Varoitus ei kääntänyt arvostuskuvaa ylösalaisin

Laskemme Metsä Boardin tavoitehintamme 5,75 euroon (aik. 6,25 euroa) ja toistamme osakkeen lisää-suosituksemme yhtiön eilisen tulosvaroituksen jälkeen. Tulosvaroitus oli meille pettymys, mutta uudet negatiiviset ennustemuutokset jäivät maltillisiksi eikä osakkeen arvostuskuva muuttunut siten varoituksen myötä oleellisesti heikommaksi. Siten pidämme Metsä Boardin lyhyen ajan tuotto-odotusta varovaisen houkuttelevana, vaikka alkuviikon suositusmuutoksemme ajoitus epäonnistuikin pahasti.

Kiinan sellumarkkinan heikentyminen näkyi numeroissa odotuksiamme nopeammin

Metsä Board varoitti eilen Q4:n oikaistusta liikevoitostaan, jonka yhtiö arvioi olevan nyt suunnilleen Q3:n 63,7 MEUR:n tasolla (aik. Q4:n oik. liikevoitto paranee Q3:sta). Tulosvaroituksen taustalla oli yhtiön mukaan etenkin Kiinassa odotuksista jääneet selluvolyymit ja -hinnat. Arviomme mukaan Kiinan sellumarkkinan sakkauksen taustalla on korkeiksi nousseet varastot sekä kysyntäpuolta ja Kiinan yleistaloutta häirinnyt kauppasota. Arvioimme myös, että sellumarkkinan heikkous on levinnyt Kiinasta loppuvuotta kohti mentäessä Eurooppaan, sillä suurimpana ja nopeimmin kasvavana markkinana Kiina on suunnan näyttäjä sellun hinnan muodostuksessa. Lisäksi Husumin tehtaalla tapahtunut laiterikko on rokottanut Q4:n kartonkivolyymejä ja nostanut kuluja. Kartonkien (noin 80 % liikevaihdosta) markkinan Metsä Board kertoi kehittyneen odotetusti Q4:lla. Tulosvaroitus oli meille selkeä pettymys heikentyneestä uutisvirrasta huolimatta ja alkuviikon suositusmuutoksemme ajoitus epäonnistui pahasti.

Sellumarkkinan kysyntä/tarjonta-kuva ei ole muuttunut epäterveeksi

Sellumarkkinan terveessä kysyntä/tarjonta-kuvassa ei mielestämme ole tapahtunut viime aikoina muutosta heikompaan (ts. kysyntä kasvaa lievästi myös talouskasvun hidastuessa ja uutta merkittävää tarjontaa tulee aikaisintaan 2020-luvulla) vaan viime aikojen markkinan pehmentymisessä on kyse viimeisen vuoden ylikuumentumisen purkautumisesta ja/tai sopeutumisesta hitaamman talouskasvun ympäristöön. Siten sellun hinnan pidempiaikaiseen syöksykierteeseen ei mielestämme ole eväitä ilman maailman ja Kiinan talouden isompaa sakkausta. Laskimme tulosvaroituksen jälkeen Metsä Boardin Q4:n ennustettamme ohjeistuksen tasolle (2018e: oik. liikevoitto -3 %). Lisäksi laskimme sellun lähivuosien volyymi- ja hintaennusteitamme vielä lievästi alaspäin, mikä painoi konsernin oikaistun liikevoiton ennusteitamme noin 5 % (alkuviikon päivityksessä ennusteet laskivat samoista syistä jo noin 10 %) Odotamme nyt Metsä Boardin tekevän lähivuosina karkeasti melko vakaata 250 MEUR:n liikevoittoa.

Arvostuskertoimissa on nousuvaraa, kun selluriskit hälventyvät

Metsä Boardin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2018 ja 2019 ovat alle 10x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 6x. Arvostus on selvästi Metsä Boardin keskipitkän ajan ja mielestämme yhtiölle hyväksyttävien tasojen alapuolella. Suhteellisesti tulospohjaiset kertoimet ovat alhaalle arvostetun verrokkiryhmän tasolla, mutta portfolionsa (ei paperiliiketoimintaa) ansiosta Metsä Board ansaitsee mielestämme selluherkkyydestä huolimatta lievän preemion. Myös yhtiön P/B-luku on painunut siedettävälle tasolle 1,5x, vaikka korostammekin, että tasearvostus ei vielä anna osakkeelle suojaa, jos tulostaso pettäisi pahemmin. Lähivuosien osinkotuottojen arviomme olevan noin 5-6 %:ssa. Siten osinkotuotosta ja arvostuskertoimien normalisoitumispotentiaalista muodostuva tuotto-odotus on mielestämme yhä varovaisen houkutteleva. Arvostustason nousu vaatii sellumarkkinaan liittyvän epävarmuuden hälventymistä, jonka odotamme realisoituvan asteittain H1:llä.

