

# Stora Enso

## Yhtiöpäivitys

12/6/2019

- Toistamme Stora Enson lisää-suosituksemme, mutta laskemme tavoitehintamme 11,00 euroon (aik. 13,00 euroa)
- Metsäsektoriin liittyvä uutisvirta on ollut nytkähtänyt jälleen heikompaan suuntaan
- Leikkasimme Stora Enson lähivuosien tulosennusteitamme selvästi, sillä yhtiö kohtaa tällä hetkellä sekä hinta-että volyymipaineita lähes kaikissa liiketoiminnoissaan
- Laskeneista ennusteista huolimatta osakkeen arvostus on mielestämme maltillinen ja etenkin pitkän tähtäimen sijoittajat pääsevät Stora Enson omaisuuteen kiinni edullisella hinnalla

# Markkina hyytyy, mutta paljon pahaa on jo hinnassa

Laskemme Stora Enson tavoitehintamme 11,00 euroon (aik. 13,00 euroa), sillä metsäsektorin markkinatilanne vaikuttaa nytkähtäneen uutisvirran perusteella heikompaan suuntaan ja olemme sitä heijastellen leikanneet yhtiön lähivuosien tulosen nusteitamme selvästi. Toistamme kuitenkin Stora Enson lisää-suosituksemme, sillä osakkeen arvostuskertoimet ovat painuneet jo selvästi alle hyväksyttävien tasojen. Tasepohjaisesti osake on myös edullinen, joten kärsivälliset sijoittajat pääsevät kiinni Stora Enson omaisuuteen kohtuullisella hinnalla ja siten hyvällä pitkän ajan tuotto-odotuksella.

## Toimialan uutisvirta on ollut negatiivista toukokuussa ja kesäkuun alussa

Metsäsektoriin ja Stora Ensoon liittyvä uutisvirta on ollut toukokuussa ja kesäkuun alussa selvästi negatiivista, kun USA:n ja Kiinan kauppaneuvottelut ovat ottaneet takapakkaa ja Euroopan talous on jatkanut yskimistään. Kiinan sellumarkkina on kääntynyt alamäkeen sekä hintojen että volyymien osalta alkuvuoden lievän elpymisen jälkeen, mikä johtuu arviomme mukaan sekä kauppasodasta että lyhytkuitusellun korkeiksi nousseista varastotasoista. Kiinan sellumarkkinan heikkous ja Euroopan vaisu talouskasvu (ts. pehmentynyt kysyntä) ovat rokottaneet sellun hintaa yhä myös Euroopassa. Kartonkipuolella aaltopahvin ja etenkin sen raaka-aineiden hinnat ovat olleet niin ikään paineessa, kun talouskasvun hidastuminen ja negatiiviset varastoeffektit ovat heikentäneet kysyntää. Kuluttajakartongeissa tilanne on vakaampi. Lisäksi talouskasvun hidastuminen on kiihdyttänyt paperin kysynnän laskua ja kasvattanut hintapaineita ja myös Wood Productsissa markkinatilanne on jäähtymässä rakennusmarkkinan hidastuessa Euroopassa.

## Lähivuosien tulosen nusteemme laskivat selvästi etenkin painuneiden hintaennusteiden kautta

Laskimme Stora Enson lähivuosien oikaistun liikevoiton ennusteitamme 10-12 % tuoreen uutisvirran takia. Pääasialliset muutokset tulivat laskeneista sellun, aaltopahvin ja sen raaka-aineiden, paperien ja puutuotteiden hintaennusteista. Lisäksi tarkastimme volyymiennusteitamme hieman alaspäin käytännössä kaikissa liiketoiminnoissa. Kustannustason arvioimme pysyvän tänä vuonna vakaana korkealla tasollaan, mutta lähivuosina suhdannehuipun ohittamisen ja yhtiön säästöohjelman täyden tuen pitäisi helpottaa kustannuspainetta. Odotamme nyt Stora Enson liikevaihdon laskevan tänä vuonna ja lähivuosina lievästi ja oikaistun liikevoiton putoavavan viime vuoden vahvalta tasolta lähes 15 % noin 1,1-1,2 miljardin euron haarukkaan mainittujen ajureiden takia.

## Arvostus on tallottu alhaiseksi ja tasearvostus tukee jo mielestämme osaketta

Stora Enson ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2019 ja 2020 ovat 10x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 7x ja 6x. Arvostus on selvästi Stora Enso keskipitkän ajan ja mielestämme yhtiölle hyväksyttävien tasojen alapuolella. Suhteellisesti osake on hinnoiteltu lievästi matalalle arvostetun verrokkiryhmän alapuolelle. Stora Enson tasepohjainen P/B-luku on painunut jo tasolle 1,1x (2019e). Siten pitkän aikavälin sijoittajat pääsevät nyt yhtiön omaisuuteen käsiksi edullisesti ja mielestämme hyvällä pitkän aikavälin tuotto-odotuksella (vrt. yhtiön ROCE-%:n tavoite yli 13 %). Arvioimme tasearvostuksen antavan osakkeelle jo tukea, kunhan toimintaympäristö (ts. makrotalous) ei heikkene enää oleellisesti lisää. Stora Enson arvostuksen nousuvaran realisoiduminen voi vaatia aikaa (ts. makrotalouteen ja kauppasotaan liittyvien riskien poistumista), mutta tätä odotellessa Stora Enso tarjoaa arviomme mukaan kestävää 6-7 %:n osinkotuottoa.

## Analyytikot



**Antti Viljakainen**  
+358 44 591 2216  
antti.viljakainen@inderes.fi

## Suositus ja tavoitehinta

### Lisää

(aik. Lisää)



**11,00 EUR**

(aik. 13,00 EUR)

Osakekurssi: 9,70 EUR

Potentiaali: 13,4 %

### Ohjeistus

(Ennallaan)

Vuoden 2019 toisen neljänneksen operatiivisen liikeluokituksen arvioidaan asettuvan 270-350 MEUR:n vaihteluvälille. Yhtiön liikevaihdon odotetaan olevan suurempi ja kustannusten odotetaan kasvavan vuonna 2019 vuoteen 2018 verrattuna.

