

Reaktio tulosvaroitukseen jäi vaimeaksi

Tarkistamme Stora Enson tavoitehintamme 17,00 euroon (aik. 15,00 euroa) yhtiön Q1-tulosvaroituksen jälkeen tekemiämme selviä positiivisia ennustemuutoksia heijastellen. Stora Enson suosituksemme nostamme lisää-tasolle (aik. vähennä), sillä markkinareaktio (+3,6 % tulosvaroituspäivänä) melko voimakkaaseen varoitukseen jäi yllättävän vaimeaksi. Näemme yhtiön arvostuksessa maltillista nousuvaraa vahvan lyhyen ajan tuloskasvun myötä, vaikka tietyiltä osin arvostuksesta löytyy myös riskejä.

Yhtiö hakkasi Q1:llä tulosennusteet selvällä marginaalilla

Stora Enso kertoi tehneensä Q1:llä 2571 MEUR:n liikevaihdolla 369 MEUR:n oikaistun liikevoiton (Q1'18: oik. EBIT-% 14,3 %), mikä ylitti yhtiön aiemman tulosohjeistuksen indikoiman tulostason. Ennusteemme yhtiön Q1-tulokselle oli 320 MEUR ja konsensus oli vain hieman korkeammalla, joten tulosylitys oli melko voimakas. Liikevaihtotasolla yhtiö jäi marginaalisesti ennusteestamme Q1:llä. Tulositylitystä selitti valtaosin Paper-liiketoiminta, jossa yhtiön kulut ovat olleet Q1:llä tuntuvasti odotuksiamme alemmat luultavasti erittäin korkean operatiivisen tehokkuuden ansiosta. Lisäksi Biomaterialsin, Wood Productsin ja Muun toiminnan tulokset olivat hieman odotuksiamme vahvempia, kun taas Packaging Solutionsin ja Consumer Boardin tulokset osuivat ennusteisiimme. Tulosvaroituksen yhteydessä Stora Enso antoi jo ohjeistuksen Q2:lle, jonka mukaan yhtiön liikevaihto on samalla tasolla tai hieman suurempi kuin Q1:llä ja oikaistu liikevoitto on samalla tasolla tai jonkun verran alhaisempi kuin Q1:llä. Q2:lla tehtaiden vuosihuollot rasittavat tulosta noin 40 MEUR:lla suhteessa Q1:een (Q1:llä ei olennaisia huoltoja). Ohjeistuksen sanamuodoissa ei ollut yllätyksiä suhteessa ennusteisiimme, mutta Q1-ylityksen ansiosta vertailutaso kohosi alkuperäistä arviotamme korkeammaksi, joten myös Q2:n ohjeistus nousi selvästi positiiviselle puolelle.

Olemme nostaneet ennusteitamme selvästi odotuksia vahvemman Q1:n jälkeen

Olemme nostaneet Stora Enson lähivuosien tulosennusteitamme oikaistun liikevoiton tasolla 7-9 % kuluvan vuoden ja lähivuosien osalta. Muutosten taustalla oli etenkin Paper-liiketoiminta, jossa nostimme keskihintaennusteitamme lievästi ja alensimme kustannusennusteitamme selvästi erittäin vahvan Q1-suorituksen jälkeen. Muissa liiketoiminnoissa ennustemuutokset jäivät melko maltillisiksi. Odotamme nyt Stora Enson oikaistun liikevoiton nousevan tänä vuonna 1321 MEUR:oon (2017: oik. EBIT 1004 MEUR). Lähivuosien tuloskasvun osalta olemme vielä rajallisen näkyvyyden takia maltillisia ja odotamme oikaistun liikevoiton pysyvän melko vakaana erittäin vahvalla tasolla reilussa 1300 MEUR:ssa. Ennusteillamme Stora Enso ylittää yli 13 %:n sijoitetun pääoman tuottotavoitteensa lähivuosina (2018e-2020e: ROCE-% 14 %). Siten ennustema-rima on kokonaisuutena korkealla, mikä kohottaa väistämättä sijoittajien riskejä.

Näemme arvostuksessa vielä lievää nousuvaraa, vaikka riskit ovatkin koholla

Stora Enson ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2018 ja 2019 ovat noin 13x, kun vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat noin 8x. Kertoimet eivät ole huomattavan alhaisia, mutta vahvan lyhyen ajan tuloskasvunäkymän valossa näemme niissä lievää nousuvaraa. Stora Enson tasepohjainen P/B-luku on taas lähes historiallisen korkealla tasolla 2,0x. Tämä nostaa pitkän ajan sijoittajien riskejä, mutta yhtiön nykyisessä vahvassa tuloskasvumoodissa arvioimme markkinoiden painottavan tulostuloksia. Lähivuosien osinkotuottojen ennustamme olevan kohtuullisella tasolla noin 3-4 %:n haarukassa. Suhteellisesti Stora Enson osake on maltillisesti aliarvostettu suhteessa verrokkeihin vuoden 2018 kertoimilla, mitä emme pidä perusteltuna.

