

Wciąż ciężko

Po lepszych od oczekiwań wynikach w segmencie papieru w 3Q25 (dzięki niższym kosztom G&A oraz spadkowi cen celulozy BHKP) podnosimy nasze prognozy EBITDA do 102 mln PLN (różn. +65%) i 184 mln PLN (różn. +26%) dla FY25 i FY26. Jednak po aktualizacji wytycznych zarządu, podnosimy nasze założenia CAPEXu do 289 mln PLN w 2025P i 180 mln PLN w 2026P, co równoważy rewizję wyników. W efekcie podtrzymujemy cenę docelową na poziomie 8,3 PLN i podnosimy rekomendację ze SPRZEDAJ do TRZYMAJ po ostatnim osłabieniu się kursu. Wysokie koszty zmienne, presja na ceny papieru oraz niska stopa zwrotu FCF prawdopodobnie się utrzymają, jednak przy obecnym kursie akcji profil ryzyka do zysku pozostaje zrównoważony, wspierany przez trwające działania oszczędnościowe.

Brak zmian w otoczeniu branżowym

Nie spodziewamy się istotnych zmian w otoczeniu operacyjnym spółki. Konsumpcja papieru powinna pozostać słaba w 2026 r., przy utrzymującej się presji cenowej wspieranej przez azjatycki import, który dumpinguje europejskie ceny o 100–150 USD/t. Stopniowa poprawa wyników Arctic Paper będzie wynikała z wdrażania inicjatyw oszczędnościowych (ok. 40–60 mln PLN w 2026 r.). Zwracamy uwagę, że koszty G&A spadły o 26% q/q w 3Q25, choć w 4Q25 oczekiwane jest lekkie odbicie. Ograniczenia produkcji i tymczasowe przestoje w branży powinny pomóc ustabilizować nadpodaż papieru, choć dotychczasowe działania pozostają niewystarczające, by istotnie odbudować marże w segmencie papieru.

Silniejszy papier, słaba celuloza

W 3Q25 segment papieru pozytywnie zaskoczył – wzrost wolumenów (+8% q/q i +15% y/y), niższe koszty G&A oraz niższe ceny celulozy BHKP zrównoważyły spadek cen papieru (–4% q/q, –11% y/y). Ceny BHKP powinny odbić o ok. 5% w 4Q25, co przełoży się na wyniki 1Q26. Presja cenowa na papier prawdopodobnie utrzyma się w średnim terminie, z oczekiwanym dalszym spadkiem o 1–2% w 4Q25. Segment celulozy odnotował nieco słabszy od oczekiwań wynik EBITDA (–21 mln SEK vs. –18 mln SEK) w 3Q25, częściowo skompensowany na poziomie grupy (ok. 4,5 mln PLN) przez rozliczenie kosztów nabycia akcji. Ceny celulozy NBSK powinny lekko wzrosnąć w 4Q25, jednak niekorzystne kursy walutowe (słaby USD/SEK) i wysokie koszty drewna będą nadal obciążać wyniki.

Spółka godziwie wyceniona przy 2026P EV/EBITDA 4,9x

Arctic Paper handluje się przy 2026P EV/EBITDA 4,9x, co oznacza 32% dyskonto względem peersów. Uważamy, że dyskonto to jest uzasadnione ze względu na: 1) brak integracji z produkcją surowców; 2) niską dywersyfikację produktową; 3) niskie prognozowane FCF yield w latach FY25–FY26 (odpowiednio –31% i 1%); 4) rosnącą dźwignię finansową.

mln PLN	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	3 549	3 435	3 205	3 261	3 444
EBITDA	475	298	102	184	249
EBIT	357	184	-88	41	104
Zysk netto	247	154	-47	18	51
P/E	5,4	9,2	nm	31,4	11,1
P/BV	0,9	1,0	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	2,8	4,0	8,7	4,9	3,6
EPS	3,57	2,23	-0,68	0,26	0,73
DPS	2,70	1,00	0,00	0,00	0,00
FCF	278	-234	-176	7	37
CAPEX	200	424	289	180	191

Źródło: Spółka, BM PKO BP

Data publikacji

12 listopada 2025, 07:59

Informacje

Kurs akcji (PLN)	8,10
Upside	2%
Liczba akcji (mln)	69,29
Kapitalizacja (mln PLN)	561
Free float	32%
Free float (mln PLN)	178
Free float (mln USD)	49
EV 2025 (mln PLN)	887
Dług netto 2025 (mln PLN)	202

