

Tuotto-odotus on yhä positiivinen

Toistamme Ahlstrom-Munksjön tavoitehintamme 19,00 euroa ja lisää-suosituksemme yhtiön eilen julkaiseman Q3-raportin jälkeen. Emme ole tehneet odotustemme mukaisen raportin jälkeen ennustemuutoksia ja pidämme Ahlstrom-Munksjötä edelleen maltillisesti hinnoiteltuna lähivuosien hyviin tulostuskasvunäkymiin suhteutettuna.

Q3-tulos osui odotuksiin

Ahlstrom-Munksjö raportoi eilen pitkälti odotustemme mukaisesta Q3-tuloksesta. Yhtiön liikevaihto kasvoi Q3:lla 3,4 % (vertailukelpoisin valuutoin 5,7 %) 541 MEUR:oon kokonaisuutena kysynnän osalta suotuisassa markkinassa. Yhtiön oikaistu käyttökate oli vertailukauden ja ennusteidemme tasolla 70,2 MEUR:ssa, mikä vastaa kohtuullista 13 %:n oikaistua käyttökatemarginaalia. Mielestämme tämä oli hyvä suoritus Ahlstrom-Munksjöltä, kun huomioidaan, että raaka-aineiden (sellu ja titaaniidioksidi) hintojen nousu rasitti yhtiön oikaistua käyttökate 22 MEUR:lla vertailukauteen nähden Q3:lla. Tämän varsin voimakkaan ja kaikkiin liiketoimintoihin kohdistuneen marginaalipaineen yhtiö onnistui kompensoimaan valtaosin hinnankorotuksien ja volyymin kasvun avulla. Yhtiö myös jatkaa marginaaliensa puolustamista hinnan korotuksilla ja yleisesti korkeiden käyttöasteiden ansiosta Ahlstrom-Munksjöllä on mielestämme melko hyvät edellytykset saada raaka-aineiden edelleen jatkuvaa hintojen nousua asiakkaiden maksettavaksi suurimmassa osassa liiketoimintojaan.

Emme tehneet olennaisia ennustemuutoksia

Käyttökateen kasvua lupaavan ohjeistuksensa yhtiö toisti Q3-raportissa ja kommenttien perusteella markkinatilanteen iso kuva vaikuttaa pysyeneen suotuisana. Teimme odotustemme mukaisen raportin jälkeen vain marginaalista hienosäätöä lähivuosien ennusteisiimme konsernitasolla. Odotamme nyt Ahlstrom-Munksjön oikaistun käyttökateen kasvavan tänä vuonna 290 MEUR:oon (2016: 268 MEUR), mikä on linjassa yhtiön oikaistun käyttökateen kasvua indikoivan ohjeistuksen (ennallaan) kanssa. Vuosina 2018-2019 odotamme yhtiön oikaistun käyttökateen kasvavan edelleen 313 MEUR:oon ja 335 MEUR:oon. Lähivuosien tulostuskasvua ajavat arviomme mukaan etenkin volyymin kasvu sekä fuusion kustannussynergiat, joiden tavoitetta Ahlstrom-Munksjö nosti Q3-raportissa yli 40 MEUR:oon (aik. 35 MEUR). Vuoden 2019 ennusteemme vastaa 14,2 %:n oikaistua käyttökatemarginaalia. Yhtiön taloudellisena tavoitteena on saavuttaa yli 14 %:n oikaistu käyttökatemarginaali yli syklin, joten pidämme yhtiön tavoitetaso alarajan saavuttamista realistisena muutaman vuoden tähtäimellä. Keskeisimpiä riskejä Ahlstrom-Munksjön lähivuosien tulostuskasvun kannalta ovat mielestämme globaalien talouden kehitys, raaka-aineiden hinnat ja kilpailutilanne.

Arvostus on yhtiön potentiaaliin nähden maltillinen

Ahlstrom-Munksjön vuosien 2017 ja 2018 ennusteidemme mukaiset operatiiviset P/E-luvut ovat 18x ja 14x, kun taas vastaavat yhtiön vahvaa kassavirtaa (poistot selvästi investointeja suuremmat) paremmin heijastelevat EV/EBITDA-kertoimet ovat 7x ja 6x. Pidämme tulos pohjaista arvostusta absoluuttisesti kohtuullisena ja yhtiö on myös arvostettu 10-15 %:n alennuksella suhteessa kuitumateriaaliyhtiöstä koostuvaan verostokirjymään nähden. Myös yhtiön tase pohjainen P/B-luku on järkevällä tasolla 1,5x ja lähivuosien ennustetut osinkotuotot ovat reilut 3 %. Kokonaisuus huomioiden pidämme Ahlstrom-Munksjön tuotto-odotusta positiivisena Q3-raportin jälkeen.

Analyttikko

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



Suositus

Lisää



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 19,00 EUR

Edellinen: 19,00



Lähde: ThomsonReuters

Ei-lisen päätös 17,28 EUR

12 kk vaihteluväli 9,68-20,49 EUR

Potentiaali 10,0 %

Ohjeistus

Ahlstrom-Munksjö arvioi oikaistun käyttökateensa kasvavan tänä vuonna viime vuoteen verrattuna (oik. EBITDA 269 MEUR).

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)		%
2015	1 131	33	2,9 %	28	0,44	0,30	0,6	7,2	16,9	14,8	3,5 %
2016	2 148	105	4,9 %	74	0,51	0,45	1,0	7,6	15,3	21,8	2,8 %
2017e	2 233	131	5,9 %	102	0,74	0,52	1,0	7,3	13,0	18,1	3,0 %
2018e	2 303	183	8,0 %	165	1,20	0,56	0,9	6,4	11,0	14,4	3,2 %
2019e	2 363	208	8,8 %	193	1,40	0,60	0,8	5,7	9,1	12,4	3,5 %
Markkina-arvo, MEUR			1665	OPO / osake 2017e, EUR			11,33	CAGR EPS, 2016-2019, %			40 %
Nettovelka 2017e, MEUR			445	P/B 2017e			1,5	CAGR kasvu, 2016-2019, %			3 %
Yritysarvo (EV), MEUR			2123	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			40,4 %	ROE 2017e, %			6,6 %
Taseen koko 2017e, MEUR			2593	Omavaraisuusaste 2017e, %			42,4 %	ROCE 2017e, %			7,6 %

Q3-numerot olivat linjassa odotustemme kanssa

Vahvaa kasvua suotuisassa markkinassa

Ahlstrom Munksjön liikevaihto kasvoi Q3:lla 3,4 % 542 MEUR:oon, mikä alitti meidän ja SME Direktin konsensuksen ennusteet lievästi. Liikevaihdon kasvua ajoivat volyymien nousu, myyntimixin parantuminen ja hinnankorotukset, mutta valuutoista tullut vastatuuli laimensi raportoitua kasvua lähes 2 %-yksiköllä. Yhtiön saavuttama yli 5 %:n vertailukelpoinen kasvu oli mielestämme hyvä suoritus kokonaisuutena suotuisasta markkinasta huolimatta. Divisioonista Decorin, Filtration&Performancen ja Industrial Solutionsin kasvu oli Q3:lla hyvällä tasolla 3,5-6,6 %:ssa. Sen sijaan Specialitiestin suoritus oli vaisu, sillä sen liikevaihto laski 2,0 % Q3:lla. Specialitiesissa haasteet keskittyvät arvioimme mukaan vahvasti vanhan Munksjön Graphics&Packaging -liiketoimintaan, jossa kilpailutilanne on kireä. Muiden Specialitiesin osien arvioimme yltäneen volyymikasvuun Q3:lla.

Yhtiö on pärjännyt konsernitasolla hyvin raaka-aineiden kustannusinflaation kanssa

Sen sijaan Ahlstrom-Munksjön vertailukauden melko hyvälle tasolle 70,4 MEUR:oon asettunut oikaistu käyttökate oli melko hyvin linjassa meidän ja SME Direktin konsensusennusteen kanssa. Tuloksen muodostumista tukivat globaalin talouden suotuisan vedon ansiosta vertailukautta korkeammat volyymit ja alemmat kiinteät kulut (ml. noin 3,7 MEUR:n tuki fuusion synergioista). Sen sijaan raaka-aineiden (mm. sellu ja titaanidioksidi) hintojen voimakas nousu rokotti oikaistua käyttökate peräti 22 MEUR:lla. Arvioimme mukaan hinnankorotukset eivät kompensoineet tätä täysimääräisesti,

sillä myyntihinnat laahaavat edelleen jossain määrin ainehintojen nousun perässä.

Divisioonatasolla Q3:n tähdet olivat vahvan kysynnän ansiosta erinomaisen tuloksen tehneet Filtration&Performance ja Industrial Solutions, jotka ylsivät kulujen nousupaineista huolimatta vahvoin 19,0 %:n ja 17,2 %:n oikaistuihin käyttökatemarginaaleihin. Sen sijaan kustannusten voimakkaasta noususta kärsinyt Decor (titaanidioksidi) vastaa noin 30 % divisioonan tuotantokustannuksista ja graafisten papereiden todennäköisesti tappiollisen liiketoiminnan rasittama Specialities jäivät ennusteistamme ja niiden 8,9 %:n ja 9,8 %:n oikaistut käyttökatemarginaalit olivat myös absoluuttisesti vaisuja. Lisäksi tuloksen muodostumista tuki Muun toiminnan odotuksiamme pienempi tappio, joten rakenteellisesti tulos oli hieman arvioitamme heikompi.

Alemmilla riveillä ja taseessa ei ollut yllätyksiä

Tuloslaskelman alemmilla riveillä raportoidut luvut ylittivät ennusteemme selvästi, sillä yhtiö kirjasi Q3:lle fuusion uudelleenjärjestelykuluja vain 7 MEUR, mikä oli selvästi etenkin omia ennusteitamme vähemmän. Rahoituskulut ja verot olivat sen sijaan normaaleilla tasoilla. Näin ollen 0,21 euron oikaistu EPS oli linjassa ennusteemme kanssa. Rahavirta oli kohtuullisella tasolla 51,6 MEUR:ssa Q3:lla. Nettovoitto ja rahavirta vahvistivat jälleen tasetta ja Ahlstrom-Munksjön nettovelkaantumisaste laski Q3:n lopussa jo 40 %:iin (tavoite alle 100 %). Näin ollen tase antaa yhtiölle kohtuullista liikkumavaraa pääomien allokointiin sekä kasvustrategian toteutukseen, että kasvavan osingon maksamiseen.

Ennustetaulukko	Q3'16	Q3'17	Q3'17e	Q3'17e	Konsensus	Erotus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes
Liikevaihto	524	542	549	554	545	- 562	-1 %
Käyttökate (oikaistu)	70,2	70,4	69,3	69,8	68,6	- 73,0	2 %
Liikevoitto	38,7	31,7	17,2	30,5	29,5	- 17,2	84 %
Tulos ennen veroja	31,8	24,9	12,2	24,2	12,2	- 30,0	104 %
EPS (oikaistu)	0,25	0,21	0,21	0,21	0,18	- 0,24	0 %
Liikevaihdon kasvu-%	94,4 %	3,4 %	4,9 %	5,7 %	4,1 %	- 7,3 %	-1,4 %-yks.
Käyttökate-% (oikaistu)	13,4 %	13,0 %	12,6 %	12,6 %	12,6 %	- 13,0 %	0,4 %-yks.

Lähde: Inderes & SME Direkt (konsensus)

Ennustemuutokset jäivät marginaalisiksi

Ohjeistus odotetusti ennallaan

Ahlstrom-Munksjö toisti odotetusti Q3-raportissa tulosoheistuksensa, jonka mukaan yhtiön oikaistu käyttökate kasvaa tänä vuonna viime vuoteen verrattuna (2016: pro-forma oikaistu EBITDA 269 MEUR). Lisäksi yhtiö kertoi myös jatkavansa raaka-aineiden hinnan nousun kompensoimiseen tähtääviä hinnan korotuksia, mikä oli täysin odotustemme mukaista. Kysynnän osalta markkinatilanne vaikuttaa edelleen varsin hyvältä, mutta Q4:lla on toki jälleen tulossa kausiluonteinen hidastuminen. Lisäksi Q4-tulosta tulee rokottamaan Aspan sellutehtaan lokakuussa pidetty huoltoseisokki, joka oli viime vuonna Q3:n puolella.

Odotamme tuloskasvun jatkuvan volyymikasvun ja synergien kautta lähivuosina

Kokonaisuutena Ahlstrom-Munksjön markkinatilanne vaikuttaa yhä vahvalta pois lukien Specialitiesin Graphics&Packagingin yksipuolisesti päällystetyn paperit, jossa markkinatilanne on vaikea kireän kilpailun takia. Yhtiön kapasiteetti on myös useissa liiketoiminnoissa täysikäytössä tai vähintään hyvässä kuormassa. Sellun ja titaanioksidin voimakkaan hinnan nousun aiheuttama marginaalipaine ei sen sijaan ole ohi vaan Q3:n aikana tapahtunut hintojen nousu rasittaa ensisijaisesti vasta Q4:n kannattavuutta. Yhtiö on kuitenkin odotustemme mukaisesti jatkanut hinnan korotuksia talven ensimmäisen aallon jälkeen. Korkeiden kapasiteetin käyttöasteiden ansiosta olemme myös yhä melko luottavaisia, että yhtiö pystyy kompensoimaan raaka-aineiden kustannusinflaatiota suurelta osin, mitä myös odotustemme mukainen Q3-tulos tukee. Hinnankorotusten vaikutukset tulevat kuitenkin viiveellä.

Odotamme nyt Ahlstrom-Munksjön oikaistun käyttökateen kasvavan tänä vuonna 290 MEUR:oon (2016: 268 MEUR), mikä

on linjassa yhtiön oikaistun käyttökateen kasvua indikoivan ohjeistuksen (ennallaan) kanssa. Vuosina 2018-2019 odotamme yhtiön oikaistun käyttökateen kasvavan edelleen 313 MEUR:oon ja 335 MEUR:oon. Lähivuosien tuloskasvua ajavat arviomme mukaan etenkin volyymikasvu sekä fuusion kustannussynergia, joiden tavoitetta Ahlstrom-Munksjö nosti Q3-raportissa yli 40 MEUR:oon (aik. 35 MEUR). Vuoden 2019 ennustemme vastaa 14,2 %:n oikaistua käyttökatemarginaalia. Yhtiön taloudellisena tavoitteena on saavuttaa yli 14 %:n oikaistu käyttökatemarginaali yli syklin, joten pidämme yhtiön tavoitetaso alarajan saavuttamista realistisena muutaman vuoden tähtäimellä.

Synergiatavoitteen nosto oli positiivista

Ensi vuonna arvioimme myös raaka-aineiden aiheuttaman marginaalipaineen helpottavan, joskin sellumarkkina on ollut mm. Kiinan asettaman lajittelemattoman keräyspaperin tuontikiellon takia jonkun verran odotuksiamme parempi tänä vuonna ja myös ensi vuoden näkymä on mielestämme sellun hinnan osalta kohtuullinen. Nykyisillä tasoilla EUR/USD-valuuttakurssi aiheuttaa tulokselle lievää painetta (suojausten takia H2'17:lla vaikutukset ovat rajalliset). EUR/USD-kurssin merkitys on kuitenkin dollariostojen suojaavan vaikutuksen takia pienempi tulokseen kuin liikevaihtoon. Synergien suhteen johto vaikutti jälleen luottavaiselta ja nosti synergiatavoitteen yli 40 MEUR:oon Q3-raportissa (aik. 35 MEUR). Tämä on positiivista, sillä synergien maksimaalinen realisoiminen on yhtiön pitkän ajan kilpailukykyyn ja myös lähivuosien tuloskasvun kannalta mielestämme kriittistä. Keskeisimpiä riskejä Ahlstrom-Munksjön lähivuosien tuloskasvun kannalta ovat mielestämme globaalin talouden kehitys, raaka-aineiden hinnat ja kilpailutilanne.

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	2239	2233	0 %	2292	2303	0 %	2356	2363	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	162	163	1 %	183	183	0 %	205	208	1 %
Liikevoitto	119	131	10 %	183	183	0 %	205	208	1 %
Tulos ennen veroja	93	102	10 %	165	165	0 %	190	193	2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,98	0,95	-3 %	1,20	1,20	0 %	1,38	1,40	2 %
Osakekohtainen osinko	0,52	0,52	0 %	0,56	0,56	0 %	0,60	0,60	0 %
Lähde: Inderes									

Tuotto-odotus on yhä varovaisen positiivinen

Etenkin kassavirtapohjainen arvostus kiinnostaa

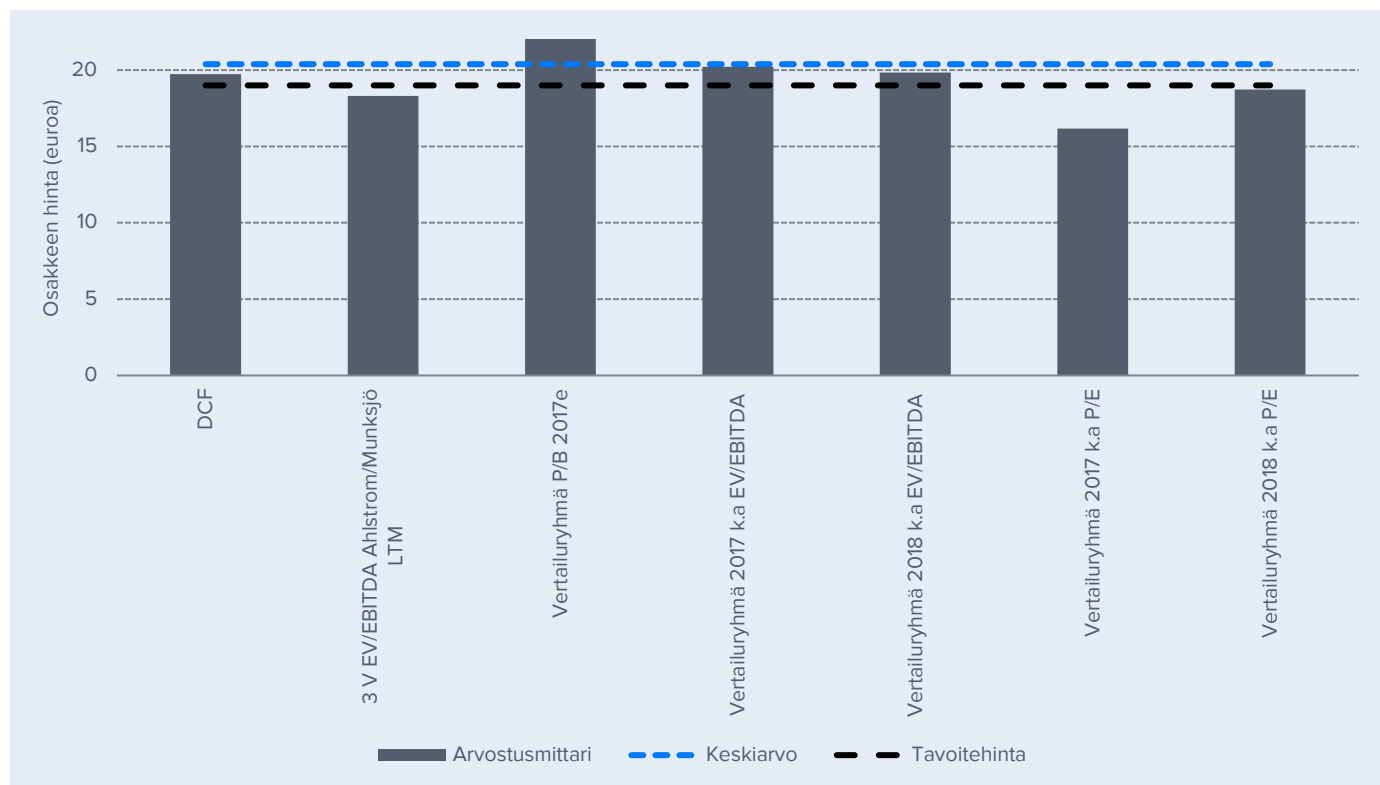
Ahlstrom-Munksjön ennusteidemme mukaiset kertaeristä oikaistut P/E-luvut vuosille 2017 ja 2018 ovat 18x ja 12x (kertaeristä ja ei-kassavaikutteisista PPA-poistoista oikaistuna 15x ja 13x). Yhtiön vahvaa kassavirtaa paremmin heijastelevat EV/EBITDA-kertoimet ovat 7x ja 6x. Ensi vuodesta alkaen arvioimme myös P/FCF-tuoton nouseva hyvälle noin 10 %:n tasolle nykykurssille, kun tulos paranee, uudelleenjärjestelykulut on maksettu ja investoinnit pysyvät alle poistojen. Lähivuosien osinkotuottojen arvioimme olevan kohtuullisella reilun 3 %:n tasolla. Myös suhteellisesti arvostus melko houkutteleva, sillä Ahlstrom-Munksjö on arvostettu selkeästi parhaan verrokkinsa Neenah Paperin alapuolelle. Myös suhteessa koko kuitumateriaaliyhtiöistä koostuvaan verrokkiryhmään nähdessä yhtiö on kokonaisuutena noin 10-15 %:lla aliarvostettu.

Tuotto-odotus on etenkin tulokasvun varassa

Kokonaisuus huomioiden pidämme hyvät tulokasvunäkymät omaavan Ahlstrom-Munksjön kokonaistuotto-odotusta yhä houkuttelevana. Korostamme kuitenkin, että osakkeen tuotto-potentiaali nojaa etenkin tulokasvuun, sillä kertoimien nousuvara on rajallinen eikä osinkotuottoakaan ole erityisen korkea. Myöskään P/B-luku 1,5x ei tarjoa osakkeelle suojaa kurssilaskua vastaan, mutta suhteessa näkymiin ja yhtiön tuottopotentiaaliin tasearvostus on mielestämme vielä kohtuullinen. Näkemystämme osakkeen kohtuullisesta nousuvarasta tukee myös DCF-malli.

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Lydall	49,80	737	785							17,0	15,6			
Neenah Paper	79,35	1145	1334			10,5	10,2	1,6	1,5	19,6	16,8	1,9	2,0	3,5
Glatfelter	20,01	749	1052	13,1	10,6	7,1	6,1	0,7	0,7	16,2	12,8	2,4	2,5	1,3
Suominen	4,65	252	330	12,8	9,3	6,9	5,5	0,7	0,6	16,7	14,0	2,6	2,8	1,7
Berry Plastics	56,73	6313	11260	14,9	12,9	9,2	8,2	1,7	1,6	19,5	16,8			8,5
Ahlstrom-Munksjo (Inderes)	17,28	1665	2123	13,0	11,0	7,3	6,4	1,0	0,9	18,1	14,4	3,0	3,2	1,5
Keskiarvo				13,6	11,0	8,4	7,5	1,2	1,1	17,8	15,2	2,3	2,4	3,8
Mediaani				13,1	10,6	8,2	7,2	1,2	1,1	17,0	15,6	2,4	2,5	2,6
Erotus-% vrt. mediaani				0 %	4 %	-10 %	-10 %	-19 %	-20 %	7 %	-8 %	23 %	30 %	-42 %

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

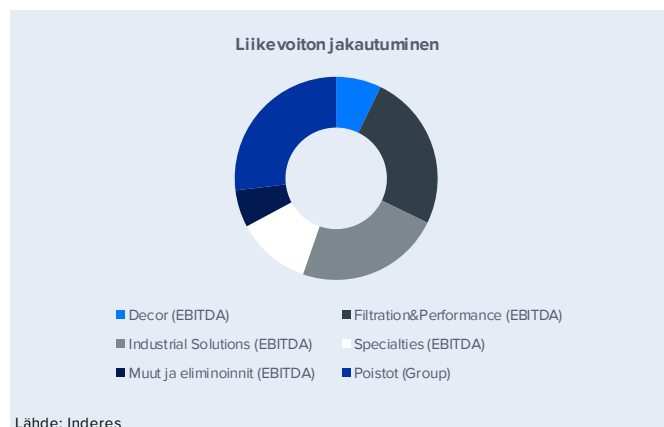
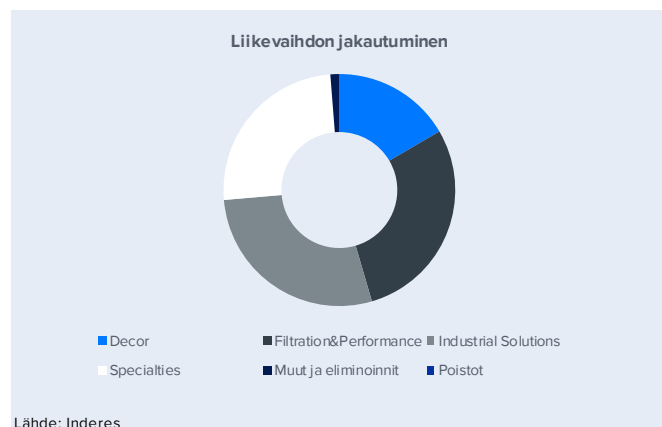


Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	1130,7	535,9	561,0	523,6	527,5	2147,9	566,9	577,0	541,6	547,5	2232,9	2303,0	2363,0
Decor	0,0	93,2	97,8	84,9	88,7	364,6	95,4	98,2	90,6	95,5	379,7	395,0	400,0
Filtration&Performance	0,0	151,9	159,2	156,5	149,5	617,1	169,0	174,3	162,1	156,0	661,4	683,0	702,0
Industrial Solutions	0,0	154,8	164,3	150,4	157,6	627,1	163,7	162,5	155,9	163,0	645,1	665,0	687,0
Specialties	0,0	147,3	149,5	141,2	139,8	577,8	145,9	151,1	138,4	140,0	575,4	590,0	604,0
Muut ja eliminoinnit	0,0	-11,3	-9,8	-9,4	-8,2	-38,6	-7,1	-9,2	-5,2	-7,0	-28,5	-30,0	-30,0
Poistot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	86,3	35,6	76,0	72,9	55,4	239,9	75,5	64,0	63,3	56,0	258,9	313,0	335,0
Poistot ja arvonalennukset	-53,6	-35,0	-33,5	-34,2	-32,6	-135,3	-32,6	-31,7	-31,6	-31,6	-127,5	-129,8	-127,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	40,0	24,9	43,8	36,0	28,8	133,5	46,8	45,8	38,7	31,4	162,8	183,2	207,7
Liikevoitto	32,7	0,6	42,5	38,7	22,8	104,6	42,9	32,3	31,7	24,4	131,4	183,2	207,7
Decor (EBITDA)	0,0	13,7	17,6	11,0	11,4	53,7	11,3	8,1	5,8	9,0	34,2	45,0	52,0
Filtration&Performance (EBITDA)	0,0	20,0	24,9	29,7	19,5	94,1	31,8	33,1	31,0	22,5	118,4	118,0	120,0
Industrial Solutions (EBITDA)	0,0	19,0	23,5	21,9	28,7	93,1	28,4	27,9	26,8	26,5	109,6	111,0	116,0
Specialties (EBITDA)	0,0	15,7	19,1	16,5	13,2	64,5	17,5	14,7	10,5	13,5	56,2	65,0	72,0
Muut ja eliminoinnit (EBITDA)	0,0	-8,5	-7,8	-8,9	-11,4	-36,6	-9,5	-6,4	-3,7	-8,5	-28,1	-26,0	-25,0
Poistot (Group)	0,0	-35,0	-33,5	-34,2	-32,6	-135,3	-32,6	-31,7	-31,6	-31,6	-127,5	-129,8	-127,3
Nettorahoituskulut	-4,7	-11,8	-7,4	-6,9	-4,5	-30,6	-8,1	-9,1	-6,8	-5,0	-29,0	-18,0	-15,0
Tulos ennen veroja	28,0	-11,2	35,1	31,8	18,3	74,0	34,8	23,3	24,9	19,4	102,4	165,2	192,7
Verot	-5,2	0,7	-11,4	-8,7	-4,8	-24,3	-10,7	-6,9	-7,4	-5,8	-30,9	-49,6	-57,8
Vähemmistöosuudet	-0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Nettotulos	22,4	-10,6	23,7	22,9	13,5	49,6	24,0	16,4	17,5	13,5	71,4	115,4	134,7
EPS (oikaistu)	0,58	0,07	0,26	0,22	0,18	0,72	0,28	0,27	0,21	0,19	0,95	1,20	1,40
EPS (raportoitu)	0,44	-0,11	0,25	0,24	0,14	0,51	0,25	0,17	0,18	0,14	0,74	1,20	1,40

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	-0,6 %	91,2 %	92,7 %	94,4 %	81,9 %	90,0 %	5,8 %	2,8 %	3,4 %	3,8 %	4,0 %	3,1 %	2,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-21,6 %	88,6 %	280,9 %	429,4 %	238,8 %	233,8 %	88,1 %	4,6 %	7,6 %	9,0 %	21,9 %	12,6 %	13,4 %
Käyttökate-%	7,6 %	6,6 %	13,5 %	13,9 %	10,5 %	11,2 %	13,3 %	11,1 %	11,7 %	10,2 %	11,6 %	13,6 %	14,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,5 %	4,6 %	7,8 %	6,9 %	5,5 %	6,2 %	8,3 %	7,9 %	7,1 %	5,7 %	7,3 %	8,0 %	8,8 %
Nettotulos-%	2,0 %	-2,0 %	4,2 %	4,4 %	2,6 %	2,3 %	4,2 %	2,8 %	3,2 %	2,5 %	3,2 %	5,0 %	5,7 %

Lähde: Inderes

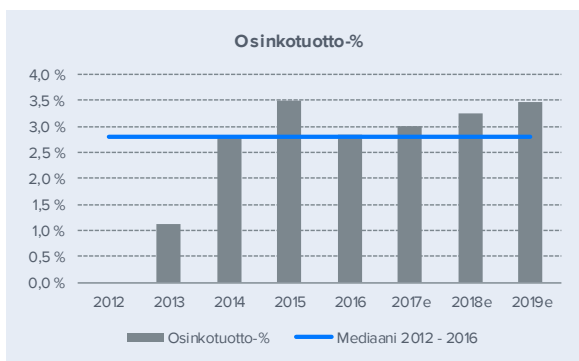
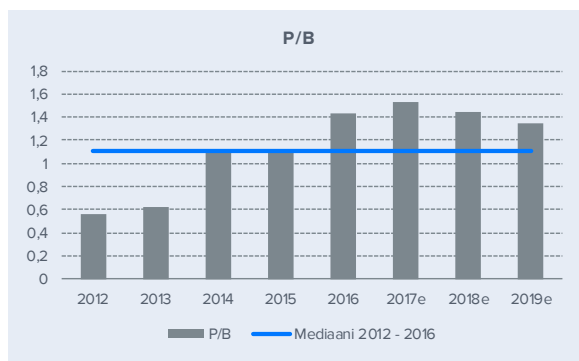
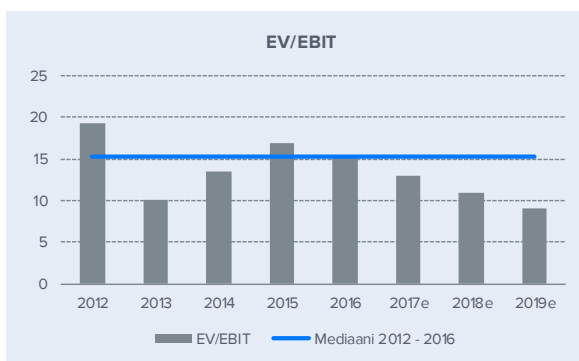
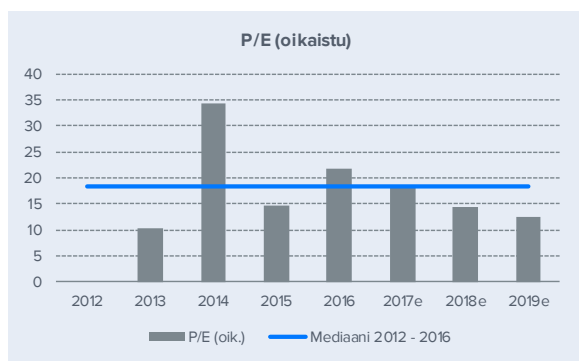


Huom! 2015 luvut ovat Munksjön lukuja itsenäisenä. 2016 luvut ovat fuusioyhtiön pro-forma lukuja

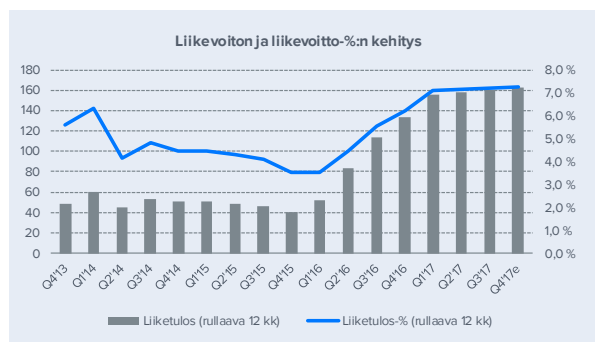
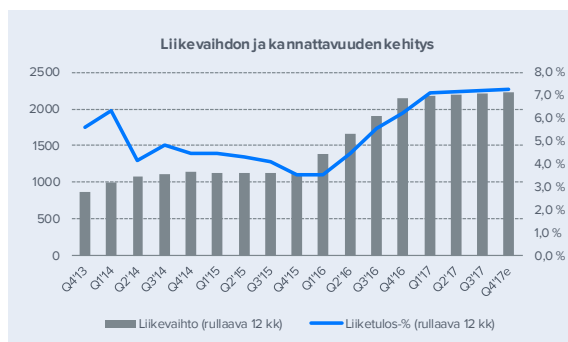
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	8,95	8,95	8,95	8,60	15,80	17,28	17,28	17,28
Markkina-arvo	110	262	457	439	1523	1665	1665	1665
Yritysarvo (EV)	329	497	691	674	2042	2123	2015	1897
P/E (oik.)	neg.	10,4	34,4	14,8	21,8	18,1	14,4	12,4
P/E	neg.	neg.	59,4	19,6	30,7	23,3	14,4	12,4
P/Kassavirta	-0,3	-1,1	11,1	11,8	-1,7	13,2	9,8	9,2
P/B	0,6	0,6	1,1	1,1	1,4	1,5	1,4	1,3
P/S	0,2	0,3	0,4	0,4	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,5	0,6	0,6	0,6	1,0	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	7,8	5,6	6,6	7,2	7,6	7,3	6,4	5,7
EV/EBIT	19,3	10,1	13,5	16,9	15,3	13,0	11,0	9,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	-12,2 %	165,8 %	68,4 %	87,5 %	70,2 %	46,8 %	42,9 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,1 %	2,8 %	3,5 %	2,8 %	3,0 %	3,2 %	3,5 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)



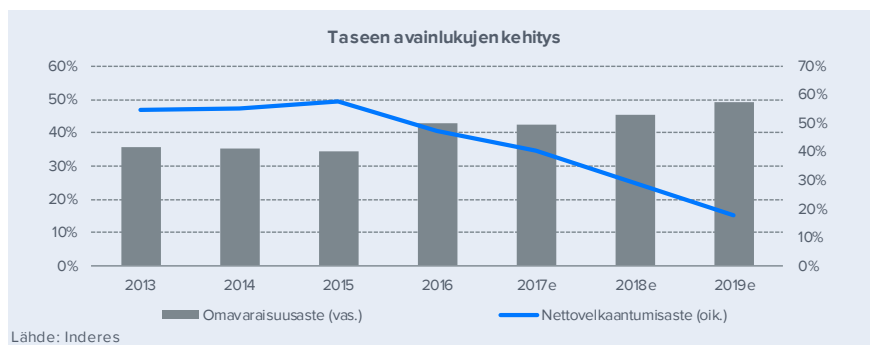
Huom! 2012-2015 kertoinnot ovat Munksjön kertomia itsenäisenä

Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	795	758	1829	1795	1751
Liikearvo	227	224	573	573	573
Aineettomat oikeudet	55	47	276	244	215
Käyttöomaisuus	446	430	859	862	852
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	2	2	2	2	2
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	4	4	13	13	13
Laskennalliset verosaamiset	60	52	106	100	95
Vaihtuvat vastaavat	385	415	680	798	810
Varastot	152	155	271	290	299
Muut lyhytaikaiset varat	34	44	62	62	62
Myyntisaamiset	115	111	221	223	230
Likvidit varat	84	105	127	223	219
Taseen loppusumma	1180	1173	2509	2593	2561

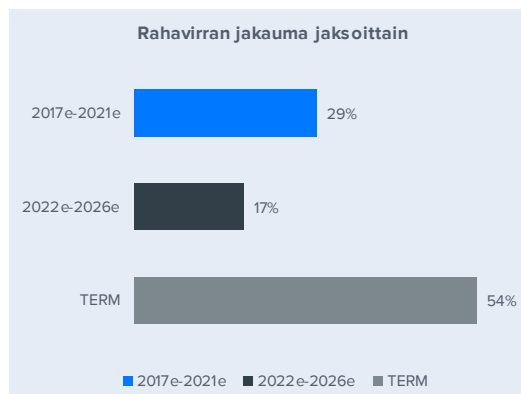
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	410	397	1064	1092	1157
Osakepääoma	15	15	85	85	85
Kertyneet voittovarot	-274	100	-75	-47	18
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	669	282	1054	1054	1054
Vähemmistöosuus	4	4	9	9	9
Pitkäaikaiset velat	432	467	881	879	787
Laskennalliset verovelat	85	74	171	175	180
Varaukset	24	24	18	19	19
Lainat rahoituslaitoksilta	272	315	571	575	478
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	52	54	121	111	111
Lyhytaikaiset velat	334	305	555	615	609
Lainat rahoituslaitoksilta	42	21	63	94	78
Lyhytaikaiset korottomat velat	281	166	282	313	322
Muut lyhytaikaiset velat	12	118	210	208	208
Taseen loppusumma	1180	1173	2509	2593	2561



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	104,6	131,4	183,2	207,7	225,5	224,8	218,7	217,3	215,6	210,8	215,1	
+ Kokonaispoistot	135,3	127,5	129,8	127,3	125,5	122,4	120,4	119,7	119,3	120,1	121,3	
- Maksetut verot	18,3	-20,7	-39,6	-47,8	-58,4	-64,6	-63,6	-63,8	-63,9	-63,0	-64,5	
- verot rahoituskuluista	-10,1	-8,7	-5,4	-4,5	-3,9	-2,9	-2,0	-1,4	-0,7	-0,2	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-34,6	6,6	-6,3	-5,4	-5,6	-6,5	-6,7	-6,9	-7,2	-7,4	-5,1	
Operatiivinen kassavirta	213,6	236,0	261,7	277,3	283,1	273,2	266,7	264,9	263,1	260,3	266,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	61,1	-10,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-115,9	-99,7	-91,0	-96,0	-101,0	-106,7	-115,5	-117,0	-126,7	-131,0	-140,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-877,2	126,2	170,7	181,3	182,1	166,5	151,2	147,8	136,4	129,3	126,3	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-877,2	126,2	170,7	181,3	182,1	166,5	151,2	147,8	136,4	129,3	126,3	2506,2
Diskontattu vapaa kassavirta		124,6	157,4	155,9	146,2	124,8	105,8	96,5	83,1	73,6	67,0	1330,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		2465,2	2340,6	2183,2	2027,3	1881,1	1756,3	1650,6	1554,1	1471,0	1397,4	1330,4
Velaton arvo DCF		2465,2										
- Korolliset velat			-634,1									
+ Rahavarat			127,0									
-Vähemmistöosuus			-13,0									
-Osinko/pääomapalautus			-43,4									
Oman pääoman arvo DCF			1901,7									
Oman pääoman arvo DCF per osake			19,73									

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	30,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riskipreemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskiton korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,1 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	1137,3	1130,7	2147,9	2232,9	2303,0
EBITDA	99,4	86,3	239,9	258,9	313,0
EBITDA-marginaali (%)	8,7	7,6	11,2	11,6	13,6
EBIT	45,4	32,7	104,6	131,4	183,2
Voitto ennen veroja	16,9	28,0	74,0	102,4	165,2
Nettovoitto	7,7	22,4	49,6	71,4	115,4
Kertaluontoiset erät	-5,6	-7,3	-28,9	-31,4	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	1179,5	1173,4	2508,6	2593,5	2561,3
Oma pääoma	413,6	401,3	1072,4	1100,3	1165,6
Liikearvo	226,7	223,9	573,2	573,2	573,2
Korolliset velat	313,3	336,0	634,1	668,1	555,8

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	99,4	86,3	239,9	258,9	313,0
Nettokäyttöpääoman muutos	11,9	-17,7	-34,6	6,6	-6,3
Operatiivinen kassavirta	87,7	60,3	213,6	236,0	261,7
Vapaa kassavirta	41,2	37,3	-877,2	126,2	170,7

Yhtiökuvaus
Munksjön ja Ahlstromin Q2'17:n alussa todennäköisesti varmistuvassa fuusiossa syntyy maailman johtava kestävä kehitys ja innovaatiin kuitupohjaisiin ratkaisuihin kehittynyt yhtiö. Uudella yhtiöllä on 43 tehdasta neljällä mantereella ja yhteensä 6200 työntekijää. Yhdistetyn yhtiön liikevaihto vuonna 2016 oli arviolta 2,2 mrd. euroa ja oikaistu käyttökatte noin 270 MEUR.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	0,15	0,44	0,51	0,74	1,20
EPS oikaistu	0,26	0,58	0,72	0,95	1,20
Operat. kassavirta per osak	1,72	1,18	2,22	2,45	2,72
Tasearvo per osake	8,02	7,78	11,04	11,33	12,01
Osinko per osake	0,25	0,30	0,45	0,52	0,56
Voitonjako, %	166	68	87	70	47
Osinkotuotto, %	2,8	3,5	2,8	3,0	3,2

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	59,4	19,6	30,7	23,3	14,4
P/B	1,1	1,1	1,4	1,5	1,4
P/Liikevaihto	0,4	0,4	0,7	0,7	0,7
P/CF	5,2	7,3	7,1	7,1	6,4
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	6,9	7,8	8,5	8,2	6,4
EV/EBIT	15,2	20,6	19,5	16,2	11,0

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Ahlström Capital	13,4 %
Virala-yhtiöryhmä	12,6 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	4,7 %
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma	2,4 %
OP sijoitusrahastot	2,3 %

Suositteluhistoria, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	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 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

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

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

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

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

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