Analytikko

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



Suositus

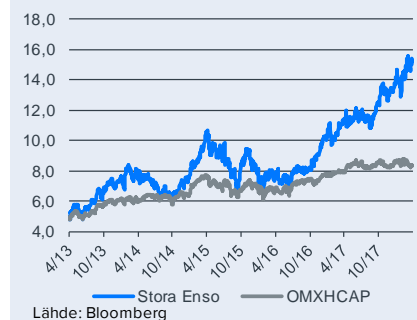
Lisää



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 17,00 EUR

Edellinen: 15,00



Ei-ilisen päätös 15,92 EUR

12 kk vaihteluväli 11,06-15,92 EUR

Potentiaali 6,8 %

Ohjeistus

Q2:n liikevaihdon arvioidaan olevan samalla tasolla tai hieman korkeampi kuin Q1:n 2 571 MEUR. Operatiivisen EBIT:n odotetaan olevan samalla tasolla tai jonkin verran alempi kuin Q1:n 369 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 | 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 | 10 353 | 1 321 | 12,8 % | 1 179 | 1,19 | 0,50 | 1,4 | 8,0 | 11,0 | 13,3 | 3,1 % |
| 2019e | 10 433 | 1 311 | 12,6 % | 1 181 | 1,19 | 0,57 | 1,3 | 7,8 | 10,7 | 13,4 | 3,6 % |
| 2020e | 10 509 | 1 321 | 12,6 % | 1 202 | 1,21 | 0,64 | 1,3 | 7,5 | 10,3 | 13,2 | 4,0 % |
| Markkina-arvo, MEUR | | 12555 | | OPO / osake 2018e, EUR | | | 8,40 | CAGR EPS, 2017-2020, % | | | 15 % |
| Nettovelka 2018e, MEUR | | 1907 | | P/B 2018e | | | 1,9 | CAGR kasvu, 2017-2020, % | | | 2 % |
| Yritysarvo (EV), MEUR | | 14552 | | Nettovelkaisuusaste 2018e, % | | | 28,6 % | ROE 2018e, % | | | 14,9 % |
| Taseen koko 2018e, MEUR | | 11933 | | Omavaraisuusaste 2018e, % | | | 55,9 % | ROCE 2018e, % | | | 14,5 % |

Ennustemuutokset

| Ennustemuutokset | 2018e | 2018e | Muutos | 2019e | 2019e | Muutos | 2020e | 2020e | Muutos |
|---------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR | Vanha | Uusi | % | Vanha | Uusi | % | Vanha | Uusi | % |
| Liikevaihto | 10337 | 10353 | 0 % | 10490 | 10433 | -1 % | 10576 | 10509 | -1 % |
| Käyttökate | 1737 | 1821 | 5 % | 1678 | 1807 | 8 % | 1690 | 1809 | 7 % |
| Operatiivinen liikevoitto | 1237 | 1321 | 7 % | 1203 | 1311 | 9 % | 1210 | 1321 | 9 % |
| Liikevoitto | 1237 | 1321 | 7 % | 1203 | 1311 | 9 % | 1210 | 1321 | 9 % |
| Tulos ennen veroja | 1093 | 1179 | 8 % | 1069 | 1181 | 11 % | 1113 | 1202 | 8 % |
| EPS (ilman kertaeriä) | 1,11 | 1,19 | 8 % | 1,08 | 1,19 | 11 % | 1,12 | 1,21 | 8 % |
| Osakekohtainen osinko | 0,50 | 0,50 | 0 % | 0,55 | 0,57 | 4 % | 0,60 | 0,64 | 7 % |

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet

| Yhtiö | Osakekurssi | Markkina-arvo | Yritysarvo | EV/EBIT | | EV/EBITDA | | EV/Liikevaihto | | P/E | | Osinkotuotto-% | | P/B |
|-------------------------------|--------------|---------------|--------------|-------------|-------------|-------------|------------|----------------|-------------|-------------|-------------|----------------|------------|------------|
| | MEUR | MEUR | MEUR | 2018e | 2019e | 2018e | 2019e | 2018e | 2019e | 2018e | 2019e | 2018e | 2019e | 2018e |
| Stora Enso | 15,92 | 12160 | 14506 | 11,8 | 11,2 | 8,0 | 7,6 | 1,4 | 1,3 | 13,9 | 13,4 | 3,2 | 3,5 | 1,9 |
| International Paper | 52,59 | 17669 | 25862 | 12,0 | 11,0 | 8,2 | 7,7 | 1,5 | 1,4 | 10,5 | 9,5 | 3,7 | 3,9 | 2,9 |
| Sappi | 7665,00 | 2879 | 3974 | 9,8 | 8,2 | 6,2 | 5,3 | 0,8 | 0,8 | 10,5 | 9,2 | 3,0 | 3,6 | 1,7 |
| DS Smith | 501,20 | 6062 | 7754 | 12,2 | 10,6 | 8,7 | 7,7 | 1,1 | 1,0 | 14,2 | 12,7 | 3,3 | 3,6 | 2,5 |
| Metsä Board | 8,68 | 3068 | 3379 | 11,8 | 10,6 | 8,6 | 7,8 | 1,5 | 1,4 | 16,0 | 14,6 | 2,9 | 3,3 | 2,4 |
| Holmen | 449,40 | 3723 | 3948 | 15,1 | 15,2 | 11,0 | 11,1 | 2,3 | 2,2 | 19,4 | 19,8 | 3,1 | 3,2 | 1,7 |
| BillerudKorsnäs | 124,80 | 2476 | 2884 | 12,8 | 13,2 | 8,3 | 7,6 | 1,4 | 1,4 | 12,7 | 13,5 | 3,8 | 3,9 | 1,7 |
| Mayr-Meinhof | 125,60 | 2508 | 2517 | 10,9 | 10,4 | 7,6 | 7,3 | 1,1 | 1,0 | 15,2 | 14,5 | 2,6 | 2,7 | 1,8 |
| Fibria | 66,77 | 8794 | 11747 | 9,0 | 10,7 | 6,6 | 6,2 | 2,9 | 2,8 | 8,8 | 9,5 | 1,9 | 2,6 | 2,1 |
| UPM | 29,72 | 15555 | 16028 | 11,0 | 10,7 | 8,5 | 8,4 | 1,5 | 1,4 | 14,3 | 14,4 | 4,4 | 4,7 | 1,7 |
| Nine Dragons | 12,38 | 5981 | 8655 | 7,7 | 7,8 | 6,3 | 6,3 | 1,5 | 1,3 | 6,4 | 6,6 | 5,2 | 5,1 | 1,3 |
| Smurfit Kappa | 34,26 | 8105 | 11070 | 11,7 | 10,8 | 8,1 | 7,5 | 1,2 | 1,1 | 14,5 | 14,0 | 2,8 | 2,9 | 2,9 |
| Mondi | 1949,50 | 10638 | 12256 | 11,6 | 10,8 | 8,3 | 7,8 | 1,7 | 1,6 | 13,7 | 13,0 | 3,2 | 3,4 | 2,8 |
| Stora Enso (Inderes) | 15,92 | 12555 | 14552 | 11,0 | 10,7 | 8,0 | 7,8 | 1,4 | 1,3 | 13,3 | 13,4 | 3,1 | 3,6 | 1,9 |
| Keskiarvo | | | | 11,3 | 10,9 | 8,0 | 7,6 | 1,5 | 1,5 | 13,1 | 12,7 | 3,3 | 3,6 | 2,1 |
| Mediaani | | | | 11,7 | 10,7 | 8,2 | 7,6 | 1,5 | 1,4 | 13,9 | 13,4 | 3,2 | 3,5 | 1,9 |
| Erotus-% vrt. mediaani | | | | -6 % | 0 % | -3 % | 3 % | -4 % | -3 % | -4 % | 0 % | 0 % | 3 % | 2 % |