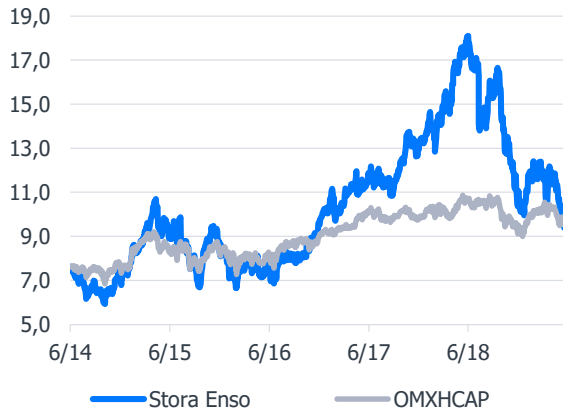
## Avainluvut

|                    | 2018   | 2019e  | 2020e  | 2021e  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Liikevaihto</b> | 10486  | 10461  | 10356  | 10052  |
| <b>kasvu-%</b>     | 4 %    | 0 %    | -1 %   | -3 %   |
| <b>EBIT oik.</b>   | 1325   | 1137   | 1144   | 1145   |
| <b>EBIT-% oik.</b> | 12,6 % | 10,9 % | 11,0 % | 11,4 % |
| <b>Nettotulos</b>  | 1013   | 774    | 774    | 790    |
| <b>EPS (oik.)</b>  | 1,29   | 1,02   | 1,00   | 1,00   |

|                       |       |       |       |       |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>P/E (oik.)</b>     | 7,7   | 9,5   | 9,7   | 9,7   |
| <b>P/B</b>            | 1,2   | 1,1   | 1,0   | 1,0   |
| <b>Osinkotuotto-%</b> | 4,9 % | 5,7 % | 6,2 % | 6,7 % |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b> | 7,8   | 9,7   | 9,3   | 8,9   |
| <b>EV/EBITDA</b>      | 5,5   | 6,7   | 6,3   | 6,0   |
| <b>EV/Liikevaihto</b> | 1,0   | 1,1   | 1,0   | 1,0   |

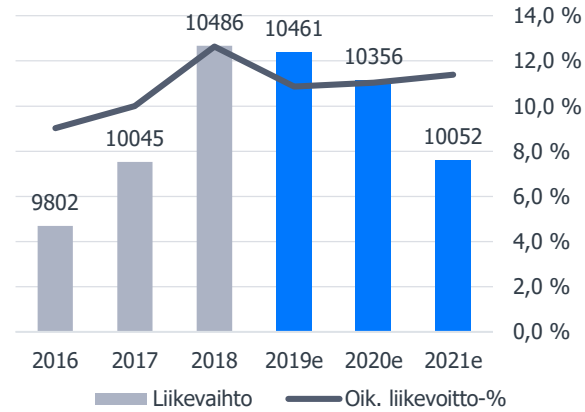
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Pakkausliiketoimintojen hyvät pitkän ajan näkymät
- Uusien tuotteiden myötä asteittain paraneva tuotemix
- Tehtyjen investointien potentiaalin tulostamiseksi
- Arvostuksessa lievää nousuvaraa



### Riskitekijät

- Kysyntä on jossain määrin syklistä
- Valuuttakurssiriskit
- Kilpailun kiristyminen
- Paperiliiketoiminnan heikot näkymät



### Arvostus

- Absoluuttiset tuloskertoimet ovat alle hyväksyttävien tasojen
- Suhteellisesti osake on aliarvostettu
- Tasearvostus on alhainen suhteessa taloudellisten tavoitteiden indikoimaan pääoman tuottopotentiaaliin sekä pääoman kustannukseen

MCAP  
**7650**  
MEUR

EV  
**11006**  
MEUR

P/B  
**1,1**  
2019e

P/E (oik.)  
**9,5**  
2019e

# Markkinan heikentyminen rokotti ennusteita selvästi

## Kauppatilanteen kiristyminen rokottaa markkinaa

Stora Ensoon liittyvä uutisvirta on ollut toukokuussa selvästi negatiivista, kun USA:n ja Kiinan väliset kauppaneuvottelut ovat ottaneet takapakkia ja Euroopan talous on jatkanut yskimistään. Kiinan sellumarkkina on taas kääntynyt alamäkeen sekä hintojen että volyymien osalta alkuvuoden lievän elpymisen jälkeen, mikä johtuu arviomme mukaan sekä kauppasodasta (rokottaa kysyntää Kiinassa) että lyhytkuitusellun erittäin korkeista varastoista. Kiinan sellumarkkinan heikkous (isot alueelliset hintaerot) ja Euroopan vaisu talouskasvu (ts. pehmeä kysyntä) ovat painaneet sellun hintaa edelleen Euroopassa.

Hintapaineita on ollut lisäksi aaltopahvin raaka-aineissa (lainerit ja fluting) ja aaltopahvilaatikoissa, kun talouskasvun hidastuminen ja korkeat varastot ovat rokottaneet kysyntää. Kuluttajakartongeissa markkinat ovat vakaammat. Lisäksi talouskasvun hidastuminen on kiihdyttänyt paperin kysynnän laskua ja kasvattanut hintapaineita etenkin painopapereissa ja myös Wood Productsissa markkinatilanne on jäähtymässä

rakennusmarkkinan hidastuessa Euroopassa.

## Ennusteet laskivat selvästi

Laskimme Stora Enson lähivuosien oikaistun liikevoiton ennusteitamme 10-11 % uutisvirran takia. Pääasialliset muutokset tulivat laskeneista sellun, aaltopahvin ja sen raaka-aineiden, painopaperien ja puutuotteiden hintaennusteista. Lisäksi tarkastimme volyymiennusteitamme hieman alaspäin käytännössä kaikissa liiketoiminnoissa. Kustannustason arvioimme pysyvän tänä vuonna vakaana korkealla tasollaan, mutta lähivuosina suhdannehuipun ohittamisen ja yhtiön säästöohjelman täyden tuen pitäisi näkemyksemme mukaan helpottaa kustannustilannetta. Odotamme nyt Stora Enson liikevaihdon laskevan tänä vuonna ja lähivuosina lievästi ja oikaistun liikevoiton putoavavan viime vuoden vahvalta tasolta lähes 20 % noin 1,1-1,2 miljardin euron haarukkaan mainittujen ajureiden takia.

## Liikevaihto-ohjeistukseen liittyy varoitusriski

Stora Enso on ohjeistanut, että yhtiön liikevaihdon odotetaan olevan suurempi ja kustannusten odotetaan

kasvavan vuonna 2019 vuoteen 2018 verrattuna. Liikevaihto-ohjeistukseen kohdistuu mielestämme jo varoitusriski, sillä nykyennusteemme odottavat vakaata myynnin kehitystä. Emme pidä tätä osakkeen kannalta isona negatiivisena ajuri, sillä yhtiö oli liputtanut ohjeistuksen nojaavan oletukseen, jossa kaupalliset olosuhteet eivät merkittävästi muutu. Viimeisen negatiivisen kauppasotatilanteen käänteeseen jäljiltä markkinoille on siten tuskin yllätys, jos liikevaihto-ohjeistusta lasketaan heijastellen tuoretta toimintaympäristön muutosta heikompaan. Q2:n liikevoitto-ohjeistuksen (oik. liikevoitto 270-350 MEUR) uskomme yhtiön yhä saavuttavan. Tässä suhteessa negatiiviset tarkastukset olisivat myös yllätys markkinoille ja siten negatiivinen ajuri osakkeelle.

