

# Arctic Paper

Przemysł

## Trzymaj, 6,30 PLN

Podtrzymana

## Marże cienkie jak papier

Arctic Paper nadal działa w trudnym otoczeniu rynkowym, na które składają się: 1) słaby popyt na papier, ograniczający możliwość przenoszenia wyższych kosztów surowców na odbiorców; 2) utrzymująca się presja ze strony kosztów zmiennych; 3) niekorzystne zmiany FX w segmencie celulozy; oraz 4) relatywnie wyższy wzrost ceny celulozy liściastej względem iglastej. W efekcie obniżamy nasze prognozy EBITDA do 89 mln PLN na 2026F (róż. -52%) oraz 192 mln PLN na 2027F (róż. -23%). W konsekwencji obniżamy cenę docelową do 6,3 PLN na akcję, jednocześnie podtrzymując rekomendację HOLD. Po ostatnim słabszym zachowaniu kursu akcji uważamy, że znaczna część negatywnych czynników została już uwzględniona w wycenie spółki.

Zarząd nadal nie obserwuje oznak ożywienia popytu na rynku papieru. Wykorzystanie mocy produkcyjnych w europejskich papierniach i zakładach opakowaniowych wynosi odpowiednio 60–65% oraz 70–80%. W naszej ocenie utrudni to wdrożenie zapowiadanych podwyżek cen papieru o 8–10% od 2Q26. Zakładamy, że faktyczne podwyżki wyniosą 4–5% w 2Q26 oraz ok. 3% w 3Q26 i będą służyć głównie ochronie marż. Zwracamy także uwagę na agresywną politykę sprzedażową spółki w 1Q26, która wspierała wolumeny (+10% r/r) kosztem cen – średnie ceny papieru spadły o 4% k/k i 10% r/r.

W segmencie papieru presja kosztowa prawdopodobnie utrzyma się z uwagi na wyższe ceny masy celulozowej BHKP, mającej największy udział w kosztach produkcji. Ceny BHKP wzrosły o 12,5% r/r w 1Q26 i naszym zdaniem pozostaną podwyższone również w 2Q26 (+7% r/r), po czym powinna nastąpić stabilizacja. Dodatkowo konflikt na Bliskim Wschodzie wywołał wzrost kosztów chemikaliów (stanowiących ok. 5–10% kosztów zmiennych) i energii w obu segmentach działalności.

W segmencie celulozy ceny szwedzkiego drewna do produkcji masy spadły o 7–9% kw/kw w 1Q26 i powinny dalej maleć, podczas gdy ceny celulozy NBSK wzrosły o 4,5% r/r przy spodziewanej dalszej stabilizacji. Część pozytywnego wpływu jest jednak niwelowana przez niekorzystne zmiany kursowe (USD/SEK QTD -4,4% r/r).

Priorytetem zarządu stała się ochrona przepływów pieniężnych. W związku z ograniczeniem planów inwestycyjnych obniżamy prognozę CAPEX na 2026F do 150 mln PLN i zakładamy, że w kolejnych latach pozostanie nieznacznie poniżej amortyzacji. Dodatkowo inwestycje w pellet powinny od 2027 roku generować ok. 60 mln SEK pozytywnego wpływu na EBITDA.

Arctic Paper jest obecnie wyceniany na 4,3x EV/EBITDA 2026F, z 32% dyskontem względem spółek porównywalnych. W naszej ocenie jest ono uzasadnione ograniczoną integracją pionową, strukturalną presją na popyt, niską generacją FCF (-32% 2026F FCF yield).

mIn PLN	2024	2025	2026P	2027P	2028P
Przychody	3 435	3 198	3 313	3 393	3 523
EBITDA	298	41	89	192	274
EBIT	184	-154	-50	51	133
Zysk netto	154	-100	-40	8	48
P/E	9,2	nm	nm	48,9	8,5
P/BV	1,0	0,6	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,0	20,3	9,3	4,3	2,8
EPS	2,23	-1,44	-0,58	0,12	0,70
DPS	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-234	-182	-146	30	93
CAPEX	424	301	150	140	141

Źródło: Spółka, BM PKO BP



Biuro Maklerskie

Data publikacji

02 czerwca 2026, 07:43

Informacje

Kurs akcji (PLN)	5,92
Upside	6%
Liczba akcji (mln)	69,29
Kapitalizacja (mln PLN)	410
Free float	32%
Free float (mln PLN)	130
Free float (mln USD)	36
EV 2026 (mln PLN)	829
Dług netto 2026 (mln PLN)	311

Tickery

Bloomberg	ATC PW Equity
Reuters	ATC.WA

Ranking ESG

ESG	- / 10
-----	--------

Dywidenda

Stopa dywidendy	0,0%
Ex-div	-

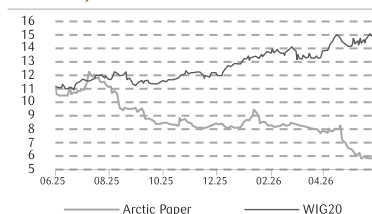
Główni akcjonariusze

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

Poprzednie rekomendacje

Trzymaj	12.11.25	8,30
Sprzedaj	11.09.25	8,30

Kurs akcji



1m | 6m | 12m -14% | -29% | -49%

Min | Max 52 tyg. (PLN) 5,8 | 12,3

Średni dzienny obrót (mln PLN) 0,54

Analityk

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

Adres:

BM PKO BP  
ul. Świętokrzyska 36  
00-116 Warszawa

## WYCENA

## Model DCF – Co się zmieniło?

- **Założenia WACC:** 1) stopa wolna od ryzyka w PL na poziomie 5.5% (bz.), 2) premia za ryzyko 5.0% (obniżona o 0.5 p.p.), 3) beta 1.3x (bz.).
- **Wyniki:** EBITDA obniżona o 52% w 2026P, 23% w 2027P oraz średnio o 5% w długim terminie z uwagi na: 1) utrzymujący się słaby popyt na papier; 2) ograniczona możliwość przenoszenia wyższych kosztów surowców na klientów; 3) utrzymująca się presja ze strony kosztów energii oraz surowców (celulozy w segmencie papieru oraz chemikaliów); 4) niekorzystne zmiany kursów walutowych w segmencie celulozy; oraz 4) niekorzystna relacja wzrostu cen celulozy liściastej do iglastej.
- Nakłady inwestycyjne zostały obniżone łącznie o 231 mln PLN w latach 2026–31F, w związku z ograniczeniem nowych inwestycji (2026 r. będzie okresem finalizacji wcześniej rozpoczętych projektów) oraz założeniem CAPEX-u w latach następnych nieznacznie poniżej poziomu amortyzacji.
- Kursy walutowe: USD/SEK i SEK/PLN w długim terminie odpowiednio na poziomie 9,21 i 0,40.

## PKO BP zmiany prognoz

PLN mn	FY26P			FY27P			FY28P		
	Nowy	Stary	% zm	Nowy	Stary	% zm	Nowy	Stary	% zm
Revenue	3,313	3,261	2%	3,393	3,444	-1%	3,523	3,630	-3%
EBITDA	89	184	-52%	192	249	-23%	274	285	-4%
EBIT	-50	41	-222%	51	104	-51%	133	137	-3%
Net profit	-40	18	-	8	51	-84%	48	68	-29%

Source: BM PKO BP, Bloomberg

Wskaźnik	2026P
EPS, GAAP (PLN)	-0.58
Przychody (mn PLN)	3,313
Marża Brutto %	10%
EBIT (mn PLN)	-50
EBITDA (mn PLN)	89
Zysk netto, GAAP (mn PLN)	-40
Dług netto (mn PLN)	311
BPS (PLN)	19.85
DPS (PLN)	0.00
Rentowności kapitału własnego %	-2.9%
Wskaźnik rentowności aktywów %	-1.4%
Amortyzacja (mn PLN)	139
Wolne przepływy pieniężne (mn PLN)	-146
CAPEX (mn PLN)	-150

Źródło: BM PKO BP

## Model DCF

mIn PLN	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2031F<
<b>EBIT</b>	<b>-50</b>	<b>51</b>	<b>133</b>	<b>132</b>	<b>132</b>	<b>105</b>	
wzrost r/r EBIT	-	-	162.9%	-0.6%	0.0%	-20.8%	
marża EBIT	-1.5%	1.5%	3.8%	3.7%	3.7%	2.9%	
Stopa podatkowa	20%	20%	20%	20%	20%	20%	
<b>NOPLAT</b>	<b>-40</b>	<b>40</b>	<b>106</b>	<b>106</b>	<b>106</b>	<b>84</b>	<b>84</b>
CAPEX	-150	-140	-141	-143	-146	-142	-142
Amortyzacja	139	141	141	141	141	142	142
Zmiany w kapitale obrotowym	-95	-12	-13	-10	-2	-1	-1
<b>FCF</b>	<b>-146</b>	<b>30</b>	<b>93</b>	<b>94</b>	<b>99</b>	<b>83</b>	<b>83</b>
WACC	9.3%	9.2%	9.3%	9.5%	9.7%	9.9%	
Współczynnik dyskonta	0.92	0.84	0.77	0.70	0.64	0.58	
<b>DFCF</b>	<b>-134</b>	<b>25</b>	<b>71</b>	<b>66</b>	<b>63</b>	<b>48</b>	
<b>Wzrost w fazie II</b>	<b>0.0%</b>						
Suma DFCF - Faza I	140						
Suma DFCF - Faza II	485						
<b>Wartość Firmy (EV)</b>	<b>625</b>						
Dług netto	147						
Udziały mniejszości	108						
<b>Wartość godziwa</b>	<b>370</b>						
Liczba akcji (mln szt.)	69.3						
Wartość godziwa na akcję na 31.12.2025	5.3						
<b>Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)</b>	<b>6.3</b>						
Cena bieżąca	5.9						
Oczekiwana stopa zwrotu	8%						

Źródło: prognozy BM PKO BP

**WACC**

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2031F<
Stopa wolna od ryzyka	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
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	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>12.0%</b>	<b>12.0%</b>	<b>12.0%</b>	<b>12.0%</b>	<b>12.0%</b>	<b>12.0%</b>	<b>12.0%</b>
<b>Koszt długu</b>	<b>7.2%</b>	<b>7.2%</b>	<b>7.2%</b>	<b>7.2%</b>	<b>7.2%</b>	<b>7.2%</b>	<b>7.2%</b>
Waga kapitału własnego	42.5%	41.0%	43.4%	46.8%	51.4%	56.1%	56.1%
Waga długu	57.5%	59.0%	56.6%	53.2%	48.6%	43.9%	43.9%
<b>WACC</b>	<b>9.2%</b>	<b>9.2%</b>	<b>9.3%</b>	<b>9.4%</b>	<b>9.7%</b>	<b>9.9%</b>	<b>9.9%</b>

Źródło: prognozy BM PKO BP

**Analiza wrażliwości ceny docelowej**

		Wzrost w fazie II				
		-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%
WACC	7.9%	6.1	7.1	8.4	10.0	12.2
	8.9%	5.4	6.2	7.2	8.5	10.1
	9.9%	4.8	5.5	6.3	7.3	8.6
	10.9%	4.3	4.8	5.5	6.4	7.4
	11.9%	3.8	4.3	4.9	5.6	6.5

Źródło: BM PKO BP

## Wycena porównawcza

Spółka	Kapitalizacja		P/E			EV/EBITDA			Stopa dywidendy
	PLN	2026P	2027P	2028P	2025P	2026P	2027P	2025P	
Billerud	6,004	91.7	13.5	10.6	6.5	4.7	4.3	4%	
Cph Chemie & Papier	1,614	10.6	9.6	9.1	6.4	5.9	5.6	3%	
Ence Energia y Celulosa	2,565	-	20.0	18.5	10.5	6.9	6.7	4%	
International Paper	64,345	24.3	12.8	10.8	8.6	6.6	6.2	5%	
Metsä Board	4,540	180.0	19.6	14.4	12.4	7.0	6.1	2%	
Mayr-Melnhof	6,731	12.3	9.2	7.5	5.7	5.1	4.6	3%	
Mondi	16,261	23.8	12.3	9.8	7.8	6.4	5.8	5%	
Norske Skog	1,471	11.6	15.2	8.2	6.3	4.9	5.9	0%	
The Navigator Company	10,302	14.3	10.7	8.0	7.8	6.6	6.3	8%	
Rottneros	241	-	-	-	-	-	-	-	
Sappi	1,663	-	6.8	2.8	9.3	4.7	4.0	4%	
SCA	28,245	27.3	20.0	18.1	15.0	12.2	11.6	2%	
Stora Enso	33,575	17.8	12.8	11.3	8.7	7.5	7.1	2%	
Suzano	38,193	6.3	6.7	7.1	5.4	4.8	4.8	5%	
UPM	56,118	15.7	12.3	11.2	10.0	8.5	8.0	6%	
<b>Mediana</b>		<b>16.7</b>	<b>12.5</b>	<b>10.2</b>	<b>8.2</b>	<b>6.5</b>	<b>6.0</b>	<b>4%</b>	
<b>Arctic Papier</b>		-	<b>47.9</b>	<b>8.3</b>	<b>9.2</b>	<b>4.3</b>	<b>2.7</b>	<b>0%</b>	
premia/dyskonto	-		282%	-18%	13%	-34%	-54%		

Źródło: Bloomberg, BM PKO BP

## Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2022	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materia	4 894	3 549	3 435	3 198	3 313	3 393	3 523	3 542
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	3 483	2 803	2 846	2 966	2 980	2 953	2 984	3 002
Zysk brutto ze sprzedaży	1 411	746	589	231	333	440	539	540
EBITDA	974	475	298	41	89	192	274	273
Zysk z działalności operacyjnej	843	357	184	-154	-50	51	133	132
Saldo działalności finansowej	85	-17	8	-57	-18	-33	-35	-31
Zysk przed opodatkowaniem	928	340	192	-211	-68	17	98	101
Podatek dochodowy	171	69	31	-36	-10	3	20	20
Zyski (straty) mniejszości	126	25	7	-76	-19	5	30	30
Zysk (strata) netto	631	247	154	-100	-40	8	48	51
<b>Bilans</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>
<b>Aktywa Trwałe</b>	<b>1 372</b>	<b>1 292</b>	<b>1 492</b>	<b>1 643</b>	<b>1 654</b>	<b>1 653</b>	<b>1 653</b>	<b>1 655</b>
Wartości niematerialne i prawne	64	58	38	78	78	78	78	78
Rzeczowe aktywa trwałe	1 125	1 166	1 419	1 528	1 539	1 537	1 538	1 539
Inwestycje	163	50	16	17	17	17	17	17
Pozostałe aktywa długoterminowe	20	18	19	20	20	20	20	20
<b>Aktywa Obrotowe</b>	<b>1 883</b>	<b>1 431</b>	<b>1 265</b>	<b>1 033</b>	<b>1 209</b>	<b>1 268</b>	<b>1 292</b>	<b>1 307</b>
Zapasy	601	445	495	444	497	504	504	508
Należności	503	415	429	368	410	423	436	445
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	296	70	53	70	70	70	70	70
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	482	500	288	152	232	271	282	283
<b>Aktywa razem</b>	<b>3 254</b>	<b>2 723</b>	<b>2 757</b>	<b>2 676</b>	<b>2 863</b>	<b>2 921</b>	<b>2 945</b>	<b>2 962</b>
<b>Kapitał Własny</b>	<b>1 588</b>	<b>1 443</b>	<b>1 455</b>	<b>1 416</b>	<b>1 375</b>	<b>1 384</b>	<b>1 432</b>	<b>1 483</b>
Kapitały mniejszości	465	358	313	282	263	269	299	329
<b>Zobowiązania</b>	<b>1 202</b>	<b>921</b>	<b>988</b>	<b>979</b>	<b>1 225</b>	<b>1 268</b>	<b>1 214</b>	<b>1 150</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>395</b>	<b>280</b>	<b>376</b>	<b>203</b>	<b>490</b>	<b>516</b>	<b>478</b>	<b>430</b>
Kredyty i pożyczki	162	104	225	93	380	405	367	320
Zobowiązania handlowe i pozostałe	233	176	151	110	110	110	110	110
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>807</b>	<b>642</b>	<b>613</b>	<b>776</b>	<b>734</b>	<b>753</b>	<b>737</b>	<b>720</b>
Kredyty i pożyczki	43	49	61	206	163	174	157	137
Pozostałe rezerwy	55	29	18	1	1	1	1	1
Zaliczki	148	114	106	115	115	115	115	115
Zobowiązania handlowe i pozostałe	551	448	427	455	456	463	464	467
<b>Pasywa razem</b>	<b>3 254</b>	<b>2 723</b>	<b>2 757</b>	<b>2 676</b>	<b>2 863</b>	<b>2 921</b>	<b>2 945</b>	<b>2 962</b>
<b>Rachunek Przepływów Pieniężnych</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	607	471	188	118	4	177	241	243
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-156	-147	-417	-302	-150	-140	-141	-143
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-125	-289	23	44	-18	-33	-35	-31
<b>Wskaźniki</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>
ROE	50,5%	16,3%	10,7%	-6,9%	-2,9%	0,6%	3,4%	3,5%
Dług netto	-276	-348	-1	147	311	308	243	173

## KONTAKTY

<b>Kamil Kliszcz</b>	<b>(Zastępca Dyrektora BM)</b>	<b>+48 667 770 837</b>	<b>kamil.kliszcz@pkobp.pl</b>
<b>Biuro Analiz Rynkowych</b>			
<b>Piotr Zybała</b>	<b>(Dyrektor Biura, sektor budowlany, sektor deweloperski)</b>	<b>+48 883 370 284</b>	<b>piotr.zybała@pkobp.pl</b>
Jaromir Szortyka	(banki, ubezpieczyciele, sektor finansowy)	+48 883 370 529	jaromir.szortyka@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk	(e-commerce, sektor detaliczny)	+48 666 820 350	piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Robert Brzoza	(banki, strategia)	+48 696 406 592	robert.brzoza@pkobp.pl
Andrzej Rembelski	(energetyka, IT)	+48 666 820 870	andrzej.rembelski@pkobp.pl
Adam Milewicz	(sektor paliwowy, sektor wydobywczy, sektor chemiczny)	+48 721 204 453	adam.milewicz@pkobp.pl
Dawid Górzyński	(sektor ochrony zdrowia, sektor telekomunikacyjny)	+48 696 407 498	dawid.gorzynski@pkobp.pl
Alicja Marcinkiewicz	(przemysł)	+48 785 065 451	alicja.marcinkiewicz@pkobp.pl
Paweł Mastalerz	(sektor gier)	+48 696 408 674	pawel.mastalerz@pkobp.pl
<b>Zespół Doradztwa Inwestycyjnego i Analiz Technicznych</b>			
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
<b>Biuro Klientów Instytucjonalnych</b>			
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 / +48 504 852 481	krzysztof.bodek@pkobp.pl
Igor Szczepaniec	(sales trader)	(+48 22) 521 65 41 / +48 887 060 866	igor.szczepaniec@pkobp.pl
Paweł Tofil	(sales trader)	(+48 22) 521 82 12 / +48 696 406 323	pawel.tofil@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

# Zastrzeżenia

## KONTAKTY

### Biuro Analiz 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

### Biuro 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 publikacja (dalej: „Publikacja”) została opracowana przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego (dalej: „BM PKO BP”), działający zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, wyłącznie na potrzeby klientów BM PKO BP.

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.

Publikacja została przygotowana z zachowaniem należytej staranności i rzetelności, jednak BM PKO BP nie gwarantuje, że informacje zawarte w Publikacji są w pełni dokładne i kompletne. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Publikacji.

BM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Niniejsza Publikacja 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.

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. 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.

## Zastrzeżenia

### 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 nieoczekiwane 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	39 (35%)
Trzymaj	30 (27%)
Sprzedaj	15 (14%)

### 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 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.

## Zastrzeżenia

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	Trzymaj	2025-09-10	57.00	53.20	987.8	19.0	11.2	8.2	11.3	6.4	5.8	Andrzej Rembelski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	2025-09-10	34.00	28.30	624.24	nm	nm	12.8	-6.6	-5.4	7.7	Dawid Górzyński
Arctic Paper	Sprzedaj	2025-09-11	8.3	8.93	573.7	9.2	nm	32.1	4.0	8.8	5.0	Alicja Marcinkiewicz
Selvita	Kupuj	2025-09-11	41	33.70	816.8	nm	nm	24.5	20.9	15.1	9.2	Dawid Górzyński
Arctic Paper	Trzymaj	2025-11-12	8.3	8.14	573.7	9.2	nm	32.1	4.0	8.8	5.0	Alicja Marcinkiewicz
Selvita	Kupuj	2025-11-26	55	46.40	816.8	nm	nm	24.5	20.9	15.1	9.2	Dawid Górzyński
Ryvu Therapeutics	Kupuj	2025-12-11	32	27.00	624.2	nm	nm	12.8	-6.6	-5.4	7.7	Dawid Górzyński
Text	Kupuj	2026-03-19	45	36.18	931.6	19.0	11.2	8.1	11.3	6.4	5.6	Andrzej Rembelski
Selvita	Kupuj	2026-04-08	42	29.30	537.8	nm	215.6	23.6	20.9	13.9	7.7	Dawid Górzyński
Selvita	Kupuj	2026-05-27	31	30.80	565.3	nm	215.6	48.1	20.9	13.9	9.4	Dawid Górzyński
Arctic Paper	Trzymaj	2026-06-02	6.30	5.86	406.03	9.2	nm	nm	4.0	20.3	9.3	Alicja Marcinkiewicz
Ryvu Therapeutics	Trzymaj	2026-06-02	17.00	15.88	367.15	nm	nm	nm	-6.6	-6.0	-9.7	Dawid Górzyński

\*kurs akcji na zamknięciu w dniu poprzedzającym wydanie raportu