

# Ahlstrom-Munksjö

Laaja raportti

10/2020

## Pörssitaival on päättymässä ennen potentiaalin saavuttamista

Tarkistamme Ahlstrom-Munksjön tavoitehintamme voimassa olevan ostotarjouksen tarjousvastikkeeseen kvartaaliosingonjaolla tehtyä korjausta heijastellen 17,97 euroon (aik. 18,10 euroa) ja toistamme vähennä-suosituksemme. Vaikka tarjoushinta heijastelee mielestämme vain osin yhtiön pitkän ajan potentiaalia, arvioimme tarjouksen menevän läpi ja kurssi on ankkuroitunut jo erittäin lähelle tarjoushintaa. Siten omistajat voivat mielestämme jo myydä osakkeet ja siirtää pääomat uusiin paremman tuotto-odotuksen kohteisiin.

### Kuitumateriaali ja erikoispaperiyhtiö Ahlstrom-Munksjö on ostotarjouksen kohde

Ahlstrom-Munksjö on pitkäaikaisten trendien ansiosta kasvaviin kuitumateriaali- ja erikoispaperimarkkinoiden niche-segmentteihin keskittynyt teollisuusyhtiö. Yhtiön vahvuuksia ovat arviomme mukaan ydinsegmenttien vahva markkina-asema ja kehittynyt tuotevalikoima, kun taas heikkoudet ovat olleet kustannuskilpailukyyn puolella. Ahlstrom-Munksjön tiettyjen pääomistajien sekä Bain Capitalin muodostama konsortio teki kaikista yhtiön osakkeista julkisen ostotarjouksen syyskuussa. Yhtiön hallituksen suositteleman tarjouksen arvo on 17,97 euroa/osake, mitä voidaan vielä korjata Q1:lle kaavaillun kvartaaliosingon verran alaspäin, jos osinko jaetaan. Konsortio perusteli tarjousta yhtiön kasvustrategian optimaalisen läpiviennin mahdollistamisella ja toimialan kilpaillun kiristymisellä, mikä onnistuu yksityisomistuksessa paremmin. Ahlstrom-Munksjön suurista omistajista noin 35 %:n omistusta vastaava määrä on myös ilmoittanut tukevansa tarjousta. Tarjousajan odotetaan alkavan 26.10. sekä päättyvän 4.1.2021 ja tarjouksen odotetaan toteutuvan Q2'21:llä.

### Pitkän ajan potentiaalista menettämisestä korvaus on vain osittainen

Tarjoushinta vastaa Ahlstrom-Munksjön vuosien 2020 ja 2021 ennusteillamme yhtiön kertaerillä oikaistuja P/E-lukuja 36x ja 22x (kertaerät ja PPA-poistoilla oikaistuna 18x ja 14x) ja EV/EBITDA-kertoimia 10x ja 8x, kun 100 MEUR:n hybridilaina on käsitelty korollisena velkana. Siten tarjoushinta on mielestämme lyhyellä tähtäimellä melko hyvä ja kertoimet ovat Ahlstrom-Munksjön historiallisen arvostuksen yläpuolella. Yhtiön tuloskunto on kuitenkin vielä kaukana potentiaalistaan sekä yhtiön sisäisistä että ulkoisista markkinaan liittyneistä syistä johtuen (vrt. taloudellinen tavoite on saavuttaa yli syklin yli 14 %:n oikaistu EBITDA-% vs. edellisen 12 kuukauden rullaava toteuma 11,2 %). Vuoden 2023 ennusteillamme, joissa yhtiön kannattavuus on hieman tavoitetason alapuolella, hinta vastaa jo alle 7x EV/EBITDA-kerrointa ja P/E-lukua 14x (PPA-oikaistuna 13x), mitä pidämme jo maltillisina Ahlstrom-Munksjölle. Myös Ahlstrom-Munksjön DCF-mallimme arvo on ilman pilviin vedettyjä oletuksiakin noin tarjoushinnan tasolla. Siten emme pidä mahdottomana, etteikö yhtiö olisi voinut omin voimin saada operatiivisen tuloskuntonsa 3-5 vuoden ajassa tasolle, jonka myötä tarjoushintaa vastaava tai sitä korkeampi kurssi olisi ollut perusteltavissa. Riskitöntä tämä ei olisi ollut, mutta pitkän ajan sijoittajien yhtiössä menettämää potentiaalia hinta peilaa mielestämme silti vain osin.

### Odotamme kaupan toteutuvan ja mielestämme omistajat voivat jo siirtää pääomansa muualle

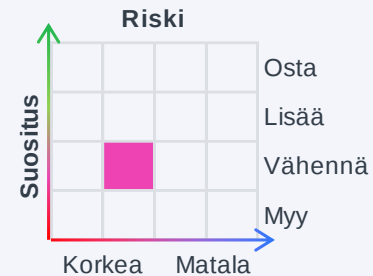
Pääomistajien ja hallituksen ostotarjoukselle antama tuki ja siten kilpailevan tarjouksen pieni todennäköisyys, yhtiön omistajarakenne, kilpailuviranomaisiin liittyvät vähäiset riskit ja kokonaisuutena siedettävä tarjoushinta huomioiden odotamme tarjouksen menevän läpi. Ahlstrom-Munksjön osakekurssi on ankkuroitunut jo lähelle tarjoushintaa, joten kokonaisuutena lähikuukausille tuotto-odotus on ohut. Siten emme näe syitä jäädä odottamaan lunastusten alkamista. Mielestämme yhtiön omistajat voivat vapauttaa pääomansa jo nyt myymällä osakkeet pörssissä eikä ostotarjoustilanne toisaalta tarjoa mahdollisuuksia uusille sijoittajille.

## Analyttikot



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

## Suositus



**Vähennä**  
(aik. Vähennä)  
**17,97 EUR**  
(aik. 18,10 EUR)  
**Osakekurssi:**  
17,92  
**Potentiaali:**  
0,0 %

## Avainluvut

|                    | 2019  | 2020e | 2021e | 2022e |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Liikevaihto</b> | 2915  | 2631  | 2774  | 2850  |
| <b>kasvu-%</b>     | -3 %  | -10 % | 5 %   | 3 %   |
| <b>EBIT oik.</b>   | 136,6 | 135,6 | 182,8 | 219,8 |
| <b>EBIT-% oik.</b> | 4,7 % | 5,2 % | 6,6 % | 7,7 % |
| <b>Nettotulos</b>  | 31,6  | 75,7  | 99,0  | 130,6 |
| <b>EPS (oik.)</b>  | 0,49  | 0,50  | 0,83  | 1,11  |

|                       |       |       |       |       |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>P/E (oik.)</b>     | 29,0  | 35,9  | 21,6  | 16,2  |
| <b>P/B</b>            | 1,4   | 1,6   | 1,5   | 1,5   |
| <b>Osinkotuotto-%</b> | 3,6 % | 2,9 % | 2,9 % | 3,0 % |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b> | 18,7  | 21,3  | 15,3  | 12,0  |
| <b>EV/EBITDA</b>      | 9,1   | 9,5   | 7,8   | 6,8   |
| <b>EV/Liikevaihto</b> | 0,9   | 1,1   | 1,0   | 0,9   |

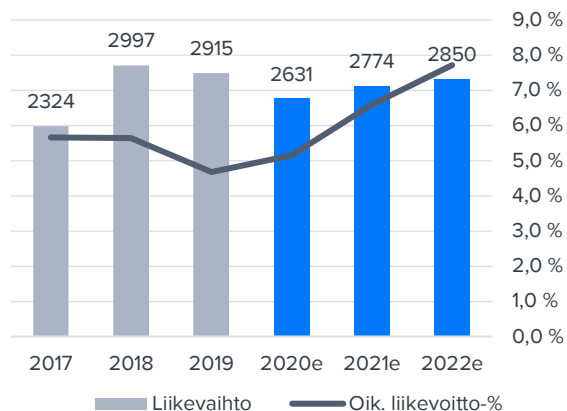
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Yritysjärjestelyiden ja investointien hyötyjen realisoiminen
- Yhtiön orgaaninen pitkän ajan kasvunäkymä on hyvä ja alalla on mahdollista luoda uusia hyvän marginaaliprofiilin tuotteita
- Toimialan rakenne tukee yritysjärjestelyjä myös jatkossa
- Yhtiö on markkinajohtaja tai -kakkonen valtaosassa segmenttejä



### Riskitekijät

- Merkittävä osa segmenteistä palvelee syklisiä toimialoja ja globaalin talouden näkymä on nyt erittäin epävarma
- Raaka-aineiden hintariski (+/-)
- Kilpailun kiristyminen (ml. painopaperikoneiden konversiot erikoispapereihin)
- Yritysjärjestelyiden epäonnistuminen
- Koronaviruksen myötä heikentyneen taloustilanteen negatiiviset vaikutukset kysyntään ja hinnoitteluun useissa tuotesegmenteissä



### Arvostus

- Voimassa olevan ostotarjouksen hinta on mielestämme lyhyellä tähtäimellä hyvä, mutta yhtiön pitkän ajan potentiaaliin peilattuna pidämme arvostusta korkeintaan tyydyttävänä
- Odotamme kuitenkin ostotarjouksen toteutuvan ja kurssi on lähellä tarjoushintaa, joten mielestämme sijoittajat voivat jo rahastaa tarjouksen

MCAP  
**2066**  
MEUR

EV  
**2884**  
MEUR

EV/EBIT  
**15,3**  
2021e

P/E (oik.)  
**21,6**  
2021e

# Sisällysluettelo

|                                         |              |
|-----------------------------------------|--------------|
| Liiketoimintamalli- ja rakenne          | <b>6-10</b>  |
| Sijoitusprofiili                        | <b>11-13</b> |
| Strategia ja taloudelliset tavoitteet   | <b>12-17</b> |
| Filtration&Performance Solutions        | <b>18-21</b> |
| Advanced Solutions                      | <b>22-24</b> |
| Industrial Solutions                    | <b>25-27</b> |
| Food Packaging Technical Solutions      | <b>28-30</b> |
| Decor Solutions                         | <b>31-33</b> |
| Taloudellinen tilanne                   | <b>34-35</b> |
| Ennusteet                               | <b>36-41</b> |
| Arvonmääritys ja suositus               | <b>43-47</b> |
| Taulukot                                | <b>48-51</b> |
| Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria | <b>52</b>    |

# Ahlstrom-Munksjö lyhyesti

Ahlstrom-Munksjö on johtavassa asemassa oleva ja globaalisti toimiva kuitumateriaaliyhtiö. Yhtiö luo lisäarvoa yhdistämällä kuituja teknologiaan sekä innovatiivisen ja yrittäjähenkisen yrityskulttuuriin. Kestävä kehitys, innovointi ja laatu ovat yhtiön ratkaisujen ytimessä.

## 2017 Ahstromin ja Munksjön fuusio

Nykymuotoisen Ahlstrom-Munksjön syntyminen

**2915 MEUR** (-2,7 % vs. 2018 pro-forma)

Liikevaihto 2019

**313 MEUR** (10,7 % lv:sta)

Oikaistu käyttökate 2019

## #1-2

Markkina-asema valtaosassa liiketoimintasegmenttejä

**44 % / 56 %**

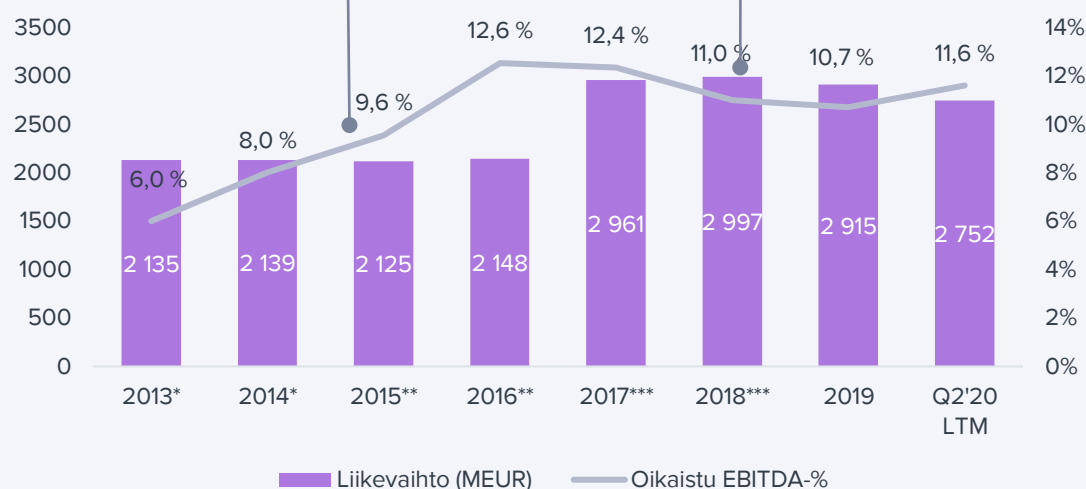
Euroopan ja muun maailman osuus liikevaihdosta 2019

**45 % / 55 %**

Vakaiden ja syklisten asiakassektoreiden osuus liikevaihdosta 2019 (Inderes arvio)

- 2013-Q1'17 Ahlstrom ja Munksjö operoivat itsenäisinä yrityksinä, joiden tulokunto oli 2013 alussa heikko sisäisten ja ulkoisten syiden takia
- Molemmat yhtiöt keskittyivät kannattavuuteen ja velkojen lyhentämiseen
- Yhtiöt paransivat tuloksiaan säästöjen ja tehostamisen kautta ja lyhensivät velkojaan. Myös markkinatilanne elpyi asteittain Euroopan talouden mukana
- Ahlstromin ja Munksjön strategisesti looginen fuusiosuunnitelma julkaistiin Q4'16:lla ja absorptiosulautumisella toteutettu järjestely meni läpi Q2'17:n alussa

- Yhtiö saavutti odotuksia suuremmat 54 MEUR:n synergiat Ahlstromin ja Munksjön hyvin edenneestä fuusiosta
- Q4'18:lla yhtiö sai maaliin Caieiras-kaupat ja Expera-yrityssostot, joista etenkin jälkimäinen oli merkittävä (EV 526 MEUR). Mittava orgaaninen kasvu-investointiohjelma käyntiin 2017-2018
- Raaka-aineiden raju inflaatio rokotti kannattavuutta 2017-2018
- 2019 haasteena oli vaisu kysyntä ja Q2'20:llä koronakriisi, mutta kulujen laskun piti kannattavuuden siedettävänä
- Muun muassa yhtiön pääomistajia sisältävä konsortio teki Q3'20:llä julkisen ostotarjouksen koko yhtiöstä ja Ahlstrom-Munksjö luultavasti poistuu pörssistä Q2'21:n aikana



# Liiketoimintamalli- ja rakenne 1/4

## Nykymuotoinen Ahlstrom-Munksjö on syntynyt viime vuosien yritysjärjestelyissä

Julkisen ostotarjouksen kohteena oleva Ahlstrom-Munksjön perusta syntyi Q2'17:n alussa voimaan astuneessa kuitumateriaaliyhtiö Ahlstromin ja erikoispaperiyhtiö Munksjön fuusiossa. Nykyisen rakenteensa yhtiö kuitenkin saavutti Q4'18:llä, kun Ahlstrom-Munksjö sai maaliin aiemmin vuoden aikana julkistetut Expera- ja Caieiras yritysostot (EV 526 MEUR ja 98 MEUR). Laajaa erikoispaperi- ja kuitutuotteiden portfolioa useisiin eri loppukäyttöihin tarjoavan yhtiön liikevaihto oli vuonna 2019 2,9 mrd. euroa, mistä 44 % tuli Euroopasta, 42 % Amerikoista ja loput valtaosin Aasiasta. Oikaistua käyttökattetta Ahlstrom-Munksjö teki viime vuonna 313 MEUR.

Tehtaita Ahlstrom-Munksjöllä on neljällä mantereella ja 14 maassa yhteensä 45 ja henkilöstöä yhteensä noin 8000. Näin ollen Ahlstrom-Munksjö operoi valitsemisään asiakassegmenteissä globaalisti tai lokaalisti kunkin liiketoiminnan logiikka huomioiden. Yhtiö on listattu Helsingin ja Tukholman pörseissä. Yhtiön nykyisten pääomistajien (Ahlström Capital ja Viknum AB) ja Bain Capitalin muodostama konsortio teki kuitenkin syyskuun lopussa yhtiön kaikista osakkeista hinnalla 18,10 euroa/osake julkisen ostotarjouksen, jonka tarjousaika on 26.10.2020-4.1.2021. Tarjouksella on pääomistajien tuki ja hallituksen suositus, joten luultavasti yhtiö on poistumassa pörssistä Q2'21:n aikana.

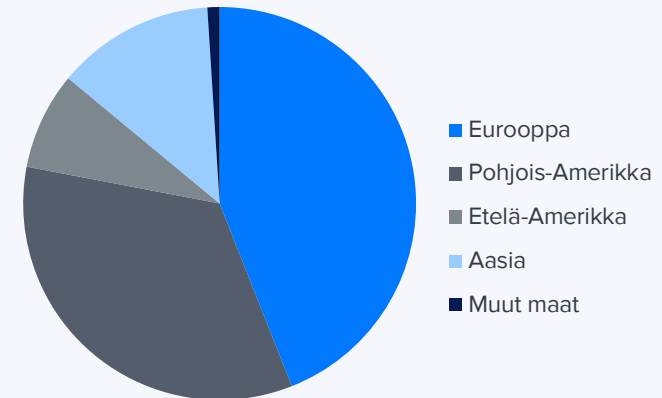
## Liiketoimintarakenteessa viisi osa-aluetta

Ahlstrom-Munksjö uudisti liiketoimintarakennettaan vuoden 2020 alkaen. Tämän jälkeen yhtiö jakautuu 5

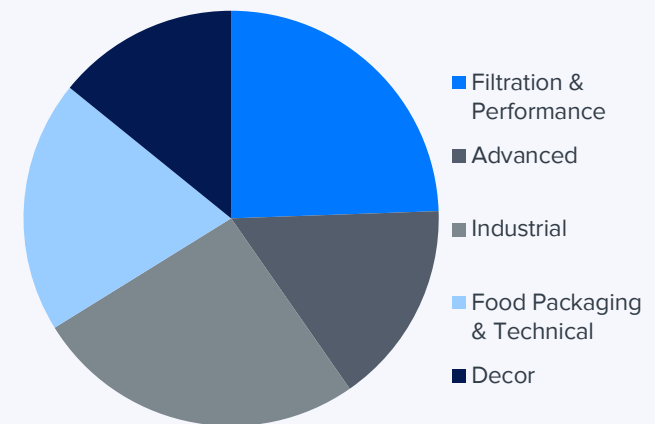
divisioonaan, joiden taloudellista kehitystä yhtiö raportoi myös ulkoisesti sijoittajille:

- 1. Filtration&Performance (F&P)** myy suodatinmateriaaleja autoteollisuuteen, ilmansuodatuksen ja teollisuuden sovelluksiin, kuitukankaita teollisuudelle, lasikuitupohjaisia materiaaleja rakennus- ja kuljetussektorille sekä hiomapaperien pohjapaperia autosektorille ja teollisuuteen. Maantieteellisesti F&P:n myynti kertyy Euroopasta, Pohjois-Amerikasta ja Aasiasta. Divisioonan osuus yhtiön liikevaihdosta vuonna 2019 oli 25 % ja oikaistusta käyttökatteesta 39 %.
- 2. Advanced Solutions (AS)** valmistaa useita erilaisia erikoispaperi- ja kuitumateriaalituotteita rakennus-, kuluttaja- ja terveyssektoreille useisiin niche-segmentteihin. Liiketoiminta-alueen päämarkkinoita ovat Eurooppa, Pohjois-Amerikka ja Aasia. Advanced Solutionsin osuus konsernin liikevaihdosta vuonna 2019 oli 16 % ja oikaistusta käyttökatteesta 16 %.
- 3. Industrial Solutions (IS)** valmistaa ja myy teollisuuden käyttöön tarkoitettuja erikoispapereita sekä etiketeissä ja kuluttajatuotteissa hyödynnettäviä irrokepapereita. Liiketoiminta-alueeseen kuuluu myös Aspan sellutehdas, joka myy erikoisvalmistettua pitkäkuitusellua markkinoille. Industrial Solutionsin päämarkkinoita ovat Eurooppa ja Etelä-Amerikka. Divisioonan osuus konsernin vuoden 2019 liikevaihdosta oli noin 26 % ja oikaistusta käyttökatteesta 19 %.

Liikevaihdon alueellinen jakauma 2019



Liikevaihdon divisioonajakauma 2019



# Liiketoimintamalli- ja rakenne 2/4

## 4. Food Packaging & Technical Solutions (FP&TS)

sisältää muun muassa leivinpapereita, joustopakkauskuita, pikaruokaravintoloiden erikoispapereita, teknisiä erikoispaperituotteita sekä pergamenttipapereita. Divisioonan päämarkkinoita ovat Eurooppa ja Pohjois-Amerikka. Viime vuonna Food Packaging & Technical Solutions toi yhtiön liikevaihdosta 20 % ja oikaistusta käyttökatteesta 16 %.

5. **Decor Solutions (DS)** on keskittynyt etenkin rakennus-, sisustus-, ja huonekaluteollisuuden muun muassa laminaateissa ja pinnoitteissa hyödyntämään koristepaperin tuotantoon ja myyntiin. Lisäksi Decor-liiketoiminta valmistaa lääke- ja kosmetiikkateollisuudelle ohutta erikoispainopaperia pakkausten tuoteselostuksiin. Decorin päämarkkinoita ovat Eurooppa sekä Amerikat, mutta sillä on ollut (tosin vähenevissä määrin) vientitoimituksia myös Aasian ja Lähi-itään. Vuonna 2019 Decorin osuus yhtiön liikevaihdosta oli 14 % ja oikaistusta käyttökatteesta 11 %. Ahlstrom-Munksjö kertoi vuoden 2019 syksyllä harkitsevansa Decorin strategista järjestelyä, joka on koronapandemian aiheuttamista viivästyksistä huolimatta yhä yhtiön agendalla.

## Liiketoimintamalli tyypillinen teollisuusyhtiölle

Ahlstrom-Munksjön liiketoimintamalli on tyypillinen valmistavaan teollisuuteen, sillä yhtiö on keskittynyt myymään ja markkinoimaan itse kehittämiään ja valmistamia tuotteita. Yhtiö palvelee asiakkaitaan kaikilla mantereilla, mutta kaikki liiketoiminnot eivät operoi globaalisti vaan osa segmenteistä on luonteeltaan lokaalimpia. Divisioonista globaali

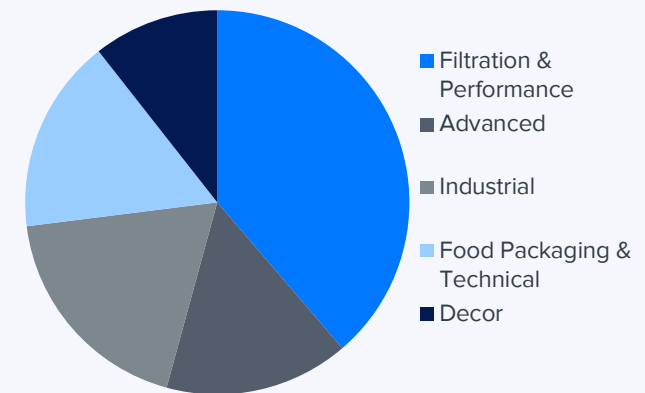
myynti, tuotanto ja asiakasrakenne on etenkin F&P:lla ja AS:lla. Sen sijaan s IS, FP&TS ja DS palvelevat paikallisempia asiakkaita asiakkaiden lähellä olevilta tehtailtaan, minkä taustalla on keskimäärin matalammat keskihinnat ja siten tarve olla lähellä asiakkaita. Konsernin globaaleista rakenteistaan huolimatta yhtiön liiketoimintamalli on hajautettu itsenäisten liiketoimintayksiköiden tasolle (16 kpl), joilla on myös vastuu operaatioista ja taloudellisesta tuloksestaan. Tämä on mielestämme järkevää Ahlstrom-Munksjön useat hyvin erityyppiset liiketoiminnot ja niiden tarpeet huomioiden.

Monista perusteellisuusyhtiöistä poiketen Ahlstrom-Munksjöllä on lisäksi globaali palveluverkosto, mikä on tarpeen huomioiden yhtiön tuotteiden varsin tiukat laatu- ja tuotevaatimukset. Liikevaihtonsa yhtiö saa kuitenkin käytännössä myydyistä tuotetonneista. Siten palvelut ovat isossa kuvassa tavaramyyntiä täydentävä ja tukeva komponentti yhtiön liiketoimintamallissa, mutta kokonaisuuden kannalta korkealaatuisen teknisen asiakaspalvelun rooli on kuitenkin merkittävä.

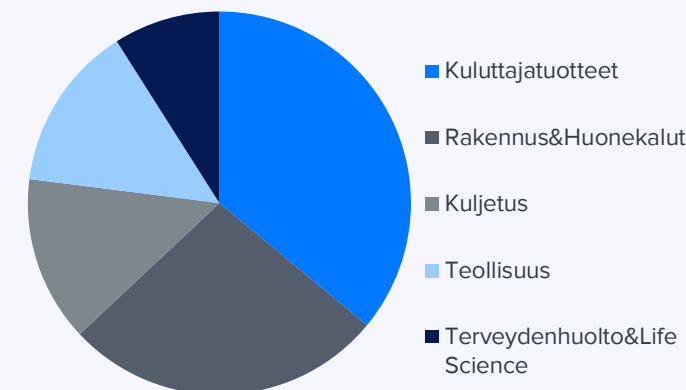
## Asiakas- ja tuoteriskit ovat hajaantuneet

Ahlstrom-Munksjö operoi lukuisilla pienillä niche-markkinoilla, joten yhtiön liiketoiminnalle tyypillistä on myös erilaisten tuotteiden ja asiakkaiden erittäin suuri lukumäärä. Yhteensä yhtiöllä on asiakkaita yli 7000 yli sadassa eri maassa ja pääosa tuotteista on räätälöity sopivaksi kullekin asiakkaalle. Siten asiakasriskit ovat hajautuneet eikä yhtiöllä ole konsernin mittakaavassa merkittävän osuuden liikevaihdosta tuovia asiakkaita. Divisioonilla on kuitenkin niille merkittäviä yksittäisiä asiakkaita.

Oikaistun käyttökateen jakauma yksiköittäin 2019



Myynnin arvioitu jakauma asiakassektoreittain



# Liiketoimintamalli- ja rakenne 3/4

Asiakkaan menettämisen riski on mielestämme Ahlstrom-Munksjön osin varsin teknisessä niche-liiketoiminnassa monia perusteollisuussektoreita pienempi, sillä asiakkaalle toimittajan vaihtamisen epäsuorat kustannukset voivat olla korkeat (ml. vaativia sertifiointeja). Tämä rajoittaa mielestämme hinnan merkitystä asiakkaiden päätöksenteossa jossain määrin, eikä hintasensitiivisyys sektorilla ole keskimäärin aivan yhtä korkea kuin perusteollisuudessa yleensä. Eri liiketoimintojen välillä on kuitenkin tässä suhteessa huomattavia eroja ja tietyt asiakkaiden perspektiivistä matalamman lisäarvon segmentit ovat myös erittäin hintasensitiivisiä.

Pääosin korkea tekninen vaatimustaso on Ahlstrom-Munksjölle tärkeää, sillä yhtiön arvolutaus nojaa etenkin laatuun, innovointiin ja palveluun, joiden avulla yhtiö tähtää arviomme mukaan lievään hintapreemioon. Mielestämme yhtiö tarvitsee sektorin normalisoitua korkeamman ja yhtiön oman ambitiotason mukaisen kannattavuuden saavuttamiseen hintapreemion tuotteilleen, sillä Ahlstrom-Munksjöllä ei mielestämme ole kestäviä kustannusetuja, vaan kustannuskilpailukyky on ainakin tietyiltä osin luettavissa yhtiön heikkouksiin. Tämä johtuu mielestämme osin yhtiön varsin kompleksista portfolioista ja laajasta globaalista tehdas- ja palveluverkosta.

Ahlstrom-Munksjön asiakassuhteet ovat pääosin pitkiä, mutta sitovat sopimukset ovat keskimäärin noin 8-9 kuukauden pituisia (sis. vaihdellen spot-kaupasta vuosisopimuksiin). Hintoja tarkastellaan tyypillisesti seuraavasta kaudesta sovittaessa. Pääosa sopimuksista ei sisällä raaka-aineklausuuleja tai muita mekaanisia hinnanmuodostusehtoja. Siten yhtiön marginaaleihin kohdistuu suora hinnoittelu- ja raaka-

aineriski, joka on luonnollisesti kaksisuuntainen.

## Portfolio on melko kompleksi

Asiakasriskien hajautumisen vastapainoksi suuri asiakkaiden ja tuotteiden lukumäärä sekä räätälöinti tekevät Ahlstrom-Munksjön tuotantoportfolioista kompleksin, sillä yksittäiset tuotantotajaksot jäävät usein lyhyiksi ja lajinvaihtoja on paljon lähes kaikilla linjoilla. Tämä soveltuu lähtökohtaisesti huonosti paperiteollisuuden ja sitä muistuttavan kuitumateriaalituotannon kaltaiseen prosessiteollisuuteen, jossa tehokkuus maksimoituu pitkissä yhtäjaksoisissa tuotantosarjoissa. Tämä siitäkin huolimatta, että Ahlstrom-Munksjön konekanta on huomattavasti bulkkituotannossa käytettäviä koneita pienempää ja joustavampaa. Siten liiketoiminnassa on mielestämme olennaista tasapainotella riittävän laajan tuotevalikoiman ja toisaalta riittävän yksinkertaisen tuotantorakenteen välillä, mikä edellyttää joustavan tuotantokoneiston lisäksi tehokasta tilaus- ja toimitusketjun hallintaa sekä investointeja kilpailukykyisenä pysymiseen.

## Toimialalla skaalaedut ovat huomattavia

Ahlstrom-Munksjön liiketoiminta on suhteellisen pääomaintensiivistä prosessiteollisuutta, jossa suuruuden ekonomiasta on selkeitä hyötyjä. Etenkin olemassa olevan kapasiteetin täyttäminen ja olemassa olevien tuotantolinjojen kapasiteetin kasvattaminen skaalautuvat varsin hyvin kannattavuuteen, kun taas uusien linjojen ja tehtaiden lisääminen systeemiin kasvattaa kiinteitä kuluja. Jälkimmäisessäkin tapauksessa tietyt hallintokulut skaalautuvat ja koko toiminnan kokoluokan kasvaminen tarjoaa mittakaavaetuja esimerkiksi materiaaliostoihin.

## Pääprosessit

### Ostot ja logistiikka



### Tuotanto



### Tuotekehitys ja muut tukifunktiot



### Myynti, markkinointi ja asiakaspalvelu



## Potentiaaliset asiakkaat\*

Noin 7000 yhtiötä eri toimialoilta



UPM RAFLATAC



**BOSCH**  
Invented for life



\*Yhtiöt ovat Inderesin arvioita Ahlstrom-Munksjön asiakkaita, Ahlstrom-Munksjö ei ole julkaissut asiakkaitaan

# Liiketoimintamalli- ja rakenne 4/4

Kokonaisuutena arvioimme, että noin 70 % Ahlstrom-Munksjön kustannuksista on luonteeltaan muuttuvia ja heikosti skaalautuvia kustannuseriä (ml. esim. kuidut, muut raaka-aineet, energia, muut muuttuvat kulut). Loput ovat ainakin lyhyellä tähtämellä kiinteitä kuluja (ml. esim. henkilöstö, hallinto, tukifunktiot). Siten Ahlstrom-Munksjön liiketoiminnassa on kohtuullinen tulospivu. Vipu toimii kaksisuuntaisesti, sillä volyymin laskiessa kiinteitä kuluja on vaikea karsia nopeasti. Riittävän korkean kapasiteetin käyttöasteen saavuttaminen on myös tehokkuuden kannalta tärkeää, mutta hinnoittelusta tai tuotemixistä tinkimällä volyymejä ei silti kannata hakea. Lisäksi investoinnit, jatkuva tehokkuuden haku ja muuttuviin markkinoihin sopeutuminen aiheuttavat Ahlstrom-Munksjölle muiden alan toimijoiden tavoin melko toistuvasti kertaluonteisia uudelleenjärjestelykuluja ja luonnollisesti tuotekehitykseen panostettava jatkuvasti (vuosina 2018-2019 tuotekehityskulut ovat olleet noin 30 miljoonaa euroa vuodessa, mikä vastaa noin 1 % yhtiön liikevaihdosta).

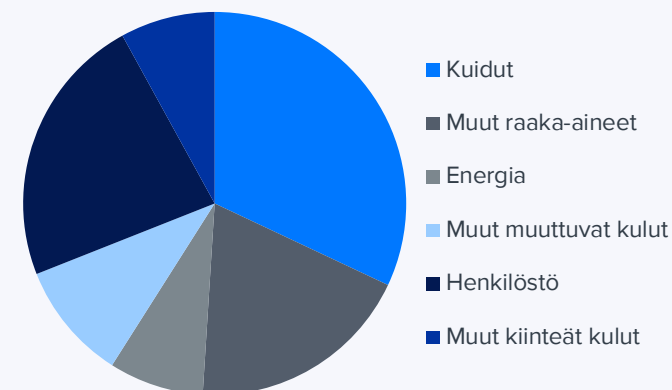
## Prosessiteollisuus sitoo pääomia

Prosessiteollisuudessa toiminnan laajentaminen ja kilpailukyvyyn ylläpitäminen vaativat pitkällä aikavälillä investointeja tuotantolaitoksiin, mikä sitoo merkittävästi pääomaa. Viime vuosina Ahlstrom-Munksjön kiinteän omaisuuden ja liikevaihdon suhde on ollut noin 40 %, mikä kuvaa mielestämme hyvin liiketoiminnan pääomaintensivisyyttä. Lisäksi liiketoiminnan pyörittäminen sitoo käyttöpääomaa varastoihin, kun taas ostovelkojen ja saamisten suhteen yhtiön markkinavoiman (paljon pieniä asiakkaita vs. globaalisti merkittävä materiaalien

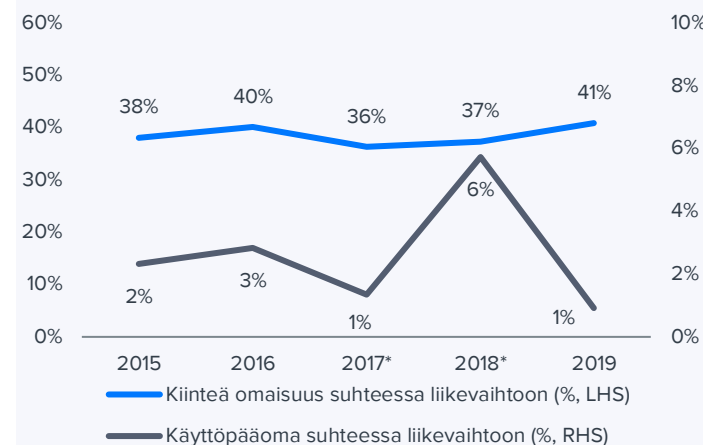
ostaja) pitäisi riittää pitämään suotuisana (ts. ostovelat myyntisaamisia suuremmat). Viime vuoden lopussa yhtiön käyttöpääoman suhde yhtiön liikevaihtoon oli noin 1 %:n, mutta arvioimme mukaan normaalitasoa on pienempi (ts. käyttöpääoma oli normaalia alempi), vaikka massiivinen käyttöpääomatarve ei olekaan.

Ahlstrom-Munksjöllä oli vuosina 2017-2019 käynnissä investointiohjelma ja ohjelman loppuun saattamisen myötä kuluvan vuoden investoinnit laskevat noin 120 MEUR:oon (vrt. 2019: 170 MEUR) Tämä on arvioimme mukaan pitkällä aikavälillä jokseenkin normalisoidulla tasolla (vrt. jatkuvat poistot kiinteästä omaisuudesta noin 120 MEUR). Arvioimme, että yhtiöllä pitäisi olla nyt mahdollisuuksia kasvattaa tuotannon määrää ja arvoa kohtuullisin lisäpanostuksin. Yhtiöstä ostotarjouksen tehneen konsortion kommenttien pohjalta toimialan murros ja kiristynyt kilpailu vaativat myös jatkossa investointeja (ts. pääomia). Näin ollen pidempiaikaista matalien investointien Ahlstrom-Munksjöllä ei todennäköisesti ole edessä, kunhan vaan yhtiön tase, omistajarakenne ja tuotto-odotukset mahdollistavat liiketoimintaan panostamisen (sisältäen todennäköisesti sekä käyttöomaisuusinvestoinnit, yrityskaupat ja tuotekehityksen).

Yhtiön arvioitu kulurakenne



Pääomien sitoutuminen suhteessa liikevaihtoon



\*Ahlstrom-Munksjö, Expera, Caieiras pro-forma 9

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Sijoitusprofiili 1/2

## Kasvuhakuinen arvoyhtiö

Voimassa olevan ja hallituksen suositteleman ostotarjoustilanteen takia Ahlstrom-Munksjö on sijoittajien perspektiivistä käynnissä mielestämme erikoistilanne. Ennen ostotarjousta Ahlstrom-Munksjö on mielestämme profiloitunut sijoittajille pitkällä aikavälillä kasvavaksi arvoyhtiöksi. Orgaanisesti yhtiön markkinat kasvavat keskimäärin BKT:n tahtia tai hieman nopeammin, kun uusiutuvat kuitumateriaalit korvaavat uusiutumattomia materiaaleja eri sovelluksissa. Lisäksi pidämme pitkällä aikavälillä erittäin todennäköisenä, että yhtiö pyrkii myös jatkossa osallistumaan yritysjärjestelyihin ostopuolella, mikä tehostaisi orgaanista kasvunäkymää ja mahdollistaisi loikan uuteen kokoluokkaan ja siten selkeämmän profiloitumisen kasvuyhtiöksi.

Arvoyhtiöille ja perheyhtiötaustaiselle yhtiölle tyypillisesti osingot ovat keskeisessä roolissa Ahlstrom-Munksjön pääoman allokoinnissa, mitä myös yhtiön osinkopolitiikka heijastelee. Puhtaaksi osinkoyhtiöksi Ahlstrom-Munksjö ei silti profiloidu kasvumahdollisuuksien ja niiden hyödyntämisen pitkällä aikavälillä vaatimien pääomien takia. Yhtiötä ei mielestämme tule myöskään hinnoitella markkinoilla osinkoyhtiönä.

## Potentiaali

Voimassa oleva ostotarjous ei mielestämme tarjoa mielestämme uusille sijoittajille mielestämme mahdollisuuksia, sillä osakekurssi on lähellä tarjoushintaa ja pidämme esitetyn tarjouksen läpimenoa todennäköisimpänä lopputulemana (ml. kilpailevan tarjouksen todennäköisyys on pieni).

Näkemyksemme mukaan Ahlstrom-Munksjön keskeiset positiiviset arvoajurit olisivat seuraavat:

- **Kannattavuuden parantaminen:** Ahlstrom-Munksjön kannattavuus ei ole vielä yhtiön yli 14 %:n EBITDA-%:n (yli syklin) tavoitteen tasolla. Emme pidä tavoitetta kuitenkaan kohtuuttomana ja kannattavuudessa on mielestämme yhä parantamisen varaa, kunhan yritysjärjestelyiden synergiat sekä kasvuinvestointien ja tehostustoimien sekä tuotekehitystyön hyödyt saavutetaan. Kannattavuuden parantuminen tukisi arviomme mukaan myös yhtiölle hyväksyttäviä arvostuskertoimia, joten kannattavuuden noston osakekurssiin luoma vipu on kaksinkertainen.
- **Orgaaninen kasvu:** Erikoispaperi- ja kuitumateriaalimarkkinoiden volyymikasvunäkymä on pitkällä aikavälillä BKT:n kasvuennusteiden tasolla tai sitä hieman korkeampi, mikä tarjoaa yhtiön arvonaluonnille vahvan pohjan yhdessä yhtiön pääosin vahvan markkina-aseman takia. Orgaanisessa kasvussa onnistuminen tulee arviomme mukaan olemaan keskeisessä roolissa yhtiön pitkän aikavälin arvonaluonnissa.
- **Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla:** Globaalit erikoispaperi- ja kuitumateriaali-markkinat ovat yhä fragmentoituneet ja pidämme konsolidaatiota pitkällä aikavälillä vääjäämättömänä. Arviomme mukaan yritysjärjestelyt kuuluvat myös jatkossa Ahlstrom-Munksjön työkalupakkiin, sillä orgaanisella kasvulla yhtiön pitkän aikavälin

kasvuambitioita ei todennäköisesti täytetä ja myös historiallisesti yhtiön kasvusta pääosa on ollut epäorgaanista. Yhtiöllä on 2010-luvun järjestelyistä melko hyvät näytöt ja track-record kasvattaakin luottamusta, että yritysjärjestelyoptio on sijoittajien kannalta arvoltaan positiivinen. Lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä yhtiön fokuksessa on arviomme mukaan kuitenkin vuoden 2018 kauppohenkilöstön sulattelu (ml. vuoden 2018 ostojen integraatio, hyötyjen ulosmittaus ja velkojen lyhennys).

## Riskit

Ahlstrom-Munksjön keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Markkinariski:** Ahlstrom-Munksjö toimii osin taloudellisista suhdanteista riippuvaisella alalla, joten yhtiön tuotteiden kysyntä voi vaihdella nopeastikin. Lisäksi yhtiön liiketoiminta on pääomaintensiivistä ja kiinteät kustannukset ovat melko korkeita, minkä takia riittävän korkean kapasiteetin käyttöasteen, terveen hinnoittelun ja hyvän tuotemixin ylläpitäminen ovat kriittisiä asioita taloudellisen kehityksen kannalta. Kilpailukykyyn ylläpito vaatii myös toistuvia investointeja. Näiden kahden tekijän muodostama yhtälö voi heiluttaa yhtiön tuloskehitystä nopeasti, mikä on sijoittajien kannalta ongelmallista. Yhtiöllä on kuitenkin useita tuoteryhmiä eri markkina-alueilla, minkä takia eri liiketoimintoihin vaikuttaa monissa tilanteissa vastakkaisuuntaisia ajureita. Tämä tasaa yhtiön markkinariskiä osin.

## Sijoitusprofiili 2/2

- **Kilpailutilanteen muutokset:** Yhtiön hajanaisilla ja houkuttelevan kasvunäkymän tarjoavilla kohdemarkkinoilla rakenteelliset muutokset (esim. uuden kapasiteetin tulo markkinoille) voivat heikentää Ahlstrom-Munksjön markkina-asemaa ja/tai hinnoitteluympäristöä varsinkin pitkällä aikavälillä. Alalle tulokynnsy toimialalle on pääosin korkea kuitumateriaalien haastavat tuote- ja tuotantovaatimukset huomioiden, mikä pienentää jossain määrin riskin todennäköisyyttä ainakin osassa segmenttejä. Tietyissä matalamman lisäarvon segmenteissä alasajettavien suurten painopaperien konversio erikoispaperituotantoon on myös konkreettinen, sillä tällä tavoin joku kilpailija voi tuoda kerralla merkittävän määrän tehokasta kapasiteettia markkinoille siedettävällä investoinnilla.
- **Raaka-aineiden hintariski:** Ahlstrom-Munksjön merkittävin kustannuserä on markkinoiden hintatasosta riippuen noin 30-35 %:n osuudella kokonaiskuluista sellu, jonka yhtiö ostaa pääosin globaaleiden markkinoiden (kysyntä/tarjonta) määrittämään hintaan. Toisaalta raaka-aineen hinnan muutosten siirtäminen myyntihintoihin onnistuu parhaassakin tapauksessa viiveellä, joten sellun hinnan nousu voi vaikuttaa yhtiön tulokseen selvästi etenkin lyhyellä aikavälillä. Riskiä korostaa myös sellumarkkinan volatiili luonne. Vastaavia raaka-aineriskejä yhtiöllä on myös kemikaalien ja energian suhteen, mutta niiden osalta mittakaava on selvästi sellua pienempi. Yhtiö voi luonnollisesti myös hyötyä raaka-aineiden hintojen laskusta, joten riski on kaksisuuntainen.
- **Yritysostojen integraatioiden epäonnistuminen:** Vuoden 2018 yrityskauppojen synergioiden saavuttaminen on arviomme mukaan keskeisessä roolissa järjestelyiden ja koko yhtiön arvonluonnissa. Yhtiön näytöt fuusion synergioiden kotiuttamisesta ovat kuitenkin vahvat ja synergiahyötyjä on alkanut syntyä myös Experia ja Caieiras-kaupoista ripeästi. Näin ollen riski on mielestämme jo selvästi pienentynyt. Experan eli tapauksessa pelkät kulusynergiat eivät kuitenkaan nosta yksikön kannattavuutta riittävä tasolle vaan arviomme mukaan Ahlstrom-Munksjön pitää kauppahinnan oikeuttamiseksi onnistua myös ”pehmeissä synergioissa”, erään merkittävän investoinnin ylösajossa, orgaanisessa kasvussa ja tuotemixin parantamisessa. Tästä yhtiöltä odotamme yhtiöltä vielä lisänäyttöjä.
- **Koronapandemia:** Pandemia on merkittävä riski myös Ahlstrom-Munksjölle, sillä pandemian myötä kysyntää rokottavan pidempiaikaisen ja globaalin laskusuhdanteen todennäköisyys on noussut ja toisaalta pandemia voi uhata myös yhtiön toimituskykyä. Pandemiatilanteen vakavuutta ja lopullisia vaikutuksia on myös vielä äärimmäisen vaikea arvioida, sillä ne riippuvat pitkälti pandemian kestoajasta sekä viruksen vaarallisuudesta. Toistaiseksi yhtiö on kuitenkin selvinnyt pandemiatilanteesta siedettävästi, sillä kysyntä on alkanut monissa segmenteissä jo elpyä Q2'20:n alkupuolella saavutetuista pohjista ja yhtiö on pystynyt pitämään kaikki tehtaansa tuotannossa koko pandemianjakson ajan. Lisäksi huomautamme, että pandemia voi avata yhtiölle myös uusia mahdollisuuksia lyhyellä tähtäimellä esimerkiksi kasvomaskimateriaalien tuotannossa sekä pidemmällä perspektiivilläkin yritysjärjestelyissä. Kokonaisuutena pandemia onkin mielestämme yhtiölle enemmän negatiivinen kuin positiivinen ajuri nykytiedon valossa.
- **Voimassa oleva ostotarjous:** Mielestämme yhtiöstä tarjottu tarjoushinta on lyhyellä tähtäimellä hyvä ja kilpaileva tarjous on hallituksen suositus, pääomistajien tarjoukselle antama tuki sekä yhtiön omistajarakenne huomioiden epätodennäköinen. Toisaalta yhtiön osakekurssi on jo tarjoushinnan tasolla, joten mielestämme tarjouksen läpimeno on hinnoiteltu suurelta osin kurssiin. Siten tarjouksen epätodennäköinen mutta periaatteessa mahdollinen kaatuminen voisi luoda lyhyellä tähtäimellä painetta kurssiin, joten näemme tilanteen lievänä lyhyen ajan riskinä yhtiön nykyomistajien kannalta. Luonnollisesti tarjouksen kaatuessa Ahlstrom-Munksjössä mielestämme etenkin pitkällä aikavälillä piilevä potentiaali jäisi nykyisille omistajille, joten tarjouksen etenemiseen liittyvien yllätysten vaikutus sijoittajiin riippuu osittain myös kunkin sijoittajan horisontista ja riskinsietohalusta.

# Sijoitusprofiili

1.

**Yhtiöstä tehty ja luultavasti läpimenevä ostotarjous muodostaa erikoistilanteen**

2.

**Kannattavuudessa on parantamisen varaa**

3.

**Hyvä orgaaninen kasvupotentiaali**

4.

**Markkinoiden rakenteet tukevat epäorgaanista kasvua**

5.

**Portfolion tiety syklisyys / volatiilisuus nostaa riskejä**

## Potentiaali



- Emme näe luultavasti läpi menevän ostotarjouksen takia tarjoavan uusille sijoittajille mahdollisuuksia
- Yhtiöllä on kannattavuuden parantamisen varaa yrityskauppojen synergioiden, tehostustoimien ja orgaanisen kasvuinvestointiohjelman kautta
- Markkinat kasvavat vähintään BKT-kasvun vauhtia ja useissa segmenteissä johtavassa asemassa olevan yhtiön markkina-asema on hyvä
- Uudet tuotteet ja tuotemixin jatkuva kehittäminen
- Arvon luonti yritysjärjestelyillä selkeitä rakenteellisia konsolidaatiopaineita kohtaavilla markkinoilla

## Riskit



- Merkittävä osa myynnistä on suhdanneherkkää
- Kilpailun kiristyminen
- Raaka-aineiden hintariskit
- Yrityskauppariskit
- Vaikeasti ennustettavan koronapandemian negatiiviset vaikutukset kysyntään, hinnoitteluun ja toimituskykyyn
- Ostotarjouksen (epätodennäköinen) kaatuminen voisi luoda painetta kurssin, mutta vastapainona pitkän ajan potentiaali jäisi nykyomistajille

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

## Kannattavaa kasvua kuitumateriaaleissa

Ahlstrom-Munksjön strategian ydinajatuksena on mielestämme hyödyntää erikoispaperi- ja kuitutuotemarkkinoiden pitkällä aikavälillä suotuisat kasvunäkymät. Yhtiöllä on hallussaan varsin laaja portfolio erilaisia erikoispaperi- ja kuitutuotteita. Kaikkien segmenttien välillä ei myöskään ole välttämättä keskinäisiä synergioita, mutta tiettyjen osien välillä synergiat voivat olla hyvin selkeitäkin (esim. samat asiakasteollisuudet ja/tai jaetut tuotantolaitokset). Arviomme mukaan yhtiön konsernistrategiassa keskeisessä roolissa on portfolion hallinta, jonka tavoitteena vahvimpien segmenttien kannattava kasvattaminen sekä huonoimpien ja/tai portfolioon epäsovivimpien segmenttien asemien vahvistaminen tai niistä luopuminen. Portfolion hallinnassa yhtiö käyttää orgaanisten työkalujen (ml. esim. investoinnit, tehostaminen ja R&D) lisäksi yritysjärjestelyitä, joita myös on viime vuosina nähty useita.

Mielestämme fuusion julkaisemisen yhteydessä kommunikoitu strategia ohjaa yhtiötä loogiseen suuntaan ja pidämme valittuja niche-markkinoita hyvinä huomioiden yhtiöiden vahvuudet ja liiketoimintojen väliset synergiat. Melko väljä strategia jättää yhtiölle paljon liikkumavaraa strategiseen kasvuun (ml portfolion hallinta) joko maantieteellisesti tai liiketoimintasegmentteittäin. Emme myöskään usko yhtiöstä ostotarjouksen tehneen konsortion muuttavan merkittävästi Ahlstrom-Munksjön strategian isoja linjoja, mutta yksityisomistuksessa joitakin kärsivällisyyttä ja pääomia vaativia kehitystoimia onkin toki mahdollista puskea läpi määrätietaisemmin pitkää

peliiä pelaten.

## Tavoitteena markkina- ja tuotejohtajuus

Ahlstrom-Munksjö on maininnut tavoitteekseen myös jatkaa lisäarvon tuottamista asiakkailleen korkealaatuisen tuotevalikoiman avulla. Arviomme mukaan tämä tarkoittaa käytännössä markkinoiden kehittyneitä ja innovaatioiden myötä jatkuvasti kehittyvää tuoteportfoliota, joita räätälöidyt palvelut täydentävät (esim. tuotetuki ja tekninen asiakaspalvelu). Kehittyneiden tuotteiden avulla yhtiö pyrkii ylläpitämään ja kasvattamaan asiakkaidensa saamaa lisäarvoa, mikä taas mahdollistaa preemiohinnoittelun suhteessa kilpailijoihin ja siten korkeammat marginaalit ja/tai paremman asiakaspysyvyyden. Käytännössä yhtiön pitäisi innovaatioiden avulla pystyä luomaan uusia korkean lisäarvon tuotteita riittävän nopealla syklillä (uusien tuotteiden marginaalit ovat tyypillisesti keskimääräistä korkeammat) ja toisaalta puolustaa vanhojen tuotteiden arvoa niiden ominaisuuksia jatkuvasti parantamalla tai niiden tuotantokustannuksia alentamalla. Tässä tärkeässä roolissa on myös yhtiön tekninen asiakaspalvelu, joka on asiakasrajapinnassa jatkuvasti läsnä kuulemassa asiakkaiden toiveita.

Toinen keino tuotannon arvon kasvattamisessa on siirtyminen arvoketjussa eteenpäin eli käytännössä jatkojalostaa omia tuotteita aiempaa pidemmälle ja päästä siten lähemmäs tuotteiden varsinaisia loppukäyttäjiä. Pidämme myös tätä maltillisessa mittakaavassa järkevänä, sillä jatkojalostuksen tuotantoa alempi pääomaintensiteetti mahdollistaa kohtuullisillakin marginaaliparannuksilla terveen

tuoton lisäinvestoinneille. Arvoketjussa siirtymistä yhtiö joutuu käyttämään kuitenkin harkiten eikä se sovellu kaikkiin segmentteihin, jotta yhtiö ei ajaudu kilpailuun asiakkaidensa kanssa.

Pidämme tuotannon arvoon panostamista järkevänä ratkaisuna yhtiöltä, sillä tätä kautta yhtiö pystyy asemoitumaan hieman sivuun kypsimmistä tuote- ja markkinasegmenteistä, joissa hinnan merkitys kilpailutekijänä korostuu ja jotka kohtaavat ajan yli lähes väistämättä marginaalipainetta aiheuttavaa hintaeroosiota esimerkiksi kilpailun kiristymisen ajamana. Tämä on tärkeää, sillä Ahlstrom-Munksjöllä ei mielestämme ole rakenteellista ja pitkällä tähtäimellä kestävästä kustannusetua. Tällä hetkellä yhtiö on kuitenkin arviomme mukaan pääosin kohtuullisen kustannuskilpailukykyinen.

## Operatiivisen toiminnan ja tehokkuuden parantaminen pysy fokuksessa

Operatiivisen tehokkuuden jatkuva parantaminen arviomme mukaan edelleen yksi Ahlstrom-Munksjön keskeisiä strategisia tavoitteita. Mielestämme tämä on myös välttämätöntä, sillä yhtiön liiketoiminnat ovat erittäin kilpailtuja aloja ja toimialan keskiarvoja korkeampien marginaalien saavuttaminen vaatii vahvan markkina-aseman ja kilpailukykyisen tuoteportfolion lisäksi kustannusjohtajuutta tai vähintään hyvää kustannuskilpailukykyä (ts. korkeaa operatiivista tehokkuutta). Näin ollen tehokkuuden parantamiseen pitää mielestämme suhtautua jatkuvana prosessina, jossa on onnistuminen on edellytys jo nykyasemien säilyttämiselle.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Operatiivisen tehokkuuden parantamisessa yrityskauppasynergioiden ulosmittaamisen jälkeen ovat olleet keskeisessä roolissa etenkin materiaali-, energia- ja henkilöstö-tehokkuuden nostaminen muun muassa prosessikehityksen ja nopean tai keskipitkän takaisinmaksuajan (1-6 vuotta) kasvu- ja kehitysinvestointien avulla. Näitä yhtiö on jo tehnyt ja sitoutunut tekemään useilla tehtailaan vuosina 2017-2020 yhteensä 175 MEUR:lla. Näihin liittyvää potentiaalia on myös arviomme mukaan vielä kapitalisoimatta. Vähintään keskipitkällä aikavälillä investointeja lienee myös edessä, jotta yhtiön täyden potentiaalin realisointi tulee mahdolliseksi.

Tehokkuutta ja ketteryyttä yhtiö hakee arviomme mukaan myös itsenäisiin liiketoimintayksiköihin pohjautuvalla liiketoimintamallilla, jonka on tarkoitus varmistaa nopea päätöksenteko, joustavuus ja läpinäkyvyys luopumatta kuitenkaan suuremman kokonaisuuden skaalahyödyistä. Mielestämme valittu organisaatiomalli sopii hyvin yhtiön nykyiseen kehitysvaiheeseen. Lisäksi yhtiö on pyrkinyt tekemään säästöjä sekä tuotannon muuttuvissa että kiinteissä kuluissa suorilla säästöohjelmilla.

## Yrityskaupat kuuluvat työkalupakkiin

Kuitumateriaalien ja erikoispaperien markkinat ovat hyvin fragmentoituneita, sillä muutaman globaalin yhtiön lisäksi eri segmenteissä toimii tyypillisesti suuri määrä alueellisia pelureita. Kun huomioidaan, että liiketoiminta on pääomaintensiivistä ja suuruuden ekonomian hyödyt kustannuspuolella ovat konkreettisia, on markkinan konsolidoituminen pitkällä aikavälillä väistämätöntä. Arviomme mukaan myös Ahlstrom-Munksjö on alan johtavana

pelurina halukas kehittämään portfoliotaan ja osallistumaan konsolidaatioon ostajana pitkällä aikavälillä, mutta lyhyellä tähtäimellä yhtiön pääfokus on todennäköisesti vielä Expera- ja Caieiras-kauppojen sulattelussa (integrointi, hyötyjen ulosmittaaminen ja taloudellisen liikkumavaran kerryttäminen taseeseen). Suhtaudumme yrityskauppaoptioon lähtökohtaisesti positiivisesti, mikä johtuu yritysjärjestelyjä tukevan toimialarakenteen lisäksi yhtiön toistaiseksi melko hyvistä näytöistä yritysjärjestelyissä. Lopullinen suhtautumisemme kauppoihin on toki täysin tapauskohtaista ja riippuvainen ostokohteen hinnasta ja laadusta.

Toisaalta uskomme yhtiön on ollut ja arviomme mukaan on yhä valmis myymään yksiköitä, joiden arvo voisi olla suurempi toisentyypisessä omistuksessa. Arvoa luovasta myynneistä hyvä osoitus oli esimerkiksi erittäin kannattavan mutta kuitumateriaalistrategiaan löyhästi liitännäisen pienen Archesin taidepainopaperiliiketoiminnan myynti hyvään 44 MEUR:n velattomaan hintaan (EV/EBITDA 10-11x). Yhtiö on myös myynyt joitakin heikosti kannattaneita yksiköitään, kuten muun muassa Mikkelin lasikuitumateriaalitehtaan.

Vaihtoehtona strategisessa kasvussa ja/portfolion hallinnassa olisivat uusinvestoinnit (greenfield) uusiin tehtaisiin. Tämä olisi järkevää, jos markkinoilta ei löytyisi yhtiön tarkoituksiin sopivia ja/tai kohtuuhintaisia ostokohteita. Arvioimme kuitenkin yhtiön pyrkivän nykyisten tehtaiden laajentamiseen tai epäorgaaniseen kasvuun yritysostoilla, sillä uusinvestoinneissa kassavirtojen ajoitus on usein epäedullinen johtuen etupainotteisista investointikuluista ja pitkistä

tuotannon ylösajajaksista.

## Taloudelliset tavoitteet

Ahlstrom-Munksjön pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat:

- **Kannattavuus:** operatiivinen käyttökate-marginaali yli 14 % yli suhdannesyklin
- **Taserakenne:** Nettovelkaantumisaste alle 100 %
- **Osingonjako:** Vakaa ja vuosittain kasvava osinko, joka maksetaan kaksi kertaa vuodessa

Q2'20:n lopussa Ahlstrom-Munksjö täytti taloudelliset tavoitteet taseen osalta (Q2'20: nettovelkaantumisaste 74 %). Kannattavuustavoitetta yhtiö ei ole vielä saavuttanut ja tavoitteeseen on vielä matkaa (Q2'20: LTM oik. EBITDA-% 11,6 %).

## Kannattavuustavoite on realistinen

Vaikka kannattavuustavoitteen alarajaan on vielä matkaa, pidämme tavoitetasoa realistisena Ahlstrom-Munksjölle. Yli 14 %:n EBITDA-%:n saavuttaminen vaatii yhtiöltä näkemyksemme yrityskauppojen synergioiden ja muiden tehostustoimien realisointia, kannattavaa kasvua markkinoiden mukana ja tuotemixin parantamista ja tehostustoimia. Kolmen viimeisen tekijän kannalta keskeisessä roolissa on yhtiön orgaaninen investointiohjelma, mutta luultavasti myös jotkin lisäinvestoinnit ovat vielä tarpeen. Yhtiön lähin verrokki Neenah Paper on myös kestävästi saavuttanut noin 15 %:n EBITDA-marginaalin, mikä myös indikoi tavoitteen realistisuutta.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Yhtiön liiketoiminnan pääomaintensiivisyyden ja yrityskauppojen jälkeisen suuren liikearvomassan takia Ahlstrom-Munksjön taserakenne on melko raskas. Siten yli 14 %:n operatiivinen käyttökatemarginaali riittäisi karkeasti 12-13 %:n operatiiviseen sijoitetun pääoman tuottoon lähivuosina. Mielestämme tämä selkeästi pääomakustannuksen yläpuolella oleva taso olisi kohtuullisen hyvä tuotto yli syklin valmistavan perusteellisuuden tyypillinen liiketoimintadynamiikka huomioiden. Pidämme siten yhtiön kannattavuustavoitetta haastavana, mutta realistisena myös syklin yli tarkasteltuna.

## Yhtiöltä puuttuu kasvutavoite

Vaikka kasvu on keskeisessä roolissa Ahlstrom-Munksjön strategissa, yhtiö ei kuitenkaan ole toistaiseksi asettanut itselleen kasvutavoitetta. Arviomme mukaan kannattavuus on vielä ykkösprioriteetti yhtiölle, vaikka ajan yli Ahlstrom-Munksjö tavoittelee toki kasvua. Mielestämme yhtiön kasvupotentiaalin pitäisi olla orgaanisesti globaalin BKT:n kasvun tasolla tai hieman sen yli noin 3-4 %:ssa vuodessa. Tämä perustuu pitkällä aikavälillä yhtiön tuotteita tukeviin kasvujureihin, joihin kuuluu väestön kasvun, elintason nousun, kestävän kehityksen ja kaupungistumisen kaltaisia vahvoja trendejä. Markkina-asemansa (#1 tai #2 suurimmassa osassa liiketoimintoja) ja tuoteportfolionsa perusteella yhtiön pitäisi myös tavoitella markkinoita hieman nopeampaa orgaanista kasvua. Lisäksi arvioimme, että pitkällä aikavälillä yhtiön kasvusta jopa suurempi osa muodostuu epäorgaanisesta kuin orgaanisesta kasvua, kuten on myös historiallisesti käynyt. Epäorgaaninen kasvu on kuitenkin portaittaista ja vaikeasti ennakoitavaa.

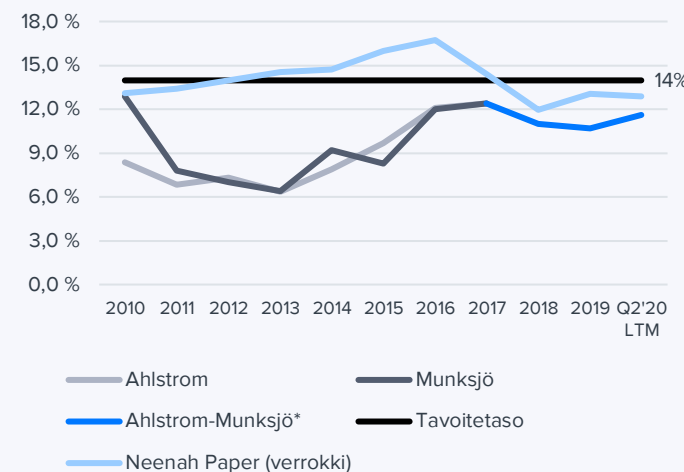
## Taseessa on velkavipua

Ahlstrom-Munksjö on tällä hetkellä taseen osalta tavoitetason alapuolella jonkun verran, mutta taseen tunnuslukuja tukee toki syksyllä 2019 nostettu 100 MEUR:n hybridilaina, joka on osakesijoittajien perspektiivistä korollista velkaa (hybridilaina velkana käsiteltynä nettovelkaantumisaste olisi ollut 90 % Q2'20:n lopussa). Arviomme mukaan väljähkön pääomarakennetavoitteen yläraja kuvaa yhtiön riskinottohalun rajoja sekä toisaalta julkiselle yhtiölle asetettua yleistä vaatimustasoa) Toimiala on pääomaintensiivinen ja tietyn velkavivun käyttäminen on mielestämme liiketoiminnassa järkevää oman pääoman tuoton optimoimiseksi. Normaalisissa tilanteissa yhtiön mukavuusalue velkavivun suhteen voisi olla noin 40-60 %:n nettovelkaantumisaste ja arviomme mukaan yhtiö joutuisi julkisena yhtiönä allokoidaan varojaan lähivuosina myös velkojen lyhentämiseen. Yksityisessä omistuksessa aggressiivisempi velkavivun käyttö olisi mahdollista ja arviomme mukaan ostotarjouksen tehneen konsortion arvonaluontilogiikka nojaa osin halvan velkavivun aggressiivisempaan hyödyntämiseen

## Osingon kasvu edellyttää tuloskasvua

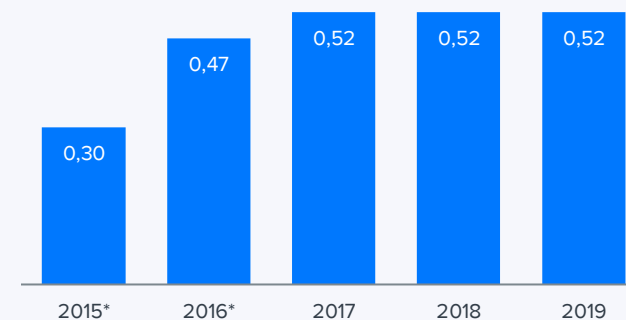
Myös Ahlstrom-Munksjön osinkopolitiikka on väljä ja mielestämme pitkäjänteisyyttä korostava. Keväiden 2018-2020 yhtiökokouksien hyväksymä osinko 0,52 euroa osakkeelta on arviomme mukaan pohjataso, jolta yhtiö pyrkii osinkoaan korottamaan. Arviomme mukaan Ahlstrom-Munksjöllä on tähän hyvät edellytykset, mutta velkojen lyhentämistarpeen ja jatkuvien investointien takia osingon kasvattaminen vaatii yhtiöltä mielestämme tuloskasvua. Neljässä osassa maksettavaa osinkoa pidämme erinomaisena asiana sijoittajien kannalta.

## Oik. EBITDA-% ja tavoitetason alaraja



\*Ahlstrom-Munksjö, Expera, Caieiras pro-forma (2017-2018)

## Osinko per osake (euroa)



\* Ahlstromin ja Munksjön osingot yhteenlaskettuna ja jaettuna fuusioyhtiön osakemäärällä

# Strategia



## Perustan rakentaminen

- Ahlstromin Label&Processing liiketoiminnan fuusioiminen Munksjö AB:hen
- Ahlstrom ja Munksjö keskittyvät itsenäisinä yhtiönä kannattavuuden parantamiseen sekä velkojen lyhentämiseen säästöjen ja tehokkuuden parantamisen kautta
- Euroopan hidas talouskasvu piti markkinatilanteen rauhallisena
- Yhtiöt pystyvät nostamaan kannattavuutensa hyvälle tasolle ja vahvistamaan taseitaan

## Fuusiolla ja yrityskaupoilla uudelle tasolle

- Ahlstromin ja Munksjön fuusio Q2'17:n alussa
- Fokus synergioihin, joiden ulosmittaamisessa yhtiön onnistuu tavoitteita paremmin (54 MEUR Q1'19:n lopussa vs. alkuperäinen tavoite 35 MEUR)
- Euroopan ja maailman talous piristyvät aluksi, mutta kauppasota rokottaa 2019
- Orgaanisen investointiohjelman suunnittelu ja toteuttaminen
- Raaka-aineiden raju kustannusinflaatio
- Expera- ja Caieiras-yrityskaupat ja synergiat

## Täyden potentiaalin realisointi yksityisomistuksessa

- Koronapandemian järjestyttämään toiminta- ympäristöön sopeutuminen ja riskien hallinta
- Globaalit talousnäkymät ovat haastavammat ja talouskasvu putoaa pakkaselle 2020
- Kustannustason alentaminen ja tehokkuus
- Orgaanisten investointien nosto lentokorkeuteen
- Tuotekehitys ja tuotemixin vahvistaminen
- Raaka-aineiden hintatrendi helpottaa sekä sellun että energia osalta 2020 ja inflaatiopaine on rajallinen
- Ostotarjous on viemässä yhtiön yksityiseen omistukseen

## Strategian Must Win Battles

### Toteutunut

- Kiinteät kulurakenteet ovat yleiskulujen osalta terveellä tasolla
- Liiketoimintaportfolion maantieteellisen jakauman tasoittaminen
- Kaupallisen kyvykkyyden (ml. hinnoittelu) parantaminen kustannusinflaation kompensoimiseksi ja tuloksen parantamiseksi
- Uusien tuotteiden tuominen markkinoille
- Toimenpideohjelmat ongelmayksiköiden tulostulon parantamiseksi

### Lähitulevaisuus 1-2v

- Koronamyrskyssä navigointi
- Uuden organisaatiomallin käyttöönotto (2020 alkaen)
- Markkina-aseman hyödyntäminen (ristiinmyynti)
- Decorin strategisen järjestelyn edistäminen ja loppuunsaattaminen
- Investointiohjelman loppuunsaattaminen ja hyötyjen ulosmittaaminen
- Yhtiön suunniteltu siirtyminen yksityiseen omistukseen

### Seuraavat 5 vuotta

- Liiketoiminnan kärsivällinen pitkän tähtäimen kehittäminen yksityisomistuksessa
- Koronamyrsken luomien mahdollisuuksia hyödyntäminen
- Liiketoimintaportfolion jatkuva hallitseminen
- Tuotejohtajuuden ja markkinajohtajuuden vahvistaminen ja kiristyvään kilpailuun vastaaminen R&D:n ja investointien avulla
- Seuraavat kasvuloikat yritysjärjestelyillä 2020-luvulla ja niihin valmistautuminen (ml. taseen vahvistaminen)
- Kannattavuustavoitteen alarajan saavuttaminen

# Filtration & Performance Solutions 1/4

## Laaja tuoteportfolio teollisuussektoreille

Filtration&Performance (F&P) muodostuu neljästä liiketoimintaa-alueesta, jotka ovat Filtration, Nonwovens, Glass Fiber Tissue ja Abrasive. Tehtaita F&P:llä on Suomessa, Italiassa, Kiinassa, Etelä-Koreassa, Brasiliassa ja Yhdysvalloissa. Divisiona operoi globaalisti, mutta suurimpia markkina-alueita ovat arviomme mukaan Pohjois-Amerikka ja Eurooppa, kun taas Aasian ja Etelä-Amerikan painoarvot liikevaihtojakaumassa ovat pienempiä.

## Liikennesektori pääroolissa Filtrationissa

Filtration valmistaa öljyn, polttoaineiden ja ilman suodattamia liikennevälineisiin sekä teollisuus-suodattimia. Koronapandemian puhjettua yhtiö on kehittänyt nopeasti eritasoisia kasvomaskien materiaaleja, joihin normaalisti suodatintuotannossa käytettävää kapasiteettia on allokoitu.

Filtrationin arviomme mukaisesta vajaan 400 MEUR:n liikevaihdosta liikenne tuo suurimman osan. Liikennekäyttöön menevistä suodattamista taas 60 % menee raskaisiin kuorma-autoihin, lentokoneisiin ja laivoihin sekä loput 40 % henkilöautoihin. Liikennekäytössä korvaussuodatinmarkkina on selvästi (jopa 4x) uusiin liikennevälineisiin asennettavaa markkinaa suurempi sekä raskaassa liikenteessä että henkilöautopuolella. Tämä johtuu siitä, että suodattimet ovat vaihdettavaa kulutustavaraa. Siten kysyntä on luonteeltaan melko jatkuva Filtrationissa, sillä tärkein markkina-ajuri on ajatut kilometrit, kun taas uusien liikennevälineiden tuotantomäärien merkitys on pienempi. Tämä rajaa altistumista uusajoneuvomarkkinan rajulle syklisyydelle, vaikka jossain määrin syklinen liiketoiminta Filtration tuki on. Arviomme mukaan koronapandemia on myös vaikuttanut

liikennesektorin suodatinmyyntiin negatiivisesti etenkin Q2'20:n sulkukvartaalilla, minkä jälkeen kysyntä on alkanut elpyä liikennemäärien kasvun mukana.

## BKT:n kasvu ajaa markkinakasvua

Liikennesektorin suodattimet ovat arviomme mukaan noin 900 MEUR:n markkina globaalisti. Markkinan kasvu on pitkälti BKT-vetoista sektorin markkina-ajurit huomioiden ja pitkän ajan vuosikasvupotentiaali on globaalisti 3 %:n tasolla. Kasvu painottuu kehittyville markkinoille, jossa liikennevälineiden käyttö lisääntyy ja BKT kasvaa kehittyneitä maita nopeammin.

Pitkällä tähtäimellä liikenteen sähköistyminen voi rajoittaa markkinan kasvuvauhdin kuvaa, sillä sähkö-autoissa ei ole öljyn ja polttoaineiden suodattimia. Toisaalta sähköautoissa on uudentyyppisiä vaativia ja kalliita suodattimia. Arviomme mukaan liikenteen sähköistyminen tulee kuitenkin olemaan hidasta henkilöliikenteessä ja raskaan liikenteen sähköistäminen on vielä huomattavasti henkilöautoliikennettä vaikeampaa ja hitaampaa. Siten emme näe liikenteen sähköistymistä merkittävänä uhkana Filtrationin pitkän ajan markkinakoon tai kasvuvauhdin kannalta ainakaan useimmille sijoittajille relevantissa aikaikkunassa.

## Liikennesuodatinmarkkina on keskittynyt

Liikennesuodattimissa toimialan konsolidaatio on edennyt pitkälle, sillä arviomme mukaan kolmella suurimmalla yhtiöllä on arviomme mukaan globaalisti 60-70 %:n markkinaosuus. Filtration on liikennesuodattimien markkinajohtaja globaalilla noin 40 %:n markkina-osuudella. Siten Filtrationin markkina-asema on vahva, kun huomioidaan myös teknologiajohtajuus ja tuotebrändi.



## Markkinanäkymä

### Kysyntäajurit

- Raskaan ja henkilöliikenteen ajoneuvokannan kasvu ja ajettujen kilometrien määrän nousu (Filtration)
- Kasvava ympäristötietoisuus ja kiristyvät päästövaatimukset (Filtration)
- Rakentamisen ja yksityisen kulutuksen kasvu (Nonwovens)
- Kysynnän painopisteen muutos paperipohjaisista tapeteista kuitukangastapetteihin (Nonwovens)
- Rakentamisen ja remontoinnin aktiviteetti (Glass Fiber Tissue)
- Auto-, huonekalu-, puutuote- ja rakennusteollisuuksien kasvu (Abrasive)

### Markkinakasvu- ja asema

- Kasvu 2-5 % p.a segmentistä riippuen (Filtration)
- #1-2 globaalisti (Filtration)
- Kasvu 3-8 % p.a segmentistä riippuen (Glass Fiber Tissue)
- #1 lattiamateriaalit (Glass Fiber Tissue)
- Kasvu 2-3 % p.a segmentistä riippuen (Nonwovens)
- #2-3 korkealaatuiset tapetit (Nonwovens)
- Kasvu 2-3 % p.a (Abrasive)
- #1-2 (Abrasive)

# Filtration & Performance Solutions 2/4

Muita globaalisti merkittäviä pelureita ovat amerikkalaiset Neenah Paper ja Hollingsworth&Vose. Sektorin keskittyneen rakenteen ja yhtiön suuren markkinaosuuden takia emme usko, että yhtiö pystyy kasvamaan olennaisesti Filtrationissa epäorgaanisesti ainakaan Euroopassa.

Filtrationin asiakkaat ovat autoteollisuuden komponenttivalmistajia (esim. Bosch) tai suodatinvalmistajia (esim. Donaldson), joiden liikevaihdot voivat olla miljardiluokassa. Koko antaa asiakkaille hinnoitteluvoimaa, jota myös autoteollisuus on hyödyntänyt historiallisesti aggressiivisesti eri arvoketjuissa ja arvoketjujen osissa. Suodatinvalmistajien konsolidoitumisen, korkeiden alalle tulon esteiden (laatuvaatimukset) ja vakiintuneen toimittajan vaihtamisesta syntyvien epäsuorien kulujen takia liiketoiminnan viitekehys on mielestämme erittäin haastavista (loppu)asiakkaista huolimatta fundamenteiltaan terve.

Toimialalla on tehty historiallisesti hyviä kannattavuuksia, kuten myös F&P:n ja Neenah Paperin lähimenneisyys osoittaa (Neenahin TP-divisioonan EBITDA % 2010-luvulla kestävästi 15-17 %). Filtrationilla onkin arviomme mukaan edellytykset ylittää konsernin yli 14 %:n EBITDA-%:n tavoitetaso ajan yli jopa selvästi ja arviomme mukaan yksikön kannattavuus onkin tuntuvasti tavoitetason yläpuolella tällä hetkellä.

## Teollisuussuodattimet ovat kasvumarkkina

Teollisuuden suodattimissa Filtrationin asiakkaita ovat kaasuturbiinisuolettimien ja sisäilman suodattimien valmistajat. Näiden tuotteiden kysyntää ajaa BKT:n kasvun taustalla olevien tekijöiden lisäksi kasvava tarve puhtaalle ilmalle ja (kaasu)energialle. Teollisuussektorin suodattimet ovat jossain määrin

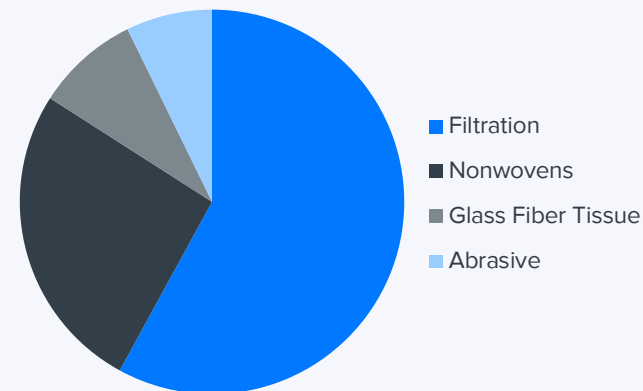
syklinen ja noin 1,5 miljardin euron arvoinen kasvumarkkina. Sen pitkän ajan kasvupotentiaali on arviomme mukaan myös noin 3 %:ssa kehittyville markkinoille painottuen. Lyhyellä tähtäimellä arviomme koronapandemian vaikutuksen liike-toimintaan olleen neutraali tai hieman negatiivinen.

Arviomme mukaan Filtration on johtavia pelureita myös teollisuussuodattimissa globaalisti, vaikka sen markkinaosuus ei olekaan erityisen korkea. Marginaalipotentiaali teollisuussuodattimissa on näkemyksemme mukaan hyvä, sillä kyseessä on niin ikään korkeiden laatu- ja ominaisuusvaatimusten tuotesegmentti. Myös teollisuussuodattimissa markkina- ja asiakasrakenteet ovat kannattavuuden kannalta mielestämme otollisia.

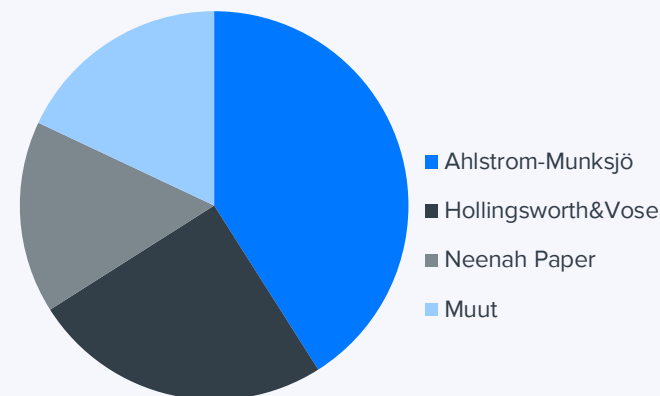
## Muun muassa Filtrationin kapasiteettia on allokoitu kasvomaskimateriaalien tuotantoon

Globaalin koronakriisin puhjettua Ahlstrom-Munksjö aloitti nopeasti tuotekehitysprojektin, jonka tavoitteena oli laajentua tiettyjen kasvomaskeissa vaadittavien materiaalien tuotantoon. Tämä ei ole ollut tyypillisesti merkittävä tuotealue yhtiölle, mutta Ahlstrom-Munksjön olemassa olevista tuotantolinjoista osa soveltui myös tämän tyyppisten materiaalien tuotantoon. Näin ollen yhtiö on allokoitui viime aikoina muun muassa Filtration-liiketoiminnassa heikentyneen kysynnän myötä ylimääräiseksi jäänyttä kapasiteettia kasvomaskien materiaaleihin. Lisäksi yhtiöllä on kasvomaskimateriaalien tuotantokapasiteettia Filtration&Performance Solutionsin lisäksi myös Advanced Solutions -divisioonassaan. Yhteensä yhtiö pystyy tällä hetkellä valmistamaan eri divisioonissaan reiluun 700 miljoonaan erilaatuiseen maskiin riittävän määrän materiaalia kuukaudessa.

Filtration&Performancen myynnin jakauma



Liikennesuodattimien markkinaosuudet



# Filtration & Performance Solutions 3/4

Kasvomaskien ja siten maskien valmistamiseen tarvittavien materiaalien kysyntä on luonnollisesti erittäin vahvaa tällä hetkellä, kun maailma taistelee pandemiaa vastaan. Arviomme mukaan tilanne tulee myös jatkumaan jonkun aikaa, sillä ongelman ratkaisevaa rokotetta ei ole vielä näköpiirissä. Näin ollen uskomme kasvomaskimateriaalien (erityisesti laatuskaalan yläpään) olevan hyvää liiketoimintaa tällä hetkellä ja lähivuosina Ahlstrom-Munksjöille, vaikka maskeihin ja materiaalien tuotantoon onkin tullut viime aikoina kapasiteettia merkittävästi lisää. Kokonaisuutena kasvomaskimateriaalit tuovat arviomme mukaan yhtiölle tänä vuonna noin 50 MEUR:n liikevaihdon tänä vuonna. Näin ollen kasvomaskien materiaalien myynnin aloittaminen ei ole konsernituloksen muodostumisen kannalta mielestämme käänteentekevä asia eikä pandemian nettovaikutus yhtiöön käänny positiiviseksi, vaikka liiketoiminta voi olla hyvin kannattavaa ja tärkeintä on osallistua pandemiaongelman ratkaisuun. Arviomme myös, että yhtiö palauttaa suurimman osan väliaikaisesti kasvomaskimateriaalien tuotannosta niiden alkuperäisiin käyttökohteisiin, kun kysyntä normalisoituu.

## Nonwovens on F&P:n toiseksi suurin osa

F&P:n Nonwovens-liiketoiminta myy laajaa kuitukangasportfoliota autojen sisustuksiin, tekstiiliteollisuuteen, hygieni- ja haavanhoitotuotteisiin, pyyhintätuotteisiin, tapetteihin ja julisteisiin. Arviomme mukaan karkeasti 130-150 MEUR:n liikevaihtoa tekevän Nonwovensin päämarkkinoita ovat Eurooppa ja Pohjois-Amerikka, mutta yhtiöllä on myyntiä etenkin tapettimateriaaleissa Aasiaan ja Venäjälle.

Segmentin saavutettavissa oleva markkina on arviomme mukaan alle miljardin, joten Ahlstrom-

Munksjön markkina-osuus sektorilla ei ole

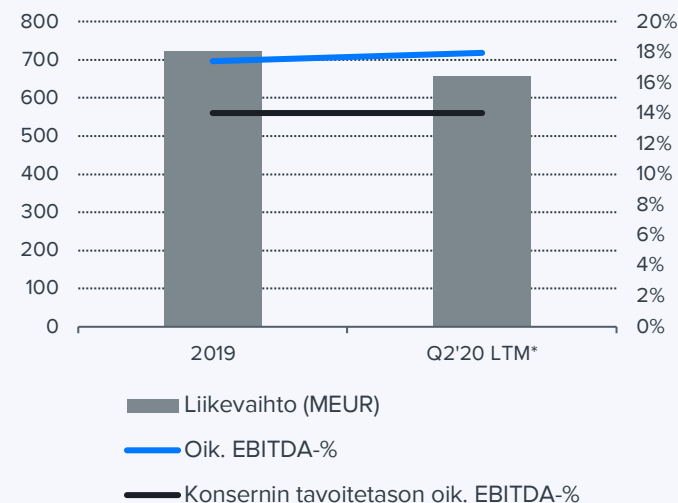
huomattavan korkea, vaikka yhtiön onkin johtavia pelureita alalla. Arviomme mukaan rakentamisen ja kulutuskysynnän ajaman ja jossain määrin syklisen Nonwovensin tuotteiden kysyntä kasvaa 2-3 %:n vuosivauhtia tyypillisten kuitumateriaaleja tukevien ajurien ansiosta. Kasvu painottuu kehittyville markkinoilla (Aasia). Koronan arviomme vaikuttaneen liiketoimintaan hieman negatiivisesti.

Nonwovensin pääkilpailijoita ovat NeuKallis, Glatfelter, Aralar ja Qifeng. Kilpailijoiden kannattavuuksista on hankala saada vertailukelpoista tietoa (osa kilpailijoista listaamattomia). Kun huomioidaan toimialan hajautuneet asiakasportfoliot ja verrattain kehittyneet tuotetarjonnat, pitäisi teollisuuden kuitukankaiden olla arviomme mukaan suhteellisen hyväkatteista liiketoimintaa yhtiölle.

## Loputkin Glass Fibre Tissuesta voi olla myytävänä, jos hyviä tarjouksia tulee

Karkeasti 50-60 MEUR:n vuosiliikevaihtoa arviomme mukaan tekevä Glass Fiber Tissue -liiketoiminta tarjoaa rakennussektorille lattiamateriaaleja ja sekä muita lasikuitumateriaaleja ja -kankaita kuljetus ja rakennusteollisuuksiin. Liiketoiminta pieneni arviomme mukaan oleellisesti viime vuonna, kun Ahlstrom-Munksjö myi noin 30 MEUR:n liikevaihtoa ja noin nollakatetta tehneen Mikkelin tehtaan saksalaiselle ostajalle. Arviomme mukaan Glass Fiber Tissue on 3-8 %:n vuosivauhtia (alalaidassa lattiamateriaalit, ylälaidassa jotkut erikoistuotteet) joidenkin satojen miljoonien euroja arvoinen markkina, mitä ajaa BKT-liitännäinen rakennussektorin kysyntä. Kyseessä on luonteeltaan siten melko syklinen ja osin projekti-vetoinen liiketoiminta. Lyhyellä tähtäimellä arviomme koronan vaikuttaneen yksikköön nettonegatiivisesti.

Filtration & Performance 2019-Q2'20 LTM



## Ahlstrom-Munksjön kasvomaskimateriaalien valmistuksen kapasiteetti:

- Taylorville, USA: 150 miljoonaa maskia / kk
- Windsor Locks, USA: 150 miljoonaa maskia / kk
- Louveira, Brasilia: 150 miljoonaa maskia / kk
- Malmedy, Belgia: 150 miljoonaa maskia / kk
- Brignoud, Ranska: 100 miljoonaa maskia / kk
- Torino, Italia: 60 miljoonaa maskia / kk
- Tampere, Suomi: 30 miljoonaa maskia / kk
- Mundra, Intia: 15 miljoonaa maskia / kk
- Hyun Poong, Etelä-Korea: 3,5 miljoonaa maskia / kk

# Filtration & Performance Solutions 4/4

Pääraaka-aineenaan lasikuitua käyttävä Building&Wind ei mielestämme kuulu välttämättä Ahlstrom-Munksjön ydinliiketoimintoihin. Ahlstrom ehti jopa myydä silloisen Building&Wind-yksikön (sis. Nykyinen Glass Fiber Tissue ja Mikkelin myyty liiketoiminta) Owens Corningille (pääkilpailija yhdessä Johns Manvillen kanssa) vuonna 2016, mutta Saksan kilpailuviranomaisten toisen vaiheen tutkinnan käynnistymisen takia osapuolet peruivat kaupan. Siten Glass Fiber Technology ei mielestämme kuulu välttämättä myöskään Ahlstrom-Munksjön ydinliiketoimintoihin. Arviommeakin, että liiketoiminta voisi olla edelleen myytävänä, jos sopivia ostajia ilmenisi. Arviomme mukaan liiketoiminta tekee nyt melko hyvää kassavirtaa yhtiölle ja myynti edellyttäisi houkuttelevaa tarjousta.

## Abrasive on portfolion tähtiä normaaleissa olosuhteissa

Abrasive -liiketoiminta myy erikoispapereita teollisuuteen. Abrasiven päätuote on hiomapaperin pohjapaperi autosektorille ja rakentamiseen. Laaja tuoteportfolio sisältää sekä teollisuuden tuotteita että ”tee-se-itse”-kategorian. Liiketoimintaan kuuluu myös painettuja koristepapereita. Abrasiven liikevaihto on arviomme mukaan alle 50 MEUR, joten kyseessä on varsin pienet niche-markkina. Abrasiven kokoa pienensi myös liiketoimintaan kuuluneen Archesin taidepainopaperiliiketoiminnan myynti.

Abrasiven tuotteiden kysyntä linkittyy BKT:een ja asiakasteollisuuksien ajureihin (sis. mm. elintason nousu, kaupungistuminen jne.). Pitkän aikavälin kasvupotentiaali on arviomme mukaan linjassa

BKT:n kasvun kanssa tai hieman sen alle noin 2-3 %:ssa, kun taas koronan vaikutus liiketoimintaan on ollut arviomme mukaan negatiivinen lyhyellä tähtäimellä, vaikka ”tee-se-itse”-kategoria onkin paikannut teollisuuden heikkoutta. Varsinaiset kasvumarkkinat ovat myös näissä liiketoiminnoissa jälleen Aasiassa. Toistaiseksi Abrasiven myynnistä valtaosa kertyy arviomme mukaan Euroopasta, mutta Ahlstrom-Munksjö operoi liiketoiminnassa globaalisti.

Teollisuuden erikoispaperien laatuvaatimukset ovat erittäin korkeita, joten alalle tulon esteet ovat liiketoiminnassa huomattavia ja pienet segmentit voivat olla hyvinkin keskittyneitä muutamille valmistajille. Siten tuottajilla on suurista ja vahvoista asiakkaista (esim. autoteollisuuden arvonketjun pelureita) huolimatta mielestämme hyvä hinnoitteluasema. Arviomme mukaan Abrasiven marginaalipotentialiaali on markkinoiden luoman viitekehysten myötä korkea ja niiden pitäisi mielestämme olla kannattavuudeltaan konsernin kärkipäätä.

Abrasiven tärkeimpiä kilpailijoita ovat Neenah Paper, Lemen, Delfort Group ja Kammerer. Arviomme mukaan yhtiön markkinaosuus globaalista markkinasta on vajaat 20 % ja Euroopassa selvästi suurempi. Siten yhtiön asema markkinalla on vahva. Pääosa kilpailijoista on yksityisomisteisia tai rakenteeltaan huonosti vertailukelpoisia, mutta Abrasiven kannattavuuden pitäisi mielestämme olla suhteellisesti alan valioluokkaa vahvat markkina-asetat ja tietyt skaalaedut huomioiden.

## Marginaalit ovat jo lähellä potentiaaliaan

Kuten todettua, F&PS:n kaikki liiketoiminnot ovat nyt hyvässä iskussa ja divisioona on saavuttanut vuosina 2019-2020 17-18 %:n oikaistun EBITDA-%:n tason. Myöskään koronavaihe ei ole liikevaihdon laskusta huolimatta iskenyt yksikön kannattavuuteen. Arviomme mukaan tämä on hyvä taso F&PS:lle ja pitkällä tähtäimellä kestävä marginaalien parannusvaraa on tuskin muutamaa prosenttiyksikköä enemmän jäljellä. Siten F&P:ssä tulokasvun on tultava jatkossa yhä enenevässä määrin liikevaihdon kasvun kautta. Tähän ajan yli kasvavat markkinat ja F&P:n vahva markkina-asema tarjoavat kuitenkin suotuisan viitekehysten. Siten liiketoiminnalla on mielestämme hyvät edellytykset toimia Ahlstrom-Munksjön tulosmoottorina myös jatkossa.

# Advanced Solutions 1/3

## Laaja tuotetarjonta useille sektoreille

Advanced Solutions koostuu 5 liiketoiminta-alueesta, jotka ovat Liquid Technologies, Beverage&Casings, Medical, Tape ja Precision Coating. Advanced Solutionsin tehtaat sijaitsevat Suomessa, Ruotsissa, Saksassa, Ranskassa, Espanjassa, Italiassa, Yhdysvalloissa, Isossa-Britanniassa, Kiinassa ja Intiassa. Liiketoiminnan päämarkkina-alueita ovat Eurooppa ja Pohjois-Amerikka ja Aasia.

## Liquid Technologies on yksikön tähti

Advanced Solutionsin paras liiketoiminta on sekä kasvun että etenkin kannattavuuden osalta todennäköisesti pieni Liquid Technologies, jonka arvioimme tekevän joidenkin kymmenien miljoonien eurojen liikevaihtoa tällä hetkellä. Liiketoiminnan tuoteportfolioon kuuluu muun muassa laboratoriovälineiden ja Life Science -instrumenttien suodattimia, pikatestien materiaaleja sekä vedenpuhdistussuodattimia.

Vuoden 2019 lopulla yhtiö vahvisti liiketoimintaa ostamalla ja integroimalla siihen rasvakeittimien suodattimien jalostukseen keskittyneet konvertointilaitoksen Kiinasta ja USA:sta. Ostettu liiketoiminnan liikevaihto oli noin 7 MUSD ja käyttökate 2 MUSD, joten 11 MUSD:n velaton kauppahinta vastatasi EV/S-kerrointa 1,6x ja EV/EBITDA-kerrointa 5,5x. Mielestämme hinta oli hyvin kohtuullinen kannattavasta jalostusliiketoiminnasta ja ostettu liiketoiminta sopi muutenkin erinomaisesti Liquid Technologiesin vahvistukseksi ja kasvun kiihdyttäjäksi.

Liiketoiminnan miljardin euron kohdemarkkina kasvaa sovelluksesta riippuen 1-10 %:n vuosivauhtia väestönkasvun, kaupungistumisen, puhtaan veden

pulan ja kierrätystarpeen kasvun ajamina. Liiketoiminta on vakaata, sillä Liquid Technologiesin tuotteiden kysyntä tulee luonteeltaan defensiivisiltä sektoreilta. Ahlstromissa liiketoiminta ylsi parhaimmillaan yli 20 %:n operatiivisiin käyttökatemarginaaleihin emmekä usko tilanteen heikentyneen oleellisesti viime aikoina. Myös ostettu liiketoiminta teki lähes 30 %:n EBITDA-marginaalia. Emme usko koronapandemian vaikuttaneet negatiivisesti Liquid Technologiesin kasvuun tai kannattavuuteen.

Yksikön korkean marginaalipotentialin taustalla on arviomme mukaan segmentin tuotteiden erittäin korkeat laatuvaatimukset ja yksityiskohtaiset toiminnalliset ominaisuudet, mikä mahdollistaa kilpailijoista erottautumisen tuotteilla ja antaa hinnoitteluvoimaa. Siten kyseessä on erittäin houkutteleva kasvuliiketoiminta Ahlstrom-Munksjölle ja arviomme mukaan yhtiö on pitkällä aikavälillä kiinnostunut kasvattamaan Liquid Technologiesia edelleen myös yritysostovetoisesti, jos hyviä mahdollisuuksia ilmenee. Pieniin niche-taskuihin hajautuneella markkinalla Liquid Technologiesin pääkilpailijoita ovat GE Healthcare-Whatman, Advantec, MerckMillipore ja Macherey-Nagel.

## Beverage&Casings on operoi elintarvikesektorilla

Advanced Solutionsissa defensiiviseen elintarvikesektoriin on keskittynyt Beverage&Casings alle 100 MEUR:n liikevaihdolla Beverage&Casingsin päätuotteita ovat mm. teepussien materiaali, kahvikapselit, etikettimateriaalit ja kotelot (etenkin biohajoavat ja muovivapaat sovellukset). Beveragen&Casingin markkina on joitakin satoja miljoonia euroja eivätkä sen markkinaosuudet ole huomattavan suuria.



## Markkinanäkymä

### Kysyntäajurit

- Tehokkaiden, nopeiden ja potilasystävällisten terveydenhuoltoratkaisujen kasvava tarve (Liquid Technologies)
- Puhtaan veden tarve, nousevat laatustandardit ruoalle ja nesteille sekä testaussovelluksille (Liquid Technologies)
- Kuluttajien ja regulaation luoma ympäristövaatimusten nousu (Beverage&Casing)
- Pakkausten käytettävyys ja innovaatiot (Beverage&Casing)
- Kasvava vaativien leikkausten määrä (Medical)
- Kertakäyttösuojien kysynnän kasvu (Medical)
- Remontointi- ja rakennusaktiviteetti (Tape)
- Auto- ja elektroniikkateollisuus (Tape)
- Komposiittien kasvava käyttö ilmailuteollisuudessa sekä verkkokaupan kasvu (Precision Coating)

### Markkinakasvu- ja asema

- Kasvu 1-10 % p.a (Liquid Technologies)
- #2 (Liquid Technologies)
- Kasvu 2-8 % p.a segmentistä riippuen (Beverage&Casing)
- #1-2 päällystetyt erikoispaperit (Beverage&Casing)
- Kasvu 3 % p.a (Medical)
- #1-3 (Medical)
- Kasvu 5 % p.a (Tape)
- #1-2 (Tape)
- Kasvu 3-8 % p.a (Precision Coating)
- #2-4 (Precision Coating)

## Advanced Solutions 2/3

Liiketoiminnan kasvupotentiaali on hyvällä tasolla 2-8 %:n haarukassa (osa Beveragesta haarukan ylälaidassa sekä Casings alaosassa) mitä ajaa jälleen väestön kasvuun, elintason kasvuun ja kestävän kehityksen kaltaiset trendit. Koronan vaikutuksen liiketoiminnan lyhyen ajan kysyntään on arviomme mukaan ollut vähäinen.

### Beverage&Casingin kannattavuudessa lienee parantamisen varaa

Arviomme mukaan Beverage&Casingin kannattavuus on tällä hetkellä vaisuhkolla tasolla, mikä johtuu arviomme mukaan etenkin liiketoiminnan pienehköstä koosta, hajautuneesta markkinarakenteesta sekä tietyistä ongelmayksiköistä. Yhtiö aikoo myös parantaa kannattavuutta investoinnilla käytettyyn tuotantolinjaan Isossa-Britanniassa, jonka pitäisi parantaa yksikön tuotantotehokkuutta, volyymiä ja laatua. Koronapandemia on kuitenkin viivästyttänyt hanketta jossain määrin, mutta odotamme hankkeen hyötyjen alkavan näkyä kannattavuudessa vuosina 2021-2022. Lisäksi kannattavuuden parantaminen vaatii luultavasti tuotevalikoiman kehittämistä, mutta konsernitason tavoitteen mukaisen 14 %:n EBITDA-%:n saavuttaminen olisi yksiköltä jo varsin hyvä suoritus.

### Medical defensiivinen kasvuliiketoiminta

Defensiiviseen terveyssektoriin keskittynyt Medical valmistaa lääketieteellisissä sovelluksissa käytettäviä kuitukangasmateriaaleja, kuten leikkaussalivaatteiden kankaita ja steriilejä barriereerejä. Medicalin asiakkaita ovat näitä lopputuotteita valmistavat jalostusyhtiöt. Arviolta karkeasti 100 MEUR:n liikevaihtoa tekevän

liiketoiminnan päämarkkina-alueita ovat Eurooppa ja USA.

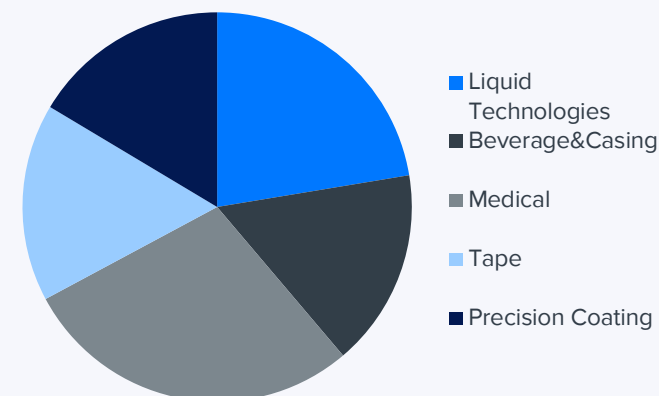
Medicalin saavutettava markkina on arviomme mukaan noin miljardin euron tasolla, joten Ahlstrom-Munksjön markkinaosuus ei ole huomattavan suuri, vaikka yhtiö onkin globaalisti merkittävä peluri sektorilla. Medicalin tuotteiden kysyntä kasvaa noin 3 %:n vuosivauhtia, mitä ajaa elintason nousun, länsimaiden väestön ikääntymisen ja kestävän kehityksen kaltaiset trendit. Siten kyseessä on kohtuullisen kasvupotentiaalin liiketoiminta konsernille. Lyhyellä tähtäimellä koronapandemian on arviomme mukaan jopa hieman Medicalin kysyntää viime aikoina.

Medicalin kannattavuuden arviomme olevan kohtuullisella tasolla, mutta yksikön marginaaleissa on luultavasti parantamisen varaa. Konsernin korkeimmille tasoille Medicalin marginaalipotentiaali ei arviomme mukaan kuitenkaan yllä johtuen liiketoiminnan fragmentoituneista rakenteista, jossain määrin rajallisista differentioitumismahdollisuuksista sekä kovasta kilpailusta. Medical kilpailee Berry Plasticsin, SAAF:n ja Halyardin kaltaisten suuryhtiöiden kanssa, joten kilpailu sektorilla on kovaa.

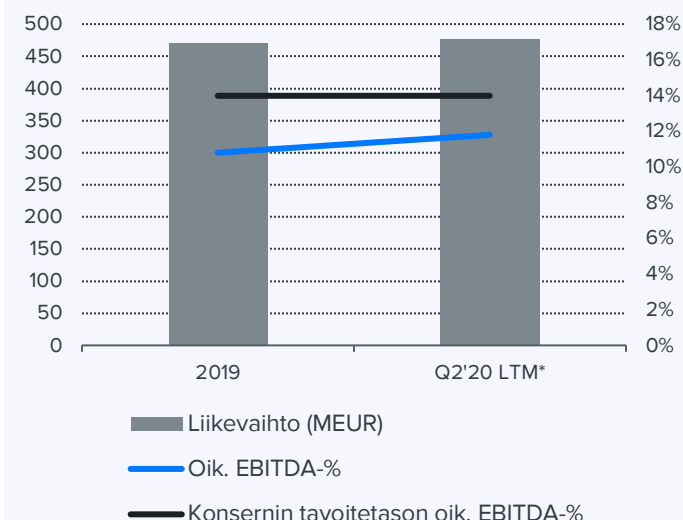
### Tape on Advanced Solutionsin ydintä

Tape valmistaa teippien taustamateriaalia teippien valmistajille. Liiketoiminnan tuotteiden loppukäyttäjät ovat rakennus- ja autoteollisuuden asiakkaat, joten liiketoiminta on verrattain syklistä. Arviomme mukaan Taped liikevaihto on karkeasti 150 MEUR, joka kertyy pääasiassa Euroopasta ja Pohjois-Amerikasta sekä pienemmissä määrin Aasiasta.

Advanced Solutionsin myynnin jakauma



Advanced Solutions 2019-Q2'20 LTM



## Advanced Solutions 3/3

Koko teippiliiketoiminnan saavutettava markkina on arviomme mukaan vajaat miljardin euroa, mutta tästä Ahlstrom-Munksjölle relevanttia on tällä hetkellä ”maalari-teippien” osuus. Maalari-teippien taustamateriaalissa yhtiön globaali markkinaosuus on myös arviomme mukaan merkittävä, mutta koko teippien taustamateriaalin markkinalla yhtiö ei ole vielä huomattava peluri. Myös Tape on kasvuliiketoiminta, sillä auto- ja rakennussektoria ajavat BKT-kasvuun liitännäiset trendit nostavat teippimateriaalien kysyntää ajan yli noin 3-5 %:n vuosivauhtia markkinasta riippuen. Koronapandemia on arviomme mukaan vaikuttanut Tapeen jossain määrin negatiivisesti.

Yksikön kannattavuuden arviomme olevan tyydyttävällä tasolla ja mielestämme liiketoiminnan markkinadynamiikan iso kuva (ml. teollisten asiakkaiden korkeat laatuvaatimukset) ja differentioitumismahdollisuudet) huomioiden kannattavuudessa on parantamisen varaa, vaikka konsernin kannattavimpia liiketoimintoja Tapesta tuskin tulee maltillisen markkinaosuuden ja haastavan asiakasrakenteen takia. Yksikön pääkilpailijoita ovat Swiss Quality Paper, YFY Group ja Potsdam Speciality Paper.

### **Precision Coating on keskittynyt vaativiin tuotesovelluksiin Pohjois-Amerikassa**

Expera-kaupan kautta Ahlstrom-Munksjön portfolioon tullut ja arviomme mukaan alle 50 MEUR:n liikevaihtoa tekevä Precision Coating on keskittynyt kehittämään ja valmistamaan erittäin vaativia erikois- ja päällystettyjä paineherkkiä irrokepapereita muun muassa ilmailuteollisuuteen, eri teollisiin sovelluksiin sekä kuluttajatuotteisiin.

Liiketoiminnan päämarkkina-alue on Pohjois-Amerikka Experan liiketoiminnan painotusta heijastellen. Precision Coatingin erikoistuotteiden myynti globaalisti Pohjois-Amerikan tehtailta pitäisi kuitenkin arviomme mukaan olla täysin mahdollista.

Precision Coatingin saavutettavissa oleva markkina on arviomme mukaan joitakin satoja miljoonia euroja, eikä Ahlstrom-Munksjöllä ole arviomme mukaan merkittävää markkinaosuutta segmentissä, vaikka yhtiö onkin hieman tuotesovelluksesta riippuen 2-4. suurin peluri alalla. Precision Coatingin markkina kasvaa 3-8 % vuodessa hieman sovelluksesta riippuen, joten kyseessä on hyvä kasvumarkkina yhtiölle. Kasvua ajavat arviomme mukaan etenkin komposiittien yleistymisen ilmailuteollisuudessa, verkkokaupan nousun myötä kasvava etikettien ja tarrojen käyttö sekä itse itsekiinnittyvien paperien yleistymisen teollisissa sovelluksissa sekä kuluttajasektorilla. Näin ollen Precision Coatingin kysyntä on osin BKT-liitännäistä, vaikka liiketoimintaa ajaa toki on myös taloustilanteesta rajallisesti riippuvaisia ajureita. Koronapandemiasta Precision Coating on arviomme mukaan kärsinyt selvästi, minkä taustalla on näkemyksemme mukaan etenkin ilmaisuteollisuudelle pandemiasta aiheutuneet suuret ongelmat sekä yleistalouden sakkkaus.

Erittäin vaativiin sovelluksiin pääosiin keskittyneessä Precision Coatingissa alalle tulokynnys on korkea, sillä etenkin joissakin ilmailuteollisuuden sovelluksissa tuotteiden sertifiointiprosessi voi vaatia useita vuosia. Siten vakiintuneita toimittajia siten vaihdeta helposti, vaikka Ahlstrom-Munksjön vastapuolena voikin liiketoiminnassa ole jopa Boeingin kaltainen

hinnoitteluvoimainen jättyyhtiö. Näin ollen liiketoiminnalla pitäisi mielestämme olla edellytyksiä hyvää kannattavuuteen (ts. yli konsernin yli 14 %:n EBITDA-%:n tavoitteen yli syklin), mutta toistaiseksi arviomme Precision Coatingin olevan kaukana kannattavuuspotentiaalistaan. Arviomme mukaan tämä johtuu etenkin koronapandemiasta johtuneesta kysynnän sakkauksesta ja myös Experan jo ennen yrityskauppaa tekemän ja ilmailuteollisuuden asiakkaalle tähdätyr päällystyskoneinvestoinnin ylösajo on arviomme mukaan jäänyt hitaaksi (alun perinkin investoinnin ylösajon piti kestää vuosia). Näin ollen näemme Precision Coatingin kannattavuudessa selvää parantamisen varaa, mutta lyhyellä tähtäimellä liiketoiminnan tilannekuva ei ole helppo.

### **Kannattavuudessa on parantamisen varaa**

Kuten todettua, Advanced Solutionsin kaikki yksiköt ovat yhtiön strategian ytimeen kuuluvia kuitumateriaalisektorin kasvuliiketoimintoja, mutta niiden kannattavuudet ovat polarisoituneita. Tällä hetkellä divisioona on kokonaisuutena vielä kaukana tyydyttävästä kannattavuustasosta ja näkemyksemme mukaisesti kannattavuuspotentiaalistaan ja myös tyydyttävästä kannattavuudesta. Konsernin lähivuosien kehityskaaren kannalta Advanced Solutions on kuitenkin arviomme mukaan keskeisessä roolissa, sillä liiketoiminnalla pitäisi lähtötasot huomioiden olla tuloskasvupotentiaalia sekä kasvun että marginaaliparannuksen kautta. Mielestämme Advanced Solutionsin tulisi yltää mielellään yli 14 %:n EBITDA-%:n tason, jotta konsernin kannattavuudella olisi edellytyksiä nousta tavoitetason alarajalle.

# Industrial Solutions 1/3

## Laaja joukko erikoispapereita

Erikoispapereihin keskittynyt Industrial Solutions koostuu kolmesta liiketoimintayksiköstä, jotka ovat Release Liners, Coated Specialties ja Insulation. Industrial Solutionsin tehtaat sijaitsevat Ruotsissa, Ranskassa, Italiassa ja Brasiliassa (ml. osa Caieirasista). Divisioonan suurin markkina on Eurooppa, jonka osuus Industrial Solutionsin reilun 700 MEUR:n myynnistä on arviomme mukaan noin 65 %, kun taas Etelä-Amerikka kattaa lopusta näkemysksemme mukaan yli puolet.

## Release Liners on kuluttajavetoinen yksikkö

Industrial Solutionsin suurin yksikkö on Release Liners, joka valmistaa etiketilaminaateissa, teipeissä, graafisissa sovelluksissa käytettävää irrokepaperia sekä silikonipäälystettävän irrokepaperin pohjapaperia. Niitä papereita käytetään kuluttajasektorilla bränditalojen lopputuotteissa, mutta yhtiön asiakkaat ovat useimmiten jatkojalostajia tai painotaloja. Release Linersin liikevaihto on arviomme mukaan vajaat 400 MEUR, mikä tulee arviomme mukaan valtaosin Euroopasta. Liiketoiminnan pelikenttä onkin periaatteessa globaali ja myös Ahlstrom-Munksjö vie tuotteitaan Euroopasta valikoiduille kaukomarkkinoille.

Irrokepaperien markkinan globaali koko on arviolta noin 3 miljoonaa tonnia tai reilut 2 miljardia euroa jakaantuen eri tavoilla valmistettuihin papereihin ja eri loppukäyttöihin. Tärkeimpiä markkina-alueita ovat kypsät Pohjois-Amerikan ja Euroopan markkinat sekä suuri ja nopeasti kasvava Kiinan markkina. Globaalisti Release Linersin markkinan arvioidaan kasvavan BKT:n kasvua nopeammin 4 % vuodessa (kehittyneissä maissa 2-3 %). Kasvun ajurina on etenkin yksityisen kulutuksen kasvu, joka taas

heijastelee pitkällä tähtäimellä suoraviivaisesti BKT:n kasvua. Siten markkina tarjoaa Release Linersille mielestämme suhteellisen hyvän kasvunäkymän irrokepapereissa. Koronakriisistä kuluttajavetoinen Release Liners arviomme mukaan hyötyi lyhyellä tähtäimellä (ajurina mm. verkkokaupan kasvu), mutta tilanne voi olla jo normalisoitumaan päin.

Arviomme mukaan sektorin kysyntä/tarjontatasapaino on tyydyttävä globaalisti tällä hetkellä. Viime vuosien hyvässä taloussuhdanteessa ripeästi kasvanut kysyntä on täyttänyt finanssikriisin molemmiin puoliin rakennettua kapasiteettia, mutta myös uusia investointeja on viime aikoina tehty. Ylikapasiteetin uhka sektorilla pysyy konkreettisena, sillä segmentin kasvunäkymät ovat vahvat ja paino- ja hienopaperikoneiden konversio irrokepaperituotantoon on toisinaan mahdollista siedettävien investoinnein (vrt. esim. UPM:n vuosina 2018-2019 toteuttamat projektit).

## Release Liners on globaalisti iso peluri

Release Linersin tärkeimpiä kilpailijoita ovat UPM, Delfort Group ja Boise. Arviomme mukaan UPM:n Specialty Papers -divisioona on selvä globaali markkinajohtaja sektorilla, kun taas Industrial Solutionsin Release Liners on toiseksi suurin peluri vajaan 20 %:n osuudella koko markkinasta. Release Linersille tärkeää Euroopan markkinaa nämä kaksi peluria dominoivat lähes kahdestaan. Siten hinnoitteluvoiman pitäisi olla kohtuullinen, vaikka toisella puolella arvoketjua on vastassa erittäin vahvoja kuluttajajättejä loppuasiakkaina. Lisäksi Release Linersin hinnoittelua tukee edistyskellinen (asiakkaille säästöjä tuova) Acti-V-tuote, jolla yhtiö saa hintapreemion.



## Markkinanäkymä

### Kysyntäajurit

- Talouskasvu ja yksityisen kulutuksen kasvu (Release Liners)
- Demografian ja ostovoiman kehitys Etelä-Amerikassa (Coated Specialties)
- Sähköverkkojen laajentaminen ja korvaaminen sekä hajautetun sähköntuotannon muodostuminen (Insulation)

### Markkinakasvu- ja asema

- Kasvu 4 % p.a segmentistä riippuen (Release Liners)
- #2 (Release Liners)
- Kasvu 2-4 % p.a segmentistä riippuen (Coated Specialties)
- #1-2 päälystetyt erikoispaperit (Coated Specialties)
- Kasvu 2-3 % p.a (Insulation)
- #1-2 (Insulation)

## Industrial Solutions 2/3

Myös vahvat asiakassuhteet ja asemoituminen kestävän kehityksen trendiin ovat Release Linersin vahvuuksia. Globaalisti sektori on rakenteeltaan hajanaisempi, sillä alalla on myös pieniä ja paikallisesti toimivia yhtiöitä. Segmentin rakenteen takia konsolidaatio alalla tulee etenemään. Uskomme myös Ahlstrom-Munksjön olevan kiinnostunut viemään Release Linersin yritystensä Aasian kasvumarkkinoille ainakin pitkällä aikavälillä

### Release Linersin tulokunnon pitäisi olla hyvä

UPM:n Specialty Papers on Release Linersille hyvä mittatikka, vaikka tuoteportfoliot eroavat jonkun verran toisistaan (UPM Specialty Papers valmistaa myös hienopapereita). Muut pääkilpailijat ovat listaamattomia. Historiallisesti UPM:n Specialty Papers on saavuttanut noin 15 %:n oikaistun EBITDA-%:n, mitä arviomme myös Release Linersin kannattavuuden pääsääntöisesti lähestyneen asteittain viime vuosina, kun Ahlstrom-Munksjö on tehostanut liiketoimintaa, parantanut tuotemixiä ja panostanut tuotekehitykseen. Arviomme mukaan UPM Specialty Papersin Release Linersia historiallisesti keskimäärin paremman kannattavuuden taustalla on etenkin suuruuden ekonomian hyödyt ja niistä syntyvä kulutehokkuus.

Toisaalta viime aikoina (hinta)kilpailu onkin ollut kiristymään päin kapasiteetin noustua ja lyhyellä tähtäimellä Release Linersin kannattavuuteen vaikuttaa merkittävästi myös sellun hintataso. Näin ollen arviomme liiketoiminnan kannattavuuden olevan nyt korkeintaan konsernitason yli 14 %:n EBITDA-marginaalitavoitteena tienoilla ja myös liiketoiminnan pitkän ajan fundamentit huomioiden Release Linersilla pitäisi mielestämme olla edellytyksiä tukea konsernitavoitteen saavuttamista.

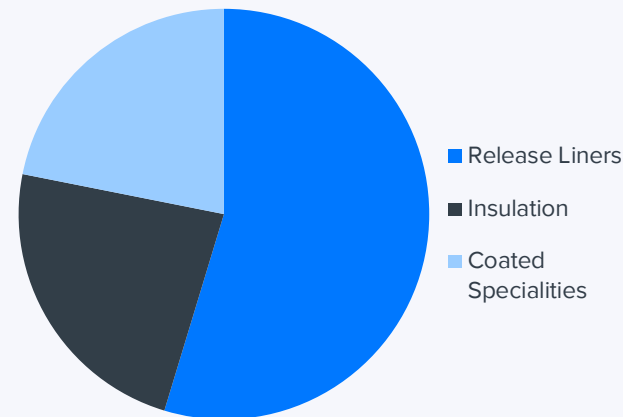
### Coated Specialties operoi Etelä-Amerikassa

Coated Specialties -liiketoiminta sisältää Jacarein tehtaan Brasiliassa sekä osan Caieirasista sekä hallinnollisesti myös tehtaita Ranskassa (nämä toimittavat tuotteita kuitenkin Food Packagingille). Brasiliassa tehtaissa yhtiö valmistaa yksipuoleisesti päällystettyä erikoispaperia ja irrokepaperia etikettien ja teippien raaka-aineeksi ja graafisiin sovelluksiin, kun taas Ranskassa tuoteportfolioon kuuluu mm. etiketti- ja joustopakkauspapereita, paperipillien materiaaleja ja muita erikoispapereita.

Liiketoiminnan asiakkaita ovat etenkin joustopakkausten valmistajat. Arviomme mukaan liiketoiminnan liikevaihto on hieman alle 150 MEUR:n kokoluokassa. Coated Specialtiesin päämarkkina-alue on Etelä-Amerikka (ja etenkin Brasilia), jos Euroopan operaatiot sisällytetään lopulta pääosin Food Packagingin tiliin. Todennäköisesti Coated Specialtiesilla on kuitenkin jonkun verran kaukoviennin myös Pohjois-Amerikkaan ja Aasiaan. Coated Specialtiesin liiketoiminnoissa markkina-ajurit ovat hyvin samankaltaisia kuin Release Linersissa. Markkinan kasvupotentiaali on 2-4 % vuodessa Etelä-Amerikan talousnäkymää heijastellen. Koronasta Coated Specialties on arviomme mukaan kärsinyt hieman.

Coated Specialtiesin fokus on viime aikoina ollut arviomme mukaan kasvun sijaan tehokkuudessa, tuotemixissä ja Caieiras-integraatiossa. Uskomme yksikön tekevän viime vuosien parannuksien jälkeen nyt kohtuullista mutta selvästi konsernitavoitteen alapuolella olevaa marginaalia, sillä liiketoimintaa on vaikeuttanut myös Brasilian joskus vaikeasti ennakoitava politiikka ja volatiili valuuttakurssi. Lisäksi Ranskan operaatioiden kannattavuus voi olla tuotemixistä ja kilpailusta johtuvien syiden takia

Industrial Solutionsin myynnin jakauma



## Industrial Solutions 3/3

heikko. Kilpailijoina yhtiöllä on International Paperin, Ojin ja Suzanon kaltaisia kansainvälisiä metsäjäättejä ja paikallisia fokuoituneempia pelureita (Fanapel ja Papeles Bio Bio) Etelä-Amerikassa.

### Insulation on kärsinyt koronasta

Insulation myy erikoispapereita teollisuuteen. Insulationin päätuotteet ovat taas elektrotekninen paperi, ohuet paperit, tasapainotuskalvot ja erikoissellu. Näitä käytetään energia- ja rakennus-sektoreilla, metalliteollisuudessa sekä hygienia-tuotteissa. Insulationin yhteenlaskettu liikevaihto on arviomme mukaan hieman yli 150 MEUR, joten kyseessä on varsin pienet niche-markkinat.

Insulationin tuotteiden kysyntä linkittyy BKT:een ja asiakasteollisuuksien ajureihin (sis. mm. elintason nousu, kaupungistuminen, demografiset muutokset, energianjakelun kehittyminen jne.). Pitkän aikavälin kasvupotentiaali on arviomme mukaan linjassa BKT:n kasvun kanssa tai hieman sen alle 2-3 %:ssa. Varsinaiset kasvumarkkinat ovat myös näissä liiketoiminnoissa jälleen Aasiassa. Toistaiseksi Insulationin myynnistä valtaosa kertyy arviomme mukaan Euroopasta, mutta ainakin elektroteknisiä papereita sekä erikoissellua on toki mahdollista myydä myös kaukomarkkinoille. Teollisuusvetoisena segmenttinä arviomme Insulationin lyhyen ajan kysynnän heikentyneen koronapandemian takia.

Teollisuuden erikoispapereiden laatuvaatimukset ovat erittäin korkeita, joten alalle tulon esteet ovat liiketoiminnassa huomattavia ja pienet segmentit voivat olla hyvinkin keskittyneitä muutamille valmistajille. Siten tuottajilla on erittäin suurista ja vahvoista asiakkaista (esim. ABB) huolimatta mielestämme hyvä hinnoitteluasema. Arviomme mukaan Insulationin marginaalipotentiaali on

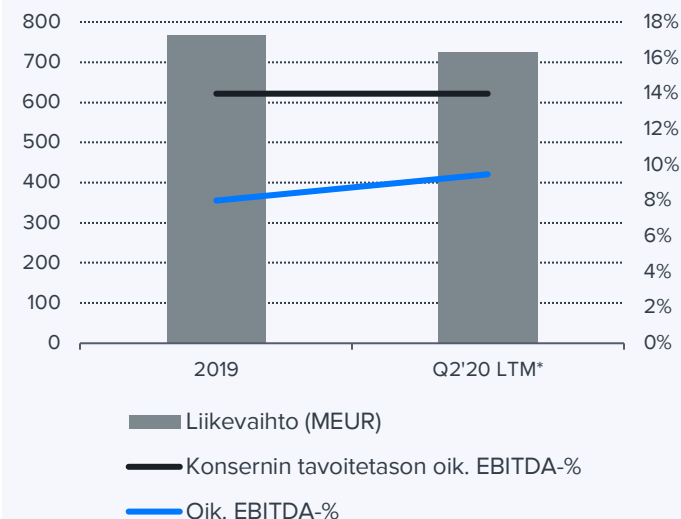
markkinoiden luoman viitekehityksen myötä normaalioloissa korkea ja sen pitäisi mielestämme olla kannattavin osa Industrial Solutionsia ja myös konsernin johtotähtiä. Liiketoiminnan marginaaleja tosin voi heiluttaa sellun hinta, jossa volatiliiteetti voi olla voimakasta. Nyt Insulation arviomme mukaan kärsii teollisuusvetoisten segmenttien vaisun kysynnän lisäksi selvästi sellun matalasta hinnasta ja yksikön kannattavuus on tuskin erityisen hyvä nyt.

Insulationissa kilpailijoita ovat Nordic Paper, Delfort Group ja Lenk. Arviomme mukaan yhtiön markkinaosuus globaalista markkinasta on vajaat 20 % ja Euroopassa selvästi suurempi. Siten yhtiön asema markkinalla on vahva. Pääosa kilpailijoista on yksityisomisteisia tai rakenteeltaan huonosti vertailukelpoisia, mutta Insulationin kannattavuuden pitäisi mielestämme olla suhteellisesti alan valio-luokkaa (sellun hintavaihteluilla oikaistuna) vahvat markkina-asetat ja tietyt skaalaedut huomioiden.

### Kannattavuus on jo noussut H1'20:llä

Kuten todettua Industrial Solutionsin kaikki liiketoiminnot kuuluvat konsernin strategian ytimeen, mutta divisioona saavutti viimeisen vuoden aikana vain 10 %:n oikaistun EBITDA-%:n tason. Arviomme mukaan tämä on johtunut teollisuus-puolen ja Brasilian syklisistä haasteista, Ranskan tuotannon vaikeuksista, Release Linersin kiristyneestä kilpailusta, matalasta sellun hinnasta sekä ajan jakson korkeasta kulutasosta (helpottanut jo). Arviomme mukaan konsernin kannattavuus-tavoitteen ylittäminen on divisioonalle hyvin mahdollista liiketoimintojen fundamenttien valossa. Siten yksiköllä on pitkän ajan kasvun lisäksi selkeää parantamisen varaa marginaaleissa ja osa tästä realisoitui jo H1'20:n aikana.

Industrial Solutions 2019-Q2'20 LTM



# Food Packaging & Technical Solutions 1/3

## Laaja tuotetarjonta kuluttaja- ja teollisuusvetoisille sektoreille

Food Packaging & Technical Solutions koostuu 3 liiketoiminta-alueesta, jotka ovat Technical, Food Packaging ja Parchment. Ne valmistavat etenkin erikoispapereita sekä kuluttajien että teollisuuden ajamiin loppukäyttöihin. Food Packaging & Technical Solutionsin tehtaot sijaitsevat Suomessa, Ruotsissa, Saksassa, Ranskassa, Espanjassa, Italiassa, Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa. Liiketoiminnan päämarkkina-alueita ovat Eurooppa ja Pohjois-Amerikka.

## Food Packaging on vakaa liiketoiminta

Kääre-, leivin joustopakkaus- ja pikaruokaloiden erikoispapereihin keskittynyt keskittynyt Food Packaging tekee arviomme mukaan vajaan 300 MEUR:n liikevaihtoa. Food Packagingin markkina on arviomme mukaan useamman miljardin eikä sillä ole arviomme mukaan merkittäviä markkinaosuuksia globaalisti tai lokaalisti. Yhtiölle relevanteissa segmenteissä Ahlstrom-Munksjö on kuitenkin 1.-3. suurimman pelurin joukossa alalla, joten tässä suhteessa yksikön asema täyttää strategian vaatimukset.

Food Packagingin markkina kasvaa arviomme mukaan maltillista 1-3 %:n vauhtia, mikä kuvaa arviomme mukaan liiketoiminnan painottumista hitaan BKT-kasvun ja väestönkasvun kehittyneille markkinoille ja toisaalta voimistuvaa kestävän kehityksen trendiä (ml. muovin korvaaminen) sekä ruokapakkausten tiukkenevaa regulaatiota. Arviomme mukaan koronavirukseen ei ole vaikuttanut oleellisesti Food Packagingin markkinoihin. Food Packagingin pääkilpailijoita ovat arviomme mukaan Domtar, Dunn Paper, Twin Rivers Metsä Tissue,

Purico ja Nordic Paper.

## Yksikkö ollut konsernin heikoimpia lenkkejä

Arviomme mukaan Food&Packagingin kannattavuus on tällä hetkellä vaatimattomalla tasolla, vaikka arvioimme yhtiön parantaneen viime vuosina. Heikko tulostunto on näkemyksemme mukaan johtunut etenkin muutamista ongelmayksiköistä, joiden tuntuvat tappiot (jo EBITDA:n tasolla) ovat peittäneet alleen tervettä kannattavuutta tehneiden yksiköiden tulokset. Selkein ongelmakohta on ollut Food&Packagingissa raskaasti tappiollinen yksipuoleisten paperien tuotanto (ongelmien juurisyy homogeeniset tuotteet, ylikapasiteetti ja heikko hinnoitteluvoima). Tilannetta osin on kuitenkin korjannut yhtiön jo H1'19:llä toteuttama paperikoneen sulkeminen Ranskassa ja suunnitelman tavoiteltu 13 MEUR:n käyttökateparannus näkyy arviomme mukaan jo tuloksessa. Lisäksi yhtiö on pyrkinyt siirtymään Food Packagingissa arvoketjussa eteenpäin esimerkiksi lisäämällä leivinpapertuotteiden jalostusta, mikä on myös auttanut kannattavuuden elvyttämisessä, mutta työtä on luultavasti vielä reippaasti jäljellä.

Food Packagingin laaja-alaisesti haastavan (ml. rajalliset erikoistumisen mahdollisuudet ja sen heijasteet tarjontaan ja kilpailuun) liiketoiminta- ja kilpailudynamiikan takia yli 14 %:n EBITDA-%:n saavuttaminen voi arviomme mukaan olla yksikölle vaikeaa pidemmässäkin juoksussa. Konsernituloksen kannalta Food Packagingin olisi tärkeä saada hilattua nykytasoa ylemmäs, kun huomioidaan Food Packaging on yksi yhtiön suurimmista liiketoiminta-alueista. Näin ollen yksikkö ei voi jäädä raskaasti konsernitavoitteesta, jotta myös konsernilla olisi edellytyksiä yltää tavoitetasolle.



## Markkinanäkymä

### Kysyntäajurit

- USA:n rakentamisen ja infrasektorin aktiviteetti (Technical)
- Näyttöjen lisääntyminen ja laadun parantuminen (Technical)
- Kestävä kehitys pakkaamisessa (Technical)
- Kuluttajien ja regulaation luoma ympäristövaatimusten nousu (Food Packaging)
- Pakkausten käytettävyys ja innovaatiot (Food Packaging)
- Yksityisen kulutuksen kasvu ja kestävän kehityksen painoarvon kasvu kuluttajasektorilla (Parchement)
- Muovin korvaaminen (Parchement)
- Tiukempi sääntely elintarviketurvallisuuteen ja kemikaaleihin liittyen (Parchement)

### Markkinakasvu- ja asema

- Kasvu 1-3 % p.a (Technical)
- #1-2 (Technical)
- Kasvu 2-3 % p.a (Food Packaging)
- #1-2 (Food Packaging)
- Kasvu 2-3 % p.a (Parchement)
- #1 leivonnassa ja ruoanlaitossa (Parchement)

# Food Packaging & Technical Solutions 2/3

## Technical on Experan perintöä

Pääosin vanhan Experan osista muodostuva Technical kerryttää arviomme mukaisen karkeasti 200 MEUR:n liikevaihtonsa etenkin lasin välipapereista, kyllästämisen ja laminoinnin pohjapapereista sekä muista teollisuuden kuitupohjaisia ratkaisuksista. Kyseessä on siten pitkälti vaativiin erikoistuotteisiin keskittynyt divisioona. Näin ollen Technicalin kysyntää ajaa etenkin projektivetoisen rakentamisen kehitys, pakkausten vastuullisuus, näyttöjen lisääntyminen sekä tekstiiliteollisuuden painotapa- ja tuotantomuutokset. Liiketoiminnan päämarkkina-alue on Pohjois-Amerikka vanhan Experan rakennetta peilaten, mutta Technical operoi myös joillakin valikoiduilla vientimarkkinoilla pienehkössä mittakaavassa. Technical on 1. tai 2. suurin peluri sille relevanteissa markkinasegmenteissä.

Technicalin markkina kasvaa pitkällä aikavälillä 1-3 %:n vuosivauhtia, joten kyseessä on kypsähkö markkina Ahlstrom-Munksjölle monien muiden kehittyneisiin maihin keskittyvien liiketoimintojen tavoin. Kasvua ajaa etenkin BKT:n kasvu ja sen heijasteet teollisuuteen ja kulutukseen. Näkemyksemme mukaan mukaan Technicalissa on sekä syklisiä että defensiivisempiä osa-alueita, mutta arvioimme divisioonan kärsineen tänä vuonna selvästi koronapandemian puhkeamisesta etenkin rakentamiseen liitännäisissä loppukäytöissä.

Technicalissa kilpailijoita ovat Kapstone, Neenah Paper ja Verso. Arviomme mukaan yhtiön markkinaosuus Pohjois-Amerikassa on pääsegmenteissä melko korkea. Siten yhtiön asema markkinalla on hyvä, mutta uskomme kuitenkin

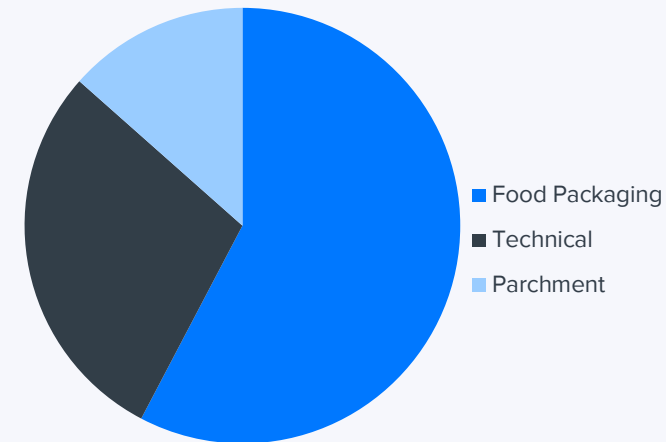
yksikön kannattavuuden olevan konsernin peräpäätä ja korkeintaan pääkilpailijoiden kanssa samaa tasoa. Siten Ahlstrom-Munksjölle on yksikön kanssa paljon tekemistä, mutta toisaalta parantamisen varaa yksiköllä pitäisi olla, jos tuotekehitys, tuotemixin hallinta ja tuotantokoneiston optimointi onnistuvat sekä syklisempien loppukäyttöjen kysyntä elpyy. Mielestämme liiketoiminnan logiikka huomioiden noin 14 %:n EBITDA-% olisi jo varsin hyvä suoritus Technicalilta.

## Parchment on paras osa divisioonaa

Ruonlaitto- ja leivontapapereita, vuorauspapereita ja leivontavuokkia sekä muotteja valmistavan Parchmentin liikevaihto on arviomme mukaan karkeasti 100 MEUR. Siten kyseessä on pieni niche-segmentti, jossa Ahlstrom-Munksjö operoi etenkin Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa. Parchment on alallaan myös markkinajohtaja ja arviomme mukaan sen markkinaosuus on relevanteilla alueilla korkea etenkin Euroopassa. Parchmentin pääkilpailijoita ovat Metsä Tissue, Purico, Nordic Paper.

Parchmentin markkinat kasvavat 2-3 % vuodessa, joten kyseessä on noin länsimaiden rauhallista BKT-kasvun vauhtia kasvava maltillinen kasvumarkkina. Arviomme mukaan vahvasti ruokaan liitännäisen Parchmentin kysyntä on varsin defensiivistä emmekä usko yksikön kärsineen oleellisesti koronapandemiasta tänä vuonna. Parchmentin kasvua ajaa BKT-kasvuun liitoksissa oleva yksityisen kulutuksen kasvu sekä ympäristötietoisuuden kasvun (ml. muovin vähentäminen) ja tiukkenevan regulaation kaltaiset trendit.

Food Packaging & Technical Solutionsin myynnin jakauma



# Food Packaging & Technical Solutions 3/3

Markkinajohtajuutensa, kehittyneen tuotevalikoimansa sekä liiketoiminnan erottautumismahdollisuuksien ansiosta arviomme Parchmentin olevan selvästi kannattavin osa Food Packaging & Technical Solutionsia ja odotamme Parchmentin kannattavuuden ylittävän myös konsernitason tavoitteen tällä hetkellä. Uskomme Parchmentin myös olevan kilpailijoidensa kannattavuustason rinnalla tai sen yläpuolella. Absoluuttisesti jo luultavasti hyvän kannattavuustason takia valtaosa Parchmentin pitkän ajan arvonluonnista on tultava kasvun kautta, vaikka maltillisia lisäparannusvaraa marginaaleissa saattaakin vielä olla. Kasvumahdollisuuksia yhtiölle tarjoaa myös Parchmentin tuotteiden laajentaminen täysin uusiin loppukäyttöihin, kuten piirilevyteollisuuteen.

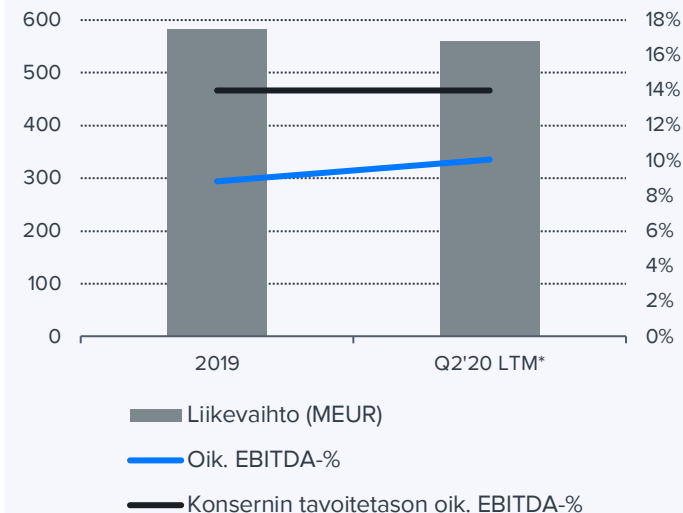
## Kannattavuudessa on parantamisen varaa

Kuten todettua, Food Packaging & Technicalin kaikki yksiköt ovat kasvuliiketoimintoja, mutta niiden kannattavuudet ovat polarisoituneita. Tällä hetkellä divisioona on kokonaisuutena vielä melko kaukana tyydyttävästä kannattavuudesta ja konsernin vaatimustasosta, vaikka alkuvuoden 2020 aikana yksikkö pääsikin marginaalien suhteen eteenpäin.

Konsernin lähivuosien kehityskaaren kannalta Food Packaging & Technical Solutions on kuitenkin arviomme mukaan keskeisessä roolissa, sillä liiketoiminnalla pitäisi lähtötasot huomioiden olla tuloskasvupotentiaalia sekä kasvun että etenkin marginaaliparannuksen kautta. Konsernitason yli 14 %:n EBITDA-% näyttää mielestämme kuitenkin

ainakin keskipitkällä aikavälillä haastavalta tavoitteelta divisioonalle, mikäli joistakin dynamiikaltaan haastavimmista Food Packagingin osa-alueista ei luovuta ja/tai Technical ei onnistu erinomaisesti kehitystoimissaan. Arviomme mukaan divestoinnit Food Packagingissa eivät tämä vaihtoehtokaan ole poissuljettu jatkuvasti portfolioaan tarkastelevassa yhtiössä. Sen sijaan Parchment ja Technical Solutions kuuluvat arviomme mukaan konsernistrategian kovimpaan ytimeen.

Food Packaging & Technical Solutions 2019-Q2'20 LTM



# Decor Solutions 1/3

## Decor on strategisessa tarkastelussa

Normaalioloissa vajaan 400 MEUR:n liikevaihtoa tekevän Decor-liiketoiminta-alueen päätuote ovat valkoiset ja värilliset koristepaperit (arviolta 95 % Decorin myynnistä). Näitä laminaateiksi jatkojalostettavia papereita käytetään huonekaluissa, keittiökaluissa, ovissa ja lattiamateriaaleissa. Lisäksi Decor valmistaa lääke- ja kosmetiikkapakkauksien tuoteselosteissa käytettäviä ohuita painopapereita, jotka tuovat loput noin 5 % yksikön liikevaihdosta.

Decorin tehtaot sijaitsevat Ranskassa, Ruotsissa, Espanjassa sekä Saksassa ja Caieiras-kaupan jälkeen myös Brasiliassa. Decor on siis toistaiseksi vahvasti Eurooppaan keskittynyt liiketoiminta, vaikka tuotteiden korkeat tonnihinnat mahdollistavat kaukoviennin ainakin yläsegmentissä. Decor on myynyt erikoispapereita Euroopasta käsin Lähi-Idän (Turkin) ja ja Aasian markkinoille, joskin viime vuosina Decor on hävinnyt kaukomarkkinoilla markkinaosuutta kiinalaisille. Euroopan osuus Decorin myynnistä on kuitenkin arviomme mukaan yli 80 %, kun taas loput tulevat Amerikoista ja Aasiasta.

Decorin vuosina 2018-2019 vaisun kannattavuuden ja markkinoiden dynamiikan pysyvän muutoksen (ml. kiinalaisten pelureiden nousu) takia Ahlstrom-Munksjö asetti Decorin syksyllä 2019 strategisesta tarkasteluun. Arviomme mukaan tarkastelun ajatuksena oli tehdä Decorista aidosti merkittävä globaali toimija. Tämä vaatisi ainakin laajentumisen Kiinaan sekä mahdollisesti myös investointeja muilla saroilla. Ahlstrom-Munksjöllä ei kuitenkaan ollut arviomme mukaan vuoden 2019 loppupuolella tähän

yksin varaa taserajoitteiden takia ja arviomme mukaan yhtiö tavoittelikin uusien oman pääoman ehtoisten sijoittajien hankkimista Decorin ja siihen liitettävien osien omistajaksi.

Strateginen tarkastelu otti konkreettisen ensiaskeleen marraskuussa 2019, kun Ahlstrom-Munksjö allekirjoitti ei-sitovan sopimuksen kiinalaisen decor-yhtiö Minglianin ostamisesta. Minglianilla on Hebein provinssissa moderni yhden paperikoneen tehdas, joka tuottaa korkealaatuisia decor-papereita (Ahlstrom-Munksjön perspektiivistä houkuttelevin segmentti). Alun perin suunnitelma kauppasumma yhtiöstä oli 60 MEUR, mikä arviomme mukaan vastaa uudehkon decor-tehtaan investointikustannusta pienellä kehityspreemiolla. Alkuvuodesta 2020 puhjenneen koronapandemian rakia kaupan viimeistely on venynyt merkittävästi ja nyt Ahlstrom-Munksjö odottaakin saavan kaupan maaliin H1'21:n aikana.

Arviomme mukaan Minglianin osto ja markkina-aseman vahvistaminen Kiinassa on vasta ensimmäinen askel Decorin uudelleenjärjestelyä. Yhtiö on myös tavoitellut ulkopuolisten sijoittajien mukaan ottamista Decoriin ja uusien sijoittajien esimerkiksi perustettavaan yhteisyritykseen panostamalla varoilla uusi yritys voisi investoida Euroopan tehtaiden kilpailukykyyn parantamiseen ja/tai konsolidoida markkinaa edelleen Kiinassa (Euroopassa yritysostot voivat olla Decorille vaikeita korkeiden markkinaosuuksien takia). Tähän ei kuitenkaan välttämättä ole enää tarvetta, jos yksityisomistukseen siirtyminen onnistuu ja vastaavasti taserajoitteet höllentyvät.



## Markkinanäkymä

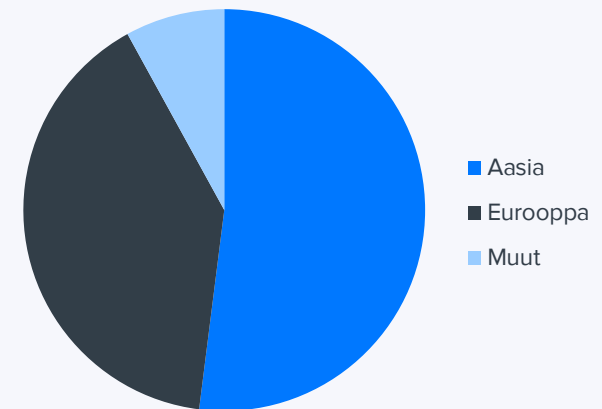
### Kysyntäajurit

- Väestön ja BKT:n kasvu globaalisti
- Keskiluokan vaurastuminen kehittyvillä markkinoilla (tukee rakennus- ja huonekalukysyntää)
- Puun, vanerin ja muovikalvojen korvaaminen

### Markkinakasvu- ja asema

- Keskimääräinen markkinakasvu noin 3 % p.a
- Seuraavan 5 vuoden markkinakasvusta 2/3 odotetaan tulevan Kiinasta ja etenkin sen yläsegmentistä
- Markkina-asema #2-4 (segmentistä riippuen)

### Decor-markkinan jakaantuminen maantieteellisesti



## Decor Solutions 2/3

Suhtaudumme Decorin uudelleenjärjestely-suunnitelmaan positiivisesti, sillä yksikön tuloskunto on jäänyt heikoksi ja markkinan rakenteellisen muutoksen takia liiketoiminnan kyky yltää omillaan Ahlstrom-Munksjön kannattavuustavoitteisiin oli kyseenalainen. Siten näemme tarkastelussa selvää arvonluontipotentiaalia Ahlstrom-Munksjön kannalta, mutta lopulta järjestelyn taloudellinen potentiaali nojaa pitkälti siihen, millaiset ehdot yhtiö onnistuu sijoittajien kanssa neuvottelemaan ja millaisen markkina-aseman uusi yhtiö saavuttaa.

### Liiketoimintaa ajaa rakennussektorin kehitys

Decorin tuotteiden kysyntää ajaa etenkin rakennussektorin kehitys. Rakennussektoria ja siten Decoria tukevat arviomme mukaan kaupungistumisen ja elintason nousun kaltaiset globaalit trendit. Rakentaminen on tyypillisesti syklistä. Ahlstrom-Munksjölle positiivista on kuitenkin, että Decorin laminaattimateriaaleja käytetään myös remonteissa, sisustamisessa ja huonekaluissa, joten aivan uudisrakentamisen jyrkän voimakasta syklisyyttä Decorin tuotteiden loppukysynnässä ei ole. Erikoispainopaperien kysyntä on sen sijaan selvästi stabiilimpaa, koska niiden tarvetta ajaa tyypillisesti vähäsyklisempi kuluttajakysyntä ja osittain vielä sen defensiiviset segmentit (esim. lääkkeet).

### Isot markkinat ovat Eurooppa ja Kiina

Decorin markkinan koko oli arviomme mukaan vuonna 2018 globaalisti noin 1,8 miljoonaa tonnia tai noin 2-3 miljardia euroa. Maantieteellisesti Aasia on suurin markkina, sillä sen osuus volyymistä on reilut 50 %. Tästä kysynnästä valtaosa tulee Kiinasta. Kiinan markkinaa dominoivat kuitenkin vielä halvat ala- ja keskisegmentin tuotteet, mikä ei osu erityisen hyvin Decorin tämänhetkiseen fokusalueeseen. Toinen

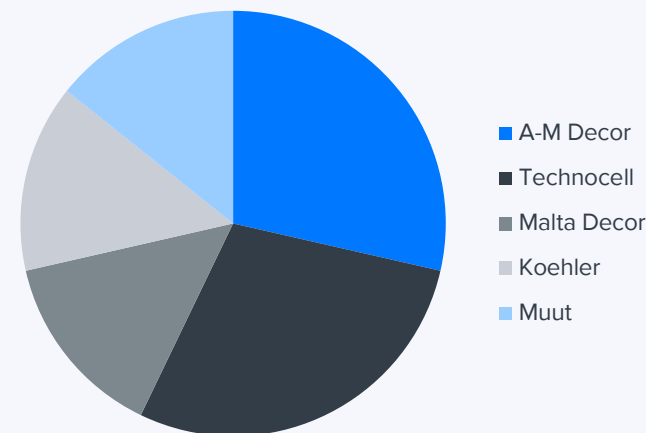
merkittävä markkina on Eurooppa, jonka osuus globaalista markkinasta on 30-35 %. Suurin yksittäinen maa Euroopassa on Saksa. Loput markkinasta muodostaa etenkin Etelä- ja Pohjois-Amerikka, mutta varsinkin Pohjois-Amerikan markkina on paikallisten trendien takia pienehkö suhteessa talouden kokoluokkaan.

### Decor on hitaasti kasvava liiketoiminta

Pitkällä aikavälillä Decorin markkinan ennustetaan kasvavan lievästi BKT:n kasvua ripeämmin. Käytännössä arvioimme tämän tarkoittavan keskimäärin globaalia noin 3 %:n vuosittaista kysynnän kasvua. Kasvua kuitenkin dominoi Kiina, jonka odotetaan kattavan seuraavan 5 vuoden aikana kaksikolmannesta globaalista kasvusta. Ahlstrom-Munksjötä ja Decorin laajentamista Kiinaan tukee myös se, että kasvun odotetaan painottuvan yhtiön vahvuusalueille yläsegmenttiin, jossa Kiinan markkina on kasvanut jopa 20 %:n vuosivauhtia viime vuosikymmenellä. Merkkejä yläsegmentin ripeän kasvun pysähtymisestä ei myöskään ole, kun taas suuressa alasegmentissä kasvu on vain 1-2 %:n luokkaa Kiinassakin.

Markkinan syklisen luonteen takia yksittäisten vuosien kysyntä tulee vaihtelevaan selvästi myös jatkossa. Myös koronapandemian puhkeaminen iski Decoriin rajusti Q2'20:llä (volyymit jopa -40 %), mikä kiihdytti jo vuonna 2018 kauppasodasta eskaloitumisesta alkanutta kysynnän heikentymistä. Nykyisen matalan kysyntätason takia emme usko markkinan enää heikentyvän oleellisesti, mutta toisaalta Q2:n lopulla ja Q3:lla käyntiin lähteneen volyymien elpymisen suhteen näkymä on vielä varsin epäselvä.

Markkinaosuudet Euroopassa



## Decor Solutions 3/3

### Euroopassa markkina on erittäin keskittynyt ja globaalisti hajanainen

Ahlstrom-Munksjön Decor on arviomme mukaan Euroopassa markkinan kakkospeluri noin 25-30 %:n markkinaosuudella. Siten yhtiön markkina-asema kotimarkkinoilla on vahva. Technocell on arviomme mukaan aavistuksen suurempi kilpailija, kun taas Malta Decor on jo selvästi pienempi (markkinaosuus alle 20 %). Loput Euroopan pelureista ovat pieniä. Yhtiön jo korkean markkinaosuuden takia merkittävä epäorgaaninen kasvu ei ole Decorissa mahdollista Ahlstrom-Munksjölle Euroopassa, jossa markkina on melko keskittynyt. Globaalisti yhtiö on arviomme mukaan 4. suurin peluri liiketoiminnassa alle 10 %:n markkinaosuudella, joten Euroopan ulkopuolella yritysostovetoiselle laajentumiselle ei tule viranomaispuolelta esteitä. Globaalisti markkina on myös erittäin hajautunut, sillä maailman suurimmalla kiinalaisella decor-yhtiöllä on alle 20 %:n markkinaosuus ja useiden kymmenien pieniyhtiöiden joukolla on yli 50 % markkinasta. Näin ollen konsolidaatio ja yrityskaupat ovat alalla väistämättömiä ja Ahlstrom-Munksjökin haluaa olla selvästi tässä prosessissa mukana ostopuolella.

Eurooppalaisten tuottajien kannalta tilanne ei kuitenkaan ole nyt erityisen hyvä keskittyneestä rakenteesta ja positiivisesta kysyntätrendistä pitkän ajan huolimatta, sillä Euroopassa on turhan paljon kapasiteettia paikallisiin tarpeisiin. Eurooppalaiset tuottajat ovat hävinneet kaukoviintiin suunnattuja tonneja nouseville kiinalaisille tuottajille, mikä on taas heikentänyt kotimarkkinan kysyntä/tarjonta-kuvaa. Lisäksi Eurooppaan suuntautuvan tuonnin kasvun uhka veloo segmentin ympärillä, vaikka konkreettisia merkkejä tästä ei ole. Lisäksi viime vuosina Decorissa

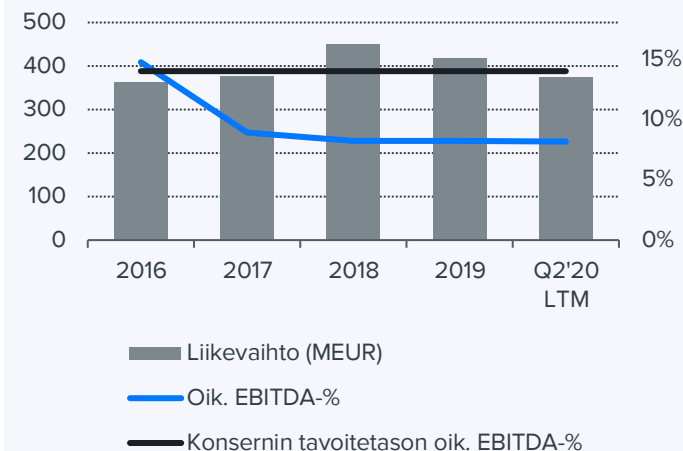
liiketoimintadynamiikkaa on värittänyt raaka-aineiden (etenkin titaanidioksidi, joka on Decorille sellua suurempi kuluerä) hintojen nousu ja/tai sen jälkeen korkeana pysynyt taso.

### Decor on kaukana siitä tasosta, mihin yhtiön pitäisi päästä

Ahlstrom-Munksjön eurooppalaiset kilpailijat ovat yksityisomisteisia yhtiöitä, joten Decorin taloudellisesta suorituskyvystä suhteessa kilpailijoihin ei ole tarkkaa tietoa. Arviomme mukaan Decorin pitäisi olla kilpailukykyisten tuote- ja tuotantoportfolioidensa ja tiettyjen suuren yhtiön skaalahyötyjen (esim. hallintokulut ja ostot) ansiosta edellytyksiä olla vähintään kilpailijoiden kanssa vertailukelpoisessa tulokunnossa Euroopassa. Toisaalta alan kannattavuustaso on tällä hetkellä luultavasti heikko, joten suhteellisilla mittareilla pärjääminen ei ole yksin riittävää.

Vuosina 2013-2019 Decor on yltänyt 8-15 %:n operatiivisiin käyttökatemarginaaleihin, mikä heijastelee kysyntä- ja raaka-ainesyklien vaikutusta kannattavuuteen. Viimeisen 3,5 vuoden aikana Decorin oikaistu EBITDA-% on ollut vain 8-9 %. Pitkällä aikavälillä 14 %:n konsernin EBITDA-%:n on mielestämme yksikölle haastava ainakin lähiaikoina globaalisti Euroopan kilpailun ja vaisuhkon kysynnän takia takia. Pidemmällä perspektiivillä tavoitemarginaalien saavuttaminen on yksikölle mahdollista ainakin hyvinä vuosina ja se vaatii arviomme mukaan onnistumista Kiinan markkinoiden yläsegmenttiin murtautumista ja segmentin kasvuun pääsyä tuotemixin parantamista, tehostustoimia (ml. joitakin investointeja).

Decor Solutions 2015-2019



# Taloudellinen tilanne 1/2

## Taserakenne on varsin raskas

Kuten pääomavaltaiselle prosessiteollisuudelle on tyyppistä, myös Ahlstrom-Munksjön taseen loppusumma on yhtiön liiketoiminnan kokoluokka huomioiden korkea. Q2'20:n lopussa taseen loppusumma oli noin 3,2 miljardia euroa. Raskas taserakenne heikentää pääoman tuottolukuja ja vaikuttaa siten negatiivisesti osakkeelle hyväksyttävään tasepohjaiseen arvostukseen.

Yhtiön pitkäaikaisista varoista kiinteää omaisuutta (ts. tuotantolaitoksia) Q2'20:n lopussa oli noin 1068 MEUR. Aineettoman omaisuuden määrä taseessa on lievästi tätä korkeampi ollen 1107 MEUR, josta liikearvoa on suurehko määrä 625 MEUR. Vaikka liikearvon on keskittynyt heikomman kannattavuuden divisiooniin (mm. Decor, Food Packaging & Tecnical), emme näe liikearvon osalta akuutteja alaskirjaustarpeita, kunhan yhtiön tulokset pysyy vähintään vakaana. Muuta aineetonta omaisuutta on hieman yli 480 MEUR, jota yhtiö poistaa tuloslaskelmassa, mikä laskee erään liittyviä riskejä kuranntiuteen liittyen. Taseen Q2:n lopun 978 MEUR:n lyhytaikaiset varat koostuvat lähinnä käyttöpääomaeristä ja kassasta.

Omaa pääomaa yhtiöllä oli Q2'20:n lopussa noin 1183 MEUR (sis. 100 MEUR:n hybridilainan). Konsernissa ei ole merkittäviä vähemmistöomistajia. Korollista velkaa (suurin osa pitkäaikaista) yhtiöllä oli 1138 MEUR (sis. vuokrasopimusvelat). Korollisen velan (ilman vuokrasopimusvelkoja) keskikorko oli Q2'20:n lopussa 2,9 % eikä vuokrasopimusten koroilla ole arviomme mukaan olennaista vaikutusta keskikorkoon niiden rajallisen määrän (noin 55

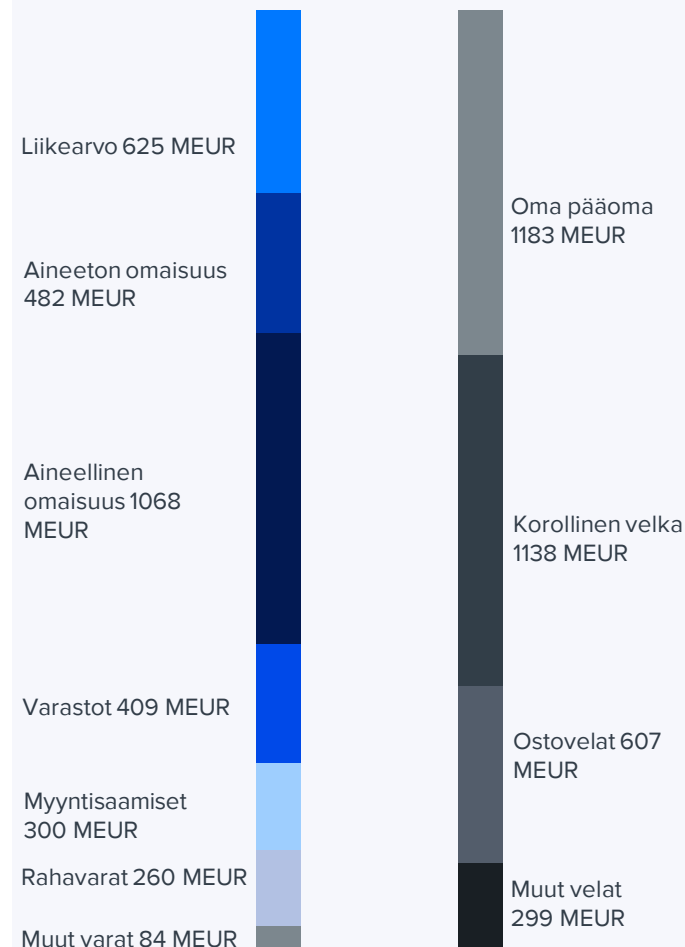
MEUR) takia. Siten yhtiön velkarahoitus on kohtuuhintaista, mutta nollakorkoajan pitkittyessä koroissa voi olla vielä laskuvaraa, jos yhtiö onnistuu myös laskemaan riskiprofiliaan velkasijoittajien perspektiivistä. Loput taseen vastuista olivat ostovelkoja ja muita korottomia velkoja.

## Yhtiö tuki tasetta hybridilainalla

Ahlstrom-Munksjön omavaraisuusaste oli Q2'20:n lopussa 37 % ja nettovelkaantumisaste 74 % (sis. IFRS 16), joka on myös alle yhtiön velkaantumisen 100 % tavoitetasen. Yhtiön velanhoitokyky oli Q2'20:n lopussa taseen muiden tunnuslukujen tavoin tyydyttävällä tasolla nettovelan ja oikaistun käyttökatteen suhteen ollessa noin 2,7x.

Yhtiö vahvisti rahoitusasemaansa myös viime vuoden joulukuussa 100 MEUR:n hybridilainan avulla, joka parantaa IFRS kirjapidossa yhtiön omavaraisuus- ja nettovelkaantumisasteita (hybridilaina luokitellaan omaan pääomaan, vaikka omistajien perspektiivistä se onkin korollista velkaa). Lainan keskikorko on noin 3,9 %, mikä on rahoitusmuoto huomioiden edullinen ja siten suhtaudumme lainaan positiivisesti yhtiön tasetilanteen kokonaiskuva huomioiden. Ahlstrom-Munksjöllä on mahdollisuus lunastaa hybridilaina takaisin aikaisintaan helmikuussa 2024. Ahlstrom-Munksjö käytti hybridilainalla kerättyjä pääomia vuonna 2021 erääntyvän määräaikaisen korollisen velan osittaiseen takaisinmaksuun ja jälleenrahoittamiseen. Hybridilainalla yhtiö sai mielestämme parannettua neuvotteluasemaansa Decorin kaavailtuun uudelleenjärjestelyyn liittyen.

## Taserakenne Q2'20:n lopussa



## Taloudellinen tilanne 2/2

Vaikka koronapandemia luo edelleen epävarmuutta emme näe yhtiöllä akuutteja uhkakuvia tasetilanteen osalta tällä hetkellä, sillä kohtuullisen pääomarakenteen lisäksi suurempia lainoja ei ole erääntymässä lähiaikoina ja myös likviditeettireservit (kassa ja limiitit) ovat hyvällä tasolla 521 MEUR:ssa. Siten yhtiön johdolla on hyvä työrauha liiketoiminnan kehittämiseen ja kannattavuuden nostoon. Tätä kautta yhtiö pystyisi myös lyhentämään korollista velkaansa, joka toisi jälleen liikkumavaraa uusia yrityskauppoja silmällä pitäen.

### Kassavirran pitäisi parantua lähiaikoina

Ahlstrom-Munksjön liiketoiminnan kassavirtaprofiili suhteessa tulokseen on mielestämme lähtökohtaisesti melko hyvä, sillä yhtiön tulosta rasittavat noin 30 MEUR:lla ei-kassavaikutteiset PPA-poistot ja muutenkin yhtiön poistomassa on melko suuri. Maksettujen rahoituskulujen arvioimme olevan noin tuloslaskelmaan kirjattavien rahoituskulujen tasolla, kun taas maksetut verot voivat lähivuosina jäädä useissa maissa olevien vanhojen tappioiden hyödyntämisen takia hieman tuloslaskelmaan kirjattuja veroja alemmiksi. Käyttöpääomaa Ahlstrom-Munksjön liiketoiminnan kasvu sitoo hieman varsinkin, kun huomioidaan, että vuoden 2019 lopulla käyttöpääoma oli hyvin alhaalla. Käyttöpääoman kausiluonteisen käyttäytymisen takia Ahlstrom-Munksjön liiketoiminnan rahavirta vahvistuu tyypillisesti loppuvuotta kohti.

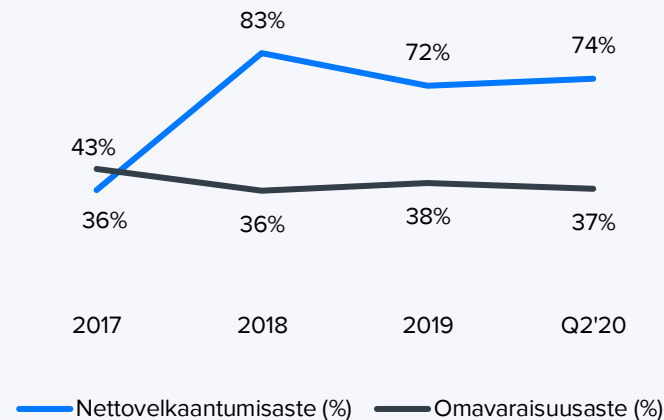
Yhtiöllä on pääosin takana mittava orgaaninen investointiohjelma ja odotammekin investointien tasoittuvan jo kuluvana vuonna noin 120 MEUR:oon

(vrt. poistot aineellisesta omaisuudesta noin 120 MEUR/v). Arvioimme myös investointitasojen laskevan edelleen ensi vuonna noin 100 MEUR:n tasolle ja sisältävän ylläpito- ja kehitysinvestointeja (ts. ei strategisia kasvuinvestointeja, sillä edellisen ohjelman hyötyjä on vielä ulosmittaamatta). Investointien laskiessa yhtiön vapaalla kassavirralla on edellytyksiä vahvistua lähivuosina selvästi, kunhan käyttökate ja kannattavuus paranevat. Keskipitkällä tähtäimellä investointitarpeita kuitenkin luultavasti riittää, joten emme usko edessä olevan useiden vuosien maltillisten investointien jaksoa.

### Osinkokasvu tuloskehityksen varassa

Arvioimme yhtiön ohjaavan vapaan kassavirtansa lähivuosina melko tasaisesti vakaaseen osinkoon sekä velkojen lyhentämiseen. Mielestämme riskitasojen laskemiseksi ja yrityskauppojen mahdollistamiseksi velkojen takaisinmaksu olisi yhtiön kannalta järkevä ratkaisu tässä vaiheessa. Kassavirtaa sitovien tekijöiden takia osingon kasvuvauhti on hyvin pitkälti riippuvainen lähivuosien tuloskehityksen kulmakertoimesta. Osingon korottaminen vaatisi mielestämme yhtiöltä tuloskasvua, kun taas arvioimme mukaan osinko voi joutua tulilinjalle vain, jos toimintaympäristö nytkähtäisi selvästi heikompaan päin. Lähivuosina odotammekin yhtiöltä melko vakaata osinkoa. Luottamusta yhtiön osingonmaksukykyyn saatiin, kun yhtiön hallitus päätti kesäkuussa jatkaa kvartaaliosinkojen maksua.

Taserakenteen kehitys 17-Q2'20



# Ennusteet 1/6

## Ennustemalli

Lyhyen aikavälin ennusteissamme mallinamme Ahlstrom-Munksjön kehitystä divisioonatasolla perustuen arvioimiimme volyymikehityksiin, keskihintoihin ja yksikkökustannuksiin. Yhtiö ei kuitenkaan julkaise volyymejään, mikä heikentää divisioonatason mallinnuksen läpinäkyvyyttä selvästi. Lisäksi mallinamme koko konsernin liikevaihdon kasvua, myyntikatetta ja OPEX-kulujen rakennetta.

Ennustemme perustuvat arvioidemme mukaiseen raaka-aineiden hintakehitykseen ja valuuttakursseihin. Näihin arvioihin liittyen käytämme myös eri markkinalähteiden tekemiä ennusteita. Pitkän aikavälin ennustemme taas pohjautuvat markkinakasvuennusteisiin, arvioimaamme markkinaosuuksien kehitykseen, yhtiön historiallisiin kannattavuusmarginaaleihin ja arvioimaamme marginaalipotentialiin. Ennusteissamme ei oteta huomioon mahdollisten uusien yrityskauppojen vaikutuksia.

## Makrotalouden näkymät

Vuosi 2017 ja vuoden alkupuoli 2018 olivat maailmantaloudessa laaja-alaisesti vahvoja, mutta talousnäkymät ovat synkentyivät vuoden 2018 lopulla ja vuoden 2019 aikana selvästi muun muassa Kiinan ja Yhdysvaltojen välisen kauppasodan takia. Kuluvan vuoden keväällä maailmatalous ajautui kriisiin koronapandemian ja sen estotoimien takia. Toipuminen on alkanut Q2:n sulkukvartaalin loppupuoliskolla, mutta kuluva vuosi on etenkin kehittyneissä maissa jäämässä raskaasti pakkaselle talouskasvun osalta ja myös kehittyvissä maissa kasvu jää parhaassakin tapauksessa hitaaksi. Kehittyneissä maissa vuoden 2019 BKT-tason saavuttamisen odotetaan elpymisestä huolimatta

vievän 2-3 vuotta. Luonnollisesti ennusteisiin ja koko maailman talouteen liittyvä epävarmuus on erittäin korkealla, sillä pandemia jyllää edelleen ja sen kurssi pitämiseksi tarvittavien toimenpiteiden voimaa ja poikkeusajan kestoa on vaikea arvioida. Sakanneen talouskasvunäkymän takia USA:n keskuspankin ja muut keskuspankit ovat laskeneet ohjaiskorkonsa nollassa ja tehneet myös muita massiivisia elvytystoimia. Monissa maissa talouden tukemiseen on käytetty myös budjetti-elvytystä. Elvytystoimien purevuutta reaalitykalouteen on kuitenkin vielä vaikea arvioida, mutta toistaiseksi elpyminen on kuitenkin saatu ainakin käynnistymään useissa maissa.

Kokonaisuutena kyykännyt ja toipumisodotuksien sekä korkean epävarmuuden värittävä makroympäristö tekee mielestämme Ahlstrom-Munksjön toimintaympäristön näkymistä epävarmat lähivuosille. Siten etenkin yhtiön volyymikasvun näkymä on makrokuvan perusteella epäselvä, mutta asteittain toipuvassa talouskasvu-ympäristössä yhtiön markkinoiden pitäisi myös kasvaa maltillisesti. Kilpailu kuitenkin voi olla monilla aloilla kireää talouksien koon pienentyttyä ja näin ollen hintapaineiden riski on myös konkreettinen useissa segmenteissä. Tätä tosin vähintään kompensoi hankalalle taloustilanteelle tyypilliset alhaiset raaka-ainehinnat ja raaka-ainehintojen lasku. Tosin myös raaka-aineiden hintojen lasku luo niin ikään lisäpainetta hintoihin tietyllä viiveellä, mutta mielestämme Ahlstrom-Munksjölle deflatorinen tai vakaa kustannusympäristö sopii silti inflatorista paremmin.

Ahlstrom-Munksjön tulosenusteemme perustuvat tähän yleistalouden tilannekuvaan. Vallitsevan taloustilanteen takia myös ennusteisiin liittyvä epävarmuus on poikkeuksellisen korkea.

Euroalueen teollisuuden  
ostopääallikköindeksi



Euroalueen teollisuustuotanto (2015=100)



# Ennusteet 2/6

## Vuoden 2020 ennusteet

H1:llä Ahlstrom-Munksjö'n kehitys oli erittäin kaksijakoista, sillä Q1:llä volyymikasvu siivitti yhtiön selvään tuloskasvuun, kun taas Q2:n sulkukvartaalilla volyymit sakkasivat ja tulos putosi sopeutustoimista huolimatta. Q2:n tulospudotus oli kuitenkin selvästi pelättyä pienempi ja pandemian negatiiviset kysyntä- ja tulosrasitteet rajoittuivat pääosin teollisuusvetoiseen osaan portfolioita, kun taas kuluttajavetoisilla sektoreilla kysyntä oli vakaampaa ja terveydenhuollossa vahvaa. Yhtiö onnistui hyvin väliaikaisissa säästötoimissa.

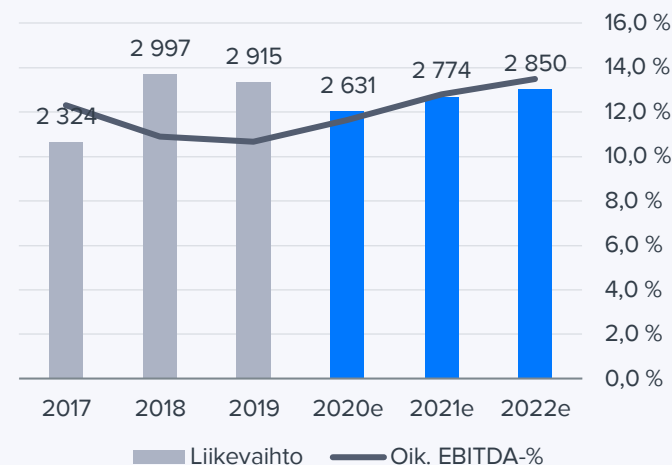
Yhtiön liikevaihto laski H1:llä 11 % 1340 MEUR:oon johtuen etenkin volyymien laskusta, raaka-ainevetoisesta myyntihintojen laskusta sekä divestoinneista. Jatkuvien toimintojen volyymit laskivat H1:llä noin 5 % (sis. Q1:n noin 5 % kasvu ja Q2:n 10 %:n lasku), minkä taustalla oli etenkin koronapandemia ja sen negatiiviset vaikutukset kysyntään. Hintojen lasku ja tuotemix rasittivat arviomme mukaan jatkuvien toimintojen myyntiä vajaalla 3-4 %:lla %, kun taas valuuttojen vaikutus oli lievästi positiivinen. H1:llä Ahlstrom-Munksjö'n oikaistu käyttökate kohosi 4 % vertailukaudesta 166 MEUR:oon johtuen etenkin raaka-ainekulujen laskusta (sis. myyntihintoja nopeampi raaka-ainehintojen lasku sekä pikavauhtia vuoden alussa läpiviety 50 MEUR:n muuttuvien kulujen säästöohjelma) ja Q2:n väliaikaisista säästötoimista. Alemmilla riveillä pääosin Arcesin taidepainopaperiliiketoiminnan myyntivoitosta syntyneen kertatuotot sekä normaalit rahoituskulut ja lievästi koholla olleet verot kohottivat H1:n EPS:n lähes kolme kertaa vertailukautta korkeammalle 0,46 euroon. Kassavirta oli sen sijaan heikko, sillä vuoden lopussa käyttö pääoma oli poikkeuksellisen

matalalla ja H1:llä yhtiö sitoi tästä ja normaaleista kausitekijöistä johtuen selvästi käyttöpääomaa. Kokonaisuutena yhtiön vuosi lähti kuitenkin etenkin vallitseviin olosuhteisiin peilattuna käyntiin hyvin.

Ahlstrom-Munksjö siirtyi maaliskuussa vuosiohjeistuksesta kvartaaliohjeistuksiin, kun koronapandemian puhkesi ja heikensi samalla näkyvyyttä liiketoimintaan. Q3:lle yhtiö on ohjeistanut vertailukautta heikompaa oikaistua käyttökate, minkä taustalla on pandemian takia hidastuneen talouskasvun negatiivinen vaikutus volyymeihin. Lisäksi Q3:lle osuu tänä vuonna Aspan sellutehtaan vuosihoito, joka oli viime vuonna Q4:llä (kustannusvaikutus noin 4 MEUR). Q4:sta, joka on etenkin kausiluonteisesti lähes kaikissa liiketoiminnoissa hiljaisen joulukuun takia yleensä aina yhtiölle vaisuhko, yhtiö ei ole vielä kommentoinut.

Ennustamme Ahlstrom-Munksjö'n tuloksen elpävän Q4:n pohjilta loppuvuotta kohti, kun yhtiön tuloskuntoa alkavat tukea asteittain 1) elpyvät teollisuusvetoisten liiketoimintojen volyymit, vakaana pysyvä kysyntä kuluttajavetoisilla sektoreilla ja terveydenhuollon vahva kysyntä 2) maltillisena pysyvä raaka-aineiden kustannustaso (sis. alkuvuodesta läpiviedyn 50 MEUR:n muuttuvien kulujen säästöohjelman tuki) 3) tiettyjen kertaluonteisten säästöjen jatkuminen ja 20 MEUR kiinteiden kulujen säästöohjelman eteneminen 4) ylös ajettujen uusinvestointien tuloskontribuution vahvistuminen. Vastaavasti myyntihintojen arvioimme kohtaavan lievää painetta raaka-aineiden hintojen laskua sekä vielä vaisua kysyntää (ts. kireää kilpailua) peilaten ja myös valuutoista on odotettavissa jo H2:lla lievää vastatuulta.

## Liikevaihto ja kannattavuus



## Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



## Ennusteet 3/6

Odotamme nyt Ahlstrom-Munksjön liikevaihdon laskevan tänä vuonna 10 %:n 2361 MEUR:oon. Divisionista arvioimme AS:n yltävän lievään kasvuun USA:n talouden ripeämpien elpymisodotusten ja kuluttajavetoisuuden takia, mutta Decorin, Industrial Solutionsin ja Filtration&Performancelta myynnin arvioimme putoavan melko selvästi etenkin volyymien alamäen ja lievien hintojen laskun takia. Food Packaging & Technical Solutionsilta odotamme niin ikään lähinnä hintojen laskusta, valuutoista ja pienestä volyymien laskusta johtuvaa liikevaihdon alenemaa.

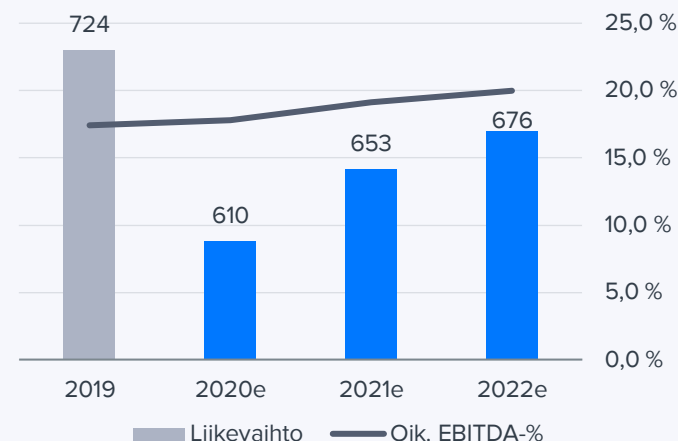
Oikaistua käyttökatetta arvioimme yhtiön pystyvän tänä vuonna käytännössä vakaana ja yltävän 309 MEUR:oon, mikä perustuu yhtiön ohjeistuksen mukaiseen Q3-tulokseen ja nousujohteiseksi vuositason kääntyvään kehitykseen Q4:llä. Divisionista odotamme divisionista Advanced Solutionsin ja Industrial Solutionsin parantavan vaisuista vertailuluvuista Release Linersin, Coated Specialitiesin, Advanced Liquid Technologiesin jokseenkin normaalin kysynnän ja laaja-alaisen kulujen laskun ansiosta. Filtration&Performance Solutiosin sen sijaan arvioimme tekevän hyvän tuloksen, mutta vertailulukuihin emme usko yhtiön yltävän divestoinnin ja korkeakatteisen suodatinliiketoiminnan vaisuuden takia. Food Packaging & Technical Solutionsin arvioime sen sijaan jäävän vaisuista vertailutasoista kireän kilpailun ja volyymien laskun ajamana. Eri divisionien kasvomaskimateriaaliliiketoiminnan arvioimme tukevan yhtiön tulosta ja kannattavuutta tänä vuonna, mutta koronapandemian nettovaikutusta yhtiöön pienehkö uusi liiketoiminta ei arvioimme mukaan riittä yksin kääntämään positiiviseksi todennäköisesti

hyvästä kannattavuudesta huolimatta.

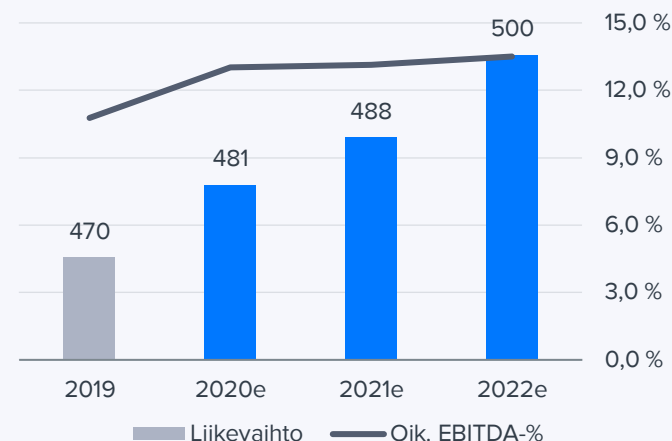
Tuloslaskelman alemmilla riveillä Ahlstrom-Munksjön poistot ovat arvioimme mukaan tänä vuonna 170-180 MEUR:n tasolla, kun taas Q1:lle kirjatusta myyntivoitoista sekä maltillisista uudelleenjärjestelykuluista syntyy arvioimme mukaan nettona raportoitua liikevoittoa tukevia kertatuottoja. Rahoituskulujen arvioimme olevan noin 49 MEUR ja veroasteen hieman normalisoitua tasoa korkeampi 27 %. Näin ollen kertatuotoilla (mutta ei PPA-poistoilla) oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennusteemme on vertailukauden tasolla 0,50 eurossa. Vuoden 2020 ennusteemme ovat sekä oikaistun käyttökatteen että EPS:n osalta hieman konsensuksen alapuolella. Emme ole tehneet kuluvan vuoden ennusteisiimme oleellisia muutoksia.

Osinkoa arvioimme yhtiön maksavan tästä tuloksesta viime vuosien tavoin 0,52 euroa osakkeelta. Vapaan rahavirran arvioimme jäävän vaisuksi, sillä kuluvana vuonna investoinnit ovat vielä aineellisten hyödykkeiden poistojen tasolla ja käyttöpääomaa saattaa sitoutua hieman (vrt. viime vuoden lopun matala taso ja vuoden 2020 käyttöpääoman hallintaa vaikeuttava volatiili kysyntä). Vuoden lopussa yhtiön omavaraisuusaste on ennusteidemme mukaan 42 % ja nettovelkaantumisaste 61 %. Näin ollen Ahlstrom-Munksjön tasetilanne pysyy ennusteidemme mukaisella tuloskehityksellä hyvin hallinnassa, vaikka arvioimme mukaan velkamäärä ja ainakin velanhoitokyky (2020e nettovelka/oikaistu käyttökate 2,6x) onkin yhä lievästi yhtiön mukavuusalueen yläpuolella.

F&PS:n liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



AS:n liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



# Ennusteet 4/6

## Vuosien 2021 ja 2022 ennusteet

Vuoteen 2021 lähtökohta on erittäin epävarma, sillä yleisen talouskasvun suuntaan ja tasoon liittyy oleellisia riskejä. Toisaalta yhtiö on kuitenkin arviomme mukaan paremmissa asemissa, sillä investointiohjelmasta jää ensi vuodelle enää häntä ja 20 MEUR:n kiinteiden kulujen säästöohjelmakin on luultavasti edennyt. Toisaalta viime vuoden alussa toteutetun 50 MEUR:n (arviomme mukaan ohjelma sisälsi hukan vähentämisen ja reseptimuutosten lisäksi alennusten kasvattamisen kaltaisia komponentteja, jotka on neuvoteltava uudelleen säästöjen pitämiseksi) muuttuvien kulujen säästöohjelman hyötyjen pitäminen myös lähivuosina olisi yhtiön kannalta tärkeää. Aiemmin tehdyt toimenpiteet tukevat myös yhtiön tulosta vuosina 2021-2022, mutta investointien positiiviset vaikutukset tulevat läpi tulokseen asteittain läpi pääosin vuosina 2021-2023, kunhan vaan kysyntä on riittävän hyvää investointien ylösajamiseksi. Lisäksi arvioimme yhtiön hyötyvän kasvomaskimateriaalien liiketoiminnasta myös lähivuosina, mutta hintapaineiden takia emme usko kontribuution nousevan vuodesta 2020.

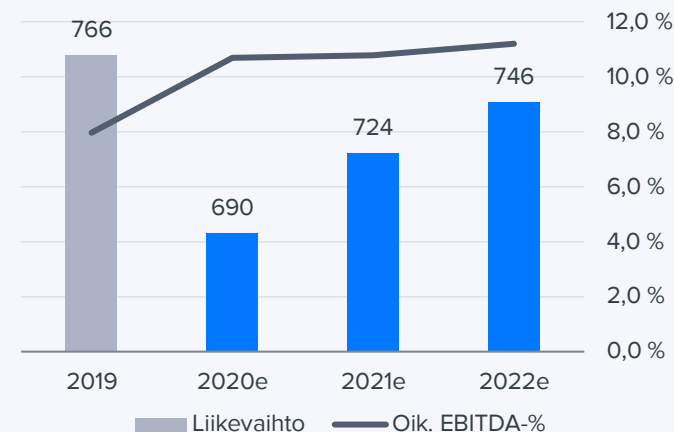
Makroennusteet odottavat kuitenkin toistaiseksi selkeää kasvua yhtiön kaikille päämarkkinoille, joten lähtökohtaisesti odotamme yhtiöltä toistaiseksi lievää volyymikasvua markkinoiden mukana. Suotuisan kehityksen käynnistyessä vuoden 2021 volyyminäkömä voisi olla jopa hyvä, jos asiakkaat täyttäisivät nyt pääosin todennäköisesti matalia varastoja, mutta kokonaisuutena epävarman markkinan takia odotamme toistaiseksi vain maltillista volyymikasvua. Lisäksi markkinaosuuksien maltillinen voittaminen on Ahlstrom-Munksjölle

mahdollisuuksien rajoissa, kun huomioidaan kilpailukykyinen nykytarjonta, R&D-panostukset ja investointien luoman uuden kapasiteetin antamat mahdollisuudet.

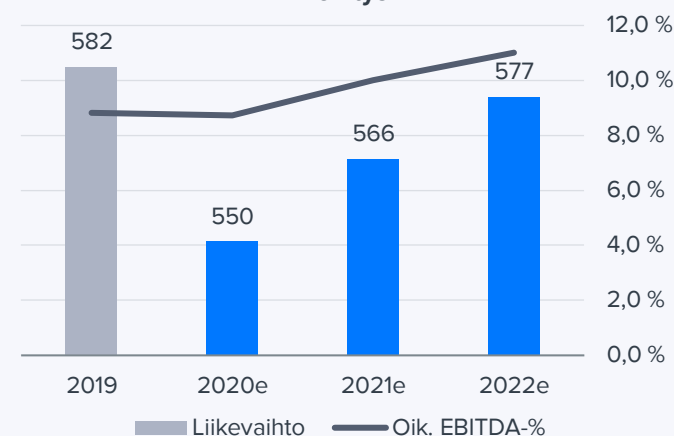
Kustannusten osalta pidämme lähivuosien näkymiä kohtalaisina, sillä ensi vuodesta alkaen sellumarkkinoille pitäisi tulla uutta kapasiteettia. . Odotamme lisäkapasiteetin sekä graafisten paperien segmentin sakkauksen kysynnän kasvulle aiheuttaman laimennuksen pitävän sellun hintojen pidemmän ajan keskiarvon tasoilla. Toisaalta emme kuitenkaan usko yhtiön pystyvän leventämään myyntikatemarginaalejaan viime vuosien 51-55 %:n tasoilta vaan osa sellun matalan hinnan hyödyistä menee arviomme mukaan asiakkaille laskevien hintojen muodossa. Valuuttojen osalta odotamme yhtiölle tulevan pitkässä juoksussa mieluummin lievää vasta- kuin myötätuulta tällä hetkellä pitkällä tähtäimellä lievästi heikohkon EUR/USD-kurssin takia. Näkyvyys sellun hinnan ja valuuttojen kehitykseen on kuitenkin kroonisesti heikko.

Vuosina 2021-2022 ennustamme Ahlstrom-Munksjön liikevaihdon kasvavan 5 % ja 3 % ja operatiivisen EBITDA:n kohoavan 355 MEUR:oon ja edelleen 386 MEUR:oon. Nämä vastaavat 12,8 %:n ja 13,5 %:n oikaistuja EBITDA-marginaaleja. Kannattavuuden parantumista tukee aiemmin tässä kappaleessa mainitut ajurit eli volyymikasvu, uusien investointien kontribuutio (volyymit ja tuotemix), tehokkuuden nousu, tuotemixin parantuminen ja maltillisena pysyvä kustannustaso. Divisioonatasolla odotamme kaikkien divisioonien kasvavan ja parantavan kannattavuuttaan vuosina 2021-2022.

## IS:n liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



## FP&TS:n liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



## Ennusteet 5/6

Tuloskasvun pääajureita ovat arviomme mukaan tulosmoottori Filtration&Performance Solutions sekä matalilta lähtötasoilta ponnistavat Decor ja Food Packaging & Technical Solutions. Advanced Solutionsin ja Industrial Solutionsin odotamme parantavan tulostaan hitaammin. Vuoden 2022 lopulla odotamme Filtration&Performance Solutionsin oleva vahvassa iskussa ja myös Advanced Solutionsin yltävän lähellä konsernitason kannattavuustavoitteen alarajaa. Sen sijaan kireämmästä kilpailusta osin kärsivien Decorin, Food Packaging & Technical Solutionsin ja myös Industrial Solutionsin kannattavuuksien odotamme jäävän edelleen potentiaaliensa ja myös tyydyttävien tasojen alapuolelle.

Tuloslaskelman alemmilla riveillä odotamme yhtiön poistojen (ml. PPA-poistoja) pysyvän korkeina. Rahoituskulujen arviomme kääntyvän lievään laskuun 2020-luvun alkupuolella ja veroasteen asettuvan noin 25 %:iin. Näin ollen EPS kasvaa lievällä vivulla suhteessa operatiiviseen käyttökatteeseen (2021/2022: EPS 0,81 euroa ja 1,10 euroa). Tulosenusteemme ovat sekä oikaistun käyttökatteen että EPS:n tasolla joitakin prosentteja konsensuksen alapuolella. Emme ole tehneet vuosille 2020-2021 oleellisia ennustemuutoksia.

Investoinnit kääntyvät arviomme mukaan lievään laskuun vuoden 2020 jälkeen ja pysyvät vuosina 2021 ja 2022 kokonaispoistojen alapuolella. Vapaa rahavirran priistyvän näkymän takia yhtiö pystyy arviomme mukaan lyhentämään velkojaan ja kääntämään osinkonsa kasvuun vuonna 2022. Vuosien 2021 ja 2022 osinkoennusteemme ovat

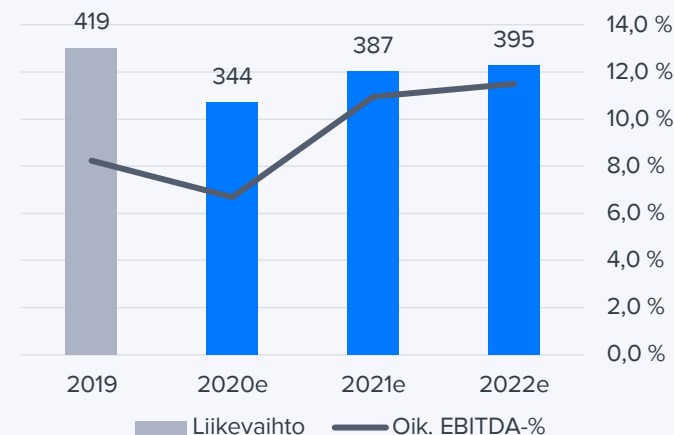
0,55 ja 0,60 euroa osakkeelta. Taseen puolella odotamme yhtiön nettovelkaantumistaseen olevan vuoden 2021 lopussa melko normaalilla tasolla 52 %:ssa, mutta vuoden 2022 lopulle ennustamamme 39 %:n nettovelkaantumistaseta alkaa arviomme mukaan olla jo yhtiön mukavuusalueen tienoilla.

### Pitkän aikavälin ennusteet

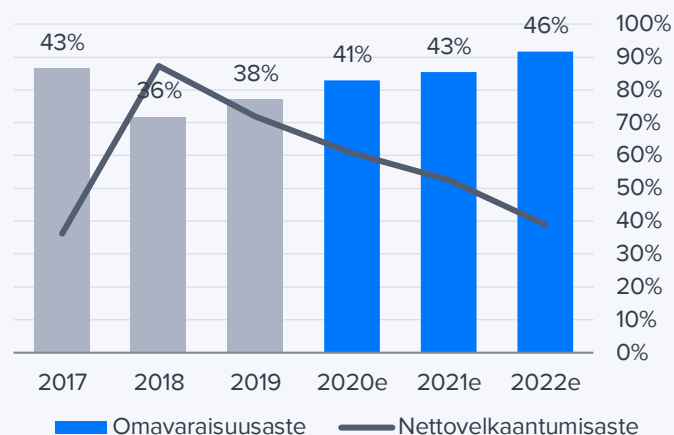
Pitkällä aikavälillä ennustamme Ahlstrom-Munksjön pystyvän kasvamaan orgaanisesti aavistuksen markkinoita nopeammin keskimäärin noin 2-3 %:n vuosivauhtia. Pitkällä aikavälillä arviomme Ahlstrom-Munksjön toki jatkavan yritysjärjestelyjä ostopuolella, mikä nostaisi kauppajen kokoluokista riippuen yhtiön liikevaihtoa nopeammin. Kauppajen aikataulujen ennakoiminen on kuitenkin mahdotonta, joten emme sisällytä niitä ennusteisiimme.

Kannattavuuden suhteen arvioimme operatiivisten EBITDA-marginaalien liikkuvan noin 10,2-13,8 %:n haarukassa pitkällä aikavälillä kiristyvän kilpailun luodessa painetta katteisiin asteittain 2020-luvun loppupuolelle mentäessä. Näin ollen emme toistaiseksi ennusta, että yhtiö tulee saavuttamaan tavoittelemansa yli 14 %:n oikaistun EBITDA-%:n yli syklin. Syklisesti hyvinä vuosina tavoitetaso ylittäminen on mielestämme täysin mahdollista, mutta tämänhetkinen makrokuvasta huomioiden syklisesti hyvää markkinatilanne voidaan joutua odottelemaan joitakin vuosia ja pidemmälle katsottaessa ennustettavuus on jo varsin heikko.

### Decorin liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



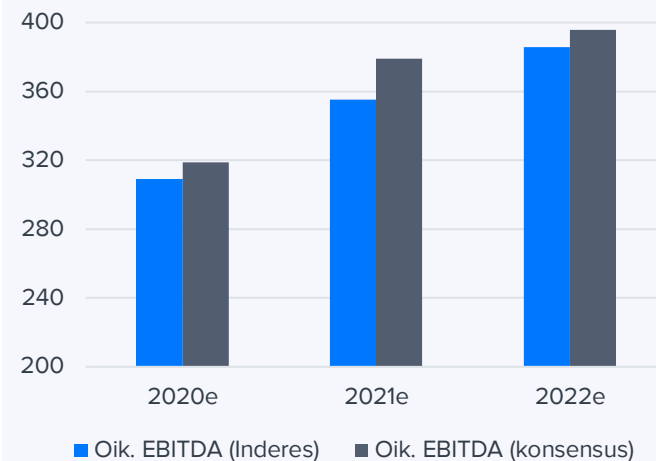
### Taseen avainlukujen kehitys



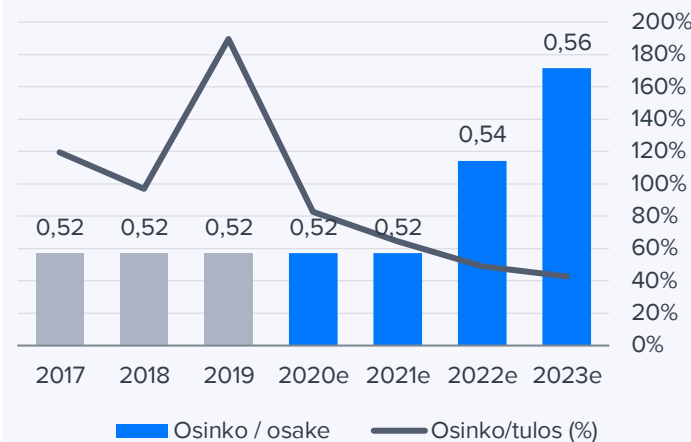
## Ennusteet 6/6

Pitkällä tähtäimellä tavoitekannattavuuden saavuttaminen yli syklin vaatisi arviomme mukaan yhtiöltä etenkin tuoteportfolion jatkuvaa ja onnistunutta uudistamista (ml. esim. orgaaninen kasvu ja tuotemixin parantuminen), onnistuneita yritysjärjestelyitä (ml. esim. Decorin markkina-aseman parantaminen) sekä mahdollisesti vetäytymistä tietyistä heikkokatteisista ongelmasegmenteistä (ml. esim. yksipuoleisesti päällystetyt paperit Food Packagingissa). Näiden työkalujen myötä Ahlstrom-Munksjö voisi päästä nostamaan keskimääräisiä myyntihintoja volyymien ohella, jolloin kasvu skaalautuisi tehokkaammin kannattavuuteen. Tämä ei ole täysin mahdotonta, mutta haluamme nousevista keskihinnoista ja volyymeistä yhtiöltä lisää näyttöjä ennen kuin olemme valmiita nostamaan pitkän aikavälin kannattavuusennustemme yhtiön tavoitetason alarajalle ja/tai alarajan yläpuolelle.

Oik. EBITDA:n ennusteet (MEUR)



Osinko per osake ja jakosuhte



# Kvartaaliennusteet

| Tuloslaskelma                        | 2018        | Q1'19       | Q2'19       | Q3'19       | Q4'19       | 2019        | Q1'20       | Q2'20       | Q3'20e      | Q4'20e      | 2020e       | 2021e       | 2022e       | 2023e       |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevaihto</b>                   | <b>2997</b> | <b>758</b>  | <b>745</b>  | <b>711</b>  | <b>701</b>  | <b>2915</b> | <b>718</b>  | <b>622</b>  | <b>634</b>  | <b>658</b>  | <b>2631</b> | <b>2774</b> | <b>2850</b> | <b>2922</b> |
| Filtration & Performance solutions   |             | 188         | 186         | 173         | 179         | 724         | 164         | 142         | 147         | 157         | 610         | 653         | 676         | 696         |
| Advanced Solutions                   |             | 119         | 122         | 118         | 112         | 470         | 120         | 127         | 120         | 114         | 481         | 488         | 500         | 513         |
| Industrial Solutions                 |             | 202         | 200         | 189         | 176         | 766         | 191         | 170         | 166         | 163         | 690         | 724         | 746         | 768         |
| Food Packaging & Technical Solutions |             | 151         | 147         | 143         | 141         | 582         | 135         | 141         | 133         | 141         | 550         | 566         | 577         | 589         |
| Decor Solutions                      |             | 112         | 104         | 99          | 104         | 420         | 106         | 65          | 80          | 93          | 344         | 387         | 395         | 403         |
| Other and eliminations               |             | -14         | -13         | -10         | -10         | -47         | 2           | -24         | -12         | -11         | -45         | -44         | -44         | -46         |
| Poistot                              |             | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| Oikaisuerät                          |             | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>Käyttökate</b>                    | <b>291</b>  | <b>60</b>   | <b>78</b>   | <b>78</b>   | <b>63</b>   | <b>279</b>  | <b>120</b>  | <b>69</b>   | <b>71</b>   | <b>72</b>   | <b>332</b>  | <b>355</b>  | <b>386</b>  | <b>403</b>  |
| Poistot ja arvonalennukset           | -161        | -42         | -43         | -43         | -47         | -176        | -47         | -43         | -44         | -44         | -178        | -173        | -166        | -159        |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>   | <b>169</b>  | <b>33</b>   | <b>41</b>   | <b>37</b>   | <b>26</b>   | <b>137</b>  | <b>49</b>   | <b>32</b>   | <b>27</b>   | <b>28</b>   | <b>136</b>  | <b>183</b>  | <b>220</b>  | <b>244</b>  |
| <b>Liikevoitto</b>                   | <b>130</b>  | <b>18</b>   | <b>35</b>   | <b>34</b>   | <b>16</b>   | <b>103</b>  | <b>74</b>   | <b>26</b>   | <b>27</b>   | <b>28</b>   | <b>154</b>  | <b>183</b>  | <b>220</b>  | <b>244</b>  |
| F&P Solutions (EBITDA)               |             | 31          | 34          | 32          | 29          | 126         | 32          | 26          | 26          | 25          | 109         | 125         | 136         | 138         |
| Advanced Solutions (EBITDA)          |             | 12          | 14          | 14          | 10          | 51          | 15          | 18          | 16          | 14          | 63          | 64          | 68          | 71          |
| Industrial Solutions (EBITDA)        |             | 15          | 18          | 17          | 11          | 61          | 20          | 21          | 18          | 15          | 74          | 78          | 84          | 90          |
| FP & T solutions (EBITDA)            |             | 12          | 9           | 16          | 16          | 53          | 16          | 9           | 10          | 13          | 48          | 57          | 63          | 68          |
| Decor Solutions (EBITDA)             |             | 8           | 9           | 7           | 11          | 35          | 13          | 1           | 2           | 7           | 23          | 42          | 45          | 48          |
| Other and eliminations               |             | -3          | -1          | -2          | -6          | -13         | -4          | 0           | -2          | -3          | -8          | -11         | -11         | -11         |
| Poistot                              |             | -42         | -43         | -43         | -47         | -176        | -43         | -42         | -44         | -44         | -173        | -173        | -166        | -159        |
| Oikaisuerät                          |             | -15         | -6          | -6          | -7          | -33         | 25          | -6          | 0           | 0           | 19          | 0           | 0           | 0           |
| Nettorahoituskulut                   |             | -12         | -12         | -15         | -13         | -52         | -10         | -14         | -13         | -13         | -49         | -47         | -43         | -41         |
| <b>Tulos ennen veroja</b>            | <b>87</b>   | <b>6</b>    | <b>23</b>   | <b>20</b>   | <b>3</b>    | <b>52</b>   | <b>64</b>   | <b>12</b>   | <b>14</b>   | <b>15</b>   | <b>106</b>  | <b>136</b>  | <b>177</b>  | <b>203</b>  |
| Verot                                | -24         | -2          | -9          | -8          | -1          | -19         | -18         | -3          | -4          | -4          | -28         | -37         | -46         | -51         |
| Vähennistöosuudet                    | -2          | 0           | 0           | 0           | 0           | -1          | 0           | -1          | 0           | 0           | -1          | 0           | 0           | 0           |
| <b>Nettotulos</b>                    | <b>62</b>   | <b>4</b>    | <b>14</b>   | <b>12</b>   | <b>2</b>    | <b>32</b>   | <b>46</b>   | <b>8</b>    | <b>10</b>   | <b>11</b>   | <b>76</b>   | <b>99</b>   | <b>131</b>  | <b>152</b>  |
| <b>EPS (oikaistu)</b>                | <b>0,80</b> | <b>0,13</b> | <b>0,16</b> | <b>0,14</b> | <b>0,07</b> | <b>0,49</b> | <b>0,24</b> | <b>0,10</b> | <b>0,08</b> | <b>0,09</b> | <b>0,50</b> | <b>0,83</b> | <b>1,11</b> | <b>1,31</b> |
| <b>EPS (raportoitu)</b>              | <b>0,54</b> | <b>0,03</b> | <b>0,12</b> | <b>0,10</b> | <b>0,01</b> | <b>0,27</b> | <b>0,40</b> | <b>0,07</b> | <b>0,08</b> | <b>0,09</b> | <b>0,63</b> | <b>0,83</b> | <b>1,11</b> | <b>1,31</b> |

| Tunnusluvut                          | 2018   | Q1'19   | Q2'19  | Q3'19   | Q4'19  | 2019    | Q1'20  | Q2'20   | Q3'20e  | Q4'20e | 2020e  | 2021e  | 2022e  | 2023e  |
|--------------------------------------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Liikevaihdon kasvu-%</b>          | 29,0 % | 0,9 %   | -2,7 % | -4,5 %  | -4,6 % | -2,7 %  | -5,2 % | -16,6 % | -10,9 % | -6,2 % | -9,7 % | 5,4 %  | 2,7 %  | 2,5 %  |
| <b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b> | 28,4 % | -31,9 % | -7,8 % | -27,4 % | 2 %    | -19,2 % | 50,4 % | -21,8 % | -28,0 % | 7,4 %  | -0,7 % | 34,8 % | 20,2 % | 11,1 % |
| <b>Käyttökate-%</b>                  | 9,7 %  | 8,0 %   | 10,5 % | 10,9 %  | 9,0 %  | 9,6 %   | 16,8 % | 11,1 %  | 11,2 %  | 10,9 % | 12,6 % | 12,8 % | 13,5 % | 13,8 % |
| <b>Oikaistu liikevoitto-%</b>        | 5,6 %  | 4,3 %   | 5,5 %  | 5,3 %   | 3,7 %  | 4,7 %   | 6,8 %  | 5,1 %   | 4,3 %   | 4,2 %  | 5,2 %  | 6,6 %  | 7,7 %  | 8,4 %  |
| <b>Nettotulos-%</b>                  | 2,1 %  | 0,5 %   | 1,9 %  | 1,7 %   | 0,2 %  | 1,1 %   | 6,4 %  | 1,2 %   | 1,4 %   | 1,6 %  | 2,8 %  | 3,5 %  | 4,5 %  | 5,2 %  |

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys ja suositus 1/5

## Arvostuksen kulmakivet

Olemme suosineet Ahlstrom-Munksjön arvonnäilytyksessä etenkin tulospohjaisia arvostuskertoimia, joita tarkastelemme ensisijaisesti absoluuttisin mittarein ja toissijaisesti suhteessa muista kuitumateriaaliyhtiöistä koostuvaan verrokkiryhmään sekä pääverrokki Neenah Paperiin. Olemme painottaneet Ahlstrom-Munksjön arvonnäilytyksessä etenkin kuluva vuoden ja sitä seuraava vuoden arvostuskertoimia, sillä selkeä näkyvyys jossain määrin syklisen yhtiön liiketoimintaan tätä pidemmälle on rajallinen ja normaaleissa olosuhteissa osake on arvioimme mukaan pääsääntöisesti hinnoiteltu lyhyen tähtäimen kertomilla, kun taas pidempää aikaväliä painottavien menetelmien painoarvo on ollut pienempi.

Vallitsevan ostotarjoustilanteen takia yhtiön pitkän tähtäimen arvopotentiaali saa kuitenkin mielestämme normaalia selvästi korostuneemman roolin Tästä syystä myös DCF-mallia ja lähempänä ”täyttä” tulospotentiaalilla olevalla tuloksella laskettuja arvostuskertoimia täytyy peilata tarjoushintaan, johon osakekurssi on mielestämme lukittu, koska arvioimme tarjouksen menevän lähtökohtaisesti läpi.

Mielestämme Ahlstrom-Munksjölle parhaiten soveltuvat kertomukset ovat EV/EBITDA ja P/E, joita kannattaa tarkastella parina. Yhtiön kiinteän omaisuuden suurehkon poistomassan (ml. toistuvat sijoitukset kiinteään omaisuuteen) takia EV/EBITDA antaa helposti liian positiivisen kuvan arvostuksesta. Sen sijaan P/E:tä rasittavat lyhyellä tähtäimellä yritysostojen aineettomat PPA-poistot. Ne supistuvat pitkällä aikavälillä, kun yrityskaupoista syntynyt aineeton omaisuus on poistettu eikä tähän tase-

erään sitoudu lisää pääomia ilman uusia yrityskauppoja. Siten P/E ainakin PPA-poistoja oikaisematta voi lyhyellä tähtäimellä indikoida turhan korkeaa arvostusta Ahlstrom-Munksjölle. Näin ollen jommankumman kertomien suosiminen voi antaa selkeästi väärän indikaation arvostuksen kokonaiskuvasta. Tuloslaskelman ylä- ja alariveihin pohjautuvia kertomuksia korostavat tekijät huomioiden kassavirtapohjaiset kertomukset, kuten P/FCFE tai P/FCFF olisivat teoriassa mielestämme Ahlstrom-Munksjölle parhaiten soveltuvia etenkin lyhyellä tähtäimellä. Kassavirtakertomuksia käytettäessä käyttöpääoman heilahdukset ja investointisykliin vaiheet on otettava huomioon. Tämä monimutkaistaa niiden hyödyntämistä etenkin suhteellisessa arvonnäilytyksessä.

Lisäksi Ahlstrom-Munksjön kaltaiselle pääomavaltaiselle perusteollisuusyhtiölle myös tasepohjainen P/B (luonnollisesti pääoman tuottoon ja/tai tuottopotentiaaliin suhteutettuna) ja osinkotuotto ovat perinteisesti käyttökelpoisia lukuja. Käytännössä näiden tunnuslukujen pari on toiminut normaaleissa olosuhteissa etenkin hyvänä riskitason ilmapuntarina, sillä matala tasearvostus ja korkea osinkotuotto muodostavat kurssille yleensä selkeimmän tukitason heikossakin tulossykliissä. Vastaavasti korkea tasearvostus ja matala osinkotuotto indikoivat tyypillisesti korkeita tulositotuksia ja/tai koholla olevia tulostkertoimia. Ostotarjoushinnan peilaaminen oman pääoman tasearvostukseen ja osinkotuottoon ei kuitenkaan ole mielestämme erityisen hedelmällistä, sillä nämä mittarit kehittyvät täysimääräisesti lyhyeen aikaväliin.



## Arvostuksen kulmakivet

### Ahlstrom-Munksjölle soveltamamme arvostusmenetelmät

- Lähivuotien absoluuttisesti tulostkertoimet P/E, EV/EBIT, EV/EBITDA
- Tasearvostus P/B
- Osinkotuotto-% ja osingon kasvuvauhti
- Suhteellinen arvostus koko verrokkiryhmään ja parhaaseen verrokkiin Neenah Paperiin nähden
- Kassavirtamalli

## Ostotarjouksen ehdot

### Konsortion tekemä ostotarjous tiivistetysti

- Tarjousvastike 18,10 euroa / osake
  - Premio 24 % viimeisimmän kaupankäyntipäivän päätöskurssiin ennen ostotarjouksen julkistamista (23.9.2020)
  - Premio 37 % viimeisimmän kaupankäyntipäivän päätöskurssiin ennen Konsortion tekemää ei-sitovaa ostotarjousta (31.7.2020)
- Kaupan toteutuminen edellyttää, että konsortio saa täysi laimennusvaikutus huomioiden omistukseensa yli 90 % osakkeista ja äänistä
- Tarjousasiakirja julkaistaan arviolta 23.10.2020
- Tarjousaika alustavasti 26.10.2020 - 4.1.2021
- Viranomaishyväksynnät ja kaupan loppuun saattaminen oletettavasti Q2'21:n aikana

# Arvonmääritys ja suositus 2/5

## Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme Ahlstrom-Munksjölle hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttavat etenkin seuraavat tekijät:

- **Kuitumateriaaleja tukevat trendit ja epäorgaanista kasvua tukeva markkina-rakenne** antavat yhtiölle melko hyvän kasvupotentiaalin pitkällä aikavälillä.
- **Vahva markkina-asema ja kilpailukykyinen tuoteportfolio** useimmissa liiketoiminnoissa lisäävät luottamusta yhtiön pitkän ajan kilpailukyyn
- **Lähiaikojen tulokasvunäkymä** on yhtiölle positiivinen ajuri lyhyellä tähtäimellä, sillä odotamme yhtiön kiihdyttävän tulokasvuun lähikvartaaleilla, mutta tämä toki vaatii yleistalouden kestämistä nousu-uralla vallitsevasta pandemiatilanteesta huolimatta. Keskipitkällä tähtäimellä tulokasvunäkymä on hyvä, kunhan vain yleistaloudellisen tilanteen luoma toimintaympäristö on normaali
- **Jossain määrin kohollaan oleva velkamäärä** nostaa sijoittajan riskiprofilia toistaiseksi ja osingon kasvattaminen on tulokasvun varassa
- **Liikevaihdon maantieteellinen hajautus** on tuoreiden yritysjärjestelyiden myötä suhteellisen hyvä ja osakkeen maantieteellinen riski on tältä osin mielestämme OMXH:n keskitasoa alempi
- **Liiketoiminnan ja tuloksen syklisyys/volaatiilius** nostaa sijoittajan riskiprofilia ja edellyttää tiettyjä turvamarginaaleja arvostuskertoimissa etenkin nyt, kun ollaan yleinen taloustilanne on erittäin

epävarma

- **Liiketoiminnan pääomaintensiivisyys** sitoo yhtiön kassavirtaa tehtaisiin (investointeihin) ja käyttöpääomaan, mikä rajoittaa jossain määrin hyväksyttäviä arvostuskertoimia
- **Osakkeen vapaasti vaihdettavien osakkaiden määrä ja vaihtovolyymi** ovat kohtuullisella tasolla eikä osakkeelta tarvitse mielestämme vaatia likviditeetti-premiota

Näiden tekijöiden muodostamana voidaan osake mielestämme hinnoitella lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä absoluuttisesti P/E-luvulla 13x-16x ja vastaavasti EV/EBITDA-kertoimella 6x-8x lähivuosina. Haarukat ovat myös karkeasti linjassa markkinoiden Ahlstrom-Munksjölle (ja aiemmin Ahlstromille ja Munksjölle) hyväksymien arvostuskertoimien kanssa, vaikka kunnollista aikasarjaa historiallisesti hyväksyttävistä arvostustasoista on yhtiöiden lyhyt ja myös rikkonainen (ml. merkittäviä uudelleenjärjestelyjä sekä niihin liittyviä kuluja) lähihistoria huomioiden vaikea löytää varsinkaan nettotulospohjaisesti. Mielestämme normaalitilanteissa hyväksyttävissä haarukoissa on tiettyä liikkumavaraa osakemarkkinoiden yleisen arvostustason kehitystä, yhtiön tulossyklin ja yhtiökohtaisen riskiprofiilin muutoksia huomioiden. Pidemmällä perspektiivillä hyväksyttävissä arvostustasoissa voisi mielestämme olla myös nousuvaraa, jos 1) yhtiö saavuttaa täyden tulospotentiaalinsa ja samalla yhtiöriskit laskisivat 2) korot, kuten todennäköistä on, pysyvät nollassa pitkään

| Arvostustaso          | 2020e  | 2021e  | 2022e  |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi           | 17,9   | 17,9   | 17,9   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 115,3  | 115,3  | 115,3  |
| Markkina-arvo         | 2066   | 2066   | 2066   |
| Yritysarvo (EV)       | 2884   | 2789   | 2630   |
| P/E (oik.)            | 35,9   | 21,6   | 16,2   |
| P/E                   | 28,5   | 21,6   | 16,2   |
| P/Kassavirta          | 14,3   | 10,9   | 8,3    |
| P/B                   | 1,6    | 1,5    | 1,5    |
| P/S                   | 0,8    | 0,7    | 0,7    |
| EV/Liikevaihto        | 1,1    | 1,0    | 0,9    |
| EV/EBITDA (oik.)      | 9,5    | 7,8    | 6,8    |
| EV/EBIT (oik.)        | 21,3   | 15,3   | 12,0   |
| Osinko/tulos (%)      | 82,6 % | 62,5 % | 48,8 % |
| Osinkotuotto-%        | 2,9 %  | 2,9 %  | 3,0 %  |

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys ja suositus 3/5

Ostotarjoushinnalla Ahlstrom-Munksjön ennusteidemme mukaiset oikaisut P/E-luvut vuosille 2020-2021 ovat 36x ja 22x (PPA-poistoilla oikaistuna 18x ja 14x). Vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 10x ja 8x, kun yhtiön 100 MEUR:n hybridilaina on käsitelty velkana. Kuluvan vuoden lopun P/B on tarjoushinnalla 1,7x ja osinkotuotto noin 3 %. Koska yhtiön pörssikurssi on tällä hetkellä lähes ostotarjoushinnan tasolle, myös nykyisellä osakekurssilla arvostus on käytännössä samalla tasolla. Siten pidämme osakkeen lyhyen ajan tulospohjaista arvostusta ostotarjoushinnalla suhteessa hyväksyimme tasoihin melko korkeana. Näin ollen myös ostotarjoushinta on mielestämme omistajien kannalta mielestämme lyhyellä tähtäimellä hyvä.

Sen sijaan vuoden 2023 ennusteillamme, joissa Ahlstrom-Munksjön kannattavuus on hieman tavoitetason alapuolella, kauppahinta vastaa alle 7x EV/EBITDA-kerrointa ja P/E-kerrointa 14x (PPA-poistoilla oikaistuna 13x), mitä pidämme jo maltillisina tasoina yhtiölle. Näin ollen jo keskipitkällä tähtäimellä tarjoushinta vaikuttaa mielestämme melko selvästi lyhyttä perspektiiviä vähemmän houkuttelevalta, vaikka lähivuosien tuloparannusennusteidemme ja toteutuminen ei ole tietenkään lainkaan riskitöntä.

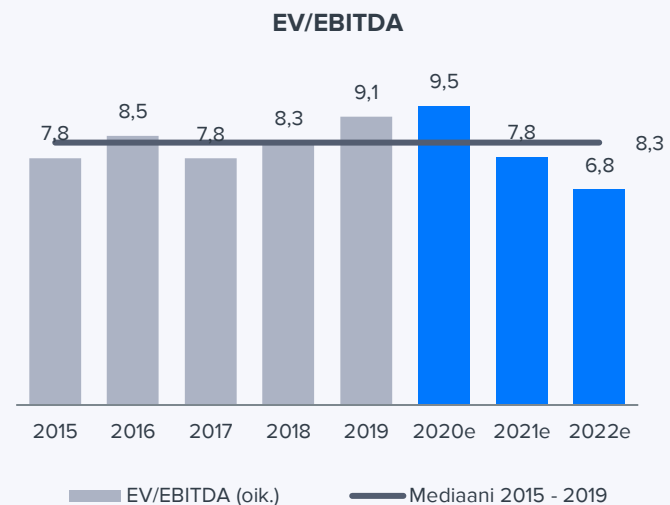
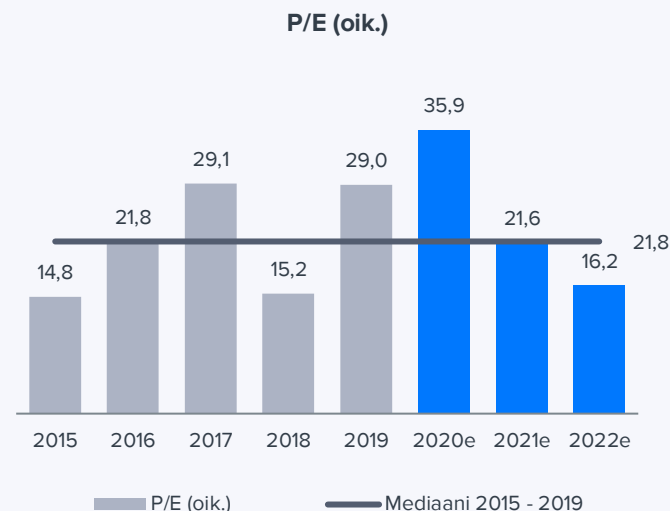
## Suhteellinen arvostustaso

Ahlstrom-Munksjölle löytyy kuitumateriaali- ja erikoispaperimarkkinoilta muutamia kohtuullisia verrokkeja, joiden arvostustasoon Ahlstrom-Munksjön ostotarjoushinnalla laskettua arvostusta voi mielestämme myös peilata. Selkeimmän mittatikon uuden Ahlstrom-Munksjön suhteellisella

arvostukselle antaa mielestämme yhdysvaltalainen Neenah Paper, joka on oikeastaan ainoa yhtiö, joka on tuoteportfoliosa- ja kokoluokkansa puolesta suoraan verrattavissa Ahlstrom-Munksjöhön.

Mielestämme Ahlstrom-Munksjö voidaan hinnoitella karkeasti linjaan koko verrokkiyhtiöitä koostuvan verrokkiryhmän kanssa, sillä mielestämme yhtiöllä ei ole nettovaikutukseltaan niin merkittäviä kilpailuetuja tai -haittoja, vahvaa tai heikkoa track-recordia ja/tai poikkeuksellisia tuloskasvunäkymiä, että selkeä premio- tai alennus olisi perusteltu. Aivan Neenah Paperin tasolle emme ole olleet valmiita Ahlstrom-Munksjötä hinnoittelemaan johtuen yhdysvaltalaisyhtiön paremmasta kannattavuudesta, pidemmästä kannattavan kasvun track-recordista ja sen absoluuttisesti mielestämme korkeahkosta arvostustasosta. Keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä Neenah Paperin kertomien soveltaminen Ahlstrom-Munksjölle ei mielestämme olisi kohtuutonta, jos yhtiö pystyisi saavuttamaan täyden tulospotentiaalinsa ja track-recordia sen ylläpitämisestä.

Ostotarjoushinnalla ja vuosien 2020-2021 tuloskertomilla Ahlstrom-Munksjö on hinnoiteltu melko selvällä preemiolla suhteessa koko verrokkiryhmään. Myös Neenah Paperiin nähden ostotarjoushinta sisältää selvän premion tuloslaskeman alariveistä lasketuilla kertomilla, mutta EV/EBITDA-mittarilla Ahlstrom-Munksjön arvostus on jokseenkin linjassa Neenah Paperiin nähden lyhyelläkin tähtäimellä. Siten myös suhteellinen arvostus kertoo mielestämme samaa tarinaa kuin absoluuttiset kertoimet ostotarjoushinnan lyhyen aikavälin houkuttelevuudesta.



# Arvonmääritys ja suositus 4/5

Ahlstrom-Munksjön tase- ja volyymipohjaiset kertoimet (P/B ja EV/S) ovat ostotarjoushinnalla ja lähivuosien kertoimilla neutraalit suhteessa verrokkiryhmään, joten mielestämme juurisyynä tulos pohjaiseen yliarvostukseen on ostotarjouspreemion lisäksi yhtiön toistaiseksi potentiaalinsa alapuolella oleva tulokunto.

Viimeisen 10 vuoden aikana Neenah Paper on hinnoiteltu pörssissä seuraavan vuoden tuloksella mediaanina P/E-luvulla 16x ja EV/EBITDA-kertoimella 8x. 5 vuoden vastaavat kertoimet ovat P/E 17x ja EV/EBITDA 9x. Näihin tasoihin peilattuna ostotarjouksen hinta ei mielestämme ole lyhyellä eikä varsinkaan pidemmällä perspektiivillä erityisen hyvä, joskin korostamme, että Neenah Paperin kertoiimiin yltäminen vaatisi yhtiöltä mielestämme tulokunnon selvää parantamista ja tähän liittyy myös konkreettisia riskejä.

## DCF-arvonmääritys

Rahavirtamalli (DCF) sopii mielestämme melko hyvin Ahlstrom-Munksjön pitkän ajan käyvän arvon määrittämiseen, vaikka DCF-malli on erittäin herkkä etenkin terminaaliarvon osalta parametrien muutoksille. DCF-mallin mukainen Ahlstrom-Munksjön osakkeen arvo on noin ostotarjoushinnan tasolla 18 eurossa osakkeelta. DCF-malli perustuu pitkän aikavälin ennusteillemme, jossa liikevaihdon orgaaninen kasvu on 2-3 %:n haarukassa ja liikevoittomarginaali kohoaa 8,4 %:iin (EBITDA-% 13,8 %) ennen tasaantumistaan 6 %:n tuntumaan. Mallissa terminaalien painoarvo on 51 %. Siten terminaalien paino mielestämme kohtuullinen, vaikka mallin arvo toki nojaa DCF:lle luonteenomaisesti osaltaan kaukaiseen ja siten epävarmuutta sisältävään tulevaisuuteen. Näin ollen pidämme DCF-pohjaisesti ostotarjoushintaan korkeintaan neutraalina, kun

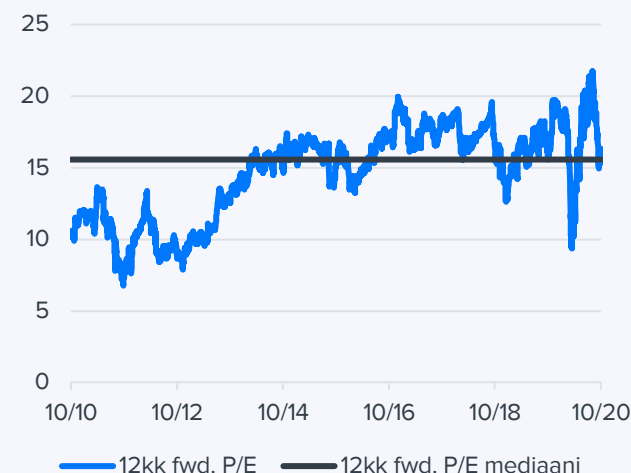
huomioidaan, että malli ei huomioi lainkaan yrityskauppoja, joihin yhtiöllä olisi mielestämme hyvät edellytykset lähivuosina. Lisäksi mallin kannattavuusennusteissa on mielestämme sisällä myös jossain määrin konservatismia.

Rahavirtamallissa Ahlstrom-Munksjön pääoman kustannus on 7,1 %, sillä pääomanintensiivisessä liiketoiminnassa tarpeellinen velkavipu (pitkän aikavälin velkaosuusarvio 30 %) ja yhä lievästi korkeahkon veroasteen luoma verokilpi painavat koko pääoman kustannuksen selvästi oman pääoman kustannusta alemmas. Oman pääoman kustannus on 8,4 %, mikä taas heijastelee mielestämme melko hyvin Ahlstrom-Munksjön riskiprofiiliin mukaista tuottovaatimusta ainakin lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä vallitsevassa nollakorkoympäristössä. Pitkällä aikavälillä tuottovaatimuksessa voisi olla lievää laskuvaraa, kunhan yhtiölle kertyy track-recordia ja korot pysyvät nolliissa. Riskiton korko on 2,0 %, markkinariskipreemio 4,75 % ja beta 1,35.

## Tavoitehinta ja suositus

Tarkastamme Ahlstrom-Munksjön tavoitehintamme 17,97 euroon ja vähennä-suosituksemme. Tavoitehintamme peilaa Bain Capitalin ja yhtiön tiettyjen pääomistajien Ahlstrom-Munksjön kaikista osakkeista tekemään julkista ostotarjoushintaa. Noin 24 % preemion suhteessa tarjouksen julkistamista edeltäneeseen kurssitasoon sisältänyt tarjoushinta on mielestämme Ahlstrom-Munksjön kaikkien osakkaiden kannalta lyhyellä tähtäimellä hyvä ja arviomme mukaan yhtiön olisi ollut omin vaikea saada 12 kuukauden tähtäimellä omin toimin tuloksensa ja kassavirtansa tasolle, jolla osake olisi voinut nousta omin voimin tarjoushinnan tasolle.

Neenah Paper 12 kk fwd. P/E



Neenah Paper EV/(12 kk fwd.) EBITDA



# Arvonmääritys ja suositus 5/5

Pidemmillä 3-5 vuoden tähtäimellä osakekurssin nousu omin voimin tarjoushinnan tasolle tai yläpuolelle ei kuitenkaan olisi ollut mielestämme lainkaan mahdotonta, kun huomioidaan sekä etenkin yhtiön tuloksessa että myös pitkän ajan arvostuskertoimissa piilevä nousuvara. Näin ollen tarjoushinta peilaa mielestämme vain osin Ahlstrom-Munksjön pidemmän ajan arvonluotipotentiaalia ja lyhyen ajan pikavoiton vastineeksi tarjouksen hyväksyvät omistajat joutuvat mielestämme luopumaan yhtiön pitkän tähtäimen potentiaalista. Luonnollisesti tämän potentiaalin realisoituminen ei olisi ollut riskitöntä. Näin ollen Ahlstrom-Munksjöstä tehdyn ostotarjouksen mielekkyys riippuu mielestämme merkittävilä osin sijoittajien aikahorisontista ja riskinsietokyvystä sekä mahdollisuuksista allokoida pääomia hyviin vaihtoehtoihin sijoituskohteisiin.

Kuten todettua, ostotarjouksella on yhtiön pääomistajien ja hallituksen tuki, ja näin ollen kilpailevan tarjouksen todennäköisyys on pieni (emme myöskään usko konsernin koko osakekannan olevan edes myynnissä). Kun huomioidaan näiden vielä, että Ahlstrom-Munksjön omistajarakenteessa yksityishenkilöiden omistusta dominoivat todennäköisesti sukuyhtiön kanssa samoilla linjoilla tarjouksesta olevat Ahlströmin suvun jäsenet, kilpailuviranomaisiin liittyvät pienet riskit sekä juuri ja juuri siedettävä tarjoushinta, odotamme käytännössä tarjouksen menevän läpi. Näin ollen emme näe tarjouksen vastustamisen johtavan erityisen hedelmällisiin lopputuloksiin yhdenkään osapuolen kannalta, vaikka yhtiön pitkän aikavälin

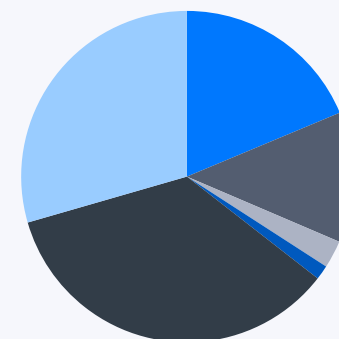
potentiaalia tarjoushinta ei mielestämme peilaa kuin osin.

Ahlstrom-Munksjön osakekurssi on naulautunut lähelle tarjoushintaa, joten tarjouksen toteutuessa osakkeen tuotto-odotus lähikuukausille on ohut. Siten emme näe syitä jäädä odottamaan lunastusten alkamista vaan mielestämme yhtiön omistajat voivat vapauttaa pääomansa jo nyt myymällä osakkeet pörssissä eikä ostotarjoustilanne toisaalta tarjoa mahdollisuuksia uusille sijoittajille.

## Yhtiön 10 suurinta omistajaa

| Suurimmat omistajat                      | %-osakkeista |
|------------------------------------------|--------------|
| Ahlström Capital                         | 18,7 %       |
| Viknum AB                                | 12,2 %       |
| Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen | 2,7 %        |
| ODIN Fonder                              | 2,7 %        |
| Nordea Rahastot                          | 2,2 %        |
| Mona Huber                               | 2,0 %        |
| Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma  | 1,4 %        |
| Jacqueline Tracewski                     | 1,3 %        |
| Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Elo    | 1,2 %        |
| Anneli Studer                            | 1,1 %        |

## Arvio omistajarakenteesta



- Ahlström Capital
- Alexander Ehrnroothin yhtiöt
- Ilmarinen
- Varma
- Ahlströmin suvun jäsenten suorat omistukset
- Muut

# Arvostustaulukko ja vertailuryhmä

| Arvostustaso          | 2015   | 2016   | 2017    | 2018   | 2019    | 2020e  | 2021e  | 2022e  | 2023e  |
|-----------------------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi           | 8,600  | 15,80  | 18,16   | 12,12  | 14,32   | 17,9   | 17,9   | 17,9   | 17,9   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 51,1   | 96,4   | 96,4    | 115,3  | 115,3   | 115,3  | 115,3  | 115,3  | 115,3  |
| Markkina-arvo         | 439    | 1523   | 1750    | 1397   | 1651    | 2066   | 2066   | 2066   | 2066   |
| Yritysarvo (EV)       | 674    | 2042   | 2125    | 2412   | 2549    | 2884   | 2789   | 2630   | 2637   |
| P/E (oik.)            | 14,8   | 21,8   | 29,1    | 15,2   | 29,0    | 35,9   | 21,6   | 16,2   | 13,6   |
| P/E                   | 19,6   | 30,7   | 41,8    | 22,6   | 52,2    | 28,5   | 21,6   | 16,2   | 13,6   |
| P/Kassavirta          | 11,8   | neg.   | 11,1    | neg.   | neg.    | 14,3   | 10,9   | 8,3    | 11,1   |
| P/B                   | 1,1    | 1,4    | 1,7     | 1,2    | 1,4     | 1,6    | 1,5    | 1,5    | 1,5    |
| P/S                   | 0,4    | 0,7    | 0,8     | 0,5    | 0,6     | 0,8    | 0,7    | 0,7    | 0,7    |
| EV/Liikevaihto        | 0,6    | 1,0    | 0,9     | 0,8    | 0,9     | 1,1    | 1,0    | 0,9    | 0,9    |
| EV/EBITDA (oik.)      | 7,8    | 8,5    | 7,8     | 8,3    | 9,1     | 9,5    | 7,8    | 6,8    | 6,5    |
| EV/EBIT (oik.)        | 16,9   | 15,3   | 16,1    | 14,3   | 18,7    | 21,3   | 15,3   | 12,0   | 10,8   |
| Osinko/tulos (%)      | 68,4 % | 87,3 % | 119,6 % | 96,9 % | 189,7 % | 82,6 % | 62,5 % | 48,8 % | 42,7 % |
| Osinkotuotto-%        | 3,5 %  | 2,8 %  | 2,9 %   | 4,3 %  | 3,6 %   | 2,9 %  | 2,9 %  | 3,0 %  | 3,1 %  |

Lähde: Inderes

| Verrokkiryhmän arvostus           | Osakekurssi  | Markkina-arvo | Yritysarvo  | EV/EBIT     |             | EV/EBITDA   |             | EV/Liikevaihto |             | P/E          |             | Osinkotuotto-% |             | P/B          |
|-----------------------------------|--------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|--------------|-------------|----------------|-------------|--------------|
| Yhtiö                             |              | MEUR          | MEUR        | 2020e       | 2021e       | 2020e       | 2021e       | 2020e          | 2021e       | 2020e        | 2021e       | 2020e          | 2021e       | 2020e        |
| Lydall                            | 16,31        | 248           | 414         |             |             | 8,3         | 5,8         | 0,7            | 0,7         |              | 14,8        |                |             |              |
| Neenah Paper                      | 36,89        | 532           | 836         | 14,8        | 12,6        | 11,3        | 9,1         | 1,3            | 1,2         | 23,0         | 13,9        |                |             | 1,6          |
| Glatfelter                        | 13,00        | 495           | 727         | 13,4        | 13,1        | 7,4         | 7,1         | 1,0            | 0,9         | 16,7         | 15,3        |                |             | 1,0          |
| Suominen                          | 4,95         | 287           | 347         | 9,9         | 9,8         | 6,0         | 5,6         | 0,7            | 0,7         | 12,9         | 12,9        | 2,2            | 3,4         | 1,9          |
| Berry Plastics                    | 47,44        | 5395          | 13850       | 13,0        | 11,6        | 7,8         | 7,1         | 1,4            | 1,3         | 10,6         | 9,3         |                |             | 3,0          |
| Owens Corning                     | 66,03        | 6117          | 8494        | 13,5        | 10,7        | 8,2         | 6,8         | 1,4            | 1,3         | 17,2         | 13,7        | 1,1            | 1,7         | 1,8          |
| <b>Ahlstrom-Munksjo (Inderes)</b> | <b>17,92</b> | <b>2066</b>   | <b>2884</b> | <b>21,3</b> | <b>15,3</b> | <b>9,5</b>  | <b>7,8</b>  | <b>1,1</b>     | <b>1,0</b>  | <b>35,9</b>  | <b>21,6</b> | <b>2,9</b>     | <b>2,9</b>  | <b>1,6</b>   |
| <b>Keskiarvo</b>                  |              |               |             | <b>12,9</b> | <b>11,6</b> | <b>8,2</b>  | <b>6,9</b>  | <b>1,1</b>     | <b>1,0</b>  | <b>16,1</b>  | <b>13,3</b> | <b>1,6</b>     | <b>2,5</b>  | <b>1,8</b>   |
| <b>Mediaani</b>                   |              |               |             | <b>13,4</b> | <b>11,6</b> | <b>8,0</b>  | <b>7,0</b>  | <b>1,2</b>     | <b>1,1</b>  | <b>16,7</b>  | <b>13,8</b> | <b>1,6</b>     | <b>2,5</b>  | <b>1,8</b>   |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b>     |              |               |             | <b>59 %</b> | <b>31 %</b> | <b>19 %</b> | <b>13 %</b> | <b>-5 %</b>    | <b>-4 %</b> | <b>115 %</b> | <b>56 %</b> | <b>78 %</b>    | <b>15 %</b> | <b>-12 %</b> |

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

Lähde: Inderes (2015 kertoimet Munksjön itsenäisenä)

# Kassavirtamalli

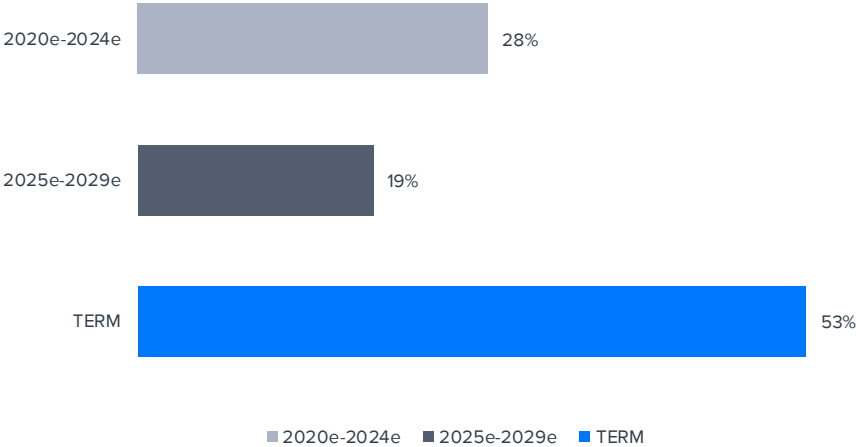
| DCF-laskelma                            | 2019        | 2020e       | 2021e      | 2022e      | 2023e      | 2024e      | 2025e      | 2026e      | 2027e      | 2028e      | 2029e      | TERM        |
|-----------------------------------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| <b>Liikevoitto</b>                      | <b>103</b>  | <b>154</b>  | <b>183</b> | <b>220</b> | <b>244</b> | <b>247</b> | <b>248</b> | <b>224</b> | <b>214</b> | <b>203</b> | <b>207</b> |             |
| + Kokonaispoistot                       | 176         | 178         | 173        | 166        | 159        | 154        | 151        | 149        | 145        | 143        | 140        |             |
| - Maksetut verot                        | -21         | -20         | -42        | -46        | -51        | -54        | -56        | -51        | -50        | -47        | -48        |             |
| - verot rahoituskuluista                | -19         | -13         | -13        | -11        | -10        | -7         | -6         | -5         | -4         | -4         | -4         |             |
| + verot rahoitustuotoista               | 0           | 0           | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |             |
| - Käyttöpääoman muutos                  | 94          | -74         | -20        | 25         | -32        | 11         | -4         | -4         | -4         | -4         | -3         |             |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>         | <b>124</b>  | <b>226</b>  | <b>280</b> | <b>353</b> | <b>310</b> | <b>350</b> | <b>333</b> | <b>312</b> | <b>301</b> | <b>291</b> | <b>292</b> |             |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.     | 0           | 0           | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |             |
| - Bruttoninvestoinnit                   | -768        | -121        | -88        | -100       | -122       | -126       | -126       | -111       | -121       | -111       | -141       |             |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>   | <b>-644</b> | <b>105</b>  | <b>193</b> | <b>253</b> | <b>188</b> | <b>223</b> | <b>207</b> | <b>201</b> | <b>180</b> | <b>180</b> | <b>151</b> |             |
| +/- Muut                                | 0           | 39          | -3         | -3         | -1         | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |             |
| Vapaa kassavirta                        | -644        | 144         | 189        | 250        | 187        | 223        | 207        | 201        | 180        | 180        | 151        | 3038        |
| <b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>     |             | <b>142</b>  | <b>174</b> | <b>215</b> | <b>150</b> | <b>167</b> | <b>145</b> | <b>132</b> | <b>110</b> | <b>103</b> | <b>80</b>  | <b>1620</b> |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta |             | 3038        | 2896       | 2722       | 2507       | 2357       | 2190       | 2044       | 1913       | 1803       | 1700       | 1620        |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                 |             | <b>3038</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| - Korolliset velat                      |             | -1051       |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| + Rahavarat                             |             | 166         |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| -Vähemmistöosuus                        |             | -15         |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| -Osinko/pääomapalautus                  |             | -60         |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>            |             | <b>2078</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>  |             | <b>18,0</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |

## Pääoman kustannus (wacc)

|                                         |              |
|-----------------------------------------|--------------|
| Vero-% (WACC)                           | 25,0 %       |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)     | 25,0 %       |
| Vieraan pääoman kustannus               | 4,0 %        |
| Yrityksen Beta                          | 1,35         |
| Markkinoiden riski-premio               | 4,75 %       |
| Likviditeettipremio                     | 0,00 %       |
| Riskitön korko                          | 2,0 %        |
| <b>Oman pääoman kustannus</b>           | <b>8,4 %</b> |
| <b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b> | <b>7,1 %</b> |

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain



# Lyhennetty tuloslaskelma ja avainlukuja

| Lyhennetty tuloslaskelma    | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020e  | 2021e  | 2022e  | 2023e  |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihto                 | 1130,7 | 2148   | 2324   | 2997   | 2915   | 2631   | 2774   | 2850   | 2922   |
| Käyttökate (EBITDA)         | 86,3   | 240    | 272    | 291    | 279    | 332    | 355    | 386    | 403    |
| Oikaistu liikevoitto (EBIT) | 40,0   | 134    | 132    | 169    | 137    | 136    | 183    | 220    | 244    |
| Liikevoitto (EBIT)          | 32,7   | 105    | 106    | 130    | 103    | 154    | 183    | 220    | 244    |
| Tulos ennen veroja          | 28,0   | 74,0   | 47,2   | 87,1   | 51,6   | 106    | 136    | 177    | 203    |
| Nettotulos                  | 22,4   | 49,6   | 41,9   | 61,9   | 31,6   | 75,7   | 99,0   | 131    | 152    |
| Osakekohtainen tulos        | 0,6    | 0,7    | 0,62   | 0,80   | 0,49   | 0,50   | 0,83   | 1,11   | 1,31   |
| Vapaa kassavirta            | 37,3   | -877,2 | 158    | -529,8 | -643,6 | 144    | 189    | 250    | 187    |
| Avainluvut                  | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020e  | 2021e  | 2022e  | 2023e  |
| Liikevaihdon kasvu-%        | -0,6 % | 90,0 % | 8,2 %  | 29,0 % | -2,7 % | -9,7 % | 5,4 %  | 2,7 %  | 2,5 %  |
| Käyttökate-%                | 7,6 %  | 11,2 % | 11,7 % | 9,7 %  | 9,6 %  | 12,6 % | 12,8 % | 13,5 % | 13,8 % |
| Oik. liikevoitto-%          | 3,5 %  | 6,2 %  | 5,7 %  | 5,6 %  | 4,7 %  | 5,2 %  | 6,6 %  | 7,7 %  | 8,4 %  |
| Liikevoitto-%               | 2,9 %  | 4,9 %  | 4,6 %  | 4,3 %  | 3,5 %  | 5,9 %  | 6,6 %  | 7,7 %  | 8,4 %  |
| ROE-%                       | 5,6 %  | 6,8 %  | 4,0 %  | 5,6 %  | 2,7 %  | 5,7 %  | 7,2 %  | 9,2 %  | 10,7 % |
| ROI-%                       | 4,5 %  | 8,6 %  | 6,3 %  | 6,5 %  | 4,5 %  | 6,7 %  | 7,9 %  | 9,8 %  | 11,1 % |
| Omaraisuusaste              | 34,2 % | 42,7 % | 43,3 % | 35,9 % | 38,5 % | 41,5 % | 42,8 % | 46,0 % | 45,4 % |
| Nettovelkaantumisaste       | 57,5 % | 47,3 % | 36,2 % | 87,3 % | 71,8 % | 60,7 % | 52,1 % | 38,6 % | 39,3 % |
| Osakelukuja                 | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020e  | 2021e  | 2022e  | 2023e  |
| EPS (oikaistu)              | 0,58   | 0,73   | 0,62   | 0,80   | 0,49   | 0,50   | 0,83   | 1,11   | 1,31   |
| Kassavirta / osake          | 0,73   | -9,10  | 1,64   | -4,60  | -5,58  | 1,25   | 1,64   | 2,17   | 1,62   |
| Osinko / osake              | 0,30   | 0,45   | 0,52   | 0,52   | 0,52   | 0,52   | 0,52   | 0,54   | 0,56   |
| Omapääoma / osake           | 7,78   | 11,0   | 10,8   | 10,1   | 10,6   | 11,4   | 11,7   | 12,3   | 12,2   |

Lähde: Inderes

# Tase

| Vas taavaa                     | 2018        | 2019        | 2020e       | 2021e       | 2022e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>2277</b> | <b>2361</b> | <b>2298</b> | <b>2219</b> | <b>2153</b> |
| Liikearvo                      | 631         | 643         | 643         | 643         | 643         |
| Aineettomat hyödykkeet         | 505         | 499         | 450         | 408         | 368         |
| Käyttöomaisuus                 | 1117        | 1189        | 1181        | 1137        | 1111        |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 1,1         | 1,4         | 1,4         | 1,4         | 1,4         |
| Muut sijoitukset               | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset varat       | 15,4        | 19,3        | 19,3        | 19,3        | 19,3        |
| Laskennalliset verosaamiset    | 7,5         | 9,9         | 4,2         | 9,9         | 9,9         |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>958</b>  | <b>840</b>  | <b>889</b>  | <b>951</b>  | <b>948</b>  |
| Vaihto-omaisuus                | 430         | 388         | 395         | 416         | 399         |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 3,3         | 7,7         | 7,7         | 7,7         | 7,7         |
| Myyntisaamiset                 | 374         | 279         | 276         | 305         | 313         |
| Likvidit varat                 | 151         | 166         | 210         | 222         | 228         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>3235</b> | <b>3201</b> | <b>3187</b> | <b>3170</b> | <b>3101</b> |

Lähde: Inderes

| Vas tattavaa                   | 2018        | 2019        | 2020e       | 2021e       | 2022e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>1162</b> | <b>1232</b> | <b>1322</b> | <b>1358</b> | <b>1425</b> |
| Osakepääoma                    | 85,0        | 85,0        | 85,0        | 85,0        | 85,0        |
| Kertyneet voittovarot          | -16,9       | 20,3        | 33,0        | 68,9        | 136         |
| Oman pääoman ehtoiset lainat   | 0,0         | 100,0       | 100,0       | 100,0       | 100,0       |
| Uudelleenarvostusrahasto       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muu oma pääoma                 | 1094        | 1017        | 1094        | 1094        | 1094        |
| Vähemmistöosuus                | 0,0         | 9,8         | 9,8         | 9,8         | 9,8         |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>1294</b> | <b>1214</b> | <b>1144</b> | <b>1072</b> | <b>941</b>  |
| Laskennalliset verovelat       | 151         | 148         | 151         | 151         | 151         |
| Varaukset                      | 25,9        | 24,3        | 24,3        | 24,3        | 24,3        |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 1024        | 943         | 871         | 799         | 668         |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 94,4        | 98,6        | 98,6        | 98,6        | 98,6        |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>778</b>  | <b>756</b>  | <b>721</b>  | <b>740</b>  | <b>734</b>  |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 143         | 108         | 143         | 131         | 110         |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 615         | 622         | 553         | 582         | 598         |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 20,4        | 26,0        | 26,0        | 26,0        | 26,0        |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>3235</b> | <b>3201</b> | <b>3187</b> | <b>3170</b> | <b>3101</b> |

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjensä 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.

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 sijoituspäätöstensä 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 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), 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 jakaamaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

|                                   |                                                                                             |
|-----------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| Osta erittäin                     | Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva                                  |
| Lisää houkutteleva Vähennä heikko | Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on |
| Myy erittäin heikko               | Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on                                               |

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1%:n omistussuosituksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. 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 sijoittajaviestinnän 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/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

## Suositus historia (>12 kk)

| Pvm        | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 15.3.2017  | Vähennä  | 16,20 € | 15,53 €     |
| 27.4.2017  | Lisää    | 17,00 € | 15,40 €     |
| 16.6.2017  | Vähennä  | 19,00 € | 19,42 €     |
| 26.7.2017  | Lisää    | 19,00 € | 18,05 €     |
| 26.10.2017 | Lisää    | 19,00 € | 17,28 €     |
| 21.11.2017 | Vähennä  | 19,00 € | 19,06 €     |
| 14.2.2018  | Vähennä  | 17,00 € | 16,50 €     |
| 25.4.2018  | Lisää    | 17,00 € | 15,76 €     |
| 8.6.2018   | Lisää    | 17,00 € | 15,96 €     |
| 27.7.2018  | Lisää    | 17,00 € | 14,90 €     |
| 10.9.2018  | Lisää    | 17,00 € | 15,80 €     |
| 31.10.2018 | Lisää    | 15,00 € | 13,56 €     |
| 4.1.2019   | Lisää    | 14,00 € | 12,26 €     |
| 15.2.2019  | Lisää    | 14,50 € | 13,40 €     |
| 25.4.2019  | Vähennä  | 14,50 € | 13,88 €     |
| 31.7.2019  | Vähennä  | 14,50 € | 14,54 €     |
| 10.9.2019  | Vähennä  | 14,50 € | 14,46 €     |
| 31.10.2019 | Lisää    | 14,50 € | 13,38 €     |
| 14.2.2020  | Lisää    | 15,00 € | 14,30 €     |
| 26.3.2020  | Vähennä  | 12,50 € | 11,94 €     |
| 23.4.2020  | Vähennä  | 12,50 € | 12,56 €     |
| 29.7.2020  | Vähennä  | 14,00 € | 13,88 €     |
| 25.9.2020  | Vähennä  | 18,10 € | 17,92 €     |
| 13.10.2020 | Vähennä  | 17,97 € | 17,92 €     |



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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

## Palkinnot



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS  
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,  
2019

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,  
2019

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**