Tickery

Bloomberg	ATC PW Equity
Reuters	ATC.WA

Ranking ESG

ESG	6,6/ 10
-----	---------

Dywidenda

Stopa dywidendy	0,0%
Ex-div	-

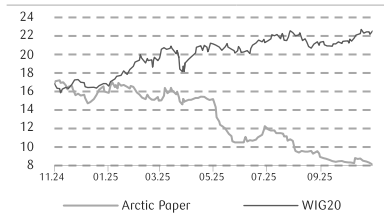
Główni akcjonariusze

Thomas Onstad	68,3%
-	-
-	-
-	-

Poprzednie rekomendacje

Sprzedaj	11.09.25	8,30
Kupuj	14.12.23	26,7

Kurs akcji



1m 6m 12m	-4% -47% -51%
Min Max 52 tyg. (PLN)	8,1 17,2
Średni dzienny obrót (mln PLN)	0,68

Analityk

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

Adres:

BM PKO BP
ul. Świętokrzyska 36
00-116 Warszawa

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	-88	41	104	137	141	145	
wzrost r/r EBIT	-	-	151,2%	32,2%	3,2%	2,3%	
marża EBIT	-2,7%	1,3%	3,0%	3,8%	3,9%	3,9%	
Stopa podatkowa	19%	20%	20%	20%	20%	20%	
NOPLAT	-71	33	83	110	113	116	116
CAPEX	-289	-180	-191	-193	-195	-178	-156
Amortyzacja	136	143	145	148	151	154	156
Zmiany w kapitale obrotowym	47	11	0	-24	-14	-3	-2
FCF	-176	7	37	41	55	89	114
WACC	10,4%	10,2%	10,1%	10,1%	10,1%	10,3%	
Współczynnik dyskonta	0,00	0,91	0,82	0,75	0,68	0,62	
DFCF	0	6	31	30	37	55	
Wzrost w fazie II	0,0%						
Suma DFCF - Faza I	159						
Suma DFCF - Faza II	685						
Wartość Firmy (EV)	844						
Dług netto	202						
Udziały mniejszości	124						
Wartość godziwa	518						
Liczba akcji (mln szt.)	69,3						
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2025	7,5						
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	8,3						
Cena bieżąca	8,1						
Oczekiwana stopa zwrotu	2%						

Źródło: prognozy BM PKO BP

WACC

	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2030F<
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	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
Premia za ryzyko długu	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Stopa podatkowa	19,3%	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	7,3%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Waga kapitału własnego	58,7%	55,7%	54,0%	53,4%	53,9%	56,3%	56,3%
Waga długu	41,3%	44,3%	46,0%	46,6%	46,1%	43,7%	43,7%
WACC	10,4%	10,2%	10,1%	10,1%	10,1%	10,3%	10,3%

Źródło: prognozy BM PKO BP

Analiza wrażliwości

		Wzrost w fazie II				
		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%
WACC	8,3%	8,1	9,3	10,9	13,0	15,6
	9,3%	7,1	8,2	9,5	11,1	13,1
	10,3%	6,3	7,2	8,3	9,6	11,2
	11,3%	5,6	6,4	7,3	8,4	9,7
	12,3%	5,1	5,7	6,5	7,4	8,5

Źródło: BM PKO BP

Wycena porównawcza

Wycena porównawcza								
	Kapitalizacja	P/E			EV/EBITDA			Stopa dywidendy
Spółka	PLN	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P	2025P
Billerud	8 683	24,9	14,2	11,1	6,6	5,4	4,9	4%
Cph Chemie & Papier	1 858	12,1	10,3	9,5	7,3	6,7	6,2	3%
Ence Energia y Celulosa	2 630	-	40,7	12,2	10,7	7,5	5,7	4%
International Paper	74 345	69,4	16,1	11,7	10,2	8,0	6,8	5%
Metsä Board	4 658	-	48,7	16,7	48,6	9,3	6,3	2%
Mayr-Melnhof	6 182	7,9	9,0	8,7	5,1	5,2	4,8	3%
Mondi	17 956	14,5	12,7	9,1	7,3	6,8	5,9	5%
Norske Skog	451	6,7	-	-	7,3	9,4	6,9	0%
The Navigator Company	9 173	9,8	9,4	8,6	6,3	6,1	5,8	8%
Rottneros	268	-	-	-	-	-	-	-
Sappi	2 875	10,4	5,9	3,9	5,5	4,7	3,9	4%
SCA	34 593	25,7	21,6	19,1	15,1	13,3	12,3	2%
Stora Enso	35 111	23,9	17,0	12,9	10,0	8,1	7,2	2%
Suzano	40 803	4,6	7,1	5,9	5,9	5,1	4,7	5%
UPM	53 989	20,2	14,3	10,5	11,9	9,2	7,9	6%
Mediana		13,3	14,2	10,5	7,3	7,2	6,1	4%
Arctic Papier		-	31,4	11,1	8,7	4,9	3,6	0%
premia/dyskonto	-		121%	5%	19%	-32%	-41%	