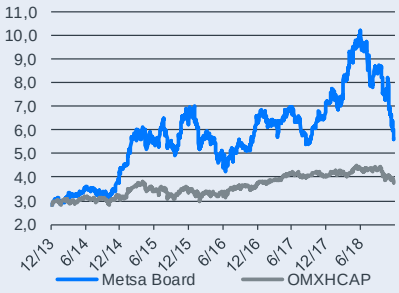
Analyytikko

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

Suositus
Lisää

Edellinen: Lisää

Tavoitehinta **5,75 EUR**
Edellinen: 6,25



Lähde: ThomsonReuters

Eilisen päätös	**5,30 EUR**
12 kk vaihteluväli	**5,475-10,3 EUR**
Potentiaali	**8,5 %**

Ohjeistus

Metsä Boardin vertailukelpoisen liiketuloksen arvioidaan vuoden 2018 neljännellä neljänneksellä olevan vuoden 2018 kolmannen neljänneksen tasolla.

Ohjeistusmuutos: **Laskenut**

Avainluvut

	Liikevaihto MEUR	Liikevoitto (EBIT) MEUR	Liikevoitto-marginaali %	Tulos ennen veroja (PTP) MEUR	Tulos/ osake EUR	Osinko/ osake EUR	EV/ Liikevaihto (x)	EV/ EBITDA (x)	EV/ EBIT (x)	P/E (x)	Osinko-tuotto %
2016	1 720	132	7,7 %	102	0,25	0,19	1,7	11,6	20,9	25,8	2,8 %
2017	1 849	207	11,2 %	171	0,42	0,21	1,6	10,2	15,0	18,5	2,9 %
2018e	1 946	247	12,7 %	224	0,57	0,26	1,1	6,1	8,4	9,1	4,9 %
2019e	2 036	245	12,0 %	223	0,54	0,29	1,0	6,0	8,3	9,8	5,5 %
2020e	2 054	247	12,0 %	227	0,54	0,32	0,9	5,7	7,9	9,9	6,1 %

Markkina-arvo, MEUR	1884	OPO / osake 2018e, EUR	3,64	CAGR EPS, 2017-2020, %	8 %
Nettovelka 2018e, MEUR	232	P/B 2018e	1,5	CAGR kasvu, 2017-2020, %	4 %
Yritysarvo (EV), MEUR	2115	Nettovelkaisuusaste 2018e, %	17,9 %	ROE 2018e, %	16,4 %
Taseen koko 2018e, MEUR	2238	Omavaraisuusaste 2018e, %	57,8 %	ROCE 2018e, %	14,2 %

Odotamme yhtiöltä nyt lähivuosina vakaata tuloskehitystä

Sellumarkkinan heikko uutisvirta johti tulosvaroitukseen Q4:n osalta

Metsä Board varoitti eilen Q4:n oikaistusta liikevoitostaan, jonka yhtiö arvioi olevan nyt suunnilleen Q3:n 63,7 MEUR:n tasolla (aik. Q4:n oik. liikevoitto paranee Q3:sta). Tulosvaroituksen taustalla oli yhtiön mukaan etenkin Kiinassa odotuksista jääneet selluvolyymit ja -hinnat. Arviomme mukaan Kiinan sellumarkkinan sakkauksen taustalla on korkeiksi nousseet varastot sekä kysyntäpuolta Kiinan yleistaloutta häirinnyt kauppasota. Arvioimme myös, että sellumarkkinan heikkous on levinnyt Kiinasta marraskuussa ja joulukuussa Eurooppaan ainakin hintojen osalta, sillä suurimpana ja nopeimmin kasvavana markkinana Kiina on suunnan näyttäjä sellun hinnan muodostuksessa. Lisäksi yhtiö kommentoi, että Husumin sellutehtaalla tapahtunut ja jo korjattu laiterikko on rokottanut Q4:n kartonkivolyymejä ja nostanut kuluja. Tämän tekijän arviomme rokottaneet Q4-tulosta kuitenkin selvästi sellumarkkinan heikentymistä vähemmän. Kartonkien (noin 80 % liikevaihdosta) markkinan Metsä Board kertoi kehittyneen odotetusti Q4:lla, mikä oli lievästi huojentava tieto, sillä Euroopan talouden heikentymisen myötä myös kartonkeihin liittyneet riskit ovat mielestämme olleet viime aikoina noususuunnassa.

Tiedostimme sellumarkkinan heikon uutisvirran myötä nousseet riskit, mutta emme uskoneet yhtiön joutuvan laskemaan vain reilu kuukausi sitten annettua Q4-ohjeistusta. Siten tulosvaroitus oli meille selkeä pettymys ja alkuviikon suositusmuutoksemme ajoitus epäonnistui pahasti.

Sellumarkkinan fundamentit ovat yhä terveet

Sellumarkkinan terveissä kysyntä/tarjonta-fundamenteissa ei mielestämme ole tapahtunut viime aikoina rakenteellista muutosta heikompaan (ts. kysyntä kasvaa lievästi myös talouskasvun hidastuessa ja uutta merkittävää tarjontaa tulee markkinoille aikaisintaan 2020-luvulla) vaan viime aikojen markkinan pehmentymisessä on kyse viimeisen vuoden jo ylikuumentumisen merkkejä osoittaneen tilanteen purkautumisesta ja/tai sopeutumisesta hitaamman talouskasvun ympäristöön. Siten sellun hinnan pidempiaikaiseen syöksykierteeseen ei mielestämme ole rakennuspalikoita ilman maailman ja Kiinan talouden (ts. kysyntäpuolen) voimakkaampaa sakkausta. Näin ollen lähtökohtaisesti odotammekin, että Kiinan pohjakysyntä elpyy kevään aikana, kun ylisuuret varastot ovat normalisoituneet ja kipurajoja rikkoneet hintatasot laskeneet. Läpinäkyvyys Kiinan tilanteeseen on kuitenkin kroonisesti heikko ja pohjakysynnän osalta tilanteen selkeytymistä saadaan todennäköisesti odottaa kiinalaisen uuden vuoden jälkeiseen aikaan. Lisäksi kauppasodan eskaloituminen voisi heikentää tilannetta entisestään eikä tämäkään ole poissuljettu skenaario.

Laskimme ennusteitamme lisää vielä lievästi, odotamme yhtiön tuloskunnon vakaantuvan

Laskimme tulosvaroituksen jälkeen Metsä Boardin Q4:n ennustettamme ohjeistuksen tasolle (2018e: oik. liikevoitto -3 %) tulosvaroituksessa mainittujen ajureiden pohjalta. Lisäksi laskimme sellun lähivuosien volyymi- ja hintaennusteitamme vielä lievästi alaspäin, mikä painoi konsernin oikaistun liikevoiton ennusteitamme noin 5 %. Alkuviikon päivityksessä ennusteet laskivat pitkälti samoista syistä jo noin 10 %, joten tulosvaroituksen jäljiltä muutokset jäivät lopulta rajallisiksi. Odotamme nyt Metsä Boardin tekevän lähivuosina karkeasti melko vakaata 250 MEUR:n liikevoittoa. Vuosien 2018-2019 ennusteemme perustuvat karkeasti 15 % Q3:n lopun tasoa alempaan havusellun taalahintaan eli käytännössä ennusteet odottavat sellun hinnan laskun jatkuvan vielä ainakin H1:n aikana, mutta ennusteemme odottavat silti sellun hinnan pysyvän historiallisiin tasoihin nähden korkealla hyvän kysyntä/tarjonta-tasapainon takia. Sellun tulososuuden heikentymistä kompensoivat vastaavasti taivekartongin hintojen nousu, kustannusinflaation rauhoittuminen, lievä kartonkivolyymien kasvu ja valuuttakurssit. Keskeisimmät tulosennusteisiimme liittyvät riskit ovat mielestämme Euroopan ja Kiinan talouksien kehitys, havusellun hinta, valuutat ja kilpailun kiristyminen.

Konsensusennusteissa sen sijaan tulee arviomme mukaan olemaan huomattavaa painetta tulosvaroituksen jälkeen alaspäin (2019-2020e: Q3:n jälkeinen konsensus oik. liikevoitto 290-300 MEUR), mutta arviomme mukaan viime kuukausien rajussa kurssilaskussa markkinoiden odotukset ja konsensusennusteet ovat ainakin jossain määrin erkaantuneet toisistaan. Näin ollen emme odota konsensusennusteiden laskun luovan yhtiön osakekurssiin painetta ainakaan konsensuksen laskupaineen suhteessa.

Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1971	1946	-1 %	2065	2036	-1 %	2110	2054	-3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	261	253	-3 %	258	245	-5 %	257	247	-4 %
Liikevoitto	256	247	-3 %	258	245	-5 %	257	247	-4 %
Tulos ennen veroja	233	224	-4 %	236	223	-6 %	237	227	-4 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,60	0,58	-4 %	0,57	0,54	-6 %	0,56	0,54	-4 %
Osakekohtainen osinko	0,26	0,26	0 %	0,30	0,29	-3 %	0,33	0,32	-3 %
Lähde: Inderes									

Arvostuskuva puoltaa maltillisten ostojen jatkamista

Tuloskertoimet on tallottu hyväksyttyjen tasojen alapuolelle

Metsä Boardin ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2018 ja 2019 ovat alle 10x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 6x. Arvostus on selvästi Metsä Boardin keskipitkän ajan ja mielestämme yhtiölle hyväksyttävien tasojen alapuolella. Mielestämme yhtiölle käypä kerroin nykyisen kaltaisessa osakemarkkinoiden tilanteessa voisi olla 11x-12x ja pidemmällä perspektiivillä 12x-14x. Näin ollen osake on mielestämme hinnoiteltu tällä hetkellä alle sen käyvän arvon. Arvostustason nousu ja tuotto-odotuksen realisoituminen vaatii mielestämme sellumarkkinaan liittyvän epävarmuuden hälventymistä, jonka odotamme realisoituvan asteittain H1:llä.

Suhteellisesti Metsä Boardin tulospohjaiset kertoimet ovat alhaalle arvostetun verrokkiryhmän tasolla, mutta portfolionsa (ei paperiliiketoimintaa) ansiosta Metsä Board ansaitsee mielestämme selluherkkyydestä huolimatta lievän preemion. Näin ollen suhteellinen arvostus tukee mielestämme näkemystämme Metsä Boardin maltillisesta hinnoittelusta.

Myös tasearvostus alkaa olla useista näkökulmista kohtuullinen

Myös yhtiön P/B-luku on painunut siedettävälle tasolle 1,5x. Tämä on alhaisimpia tasoja sinä aikana, kun Metsä Board on ollut kartonkiyhtiö ilman paperiliiketoimintaa. Yhtiön P/B-luku on myös selvästi yli keskipitkän aikavälin mediaanien ja pidämme sitä kohtuullisena myös suhteutettuna yhtiön taloudellisten tavoitteiden indikoimaan yhtiön pääoman pitkän aikavälin tuottopotentiaaliin (Metsä Boardin tavoitteena on yli 12 %:n ROCE-%, mikä vastaa 12-14 %:n ROE-%). Näin ollen tasearvostus mahdollistaa mielestämme jo kärsivällisten pitkän aikavälin sijoittajien asteittaiset ostot, vaikka korostammekin, että tasearvostus ei vielä anna osakkeelle suojaa, jos tulostaso pettäisi pahemmin.

Osingosta on tulossa hyvä pohjatuotto

Metsä Boardin lähivuosien osinkotuottojen arviomme olevan noin 5-6 %:ssa. Sijoittajat saavat mielestämme osingosta hyvän pohjatuoton, jota arvostuskertoimen normalisoitumispotentiaali tukee. Osinkoon liittyvät riskit ovat mielestämme melko pieniä, sillä tuoreen CMD:n perusteella yhtiön lähivuosien investointitarpeet ovat rajallisia (ts. pullonkaulainvestointeja nykyisiin koneisiin) ja yhtiön tase on vahva. Näin ollen Metsä Boardilla on arviomme mukaan hyvät edellytykset tehdä lähivuosina vähintään tuloksen tasolla olevaa kassavirtaa, mistä yhtiö voi allokoida halutessaan suurehkon osan voitonjakoon. Rajalliset investointitarpeet ja vahva tase pienentävät yhtiön riskiprofiilia heikompaan suhdanteeseen siirryttäessä.

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Metsä Board	5,30	2148	2505	9,0	7,6	6,7	5,8	1,2	1,1	10,2	9,1	4,8	5,8	1,6
International Paper	44,26	15769	24783	7,3	6,6	5,0	4,6	0,9	0,9	8,3	7,9	4,4	4,6	2,5
Holmen	188,12	3119	3455	13,4	13,2	9,5	9,5	2,1	2,0	15,8	15,8	3,7	3,9	1,4
Billerud	114,15	2353	3105	17,8	16,1	10,0	9,2	1,3	1,3	16,4	16,3	2,7	3,2	1,7
Mayr-Melnhof	113,00	2245	2231	10,1	9,3	7,0	6,4	1,0	0,9	13,5	12,1	2,9	3,4	1,6
UPM	22,58	12435	12620	9,1	8,7	7,3	7,0	1,3	1,3	10,3	10,1	5,5	5,9	1,3
Stora Enso	10,47	8968	11331	8,3	8,4	6,0	6,1	1,1	1,1	8,9	8,5	5,3	5,8	1,3
Nine Dragons	8,03	4187	7262	6,4	6,5	5,0	5,0	1,2	1,0	4,4	5,2	7,2	5,4	0,9
Mondi	1696,00	9100	11929	10,0	9,5	7,3	7,0	1,7	1,6	10,5	9,9	3,8	4,1	2,4
SCA	72,96	5099	5820	14,5	11,5	11,2	9,0	3,1	2,7	14,5	13,7	2,9	3,4	1,3
Smurfit Kappa	23,10	5406	8465	9,0	8,6	6,6	6,2	1,1	1,1	8,0	7,9	4,2	4,5	1,7
Ahlstrom-Munksjö	12,12	1544	2018	15,0	9,3	8,1	5,5	0,9	0,7	11,6	8,2	4,4	4,6	1,1
WestRock	44,41	9905	15003	10,3	10,8	5,6	6,2	1,0	1,1	11,0	9,7	3,7	4,0	1,0
Graphic Packaging	11,13	3039	6257	12,9	10,8	6,9	6,1	1,1	1,0	14,4	12,7	2,9	2,9	1,7
Metsa Board (Inderes)	**5,30**	**1884**	**2115**	**8,4**	**8,3**	**6,1**	**6,0**	**1,1**	**1,0**	**9,1**	**9,8**	**4,9**	**5,5**	**1,5**
Keskiarvo				**10,9**	**9,8**	**7,3**	**6,7**	**1,4**	**1,3**	**11,3**	**10,5**	**4,2**	**4,4**	**1,5**
Mediaani				**10,0**	**9,3**	**6,9**	**6,2**	**1,2**	**1,1**	**10,7**	**9,8**	**4,0**	**4,3**	**1,5**
Erotus-% vrt. mediaani				**-17 %**	**-11 %**	**-12 %**	**-3 %**	**-6 %**	**-9 %**	**-15 %**	**0 %**	**22 %**	**26 %**	**-2 %**

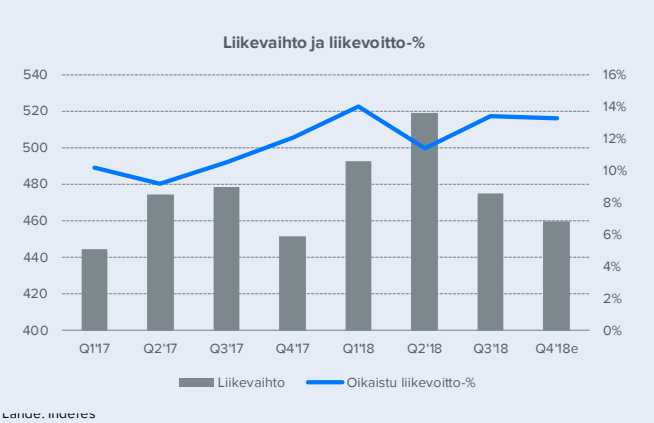
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	**1720**	**445**	**474**	**479**	**451**	**1849**	**492**	**519**	**475**	**460**	**1946**	**2036**	**2054**
Konsemi	*1720*	*445*	*474*	*479*	*451*	*1849*	*492*	*519*	*475*	*460*	*1946*	*2036*	*2054*
Käyttökate	**242**	**69**	**67**	**85**	**78**	**299**	**94**	**78**	**84**	**82**	**339**	**337**	**339**
Poistot ja arvonalennukset	-109	-24	-20	-25	-23	-92	-25	-25	-21	-21	-92	-92	-92
Liikevoitto ilman kertaeriä	**137**	**45**	**44**	**50**	**54**	**194**	**69**	**59**	**64**	**61**	**253**	**245**	**247**
Liikevoitto	**132**	**45**	**47**	**61**	**54**	**207**	**69**	**54**	**64**	**61**	**247**	**245**	**247**
Konsemi	*137*	*45*	*44*	*50*	*54*	*194*	*69*	*59*	*64*	*61*	*253*	*245*	*247*
NRI	*-5*	*0*	*3*	*10*	*0*	*14*	*0*	*-6*	*0*	*0*	*-6*	*0*	*0*
Nettorahoituskulut	-31	-5	-7	-17	-8	-36	-8	-6	-4	-5	-23	-22	-20
Tulos ennen veroja	**102**	**40**	**40**	**44**	**47**	**171**	**61**	**48**	**60**	**56**	**224**	**223**	**227**
Verot	-11	-6	-5	-5	-5	-20	-7	-6	-2	-8	-23	-31	-36
Vähemmistöosuudet	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettotulos	**90**	**34**	**35**	**39**	**42**	**151**	**54**	**42**	**57**	**48**	**201**	**192**	**191**
EPS (oikaistu)	**0,26**	**0,10**	**0,09**	**0,08**	**0,12**	**0,39**	**0,15**	**0,13**	**0,16**	**0,14**	**0,58**	**0,54**	**0,54**
EPS (raportoitu)	**0,31**	**0,10**	**0,10**	**0,11**	**0,12**	**0,47**	**0,15**	**0,12**	**0,16**	**0,14**	**0,57**	**0,54**	**0,54**

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	-14,3 %	*2,0 %*	*12,1 %*	*8,8 %*	*7,0 %*	7,5 %	*10,8 %*	*9,4 %*	*-0,7 %*	*1,9 %*	5,3 %	4,6 %	0,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-23,1 %	*29,1 %*	*21,5 %*	*49,0 %*	*65,7 %*	40,7 %	*52,8 %*	*36,0 %*	*26,4 %*	*12,3 %*	30,7 %	-3,2 %	0,8 %
Käyttökate-%	14,0 %	*15,5 %*	*14,1 %*	*17,8 %*	*17,2 %*	16,2 %	*19,2 %*	*15,1 %*	*17,7 %*	*17,8 %*	17,4 %	16,6 %	16,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	8,0 %	10,2 %	9,2 %	10,5 %	12,1 %	10,5 %	14,0 %	11,4 %	13,4 %	13,3 %	13,0 %	12,0 %	12,0 %
Nettotulos-%	5,3 %	7,7 %	7,4 %	8,2 %	9,3 %	8,1 %	11,0 %	8,1 %	12,1 %	10,5 %	10,4 %	9,4 %	9,3 %

Lähde: Inderes



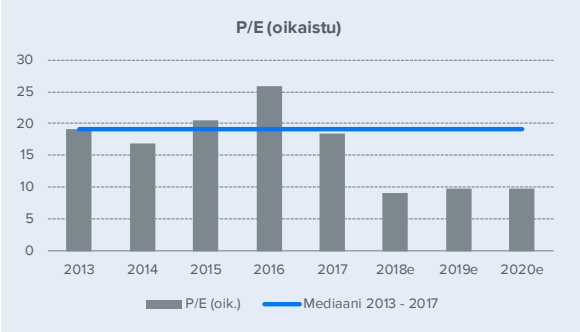
Lähde: Inderes

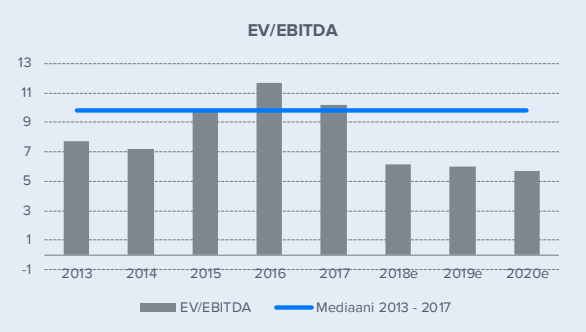
Lähde: Inderes

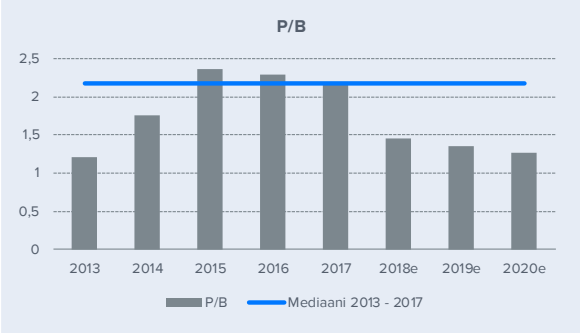
Arvostus

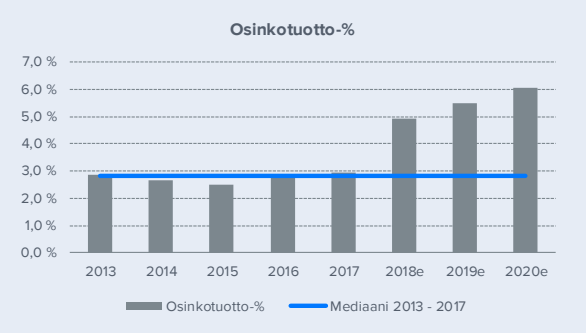
Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	3,15	4,47	6,86	6,80	7,13	5,30	5,30	5,30
Markkina-arvo	1028	1472	2435	2406	2538	1884	1884	1884
Yritysarvo (EV)	1635	1904	2771	2872	2899	2115	2026	1940
P/E (oik.)	19,1	16,8	20,5	25,8	18,5	9,1	9,8	9,9
P/E	16,1	21,4	17,8	26,7	16,8	9,4	9,8	9,9
P/Kassavirta	4,8	5,9	23,7	-485,7	12,3	8,4	9,4	9,2
P/B	1,2	1,7	2,4	2,3	2,2	1,5	1,4	1,3
P/S	0,5	0,7	1,2	1,4	1,4	1,0	0,9	0,9
EV/Liikevaihto	0,8	0,9	1,4	1,7	1,6	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	7,7	7,2	9,8	11,6	10,2	6,1	6,0	5,7
EV/EBIT	15,5	13,6	15,5	20,9	15,0	8,4	8,3	7,9
Osinko/tulos (%)	45,9 %	57,5 %	44,0 %	74,7 %	49,6 %	45,9 %	53,7 %	59,7 %
Osinkotuotto-%	2,9 %	2,7 %	2,5 %	2,8 %	2,9 %	4,9 %	5,5 %	6,1 %

Lähde: Inderes

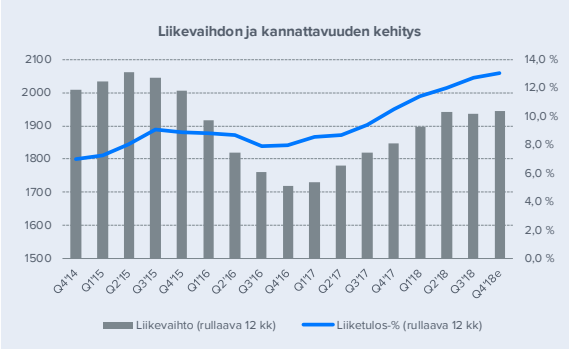


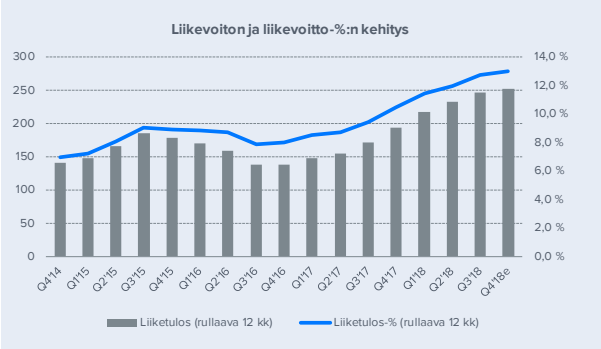






Tulostrendi (rullaava 12 kk)



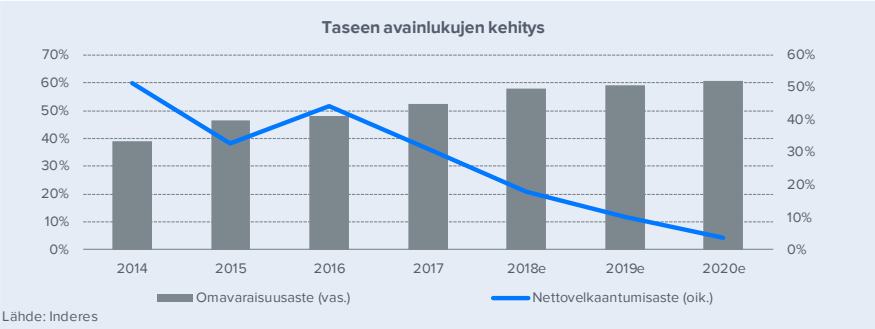


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	**1328**	**1368**	**1408**	**1387**	**1387**
Liikearvo	12	12	12	12	12
Aineettomat oikeudet	14	15	14	16	17
Käyttöomaisuus	812	830	789	767	765
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	260	292	324	324	324
Muut sijoitukset	210	196	240	240	240
Muut pitkäaikaiset varat	15	19	23	23	23
Laskennalliset verosaamiset	5	4	4	4	4
Vaihtuvat vastaavat	**892**	**827**	**819**	**850**	**963**
Varastot	299	333	323	341	356
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	271	273	281	296	309
Likvidit varat	322	221	215	214	297
Taseen loppusumma	**2220**	**2194**	**2226**	**2238**	**2350**

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	**1029**	**1053**	**1167**	**1294**	**1394**
Osakepääoma	558	558	558	558	558
Kertyneet voittovarat	471	495	609	736	836
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	0	0	0	0	0
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	**726**	**567**	**642**	**513**	**507**
Laskennalliset verovelat	80	75	86	86	86
Varaukset	8	7	6	6	6
Lainat rahoituslaitoksilta	611	469	535	405	400
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	26	17	15	15	15
Lyhytaikaiset velat	**465**	**574**	**417**	**431**	**449**
Lainat rahoituslaitoksilta	48	219	43	41	40
Lyhytaikaiset korottomat velat	404	352	373	389	407
Muut lyhytaikaiset velat	14	3	1	1	1
Taseen loppusumma	**2220**	**2194**	**2226**	**2238**	**2350**

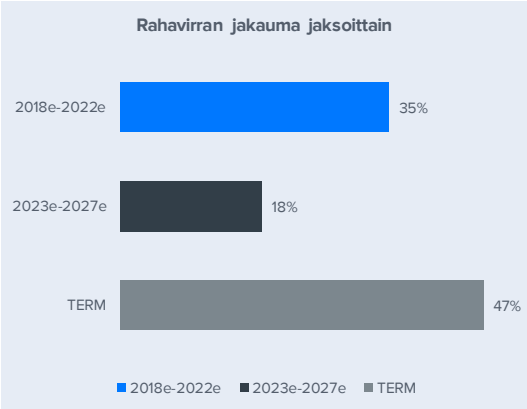


Lähde: Inderes

DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	**207**	**247**	**245**	**247**	**255**	**258**	**243**	**226**	**209**	**190**	**194**	
+ Kokonaispoistot	92	92	92	92	94	95	91	91	90	90	93	
- Maksetut verot	-9	-23	-31	-36	-40	-43	-41	-38	-35	-31	-32	
- verot rahoituskuluista	-4	-2	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	
+ verot rahoitustuotoista	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Käyttöpääoman muutos	22	-17	-11	-2	-6	-7	-7	-7	-7	-7	-6	
Operatiivinen kassavirta	**307**	**297**	**291**	**297**	**300**	**300**	**284**	**269**	**254**	**239**	**246**	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoninvestoinnit	-99	-71	-91	-91	-91	-69	-89	-88	-91	-113	-113	
Vapaa operatiivinen kassavirta	**206**	**226**	**200**	**206**	**208**	**231**	**195**	**181**	**163**	**126**	**133**	
+/- Muut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	206	226	200	206	208	231	195	181	163	126	133	2427
Diskontattu vapaa kassavirta		225	185	177	167	172	134	116	97	70	69	1250
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		**2662**	**2437**	**2252**	**2075**	**1908**	**1737**	**1602**	**1486**	**1389**	**1319**	**1250**
Velaton arvo DCF		**2662**										
- Korolliset velat		-577										
+ Rahavarat		215										
-Vähemmistöosuus		0										
-Osinko/pääomapalautus		-75										
Oman pääoman arvo DCF		**2226**										
Oman pääoman arvo DCF per osake		**6,26**										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riskipreemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,6 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	2007	1720	1849	1946	2036
EBITDA	302	242	299	339	337
EBITDA-marginaali (%)	15,1	14,0	16,2	17,4	16,6
EBIT	199	132	207	247	245
Voitto ennen veroja	167	102	171	224	223
Nettovoitto	137	90	151	201	192
Kertaluontoiset erät	20	-5	14	-6	0

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,39	0,25	0,42	0,57	0,54
EPS oikaistu	0,34	0,26	0,39	0,58	0,54
Operat. kassavirta per osake	0,77	0,35	0,86	0,84	0,82
Tasearvo per osake	2,89	2,96	3,28	3,64	3,92
Osinko per osake	0,17	0,19	0,21	0,26	0,29
Voitonjako, %	44	75	50	46	54
Osinkotuotto, %	2,5	2,8	2,9	4,9	5,5

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	2220	2194	2226	2238	2350
Oma pääoma	1029	1053	1167	1294	1394
Liikearvo	12	12	12	12	12
Korolliset velat	659	688	577	446	440

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	302	242	299	339	337
Nettokäyttöpääoman muutos	72	-98	22	-17	-11
Operatiivinen kassavirta	273	124	307	297	291
Vapaa kassavirta	103	-5	206	226	200

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	17,7	26,6	16,9	9,4	9,8
P/B	2,4	2,3	2,2	1,5	1,4
P/Liikevaihto	1,2	1,4	1,4	1,0	0,9
P/CF	8,9	19,6	8,3	6,3	6,5
EV/Liikevaihto	1,4	1,7	1,6	1,1	1,0
EV/EBITDA	9,2	11,9	9,7	6,2	6,0
EV/EBIT	13,9	21,7	14,0	8,5	8,3

Yhtiökuvaus

Metsä Board on Euroopan johtava taivekartongin valmistaja, maailman johtava päällystettyjen valkopintaisten kraftlainerien tuottaja, joka tarjoaa asiakkailleen laadukkaita kartonkeja kuluttaja- ja vähittäispakkauksiin sekä graafisen alan loppukäyttöihin. Yhtiön liikevaihto vuonna 2017 oli noin 2,0 miljardia euroa, ja se työllistää noin 2 500 henkilöä.

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Metsäliitto	40,2 %
Varma Keskinäinen eläkevakuutusyhtiö	4,9 %
Keskinäinen eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	4,8 %
Erkki Etola	2,2 %
Metsäliitto management Oy	2,1 %

Suositushistoria, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
2.11.2017	Vähennä	6,25 €	6,52 €
14.12.2017	Vähennä	6,75 €	7,02 €
10.1.2017	Vähennä	7,25 €	7,61 €
8.2.2018	Vähennä	6,75 €	6,95 €
19.3.2018	Vähennä	7,60 €	8,11 €
4.5.2018	Vähennä	8,40 €	8,87 €
14.6.2018	Myy	9,00 €	10,25 €
1.8.2018	Vähennä	8,60 €	8,87 €
3.8.2018	Vähennä	8,25 €	7,86 €
9.11.2018	Vähennä	8,25 €	8,25 €
11.12.2018	Lisää	6,25 €	5,59 €
14.12.2018	Lisää	5,75 €	5,30 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroon. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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