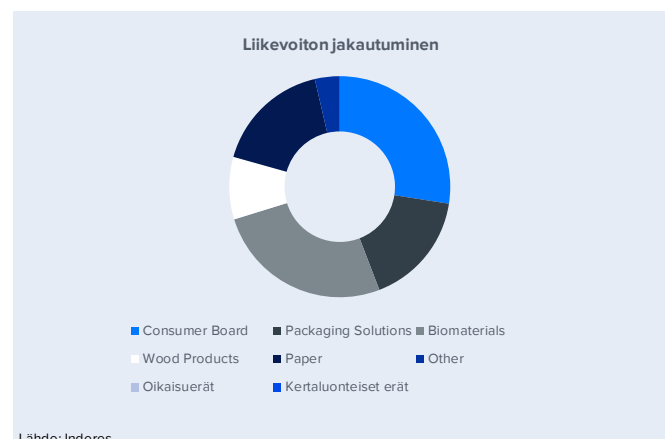
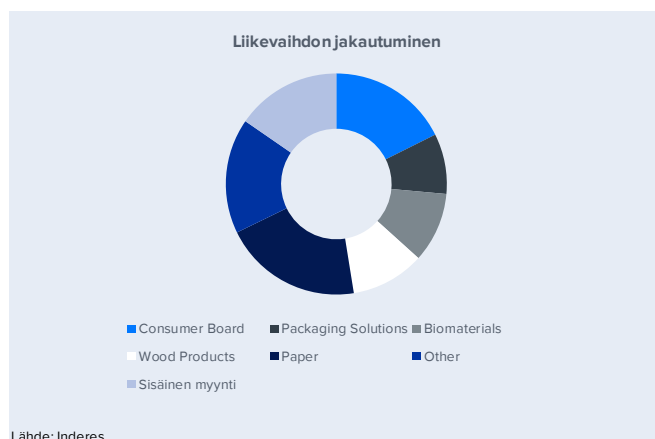
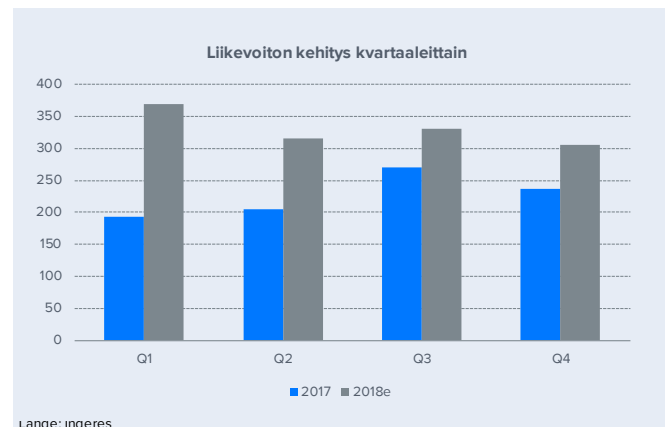
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

| Tuloskehitys kvartaalitasolla | 2016 | Q1'17 | Q2'17 | Q3'17 | Q4'17 | 2017 | Q1'18e | Q2'18e | Q3'18e | Q4'18e | 2018e | 2019e | 2020e |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Liikevaihto | 9802 | 2497 | 2528 | 2509 | 2511 | 10045 | 2579 | 2599 | 2577 | 2597 | 10353 | 10433 | 10509 |
| Consumer Board | 2342 | 611 | 630 | 639 | 636 | 2516 | 646 | 666 | 654 | 670 | 2636 | 2742 | 2806 |
| Packaging Solutions | 1044 | 290 | 313 | 318 | 334 | 1255 | 333 | 327 | 326 | 331 | 1317 | 1324 | 1333 |
| Biomaterials | 1376 | 369 | 371 | 379 | 364 | 1483 | 394 | 381 | 382 | 375 | 1532 | 1532 | 1548 |
| Wood Products | 1595 | 416 | 440 | 415 | 398 | 1669 | 394 | 417 | 407 | 395 | 1612 | 1669 | 1732 |
| Paper | 3245 | 748 | 719 | 727 | 726 | 2920 | 772 | 749 | 748 | 768 | 3037 | 2946 | 2870 |
| Other | 2477 | 651 | 628 | 593 | 618 | 2490 | 630 | 628 | 630 | 630 | 2518 | 2500 | 2500 |
| Sisäinen myynti | -2277 | -588 | -573 | -562 | -565 | -2288 | -590 | -570 | -570 | -570 | -2300 | -2280 | -2280 |
| Käyttökate | 1181 | 335 | 324 | 393 | 367 | 1419 | 494 | 441 | 455 | 431 | 1821 | 1807 | 1809 |
| Poistot ja arvonalennukset | -398 | -142 | -119 | -123 | -131 | -515 | -125 | -125 | -125 | -125 | -500 | -496 | -488 |
| Operatiivinen liikevoitto | 884 | 215 | 219 | 290 | 280 | 1004 | 369 | 316 | 330 | 306 | 1321 | 1311 | 1321 |
| Liikevoitto | 783 | 193 | 205 | 270 | 236 | 904 | 369 | 316 | 330 | 306 | 1321 | 1311 | 1321 |
| Consumer Board | 254 | 61 | 69 | 86 | 69 | 285 | 91 | 97 | 97 | 77 | 363 | 391 | 413 |
| Packaging Solutions | 64 | 24 | 40 | 48 | 58 | 170 | 61 | 49 | 53 | 58 | 221 | 218 | 217 |
| Biomaterials | 224 | 53 | 62 | 88 | 62 | 265 | 102 | 87 | 87 | 68 | 344 | 337 | 338 |
| Wood Products | 88 | 22 | 35 | 29 | 25 | 111 | 29 | 35 | 30 | 27 | 121 | 124 | 127 |
| Paper | 211 | 42 | 11 | 29 | 46 | 128 | 69 | 41 | 52 | 63 | 225 | 197 | 181 |
| Other | 43 | 13 | 2 | 10 | 20 | 45 | 17 | 7 | 10 | 14 | 48 | 44 | 45 |
| Oikaisuerät | -101 | -22 | -14 | -20 | -44 | -100 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Kertaluonteiset erät | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nettorahoituskulut | -242 | -29 | -60 | -46 | -27 | -162 | -36 | -36 | -36 | -36 | -142 | -129 | -119 |
| Tulos ennen veroja | 541 | 164 | 145 | 224 | 209 | 742 | 334 | 281 | 294 | 270 | 1179 | 1181 | 1202 |
| Verot | -134 | -57 | -2 | -33 | -36 | -128 | -67 | -56 | -59 | -54 | -236 | -236 | -240 |
| Vähemmistöosuudet | 56 | 7 | 3 | 0 | 1 | 11 | 1 | 2 | -1 | -3 | -1 | -6 | -8 |
| Nettotulos | 463 | 114 | 146 | 191 | 174 | 625 | 268 | 227 | 234 | 213 | 942 | 939 | 953 |
| EPS (operatiivinen) | 0,67 | 0,17 | 0,20 | 0,27 | 0,26 | 0,89 | 0,34 | 0,29 | 0,30 | 0,27 | 1,19 | 1,19 | 1,21 |
| EPS (raportoitu) | 0,76 | 0,14 | 0,19 | 0,24 | 0,22 | 1,02 | 0,34 | 0,29 | 0,30 | 0,27 | 1,19 | 1,19 | 1,21 |

| Tunnusluvut | 2016 | Q1'17 | Q2'17 | Q3'17 | Q4'17 | 2017 | Q1'18e | Q2'18e | Q3'18e | Q4'18e | 2018e | 2019e | 2020e |
|-----------------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihdon kasvu-% | -2,4 % | 2,1 % | 0,1 % | 4,8 % | 3,0 % | 2,5 % | 3,3 % | 2,8 % | 2,7 % | 3,4 % | 3,1 % | 0,8 % | 0,7 % |
| Operatiivisen liikevoiton kasvu-% | -3,4 % | -13,3 % | -3,1 % | 32,4 % | 46,6 % | 13,6 % | 71,6 % | 44,4 % | 13,7 % | 9,2 % | 31,6 % | -0,8 % | 0,8 % |
| Käyttökate-% | 12,0 % | 13,4 % | 12,8 % | 15,7 % | 14,6 % | 14,1 % | 19,2 % | 17,0 % | 17,6 % | 16,6 % | 17,6 % | 17,3 % | 17,2 % |
| Operatiivinen liikevoitto-% | 9,0 % | 8,6 % | 8,7 % | 11,6 % | 11,2 % | 10,0 % | 14,3 % | 12,2 % | 12,8 % | 11,8 % | 12,8 % | 12,6 % | 12,6 % |
| Nettotulos-% | 4,7 % | 4,6 % | 5,8 % | 7,6 % | 6,9 % | 6,2 % | 10,4 % | 8,7 % | 9,1 % | 8,2 % | 9,1 % | 9,0 % | 9,1 % |

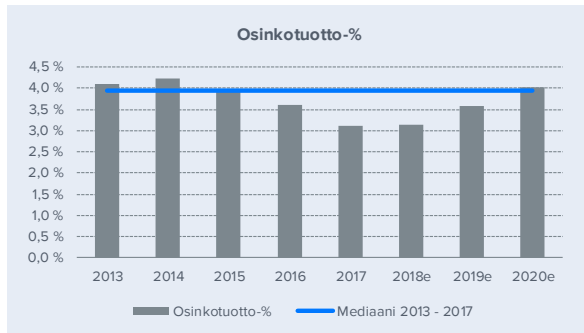
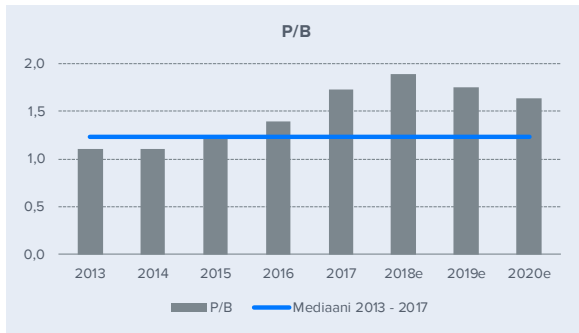
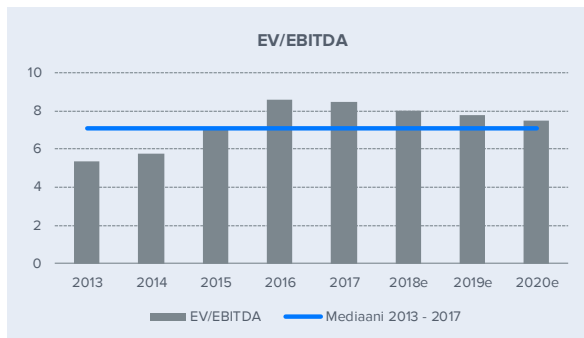
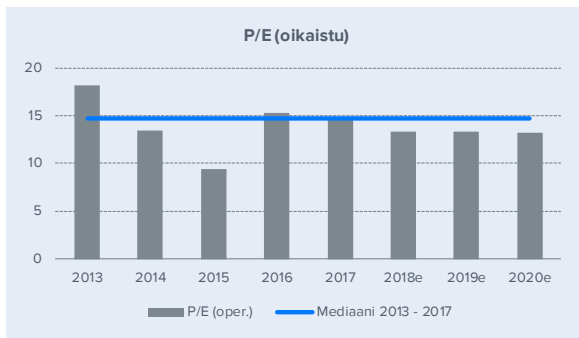
Lähde: Inderes



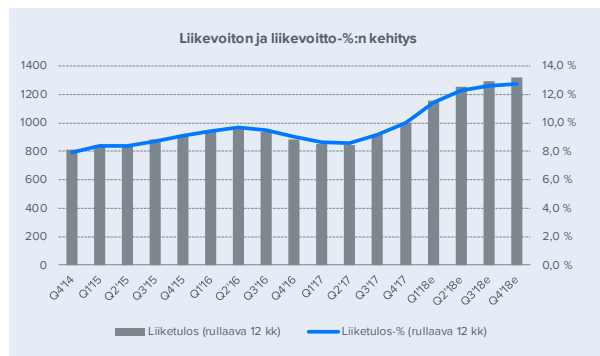
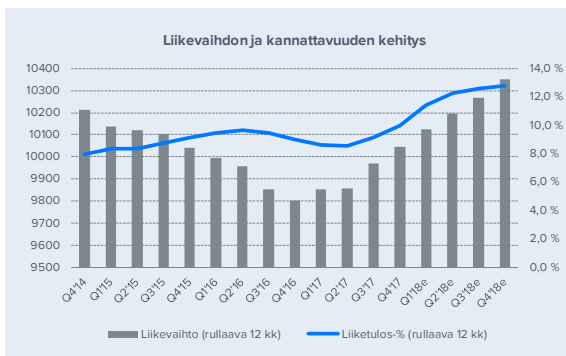
Arvostus

| 0 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e | 2020e |
|------------------|----------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi | 7,30 | 7,43 | 8,39 | 10,21 | 13,20 | 15,92 | 15,92 | 15,92 |
| Markkina-arvo | 5759 | 5610 | 6618 | 8086 | 10410 | 12555 | 12555 | 12555 |
| Yritysarvo (EV) | 9253 | 9241 | 10160 | 10989 | 12896 | 14552 | 14043 | 13582 |
| P/E (oper.) | 18,2 | 13,4 | 9,4 | 15,2 | 14,8 | 13,33 | 13,37 | 13,2 |
| P/E | neg. | 59,2 | 8,2 | 17,4 | 16,7 | 13,33 | 13,37 | 13,2 |
| P/Kassavirta | -19,8 | 19,0 | 7,5 | 9,8 | 10,6 | 13,5 | 12,5 | 12,4 |
| P/B | 1,1 | 1,1 | 1,2 | 1,4 | 1,7 | 1,9 | 1,8 | 1,6 |
| P/S | 0,5 | 0,5 | 0,7 | 0,8 | 1,0 | 1,2 | 1,2 | 1,2 |
| EV/Liikevaihto | 0,9 | 0,9 | 1,0 | 1,1 | 1,3 | 1,4 | 1,3 | 1,3 |
| EV/EBITDA | 5,4 | 5,8 | 7,1 | 8,6 | 8,5 | 8,0 | 7,8 | 7,5 |
| EV/EBIT | neg. | 11,4 | 6,4 | 17,2 | 12,8 | 11,0 | 10,7 | 10,3 |
| Osinko/tulos (%) | -446,4 % | 239,0 % | 32,2 % | 63,0 % | 51,7 % | 41,9 % | 47,9 % | 52,9 % |
| Osinkotuotto-% | 4,1 % | 4,2 % | 3,9 % | 3,6 % | 3,1 % | 3,1 % | 3,6 % | 4,0 % |

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

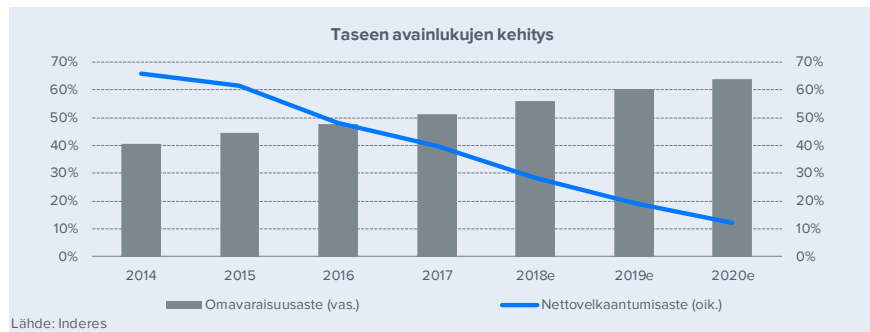


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

| Vastaavaa (MEUR) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Pysyvät vastaavat | 8797 | 8699 | 8434 | 8510 | 8547 |
| Liikearvo | 248 | 238 | 237 | 237 | 237 |
| Aineettomat oikeudet | 156 | 180 | 229 | 231 | 233 |
| Käyttöomaisuus | 5627 | 5611 | 5310 | 5390 | 5425 |
| 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 | 3423 | 3448 |
| Varastot | 1373 | 1346 | 1321 | 1367 | 1377 |
| Muut lyhytaikaiset varat | 59 | 55 | 89 | 89 | 89 |
| Myyntisaamiset | 1324 | 1273 | 1319 | 1346 | 1356 |
| Likvidit varat | 808 | 953 | 607 | 621 | 626 |
| Taseen loppusumma | 12361 | 12326 | 11770 | 11933 | 11995 |

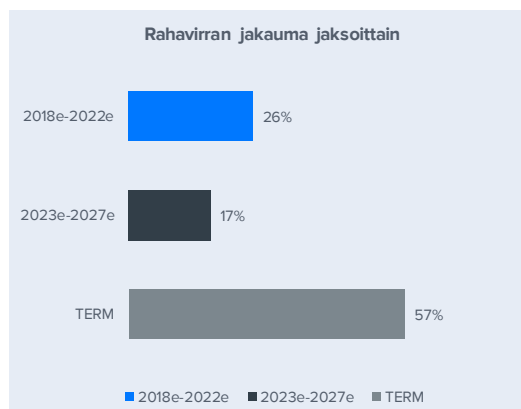
| Vastattavaa (MEUR) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Oma pääoma | 5388 | 5806 | 6008 | 6627 | 7172 |
| Osakepääoma | 1423 | 1423 | 1423 | 1423 | 1423 |
| Kertyneet voittovarot | 3965 | 4383 | 4585 | 5203 | 5748 |
| 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 | 2729 | 2331 |
| Laskennalliset verovelat | 252 | 203 | 166 | 166 | 166 |
| Varaukset | 112 | 114 | 111 | 111 | 111 |
| Lainat rahoituslaitoksilta | 3342 | 2655 | 2046 | 2023 | 1625 |
| Vaihtovelkakirjalainat | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Muut pitkäaikaiset velat | 427 | 497 | 429 | 429 | 429 |
| Lyhytaikaiset velat | 2715 | 2989 | 2963 | 2530 | 2445 |
| Lainat rahoituslaitoksilta | 854 | 1115 | 966 | 506 | 406 |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 1765 | 1774 | 1888 | 1915 | 1930 |
| Muut lyhytaikaiset velat | 96 | 100 | 109 | 109 | 109 |
| Taseen loppusumma | 12361 | 12326 | 11770 | 11933 | 11995 |



DCF-laskelma

| Kassavirtalaskelma (MEUR) | 2017 | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | TERM |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------|
| Liikevoitto | 904 | 1321 | 1311 | 1321 | 1314 | 1306 | 1283 | 1263 | 1243 | 1199 | 1223 | |
| + Kokonaispoistot | 515 | 500 | 496 | 488 | 481 | 486 | 490 | 493 | 497 | 505 | 511 | |
| - Maksetut verot | -105 | -236 | -236 | -240 | -250 | -251 | -247 | -243 | -239 | -230 | -235 | |
| - verot rahoituskuluista | -28 | -29 | -26 | -24 | -13 | -11 | -10 | -10 | -10 | -10 | -10 | |
| + verot rahoitustuotoista | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | |
| - Käyttöpääoman muutos | 68 | -45 | -6 | -6 | -4 | -11 | -13 | -16 | -17 | -17 | -18 | |
| Operatiivinen kassavirta | 1354 | 1511 | 1538 | 1539 | 1528 | 1520 | 1503 | 1487 | 1475 | 1446 | 1472 | |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis. | -71 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| - Bruttoinvestoinnit | -304 | -582 | -533 | -530 | -538 | -533 | -526 | -546 | -582 | -582 | -599 | |
| Vapaa operatiivinen kassavirta | 979 | 929 | 1006 | 1009 | 990 | 987 | 977 | 942 | 893 | 864 | 873 | |
| +/- Muut | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| Vapaa kassavirta | 979 | 929 | 1006 | 1009 | 990 | 987 | 977 | 942 | 893 | 864 | 873 | 17630 |
| Diskontattu vapaa kassavirta | 885 | 895 | 839 | 768 | 716 | 662 | 596 | 528 | 477 | 450 | 9097 | |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta | 15915 | 15029 | 14134 | 13295 | 12527 | 11811 | 11149 | 10553 | 10025 | 9548 | 9097 | |
| Velaton arvo DCF | 15915 | | | | | | | | | | | |
| - Korolliset velat | | -3012 | | | | | | | | | | |
| + Rahavarat | | 607 | | | | | | | | | | |
| - Vähemmistöosuus | | -89 | | | | | | | | | | |
| - Osinko/pääomapalautus | | 0 | | | | | | | | | | |
| Oman pääoman arvo DCF | 13421 | | | | | | | | | | | |
| Oman pääoman arvo DCF per osake | 17,02 | | | | | | | | | | | |

| Pääoman kustannus (WACC) | |
|-------------------------------------|--------|
| Vero-% (WACC) | 20,0 % |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E) | 30,0 % |
| Vieraan pääoman kustannus | 4,0 % |
| Yrityksen Beta | 1,20 |
| Markkinoiden riski-premio | 4,75 % |
| Likviditeettipremio | 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 | 10353 | 10433 |
| EBITDA | 1576 | 1181 | 1419 | 1821 | 1807 |
| EBITDA-marginaali (%) | 15,7 | 12,0 | 14,1 | 17,6 | 17,3 |
| EBIT | 1059 | 783 | 904 | 1321 | 1311 |
| Voitto ennen veroja | 814 | 541 | 742 | 1179 | 1181 |
| Nettovoitto | 807 | 463 | 625 | 942 | 939 |
| Kertaluontoiset erät | 144 | -101 | -100 | 0 | 0 |

| Tase | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Taseen loppusumma | 12361 | 12326 | 11770 | 11933 | 11995 |
| Oma pääoma | 5513 | 5868 | 6055 | 6674 | 7219 |
| Liikearvo | 248 | 238 | 237 | 237 | 237 |
| Korolliset velat | 4196 | 3770 | 3012 | 2529 | 2032 |

| Kassavirta | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e |
|---------------------------|------|------|------|-------|-------|
| EBITDA | 1576 | 1181 | 1419 | 1821 | 1807 |
| Nettokäyttöpääoman muutos | 309 | 95 | 68 | -45 | -6 |
| Operatiivinen kassavirta | 1411 | 1065 | 1354 | 1511 | 1538 |
| Vapaa kassavirta | 880 | 829 | 979 | 929 | 1006 |

| 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 | 1,19 | 1,19 |
| EPS operatiivinen | 0,90 | 0,67 | 0,89 | 1,19 | 1,19 |
| Operat. kassavirta per osake | 1,79 | 1,35 | 1,72 | 1,92 | 1,95 |
| Tasearvo per osake | 6,83 | 7,36 | 7,62 | 8,40 | 9,09 |
| Osinko per osake | 0,33 | 0,37 | 0,41 | 0,50 | 0,57 |
| Voitonjako, % | 32 | 63 | 52 | 42 | 48 |
| Osinkotuotto, % | 3,9 | 3,6 | 3,1 | 3,1 | 3,6 |

| Tunnusluvut | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e |
|----------------|------|------|------|-------|-------|
| P/E | 8,2 | 17,5 | 16,7 | 13,3 | 13,4 |
| P/B | 1,2 | 1,4 | 1,7 | 1,9 | 1,8 |
| P/Liikevaihto | 0,7 | 0,8 | 1,0 | 1,2 | 1,2 |
| P/CF | 4,7 | 7,6 | 7,7 | 8,3 | 8,2 |
| EV/Liikevaihto | 1,0 | 1,1 | 1,3 | 1,4 | 1,3 |
| EV/EBITDA | 6,4 | 9,3 | 9,1 | 8,0 | 7,8 |
| EV/EBIT | 9,6 | 14,0 | 14,3 | 11,0 | 10,7 |

| 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 % |

Suositus historia, viimeiset 12 kk

| Päivämäärä | 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 € |

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 neuvonantaja. 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 nousuvara 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/>