Źródło: Bloomberg, BM PKO BP

Wskaźnik	2025P
EPS, GAAP (PLN)	-0,68
Przychody (mn PLN)	3 205
Marża Brutto %	11%
EBIT (mn PLN)	-88
EBITDA (mn PLN)	102
Zysk netto, GAAP (mn PLN)	-47
Dług netto (mn PLN)	202
BPS (PLN)	20,33
DPS (PLN)	0,00
Rentowności kapitału własnego %	-3,3%
Wskaźnik rentowności aktywów %	-1,7%
Deprecjacja (mn PLN)	136
Amortyzacja (mn PLN)	0
Wolne przepływy pieniężne (mn PLN)	-176
CAPEX (mn PLN)	-289

Źródło: BM PKO BP

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów	3 413	4 894	3 549	3 435	3 205	3 261	3 444	3 630
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	2 705	3 483	2 803	2 846	2 851	2 812	2 913	3 041
Zysk brutto ze sprzedaży	708	1 411	746	589	354	449	531	589
EBITDA	328	974	475	298	102	184	249	285
Zysk z działalności operacyjnej	245	843	357	184	-88	41	104	137
Saldo działalności finansowej	-21	85	-17	8	-34	-28	-27	-28
Zysk przed opodatkowaniem	223	928	340	192	-122	14	77	109
Podatek dochodowy	47	171	69	31	-24	3	15	22
Zyski (straty) mniejszości	49	126	25	7	-51	-7	11	19
Zysk (strata) netto	127	631	247	154	-47	18	51	68

Bilans	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa Trwałe	1 302	1 372	1 292	1 492	1 645	1 682	1 728	1 773
Wartości niematerialne i prawne	57	64	58	38	38	38	38	38
Rzeczowe aktywa trwałe	1 155	1 125	1 166	1 419	1 572	1 609	1 655	1 700
Inwestycje	60	163	50	16	16	16	16	16
Pozostałe aktywa długoterminowe	30	20	18	19	19	19	19	19
Aktywa Obrotowe	1 088	1 883	1 431	1 265	1 140	1 162	1 237	1 295
Zapasy	403	601	445	495	476	473	486	506
Należności	403	503	415	429	418	407	422	446
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	114	296	70	53	53	53	53	53
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	168	482	500	288	192	228	275	290
Aktywa razem	2 389	3 254	2 723	2 757	2 785	2 845	2 966	3 068
Kapitał Własny	912	1 588	1 443	1 455	1 408	1 426	1 477	1 530
Kapitały mniejszości	331	465	358	313	262	255	266	285
Zobowiązania	1 146	1 202	921	988	1 114	1 163	1 223	1 253
Zobowiązania długoterminowe	424	395	280	376	427	463	485	493
Kredyty i pożyczki	190	162	104	225	276	312	334	342
Zobowiązania handlowe i pozostałe	234	233	176	151	151	151	151	151
Zobowiązania krótkoterminowe	722	807	642	613	687	700	738	760
Kredyty i pożyczki	97	43	49	61	118	134	143	147
Pozostałe rezerwy	4	55	29	18	18	18	18	18
Zaliczki	114	148	114	106	106	106	106	106
Zobowiązania handlowe i pozostałe	507	551	448	427	445	442	471	489
Pasywa razem	2 389	3 254	2 723	2 757	2 785	2 845	2 966	3 068

Rachunek Przepływów Pieniężnych	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	238	607	471	188	119	192	234	239
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-160	-156	-147	-417	-289	-180	-191	-193
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-162	-125	-289	23	-34	-28	-27	-43

Wskaźniki	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
ROE	15,3%	50,5%	16,3%	10,7%	-3,3%	1,3%	3,5%	4,6%
Dług netto	119	-276	-348	-1	202	218	202	199