| Ennustemuutokset            | 2019e  | 2019e  | Muutos | 2020e  | 2020e  | Muutos | 2021e  | 2021e  | Muutos |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| MEUR / EUR                  | Vanha  | Uusi   | %      | Vanha  | Uusi   | %      | Vanha  | Uusi   | %      |
| Liikevaihto                 | 10 671 | 10 461 | -2 %   | 10 583 | 10 356 | -2 %   | 10 251 | 10 052 | -2 %   |
| Käyttökate                  | 18 14  | 16 50  | -9 %   | 18 52  | 16 96  | -8 %   | 18 31  | 17 10  | -7 %   |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 12 84  | 11 37  | -12 %  | 12 88  | 11 44  | -11 %  | 12 68  | 11 45  | -10 %  |
| Liikevoitto                 | 12 73  | 11 09  | -13 %  | 12 88  | 11 30  | -12 %  | 12 68  | 11 45  | -10 %  |
| Tulos ennen veroja          | 11 16  | 9 52   | -15 %  | 11 36  | 9 77   | -14 %  | 11 24  | 10 00  | -11 %  |
| EPS (ilman kertaeriä)       | 1,16   | 1,02   | -12 %  | 1,14   | 1,00   | -13 %  | 1,13   | 1,00   | -11 %  |
| Osakekohtainen osinko       | 0,57   | 0,55   | -4 %   | 0,62   | 0,60   | -3 %   | 0,65   | 0,65   | 0 %    |

Lähde: Inderes

# Kurssiin on hinnoiteltu jo hyvin heikko skenaario

## Kurssi on käyvän arvon alapuolella

Stora Enson ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2019 ja 2020 ovat 10x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat noin 7x ja 6x. Arvostus on selvästi Stora Enson keskipitkän ajan ja mielestämme yhtiölle hyväksyttävien tasojen alapuolella. Suhteellisesti osake on hinnoiteltu lievästi matalalle arvostettua verrokkiryhmää alemmas. Siten suhteellinen arvostus tukee näkemystämme Stora Enson maltillisesta arvostuksesta. Myös DCF-mallin perusteella osake on aliarvostettu.

Mielestämme normalisoitu P/E-kerroin kerroin Stora Enson kaltaiselle metsäyhtiölle on pidemmällä perspektiivillä 12x-14x. Vastaavasti kestävä EPS-taso on arviomme mukaan reilun euron tasolla yhtiön nykyisellä portfolioilla. Näin ollen osakkeen käypä arvo on mielestämme 12-14 euroa osakkeelta ja siten Stora Enso on mielestämme hinnoiteltu jo huomattavasti käyvän arvonsa alapuolelle. Yhä negatiivisen uutisvirran ja makroriskien takia emme odota käyvän arvon realisoituvan 12 kuukauden tähtäimellä. Osakekurssin tuntuva alennus suhteessa käypään arvoon antaa mielestämme kuitenkin kärsivällisille ja lyhyen ajan korkeita riskejä sietäville sijoittajille jo hyvät lähtökohdat kasvattaa panoksia pitkällä tähtäimellä kiinnostavaa muutosstrategiaa toteuttavassa yhtiössä. Lisäksi arvioimme Stora Enson lähivuosien osinko-tuottojen olevan lähes 6-7 %:ssa. Siten Stora Enso tarjoaa mielestämme jo esimerkiksi seuraavalle 3 vuodelle houkuttelevan noin 15-20 %:n vuosituotto-odotuksen, joka muodostuu arvostuksen nousuvarasta ja osingosta.

## Tasearvostus on jo 5 vuoden pohjilla

Myös Stora Enson P/B-luku on painunut jo tasolle 1,1x (2019e). Tämä on alhaisin taso viimeisen 5 vuoden aikana (ts. aikana jolloin Stora Ensoa ei ole hinnoiteltu markkinoilla käänne- tai paperiyhtiönä). Pidämme

tasearvostusta kohtuullisena myös suhteutettuna Stora Enson taloudellisten tavoitteiden indikoimaan pääoman pitkän aikavälin tuottopotentiaaliin (ROCE-% yli 13 %) sekä metsäsektorin markkinafundamenttien isoon kuvaan suhteutettuna (ml. maltillisesti kasvavat markkinat, hyvä markkina-asema useimmissa tuotesegmenteissä, kustannuskilpailukykyinen tuotantoportfolio ja yhtiön markkinoiden terveet kysyntä/tarjonta-tilanne). Siten pitkän aikavälin sijoittajat pääsevät Stora Enson omaisuuteen kiinni nyt mielestämme edullisesti.

Lisäksi arvioimme, että viimeistään oman pääoman tasearvo antaa Stora Enson osakekurssille tuen, vaikka uutisvirta pysyisi edelleen odotuksiamme heikompana ja ennusteisiin kohdistuisi yhä laskupainetta. Osakkeen hinnoitleminen oman pääoman tasearvon alapuolelle olisi mielestämme perusteltua vain, jos yhtiön sijoitetun pääoman tuotto (ROCE-%) jäisi pidemmäksi aikaa pääoman kustannuksen (WACC-%) alapuolelle. Stora Enson pääoman kustannus on arviomme mukaan noin 8 %:ssa ja yhtiön taserakenne huomioiden ROCE-% nousee tälle tasolle noin 900 MEUR:n oikaistulla liikevoitolla (yli 20 % vuosien 2019 ja 2020 ennusteidemme alapuolella). Näin ollen turvamarginaalia markkinatilanteen heikentymisen (ts. ennustelaskujen jatkumisen) varalta alkaa olla reilusti, kun huomioidaan, että yhtiön vuoden lopun ennustamamme osakekohtainen oma pääoma on vain noin 8 % nykykurssin yläpuolella.

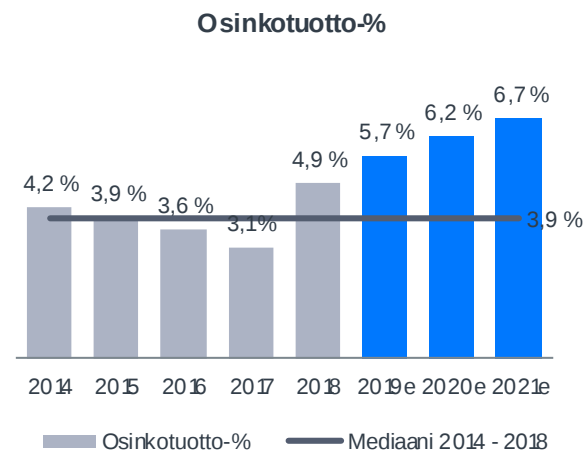
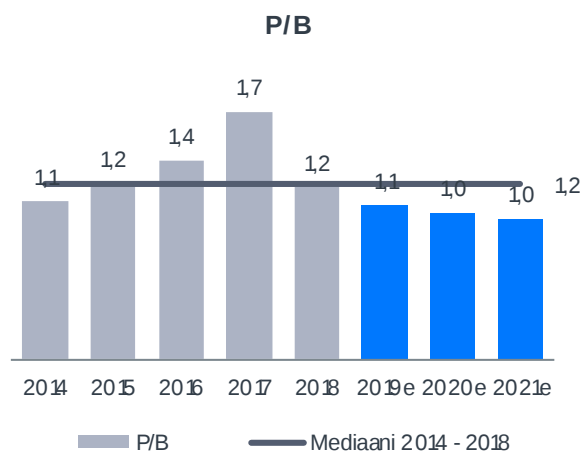
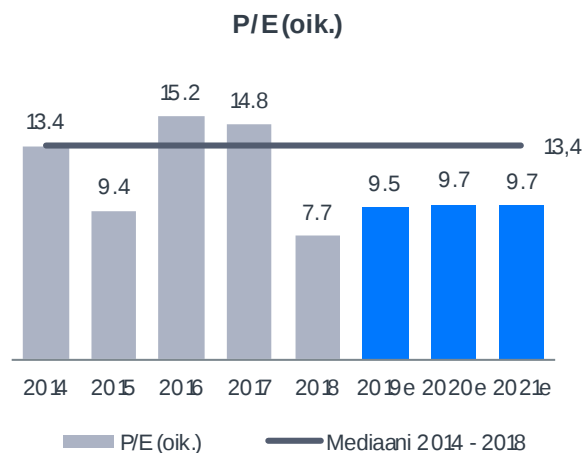
| Arvostustaso          | 2019e | 2020e | 2021e  |
|-----------------------|-------|-------|--------|
| Osakekurssi           | 9,70  | 9,70  | 9,70   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 788,6 | 788,6 | 788,6  |
| Markkina-arvo         | 7650  | 7650  | 7650   |
| Yritysarvo (EV)       | 11006 | 10619 | 10238  |
| P/E (oik.)            | 9,5   | 9,7   | 9,7    |
| P/E                   | 9,9   | 9,9   | 9,7    |
| P/Kassavirta          | neg.  | 8,1   | 7,8    |
| P/B                   | 1,1   | 1,0   | 1,0    |
| P/S                   | 0,7   | 0,7   | 0,8    |
| EV/Liikevaihto        | 1,1   | 1,0   | 1,0    |
| EV/EBITDA (oik.)      | 6,7   | 6,3   | 6,0    |
| EV/EBIT (oik.)        | 9,7   | 9,3   | 8,9    |
| Osinko/ tulos (%)     | 56,1% | 61,1% | 64,9 % |
| Osinkotuotto-%        | 5,7 % | 6,2 % | 6,7 %  |

Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

| Arvostustaso          | 2014    | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019e  | 2020e  | 2021e  | 2022e  |
|-----------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi           | 7,43    | 8,39   | 10,2   | 13,2   | 10,0   | 9,700  | 9,700  | 9,700  | 9,700  |
| Osakemäärä, milj. kpl | 788,6   | 788,6  | 788,6  | 788,6  | 788,6  | 788,6  | 788,6  | 788,6  | 788,6  |
| Markkina-arvo         | 5610    | 6618   | 8086   | 10410  | 8075   | 7650   | 7650   | 7650   | 7650   |
| Yritysarvo (EV)       | 9241    | 10160  | 10989  | 12896  | 10310  | 11006  | 10619  | 10238  | 9838   |
| P/E (oik.)            | 13,4    | 9,4    | 15,2   | 14,8   | 7,7    | 9,5    | 9,7    | 9,7    | 8,8    |
| P/E                   | 59,2    | 8,2    | 17,4   | 16,7   | 7,8    | 9,9    | 9,9    | 9,7    | 8,8    |
| P/Kassavirta          | 19,0    | 7,5    | 9,8    | 10,6   | 10,4   | neg.   | 8,1    | 7,8    | 7,4    |
| P/B                   | 1,1     | 1,2    | 1,4    | 1,7    | 1,2    | 1,1    | 1,0    | 1,0    | 0,9    |
| P/S                   | 0,5     | 0,7    | 0,8    | 1,0    | 0,8    | 0,7    | 0,7    | 0,8    | 0,8    |
| EV/Liikevaihto        | 0,9     | 1,0    | 1,1    | 1,3    | 1,0    | 1,1    | 1,0    | 1,0    | 1,0    |
| EV/EBITDA (oik.)      | 7,8     | 6,4    | 9,3    | 9,1    | 5,5    | 6,7    | 6,3    | 6,0    | 5,5    |
| EV/EBIT (oik.)        | 11,4    | 11,1   | 12,4   | 12,8   | 7,8    | 9,7    | 9,3    | 8,9    | 8,0    |
| Osinko/tulos (%)      | 239,0 % | 32,2 % | 63,0 % | 51,7 % | 38,9 % | 56,1 % | 61,1 % | 64,9 % | 61,9 % |
| Osinkotuotto-%        | 4,2 %   | 3,9 %  | 3,6 %  | 3,1 %  | 4,9 %  | 5,7 %  | 6,2 %  | 6,7 %  | 7,0 %  |

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

| Verrokkiryhmän arvostus       | Osakekurssi | Markkina-arvo | Yritysarvo   | EV/EBIT     |            | EV/EBITDA  |             | EV/Liikevaihto |             | P/E         |             | Osinkotuotto-% |             | P/B          |
|-------------------------------|-------------|---------------|--------------|-------------|------------|------------|-------------|----------------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|--------------|
| Yhtiö                         |             | MEUR          | MEUR         | 2019e       | 2020e      | 2019e      | 2020e       | 2019e          | 2020e       | 2019e       | 2020e       | 2019e          | 2020e       | 2019e        |
| International Paper           | 43,70       | 15350         | 24576        | 9,1         | 9,1        | 6,2        | 6,0         | 1,1            | 1,1         | 8,5         | 8,6         | 4,6            | 4,7         | 2,3          |
| Sappi                         | 5554,00     | 1827          | 3312         | 8,5         | 8,1        | 5,3        | 5,1         | 0,7            | 0,7         | 6,5         | 6,2         | 5,0            | 5,5         | 0,9          |
| DS Smith                      | 339,70      | 5133          | 5896         | 12,7        | 10,3       | 8,6        | 7,0         | 1,2            | 1,0         | 9,9         | 8,8         | 4,7            | 5,1         | 1,3          |
| Metsä Board                   | 4,31        | 1557          | 1854         | 5,4         | 5,3        | 3,7        | 3,7         | 0,6            | 0,6         | 8,3         | 8,0         | 6,9            | 7,2         | 1,1          |
| Holmen                        | 187,40      | 3088          | 3399         | 13,8        | 12,5       | 10,0       | 9,2         | 2,0            | 1,9         | 16,7        | 15,5        | 3,8            | 3,9         | 1,3          |
| Billerud                      | 116,95      | 2262          | 3102         | 18,2        | 13,9       | 9,9        | 8,1         | 1,3            | 1,2         | 18,0        | 13,8        | 3,7            | 3,9         | 1,6          |
| Mayr-Melnhof                  | 112,00      | 2217          | 2533         | 9,9         | 9,2        | 6,7        | 6,3         | 1,0            | 0,9         | 11,9        | 11,5        | 3,1            | 3,2         | 1,5          |
| UPM                           | 23,14       | 11987         | 12091        | 8,2         | 8,4        | 6,3        | 6,4         | 1,1            | 1,1         | 10,3        | 10,4        | 6,0            | 6,3         | 1,2          |
| Suzano                        | 30,77       | 9550          | 21829        | 12,3        | 8,1        | 6,3        | 4,9         | 3,0            | 2,5         | 13,9        | 8,7         | 2,6            | 3,2         | 1,8          |
| Smurfit Kappa                 | 26,05       | 6067          | 9320         | 8,8         | 8,7        | 6,2        | 6,1         | 1,1            | 1,0         | 8,8         | 9,0         | 4,0            | 4,2         | 1,9          |
| Mondi                         | 1696,50     | 9156          | 11698        | 9,4         | 9,1        | 7,0        | 6,7         | 1,6            | 1,5         | 10,3        | 10,0        | 4,2            | 4,4         | 2,3          |
| SCA                           | 73,80       | 4835          | 5702         | 12,8        | 11,2       | 9,4        | 8,5         | 2,8            | 2,6         | 14,7        | 13,1        | 2,8            | 3,2         | 1,2          |
| <b>Stora Enso (Inderes)</b>   | <b>9,70</b> | <b>7650</b>   | <b>11006</b> | <b>9,7</b>  | <b>9,3</b> | <b>6,7</b> | <b>6,3</b>  | <b>1,1</b>     | <b>1,0</b>  | <b>9,5</b>  | <b>9,7</b>  | <b>5,7</b>     | <b>6,2</b>  | <b>1,1</b>   |
| <b>Keskiarvo</b>              |             |               |              | <b>10,8</b> | <b>9,5</b> | <b>7,1</b> | <b>6,5</b>  | <b>1,5</b>     | <b>1,3</b>  | <b>11,5</b> | <b>10,3</b> | <b>4,3</b>     | <b>4,6</b>  | <b>1,5</b>   |
| <b>Mediaani</b>               |             |               |              | <b>9,6</b>  | <b>9,1</b> | <b>6,5</b> | <b>6,3</b>  | <b>1,1</b>     | <b>1,1</b>  | <b>10,3</b> | <b>9,5</b>  | <b>4,1</b>     | <b>4,3</b>  | <b>1,4</b>   |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b> |             |               |              | <b>0 %</b>  | <b>2 %</b> | <b>2 %</b> | <b>-1 %</b> | <b>-8 %</b>    | <b>-7 %</b> | <b>-7 %</b> | <b>3 %</b>  | <b>37 %</b>    | <b>44 %</b> | <b>-23 %</b> |

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

# Tuloslaskelma

| Tuloslaskelma                      | 2017          | Q1'18        | Q2'18        | Q3'18        | Q4'18        | 2018          | Q1'19        | Q2'19e       | Q3'19e       | Q4'19e       | 2019e         | 2020e         | 2021e         | 2022e         |
|------------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Liikevaihto</b>                 | <b>10 045</b> | <b>2 579</b> | <b>2 664</b> | <b>2 585</b> | <b>2 658</b> | <b>10 486</b> | <b>2 635</b> | <b>2 663</b> | <b>2 570</b> | <b>2 593</b> | <b>10 461</b> | <b>10 356</b> | <b>10 052</b> | <b>10 180</b> |
| Consumer Board                     | 2 516         | 646          | 691          | 648          | 637          | 2 622         | 634          | 706          | 672          | 671          | 2 683         | 2 765         | 2 846         | 2 920         |
| Packaging Solutions                | 1 255         | 333          | 329          | 330          | 352          | 1 344         | 338          | 322          | 326          | 320          | 1 306         | 1 305         | 1 425         | 1 650         |
| Biomaterials                       | 1 483         | 394          | 413          | 413          | 415          | 1 635         | 398          | 379          | 364          | 369          | 1 510         | 1 500         | 1 485         | 1 500         |
| Wood Products                      | 1 669         | 394          | 429          | 400          | 399          | 1 622         | 403          | 434          | 401          | 396          | 1 634         | 1 638         | 1 658         | 1 700         |
| Paper                              | 2 920         | 772          | 754          | 779          | 761          | 3 066         | 760          | 742          | 738          | 736          | 2 976         | 2 799         | 2 287         | 2 150         |
| Other                              | 2 490         | 838          | 844          | 831          | 912          | 3 425         | 922          | 900          | 880          | 900          | 3 602         | 3 600         | 3 600         | 3 510         |
| Sisäinen myynti                    | -2 288        | -798         | -796         | -816         | -818         | -3 228        | -820         | -820         | -810         | -800         | -3 250        | -3 250        | -3 249        | -3 250        |
| Oikaisuerät                        | 0             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>Käyttökate</b>                  | <b>1 419</b>  | <b>476</b>   | <b>439</b>   | <b>485</b>   | <b>469</b>   | <b>1 869</b>  | <b>449</b>   | <b>428</b>   | <b>396</b>   | <b>377</b>   | <b>1 650</b>  | <b>1 696</b>  | <b>1 710</b>  | <b>1 793</b>  |
| Poistot ja arvonalennukset         | -515          | -121         | -122         | -122         | -114         | -479          | -136         | -135         | -135         | -135         | -541          | -567          | -565          | -564          |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b> | <b>1 004</b>  | <b>369</b>   | <b>327</b>   | <b>358</b>   | <b>271</b>   | <b>1 325</b>  | <b>324</b>   | <b>300</b>   | <b>266</b>   | <b>247</b>   | <b>1 137</b>  | <b>1 144</b>  | <b>1 145</b>  | <b>1 229</b>  |
| <b>Liikevoitto</b>                 | <b>904</b>    | <b>355</b>   | <b>317</b>   | <b>363</b>   | <b>355</b>   | <b>1 390</b>  | <b>313</b>   | <b>293</b>   | <b>261</b>   | <b>242</b>   | <b>1 109</b>  | <b>1 130</b>  | <b>1 145</b>  | <b>1 229</b>  |
| Consumer Board                     | 285           | 91           | 65           | 51           | 24           | 231           | 54           | 72           | 70           | 43           | 239           | 317           | 355           | 358           |
| Packaging Solutions                | 170           | 61           | 57           | 68           | 59           | 245           | 51           | 48           | 44           | 37           | 180           | 163           | 160           | 198           |
| Biomaterials                       | 265           | 102          | 109          | 125          | 91           | 427           | 103          | 76           | 63           | 58           | 299           | 273           | 247           | 265           |
| Wood Products                      | 111           | 29           | 47           | 47           | 42           | 165           | 29           | 43           | 37           | 33           | 142           | 147           | 147           | 182           |
| Paper                              | 128           | 69           | 54           | 66           | 45           | 234           | 69           | 64           | 42           | 56           | 231           | 199           | 190           | 180           |
| Other                              | 45            | 17           | -5           | 1            | 10           | 23            | 17           | -2           | 10           | 20           | 45            | 45            | 46            | 46            |
| Sisäinen myynti                    | 0             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             | 1            | 0            | 0            | 0            | 1             | 0             | 0             | 0             |
| Oikaisuerät                        | -100          | -14          | -10          | 5            | 84           | 65            | -11          | -7           | -5           | -5           | -28           | -14           | 0             | 0             |
| Nettorahoituskulut                 | -162          | -22          | -60          | -57          | -41          | -180          | -31          | -43          | -41          | -42          | -157          | -152          | -144          | -134          |
| <b>Tulos ennen veroja</b>          | <b>742</b>    | <b>333</b>   | <b>257</b>   | <b>306</b>   | <b>314</b>   | <b>1 210</b>  | <b>282</b>   | <b>250</b>   | <b>220</b>   | <b>200</b>   | <b>952</b>    | <b>977</b>    | <b>1 000</b>  | <b>1 095</b>  |
| Verot                              | -128          | -60          | -44          | -101         | -16          | -221          | -56          | -50          | -44          | -40          | -190          | -195          | -200          | -219          |
| Vähemmistöosuudet                  | 11            | 0            | 9            | 10           | 5            | 24            | 6            | 4            | 2            | 0            | 12            | -8            | -10           | -10           |
| <b>Nettotulos</b>                  | <b>625</b>    | <b>273</b>   | <b>222</b>   | <b>215</b>   | <b>303</b>   | <b>1013</b>   | <b>232</b>   | <b>204</b>   | <b>178</b>   | <b>160</b>   | <b>774</b>    | <b>774</b>    | <b>790</b>    | <b>866</b>    |
| <b>EPS (oikaistu)</b>              | <b>0,89</b>   | <b>0,35</b>  | <b>0,31</b>  | <b>0,31</b>  | <b>0,33</b>  | <b>1,29</b>   | <b>0,30</b>  | <b>0,27</b>  | <b>0,23</b>  | <b>0,21</b>  | <b>1,02</b>   | <b>1,00</b>   | <b>1,00</b>   | <b>1,10</b>   |
| <b>EPS (raportoitu)</b>            | <b>0,79</b>   | <b>0,35</b>  | <b>0,28</b>  | <b>0,27</b>  | <b>0,38</b>  | <b>1,28</b>   | <b>0,29</b>  | <b>0,26</b>  | <b>0,23</b>  | <b>0,20</b>  | <b>0,98</b>   | <b>0,98</b>   | <b>1,00</b>   | <b>1,10</b>   |

| Tunnusluvut                          | 2017   | Q1'18  | Q2'18  | Q3'18  | Q4'18  | 2018   | Q1'19   | Q2'19e | Q3'19e  | Q4'19e | 2019e   | 2020e  | 2021e  | 2022e  |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|
| <b>Liikevaihdon kasvu-%</b>          | 2,5 %  | 3,3 %  | 5,4 %  | 3,0 %  | 5,9 %  | 4,4 %  | 2,2 %   | 0,0 %  | -0,6 %  | -2,5 % | -0,2 %  | -1,0 % | -2,9 % | 1,3 %  |
| <b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b> | 13,6 % | 71,6 % | 49,3 % | 23,4 % | -3,2 % | 32,0 % | -12,2 % | -8,2 % | -25,8 % | -8,9 % | -14,2 % | 0,6 %  | 0,1 %  | 7,4 %  |
| <b>Käyttökate-%</b>                  | 14,1 % | 18,5 % | 16,5 % | 18,8 % | 17,6 % | 17,8 % | 17,0 %  | 16,1 % | 15,4 %  | 14,5 % | 15,8 %  | 16,4 % | 17,0 % | 17,6 % |
| <b>Oikaistu liikevoitto-%</b>        | 10,0 % | 14,3 % | 12,3 % | 13,8 % | 10,2 % | 12,6 % | 12,3 %  | 11,3 % | 10,3 %  | 9,5 %  | 10,9 %  | 11,0 % | 11,4 % | 12,1 % |
| <b>Nettotulos-%</b>                  | 6,2 %  | 10,6 % | 8,3 %  | 8,3 %  | 11,4 % | 9,7 %  | 8,8 %   | 7,7 %  | 6,9 %   | 6,2 %  | 7,4 %   | 7,5 %  | 7,9 %  | 8,5 %  |

Lähde: Inderes

# Tase

| Vastaavaa                      | 2017         | 2018         | 2019e        | 2020e        | 2021e        |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>8434</b>  | <b>8600</b>  | <b>10151</b> | <b>10136</b> | <b>10123</b> |
| Liikearvo                      | 237          | 243          | 243          | 243          | 243          |
| Aineettomat hyödykkeet         | 229          | 254          | 256          | 258          | 260          |
| Käyttöomaisuus                 | 5310         | 5234         | 5783         | 5766         | 5751         |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 1600         | 1729         | 1729         | 1729         | 1729         |
| Muut sijoitukset               | 799          | 918          | 1918         | 1918         | 1918         |
| Muut pitkäaikaiset varat       | 105          | 102          | 102          | 102          | 102          |
| Laskennalliset verosaamiset    | 154          | 120          | 120          | 120          | 120          |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>3336</b>  | <b>4249</b>  | <b>3988</b>  | <b>3824</b>  | <b>3593</b>  |
| Vaihto-omaisuus                | 1321         | 1567         | 1517         | 1481         | 1417         |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 89,0         | 65,0         | 65,0         | 65,0         | 65,0         |
| Myyntisaamiset                 | 1319         | 1487         | 1464         | 1450         | 1407         |
| Likvidit varat                 | 607          | 1130         | 941          | 829          | 704          |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>11770</b> | <b>12849</b> | <b>14139</b> | <b>13961</b> | <b>13716</b> |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa                    | 2017         | 2018         | 2019e        | 2020e        | 2021e        |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>6055</b>  | <b>6732</b>  | <b>7111</b>  | <b>7452</b>  | <b>7769</b>  |
| Osakepääoma                    | 1423         | 1423         | 1423         | 1423         | 1423         |
| Kertyneet voittovarot          | 4585         | 5291         | 5670         | 6010         | 6327         |
| Oman pääoman ehtoiset lainat   | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Uudelleenarvostusrahasto       | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Muu oma pääoma                 | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Vähemmistöosuus                | 47,0         | 18,0         | 18,0         | 18,0         | 18,0         |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>2752</b>  | <b>2969</b>  | <b>4126</b>  | <b>3727</b>  | <b>3323</b>  |
| Laskennalliset verovelat       | 166          | 168          | 168          | 168          | 168          |
| Varaukset                      | 111          | 101          | 101          | 101          | 101          |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 2046         | 2265         | 3422         | 3023         | 2619         |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 429          | 435          | 435          | 435          | 435          |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>2963</b>  | <b>3148</b>  | <b>2901</b>  | <b>2782</b>  | <b>2624</b>  |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 966          | 1078         | 856          | 756          | 655          |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 1888         | 1960         | 1935         | 1916         | 1860         |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 109          | 110          | 110          | 110          | 110          |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>11770</b> | <b>12849</b> | <b>14139</b> | <b>13961</b> | <b>13716</b> |

# DCF-laskelma

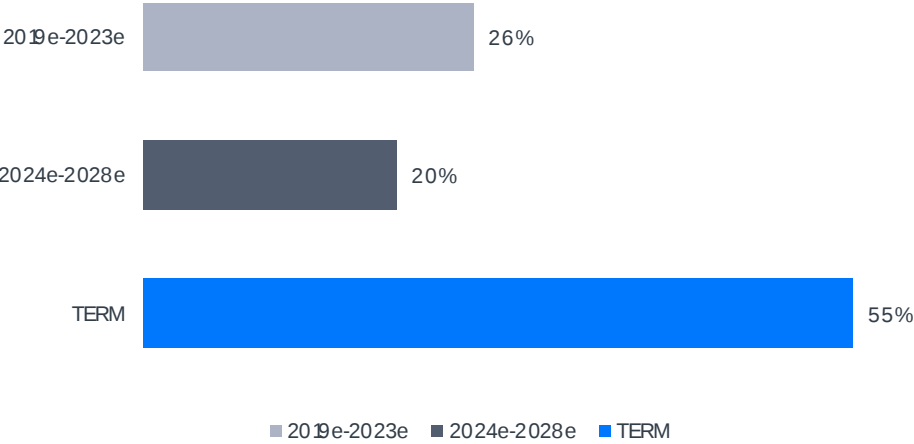
| DCF-laskelma                            | 2018   | 2019e   | 2020e  | 2021e  | 2022e  | 2023e  | 2024e  | 2025e  | 2026e  | 2027e  | 2028e  | TERM  |
|-----------------------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| Liikevoitto                             | 1390   | 1109    | 1130   | 1145   | 1229   | 1241   | 1212   | 1183   | 1097   | 1007   | 1027   |       |
| + Kokonaispoistot                       | 479    | 541     | 567    | 565    | 564    | 559    | 557    | 562    | 568    | 574    | 579    |       |
| - Maksetut verot                        | -185,0 | -189,9  | -195,5 | -200,1 | -218,9 | -220,1 | -217,2 | -213,7 | -198,6 | -182,3 | -188,3 |       |
| - verot rahoituskuluista                | -33,0  | -31,5   | -30,6  | -29,0  | -27,0  | -28,2  | -25,4  | -22,9  | -20,9  | -19,2  | -17,2  |       |
| + verot rahoitustuotoista               | 0,2    | 0,2     | 0,2    | 0,2    | 0,1    | 0,1    | 0,1    | 0,1    | 0,2    | 0,2    | 0,2    |       |
| - Käyttöpääoman muutos                  | -317,0 | 47,9    | 31,1   | 50,0   | -2,1   | -15,5  | -18,7  | -20,0  | -20,4  | -20,8  | -21,3  |       |
| Operatiivinen kassavirta                | 1334   | 1476    | 1501   | 1531   | 1545   | 1536   | 1508   | 1488   | 1425   | 1358   | 1379   |       |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.     | -4,0   | 0,0     | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    |       |
| - Bruttoinvestoinnit                    | -550,0 | -2092,0 | -552,0 | -552,0 | -515,2 | -548,5 | -604,3 | -627,0 | -627,0 | -627,0 | -625,0 |       |
| Vapaa operatiivinen kassavirta          | 780    | -615,7  | 949    | 979    | 1029   | 988    | 904    | 861    | 798    | 731    | 754    |       |
| +/- Muut                                | 0,0    | 500     | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    |       |
| Vapaa kassavirta                        | 780    | -115,7  | 949    | 979    | 1029   | 988    | 904    | 861    | 798    | 731    | 754    | 13300 |
| Diskontattu vapaa kassavirta            |        | -111,0  | 845    | 808    | 789    | 702    | 596    | 527    | 453    | 385    | 368    | 6500  |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta |        | 11862   | 11973  | 11128  | 10320  | 9531   | 8829   | 8233   | 7706   | 7253   | 6868   | 6500  |
| Velaton arvo DCF                        |        | 11862   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |       |
| - Korolliset velat                      |        | -3343,0 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |       |
| + Rahavarat                             |        | 1130    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |       |
| -Vähemmistöosuus                        |        | -19,4   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |       |
| -Osinko/pääomapalautus                  |        | -394,3  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |       |
| Oman pääoman arvo DCF                   |        | 9235    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |       |
| Oman pääoman arvo DCF per osake         |        | 11,7    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |       |

## Pääoman kustannus (wacc)

|                                     |        |
|-------------------------------------|--------|
| Vero-% (WACC)                       | 20,0 % |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E) | 25,0 % |
| Vieraan pääoman kustannus           | 4,5 %  |
| Yrityksen Beta                      | 1,30   |
| Markkinoiden riski-premio           | 4,75 % |
| Likviditeettipremio                 | 0,00 % |
| Riskitön korko                      | 3,0 %  |
| Oman pääoman kustannus              | 9,2 %  |
| Pääoman keskim. kustannus (WACC)    | 7,8 %  |

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksoittain



# Yhteenveto

| Tuloslaskelma        | 2016 | 2017  | 2018  | 2019e | 2020e |
|----------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto          | 9802 | 10045 | 10486 | 10461 | 10356 |
| Käyttökate           | 1181 | 1419  | 1869  | 1650  | 1696  |
| Liikevoitto          | 783  | 904   | 1390  | 1109  | 1130  |
| Voitto ennen veroja  | 541  | 742   | 1210  | 952   | 977   |
| Nettovoitto          | 463  | 625   | 1013  | 774   | 774   |
| Kertaluontoiset erät | -101 | -100  | 65    | -28   | -14   |

| Tase              | 2016  | 2017  | 2018  | 2019e | 2020e |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Taseen loppusumma | 12326 | 11770 | 12849 | 14139 | 13961 |
| Oma pääoma        | 5868  | 6055  | 6732  | 7111  | 7452  |
| Liikearvo         | 238   | 237   | 243   | 243   | 243   |
| Nettovelat        | 2817  | 2405  | 2213  | 3337  | 2951  |

| Kassavirta                | 2016 | 2017 | 2018 | 2019e | 2020e |
|---------------------------|------|------|------|-------|-------|
| Käyttökate                | 1181 | 1419 | 1869 | 1650  | 1696  |
| Nettokäyttöpääoman muutos | 95   | 68   | -317 | 48    | 31    |
| Operatiivinen kassavirta  | 1065 | 1354 | 1334 | 1476  | 1501  |
| Investoinnit              | -308 | -304 | -550 | -2092 | -552  |
| Vapaa kassavirta          | 829  | 979  | 780  | -116  | 949   |

| Suurimmat omistajat                         | %-osakkeista |
|---------------------------------------------|--------------|
| Solidium Oy                                 | 12,3 %       |
| FAM AB                                      | 10,2 %       |
| Kansaneläkelaitos                           | 3,3 %        |
| Varma Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö     | 2,0 %        |
| MP-Bolagen i Vetlanda, MP Skog Aktiebolagen | 1,2 %        |

Lähde: Inderes

| Osakekohtaiset luvut       | 2016 | 2017 | 2018 | 2019e | 2020e |
|----------------------------|------|------|------|-------|-------|
| EPS (raportoitu)           | 0,59 | 0,79 | 1,28 | 0,98  | 0,98  |
| EPS (oikaistu)             | 0,67 | 0,89 | 1,29 | 1,02  | 1,00  |
| Operat. kassavirta / osake | 1,35 | 1,72 | 1,69 | 1,87  | 1,90  |
| Vapaa kassavirta / osake   | 1,05 | 1,24 | 0,99 | -0,15 | 1,20  |
| Omapääoma / osake          | 7,36 | 7,62 | 8,51 | 8,99  | 9,43  |
| Osinko / osake             | 0,37 | 0,41 | 0,50 | 0,55  | 0,60  |

| Kasvu ja kannattavuus    | 2016   | 2017   | 2018   | 2019e  | 2020e  |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihdon kasvu-%     | -2 %   | 2 %    | 4 %    | 0 %    | -1 %   |
| Käyttökateen kasvu-%     | -25 %  | 20 %   | 32 %   | -12 %  | 3 %    |
| Liikevoiton oik. kasvu-% | -3 %   | 14 %   | 32 %   | -14 %  | 1 %    |
| EPS oik. kasvu-%         | -25 %  | 34 %   | 45 %   | -21 %  | -2 %   |
| Käyttökate-%             | 12,0 % | 14,1 % | 17,8 % | 15,8 % | 16,4 % |
| Oik. Liikevoitto-%       | 9,0 %  | 10,0 % | 12,6 % | 10,9 % | 11,0 % |
| Liikevoitto-%            | 8,0 %  | 9,0 %  | 13,3 % | 10,6 % | 10,9 % |
| ROE-%                    | 8,3 %  | 10,6 % | 15,9 % | 11,2 % | 10,7 % |
| ROI-%                    | 8,1 %  | 9,7 %  | 14,5 % | 10,3 % | 10,0 % |
| Omavaraisuusaste         | 47,6 % | 51,4 % | 52,4 % | 50,3 % | 53,4 % |
| Nettovelkaantumisaste    | 48,0 % | 39,7 % | 32,9 % | 46,9 % | 39,6 % |

| Arvostuskertoimet  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019e | 2020e |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EV / Liikevaihto   | 1,1   | 1,3   | 1,0   | 1,1   | 1,0   |
| EV / EBITDA (oik.) | 9,3   | 9,1   | 5,5   | 6,7   | 6,3   |
| EV / EBIT (oik.)   | 12,4  | 12,8  | 7,8   | 9,7   | 9,3   |
| P / E (oik.)       | 15,2  | 14,8  | 7,7   | 9,5   | 9,7   |
| P / B              | 1,4   | 1,7   | 1,2   | 1,1   | 1,0   |
| Osinkotuotto-%     | 3,6 % | 3,1 % | 4,9 % | 5,7 % | 6,2 % |

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta. Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

|         |        |
|---------|--------|
| Osta    | >15 %  |
| Lisää   | 5-15 % |
| Vähennä | -5-5 % |
| Myy     | < -5 % |

Inderesin tutkimusta laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

## Suositus historia (>12 kk)

| Pvm        | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 22.1.2016  | Osta     | 9,00 €  | 7,26 €      |
| 5.2.2016   | Osta     | 9,00 €  | 7,02 €      |
| 22.3.2016  | Lisää    | 9,00 €  | 7,94 €      |
| 29.4.2016  | Lisää    | 9,00 €  | 8,13 €      |
| 22.7.2016  | Lisää    | 9,00 €  | 7,90 €      |
| 26.10.2016 | Lisää    | 9,25 €  | 8,63 €      |
| 18.11.2016 | Lisää    | 9,25 €  | 8,80 €      |
| 14.12.2016 | Lisää    | 10,20 € | 9,66 €      |
| 5.2.2017   | Vähennä  | 10,20 € | 10,00 €     |
| 28.4.2017  | Vähennä  | 10,50 € | 11,29 €     |
| 26.7.2017  | Vähennä  | 11,25 € | 11,54 €     |
| 5.10.2017  | Vähennä  | 11,75 € | 12,32 €     |
| 26.10.2017 | Vähennä  | 12,75 € | 13,08 €     |
| 9.11.2017  | Vähennä  | 12,75 € | 13,59 €     |
| 12.2.2018  | Lisää    | 13,75 € | 12,85 €     |
| 3.4.2018   | Vähennä  | 15,00 € | 14,92 €     |
| 16.4.2018  | Lisää    | 17,00 € | 15,92 €     |
| 30.4.2018  | Lisää    | 17,50 € | 16,40 €     |
| 23.7.2018  | Lisää    | 16,50 € | 14,08 €     |
| 29.10.2018 | Lisää    | 15,00 € | 13,32 €     |
| 28.12.2018 | Lisää    | 11,50 € | 10,12 €     |
| 4.2.2019   | Lisää    | 12,50 € | 11,50 €     |
| 4.4.2019   | Lisää    | 13,00 € | 11,99 €     |
| 12.6.2019  | Lisää    | 11,00 € | 9,70 €      |



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

#### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

**Palkittua analyysiä osoitteessa [www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)**

## Palkinnot



**2015, 2018**  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2014, 2016, 2017**  
Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018**  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2012, 2016, 2018**  
Suositustarkkuus



**2012, 2016, 2017, 2018**  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2017**  
Suositustarkkuus



**2017**  
Suositustarkkuus



**2018**  
Ennustetarkkuus



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS  
WINNER

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**