

Emme löytäneet raportista syytä romahdukselle

Stora Enson Q2-raportti oli melko neutraali suhteessa odotuksiimme, mutta osakekurssi romahti silti tulospäivänä lähes 14 %. Tarkastamme Stora Enson tavoitehintamme 16,50 euroon (aik. 17,50 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme. Osakkeen tulos pohjainen arvostus on mielestämme varsin maltillinen, mutta tietyiltä osin koholla olevan riskitason takia emme ota voimakkaampaa positiivista näkemystä osakkeesta tässä vaiheessa.

Q2:n operatiiviset numerot jäivät vain marginaalisesti konsensuksesta

Stora Enson liikevaihto kasvoi lähinnä myyntihintojen nousun ansiosta Q2:lla 5,4 % 2664 MEUR:oon, mikä ylitti lievästi meidän ja konsensuksen ennusteet. Operatiivinen liikevoitto kasvoi etenkin nousseiden hintojen ansiosta 50 % 327 MEUR, mikä osui täsmälleen ennusteeseemme ja oli käytännössä linjassa markkinaodotusten kanssa. Operatiivisesti kvartaali ei ollut nappisuoritus, sillä Consumer Boardin tuotantohäiriöt ja odotuksia suuremmat kunnossapidon tulosrasitukset rokkivat kannattavuutta 20 MEUR:lla. Lisäksi puuhuolto-ongelmat nipistivät tuloksesta vielä 12 MEUR. Divisioonista Consumer Boardin tulos jäi heikoksi ja selvästi alle odotusten, mutta muut divisioonat raportoivat erinomaisista numeroista ja ylittivät ennusteemme melko selvästi. Alemmilla riveillä positiiviset käyvän arvon muutokset tasoittivat kertaerien rasitusta, mutta rahoituskulut olivat kurssierojen takia koholla. Veroissa ei ollut yllätyksiä. Näin ollen Stora Enson oikaistu EPS kohosi operatiivista tulospaannusta heijastellen 0,30 euroon ja oli hyvin linjassa odotusten kanssa.

Konsernitason ennustemuutokset olivat marginaalisia

Stora Enso antoi Q3:lle ohjeistuksen, jonka mukaan yhtiön liikevaihto ja oikaistu liikevoitto ovat samalla tasolla kuin Q2:lla. Stora Ensolle liikevoitto-ohjeistuksen sanamuodot "samalla tasolla", tarkoittavat perinteisesti 10 %:n poikkeamaa, minkä olisi mielestämme pitänyt täyttää markkinaodotukset, sillä konsensus odotti ennen raporttia yhtiöltä oman ennusteemme tavoin 7 %:n kvartaalitason tuloskasvua. Markkinatilanteen iso kuva vaikuttaa kommenttien perusteella suotuisalta, vaikka kustannusinflaatio on kiihtynyt ainakin raakapuun osalta hieman odotuksiamme nopeammin. Emme kuitenkaan usko tämän aiheuttavan suurempia ongelmia, sillä Stora Enson tuotteiden hintakuva on pysynyt pääosin positiivisena H2:sta ajatellen. Emme tehneet Stora Enson konsernitason kuluvan vuoden tai lähivuosien ennusteisiimme hienosäätöä kummempia muutoksia raportin jälkeen. Näin ollen odotamme Stora Enson oikaistun liikevoiton vakaantuvan lähivuosina erinomaiselle tasolle 1350-1370 MEUR:oon.

Tulospohjainen arvostus painui varsin maltilliseksi

Stora Enson ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2018 ja 2019 ovat noin 11x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat noin 7x. Kertoimet ovat alle yhtiön historiallisten tasojen ja pidämme niitä syklin suotuisasta vaiheesta huolimatta houkuttelevina. Myös suhteellisilla tulokertoimilla Stora Enso on noin 10-15 %:n aliarvostettu, mikä ei mielestämme ole perusteltua. Näin ollen näemme kertoimissa melko selkeää nousuvaraa ja noin 4 %:n osinkotuotot tukevat lähivuosien tuotto-odotusta. Historiallisesti korkean tasearvostuksen (P/B 1,8x) ja nousussa olevien kauppasarjien takia jatkamme mielestämme perjantain pääosin perusteettomasta kurssilaskusta huolimatta lisää-puolella Stora Ensossa.

Analyytikko

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



Suositus

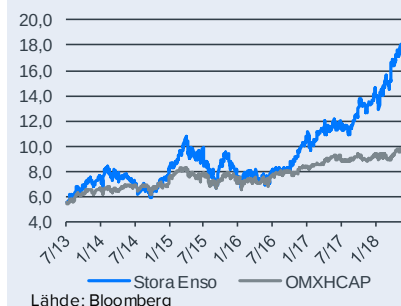
Lisää



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 16,50 EUR

Edellinen: 17,50



Ei-lisen päätös 14,08 EUR

12 kk vaihteluväli 11,06-18,44 EUR

Potentiaali 17,2 %

Ohjeistus

Q3:n liikevaihdon arvioidaan olevan samalla tasolla kuin Q2:n 2664 MEUR. Q3:n operatiivisen EBIT:n odotetaan olevan samalla tasolla kuin Q2:n 327 MEUR.

Ohjeistusmuutos: Uusi ohjeistus

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	9 802	783	8,0 %	541	0,59	0,37	1,1	8,6	17,2	15,2	3,6 %
2017	10 045	904	9,0 %	742	0,79	0,41	1,3	8,5	12,8	14,8	3,1 %
2018e	10 520	1 343	12,8 %	1 189	1,23	0,50	1,2	7,1	9,6	11,2	3,6 %
2019e	10 624	1 351	12,7 %	1 239	1,26	0,60	1,2	6,8	9,3	11,2	4,2 %
2020e	10 703	1 354	12,7 %	1 255	1,26	0,65	1,1	6,6	9,0	11,2	4,6 %
Markkina-arvo, MEUR			11104	OPO / osake 2018e, EUR			8,44	CAGR EPS, 2017-2020, %			17 %
Nettovelka 2018e, MEUR			1905	P/B 2018e			1,7	CAGR kasvu, 2017-2020, %			2 %
Yritysarvo (EV), MEUR			13087	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			28,4 %	ROE 2018e, %			15,3 %
Taseen koko 2018e, MEUR			12000	Omavaraisuusaste 2018e, %			55,9 %	ROCE 2018e, %			14,7 %

Myyntihintojen nousu ajoi tulokasvua Q2:lla

Strategiset investoinnit ja yleisesti hyvä kysyntä kasvatti liikevaihtoa Q2:lla

Stora Enso teki Q2:lla liikevaihtoa 2664 MEUR, mikä vastaa 5 %:n kasvua vertailukauteen nähden. Ylärikin kehitys oli aavistuksen meidän ja markkinoiden odotuksia parempaa ja mielestämme myös absoluuttisesti varsin hyvää. Liikevaihdon kasvu ilman divestoitua Puumerkkiä oli 7 %. Liikevaihdon kasvun pääajuri oli Q2:lla nousseet myyntihinnat, sillä puun saatavuushaasteiden, tuotantohäiriöiden ja Paperin rakenteellisesti laskevien volyymien takia volyymit eivät kasvaneet Q2:lla. Absoluuttisesti volyymitaso on toki korkea.

Wood Products oli portfolion tähti, Consumer Board ja Muut-yksikkö jäivät pettymyksiksi

Stora Enson Q2:n 327 MEUR:oon asettunut operatiivinen liikevoitto osui täsmälleen ennusteeseemme ja jäi vain marginaalisesti konsensusennusteista. Myös tulosparrannus syntyi etenkin korkeampien myyntihintojen kautta, joiden tuki ylitti selvästi kustannusinflaation vaikutukset. Etenkin puukustannukset olivat kuitenkin hieman odotuksiamme ripeämmässä nousussa, mikä selittyi osin sään aiheuttamilla puunkorjuuhaasteilla, jotka nostivat hintaa ja lisäsivät logistiikkakuluja (puuta sellutehtaille jouduttiin hankkimaan jopa Puolasta ja Irlannista asti). Valuutoilla oli 12 MEUR:n negatiivinen vaikutus oikaistuun liikevoittoon Q2:lla, minkä lisäksi haastava puutilanne rokotti oikaistua liikevoittoa 10 MEUR:lla, kun taas tuotantohäiriöiden negatiivinen vaikutus oli 8 MEUR ja odotuksia suurempien kunnossapitokulujen 20 MEUR. Näin ollen kvartaali ei ollut Stora Ensolta operatiivisesti lähellekään optimaalinen, mutta yhtiö ylsi silti vahvaan 12,4 %:n oikaistuun liikevoittomarginaaliin Q2:lla vahvan markkinatilanteen turvin. Siten yhtiön pohjakannattavuus on nyt erittäin vahvalla tasolla.

Divisioonatasolla kvartaalin tähti oli Wood Products (Q2 oik. EBIT 47 MEUR vs. Q2'17 35 MEUR) hinnan korotusten, myyntimixin kehityksen, hyvän volyymikasvun sekä Varkauden LVL-linjan ylösajon ajamana. Wood Productsin operatiivinen ROOC-% oli kausiluonteisesti vuoden parhaalla Q2:lla yli 30 %, mikä on erinomainen osoitus erittäin tehokkaaksi saneeratun yksikön kilpailukykyä. Positiivisiin yllätyksiin ja vertailukautta parempiin numeroihin ylsivät myös Packaging Solutions, Paper ja Biomaterials. Packaging Solutions paransi vertailukaudesta (Q2'18 57 MEUR vs. Q2'17 40 MEUR) selvästi hintojen korotusten ja myyntimixin parantumisen ansiosta, vaikka volyymit eivät olleetkaan erityisen hyvät. Myös Paper yllitti ennusteemme hieman odotuksiamme enemmän nousseen keskihinnan ansiosta lievästi ja paransi tuntuvasti heikkoon vertailukauteen nähden (Q2 oik. EBIT 54 MEUR vs. Q2'17 11 MEUR). Hyvin edistyneen hinnoittelun takia sellun ja muiden kustannusten ripeä inflaatio ja rakenteellisesti laskukäyrällä pysyneet volyymit eivät estäneet Paperilta ripeää tulosparrannusta. Myös

Biomaterialsin suoritus oli erittäin vahva korkean sellun hinnan ansiosta (Q2 oik. EBIT 109 MEUR vs. 62 MEUR Q4'16) ja yksikkö olikin konsernin selkein parantaja, vaikka puupuolen haasteet rokotivatkin todennäköisesti volyymejä ja numeroita vielä selvästi. Consumer Boardin Q2 oli sen sijaan heikko ja divisioona jäi vahvasta markkinatilanteesta, ennätysliikevaihdosta ja Kiinan kartonkikoneen ylösajon etenemisestä huolimatta vertailuluvuista (Q2 oik. EBIT 69 MEUR vs. Q2'17 65 MEUR). Olosuhteisiin nähden hyvin vaatimaton kannattavuus (Q2: oik. EBIT-% 9,4 %) johtui useasta tekijästä. Tuotantohäiriöiden vaikutus oli 8 MEUR negatiivinen, kun taas puun saatavuushaasteiden takia divisioonalta ei jäänyt ylimääräisiä (ja erittäin kannattavia) sellutonneja myytäväksi markkinoille vaan kaikki sellun tuotanto meni oman kartongin tuotannon raaka-aineiksi. Lisäksi divisioona kärsii tällä hetkellä kuluttajakartonkiliiketoiminnalle tyypillisistä pitkistä sopimuksista, joiden hintoja yhtiö ei ole päässyt korottamaan vahvasta markkinatilanteesta ja kustannusinflaation kiihtymisestä huolimatta. Näin ollen kustannusinflaatio iski yksikön kannattavuuteen Q2:lla ja tämä haaste jatkuu myös loppuvuodesta. Lisäksi Muut-yksikön tulos painui tappiolle (Q2 oik. EBIT -5 MEUR vs. Q2'17 2 MEUR) todennäköisesti haastavien puunkorjuuolosuhteiden takia, mikä oli alle odotustemme.

Oikaistu EPS oli linjassa ennusteiden kanssa

Tuloslaskelman alemmilla riveillä Stora Enso kirjasi hieman pienemmät 11 MEUR:n negatiiviset oikaisuerät raportoituun liikevoittoon, sillä tiedossa olleiden 28 MEUR:n kertaerien lisäksi Q2:lle osui 17 MEUR:lla käyvän arvon muutoksia ja muita ei-operatiivisia eriä. Lisäksi rahoituskulut olivat korkeat kurssierojen takia, mutta veroissa ei ollut suurempia yllätyksiä. Siten Stora Enson 0,31 euron oikaistu EPS oli operatiivista tulosta heijastellen linjassa meidän ja markkinoiden ennusteiden kanssa.

Taloudellinen asema on taseen puolesta vakaa

Liiketoiminnan rahavirran osalta Stora Enson raportti oli melko hyvän vertailukauden tasolla, sillä liiketoiminnan rahavirta asettui 357 MEUR:oon (Q2'17: 365 MEUR). Arviomme mukaan tulokasvuun nähden vaatimatonta rahavirtaa selitti pääosin kausiluonteinen käyttöpääoman sitoutuminen. Yhtiön taloudellinen asema jatkoi parantumistaan, sillä nettovelkaantumistaso laski viimevuodesta selvästi 40 %:iin (Q2'17 lopussa 49 %) ja nettovelan suhde oikaistuun käyttökatteeseen tasolle 1,3x (Q2'17 lopussa 1,9x). Siten yhtiön taloudellinen asema on vahva. Stora Enso sääti raportissa myös velkatavoitteitaan aiempaa hieman konservatiivisemmiksi ja tavoittelee nyt alle 60 %:n nettovelkaantumistasetta (aik. alle 80 %) sekä nettovelan ja käyttökatteen suhdetta alle 2,0x (aik. alle 3,0x). Hienosäädössä ei ollut mitään yllättävää suhteessa yhtiön viimeisimpiin kommentteihin taseen käytöstä.

MEUR / EUR	Q2'17	Q2'18	Q2'18e	Q2'18e	Konsensus		Erotus (%)	2018e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	2528	2664	2601	2624	2553	- 2677	2 %	10330
Operatiivinen liikevoitto	219	327	327	333	274	- 357	0 %	1366
Liikevoitto	205	317	302	326	294	- 357	5 %	1343
Tulos ennen veroja	145	257	290	292	264	- 320	-11 %	1202
EPS (operatiivinen)	0,20	0,31	0,30	0,31	0,28	- 0,36	4 %	1,23
Liikevaihdon kasvu-%	0,1 %	5,4 %	2,9 %	3,8 %	1,0 %	- 5,9 %	2,5 %-yks.	4,5 %
Liikevoitto-% (oper.)	8,7 %	12,3 %	12,6 %	12,7 %	10,7 %	- 13,3 %	-0,3 %-yks.	13,2 %

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)

Raportti ei johtanut ennustemuutoksiin konsernitasolla

Vahva tulokunto jatkuu myös H2:lla

Stora Enso ohjeisti Q3:lle yhtiön liikevaihdon ja oikaistun liikevoiton olevan Q2:n tasoilla. Konsensus odotti ennen Q2-raporttia noin 7 %:n parannusta Q3:n operatiiviseen liikevoittoon Q2:een verrattuna, joten ohjeistuksen katto osui markkinaodotusten tasolle (Stora Enson oikaistun liikevoiton ohjeistuksen skaalassa "samalla tasolla" tarkoittaa +/- 10 %). Omat odotuksemme olivat Q3:n osalta konsensuksen tasolla, joten ohjeistus oli neutraali suhteessa omiin ennakoarvioihimme. Q3:lla vuosihuoltojen tulosrasitus on 5 MEUR Q2:sta pienempi, minkä lisäksi tulosta tukevat todennäköisesti lievä myyntihintojen nousu Paperissa, Packaging Solutionsissa ja Wood Productsissa ja myös suojatut valuutat ovat yhtiön kannalta näillä näkymin Q3:lla piirun Q2:sta suotuisammassa asennossa tai ainakin neutraalit suhteessa Q2:een. Kiinteät kulut ovat Q3:lla tyypillisesti Q2:sta alemmat. Vastaavasti negatiivisia tulosajureita ovat sellun hinnan lievä lasku ja mahdollisesti hieman kiihtyvä kustannusinflaatio (etenkin raakapuu). Puunkorjuuhaasteiden tulosrasitus on Q3:lla konsernitasolla noin 10 MEUR.

Sellun hinnassa on lievää painetta, vaikka markkinan iso kuva on edelleen varsin suotuista

Markkinakommenttien perusteella arvioimme kysynnän pysyneen lähes kaikissa liiketoiminnoissa hyvänä edelleen suotuisaa globaalin talouden kehitystä heijastellen. Vahvaa kysyntätilannetta heijastellen yhtiö on saanut korotettua myyntihintoja edelleen H2:lle hieman Consumer Boardia ja Biomateriaaleja lukuun ottamatta. Sellun ja etenkin havusellun hinnan Stora Enso arvioi Q2-raportissa laskevan hieman Q3:lla Q2:een verrattuna, mutta yhtiön mukaan syyt ovat pitkälti kausiluonteisia (kesällä kysyntä on heikompaa) eikä pieni korjausliike pitkän hintarallin jälkeen olisi yllätys. Selkeintä laskupaine oli Kiinassa, jossa on ollut tiettyjä heikkoja merkkejä myös talouden hidastumisesta ja heikommasta kysynnästä. Sellun hinnan muodostuksen kannalta kriittisen Kiinan tilanne pitääkin markkinat varpaillaan, sillä merkittävämpi sellun hinnan lasku olisi tuntuva negatiivinen tulosajuri lähivuosina Stora Ensolle. Käytännössä kuitenkin arvioimme, että suuremman sellun hinnan lasku vaatisi Kiinan ja maailmantalouden hidastumista, sillä tarjontapuolet olennaisesti painetta sellun hinnoille ei ole edelläkään tämän vuosikymmenen puolella

tulossa. Consumer Boardissa pitkät sopimukset mahdollistavat hintojen korottamisen vasta ensi vuonna, jolloin arvioimme myös Consumer Boardin marginaalipaineen alkavan purkautua.

Puukustannuksissa alkaa olla jo selkeää inflaatiopainetta

Kustannusinflaatio suhteen Stora Enso vaikutti lievästi aiempia raportteja varautuneemmalta etenkin puuhun liittyen, sillä puun vahva kysyntä ja todennäköisesti väliaikaiset puunkorjausrajoitteet ovat nostaneet kevään aikana myös kuitupuun hintaa. Puun hinnan nousu on ollut myös jonkun verran omia odotuksiamme ripeämpää ainakin Suomessa ja Ruotsissa. Siten kustannusinflaatio alkaa rajoittaa marginaalien parantumista ja toisaalta testaa yhtiöiden hinnoitteluvoimaa. Puukustannus on Stora Ensolle merkittävä, sillä 10 %:n muutos raakapuun hinnassa vaikuttaa yhtiön oikaistuun liikevoittoon arvioimme mukaan yli 120 MEUR:lla. Keskipitkällä tähtäimellä riskinä on myös yleisen taloustilanteen kehittyminen, sillä nykyisten melko korkeiden tulostasojen ylläpitäminen saattaisi muodostua haastavaksi vaisummassa talousympäristössä.

Ennusteet nousivat selvästi lähivuosien osalta

Teimme kuluvan vuoden ja lähivuosien ennusteisiimme konsernitasolla vain marginaalisia muutoksia Q1-raportin jälkeen, kun etenkin Packaging Solutionsin, Paperin, Biomateriaalin ja Wood Productsin ennusteet nousivat huomattavasti yhtiön Q2:lla saavuttamien keskihintojen ja hinnoitteluun liittyvien kommenttien myötä. Volyymiennusteisiimme teimme vain pieniä tarkastuksia, kun taas kustannusennusteitamme nostimme hieman. Consumer Boardin osalta ennustemuutokset olivat varsinkin H2:n osalta selvästi negatiivisia jatkuvan marginaalipaineen takia, mutta emme usko yhtiöllä olevan suurempia vaikeuksia normalisoida marginaalejaan, jos markkinatilanne ei ala heikentyä nopeasti. Odotamme nyt Stora Enson oikaistun liikevoiton nousevan tänä vuonna 1366 MEUR:oon ja pysyvän lähivuosina vakaana tällä korkealla tasolla. Korkeaa ennustemaa kuvaa parhaiten se, että ennusteillamme Stora Enson ROCE-% nousee 14-15 %:iin, mikä on yhtiön yli 13 %:ssa olevan tavoitetason alarajan yläpuolella. Viime aikojen vahvan kehityksen ja edelleen suotuisan markkinanäkymän ansiosta ennusteet ovat mielestämme kuitenkin realistiset.

Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	10466	10520	1 %	10459	10624	2 %	10537	10703	2 %
Käyttökate	1857	1830	-1 %	1867	1848	-1 %	1863	1851	-1 %
Operatiivinen liikevoitto	1385	1367	-1 %	1371	1351	-1 %	1369	1354	-1 %
Liikevoitto	1361	1343	-1 %	1371	1351	-1 %	1369	1354	-1 %
Tulos ennen veroja	1207	1189	-1 %	1258	1239	-2 %	1270	1255	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,27	1,26	-1 %	1,28	1,26	-2 %	1,28	1,26	-1 %
Osakekohtainen osinko	0,50	0,50	0 %	0,60	0,60	0 %	0,65	0,65	0 %

Lähde: Inderes

Kurssin syöksykierre painoi tulokertoimet alhaisiksi

Arvostus on maltillinen sekä absoluuttisesti että suhteellisesti vuoden tähtäimellä

Stora Enson ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2018 ja 2019 ovat 11x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat noin 7x. Tulospohjaiset arvostuskertoimet ovat hieman yhtiön 5 vuoden mediaanien alapuolella. Tämä on mielestämme maltillinen taso, kun huomioidaan, että yhtiö on siirtynyt 2010-luvun alkupuolen voimakkaasta investointivaiheesta keräämään investointien hedelmiä sekä panostamaan vähäriskisempään tuotetransformaatioon (ml. jalostusarvon nosto uusia tuotteita kehittämällä). Lisäksi Stora Enson taseen vahvistuminen on mielestämme pienentänyt osakkeen riskiprofilia ja nostanut lievästi hyväksyttävää arvostusta.

Myös suhteellisesti Stora Enso on arvostettu selvällä 10-20 %:n alennuksella verrokkeihin nähden, vaikka yhtiö ansaitseekin mielestämme tuoteportfolionsa (Paperin osuus liikevaihdosta pienentynyt alle 30 %:iin) puolesta neutraalit kertoimet. Siten myös suhteellinen arvostus puoltaa mielestämme osakkeen melko selkeää nousuvaraa. Absoluuttinen ja suhteellinen arvostus sekä vajaan 4 %:n osinkotuotto huomioiden Stora Enson tuotto-odotus näyttää 12 kuukauden tähtäimellä mielestämme jo hyvältä nykyisten tulosenennusteidemme valossa. Tässä skenaariossa arvioimme markkinoiden korjaavan tulospäivän kurssin syöksylaskun. Mielestämme melko selvästi positiivisesta tuotto-odotuksesta huolimatta emme kuitenkaan ota voimakkaampaa positiivista näkemystä osakkeesta, sillä korkea tasepohjainen arvostus (P/B 1,8x), syklin suotuisa vaihe ja kiristynyt kauppapolitiikan tilanne ovat

nostaneet riskitasoa viime aikoina. Lisäksi vahvat pitkän aikavälin näkymät omaavan ja vastaavasti korkeilla arvostuskertoimilla arvostettavan Consumer Boardin lyhyen aikavälin heikkous puoltaa myös hieman esimerkiksi edellistä päivitystämme alhaisempien arvostuskertoimien hyväksymistä Stora Ensolle. Näkemystämme Stora Enson nousuvarasta tukee myös pidemmälle tulevaisuuteen merkittäviltä osin katsova kassavirtamalli.

Tukitasoja ei ole lähellä, jos tulokasvukuva pettää

Kuten todettua, Stora Enso on arvostettu tasepohjaisesti selvästi historiallisen tasonsa yläpuolelle P/B-luvulla 1,8x. Myös P/B:llä historiallista tasoa korkeampi arvostus on perusteltu tulokunnon kestävän vahvistumisen (myös laskusuhdanteessa yhtiö pärjaisi selvästi 2000-luvun talouden heikkoja jaksoja paremmin tuotantorakenteen muutoksen ja kustannustason laskun takia) ja taseen vahvistumisen sekä puhdistumisen (ml. esim. velkamäärän lasku ja Paperin alaskirjaukset) myötä, mutta nykyinen tasearvostus on mielestämme silti melko korkea pääomavaltaisessa teollisuudessa operoivalle perusteellisuusyhtiölle. Myös osinkotuotot ovat vasta pitkän aikavälin keskiarvojen tasoilla. Tasearvostus ja osinkotuotto huomioiden selkeitä tukitasoja tulokuntoon liittyviä riskejä vastaan ei ole nopeasti näköpiirissä, mutta myöskään merkkejä tulostrendin käänteestä ei ole. Tulospäivän kurssilasku puhdisti osakkeesta mielestämme tehokkaasti osakemarkkinoiden yleisiin arvostuskertoimiin liittyvät riskit, mikä tuki mielestämme osakkeen tuotto/riski-suhdetta jossain määrin.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Stora Enso	14,08	12886	15316	10,9	10,5	7,9	7,6	1,5	1,4	12,5	12,8	3,7	3,9	1,9
International Paper	52,99	18963	27747	11,5	10,6	7,8	7,3	1,5	1,4	10,6	9,6	3,7	4,0	2,8
Sappi	9168,00	3285	4623	10,2	9,4	6,6	6,1	0,9	0,9	11,0	10,0	2,9	3,2	1,9
DS Smith	506,00	7540	9414	15,2	13,5	10,2	9,9	1,3	1,3	14,8	13,5	3,2	3,1	2,6
Metsä Board	8,77	3361	3700	12,6	10,9	9,2	8,2	1,6	1,5	16,8	14,9	3,0	3,4	2,6
Holmen	189,96	3346	3620	15,3	15,2	11,1	11,1	2,2	2,2	17,6	18,3	3,5	3,8	1,5
BillerudKorsnäs	100,05	2058	2760	16,9	14,0	8,8	8,2	1,3	1,3	13,1	13,1	4,4	4,4	1,5
Mayr-Melnhof	114,40	2307	2111	10,3	9,9	7,1	6,8	1,0	1,0	14,1	13,6	2,8	2,9	1,6
Fibria	71,61	9058	11988	8,9	15,4	5,3	5,0	2,8	2,6	9,3	7,4	2,1	3,4	2,2
UPM	29,03	16360	16499	10,7	11,0	8,6	8,7	1,6	1,5	13,8	14,1	4,1	4,4	1,8
Nine Dragons	8,60	4399	7008	6,3	6,5	5,0	5,0	1,2	1,0	4,9	5,2	6,6	6,4	0,9
Smurfit Kappa	34,14	8201	11168	11,0	10,5	7,7	7,3	1,3	1,2	13,5	13,2	2,7	2,9	2,9
Mondi	2044,00	11318	12879	11,9	11,0	8,6	8,0	1,8	1,7	13,9	13,0	3,3	3,4	3,0
Stora Enso (Inderes)	14,08	11104	13087	9,6	9,3	7,1	6,8	1,2	1,2	11,2	11,2	3,6	4,2	1,7
Keskiarvo				11,7	11,4	8,0	7,6	1,5	1,5	12,8	12,2	3,5	3,8	2,1
Mediaani				11,0	10,9	7,9	7,6	1,5	1,4	13,5	13,1	3,3	3,4	1,9
Erotus-% vrt. mediaani				-13 %	-15 %	-11 %	-10 %	-15 %	-14 %	-17 %	-15 %	9 %	23 %	-14 %

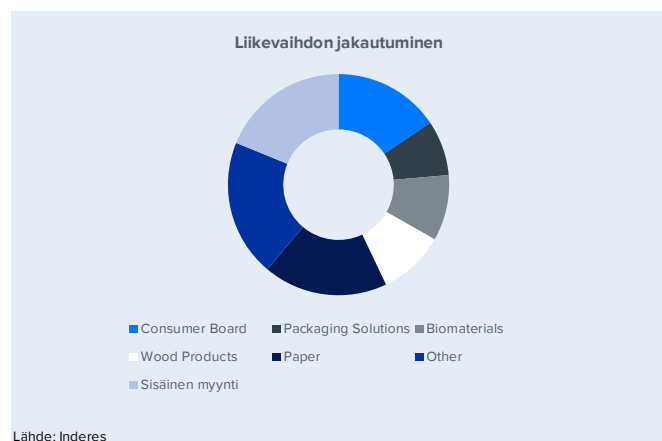
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	9802	2497	2528	2509	2511	10045	2579	2664	2657	2620	10520	10624	10703
Consumer Board	2342	611	630	639	636	2516	646	691	648	637	2622	2700	2763
Packaging Solutions	1044	290	313	318	334	1255	333	329	347	353	1362	1392	1399
Biomaterials	1376	369	371	379	364	1483	394	413	402	416	1625	1628	1650
Wood Products	1595	416	440	415	398	1669	394	429	418	397	1638	1690	1754
Paper	3245	748	719	727	726	2920	772	754	771	772	3070	2982	2903
Other	2477	651	628	593	618	2490	838	844	850	850	3382	3382	3382
Sisäinen myynti	-2277	-588	-573	-562	-565	-2288	-798	-796	-780	-805	-3179	-3150	-3150
Käyttökate	1181	335	324	393	367	1419	476	439	471	445	1830	1848	1851
Poistot ja arvonalennukset	-398	-142	-119	-123	-131	-515	-121	-122	-122	-122	-487	-497	-497
Operatiivinen liikevoitto	884	215	219	290	280	1004	369	327	349	323	1367	1351	1354
Liikevoitto	783	193	205	270	236	904	355	317	349	323	1343	1351	1354
Consumer Board	254	61	69	86	69	285	91	65	71	51	278	342	374
Packaging Solutions	64	24	40	48	58	170	61	57	67	70	255	252	248
Biomaterials	224	53	62	88	62	265	102	109	103	98	412	367	355
Wood Products	88	22	35	29	25	111	29	47	40	29	145	140	143
Paper	211	42	11	29	46	128	69	54	62	63	248	210	194
Other	43	13	2	10	20	45	17	-5	5	13	30	40	40
Oikaisuerät	-101	-22	-14	-20	-44	-100	-14	-10	0	0	-24	0	0
Kertaluonteiset erät	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettorahoituskulut	-242	-29	-60	-46	-27	-162	-22	-60	-36	-36	-154	-112	-99
Tulos ennen veroja	541	164	145	224	209	742	333	257	313	287	1189	1239	1255
Verot	-134	-57	-2	-33	-36	-128	-60	-44	-63	-57	-224	-242	-251
Vähemmistöosuudet	56	7	3	0	1	11	1	8	-1	-3	5	-6	-8
Nettotulos	463	114	146	191	174	625	274	221	249	226	970	991	996
EPS (operatiivinen)	0,67	0,17	0,20	0,27	0,26	0,89	0,35	0,30	0,32	0,29	1,26	1,26	1,26
EPS (raportoitu)	0,76	0,14	0,19	0,24	0,22	1,02	0,35	0,28	0,32	0,29	1,23	1,26	1,26

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	-2,4 %	2,1 %	0,1 %	4,8 %	3,0 %	2,5 %	3,3 %	5,4 %	5,9 %	4,4 %	4,7 %	1,0 %	0,7 %
Operatiivisen liikevoiton kasvu-%	-3,4 %	-13,3 %	-3,1 %	32,4 %	46,6 %	13,6 %	71,6 %	49,3 %	20,2 %	15,3 %	36,2 %	-1,2 %	0,2 %
Käyttökate-%	12,0 %	13,4 %	12,8 %	15,7 %	14,6 %	14,1 %	18,5 %	16,5 %	17,7 %	17,0 %	17,4 %	17,4 %	17,3 %
Operatiivinen liikevoitto-%	9,0 %	8,6 %	8,7 %	11,6 %	11,2 %	10,0 %	14,3 %	12,3 %	13,1 %	12,3 %	13,0 %	12,7 %	12,7 %
Nettotulos-%	4,7 %	4,6 %	5,8 %	7,6 %	6,9 %	6,2 %	10,6 %	8,3 %	9,4 %	8,6 %	9,2 %	9,3 %	9,3 %

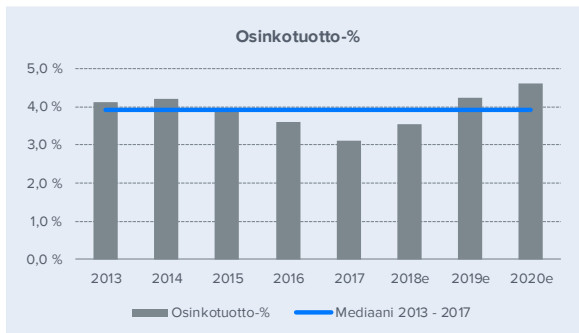
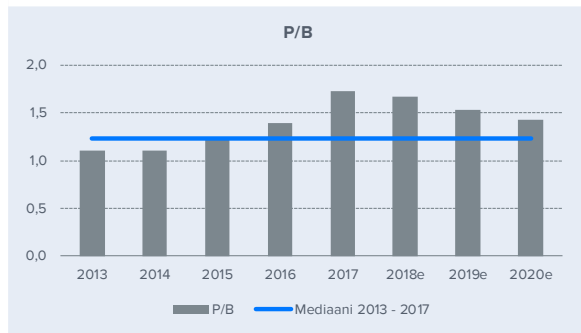
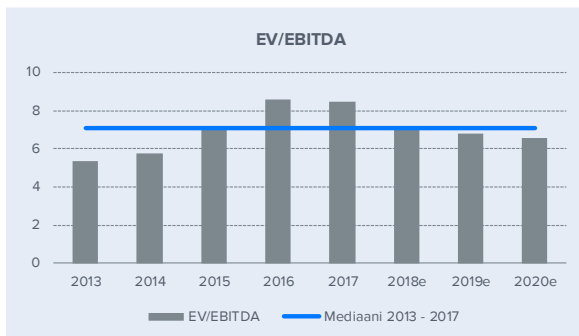
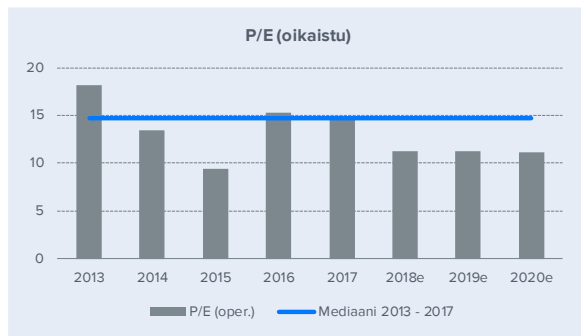
Lähde: Inderes



Arvostus

0	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	7,30	7,43	8,39	10,21	13,20	14,08	14,08	14,08
Markkina-arvo	5759	5610	6618	8086	10410	11104	11104	11104
Yritysarvo (EV)	9253	9241	10160	10989	12896	13087	12616	12187
P/E (oper.)	18,2	13,4	9,4	15,2	14,8	11,2	11,2	11,2
P/E	neg.	59,2	8,2	17,4	16,7	11,4	11,2	11,2
P/Kassavirta	-19,8	19,0	7,5	9,8	10,6	11,8	11,6	11,3
P/B	1,1	1,1	1,2	1,4	1,7	1,7	1,5	1,4
P/S	0,5	0,5	0,7	0,8	1,0	1,1	1,0	1,0
EV/Liikevaihto	0,9	0,9	1,0	1,1	1,3	1,2	1,2	1,1
EV/EBITDA	5,4	5,8	7,1	8,6	8,5	7,1	6,8	6,6
EV/EBIT	neg.	11,4	6,4	17,2	12,8	9,6	9,3	9,0
Osinko/tulos (%)	-446,4 %	239,0 %	32,2 %	63,0 %	51,7 %	40,6 %	47,4 %	51,5 %
Osinkotuotto-%	4,1 %	4,2 %	3,9 %	3,6 %	3,1 %	3,6 %	4,2 %	4,6 %

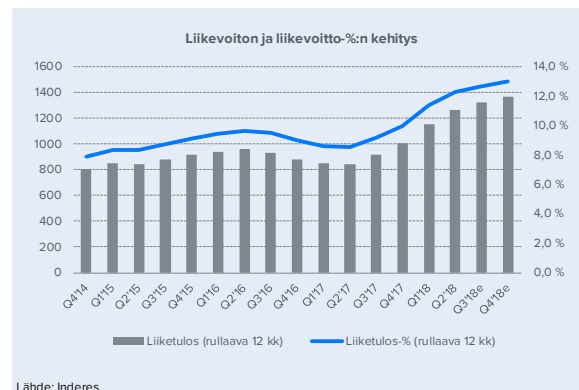
Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)



Lähde: Inderes



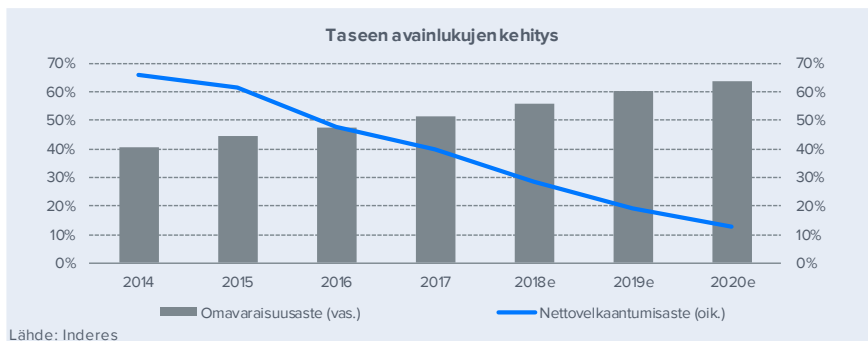
Lähde: Inderes

Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	8797	8699	8434	8523	8647
Liikearvo	248	238	237	237	237
Aineettomat oikeudet	156	180	229	231	233
Käyttöomaisuus	5627	5611	5310	5403	5525
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1570	1594	1600	1594	1594
Muut sijoitukset	660	784	799	799	799
Muut pitkäaikaiset varat	290	78	105	105	105
Laskennalliset verosaamiset	246	214	154	154	154
Vaihtuvat vastaavat	3564	3627	3336	3477	3510
Varastot	1373	1346	1321	1389	1402
Muut lyhytaikaiset varat	59	55	89	89	89
Myyntisaamiset	1324	1273	1319	1368	1381
Likvidit varat	808	953	607	631	637
Taseen loppusumma	12361	12326	11770	12000	12157

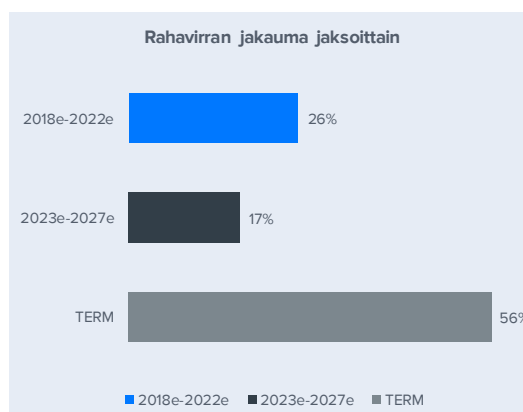
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	5388	5806	6008	6655	7252
Osakepääoma	1423	1423	1423	1423	1423
Kertyneet voittovarot	3965	4383	4585	5232	5829
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	0	0	0	0	0
Vähemmistöosuus	125	62	47	47	47
Pitkäaikaiset velat	4133	3469	2752	2735	2368
Laskennalliset verovelat	252	203	166	166	166
Varaukset	112	114	111	111	111
Lainat rahoituslaitoksilta	3342	2655	2046	2029	1662
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	427	497	429	429	429
Lyhytaikaiset velat	2715	2989	2963	2562	2490
Lainat rahoituslaitoksilta	854	1115	966	507	415
Lyhytaikaiset korottomat velat	1765	1774	1888	1946	1966
Muut lyhytaikaiset velat	96	100	109	109	109
Taseen loppusumma	12361	12326	11770	12000	12157



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	904	1343	1351	1354	1325	1326	1314	1284	1252	1161	1184	
+ Kokonaispoistot	515	487	497	497	494	492	493	496	501	508	514	
- Maksetut verot	-105	-224	-242	-251	-252	-255	-253	-247	-241	-223	-227	
- verot rahoituskuluista	-28	-29	-22	-20	-14	-11	-10	-10	-10	-10	-10	
+ verot rahoitustuotoista	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	
- Käyttöpääoman muutos	68	-58	-8	-6	5	-11	-13	-16	-17	-18	-18	
Operatiivinen kassavirta	1354	1519	1577	1574	1559	1542	1531	1507	1486	1419	1444	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-71	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoinvestoinnit	-304	-582	-621	-594	-464	-512	-530	-550	-582	-582	-589	
Vapaa operatiivinen kassavirta	979	937	956	981	1095	1029	1001	957	904	837	855	
+/- Muut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	979	937	956	981	1095	1029	1001	957	904	837	855	17272
Diskontattu vapaa kassavirta	910	866	830	866	761	691	617	544	471	449	9077	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	16083	15173	14307	13476	12610	11850	11159	10542	9997	9526	9077	
Velaton arvo DCF	16083											
- Korolliset velat		-3012										
+ Rahavarat		607										
- Vähemmistöosuus		-78										
- Osinko/pääomapalautus		-323										
Oman pääoman arvo DCF	13276											
Oman pääoman arvo DCF per osake	16,83											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riskipreemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,1 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	10040	9802	10045	10520	10624
EBITDA	1576	1181	1419	1830	1848
EBITDA-marginaali (%)	15,7	12,0	14,1	17,4	17,4
EBIT	1059	783	904	1343	1351
Voitto ennen veroja	814	541	742	1189	1239
Nettovoitto	807	463	625	970	991
Kertaluontoiset erät	144	-101	-100	-24	0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	12361	12326	11770	12000	12157
Oma pääoma	5513	5868	6055	6702	7299
Liikearvo	248	238	237	237	237
Korolliset velat	4196	3770	3012	2536	2077

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	1576	1181	1419	1830	1848
Nettokäyttöpääoman muutos	309	95	68	-58	-8
Operatiivinen kassavirta	1411	1065	1354	1519	1577
Vapaa kassavirta	880	829	979	937	956

Yhtiökuvaus
Stora Enso on paperi-, biomateriaali-, pakkaus- ja puutuoteteollisuuden maailmanlaajuinen edelläkävijä, joka hakee jatkuvasti uutta tarjotaksemme asiakkailleen innovatiivisia, uusiutuviin materiaaleihin perustuvia ratkaisuja. Stora Enson palveluksessa on maailmanlaajuisesti noin 28 000 ihmistä, ja sen liikevaihto vuonna 2013 oli 10,5 miljardia euroa.

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	1,02	0,59	0,79	1,23	1,26
EPS operatiivinen	0,90	0,67	0,89	1,26	1,26
Operat. kassavirta per osake	1,79	1,35	1,72	1,93	2,00
Tasearvo per osake	6,83	7,36	7,62	8,44	9,20
Osinko per osake	0,33	0,37	0,41	0,50	0,60
Voitonjako, %	32	63	52	41	47
Osinkotuotto, %	3,9	3,6	3,1	3,6	4,3

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	8,2	17,5	16,7	11,4	11,2
P/B	1,2	1,4	1,7	1,7	1,5
P/Liikevaihto	0,7	0,8	1,0	1,1	1,0
P/CF	4,7	7,6	7,7	7,3	7,0
EV/Liikevaihto	1,0	1,1	1,3	1,2	1,2
EV/EBITDA	6,4	9,3	9,1	7,2	6,8
EV/EBIT	9,6	14,0	14,3	9,7	9,3

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 %

Suosituksistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
5.2.2016	Osta	9,00 €	7,02 €
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 €

Vastuuvapauslauseke

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 suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät 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:

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla 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 laatineen 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, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>