KONTAKTY

Kamil Kliszcz	(Zastępca Dyrektora BM)	(+48 22) 521 79 43 / +48 667 770 837	kamil.kliszcz@pkobp.pl
Biuro Analiz Rynkowych			
Piotr Zybała	(Dyrektor Biura, sektor budowlany, sektor deweloperski)	(+48 22) 521 53 91 / +48 883 370 284	piotr.zybala@pkobp.pl
Jaromir Szortyka	(banki, ubezpieczyciele, sektor finansowy)	(+48 22) 521 48 12 / +48 883 370 529	jaromir.szortyka@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk	(e-commerce, sektor detaliu, sektor gier)	(+48 22) 521 51 56 / +48 666 820 350	piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Robert Brzoza	(energetyka, IT)	(+48 22) 521 79 03 / +48 696 406 592	robert.brzoza@pkobp.pl
Andrzej Rembelski	(sektor paliwowy, sektor wydobywczy, sektor chemiczny)	(+48 22) 521 79 41 / +48 666 820 870	andrzej.rembelski@pkobp.pl
Adam Milewicz	(sektor ochrony zdrowia, telekomunikacja)	(+48 22) 580 39 47 / +48 721 204 453	adam.milewicz@pkobp.pl
Dawid Górzyński	(sektor paliwowy, sektor wydobywczy, sektor chemiczny)	(+48 22) 521 97 69 / +48 696 407 498	dawid.gorzynski@pkobp.pl
Alicja Marcinkiewicz	(przemysł)	(+48 22) 521 79 17 / +48 785 065 451	alicja.marcinkiewicz@pkobp.pl
Zespół Doradztwa Inwestycyjnego i Analiz Technicznych			
Emil Łobodziński	(Doradca Inwestycyjny)	(+48 22) 521 89 13 / +48 721 200 704	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Konrad Maślankiewicz	(analityk)	(+48 22) 521 52 04 / +48 666 823 851	konrad.maslankiewicz@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(+48 22) 521 65 73 / +48 785 065 547	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(+48 22) 521 79 10 / +48 785 065 545	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Biuro Klientów Instytucjonalnych			
Krzysztof Kubacki	(head of sales trading)	(+48 22) 521 91 33 / +48 666 820 377	krzysztof.kubacki@pkobp.pl
Krzysztof Bodek	(sales trader)	(+48 22) 521 91 40 / +48 785 065 359	krzysztof.bodek@pkobp.pl
Marcin Borciuch	(sales trader)	(+48 22) 521 82 12 / +48 696 406 323	marcin.borciuch@pkobp.pl
Igor Szczepaniec	(sales trader)	(+48 22) 521 65 41 / +48 887 060 866	igor.szczepaniec@pkobp.pl
Szymon Kubka	(sales)	(+48 22) 521 82 10 / +48 668 833 824	szymon.kubka@pkobp.pl
Bartosz Orzechowski	(sales)	(+48 22) 521 82 14 / +48 723 674 106	bartosz.orzechowski@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: Rekomendującego), 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 uchyła 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

Zastrzeżenia

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. Modelem 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.

W ciągu 12 ostatnich miesięcy BM PKO BP wydał:

Rekomendacja:	Liczba rekomendacji:
Kupuj	40 (38%)
Trzymaj	24 (23%)
Sprzedaj	17 (16%)

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:
- 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.
 - BM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjną lub usługową.
 - BM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
 - BM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
 - BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
 - 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.
 - PKO BP posiada pozycję dług netto przekraczającą 0,5% kapitału zakładowego emitenta.
 - PKO BP posiada pozycję krótką netto przekraczającą 0,5% kapitału zakładowego emitenta.
 - Pracownicy zaangażowani w pracę nad rekomendacją posiadają pozycję dług 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.

Zastrzeżenia

Ujawnienia

Rekomendacja dotyczy Emitenta/Emitentów : Arctic Paper.

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 rozdzielenie 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.

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

Wykaz wszystkich rekomendacji sporządzonych przez BM PKO BP w okresie ostatnich 12 miesięcy zamieszczony jest w treści przekazywanego klientom materiału zatytułowanego „CEE Equity Daily”.

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	
Text	Hold	2025-09-10	57.00	53.20	1239.1	19.0	11.2	10.2	11.3	6.4	7.4	Andrzej Rembelski
Ryvu Therapeutics	Buy	2025-09-10	34.00	28.30	534.08	nm	nm	nm	-6.6	-4.3	-8.4	Dawid Górzyński
Arctic Paper	Sell	2025-09-11	8.3	8.93	561.2	9.2	nm	31.4	4.0	8.7	4.9	Alicja Marcinkiewicz
Selvita	Buy	2025-09-11	41	33.70	748.9	nm	nm	45.2	20.9	16.2	10.6	Dawid Górzyński
Arctic Paper	Hold	2025-11-12	8.3	8.10	561.2	9.2	nm	31.4	4.0	8.7	4.9	Alicja Marcinkiewicz

*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu