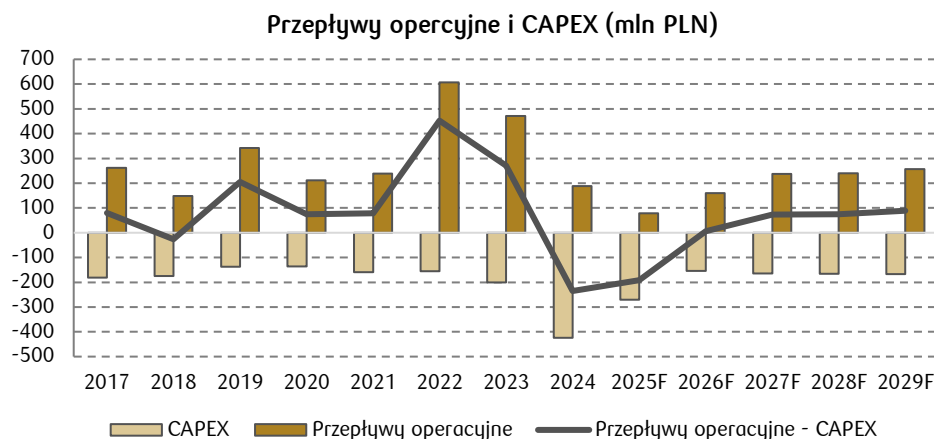
Uważamy, że trudna sytuacja na rynku papieru utrzyma się w latach 2025-2026, a niewielka poprawa marży w 2026 r. będzie pochodną stopniowej poprawy popytu i normalizacji równowagi między podażą a popytem. Po 2027 r. prognozujemy CAGR przychodów spółki na poziomie 1,7% (2027-2031P) przy marży EBITDA wynoszącej średnio 7-8%, nieco poniżej historycznych poziomów (z wyłączeniem ponadnormatywnych zysków w latach 2022-2023). Do głównych motorów tej sytuacji zaliczamy: 1) dalsze ograniczenia europejskich mocy produkcyjnych papieru UWF i CWF, 2) normalizacja kosztów szwedzkiego drewna celulozowego, 3) przejście na tańszą celulozę liściastą w miksie produkcji papieru (wzrost udziału celulozy liściastej z 80% do 90%), 4) nowe źródła przychodów (opakowania, pellet, tacki) i 5) zwiększoną samowystarczalność w zakresie energii.



Słabe wyniki za 2025 r. wpłyną na zwiększenie się dźwigni finansowej. Dług netto na koniec 2025 r. powinien wynieść 218 mln PLN, przy wskaźniku DN/EBITDA na poziomie 3,5x, co zwiększa ryzyko naruszenia kowenantów. CAPEX na 2025 rok w wysokości 270 mln PLN pozwoli zakończyć prowadzone projekty. CAPEX na następne dwa lata zostanie ograniczony do 150-160 mln PLN rocznie, pozwalając spółce skoncentrować się wyłącznie na pracach konserwacyjnych i redukcji zadłużenia.

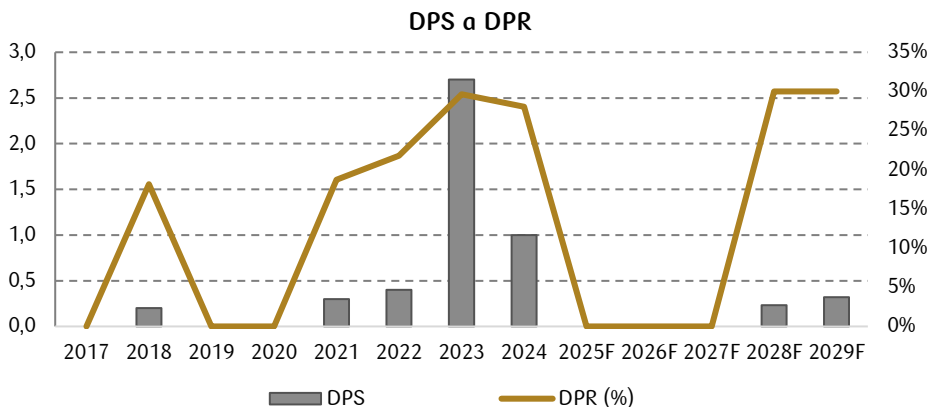


Źródło: Arctic Paper, BM PKO BP



Źródło: Arctic Paper, BM PKO BP

Historycznie polityka dywidendowa zakładała wskaźnik wypłaty dywidendy na poziomie 20-40% (DPR), ale zarząd nie wypłacił już dywidendy z zysków za 2024 r. i prawdopodobnie postąpi tak samo w dwóch kolejnych latach. Po okresie normalizacji oczekujemy wznowienia wypłat na poziomie 30% DPR, ponieważ spodziewamy się, że spółka częściowo powróci do wstrzymanych inwestycji.



Źródło: Arctic Paper, BM PKO BP

CZYNNIKI RYZYKA

- Szybsza niż oczekiwano normalizacja wyników dzięki spadkowi cen drewna papierniczego i cięciom mocy produkcyjnych, które przywrócą równowagę podaży i popytu.
- Rosnąca cena celulozy BHKP, spadająca cena celulozy NBSK.
- Kurczenie się europejskiego rynku papieru może przyspieszyć w porównaniu z poprzednimi latami, co może mieć wpływ nie tylko na producentów generujących wysokie koszty, ale także na Arctic Paper.
- Ryzyko walutowe: Brak strategii hedgingowej; dalsza słabość USD względem PLN i SEK oraz umocnienie się PLN względem EUR może prowadzić do erozji wyników.
- Brak integracji pionowej – krótka pozycja netto w segmencie celulozy, ekspozycja na rosnące koszty drewna iglastego.
- Presja inflacyjna – wyższe wynagrodzenia i koszty usług, przy inflacji w Polsce przewyższającej inne kraje, mogą osłabić konkurencyjność.
- Ryzyko alokacji kapitału – przeinwestowanie w projekty dywersyfikacyjne o potencjalnie niskim ROE.
- Ryzyko skali związane z segmentem opakowaniowym – ograniczona konkurencyjność w segmencie opakowań; ryzyko zastąpienia ich tańszymi jednomateriałowymi tworzywami sztucznymi które ograniczają negatywny wpływ na środowisko.
- Ryzyko dźwigni finansowej – rosnąca dźwignia finansowa i ryzyko naruszenia kowenantów.

STRUKTURA WŁASNOŚCI

Głównym akcjonariuszem spółki jest Thomas Onstad, który posiada 68,26% wszystkich wyemitowanych akcji (7,7% bezpośrednio i 59,7% pośrednio za pośrednictwem Nemus Holding). Pozostali akcjonariusze to głównie fundusze inwestycyjne i emerytalne. Żaden z nich nie posiada więcej niż 2% całkowitej liczby akcji.

WYCENA

Nasza wycena bazuje na modelu DCF. Model DCF złożony jest z dwóch faz. W fazie pierwszej w latach obrotowych 2025-2030 szczegółowo prognozujemy wszystkie kluczowe parametry potrzebne do wyceny spółki, a w szczególności KPI, wartość przychodów, koszty operacyjne i pozycje bilansowe.

Faza druga trwa od 2031P i zakładamy, że spółka będzie kontynuowała swoją działalność w nieskończoność. W drugiej fazie zakładamy stałą stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 0% rocznie. Używamy stopy dyskontującej opartej na WACC. Stopa wolna od ryzyka przyjęta jest na poziomie 5,5%, co odzwierciedla nasze oczekiwania dotyczące rentowności polskich 10-letnich obligacji rządowych. Beta jest założona na poziomie 1,3x. Premię za ryzyko rynkowe przyjęliśmy na poziomie 5,5%.

Model DCF

mln PLN	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2030F<
EBIT	-130,0	-1	110	140	146	152	
Stopa podatkowa	14%	20%	20%	20%	20%	20%	
NOPLAT	-112,0	-1	88	112	117	121	121
CAPEX	-270	-154	-164	-166	-167	-161	-151
Amortyzacja	138	147	148	149	150	151	151
Zmiany w kapitale obrotowym	49	9	-3	-24	-14	-3	-2
FCF	-196	2	69	70	85	108	120
WACC	10,7%	10,4%	10,4%	10,4%	10,6%	10,8%	
Współczynnik dyskonta		0,91	0,82	0,74	0,67	0,61	
DFCF		2	56	52	57	65	
Wzrost w fazie II	0%						
Suma DFCF - Faza I	233						
Suma DFCF - Faza II	674						
Wartość Firmy (EV)	907						
Dług netto	218						
Udziały mniejszości	153						
Wartość godziwa	536						
Liczba akcji (mln szt.)	69,3						
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2025	7,7						
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	8,3						
Cena bieżąca	9,3						
Oczekiwana stopa zwrotu	-11%						

Źródło: prognozy DM PKO BP

WACC							
	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2030P<
Stopa wolna od ryzyka	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Premia za ryzyko długu	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Stopa podatkowa	13,9%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Koszt kapitału własnego	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
Koszt długu	7,7%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Waga kapitału własnego	61,2%	58,3%	58,4%	59,6%	62,1%	66,4%	66,4%
Waga długu	38,8%	41,7%	41,6%	40,4%	37,9%	33,6%	33,6%
WACC	10,7%	10,4%	10,4%	10,4%	10,6%	10,8%	10,8%

Źródło: prognozy DM PKO BP

Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		-2,00%	-1,00%	0,0%	1,00%	2,00%
WACC	8,8%	8,1	9,2	10,7	12,5	14,8
	9,8%	7,2	8,2	9,4	10,8	12,6
	10,8%	6,5	7,3	8,3	9,5	10,9
	11,8%	5,9	6,6	7,4	8,4	9,6
	12,8%	5,3	5,9	6,7	7,5	8,5

Źródło: BM PKO BP

Wycena porównawcza

Spółka	Kapitalizacja	C/Z			EV/EBITDA			Stopa dywidendy
	PLN	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P	2025P
Billerud	8.398	24,8	13,5	11,3	6,1	5,1	4,8	4,0%
Cph Chemie & Papier	2.018	13,0	11,2	10,3	8,0	7,3	6,8	2,6%
Ence Energia y Celulosa	2.958	-	18,7	11,3	9,1	6,7	5,9	4,3%
International Paper	90.134	27,0	15,3	12,2	10,3	8,2	7,2	3,8%
Metsä Board	4.978	-	27,3	14,6	27,8	7,9	5,9	1,3%
Mayr-Melnhof	6.811	10,1	9,1	7,4	5,6	5,3	4,8	3,2%
Mondi	21.599	12,7	10,2	8,8	7,1	6,2	5,7	5,9%
Nordic Paper Holding	1.251	9,3	8,2	7,3	6,2	6,2	5,9	-
Norske Skog	629	-	-	29,1	6,6	8,2	6,3	0,0%
The Navigator Company	9.888	9,8	8,7	8,4	6,2	5,7	5,6	8,1%
Rottneros	339	-	-	-	-	-	-	-
Sappi	3.468	10,8	5,0	3,9	5,8	4,6	3,9	5,0%
SCA	34.199	24,7	20,3	18,2	14,6	12,8	11,9	2,5%
Stora Enso	32.387	22,4	13,5	10,5	10,2	8,0	7,1	2,7%
Suzano	43.779	5,7	7,3	5,9	6,2	5,1	4,8	4,3%
UPM	52.187	17,7	12,4	9,4	10,9	8,4	7,3	6,2%
Mediana		12,9	11,8	10,3	7,1	6,7	5,9	3,9%
Arctic Papier		-	-	14,8	16,5	7,0	3,8	0,0%
premia/dyskonto		-	-	43%	134%	4%	-35%	

Źródło: Bloomberg, BM PKO BP

Wskaźnik	2025P
EPS, GAAP (PLN)	-1.21
Przychody (mn PLN)	3180
Marża Brutto %	9.8%
EBIT (mn PLN)	-130
EBITDA (mn PLN)	62
Zysk netto, GAAP (mn PLN)	-84
Dług netto (mn PLN)	218
BPS (PLN)	19.8
DPS (PLN)	0
Rentowności kapitału własnego %	-6%
Wskaźnik rentowności aktywów %	-3%
Deprecjacja (mn PLN)	138
Amortyzacja (mn PLN)	0
Wolne przepływy pieniężne (mn PLN)	-196
CAPEX (mn PLN)	-270

Źródło: PKO BP securities

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	2.847	3.413	4.894	3.549	3.435	3.180	3.283	3.467	3.656
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	2.306	2.705	3.483	2.803	2.846	2.867	2.869	2.924	3.057
Zysk brutto ze sprzedaży	542	708	1.411	746	589	313	414	544	599
EBITDA	271	328	974	475	298	62	146	257	288
Zysk z działalności operacyjnej	158	245	843	357	184	-130	-1	110	140
Saldo działalności finansowej	-36	-21	85	-17	8	-27	-21	-23	-22
Zysk przed opodatkowaniem	122	223	928	340	192	-157	-22	86	118
Podatek dochodowy	19	47	171	69	31	-22	-4	17	24
Zyski (straty) mniejszości	-7	49	126	25	7	-51	-11	15	20
Zysk (strata) netto	111	127	631	247	154	-84	-7	54	74
Bilans	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa Trwałe	1.195	1.302	1.372	1.292	1.492	1.625	1.632	1.648	1.665
Wartości niematerialne i prawne	43	57	64	58	38	38	38	38	38
Rzeczowe aktywa trwałe	1.085	1.155	1.125	1.166	1.419	1.551	1.558	1.575	1.592
Inwestycje	24	60	163	50	16	16	16	16	16
Pozostałe aktywa długoterminowe	42	30	20	18	19	19	19	19	19
Aktywa Obrotowe	942	1.088	1.883	1.431	1.265	1.138	1.170	1.248	1.302
Zapasy	365	403	601	445	495	477	479	492	508
Należności	298	403	503	415	429	417	407	425	449
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	24	114	296	70	53	53	53	53	53
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	256	168	482	500	288	191	230	277	292
Aktywa razem	2.137	2.389	3.254	2.723	2.757	2.763	2.801	2.896	2.968
Kapitał Własny	750	912	1.588	1.443	1.455	1.371	1.365	1.419	1.477
Kapitały mniejszości	283	331	465	358	313	262	251	266	287
Zobowiązania	1.104	1.146	1.202	921	988	1.129	1.185	1.211	1.205
Zobowiązania długoterminowe	465	424	395	280	376	437	474	473	457
Kredyty i pożyczki	241	190	162	104	225	286	324	322	307
Zobowiązania handlowe i pozostałe	223	234	233	176	151	151	151	151	151
Zobowiązania krótkoterminowe	639	722	807	642	613	693	711	738	747
Kredyty i pożyczki	148	97	43	49	61	123	139	138	131
Pozostałe rezerwy	11	4	55	29	18	18	18	18	18
Zaliczki	99	114	148	114	106	106	106	106	106
Zobowiązania handlowe i pozostałe	379	507	551	448	427	446	448	476	492
Pasywa razem	2.137	2.389	3.254	2.723	2.757	2.763	2.801	2.896	2.968
Rachunek Przepływów Pieniężnych	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	211	238	607	471	188	79	160	237	241
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-141	-160	-156	-147	-417	-270	-154	-164	-166
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-101	-162	-125	-289	23	-27	-21	-23	-38
Wskaźniki (%)	2020	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
ROE	16,4%	15,3%	50,5%	16,3%	10,7%	-5,9%	-0,5%	3,9%	5,1%
Dług netto	134,0	119,1	-276,2	-347,5	-1,4	217,7	232,4	182,3	145,7

Źródło: prognozy DM PKO BP

KONTAKTY

Biurowe Analizy Rynkowych

Emil Łobodziński	(doradca inwestycyjny)	(022) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Konrad Maślankiewicz	(analityk)	(022) 521 52 04	konrad.maslankiewicz@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Alicja Marcinkiewicz	(przemysł)	(022) 521 79 17	alicja.marcinkiewicz@pkobp.pl

Biurowe Strategicznych Klientów Indywidualnych

Paweł Kodym	(dyrektor)	(022) 521 80 14	pawel.kodym@pkobp.pl
Michał Petruczeńko		(022) 521 79 69	michal.petruczenko@pkobp.pl
Ewa Kalinowska		(022) 521 79 88	ewa.kalinowska.2@pkobp.pl
Grzegorz Klepacki		(022) 521 78 76	grzegorz.klepacki@pkobp.pl
Joanna Makowska		(022) 342 99 34	joanna.makowska@pkobp.pl
Jacek Gaszewski		(022) 342 99 28	jacek.gaszewski@pkobp.pl
Ewald Wyszymirski		(022) 521 78 39	ewald.wyszymirski@pkobp.pl
Przemysław Lasota		(022) 580 33 14	przemyslaw.lasota@pkobp.pl
Tomasz Zabrocki		(022) 521 82 13	tomasz.zabrocki@pkobp.pl

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza rekomendacja (dalej: „Rekomendacja”) została opracowana przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego (dalej: „BM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującą), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyłącznie na potrzeby klientów BM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następnych dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Niniejsza rekomendacja została sporządzona na indywidualne zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., za wynagrodzeniem. Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. przysługują autorskie prawa tych raportów.

