

EBITDA w 2Q26 powyżej oczekiwań, strata netto blisko prognoz, popyt pozostaje słaby (lekko poz.)

Spółka opublikowała wyniki za 2Q26. EBITDA wyniosła PLN 8,6m, powyżej naszej prognozy na poziomie PLN -11m. Pozytywne zaskoczenie wynikało z niższej od oczekiwań straty w segmencie papieru (marża EBITDA na poziomie -1,5% vs. -2% oczekiwane przez nas) oraz silniejszej od oczekiwań poprawy rentowności w segmencie celulozy (marża EBITDA na poziomie 5% vs. oczekiwane 1,5%). Strata netto wyniosła PLN 34,4m, nieznacznie poniżej naszych szacunków. Relatywnie mniejsza skala pozytywnego zaskoczenia na poziomie wyniku netto wynikała z podatku zapłaconego w kwartale wobec podatku odroczonego zakładanego w naszych prognozach. OCF w 2Q26 wyniósł PLN 5,6m, podczas gdy DN/EBITDA wyniósł 8,4x. (lekko pozytywnie)

Komentarz zarządu sugeruje, że otoczenie rynkowe pozostaje wymagające, bez wyraźnych oznak poprawy popytu. Słaby popyt na papier w Europie ogranicza możliwość pełnego przenoszenia wzrostu kosztów na ceny, podczas gdy niepewność geopolityczna oraz wysokie koszty surowców i logistyki nadal wywierają presję na marże. W segmencie celulozy częściową ulgę powinny przynieść niższe ceny drewna iglastego. Spółka kontynuuje realizację programu redukcji kosztów.

Pomimo lepszej od oczekiwań EBITDA w 2Q26, biorąc pod uwagę wymagające otoczenie rynkowe, nadal dostrzegamy ryzyko obniżenia naszych prognoz na 2026 rok.

mln PLN	2Q 2025	2Q 2026	y/y	BM PKO BP 2Q26	Odch.	Kons.	Odch.
Przychody	833.5	750.8	-10%	858.1	-13%	798.0	-6%
EBITDA	-53.6	8.6	-	-11.1	-	-5.3	-
EBIT	-88.1	-29.7	-	-47.8	-	-41.7	-
Zysk netto	-45.0	-34.4	-	-39.5	-	-34.2	-
marża EBITDA	-6.4%	1.1%		-1.3%		-0.7%	
marża EBIT	-10.6%	-4.0%		-5.6%		-5.2%	
marża netto	-5.4%	-4.6%		-4.6%		-4.3%	

Źródło: Arctic Paper, BM PKO BP

Segment celulozy

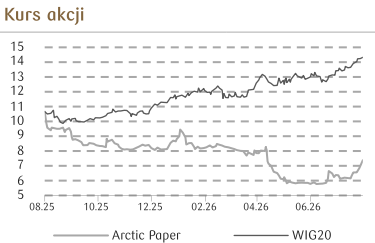
- Rottneros opublikował wyniki za 2Q26 6 sierpnia.
- Przychody segmentu celulozy spadły w 2Q26 o 15% r/r do PLN 239m (17% poniżej naszych oczekiwań).
- Wolumen sprzedaży spadł o 2% r/r do 89 tys. ton (oczekiwaliśmy 92 tys. ton). Jednocześnie średnia cena celulozy NBSK w USD w 2Q26 była o 5,8% wyższa k/k. Efektywna cena sprzedaży za tonę w SEK spadła o 14% r/r.

Data publikacji
12 sierpnia 2026, 07:37

Informacje	
Kurs akcji (PLN)	7,38
Upside	-15%
Liczba akcji (mln)	69,29
Kapitalizacja (mln PLN)	511
Free float	32%
Free float (mln PLN)	162
Free float (mln USD)	44
EV 2026 (mln PLN)	930
Dług netto (mln PLN)	311

Ranking ESG	
ESG	- / 10

Wyniki finansowe i prognozy			
mln PLN	2025	2026P	2027P
Przychody	3 198	3 313	3 393
EBITDA	41	89	192
EBIT	-154	-50	51
Zysk netto	-100	-40	8
P/E	nm	nm	60,9
EV/EBITDA	20,3	10,5	4,8



1m | 6m | 12m 16% | -10% | -32%
Min | Max 52 tyg. (PLN) 5,8 | 10,7
Średni dzienny obrót (mln PLN) 0,4

Analityk	
Alicja Marcinkiewicz	
+48 785 065 451	
alicia.marcinkiewicz@pkobp.pl	
Adres:	
BM PKO BP	
ul. Świętokrzyska 36	
00-116 Warszawa	

- **EBITDA** segmentu wyniosła PLN 12,1m (oczekiwaliśmy PLN 4,3m), przy **marży EBITDA** na poziomie 5,1%.
- **Amortyzacja** wyniosła PLN 14,4m (+9% r/r).
- Wyniki segmentu były obciążone niższymi cenami celulozy NBSK w SEK, podczas gdy spadek cen drewna do produkcji celulozy w Szwecji oraz niższe koszty stałe wsparły rentowność.

Segment papieru

- **Przychody** segmentu papieru wyniosły PLN 514m w 2Q26 (-6,8% r/r i 9,6% poniżej naszych oczekiwań).
- **Wolumen sprzedaży** spadł o 2% r/r do 117 tys. ton (oczekiwaliśmy 130 tys. ton). Jednocześnie średnia zrealizowana cena papieru wyniosła PLN 4,39k za tonę (+5% k/k i -5% r/r) – blisko naszych oczekiwań.
- **EBITDA** wyniosła PLN -7,8m (vs. PLN 10,4m w 2Q25 oraz PLN -11,4m oczekiwane przez nas). **Marża EBITDA** wyniosła -1,5% vs. 1,9% w 2Q25.
- **Amortyzacja** wyniosła PLN 23,9m (+12% r/r).

Koszty sprzedaży w 2Q26 wzrosły o 2,3% r/r do PLN 90m. **Koszty ogólnego zarządu** spadły o 30% r/r do PLN 25m.

Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły PLN 12m (vs. PLN -67,9m w 2Q25). Przypominamy, że w 2Q25 pozycja ta była obciążona odpisem aktualizującym wartość aktywów w wysokości PLN -53,4m.

Koszty finansowe wyniosły PLN -3,4m vs. PLN -0,6m w 2Q25 – blisko naszych oczekiwań.

W 2Q26 spółka zanotowała **podatek** w wysokości PLN 3,8m, podczas gdy oczekiwaliśmy podatku odroczonego w wysokości PLN 8,3m.

OCF w 2Q26 był dodatni i wyniósł PLN 5,64m vs. PLN 8,36m w 2Q25.

CAPEX w 2Q26 wyniósł PLN 65,9m.

Dług netto wyniósł PLN 243m (vs. PLN 229m w poprzednim kwartale). **DN/EBITDA** wyniósł 8,4x.

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 Petruczenko		(022) 521 79 69	micah.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 Wyszołmirski		(022) 521 78 39	ewald.wyszołmirski@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 Publikacja została sporządzona na indywidualne zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., za wynagrodzeniem. Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. przysługują autorskie prawa majątkowe 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