Ileokroć w rekomendacji mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się rekomendacja. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków BM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinii zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta.

Rekomendacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak BM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Rekomendacji były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. BM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchyla się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Rekomendacji. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należyłą starannością oraz rzetelnością. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Rekomendacji w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Rekomendacji. BM PKO BP może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Rekomendacji. Takie rekomendacje odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. BM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

BM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. BM PKO BP zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Niniejsza rekomendacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony BM PKO BP, Analitycy nie otrzymują żadnych innych świadczeń od Emitenta, ani innych osób trzecich za sporządzane rekomendacje. Analitycy sporządzający rekomendacje otrzymują wynagrodzenie zmienne, zależne pośrednio od wyników finansowych BM PKO BP, które mogą zależeć m.in. od wyniku osiągniętego przez BM PKO BP w zakresie świadczonych usług maklerskich.

BM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie BM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego”, jak również umową o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym przez BM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad BM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni
kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji
EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja BM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modele zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

Rekomendacje stosowane przez BM PKO BP

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacji może zostać nadany status „W TRAKCIE REWIZJI”, który oznacza, że na skutek nieoczekiwanego zdarzenia wydana rekomendacja przestaje obowiązywać, a BM PKO BP prowadzi badania inwestycyjne, zmierzające do jej aktualizacji. Efektem badań inwestycyjnych będzie wydanie nowej rekomendacji.

Rekomendacji może zostać nadany status „ZAWIESZONA”, który oznacza, że BM PKO BP wstrzymał prowadzenie Badań inwestycyjnych. Po wznowieniu Badań inwestycyjnych aktualna staje się ostatnio wydana Rekomendacja.

Rekomendacje wydawane przez BM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. BM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

Podmioty powiązane z BM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). BM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

BM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
Arctic Paper	1: NIE, 2: NIE, 3: NIE, 4: NIE, 5: NIE, 6: NIE, 7: NIE, 8: NIE, 9: NIE

Objaśnienia:

1. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
2. BM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
3. BM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
4. BM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
5. BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
6. BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
7. PKO BP posiada pozycję długą netto przekraczającą 0,5% kapitału zakładowego emitenta.
8. PKO BP posiada pozycję krótką netto przekraczającą 0,5% kapitału zakładowego emitenta.
9. Pracownicy zaangażowani w pracę nad rekomendacją posiadają pozycję długą netto lub pozycję krótką netto przekraczającą 0,5% kapitału zakładowego emitenta.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z BM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Rekomendacji.

Ujawnienia

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

Pozostałe ujawnienia

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

W BM PKO BP obowiązują regulacje wewnętrzne służące zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne oraz ograniczenia w zakresie przepływu informacji uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami BM PKO BP, w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji, w szczególności wdrożona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna BM PKO BP zapewnia rozdzielanie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy BM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym

niniejszą rekomendację a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania.

Data i godzina podana na pierwszej stronie raportu jest datą i godziną zakończenia sporządzenia rekomendacji.

Data pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji jest tożsama z datą podaną na pierwszej stronie raportu. Godzina pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji to 7:40.

Ilekcć w treści rekomendacji podaje się cenę instrumentu finansowego, należy przyjąć, że jest to cena z poprzedniego dnia notowań, z godziny 17:58.

Poniżej wykaz wszystkich rekomendacji sporządzonych przez BM PKO BP w okresie ostatnich 12 miesięcy w ramach „Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 5.0”:

Spółka	Rekomendacja	Data rekomendacji	Cena docelowa	Cena odnośna*	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E			EV/EBITDA			Analityk
						2024	2025P	2026P	2024	2025P	2026P	
Oponeo	Buy	25.08.2025	120,00	92,40	1006,7	8,9	11,6	9,8	6,3	7,7	5,8	Piotr Łopaciuk
Text	Hold	10.09.2025	57,00	53,45	136 7,33	11,2	11,3	11,4	6,4	8,2	8,2	Andrzej Rembelski
Ryv Therapeutics	Buy	10.09.2025	34	28,40	653,2	40,2	20,3	18,9	11,9	7,4	6,8	Dawid Górzyński
Arctic Paper	Sell	11.09.2025	8,3	9,31	645,1	9,2	nm	nm	4,1	16,5	7,0	Alicja Marcinkiewicz

*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu