

Ahlstrom-Munksjö

Yhtiöraportti

6/2018

inde
res.

Tuotto-odotus nojaa tuloskasvuun

Toistamme Ahlstrom-Munksjön 17,00 euron tavoitehintamme ja lisää-suosituksemme.

Ahlstromin ja Munksjön fuusiossa syntyi maailman johtava kuitumateriaali ja erikoispaperiyhtiö

Munksjön ja Ahlstromin fuusiossa Q2'17:n alussa syntynyt Ahlstrom-Munksjö on maailman johtavia kuitumateriaali- ja erikoispaperiyhtiötä, sillä yhtiö on suurin tai toiseksi suurin peluri pääosassa liike-toimintojaan. Yhtiön liikevaihdosta noin 60 % tulee Euroopasta, 25 % Amerikoista ja loput Aasiasta. Mielestämme fuusiossa oli selkeä teollinen logiikka, sillä yhtiöt palvelevat samoja asiakassektoreita (esim. rakennus-, auto- sekä ruoka- ja juomateollisuus) toisiaan täydentävillä tuoteportfolioilla ja ne käyttävät paljon saman tyyppisiä resursseja raaka-aineista tuotekehitykseen. Lisäksi suurempi kokonaisuus mahdollistaa selviä synergiahyötyjä myynti- ja kustannuspuolilla, joiden kokonaisarvon yhtiö arvioi olevan noin 50 MEUR Q1'19:n loppuun mennessä.

Kasvustrategia nojaa laatujohtajuuteen sekä orgaaniseen ja epäorgaaniseen kasvuun

Ahlstrom-Munksjön kasvustrategiassa keskeisessä roolissa on arviomme mukaan kehittynyt tuotevalikoima, jonka avulla Ahlstrom-Munksjö pyrkii asemoitumaan preemiohinoiteltuihin niche-tuotesegmentteihin ja toisaalta puolustamaan tuotantonsa arvoa pitkällä aikavälillä. Tässä onnistuminen olisi mielestämme tärkeää, sillä yhtiöllä ei arviomme mukaan ole suurimmassa osassa liiketoimintoja pitkällä tähtäimellä kestävästä kustannusetua suhteessa kilpailijoihin. Kasvua yhtiö tulee hakemaan myös yritysjärjestelyin, joista ensimmäinen esimerkki oli keväällä 2018 tiedotettu Caieirasin erikoispaperitehtaan osto Brasiliassa. Kasvustrategialle vahvan pohjan antaa kuitumateriaalien ja erikoispaperien hieman BKT:n kasvua nopeammin kasvava kysyntä, jota ajaa uusiutumattomien materiaalien korvaaminen uusiutuvilla materiaaleilla eri sovelluksissa. Vastaavasti epäorgaanista kasvua tukee monien kuitu- ja erikoispaperisegmenttien varsin hajanaiset markkinarakenteet.

Pitkän ajan tuloskasvunäkymät ovat hyvät, mutta tänä vuonna raaka-aineet rokottavat tulosta

Arviomme yhtiön oikaistun käyttökatteen kääntyvän jälleen kasvuun kuluva vuoden lopulla, kun raaka-aineiden hintojen nopean nousun luoma marginaalipaine alkaa hellittää. Vuosina 2019-2020 odotamme kannattavuuden parantuvan asteittain ja lähestyvän yhtiön tavoitetason alarajana olevaa 14 %:n tasoa. Tuloskasvua ajaa fuusion synergioiden lähes täysimääräinen saavuttaminen, hinnoittelun parantuminen, lievä volyymikasvu sekä Caieirasin erikoispaperitehtaan osto. Parantuva tulos ja hyvässä kunnossa oleva tase mahdollistavat myös osingon vakaan kasvattamisen, vaikka kapasiteettinsa ylärajoilla operoiva yhtiö on kiihdyttämässä myös investointejaan. Yhtiön keskeisimpiä riskejä ovat arviomme mukaan markkinariskit, muutokset toimialalla ja raaka-aineiden hinnat.

Arvostus on vuoden tähtäimellä kaikilla mittareilla varovaisen houkutteleva

Ahlstrom-Munksjön tulosennusteidemme mukaan vuosien 2018 ja 2019 P/E-kertoimet ovat 16x ja 12x, kun taas vastaavat vahvaa liiketoiminnan kassavirtaa paremmin heijastelevat EV/EBITDA-kertoimet ovat 7x ja 6x. Lähivuosien osinkotuottojen ennustamme olevan 3-4 %:ssa. Pidämme arvostusta maltillisena, mutta osakkeelle arvioimamme tuotto-odotus on puhtaasti tuloskasvun varassa. Suhteellisesti arvostus on linjassa maltillisesti hinnoitellun verrokkiryhmän kanssa (alennuksella suhteessa parhaaseen verrokkiin Neenah Paperiin). Positiivista suositusta puoltaa myös DCF-arvostus.

Analyytikko

Antti Viljakainen

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: Lisää

17,00 EUR

Edellinen: 17,00 EUR



Osakekurssi: 15,96 EUR

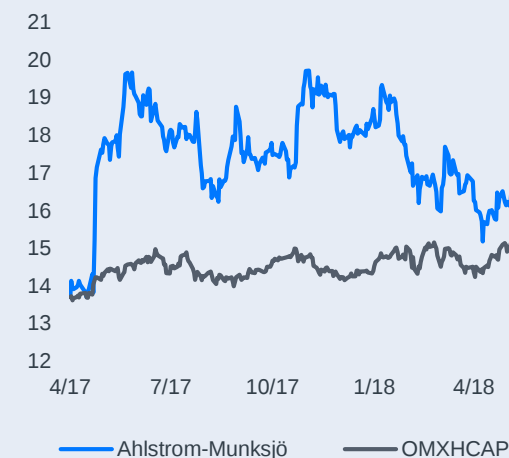
Potentiaali: 6,5 %

Avainluvut

	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	2233	2298	2421
Kasvu-%	3,9 %	3,0 %	5,3 %
EBIT (oik.)	163,8	150,1	191,8
EBIT-% (oik.)	7,3 %	6,5 %	7,9 %
Tulos ennen veroja	109,6	114,1	170,3
Nettotulos	88,5	82,8	124,1
EPS (oik.)	1,09	0,98	1,29
Osinko	0,52	0,56	0,60
Jakosuhde	57 %	65 %	46 %
P/E (oik.)	16,6	16,3	12,4
P/B	1,7	1,5	1,3
P/S	0,8	0,7	0,6
EV/S	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	7,3	7,4	5,9
EV/EBIT	13,0	13,4	9,9
Osinkotuotto-%	2,9 %	3,5 %	3,8 %

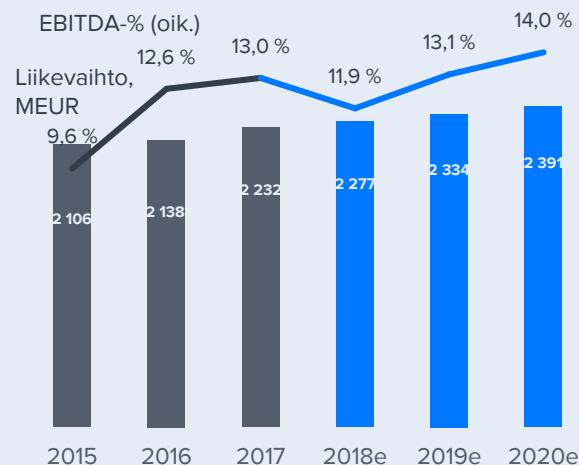
Lähde: Inderes

Kurssikehitys



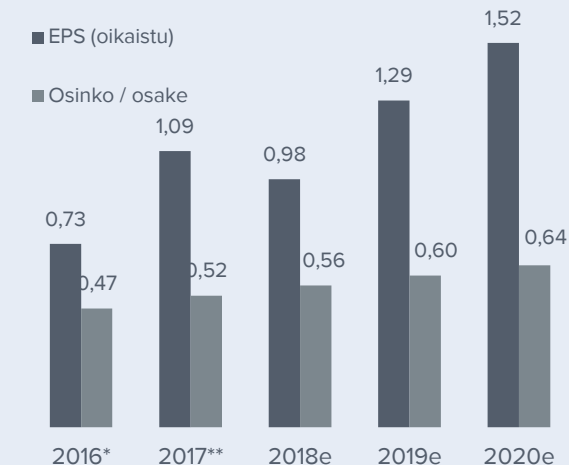
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja EBITDA-% (oik.)



Lähde: 2015 Inderes arvio, 2016-2017 Ahlstrom-Munksjö, 2018-2020 Inderes ennusteet pro-forma

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: *Inderes arvio *A-M pro-forma, ennusteet Inderes

P/E (oik.)

16x

2018e

EV/EBITDA

7x

2018e

P/B

1,5x

2018e

Osinko-%

3 %

2018e



Arvoajurit

- Kannattavuus ei ole vielä potentiaalissaan
- Yhtiöllä on vakaa orgaaninen kasvunäkymä
- Yritysjärjestelyoptio pitkällä aikavälillä
- Hyväksyttävissä arvostuskertoimissa voi olla nousuvaraa



Riskitekijät

- Yhtiön tuotteiden kysyntä on syklistä ja riippuvaista makrokuvasta
- Toimialan rakenteelliset muutokset ja ylikapasiteettiriski
- Raaka-aineiden (etenkin sellu ja titaanidioksidi) hintariskit



Arvostus

- Vuoden 2019 kertoimet ovat maltilliset, kunhan odottamamme tuloskasvu realisoituu
- Suhteellinen arvostus on melko neutraali
- DCF-malli indikoi osakkeelle nousuvaraa
- Lähivuosien vuosituotto-odotus on arviomme mukaan melko hyvä 7-11 % p.a

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely	s. 5-9
Sijoitusprofiili	s. 10-11
Liiketoimintamalli	s. 12-14
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 15-20
Decor	s. 21-24
Filtration&Performance	s. 25-28
Industrial Solutions	s. 29-32
Specialties	s. 33-36
Taloudellinen tilanne	s. 37-39
Tulosennusteet	s. 40-43
Arvonmääritys ja suositus	s. 44-50
Taulukot	s. 51-52
Vastuuvapauslauseke	s. 53

Yhtiöesittely (1/2)

Ahlstromin ja Munksjön fuusio loi johtavan kuitumateriaaliyhtiön keväällä 2017

Ahlstrom-Munksjö syntyi Q2'17:n alussa voimaan astuneessa kuitumateriaaliyhtiö Ahlstromin ja erikoispaperiyhtiö Munksjön fuusiossa. Laajaa tuoteportfoliota useisiin eri segmentteihin tarjoavan yhtiön liikevaihto oli vuonna 2017 2,2 mrd. euroa, mistä 60 % tuli Euroopasta, 24 % Amerikoista ja loput Aasiasta. Oikaistua käyttökatetta Ahlstrom-Munksjö teki viime vuonna 290 MEUR (pro-forma). Tehtaita Ahlstrom-Munksjöllä on neljällä mantereella yhteensä 40 ja henkilöstöä yhteensä noin 6000. Yhtiön on listattu Helsingin ja Tukholman pörseissä. Pääkonttorinsa yhtiö siirtää Helsinkiin.

Munksjön ja Ahlstromin fuusio oli tavallaan yhtiöille paluu juurille, sillä Munksjö Oyj perustettiin vasta vuonna 2013, kun Munksjö AB (perustettu 1862) ja Ahlstromin silloinen erikoispaperiliiketoiminta Label&Processing fuusioituivat Munksjö Oyj:ksi. Mielestämme Ahlstromin kuitumateriaalit ja Munksjön erikoispaperit sopivat strategisesti hyvin yhteen, sillä yhtiöillä on asiakkaita samoilla teollisuuden aloilla (etenkin auto, ruoka- ja juoma sekä rakennusteollisuudessa) ja ne tarvitsevat saman tyyppisiä resursseja. Lisäksi suuremmalla yhtiöllä on skaalaetuja monilla rintamilla aina materiaali-ostoista rahoitukseen. Kun huomioidaan vielä se, että molemmat yhtiöt olivat keväällä 2017 siirtymässä strategisilla poluillaan uudelleenjärjestely- ja tehostusvaiheista asteittain kohti kasvua, yhtiöiden fuusio oli mielestämme kaikin puolin looginen ratkaisu. Myös yhtiöiden integraatio on mennyt viime kvartaalien kehityksen perusteella suunnitelmien

mukaan tai jopa hieman niitä paremmin.

Liiketoimintarakenteessa neljä osa-aluetta

Ahlstrom-Munksjö jakautuu neljään liiketoimintaluokkaan, joiden taloudellista kehitystä yhtiö raportoi ulkoisesti myös sijoittajille:

- 1. Decor** on keskittynyt etenkin rakennus-, sisustus-, ja huonekaluteollisuuden muun muassa laminaateissa ja pinnoitteissa hyödyntämän koristepaperin tuotantoon ja myyntiin. Lisäksi Decor-liiketoiminta valmistaa lääke- ja kosmetiikkateollisuudelle ohutta erikoispainopaperia pakkausten tuoteselostuksiin. Decorin päämarkkinoita ovat Eurooppa, mutta sillä on vientitoimituksia myös Aasian, Lähi-Idän ja Etelä-Amerikan suuntiin. Vuonna 2017 Decorin osuus yhtiön liikevaihdosta oli 17 % ja oikaistusta käyttökatteesta 12 %.
- 2. Filtration&Performance** myy suodatinmateriaaleja autoteollisuuteen, ilman suodatukseen, kaasunergiantuotantoon ja teollisuuden sovelluksiin, kuitukankaita teollisuudelle sekä lasikuitupohjaisia materiaaleja tuulivoimasektorille. Maantieteellisesti F&P:n myynti kertyy Euroopasta, Pohjois-Amerikasta ja Aasiasta. Divisioonan osuus yhtiön liikevaihdosta vuonna 2017 oli 29 % ja oikaistusta käyttökatteesta 42 %.
- 3. Industrial Solutions** valmistaa ja myy teollisuuden käyttöön tarkoitettuja erikoispapereita, etiketeissä ja kuluttajatuotteissa hyödynnettäviä irrokepapereita sekä teollisuuden erikoispapereita. Liiketoiminta-alueeseen

kuuluu myös Ahlstrom-Munksjön ainut sellutehdas, joka myy erikoisvalmistettua pitkäkuitusellua. Industrial Solutionsin päämarkkinoita ovat Eurooppa ja Etelä-Amerikka. Divisioonan osuus konsernin vuoden liikevaihdosta oli noin 28 % ja oikaistusta käyttökatteesta 38 %.

- 4. Specialities** valmistaa useita erilaisia erikoispaperi- ja kuitutuotteita rakennus-, kuluttaja- ja terveyssektoreille useisiin niche-segmentteihin. Liiketoiminta-alueen päämarkkinoita ovat Eurooppa, Pohjois-Amerikka ja Aasia. Specialitiesin osuus konsernin liikevaihdosta vuonna 2017 oli 25 % ja oikaistusta käyttökatteesta 18 %.

Historiallinen kehitys

Munksjön ja Ahlstromin lähtötilanteen eivät vuoden 2013 yritysjärjestelyiden jälkeen olleet helppoja, sillä molemmat yhtiöt kärsivät kroonisesti heikoista kannattavuuksista 2010-luvun vaihteen molemmin puolin. Haasteiden taustalla olivat arviomme mukaan muun muassa liian korkeat kulurakenteet, heikko operatiivinen tehokkuus, pitkät tuotekehitysprosessit, päätöksentekoa hidastaneet monimutkaiset organisaatorakenteet ja vaatimaton hinnoitteluvoima. Lisäksi molempien yhtiöiden markkinat olivat pysyneet finanssikriisin jälkeen haastavina, mikä heijasteli osittain yhtiöiden päämarkkina-alueen Euroopan vaisua talouskasvua. Pitkittyneet epätydyttävät tuloskehitykset olivat heijastuneet negatiivisesti myös Munksjön ja Ahlstromin taseisiin, sillä molemmilla yhtiöillä oli suhteellisen paljon velkaa varsinkin velanhoitokykyihin nähden vuonna 2013.

Yhtiöesittely (2/2)

Sekä Munksjö ja Ahlstrom kävivät vuosina 2013-2016 läpi mittavat kustannussäästö- ja tehokkuusohjelmat, joiden avulla yhtiöt pystyivät laskemaan operatiivisia kulujaan. Suorien säästöjen lisäksi yhtiöt paransivat kilpailukykyään hallituilla tehokkuusinvestoinneilla, sisäisten prosessien virtaviivaistamisella ja kaupallisten strategioiden terävöittämisellä. Lisäksi vuosina 2014-2016 molemmat yhtiöt hyötyivät tiettyjen tärkeiden kustannuskomponenttien maltillisesta hintakehityksestä ja suotuisista valuuttakursseista. Myös yhtiöiden tuotteiden kysyntäkuva alkoi piristyä Euroopan ja maailman talouden elpymisen myötä. Näiden tekijöiden ansiosta fuusioyhtiö pääsi liikkeelle kohtuullisista asemista, sillä molempien yhtiöiden kannattavuudet nousivat niiden viimeisinä itsenäisinä toimintavuosina jo melko hyville tasoille ja myös taseet tervehtyivät. Siten vuoden 2013 järjestely oli mielestämme menestyksenkäs molempien osapuolien kannalta eikä yhtiöiden olisi välttämättä ollut mahdollista saavuttaa näin merkittävää ja nopeaa kannattavuuskäännettä ilman kahden johdon terävää fokusta omien liiketoimintojensa kilpailukyvyyn parantamiseen.

Myös fuusioyhtiön ensimmäinen vuosi oli menestyksenkäs, sillä Ahlstrom-Munksjön onnistui suotuisassa kysyntätilanteessa (pääajurina globaalin talouskasvun piristyminen) kasvattamaan liikevaihtoaan 4 %. Myös yhtiöiden integraatiotyö lähti käyntiin askelmerkkien mukaan ja yhtiö pääsi nostamaan fuusion synergiatavoitteen loppuvuodesta yli 40 MEUR:oon ja vuoden 2018 alussa jo 50

alkuperäisestä noin 35 MEUR:sta. Liikevaihdon kasvu ja fuusion ensimmäiset synergiahyödyt riittivät pitämään tuloksen kasvussa vuonna 2017, vaikka etenkin sellun ja titaanidioksidin reippaasta hinnan noususta johtunut kustannusinflaatio toi yhtiölle merkittävää ja kohti loppuvuotta kiihtynyttä vastatuulta. Jatkossa iso kuva pysyy arviomme mukaan samansuuntaisena: synergiat laskevat kiinteiden kustannusten tasoa vielä vuosina 2018-2019, mutta näiden jälkeen yhtiön arvonluonnin on tultava etenkin liikevaihdon kasvun ja kasvun skaalaamisesta syntyvän marginaaliparannuksen kautta. Liikevaihtotason tärkeyttä korostaa entisestään se, että haastava raaka-ainehintojen tilanne ei osoita nopeita käänteen merkkejä.

Omistajarakenne ja johto

Ahlstrom-Munksjön suurimpia omistajia olivat toukokuun lopussa Ahlström Capital vajaan 19 %:n osuudella ja Alexander Ehrnrootin hallitsema Viknum AB noin 12 %:n osuudella. Näiden tahojen omistukset heijastelevat etenkin Ahlstromin perheyhtiötaustaa. Mielestämme kasvollisten ankkuriomistajien omistus yhtiössä on positiivinen tekijä muiden osakkaiden kannalta ja arvioimme sen tukevan omistaja-arvolähtöisyyttä yhtiön johtamisessa hallituksessa käsin. Melko suurista ankkuriomistajista huolimatta viiden suurimman omistajan ulkopuolinen omistusosuus on lähes 65 % Ahlstrom-Munksjön osakekannasta, joten suurista omistajista huolimatta vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrä (free-float) on mielestämme kohtuullinen. Näin ollen suurten osakkaiden omistukset eivät heikennä mielestämme osakkeen likviditeettiä

suhteettoman paljon.

Ahlstrom-Munksjön toimitusjohtajana aloitti keväällä 2018 Hans Sohlstrom, kun fuusion jälkeen yhtiötä ja aiemmin Munksjö Oyj:tä sekä Munksjö AB:ta luotsannut Jan Åstrom jäi eläkkeelle. Sohlstrom vaikuttaa mielestämme hyvältä valinnalta tehtävään toimialan substanssiosaamisensa ja yhtiön tuntemuksensa (ml. Ahlstromin ja Ahlstrom-Munksjön hallituksen puheenjohtajuus) ansiosta. Ahlstrom-Munksjön hallituksessa on yhteensä 8 henkeä sisältäen sekä omistajien edustajia että ulkopuolisia asiantuntijajäseniä. Hallituksen puheenjohtajana toimii Peter Seligson.

Ahlstrom-Munksjö lyhyesti

Vuoden 2017 fuusiossa syntynyt Ahlstrom-Munksjö on maailman johtavia kuitumateriaaliyhtiötä, jolla on globaali tuotanto-, myynti- ja palveluverkosto

1850-luku

LIIKETOIMINTOJEN
JUURET

2017

AHLSTOMIN JA
MUNKSJÖN FUUSIO

#1-5 markkinaosuus

TUOTESEGMENTIT

* Inderes Arvio

2233 MEUR

2017 LIIKEVAIHTO (pro-forma)

290 MEUR (13,0 % lv:sta)

OIKAISTU KÄYTTÖKATE 2017 (pro-forma)

5893

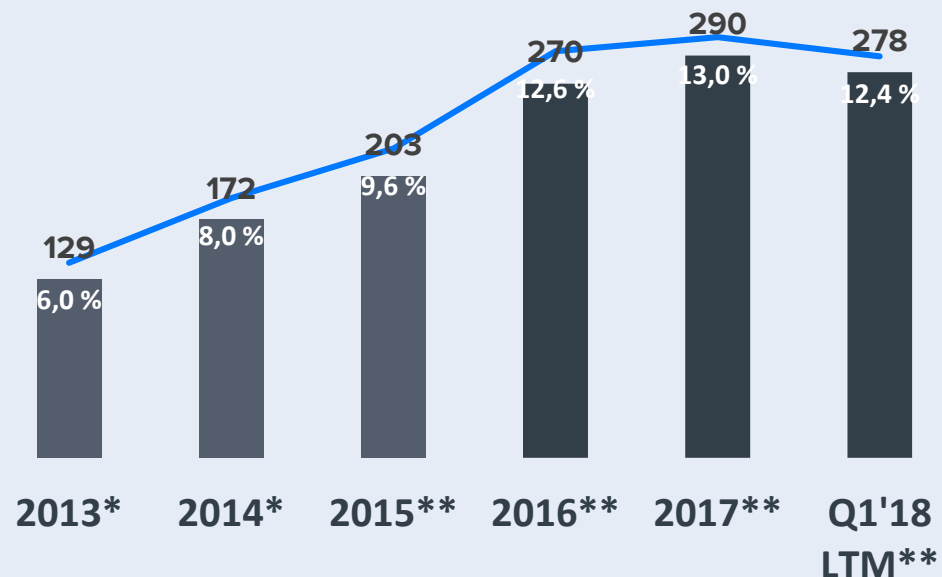
HENKILÖSTÖ Q1'18
KESKIMÄÄRIN

40

TEHDASTA 4
MANTEREELLA

Yhtiöt itsenäisiä vuoden 2013 yritysjärjestelyn jälkeen
Molempien yhtiöiden fokuksena 2013-2016 kilpailukyvyyn
palauttaminen säästöillä ja tehostamisella
Tehostusvaiheet päätökseen 2016, pohja kasvuille tukeva
Yhtiöiden integraatio eteni suunnitelmien mukaan Q2'17-Q1'18
Painopiste siirtyy asteittain voimakkaammin kasvuun

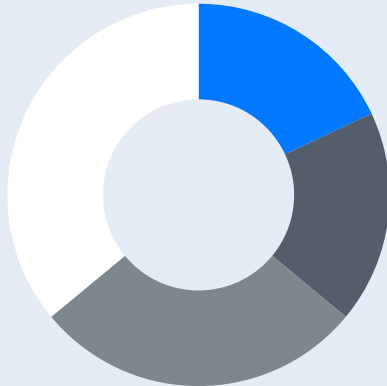
Oik. EBITDA:n ja oik. EBITDA-%:n kehitys 2013-Q1'18 LTM



*Munksjö ja Ahlstrom yhdistettynä (Inderes arvio) **pro-forma

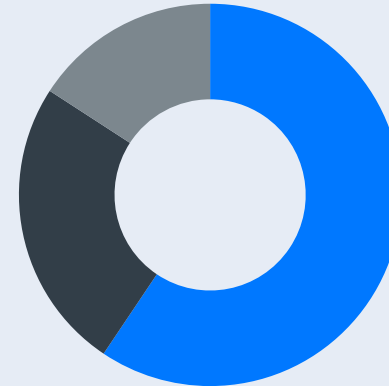
Ahlstrom-Munksjön liiketoimintarakennne

Liikevaihto asiakassegmenteittäin 2017



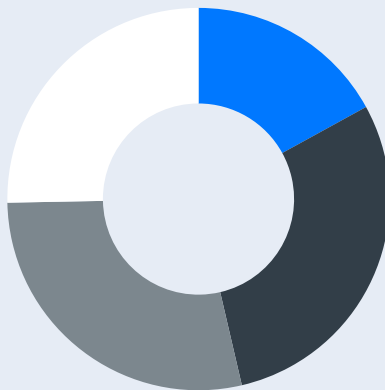
■ Ruoka&Juoma ■ Autoteollisuus ■ Rakennus/Huonekalut ■ Muut

Liikevaihto maantieteellisesti 2017



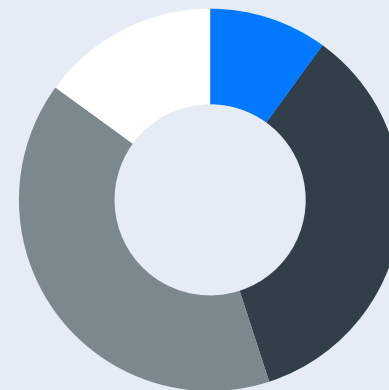
■ Eurooppa ■ Amerikat ■ APAC

Liikevaihto divisioonittain 2017



■ Decor ■ Filtration&Performance ■ Industrial Solutions ■ Specialties

Oikaistu käyttökate divisioonittain 2017



■ Decor ■ Filtration&Performance ■ Industrial Solutions ■ Specialties

Ahlstromin ja Munksjön fuusio

Sijoittaja

- Hajaantuneempi portfolion sekä maantieteellisesti että asiakastoimialoittain
- Synergioiden luoma tuloskasvupotentiaali
- Taseen vahvistuminen mahdollistaa voitonjaon aggressiivisemmän kasvattamisen
- Osakkeen likviditeetin parantuminen yhtiön kokoluokan kasvun ja tunnettavuuden parantumisen myötä

Asiakas

- Mahdollisuus keskittää eri segmenttien ostoja suurempiin ja edullisempiin kokonaisuuksiin
- Kustannustehokkuuden parantumisen luomien hyötyjen jakaminen
- Suuremmalla yhtiöllä paremmat R&D-resurssit (tulevaisuuden kilpailukyvyn varmistaminen)



Ahlstromin ja Munksjön fuusio

Yhtiö

- Mahdollisuus purkaa kaksinkertaisia hallintorakenteita
- Suuremman kokoluokan mahdollistamat ostosynergiat
- R&D-resurssien parempi hyödyntäminen
- Ristiinmyyntipotentiaali auto-, ruoka- ja juoma- sekä rakennussektoreilla
- Rahoitussynergiat
- Liiketoiminnan hajaantuneempi riskiprofiili
- Taseen vahvistuminen

Sijoitusprofiili

Ahlstrom-Munksjö on kasvuhakuinen arvoyhtiö

Mielestämme Ahlstrom-Munksjö profiloituu sijoittajille pitkällä aikavälillä kasvavaksi arvoyhtiöksi. Orgaanisesti yhtiön markkinat kasvavat BKT:n tahtia tai hieman nopeammin, kun uusiutuvat kuitumateriaalit korvaavat muita materiaaleja eri sovelluksissa. Pidämme kuitenkin todennäköisenä, että yhtiö pyrkii jatkossa osallistumaan yritysjärjestelyihin ostopuolella, mikä tehostaisi orgaanista kasvunäkymää ja mahdollistaisi loikan uuteen kokoluokkaan pidemmällä aikavälillä 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 profiloitu kasvumahdollisuuksien ja niiden hyödyntämisen pitkällä aikavälillä vaatimien pääomien takia. Lyhyellä aikavälillä hyvässä kunnossa oleva tase ja vakaa tuluskunto tukee kuitenkin lähivuosien osinkonäkymiä.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Ahlstrom-Munksjön keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Kannattavuuden parantaminen:** Yhtiön kannattavuus ei ole vielä uudelle yhtiölle asetetun yli 14 %:n EBITDA-%:n tavoitteen tasolla. Emme pidä tavoitetta kuitenkaan kohtuuttomana ja kannattavuudessa on mielestämme yhä parantamisen varaa, kun yhtiö saavuttaa fuusiossa tavoitellut 50 MEUR:n synergiat vuoden 2019 alussa. Lisäksi näemme kannattavuudessa lievää skaalautumispotentiaalia, sillä yhtiöllä on vielä joissakin liiketoiminnoissa pienillä pullonkaulainvestoinneilla hankittavaa

tuotantokapasiteettia. Tämä mahdollistaa ainakin tiettyjen liiketoimintojen liikevaihdon kasvattamisen ilman merkittävää kiinteiden kulujen nousua, mikä tukisi kannattavuutta. Kannattavuuden parantuminen voisi tukea myös hyväksyttäviä arvostuskertoimia.

- **Orgaaninen kasvu:** Erikoispaperi- ja kuitumateriaalimarkkinoiden volyymikasvunäkymä on pitkällä aikavälillä BKT:n kasvuennusteiden tasolla tai sitä hieman korkeampi, mikä tarjoaa yhtiön arvon luonnille vahvan pohjan. Orgaanisessa kasvussa onnistuminen tulee arviomme mukaan olemaan keskeisessä roolissa yhtiön pitkän aikavälin arvon luonnissa.
- **Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla:** Globaalit erikoispaperi- ja kuitumateriaalimarkkinat 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. Yhtiöllä on Munksjö AB:n ja Ahlstromin LP -liiketoiminnan fuusiosta jo vahvat näytöt ja myös Munksjö Oyj:n ja Ahlstromin yhdistyminen on lähtenyt hyvin käyntiin. Track-recordin kertyminen kasvattaakin luottamusta, että yritysjärjestelyoptio on sijoittajien kannalta arvoltaan positiivinen.

Riskit

Ahlstrom-Munksjön keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Markkinariski:** Ahlstrom-Munksjö toimii 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 ja riittävän hyvän tuotemixin ylläpitäminen ovat kriittisiä asioita taloudellisen kehityksen kannalta. Näiden kahden tekijän muodostama yhtälö voi heiluttaa yhtiön tuloskehitystä nopeasti.

- **Kilpailutilanteen muutokset:** Hajanaisilla ja houkuttelevan kasvunäkymän tarjoavilla erikoispaperi- ja kuitumateriaalimarkkinoilla rakenteelliset muutokset (esim. uuden kapasiteetin tulo markkinoille) voivat heikentää yhtiön markkina-asemaa varsinkin pitkällä aikavälillä. Alalle tulokynnys toimialalle on pääosin korkea kuitumateriaalien haastavat tuote- ja tuotantovaatimukset huomioiden, mikä pienentää jossain määrin riskin todennäköisyyttä.
- **Raaka-aineiden hintariski:** Ahlstrom-Munksjön merkittävin kustannuserä on noin 35 %:n osuudella kokonaiskuluista sellu, jonka yhtiö ostaa globaaleiden markkinoiden 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 syklinen luonne. Vastaavia raaka-aineriskejä yhtiöllä on myös kemikaalien ja energian suhteen.
- **Yhtiöiden integraation onnistuminen:** Fuusion synergioiden saavuttaminen on arviomme mukaan keskeisessä roolissa kannattavuuden parantamisessa ja toisaalta kasvupohjan rakentamisessa. Riski on kuitenkin pienentymään päin, sillä integraatio on sujunut askelmerkkien mukaan.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Kannattavuudessa vielä parannusvaraa fuusion kustannus- ja myyntisynergioiden kautta
- Hyvä orgaaninen kasvunäkymä
- Tuotemixin kehitys ja uudet tuotteet
- Kasvun kiihdytys ja arvonluonti yrityskaupoilla

Riskit

- Markkinan sykliset muutokset
- Rakenteelliset muutokset toimialalla ja kilpailutilanteessa
- Sellun hintariski
- Muiden raaka-aineiden hintariskit
- Valuuttariskit
- Yhtiöiden integraation onnistuminen

Liiketoimintamalli

Liiketoimintamalli tyypillinen teollisuusyhtiölle

Ahlstrom-Munksjön liiketoimintamalli on tyypillinen valmistavaan teollisuuteen, sillä yhtiö on keskittynyt myymään ja markkinoimaan itse kehittämiään ja valmistamiaan tuotteita. Yhtiö palvelee asiakkaitaan kaikilla mantereilla, mutta kaikki liiketoiminnot eivät operoi vielä globaalisti. Yhtiön tuotteiden melko korkeiden hintojen ansiosta myynti valtamerien yli on monissa sektoreissa mahdollista eikä tehtaiden sijainti asiakkaan lähellä ole täysin kriittistä. Globaaleista rakenteistaan huolimatta yhtiön liiketoimintamalli on hajautettu itsenäisten liiketoimintayksiköiden tasolle. Tämä on mielestämme yhtiön useat hyvin erityyppiset liiketoiminnot huomioiden järkevää.

Monista teollisuusyhtiöistä poiketen Ahlstrom-Munksjöllä on lisäksi globaali palveluverkosto, mikä on tarpeen huomioiden yhtiön tuotteiden varsin tiukat laatu- ja tuotevaatimukset. Liikevaihtonsa yhtiö saa kuitenkin myydyistä tonneista, joten kyseessä on tavaramyyntiä täydentävä ja tukeva komponentti.

Asiakas- ja tuoteportfoliot ovat hajaantuneet

Ahlstrom-Munksjö operoi lukuisilla pienillä niche-markkinoilla, joten yhtiön liiketoiminnalle tyypillistä on myös erilaisten tuotteiden ja asiakkaiden suuri lukumäärä. Tämä hajauttaa asiakasriskejä eikä yhtiöllä ole konsernin mittakaavassa merkittävän osuuden liikevaihdosta tuovia asiakkaita. (divisioonilla on kuitenkin niille merkittäviä yksittäisiä asiakkaita). Asiakkaan menettämisen riski on mielestämme tässä liiketoiminnassa normaalia pienempi, sillä asiakkaalle toimittajan vaihtamisen kustannukset voivat olla korkeat. Tämä rajoittaa mielestämme hinnan merkitystä päätöksenteossa jossain määrin eikä hintasensitiivisyys sektorilla ole

keskimäärin aivan yhtä korkeaa kuin perusteollisuudessa yleensä. Yhtiön asiakassuhteet ovat pääosin pitkiä, mutta sitovat sopimukset ovat tyypillisesti noin kvartaalin pituisia vaihdellen spot-kaupasta noin vuoden sopimuksiin. Hintoja tarkastellaan tyypillisesti seuraavasta sopimuskaudesta sovittaessa. Pääosa sopimuksista ei sisällä raaka-aineklausuuleja tai muita mekaanisia hinnanmuodostusmekanismeja.

Portfolio on kuitenkin melko kompleksi

Riskien hajautumisen vastapainoksi suuri asiakkaiden ja tuotteiden lukumäärä tekee Ahlstrom-Munksjön tuotantoportfoliosta kompleksin, sillä yksittäiset tuotantojaksot jäävät lyhyiksi ja lajinvaihtoja on paljon. Tämä soveltuu lähtökohtaisesti huonosti paperiteollisuuden ja sitä muistuttavan kuitumateriaalituotannon kaltaiseen prosessiteollisuuteen, jossa tehokkuus maksimoituu pitkissä yhtäjaksoisissa tuotantosarjoissa. Tämä siitähän huolimatta, että yhtiön konekanta on huomattavasti bulkki-tuotannossa 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.

Toimialalla skaalaedut ovat huomattavia

Ahlstrom-Munksjön liiketoiminta on suhteellisen pääomaintensiivistä prosessiteollisuutta, jossa suuruuden ekonomiasta on selkeitä hyötyjä. Etenkin olemassa olevan kapasiteetin täyttäminen ja sen kapasiteetin kasvattaminen skaalautuvat varsin hyvin, 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.

Kokonaisuutena arvioimme, että noin 70 % Ahlstrom-Munksjön kustannuksista on luonteeltaan muuttuvia ja heikosti skaalautuvia kustannuseriä. Loput ovat ainakin lyhyellä tähtäimellä kiinteitä kuluja. Siten yhtiön liike-toiminnassa on kohtuullinen tulosvipu. Vipu toimii kaksisuuntaisesti, sillä volyymin laskiessa kiinteitä kuluja on vaikea karsia nopeasti.

Prosessiteollisuus sitoo pääomia

Prosessiteollisuudessa toiminnan laajentaminen ja kilpailukyvyyn ylläpitäminen vaativat pitkällä aikavälillä investointeja tuotantolaitoksiin, mikä taas sitoo merkittävästi pääomaa. Viime vuosina Ahlstrom-Munksjön kiinteän omaisuuden ja liikevaihdon suhde on ollut vajaat 40 %, mikä kuvaa mielestämme hyvin liiketoiminnan pääomaintensiivisyyttä. 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).

Lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä Ahlstrom-Munksjön investointitarpeet ovat kohtuulliset, sillä arvioimme mukaan yhtiön tuotantoportfolio on hyvässä kunnossa. Tämä mahdollistaa sekä tuotannon määrän että arvon kasvattamisen kohtuullisin lisäpanostuksin. Tilikaudella 2017 Ahlstrom-Munksjön investoi 89 MEUR eli hieman alle kiinteän omaisuuden poistojen tason. Tänä vuonna ja lähivuosina investointitasot kuitenkin nousee kasvuinvestointien takia selvästi ja myös lähivuosina kasvun ylläpitäminen vaati todennäköisesti tiettyjen investointien jatkoa.

Liiketoimintamalli

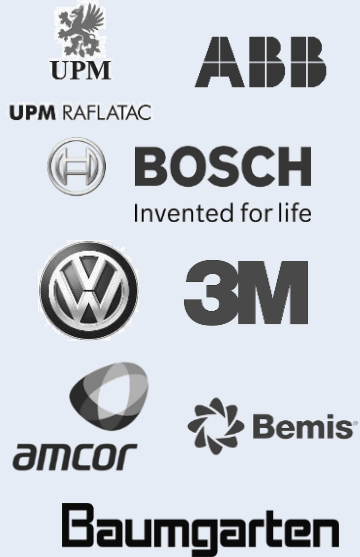


Inderesin arvio Ahlstrom-Munksjön liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Ahlstrom-Munksjön liiketoimintaympäristö

Asiakkaat*

Satoja yhtiötä eri sektoreilta

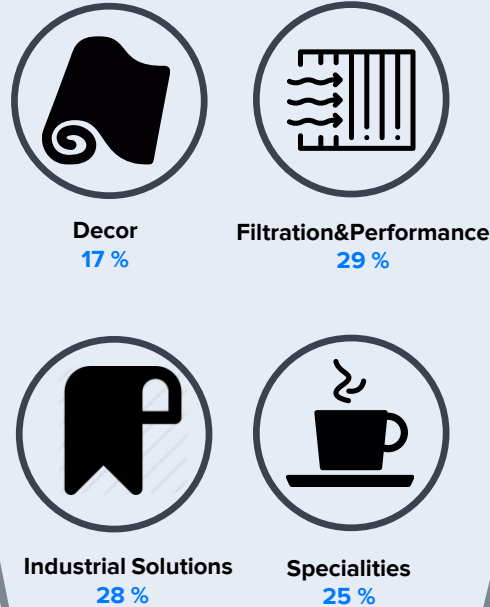


Kilpailijat

Jokaisella sektorilla oma kilpailijakenttä



Segmentit (osuus lv:stä 2017, %)



Pääprosessit

Ostot ja logistiikka



Tuotekehitys ja tukifunktiot



Tuotanto



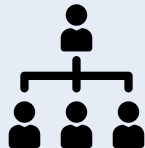
Myynti, markkinointi ja asiakaspalvelu



Kustannusrakenne (käteiskulut ilman kertaeriä 1980 M€ 2017)



Materiaalit ja palvelut
(53 % kuluista)

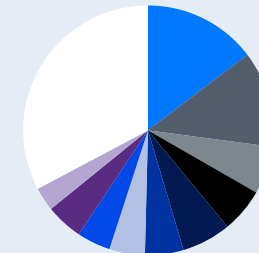


Henkilöstökulut
(21 % kuluista)



Liiketoiminnan muut kulut
(27 % kuluista)

Maantieteellinen myyntijakauma 2017



USA Saksa Italia Brasilia Kiina Espanja
Puola Irlanti Ranska Turkki Muut maat

Lähde: Inderes, Ahlstrom-Munksjö

*Kuvan logot ovat Inderesin arvioita yhtiön asiakkaista, yhtiö ei ole julkaissut asiakkaitaan

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/3)

Tavoitteena on kannattava kasvu kuitumateriaaleissa

Ahlstrom-Munksjön strategian ydinajatuksena on mielestämme hyödyntää globaalien erikoispaperi- ja kuitutuotemarkkinoiden pitkällä aikavälillä suotuisat kasvunäkymät.

Asiakassektoreista painopistealueita ovat arviomme mukaan auto-, ruoka- ja juoma- sekä rakennus- ja sisustusteollisuudet, joissa yhtiön markkina-asema on jo vahva. Näillä sektoreilla yhtiöllä on myös ristiinmyyntimahdollisuuksia eri divisioonien kesken. Uusiin merkittäviin asiakassektoreihin emme usko yhtiön pyrkivän murtautumaan lähivuosina, sillä nykyisissäkin riittää vielä kasvupotentiaalia maltillisemmalla riskitasolla. Yhtiön tavoitteena on myös olla suurin tai toiseksi suurin peluri kaikissa liiketoiminnoissa (suurin osa yhtiön liiketoiminnoista täyttää kriteerin jo nyt), mikä puoltaa toistaiseksi nykysegmenttien potentiaalinen ulosmittausta. Pidemmällä aikavälillä uusii sektoreihin laajentuminen on optio, sillä kuitumateriaalien hyödyntämismahdollisuuksien osalta kaikkia kiviä ei ole vielä käännetty ja paine uusiutumattomien materiaalien korvaamiseen tulee jatkossa vain kasvamaan.

Mielestämme fuusion julkaisemisen yhteydessä kommunikoitu strategia ohjaa yhtiötä oikeaan suuntaan ja pidämme valittuja niche-markkinoita hyvänä huomioiden yhtiöiden vahvuudet ja liiketoimintojen väliset synergiat. Strategia jättää yhtiölle paljon liikkumavaraa strategiseen kasvuun joko nykyisten tuotesegmenttien ulkopuolelle (esim. yhtiö on läsnä vain kolmasosassa erikoispaperimarkkinan segmenttejä) tai uusille maantieteellisille alueille. Varsinkin maantieteellisen peiton laajentaminen tulee todennäköisesti olemaan yhtiön agendalla ainakin pitkällä aikavälillä, sillä toistaiseksi

Euroopan paino portfolioissa on vielä tuntuva ja toisaalta tärkeimmät kasvumarkkinat ovat kehittyvillä markkinoilla etenkin Aasiassa.

Kannattavuutta haetaan markkina- ja tuotejohtajuuden kautta

Ahlstrom-Munksjö on maininnut tavoitteekseen myös jatkaa lisäarvon tuottamista asiakkailleen korkealaatuisen tuotevalikoiman avulla. Arviomme mukaan tämä tarkoittaa käytännössä markkinoiden kehittyneintä ja innovaatioiden myötä jatkuvasti kehittyvää tuoteportfolioa, 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. 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 parantamalla.

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 järkevänä, sillä jatkojalostuksen tuotantoa pienempi pääomaintensiteetti mahdollistaa kohtuullisillakin marginaali-parannuksilla terveen tuoton investoinneille. Arvoketjussa siirtymistä yhtiö joutuu käyttämään kuitenkin harkiten eikä se sovellu kaikkiin segmentteihin, jotta yhtiö ei ajaudu kilpailuun nykyisten 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 pitkällä aikavälillä väistämättä marginaalipainetta aiheuttavaa hintaeroosiota. Tämä on tärkeää, sillä Ahlstrom-Munksjöllä ei mielestämme ole rakenteellista ja pitkällä tähtäimellä kestävästä kustannusetausta, vaikka tällä hetkellä yhtiö onkin arviomme mukaan suurimmilta osin kustannuskilpailukykyinen. Tuotannon arvon puolustamisessa myös räätälöidyillä palveluilla on mielestämme roolinsa korkeiden ja spesifien laatuvaatimusten sektorilla, vaikka suoraa liikevaihtoa yhtiö ei palveluista saakaan emmekä usko sen olevan edes yhtiön tavoitteena vaan palveluiden on tarkoitus tukea tavaramyyntiä myös jatkossa.

Operatiivisen toiminnan ja tehokkuuden parantaminen pysyy fokuksessa

Vaikka kannattavuuden parantaminen on ollut viime vuosina sekä Ahlstrom-Munksjön agendassa korkealla ja yhtiön liiketoiminnot ovat pystyneet parantamaan kannattavuuttaan selvästi, on operatiivisen tehokkuuden jatkuva parantaminen arviomme mukaan edelleen yksi Ahlstrom-Munksjön keskeisiä strategisia tavoitteita. Mielestämme tämä on myös välttämätöntä, sillä erikoispaperi- ja kuitumateriaaliliiketoiminnot ovat erittäin kilpailtuja sektoreita ja toimialan keskiarvoja korkeampien marginaalien saavuttaminen vaatii vahvan markkina-aseman ja kilpailukykyisen tuoteportfolion lisäksi kustannusjohtajuutta tai vähintään erittäin hyvää kustannuskilpailukykyä (ts. korkeaa operatiivista tehokkuutta). Näin ollen tehokkuuden parantamiseen pitää mielestämme suhtautua jatkuvana prosessina.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/3)

Arviomme mukaan suuret rakenteelliset liikkeet kustannusten osalta Ahlstrom-Munksjö on lähitulevaisuuden osalta kuitenkin tehnyt fuusion synergiasäästöjä lukuun ottamatta vuosina 2013-2016. Synergiasäästöjä yhtiö tavoittelee saavuttavansa vuoden Q1'19:n loppuun mennessä 50 MEUR (alun perin noin 35 MEUR), mikä koostuu pääosin yleiskustannuksista (mm. kaksinkertaiset hallintorakenteen purkaminen ja toimintojen yhdistäminen) ja pienemmiltä osin tuotannon optimoinnista (esim. logistiikka) sekä kemikaalioistoista (sellua yhtiöt ovat ostaneet yhdessä jo aiemmin) sekä prosessien yhtenäistämistä (esim. T&K-resurssien käyttö). Pidämme yhtiön synergiasäästö tavoitetta realistisena ja odotamme Ahlstrom-Munksjön saavuttavan synergiat tavoitteiden mukaisesti. Synergioiden realisointi on mielestämme myös erittäin tärkeää yhtiön pidemmän aikavälin kasvupohjan ja kilpailukyvyyn kannalta, joten säästöjen etenemistä on syytä seurata tarkasti. Synergiasäästöjen jälkeen yhtiö on arviomme mukaan kilpailukykyinen kiinteissä kuluissa.

Operatiivisen tehokkuuden parantaminen tulee todennäköisesti olemaan jatkossa tasaisempaa jatkuvaa parantamista, jossa keskeisessä roolissa ovat materiaali-, energia- ja henkilöstö-tehokkuuden nostaminen muun muassa prosessikehityksen ja nopean takaisinmaksuajan (1-3 vuotta) kehitysinvestointien avulla. Näitä yhtiö on jo tehnyt useilla tehtaillaan vuosina 2017-2018. Tehokkuutta yhtiö hakee arviomme mukaan myös viime vuonna lanseeratulla itsenäisiin liiketoimintayksiköihin pohjautuvalla liiketoimintamallilla, jonka on tarkoitus varmistaa nopea päätöksenteko, joustavuus ja läpinäkyvyys luopumatta kuitenkaan suuremman kokonaisuuden mittakaavahyödyistä. Mielestämme valittu organisaatiomalli sopii hyvin yhtiön nykyiseen kehitysvaiheeseen.

Kasvun tullaan kiihdytetään pitkällä aikavälillä yritysostoilla

Kuitumateriaalien ja erikoispaperien markkinat ovat varsin fragmentoituneita, sillä muutaman globaalin yhtiön lisäksi eri segmenteissä toimii tyypillisesti suurehko määrä alueellisia pelureita. Kun huomioidaan, että liiketoiminta on suhteellisen pääomaintensiivistä ja suuruuden ekonomian hyödyt kustannuspuolella ovat konkreettisia, on markkinan konsolidoituminen pitkällä aikavälillä väistämätöntä. Arviomme mukaan myös Ahlstrom-Munksjö on yhtenä alan johtavista pelureista halukas osallistumaan konsolidaatioon ostopuolella pitkällä aikavälillä.

Yritysjärjestelyillä yhtiön olisi helpointa ottaa selkeä loikka seuraavaan kokoluokkaan ja mahdollisesti laajentua samalla strategisesti uusille markkinoille ja/tai uusiin tuote-segmentteihin. Suhtaudumme tähän option lähtökohtaisesti positiivisesti, mikä johtuu yritysjärjestelyjä tukevan toimialarakenteen lisäksi yhtiön toistaiseksi hyvistä näytöistä yritysjärjestelykentällä. Lopullinen suhtautumisemme yrityskauppoihin on toki täysin tapauskohtaista ja riippuvainen suurelta osin ostokohteen hinnasta ja kohteen laadusta.

Yhtiö on myös toteuttamassa ensimmäistä yrityskauppaa fuusion jälkeen, sillä Q1'18-raporttinsa yhteydessä Ahlstrom-Munksjö kertoi allekirjoittaneensa sopimuksen Caeirasin erikoispaperitehtaan ostamisesta Brasiliassa 100 MEUR:lla. Tehdas teki viime vuonna 80 MEUR:n liikevaihdolla 13 MEUR:n oikaistun käyttökateen. Ahlstrom-Munksjö arvioi saavansa järjestelystä 5 MEUR:n synergiat, mitä pidämme uskottavana yhtiön lähellä olevat ja osin päällekkäiset Brasilian operaatiot huomioiden. Näin ollen kauppahinta vastaisi synergiat huomioiden

maltillista EV/EBITDA-kerrointa 5x, joten myös tässä järjestelyssä on kaikki onnistumisen edellytykset, kun huomioidaan maltillinen ostohinta ja strateginen logiikka (markkina-aseman vahvistuminen ja synergiat). Kaupan odotetaan toteutuvan loppuvuodesta.

Vaihtoehtona strategisessa kasvussa olisivat investoinnit 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 investointikustannuksista ja pitkistä tuotannon ylösajajaksista.

Kaksi liiketoimintaa voi olla myös myynnissä

Portfolion muokkaaminen on arviomme mukaan täysin mahdollista myyntipuolellakin lähiaikoina, sillä uskomme yhtiön olevan valmis harkitsemaan ainakin Munksjön entisen Graphics&Packaging-liiketoiminnan ja Building&Wind -yksiköiden roolia konsernissa, jos varteenotettavia ostajia löytyisi. Ensimmäisen liiketoiminnan osalta Ahlstrom-Munksjön ongelma on heikko kannattavuus, jota ei ole helppo nostaa sektorin vaikea toimintaympäristö huomioiden konsernia tyydyttävälle tasolle. Building&Wind on sen sijaan ainut konsernin uusiutumattomia materiaaleja hyödyntävä liiketoiminta, mikä ei välttämättä sovi pitkällä tähtäimellä konsernin profiiliin. Building&Windin divestointi vaatisi kuitenkin hyvän tarjouksen, sillä liiketoiminta tekee arviomme mukaan tällä hetkellä hyvää kassavirtaa konsernille.

Strategia



Ahlstrom-Munksjön yritysostostrategia

Ahlstrom-Munksjön kriteeristö yritysostoille



Omistaja-arvon luominen yrityskaupoilla



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

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

Vuoden 2017 lopussa Ahlstrom-Munksjö täytti taloudelliset tavoitteet taseen osalta selvästi (2017: nettovelkaantumisaste 36 %). Kannattavuustavoitetta yhtiö ei ole vielä saavuttanut (2017: oikaistu EBITDA-% 13,0 %).

Kannattavuustavoite on realistinen

Vaikka kannattavuustavoitteen alarajaan on vielä matkaa, pidämme tavoitetasoa realistisena Ahlstrom-Munksjöille. Synergioiden realisointi ei kuitenkaan yksin riitä tavoitetasolle yltämiseen vaan yli 14 %:n EBITDA-%:n saavuttaminen vaatii yhtiöltä näkemysemme mukaan kannattavaa kasvua markkinoiden mukana, tuotemixin kehittämistä sekä operatiivisen tehokkuuden ja hinnoittelun parantamista (etenkin Decorissa ja Specialitiesissa). Tavoite on mielestämme kuitenkin täysin realistinen yhtiölle muutaman vuoden tähtäimellä. Yhtiön lähin verrokki Neenah Paper on myös kestävästi saavuttanut noin 15 %:n EBITDA-marginaalin, mikä myös indikoi tavoitteen realistisuutta.

Yhtiön liiketoiminnan pääomaintensiivisyyden ja yrityskauppojen jälkeisen suuren

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

Kasvu korostuu kannattavuuden nostamisessa

Kuten todettua, Ahlstrom-Munksjön sijoittaja-profiiliin painopiste siirtyy asteittain kohti kasvua vuosien 2013-2016 uudelleenjärjestelyiden ja fuusion integraation etenemisen myötä. Yhtiö ei kuitenkaan ole toistaiseksi asettanut itselleen kasvutavoitetta (emme olisi yllättyneitä, jos taloudellisiin tavoitteisiin lisättäisiin kasvutavoite CMD:llä syyskuussa 2018). Mielestämme yhtiön orgaanisen kasvupotentiaalin pitäisi olla globaalin BKT:n kasvun tasolla tai hieman sen yli noin 3-4 %:ssa vuodessa. Tämä perustuu pitkällä aikavälillä yhtiön tuotteita tukeviin vahvojen kasvuajureihin, joihin kuuluu väestön kasvun, elintason nousun, kestävä kehityksen ja kaupungistumisen kaltaisia vahvoja trendejä.

Markkina-asemansa (#1 tai #2 suurimmassa osassa liiketoimintoja) perusteella yhtiön pitäisi myös tavoitella markkinoita hieman nopeampaa orgaanista kasvua. Lisäksi arvioimme, että pitkällä aikavälillä yhtiön kasvusta jopa suurempi osa muodostuu epäorgaanisesta kasvusta kuin orgaanista kasvua. Epäorgaaninen kasvu on kuitenkin portaittaista ja vaikeasti ennakoitavaa.

Taserakenne

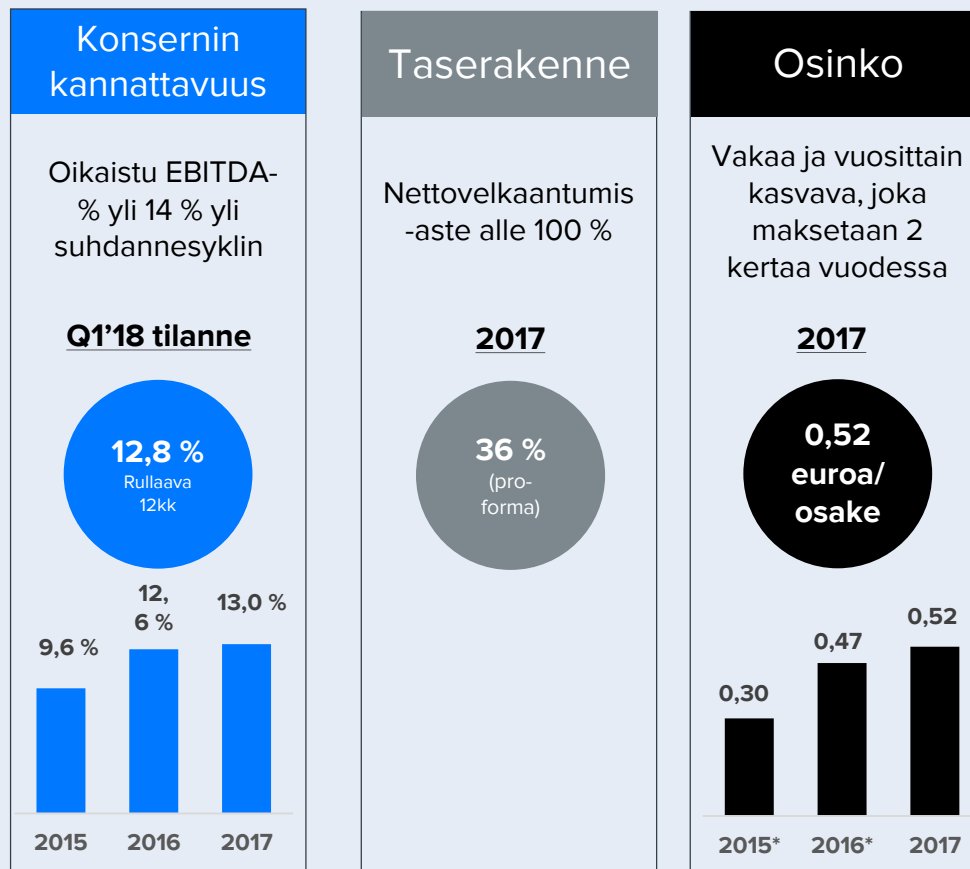
Yhtiön tavoitetaso pääomarakenteen suhteen on väljä, mikä heijastelee yhtiön halua säilyttää merkittävä taloudellinen liikkumavara pitkällä aikavälillä eteen tulevia strategisia investointeja ja/tai yrityskauppoja silmällä pitäen. Tavoitteen yläraja heijastelee mielestämme yhtiön riskinottohalun rajoja strategisia hankkeita ajatellen.

Ahlstrom-Munksjö on tällä hetkellä taseen osalta selvästi tavoitetason ylärajan alapuolella ja loppuvuodesta 2018 toteutuvan yrityskaupan jälkeen velkavipu kääntyy jälleen laskuun. Toimiala on pääomaintensiivinen ja tietyn velkavivun käyttäminen on mielestämme liiketoiminnassa järkevää oman pääoman tuoton optimoimiseksi. Siten emme usko yhtiön pyrkivän painamaan velkaantumisastettaan pysyvästi kohti nettovelattomuutta vaan velkasuhteen laskiessa yhtiö voi siirtää rahavirran allokointiaan velkojen maksusta investointeihin ja/tai voitonjakoon. Normaalissa tilanteessa yhtiön mukavuusalue velkavivun suhteen voisi olla noin 40-60 %:n nettovelkaantumisaste.

Osingonjako

Myös Ahlstrom-Munksjön osinkopolitiikka on väljä ja mielestämme pitkäjänteisyyttä korostava. Kevään 2018 yhtiökokouksen hyväksymä osinko 0,52 euroa osakkeelta toimii siten uutena pohjatasona, jolta Ahlstrom-Munksjö lähtee kasvattamaan osinkoaan tasaisesti. Arvioimme mukaan yhtiöllä on tähän hyvät edellytykset, kunhan markkina (ts. tulos) ei heikkene oleellisesti lähivuosina. Kaksi kertaa vuodessa maksettavaa osinkoa pidämme erinomaisena uudistuksena sijoittajien kannalta.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet



*Ahlstromin ja Munksjön yhteenlaskettu osinko jaettuna Ahlstrom-Munksjön osakemäärällä

Decor (1/3)

Decor on Eurooppaan keskittynyt liiketoiminta

Decor-liiketoiminta-alueen päätuote ovat valkoiset ja värilliset koristepaperit. Painamalla tai kyllästämällä kuviomuotoja tai puupintaa jäljitteleviksi laminaateiksi jalostettavia papereita käytetään huonekaluissa, ovissa, keittiökalusteissa ja lattamateriaaleissa. Nämä tuotteet kattavat arviomme mukaan noin 95 % liiketoiminnan myynnistä. Lisäksi Decor valmistaa lääke- ja kosmetiikkapakkauksien tuoteselosteissa käytettäviä ohuita painopapereita, jotka tuovat loput 5 % yksikön liikevaihdesta.

Decorin tehtaot sijaitsevat Ranskassa, Ruotsissa, Espanjassa sekä Saksassa. Decor on siis vahvasti Eurooppaan keskittynyt liiketoiminta tehtaiden sijainnin takia, vaikka laminaattimateriaalien korkeat tonnihinnat mahdollistavat kaukoviennin ainakin yläsegmentissä ja myös Decor myy erikoispapereita Euroopasta käsin Lähi-Idän, Etelä-Amerikan ja Aasian markkinoille. Euroopan osuus Decorin laminaattimateriaalimyynnistä on kuitenkin arviomme mukaan yli 85 % viennin viime vuosina lievästi kasvaneesta osuudesta huolimatta. Caieirasin erikoispaperitehtaan oston Decor vahvistaa markkina-asemaansa Etelä-Amerikassa, mutta myös jatkossa liiketoiminta pysyy selvästi Eurooppa-vetoisena.

Liiketoimintaa ajaa rakennussektorin kehitys

Koska Decorin tuotteita käytetään pääosin huonekaluissa, rakenteiden pintamateriaaleissa ja sisustamisessa, divisioonan tuotteiden kysyntää ajaa etenkin rakennussektorin kehitys. Rakennussektoria ja siten Decor-liiketoimintaa tukevat arviomme mukaan kaupungistumisen ja elintason nousun kaltaiset megatrendit. Rakentamista on tyypillisesti syklisiä ja rakentamiseen sovelletaankin usein karkeasti 1,5x vipukerrointa suhteessa BKT:n kehitykseen. Ahlstrom-Munksjölle positiivista on kuitenkin se, että Decorin laminaattimateriaaleja käytetään myös remonteissa,

sisustamisessa ja huonekaluissa, joten aivan uudisrakentamisen jyrkän voimakasta syklistä 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. lääketeet).

Decorin relevantit markkinat ovat Euroopan lisäksi Kiinassa

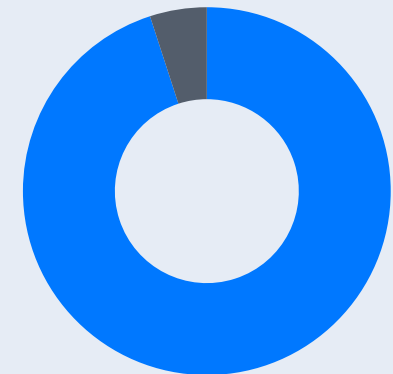
Decorin markkinan koko oli arviomme mukaan vuonna 2017 globaalisti noin 1,2 miljoonaa tonnia tai noin 2 miljardia euroa. Maantieteellisesti Aasia on suurin markkina, sillä sen osuus volyymistä on reilut 50 %. Yksittäisistä maista selvästi suurin on Kiina, joka vastaa valtaosaa koko Aasian kysynnästä. Sen markkina dominoivat kuitenkin halvat alasegmentin tuotteet, mikä ei osu erityisen hyvin Decorin tämänhetkiseen fokusalueeseen. Toinen merkittävä markkina on Eurooppa, jonka osuus globaalista markkinasta on noin 40 %. Suurin yksittäinen markkina Euroopassa on Saksa.

Loput markkinasta jakautuvat muille mantereille, joista Ahlstrom-Munksjölle relevantteja ovat Lähi-Itä ja Etelä Amerikka. Huomioitavaa kuitenkin on, että Pohjois-Amerikassa laminaattimarkkina ei ole merkittävä, mikä johtuu arviomme mukaan paikallisista rakennus- ja sisustustrendeistä, joissa suositaan puuta pintamateriaalina. Ilman trendien merkittävää muutosta Pohjois-Amerikka ei siten myöskään tulevaisuudessa tule olemaan Ahlstrom-Munksjölle houkutteleva kasvumarkkina Decorissa.

Kiina on kasvumarkkina, mutta myös Eurooppa kasvaa kohtuullisesti

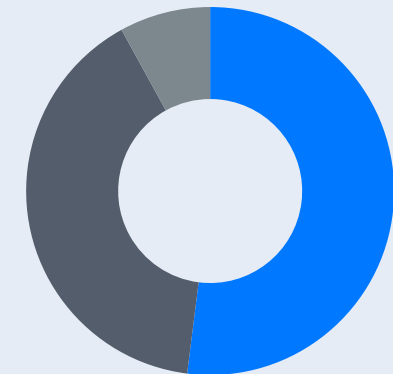
Pitkällä aikavälillä Decorin markkinan pitäisi arviomme mukaan kasvaa lievästi BKT:n kasvua ripeämmin johtuen rakennussektorin kysyntä-vivusta.

Decorin tuotesegmentit



■ Decor-paperit ■ Erikoispainopaperit

Decor-markkinan jakautuminen



■ Aasia ■ Eurooppa ■ Muut

Decor (2/3)

Käytännössä arvioimme tämän tarkoittavan keskimäärin noin 2-3 %:n vuosittaista kysynnän kasvua ilman Kiinaa.

Kiinassa kasvu voi olla voimakkaampaa, mutta Kiinan markkinaa toistaiseksi dominoiva alasegmentti ei ole erityisen relevantti Ahlstrom-Munksjön nykyiselle Euroopassa sijaitsevalle tuotantoportfoliolle ja vielä toistaiseksi varsin pienen yläsegmentin yhtiö pystyy hoitamaan viennillä Euroopasta. Markkinan syklisen luonteen takia yksittäisten vuosien kysyntä tulee vaihtelevaan selvästi myös jatkossa. Tällä hetkellä Decorilla on arviomme mukaan suhteellisen suotuisa syklin vaihe, sillä BKT ja rakentaminen ovat elpyneet vuosina 2015-2017 Euroopassa ja myös Kiinassa valtion elvytyspolitiikka on piristänyt rakentamista.

Euroopan markkina on erittäin keskittynyt, tuottajilla on kohtainen hinnoitteluvoima

Ahlstrom-Munksjön Decor on arviomme mukaan Euroopassa hieman tuotesegmentistä riippuen markkinajohtaja tai kakkonen. Yhteensä yhtiön markkinaosuus on arviomme mukaan noin 30 %, mikä kuvaa hyvin yhtiön vahvaa asemaa kotimarkkinoilla. Kilpailijoista Technocell on arviomme mukaan samassa kokoluokassa tai hieman suurempi, kun taas Malta Decor on hieman Decoria ja Technocelliä pienempi noin 20 %:n markkinaosuudella. Loput Euroopan pelureista ovat jo selvästi pienempiä.

Kokonaisuutena sektori on varsin keskittynyt, sillä kolmella suurimmalla pelurilla on Euroopan kapasiteetista arviomme mukaan jopa 80 %. Tuottajien kannalta tilanne on mielestämme hyvä, sillä keskittynyt rakenne, positiivinen kysyntätrendi ja hyvä markkinatasapaino antavat mielestämme tuottajille kohtuullisen hinnoitteluvoiman. Historiallisesti hintakuri on pitänyt sektorilla melko hyvin heikomman kysynnän jaksoilla, jolloin tuottajat ovat hintojen puolustamiseksi rajoittaneet tuotantoa ja leikanneet

kapasiteettia pysyvästi. Sama pätee nousevien raaka-aine hintojen jaksoihin, jolloin raaka-aineiden hintojen nousua on yleisesti kompensoitu hinnan korotuksilla. Hinnoitteluvoima onkin Decor-liiketoiminnassa tarpeen, sillä kysynnän syklisyyden lisäksi liiketoiminnan kannattavuuteen vaikuttaa oleellisesti erittäin volatiilin titaanidioksidin (noin 30 % Decorin operatiivisista kuluista) hintataso. Titaanidioksidin hinnan muutoksien siirtäminen myyntihintoihin on siten kriittistä tuottajien kannattavuuden perspektiivistä.

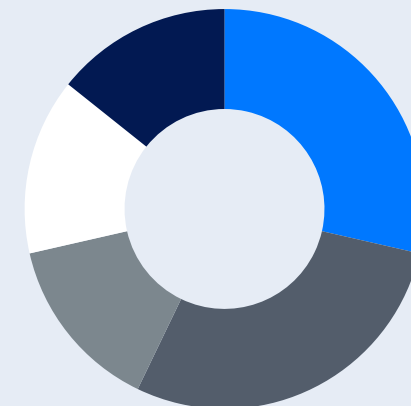
Potentiaalisena uhkana markkinatasapainolle voisi olla halpituonti Kiinasta, jossa paikalliset toimijat ovat investoineet viime vuosina myös decor-paperien tuotantoon. Toistaiseksi selkeitä merkkejä kiinalaisten luomasta uudesta kilpailupaineesta ei kuitenkaan Euroopan markkinoille ole, mutta tilanteen kehittymistä täytyy vielä seurata.

Jo suuren markkina-osuuden takia Ahlstrom-Munksjön on vaikea kasvattaa Decorin Euroopan liiketoimintaa markkinoita nopeammin (ts. voittaa markkinaosuutta), joten divisioonan Euroopan kasvupotentiaali hakeutuu maltillisen markkinakasvun tasolle pitkällä aikavälillä. Suuren markkinaosuuden takia myöskään epäorgaaninen kasvu ei ole Decorissa mahdollista Euroopassa.

Kasvua haetaan kaukomarkkinoilta

Euroopan markkinarakenne huomioiden Decorin kokoluokan selvä kasvattaminen vaatii yhtiöltä käytännössä etenkin orgaanista tai epäorgaanista kasvua Lähi-Idän, Etelä-Amerikan ja/tai Aasian markkinoilla. Merkittävä kasvu Kiinassa kuitenkin edellyttäisi yhtiöltä arviomme mukaan strategisia investointeja paikalliseen valmistukseen, sillä Kiinan markkinasta valtaosan kattavissa ala- ja keskisegmenteissä operoiminen on vaikeaa, kun huomioidaan Euroopassa olevan tuotannon kustannusrakenne sekä logistiikkakustannukset.

Euroopan markkinaosuudet



■ Munksjö ■ Technocell ■ Malta Decor
■ Koehler ■ Muut

Decor (3/3)

Ahlstrom-Munksjön kannalta kiinnostavassa yläsegmentissä Kiinan, Etelä-Amerikan ja Lähi-Idän markkinat ovat vielä melko rajalliset ja niissäkin hintatasot ovat Eurooppaa alemmat ja siten suhteelliset marginaalit ohuimmat. Kiinassa myös kilpailu on varsin kireää. Näin ollen kaukomarkkinoihin panostaminen voi laimentaa lievästi divisioonan kannattavuusmarginaaleja lähivuosina. Pidämme silti maltillista panostamista kaukomarkkinoihin yhtiöltä sinänsä järkevänä jo nyt, kun huomioidaan Euroopan markkinan tiukkaa hinnoittelua ja markkinaosuuden säilyttämistä puoltava markkinarakenne. Pitkällä aikavälillä arvioimme yhtiön pyrkivän laajentumaan Decorissa ainakin Aasian kasvumarkkinoille, kunhan markkinakoko yläsegmentissä on talouskasvun myötä kasvanut suuremmaksi.

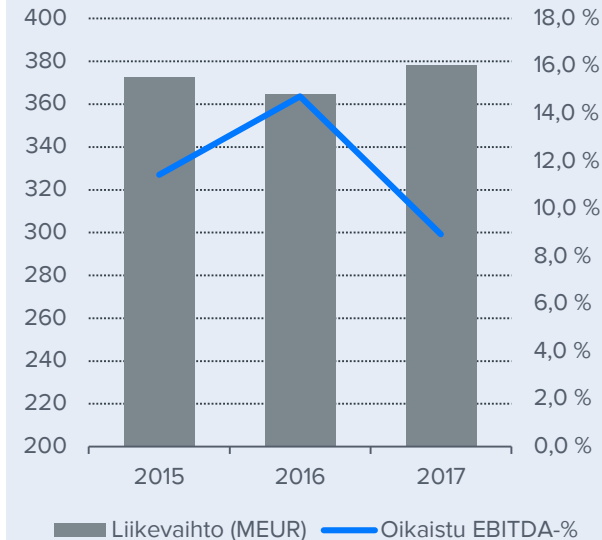
Decorin pitäisi pystyä sektorin parhaalle kannattavuustasolle

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 sekä tiettyjen suuren yhtiön tiettyjen skaalahyötyjen (esim. hallintokulut ja ostot) ansiosta olla sektorin kannattavimpia yhtiöitä Euroopassa. Tämän todentaminen on kuitenkin vaikeaa.

Vuosina 2013-2015 Decor ylsi noin 9-12 %:n operatiivisiin käyttökatemarginaaleihin, mutta vuonna 2016 divisioona nousi selkeästi korkeammalle noin 15 %:n tasolle, kun Euroopan hyvä kysyntä ja alhainen muuttuvien kustannusten taso (esim. titaanidioksidin hinnat saavuttivat historiallisen matalan tason Q2'16:lla) tukivat kannattavuutta. Sen sijaan vuosi 2017 oli divisioonalle vaikea, sillä titaanidioksidin hinta nousi vuoden aikana rajusti johtuen etenkin tarjontapuolen

häiriöistä (esim. Huntsmanin Porin titaanidioksitehtaan tulipalo vuoden 2016 lopulla) ja kysynnän piristymisestä. Tämä painoi Decorin oikaistun käyttökatemarginaalin vuonna 2017 vaatimattomalle tasolle 9 %:iin. Pitkällä aikavälillä divisioonan pitäisi arviomme mukaan pystyä ylittämään Ahlstrom-Munksjön konsernitason 14 %:n kannattavuustavoitteeseen toimintaympäristön luoma melko suotuista viitekehys huomioiden, mutta kysynnän ja raaka-ainelaskun syklisyydet huomioiden Decorin marginaalit tulevat todennäköisesti heilumaan varsin voimakkaasti myös jatkossa.

Decor 2015-2017



Decor yhteenveto

Decor

2017: liikevaihto 378 MEUR, oik. EBITDA-% 8,9 %

Yksikkö / Liiketoiminta	Markkina- koko	Kysynnän luonne	Kasvu- näköymä	Pää- markkinat	Markkina- osuus	Marginaali- potentiaali	Pääkilpailijat
Decor-paperit	1000-2000 MEUR	Syklinen	2-3 % p.a	Eurooppa	30 % Euroopassa 1.-2. suurin	14-16 %	Tecnocell Decor, Malta Decor, Koehler
Ohuet painopaperit	< 100 MEUR	Stabiili	1-2 % p.a	Eurooppa	Merkittävä 1.-2. suurin	12-15 %	Delfort

Lähde: Inderes

Filtration&Performance (1/3)

Laaja tuoteportfolio teollisuussektoreille

Filtration&Performance (F&P) muodostuu kolmesta liiketoimintayksiköstä, jotka ovat Filtration, Nonwovens ja Building&Wind. Tuotantolaitoksia F&P:llä on Suomessa, Italiassa, Kiinassa, Etelä-Koreassa, Brasiliassa ja Yhdysvalloissa. Divisioonan 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. Filtrationin arviomme mukaisesta vajaan 400 MEUR:n liikevaihdosta liikenne tuo suurimman osan. Liikennekäyttöön menevistä suodattamista taas noin 60 % menee raskaisiin kuorma-autoihin, lentokoneisiin ja laivoihin. Loput 40 % taas tulevat henkilöautoista. Huomioitavaa on, että korvaussuodatinmarkkina on selvästi (jopa 4x) uusiin liikennevälineisiin asennettavaa markkinaa suurempi sekä raskaassa liikenteessä että henkilöautopuolella. Tämä johtuu siitä, että suodattimet ovat vaihdettavaa kulutustavaraa ja liikennevälineiden elinkaaren aikana niihin vaihdetaan suodattimia useita kertoja. Siten tärkein markkina-ajuri on ajatut kilometrit ja raskaassa liikenteessä myös kuljetetun rahdin määrä, kun taas uusien liikennevälineiden tuotantomäärien merkitys on pienempi. Tämä rajoittaa altistumista etenkin raskaan liikenteen uuslaitemarkkinan syklisyydelle, vaikka jossain määrin syklinen liiketoiminta Filtration toki on.

BKT:n kasvu ajaa markkinakasvua

Kokonaisuutena liikennesektorin suodattimet ovat arviomme mukaan noin 900 MEUR:n markkina globaalisti. Markkinan kasvu on pitkälti BKT-vetoista sektorin markkina-ajurit huomioiden ja pitkän ajan vuosittainen kasvupotentiaali on näillä näkymin noin 3-

5 %:n haarukassa. Kasvu painottuu kehittyville markkinoille, jossa BKT kasvaa ja liikennevälineiden käyttö lisääntyy. Kehittyneillä Euroopan ja Pohjois-Amerikan markkinoilla kasvupotentiaali on globaalia markkinakasvua maltillisempi.

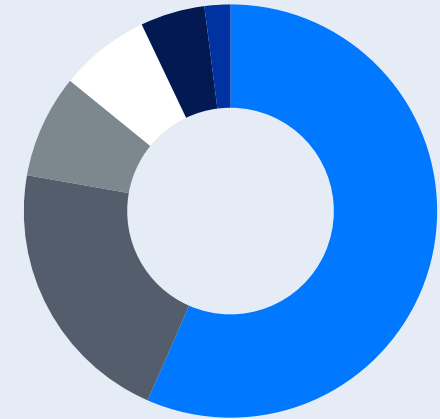
Pitkällä tähtäimellä liikenteen sähköistyminen voisi rajoittaa markkinan kasvuvauhdin kuvaa, sillä sähköautoissa ei ole öljyn ja polttoaineiden suodattimia. Toisaalta sähköautoissa on uudentyyppisiä vaativia suodattimia. Arviomme mukaan liikenteen sähköistyminen tulee kuitenkin olemaan hidasta henkilöliikenteessä ja raskaan liikenteen sähköistäminen on vielä huomattavasti henkilöautoliikennettä vaikeampaa ja hitaampaa. Näin ollen emme näe liikenteen sähköistymistä dramaattisena uhkana Filtrationin pitkän tähtäimen markkinakoon tai kasvuvauhdin kannalta.

Liikennesuodattimissa keskeisiä muutostrendejä ovat tiukentuva ympäristölainsäädäntö, kasvava ympäristötietoisuus ja pitenevät huoltovälit. Näiden tekijöiden myötä suodattamille asetetut toiminnalliset laatuvaatimukset ovat jatkuvassa nousussa. Mielestämme tämä sopii Filtrationille hyvin, sillä yhtiö on panostanut viime vuosina tuotekehitykseen ja uusintuoteportfolioaan kohonneiden vaatimusten mukaiseksi. Siten yhtiön teknologiapuoli (ja siten tuotebrändi) suodattimissa on kilpailukykyinen, mutta selkeä ja pitkällä aikavälillä kestävä differentioituminen suhteessa kilpailijoihin on mielestämme sektorilla melko vaikeaa.

Liikennesuodattimissa on hyvä marginaalipotentiaali vaativista ostajista huolimatta

Liikennesuodattimissa toimialan rakenne on keskittynyt pitkälle edenneen konsolidaation ansiosta. Globaalisti kolmella suurimmalla yhtiöllä on arviomme mukaan 60-70 %:n markkinaosuus, kun taas Aasiassa on markkinoilla pienempiäkin pelureita.

F&P:n asiakasjakauma



- Autoteollisuus
- Rakennusteollisuus
- Kuluttajatuotteet (ei-ruoka)
- Energia
- Teollisuus
- Terveystieteet

Filtration&Performance (2/3)

Ahlstrom-Munksjö on liikennesuodattimien globaali markkinajohtaja noin globaalilla 35-40 %:n markkinaosuudella, joten sen markkina-asema on erittäin vahva. Muita globaalisti merkittäviä pelureita ovat amerikkalaiset Neenah Paper ja Hollingsworth&Vose. Sektorin keskittyneen rakenteen ja yhtiön suuren markkinaosuuden takia emme myöskään usko, että yhtiö pystyy kasvamaan olennaisesti Filtrationissa epäorgaanisesti ainakaan Euroopassa.

Filtrationin asiakkaat ovat suuria Volkswagenin ja General Motorsin kaltaisia autoyhtiöitä sekä Boschin kaltaisia autoteollisuuden komponenttivalmistajia. Näiden yhtiöiden liikevaihdot ovat kymmenissä tai sadoissa miljardeissa euroissa. Koko antaa niille hinnoitteluvoimaa, mitä autoteollisuus on hyödyntänyt historiallisesti aggressiivisesti eri arvoketjuissa. Suodatinvalmistajien korkean konsolidaatioasteen, korkeiden alalle tuloesteiden (laatuvaatimukset) ja vakiintuneen toimittajan vaihtamisesta syntyvien epäsuorien kulujen takia liiketoiminnan viitekehys on mielestämme erittäin haastavista asiakkaista huolimatta fundamenteiltaan terve. Toimialalla on tehty historiallisesti hyviä kannattavuuksia, kuten myös F&P:n ja Neenah Paperin (Neenahin TP-divisioonan EBITDA % 2010-luvulla kestävästi 15-17 %) lähimenneisyys osoittaa. Filtrationilla onkin arviomme mukaan edellytykset ylittää konsernin yli 14 %:n EBITDA-%:n tavoitetaso.

Teollisuussuodattimet ovat kasvumarkkina

Teollisuussektorin suodattimissa Filtrationin asiakkaita ovat kaasuturbiinisuodattimien ja sisäilman suodattimien valmistajat. Näiden tuotteiden kysyntää ajaa BKT-kasvun taustalla olevien tekijöiden lisäksi kasvava tarve puhteelle ilmalle ja (kaasu)energialle. Näiden trendien ansiosta teollisuussektorin suodattimet ovat jossain määrin syklinen kasvumarkkina ja arviomme mukaan tämän markkinan

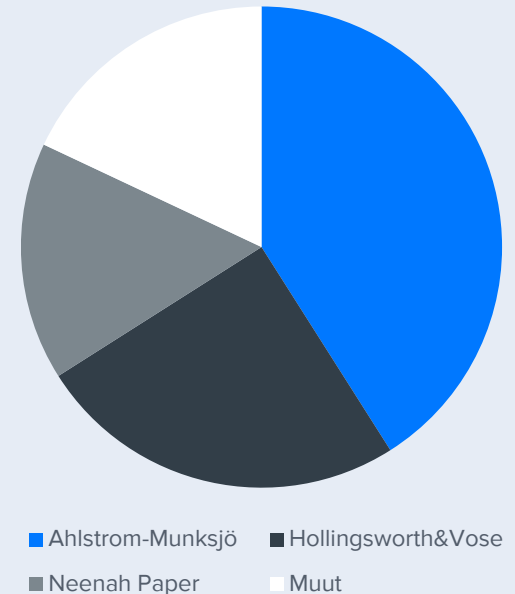
kasvupotentiaali on liikennesuodattimien tavoin hieman BKT-kasvua korkeammalla tasolla 3-5 %:ssa. Myös teollisuussuodattimissa kasvu painottuu kehittyville markkinoille.

Arviomme mukaan Filtration on johtavia pelureita myös teollisuussuodattimissa globaalisti, vaikka sen markkina-asema ei todennäköisesti olekaan aivan yhtä korkea teollisuuspuolella kuin liikennesuodattimissa. Marginaalipotentiali teollisuussuodattimissa on näkemyksemme mukaan suhteellisen korkea, sillä kyseessä on suhteellisen korkeiden laatu- ja ominaisuusvaatimusten tuotesegmentti. Myös teollisuussuodattimissa markkina- ja asiakasrakenteet ovat kannattavuuden kannalta otollisia.

Teollisuuden kuitukankailla ja tapettimateriaaleilla on rooli portfolioissa

F&P:n Nonwovens-liiketoiminta myy laajaa kuitukangasportfoliota autojen sisustuksiin, tekstiili-teollisuuteen, hygienia- ja haavanhoitotuotteisiin, pyyhintätuotteisiin, tapetteihin ja julisteisiin. Arviomme mukaan karkeasti 170 MEUR:n liikevaihtoa tekevän Nonwovensin päämarkkinoita ovat arviomme mukaan Eurooppa ja Pohjois-Amerikka, mutta yhtiöllä on myyntiä etenkin tapettimateriaaleissa myös Aasiaan ja Venäjälle. Teollisuuden kuitukankaiden saavutettavissa oleva markkina on arviomme mukaan alle miljardin, joten Ahlstrom-Munksjön markkina-osuus sektorilla ei ole huomattavan korkea, vaikka yhtiön onkin johtavia pelureita myös tällä sektorilla. Arviomme mukaan lähinnä rakennussektorin ja kulutuskysynnän ajaman ja jossain määrin syklisen Nonwovensin tuotteiden kysyntä kasvaa hieman BKT:tä nopeampaa 3-5 %:n vuosivauhtia tyypillisten kuitumateriaaliliiketoimintaa tukevien ajurien ansiosta. Kasvu painottuu kehittyville markkinoilla (Aasia).

Liikennesuodattimien markkinaosuudet



Filtration&Performance (3/3)

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 hyväkanteista liiketoimintaa yhtiölle. Tapetti- ja julisteliiketoiminta on sen sijaan kärsi aiemmin 2010-luvulla kannattavuusvaikeuksista, mutta tehostustoimien ja Venäjän talouden elpymisen (2016 alkaen) ansiosta myös sen suunta on kuitenkin todennäköisesti parempaan päin viime vuosina.

Building&Wind voi olla yhä myynnissä

Karkeasti 90 MEUR:n vuosiliikevaihtoa tekevä Building&Wind tarjoaa rakennussektorille lattia-materiaaleja ja tuulivoimateollisuuden muun muassa materiaaleja tuuliturbiinien lapoihin. Arviomme mukaan kyseessä on niin ikään 3-5 %:n vuosivauhtia kasvava alle miljardin markkina, mitä ajaa rakennussektori (BKT) ja uusiutuvan tuulivoiman markkinaosuuden kasvu energiasektorilla. Kyseessä on siten melko syklinen liiketoiminta luonteeltaan.

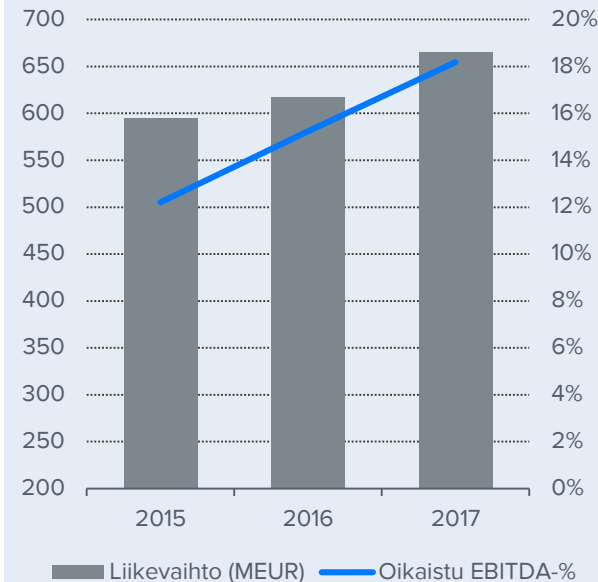
Pääraaka-aineenaan lasikuitua käyttävä Building&Wind ei mielestämme kuulu välttämättä Ahlstrom-Munksjön ydinliiketoimintoihin Ahlstrom ehti jopa myydä pääraaka-aineenaan lasikuitua käyttävän Building&Windin Owens Corningille (pääkilpailija yhdessä Johns Manvillen kanssa) vuonna 2016, mutta Saksan kilpailuviranomaisten toisen vaiheen tutkinnan käynnistymisen takia osapuolet peruivat kaupan. Siten Building&Wind ei mielestämme kuulu välttämättä myöskään Ahlstrom-Munksjön ydinliiketoimintoihin. Arvioimme, että liiketoiminta voi olla edelleen myynnissä, jos sopivia ostajia löytyy. Kiirettä mahdollisen myynnin kanssa ei kuitenkaan ole, sillä

Ahlstrom sai käännettyä 2010-luvun alussa kroonisista kannattavuusvaikeuksista kärsineen liiketoiminnan hyvälle marginaalitasolle 2015-2016 (EBIT-%: 2015 7,0 %, Q1'16: 8,9 %) emmekä usko tilanteen heikentyneen oleellisesti tämän jälkeen. Siten liiketoiminta tekee luultavasti hyvää kassavirtaa konsernille ja myynti edellyttäisi houkuttelevaa tarjousta.

Marginaalit alkavat olla potentiaalisissa

Kuten todettua, F&P:n kaikki liiketoiminnat ovat nyt hyvässä iskussa ja divisioona saavutti viime vuonna jo 18,2 %:n oikaistun EBITDA-%:n tason. Arviomme mukaan tämä on jo varsin hyvä taso F&P:lle ja pitkällä tähtäimellä kestävä marginaalien parannusvara alkaa mielestämme käydä vähiin. Siten F&P:ssä tulospäätöksen kautta. Tähän kasvavat markkinat ja F&P:n vahva markkina-asema tarjoaa kuitenkin suotuisan viitekehityksen, joten liiketoiminnalla on mielestämme hyvät edellytykset toimia Ahlstrom-Munksjön tulospäätöksenä myös jatkossa.

F&P 2015-2017



Filtration&Performance yhteenveto

Filtration&Performance

2017: liikevaihto 665 MEUR, oik. EBITDA-% 18,2 %

Yksikkö / Liiketoiminta	Markkina- koko	Kysynnän luonne	Kasvu- näkömä	Pää- markkinat	Markkina- osuus	Marginaali- potentiaali	Pääkilpailijat
Filtration	~1500 MEUR	Syklinen	3-5 % p.a	Globaali	Yli 35 % liikenteessä 1.-2. suurin	> 18 %	Hollingworth- Wose, Neenah Paper
Nonwovens	~1500 MEUR	Syklinen	3-5 % p.a	Eurooppa, Pohjois-Amerikka, Kiina, Venäjä	Ei merkittävä 1.-2. suurin	12-16 %	NeuKallis, Glatfelter, Aralar, Qifeing
Building&Wind	< 1000 MEUR	Syklinen	3-5 % p.a	Eurooppa	Ei merkittävä 1.-3. suurin	10-15 %	Owens Corning, Johns Mansville

Lähde: Inderes

Industrial Solutions (1/3)

Laaja joukko erikoispapereita

Industrial Solutions koostuu neljästä liiketoimintayksiköstä, jotka ovat Release Liners, Coated Specialities, Abrasive ja Insulation. Divisioonan tuotteet ovat erikoispapereita sekä pitkäkuitusellua, sillä Ahlstrom-Munksjö'n ainut sellutehdas kuuluu Insulationiin. Industrial Solutionsin tehtaat sijaitsevat Ruotsissa, Ranskassa, Italiassa ja Brasiliassa. Divisioonan suurin markkina on Eurooppa, jonka osuus Industrial Solutionsin noin 650 MEUR:n myynnistä on arviomme mukaan noin 70 %, kun taas Etelä-Amerikka kattaa lopusta noin 15-20 %.

Kuluttajavetoinen Release Liners on divisioonan suurin liiketoiminta

Industrial Solutionsin suurin yksikkö on Release Liners, joka valmistaa etikettilaminaateissa, teipeissä, graafisissa sovelluksissa käytettävää irrokepaperia sekä silikonipäällystettävän irrokepaperin pohjapaperia. Niitä käytetään etenkin kuluttajasektorilla bränditalojen lopputuotteissa, mutta yhtiön asiakkaat ovat tyypillisesti joko jatkojalostajia tai painotaloja. Release Liners -liiketoiminnan koko on arviomme mukaan liikevaihdolla mitattuna noin 350 MEUR, mikä tulee arviomme mukaan valtaosin Euroopasta, vaikka liiketoiminnan pelikenttä onkin periaatteessa globaali.

Irrokepaperien markkinan globaali koko on arviolta noin 3 miljoonaa tonnia tai reilut 2 miljardia euroa jakaantuen eri tavoilla valmistettuihin papereihin ja eri loppukäyttöihin. Maantieteellisesti tärkeimpiä markkina-alueita ovat kypsät Pohjois-Amerikan ja Euroopan markkinat sekä suuri ja nopeasti kasvava Kiinan markkina. Globaalisti myös tämän markkinan arvioidaan kasvavan hieman BKT:n kasvua nopeammin 4 % vuodessa. Kasvun ajurina on etenkin yksityisen kulutuksen kasvu, joka taas heijastelee pitkällä tähtäimellä suoraviivaisesti BKT:n kasvua. Euroopan

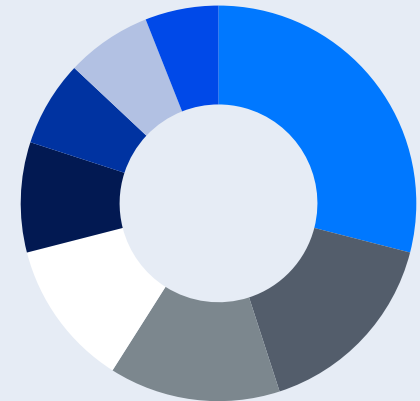
kehittyneissä teollisuusmaissa kasvupotentiaali on matalampi 2-3 %, kun taas Kiinassa markkinan on ennustettu kasvavan jopa yli 7 % vuodessa. Siten markkina tarjoaa Release Linersille mielestämme suhteellisen hyvän kasvunäkymän irrokepapereissa.

Erikoispaperimarkkinoiden selvästi suurimpana (tonneissa mitattuna puolet koko markkinasta) ja hyvän kasvunäkymän jo pitkään omanneena segmenttinä irrokepaperit ovat vetäneet myös tuottajien investointeja. Pohjois-Amerikassa on ollut segmentissä ylikapasiteettia ja viime vuosina myös Kiinaan on investoitu merkittävästi. Arviomme mukaan sektorin kysyntä/tarjonta-tasapaino on tyydyttävä globaalisti tällä hetkellä, sillä viime vuosien hyvän taloussuhdanteessa ripeästi kasvanut kysyntä on täyttänyt kapasiteettia. Ylikapasiteetin uhka sektorilla pysyy kuitenkin konkreettisena, sillä segmentin kasvunäkymät ovat vahvat ja paino- ja hienopaperikoneiden konversio irrokepaperituotantoon on toisinaan mahdollista siedettävien investoinnein (vrt. esim. UPM:n vuodelle 2019 suunnittelema konekonversio Saksassa).

Release Liners on globaalisti merkittävä 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 kahdestaan, joten periaatteessa hinnoitteluvoiman pitäisi olla kohtuullinen, vaikka toisella puolella arvoketjua on vastassa erittäin vahvoja kuluttajajättejä loppuasiakkaina. Globaalisti sektori on hajanaisempi, sillä alalla on myös pieniä ja paikallisesti toimivia yhtiöitä.

Asiakasrakenne



- Kuluttajatuotteet (ei ruoka)
- Ruoka&Juoma
- Teollisuus
- Energia
- Terveystuotteet
- Rakennus
- Huonekalut
- Autoteollisuus

Industrial Solutions (2/3)

Segmentin rakenteen takia konsolidaatio alalla tulee pitkällä aikavälillä etenemään sillä suuruuden ekonomian hyödyt ovat liiketoiminnassa konkreettisia. Tämä on myös Ahlstrom-Munksjölle mahdollisuus ja uskomme yhtiön olevan kiinnostunut viemään Release Linersin joko yritysoston kautta Aasian kasvumarkkinoille ainakin pitkällä aikavälillä

Release Linersilla on edellytyksiä tukea konsernin kannattavuustavoitteita

Pääkilpailijoista Delfort Group ja Boise ovat yksityisomisteisia eikä niiden kannattavuuksista ole saatavilla luotettavaa tietoa. Sen sijaan UPM:n Specialty Papers on kuitenkin Release Linersille hyvä mittatikkku, vaikka tuoteportfoliot eroavat jonkun verran toisistaan (UPM Specialty Papers valmistaa myös hienopapereita). Historiallisesti UPM:n Specialty Papers on saavuttanut noin 15 %:n oikaistun EBITDA-%:n, mitä arviomme myös Release Linersin kannattavuuden lähestyneen asteittain viime vuosina. Arviomme mukaan UPM Specialty Papersin Release Linersia historiallisesti paremman kannattavuuden taustalla on etenkin suuruuden ekonomian hyödyt ja niistä syntyvä kustannustehokkuus.

Ahlstrom-Munksjö on kuitenkin saanut kurottua eroa selvästi umpeen tehostamisen, tuotemixin muutoksen (teollisuusektorin niche-tuotteisiin panostaminen) sekä tuotekehityksen kautta. Etenkin viimeisen tekijän merkitys on suuri, sillä Ahlstrom-Munksjön patentoitu patentoitu ACTI-V -irrokepapperi on laatujohtaja segmentissä, sillä se mahdollistaa asiakkaille kustannussäästöjä laskevan silikonin kulutuksen ansiosta. Arviommekin Release Linersin myös ylittäneen alan keskimääräisen kannattavuustason ja myös konsernin 14 %:n oikaistun EBITDA-%:n tavoite on Release Liners -yksikölle mielestämme täysin realistinen.

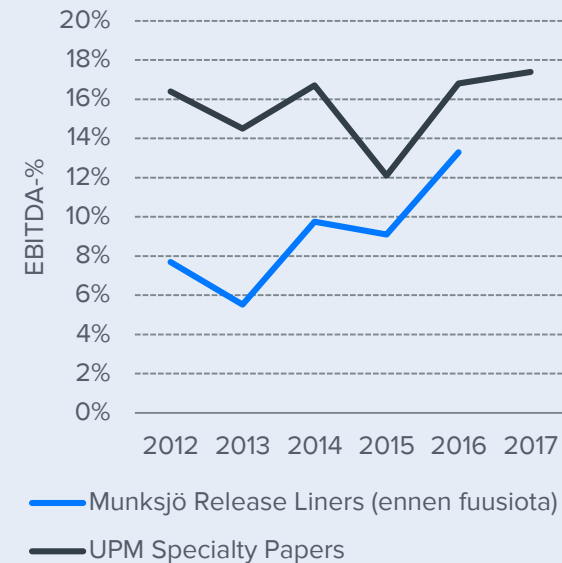
Coated Specialties kattaa Brasilian liiketoiminnot

Coated Specialties -liiketoiminta sisältää Ahlstrom-Munksjön Jacarein tehtaan Brasiliassa, jossa yhtiö valmistaa yksipuoleisesti päällystettyä erikoispaperia ja irrokepaperia etikettien ja teippien raaka-aineeksi ja graafisiin sovelluksiin. Liiketoiminnan asiakkaita ovat etenkin joustopakkausten valmistajat. Arviomme mukaan liiketoiminnan liikevaihto on noin 120 MEUR:n kokoluokassa. Coated Specialtiesin päämarkkina-alue on Etelä-Amerikka ja yksittäisistä maista Brasilia. Todennäköisesti Coated Specialtiesilla on kuitenkin jonkun verran kaukovientiä myös Pohjois-Amerikkaan ja Aasiaan. Coated Specialtiesin markkina-asema vahvistuu myös Caieirasin erikoispaperitehtaan oston myötä, sillä merkittävä osa tehtaan portfolioista on päällekkäistä Coated Specialtiesin kanssa.

Coated Specialtiesin liiketoiminnoissa markkina-ajurit ovat hyvin samankaltaisia kuin Release Linersissa. Etelä-Amerikan vauhtia talousnäkymiä heijastellen markkinan kasvupotentiaali on kuitenkin melko maltillinen 0-2 % vuodessa, joten erityisen vahvasta kasvumarkkinasta ei ainakaan tällä hetkellä ole kyse. Pitkällä tähtäimellä kehittyvässä Etelä-Amerikassa pitäisi olla tarjolla parempaakin kasvupotentiaalia.

Arviomme mukaan Ahlstrom-Munksjön strategiana onkin säilyttää markkina-asema Etelä-Amerikassa nykyisen kaltaisena ilman aggressiivisia orgaanisia kasvupanostuksia ja hakea kasvua mahdollisuuksien mukaan viennistä. Tällä strategialla ja säästötoimilla Munksjö sai parannettua liiketoiminnan kannattavuutta vuosina 2013-2016 Brasilian talouden haasteista huolimatta ja arviomme Coated Specialtiesin tekevän tällä hetkellä kohtuullista marginaalia. Kilpailijoina yhtiöllä on International Paperin, Ojin ja Suzanon kaltaisia kansainvälisiä metsäjättejä ja paikallisia fokusoituneempia pelureita (Fanapel ja Papeles Bio Bio) Etelä-Amerikassa.

Release Liners- liiketoiminnan kannattavuus



Industrial Solutions (3/3)

Abrasive ja Insulation ovat erittäin kannattavia niche-segmenttejä

Abrasive ja Insulation -liiketoiminnot myyvät erikoispapereita teollisuuden sovelluksiin. Abrassiven päätuote on hiomapaperin pohjapaperi autoteollisuudelle ja rakentamiseen (sis. teollinen rakentaminen ja "tee se itse" tuotteet). Insulationin päätuotteet ovat taas elektrotekninen paperi, ohuet paperit, tasapainotuskalvot ja erikoissellu. Näitä käytetään esimerkiksi energia- ja rakennussektoreilla, metalliteollisuudessa sekä hygieniatuotteissa. Abrassiven ja Insulationin yhteenlaskettu liikevaihto on arviomme mukaan noin 170 MEUR:n tasolla, joten kyseessä on useista varsin pienistä niche-markkinoista koostuva liiketoiminta.

Abrassiven ja Insulationin tuotteiden kysyntä linkittyy BKT-tasoon ja asiakasteollisuuden 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 noin 2-3 %:ssa. Varsinaiset kasvumarkkinat ovat myös näissä liiketoiminnoissa jälleen Aasiassa ja Kiinassa globaalin BKT:n kasvunäkymää heijastellen. Toistaiseksi Abrassiven ja Insulationin liikevaihdosta valtaosa kertyy arviomme mukaan Euroopasta.

Teollisuuden erikoispapereiden laatuvaatimukset ovat korkeita (esim. muuntajien toiminnan kannalta kriittinen elektrotekninen paperi) ja niche-segmentit voivat olla hyvinkin keskittyneitä vain muutamille valmistajille. Näin ollen alalle tulon esteet ovat liiketoiminnassa huomattavan korkeita. Siten tuottajilla on erittäin suurista ja vahvoista asiakkaista (esim. ABB, VW) huolimatta mielestämme hyvä hinnoitteluasema. Arviomme mukaan Insulationin ja Abrassiven marginaalipotentiali onkin pienen niche-markkinan

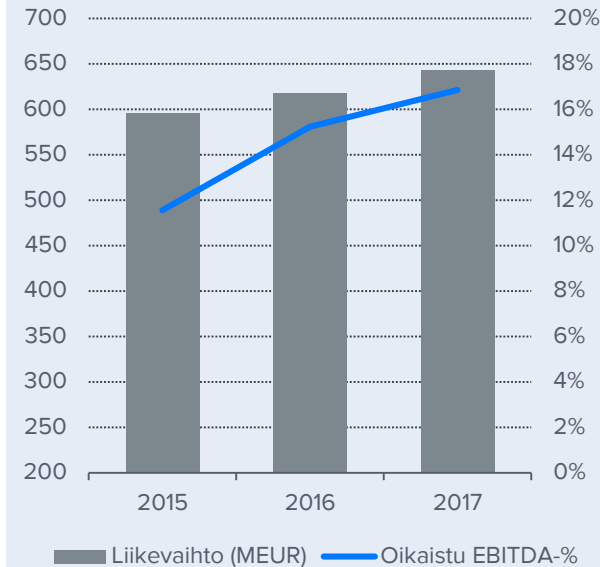
houkuttelevan viitekehityksen ansiosta Release Linersia ja Coated Specialitiesia korkeampi ja niiden pitäisi lähtökohtaisesti olla kannattavampi osa Industrial Solutionsia. Myös konsernin yli 14 %:n oikaistun EBITDA-%:n tavoite näiden kahden liiketoiminnan pitäisi mielestämme pystyä ylittämään kirkkaasti.

Hiomapapereiden pohjapapereissa Abrassiven 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. Insulationissa paperissa pääkilpailijoita ovat Nordic Paper, Delfort Group, Expera ja Lenk ja markkina-aseman kokonaiskuva on hiomapaperiliiketoiminnan kaltainen. Pääosa kilpailijoista on yksityisomisteisia tai rakenteeltaan huonosti vertailukelpoisia, mutta Abrassiven ja Insulationin kannattavuuden pitäisi olla suhteellisesti valioluokkaa, sillä yhtiön tuoteportfolio on kilpailukykyinen, liiketoimintojen markkina-asema on vahva ja liiketoiminnoilla on kokonsa puolesta skaalaetuja suhteessa suurimpaan osaan kilpailijoista.

Marginaalit ovat hyvällä tasolla

Kuten todettua Industrial Solutionsin kaikki liiketoiminnot ovat nyt hyvässä iskussa ja divisioona saavutti viime vuonna 16,9 %:n oikaistun EBITDA-%:n tason. Arviomme mukaan tämä on jo varsin hyvä taso Industrial Solutionsille ja pitkällä tähtäimellä kestävä marginaalien parannusvara alkaa mielestämme käydä vähiin. Siten Industrial Solutionsin tulokasvun on tultava jatkossa Filtration&Performancen tavoin yhä enenevässä määrin liikevaihdon kasvun kautta. Tähän kasvavat markkinat ja Industrial Solutionsin vahva markkina-asema tarjoaa kuitenkin suotuisan viitekehityksen.

Industrial Solutions 2015-2017



Industrial Solutions yhteenveto

Industrial Solutions

2017: liikevaihto 643 MEUR, oik. EBITDA-% 16,9 %

Yksikkö	Markkina- koko	Kysynnän luonne	Kasvu- näköymä	Pää- markkinat	Markkina- osuus	Marginaali- potentiaali	Pääkilpailijat
Release Liners	~2000 MEUR	Maltillisesti syklinen	4 % p.a	Eurooppa, Pohjois-Amerikka	Noin 15-20 % 2. suurin	14-16 %	UPM, Boise, Delfort, YFY, Expera, Hansol
Coated Specialties	< 1000 MEUR	Maltillisesti syklinen	0-2 % p.a	Etelä-Amerikka	Merkittävä 1.-3. suurin	10-14 %	IP, Suzano, Oji, Fanaper, Papeles Bio bio
Insulation (pl. havusellu)	< 500 MEUR	Syklinen	2-3 % p.a	Globaali	Merkittävä 1.-2. suurin	15-20 %	Expera, Lenk, Stora Enso, Nordic Paper, Delfort
Abrasive	< 500 MEUR	Syklinen	3 % p.a	Globaali	Merkittävä 1.-2. suurin	15-20 %	Kammerer, Neenah, Delfort, Hubei Haifeng

Lähde: Inderes

Specialities (1/3)

Laaja tuotetarjonta useille sektoreille aloille

Specialities koostuu viidestä liiketoiminta-alueesta, jotka ovat Advanced Liquid Technologies, Food Packaging, Beverage&Casings, Medical ja Tape Backings. Specialitiesin tehtaat sijaitsevat Suomessa, Ruotsissa, Saksassa, Ranskassa, Espanjassa, Italiassa Yhdysvalloissa, Isossa-Britanniassa, Kiinassa ja Intiassa. Liiketoiminnan päämarkkina-alueita ovat Eurooppa ja Pohjois-Amerikka. Myös Aasian osuus portfolioissa on kasvava, kun Ahlstromin Kiinaan ja Intiaan 2010-luvulla tekemät investoinnit ovat saavuttaneet viime vuosina lentokorkeutensa alun teknisten ja kaupallisten vaikeuksien jälkeen.

Pieni Advanced Liquid Technologies on divisioonan tähti

Specialitiesin paras liiketoiminta on sekä kasvun että kannattavuuden osalta todennäköisesti pieni Advanced Liquid Technologies, jonka arviomme tekevä joidenkin kymmenien miljoonien eurojen liikevaihtoa tällä hetkellä. Liiketoiminnan tuote-portfolioon kuuluu muun muassa laboratoriovälineiden ja Life Science -instrumenttien suodattimia sekä vedenpuhdistussuodattimia. Liiketoiminnan noin miljardin euron kokonaismarkkina kasvaa jopa 7 %:n vuosivauhtia väestönkasvun, kaupungistumisen sekä puhtaan veden pulan ja kierrätystarpeen kasvun kaltaisen trendien tukemana. Houkuttelevan kasvukuvan lisäksi liiketoiminta on vakaata, sillä Advanced Liquid Technologiesin tuotteiden kysyntä tulee luonteeltaan defensiivisiltä sektoreilta.

Ahlstromissa liiketoiminta ylsi parhaimmillaan yli 20 %:n operatiivisiin käyttökatemarginaaleihin emmekä usko tilanteen ainakaan heikentyneen oleellisesti viime aikoina. Yksikön korkean marginaalipotentiaalin taustalla on arviomme mukaan segmentin tuotteiden erittäin korkeat laatuvaatimukset ja yksityiskohtaiset toiminnalliset ominaisuudet, mikä mahdollistaa kilpailijoista erottautumisen tuotteilla ja hyvän

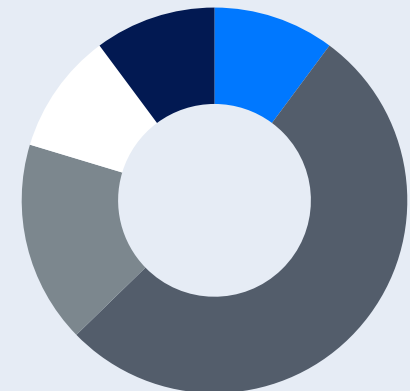
hinnoitteluvoiman. Siten kyseessä on erittäin houkutteleva kasvuliiketoiminta Ahlstrom-Munksjölle ja arviomme mukaan yhtiö on pitkällä aikavälillä kiinnostunut kasvattamaan Advanced Liquid Technologiesia myös yritysostovetoisesta, jos mahdollisuuksia ilmenee. Pieniin niche-taskuihin hajautuneella markkinalla Advanced Liquid Technologiesin pääkilpailijoita ovat GE Healthcare-Whatman, Advantec, MerckMillipore ja Macherey-Nagel.

Food Packaging ja Beverage&Casings ovat keskittyneet pääosin elintarvikesektoriin

Specialitiesissa defensiiviseen elintarvikesektoriin ovat keskittyneet arviolta yhteensä Food Packaging ja Beverage&Casings, joista ensimmäinen tekee arviomme mukaan noin 300 MEUR:n ja jälkimmäinen joiden kymmenien miljoonien eurojen liikevaihtoa. Nämä liiketoiminnat ovat muodostuneet Specialitiesin äskettäin tekemässä uudelleenjärjestelyssä, jossa Munksjön vanha Graphics&Packaging –liiketoiminta integroitiin osin Food Packagingiin. Beverage&Casingsin päätuotteita ovat mm. teepussien materiaali, kahvikapselit, etikettimateriaalit ja kotelot, kun taas Food Packaging valmistaa ja myy käärepapereita, leivinpapereita, valmisruokapakkauksia ja joustopakkauspapereita.

Food Packagingin markkinat on arviomme mukaan useamman miljardin eikä sillä ole arviomme mukaan merkittäviä markkinaosuuksia globaalisti tai lokaalisti, vaikka liiketoiminnat ovatkin suurimpia pelureita niille relevanteilla. Beveragen&Casingin markkina on selvästi pienempi eli joitakin satoja miljoonia euroja eikä myöskään sen markkinaosuudet ole huomattavan suuria. Molempien liiketoimintojen kasvupotentiaali on myös hyvällä tasolla 3-5 %:n (Beverage haarukan ylälaidassa ja Food Packaging alaosassa) haarukassa, mitä ajaa jälleen väestön kasvun, elintason kasvun ja kestävän kehityksen kaltaiset vahvat trendit.

Specialitiesin rakenne*



- Beverage&Casing
- Food Packaging
- Medical
- Tape&Backings
- Advanced Liquid Technologies

Specialities (2/3)

Yhtiön pääkilpailijoita ovat Food Packaging esimerkiksi Glatfelter, Metsä Tissue, Sappi, Aralar, Delfort Group, Mondi ja muutamia pienempiä muita pienempiä pelureita.

Ahlstrom sai käännettyä entisen Foodpack&Beverage-liiketoimintansa tuloksen vuosien 2012-2016 uudelleenjärjestelyissä ja arvioimme tähän liiketoimintaan kuuvuvien yksiköiden tekevän vähintään kohtuullista kannattavuutta tällä hetkellä. Sen sijaan Munksjön puolelta Food Packagingiin ja Beverage&Casingsiin integroitu entinen Graphics&Packaging -liiketoiminta on todennäköisesti tappiolla jo käyttökattetasolla, sillä vuonna 2016 liiketoiminta oli tappiolla liikevoittotasolla ja vuoden 2017 alussa alkanut sellun hinnan nousu on todennäköisesti heikentänyt sen numeroita edelleen. Siten Munksjön entiseen Graphics&Packagingiin kuuluneet yksiköt laimentavat Specialitiesin ja koko konsernin numeroita selvästi.

Entisen Graphics&Packagingin vaikea tilanne johtuu etenkin yksipuoleisesti päällystettyjen pakkauspaperien rajusta ylikapasiteetista ja siitä seuranneesta erittäin ankarasta kilpailutilanteesta Euroopan markkinoilla. Ylikapasiteetin taustalla on ollut etenkin Sappin päätös konvertoida vanha hienopaperikone tähän liiketoimintaan. Myös jatkossa tämäntyyppiset konversiot ovat jopa todennäköisiä, kun paino- ja hienopaperipelurit etsivät uusia käyttökohteita paperikoneilleen. Siten emme usko tilanteen segmentissä helpottavan markkinan vakaasta kasvusta huolimatta vaan ongelmien juurisyyt ovat varsin syvällä liiketoiminnan rakenteissa.

Ahlstrom-Munksjö on pyrkinyt säästöjen ja tehostamisen lisäksi vastaamaan liiketoiminnan haasteisiin Graphics&Packagingin yksikön rakenteen muokkaamisen lisäksi lisäämällä tiettyjen leivinpaperituotteiden jalostuskapasiteettia. Liike

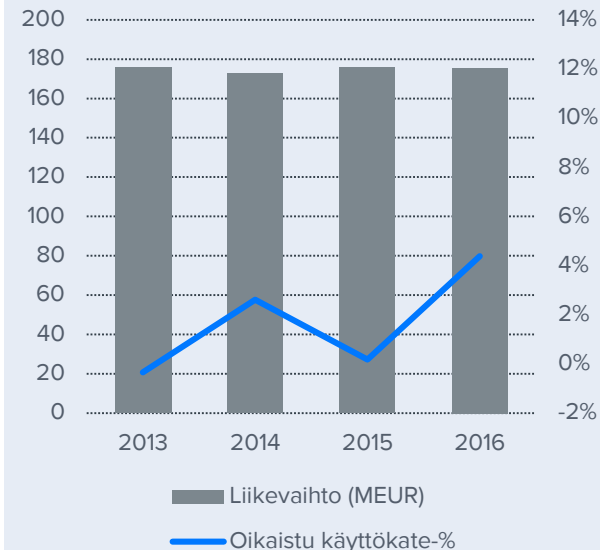
vaikuttaa mielestämme järkevältä ja arvioimme sen parantavan liiketoiminnan marginaaleja jossain määrin. Tyydyttävälle tasolla entisen Graphics&Packagingin tulos ei näillä toimilla arvioimme mukaan nouse vaan liiketoiminta kaipaisi lisätoimenpiteitä kannattavuuden parantamiseksi. Helppoja ratkaisuja asiaan on vaikea löytää.

Entisen Graphics&Packagingin -yksiköiden tietyiltä osin haastavan viitekehityksen takia Ahlstrom-Munksjö olisi arvioimme mukaan valmis myymään liiketoiminnan, jos sille löytyisi ostaja. Divestointi edes välttävään hintaan (ml. tasevaikutukset) vaatisi kuitenkin arvioimme mukaan yksikön tuloksen kampeamista voitolle. Päällystetyissä yksipuoleisissa papereissa tilanne voi kuitenkin olla niin vaikea markkinoiden raskaan ylikapasiteettitilanteen takia, ettei entisen Graphics&Packagingin osittainen alasajokaan ole mielestämme poissuljettu vaihtoehto tappioiden eliminoinniseksi. Tämä olisi todennäköisesti kallis ratkaisu, sillä pahin ongelmapesäke eli yksipuoleisesti päällystettyjen paperien tuotanto sijaitsee Ranskassa, jossa tappiollisenkin toiminnan alasajo on tyypillisesti erittäin vaikeaa ja pelkät irtisanomiskorvaukset nousisivat huomattaviksi. Siten arvioimme Ahlstrom-Munksjön lähtökohtaisesti pyrkivän vielä etsimään muita vaihtoehtoja tappioiden eliminoinniseksi.

Defensiivinen Medical on hyvä kasvuliiketoiminta konsernille

Defensiiviseen terveyssektoriin keskittynyt Medical valmistaa lääketieteellisissä sovelluksissa käytettäviä kuitukangasmateriaaleja, kuten leikkaussalivaatteiden kankaita ja steriilejä barrierejä. Liiketoiminnan asiakkaita ovat näitä lopputuotteita valmistavat jalostusyhtiöt. Arviolta vajaan 100 MEUR:n liikevaihtoa tekevän liiketoiminnan päämarkkina-alueita ovat Eurooppa ja USA.

Graphics&Packaging Munksjössä 2013-2016



Specialities (3/3)

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 kestävä kehityksen kaltaiset trendit. Siten kyseessä on melko hyvän kasvupotentiaalin liiketoiminta konsernille emmekä olisi yllättyneitä, jos Ahlstrom-Munksjö olisi kiinnostunut kasvattamaan markkina-osuuttaan tällä fragmentoituneella markkinalla myös epäorgaanisesti.

Medicalin kannattavuuden arvioimme olevan tällä hetkellä hyvällä tasolla, mutta konsernin korkeimmille tasoille Medicalin marginaalipotentiaali ei arviomme mukaan yllä johtuen liiketoiminnan fragmentoituneista rakenteista ja jossain määrin rajallisista differentioitumismahdollisuuksista. Medical kilpailee Berry Plasticsin, SAAF:n ja Halyardin kaltaisten suuryhtiöiden kanssa, joten myös kilpailu sektorilla on kovaa.

Tape Backings on Specialitiesin ydintä

Tape Backings valmistaa teippien taustamateriaalia varsinaisten teippien (etenkin ”maalanteippien”) valmistajille. Liiketoiminnan tuotteiden loppukäyttäjät rakennus- ja autoteollisuuden asiakkaat, joten liiketoiminta on verrattain syklistä. Arviomme mukaan Tape Backingsin liikevaihto on joitakin kymmeniä miljoonia euroja, joka kertyy pääasiassa Euroopasta ja Pohjois-Amerikasta sekä pienemmissä määrin Aasiasta.

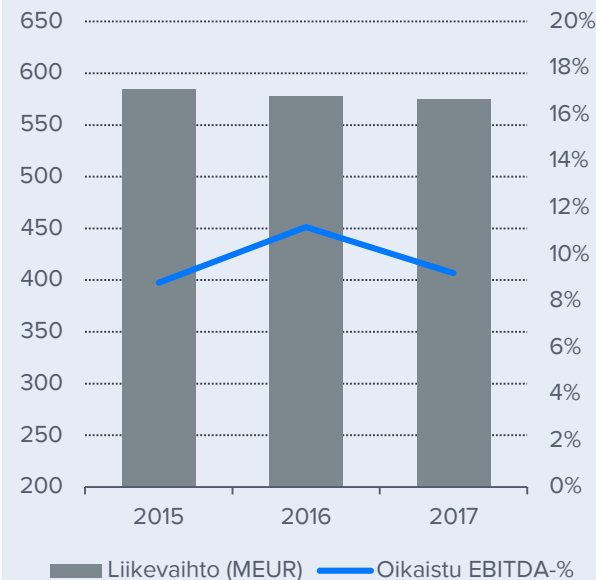
Koko teippiliiketoiminnan saavutettava markkina on arviomme mukaan vajaat miljardin euroa, mutta tästä Ahlstrom-Munksjölle relevanttia on tällä hetkellä ”maalanteippien” osuus. Maalanranteippien

taustamateriaalissa yhtiön globaali markkinaosuus on myös arviomme mukaan merkittävä, mutta koko teippien taustamateriaalin markkinalla yhtiö ei ole vielä huomattava peluri. Myös Tape Backings on kasvuliiketoiminta, sillä auto- ja rakennussektoria ajavat BKT-kasvuun liitännäiset megatrendit nostavat teippimateriaalien kysyntää noin 3 %:n vuosivauhtia. Lisäksi pitkällä aikavälillä yhtiöllä voi olla mahdollisuuksia myös epäorgaaniseen kasvuun sektorilla koko teippien taustamateriaalien markkinoiden hajanaisten rakenteiden myötä. Yksikön kannattavuuden arviomme olevan hyvällä tasolla tällä hetkellä ja marginaalipotentiaali on sektorilla mielestämme melko hyvä teollisten asiakkaiden korkeiden laatuvaatimusten sekä kohtuullisten differentioitumismahdollisuuksien ansiosta. Yksikön pääkilpailijoita ovat Expera, Swiss Quality Paper, YFY Group ja Potsdam Speciality Paper.

Kannattavuudessa on parantamisen varaa

Kuten todettua Specialitiesin kaikki yksiköt ovat kasvuliiketoimintoja, mutta niiden kannattavuudet ovat polarisoituneita. Tällä hetkellä divisioona ei ole täydessä kannattavuuspotentiaalissaan entiseen Graphics&Packagingiin kuuluneiden yksiköiden takia. Arviomme mukaan konsernitason yli 14 %:n EBITDA-%:n tavoitteen saavuttaminen vaatisi Specialitiesilta kuitenkin etenkin Munksjön entisen Graphics&Packagingin tappioiden eliminoimista tavalla tai toisella. Konsernin lähivuosien kehityskaaren kannalta Specialities on kuitenkin arviomme mukaan keskeisessä roolissa, sillä liiketoiminnalla pitäisi lähtötasot huomioden olla tuloskasvupotentiaalia sekä liikevaihdon kasvun että marginaaliparannuksen kautta.

Specialities 2015-2017



Specialities yhteenveto

Specialities

2017: liikevaihto 574 MEUR, oik. EBITDA-% 9,2 %

Yksikkö	Markkina- koko	Kysynnän luonne	Kasvu- näköymä	Pää- markkinat	Markkina- osuus	Marginaali- potentiaali	Pääkilpailijat
Advanced Liquid Technologies	~1000 MEUR	Defensiivinen	7 % p.a	Eurooppa, Pohjois-Amerikka	Ei merkittävä 1.-3. suurin	> 20 %	GE HC-Whatman, Advantec, Merck-Millipore
Food Packaging	3000-3500 MEUR	Stabiili	3 % p.a	Globaali	Ei merkittävä 1.-3. suurin	< 10 %	Metsä Tissue, Glatfelter, Stora Enso, Sappi
Beverage&Casing	< 500 MEUR	Lievästi syklinen	3-5 % p.a	Globaali	Ei merkittävä 1.-3. suurin	< 12-15 %	Sappi, Stora Enso, Delfort, Aralar
Medical	1500-2000 MEUR	Defensiivinen	3 % p.a	Eurooppa, Pohjois-Amerikka	Ei merkittävä. 1.-3. suurin	12-15 %	Berry Plastics, SAAF, Halyard
Tape Backings	< 1000 MEUR	Syklinen	3 % p.a	Globaali	Ei merkittävä 1.-2. suurin	12-15 %	Expera, Swiss Quality Paper, YFY, PSP

Lähde: Inderes

Taloudellinen tilanne (1/2)

Sellun ja öljyn hinta heiluttavat kustannuksia, henkilöstökulut suhteessa korkeat

Ahlstrom-Munksjön kulurakenne on valmistavan teollisuuden yhtiölle hyvin tyypillinen, sillä yhtiön kulut koostuvat pääosin raaka-ainekuluista (noin puolet konsernin kuluista), energiasta, henkilöstöstä, toimituskustannuksista ja tietyistä hallintokuluista. Merkittäviä käteiskustannuseriä tuloslaskelmassa on kolme kappaletta eli materiaalit ja palvelut, henkilöstökulut ja liiketoiminnan muut kulut.

Yhtiön kulurakenteissa merkittävin muuttuva kustannuserä on lyhytkuitusellu (vuosikulutus noin 500 000 t). Pitkäkuitusellun osalta yhtiön oma tuotanto ja kulutus ovat yhtä suuria. Arviomme mukaan sellun osuus koko konsernin kuluista on nykyisillä korkeilla sellun hinnoilla 35 %:n luokkaa. Sellusta valtaosan yhtiö ostaa globaaleilta markkinoilta, joten Ahlstrom-Munksjön tulos on erittäin herkkä sellun hinnalle etenkin lyhyellä tähtäimellä. Arviomme mukaan 10 %:n muutos sellun hinnassa vaikuttaa käyttökatteeseen nykyhinnoilla noin 45-50 MEUR:lla, jos muiden tekijöiden oletetaan pysyvän muuttumattomina. Sellun hinnan nousuun yhtiön on siten vastattava käytännössä aina myyntihintojen korotuksilla.

Muita merkittäviä muuttuvia kulueriä ovat kemikaalit ja energia, joiden molempien osuus kokonaiskuluista on 10 %:n kokoluokassa. Kemikaalien tyypillinen öljysidonnaisuus sekä yhtiön maakaasu- ja öljypohjainen energiantuotanto sekä muiden kulujen logistiikkakustannukset huomioiden myös yhtiön tuloksella on tiettyä herkkyyttä myös öljyn hinnan suhteen. Pienempiä muuttuvia kulueriä

ovat titaanidioksidi (erittäin merkittävä Decor-liiketoiminnassa), synteettiset kuidut, raakapuu (Aspan sellun tuotanto) ja toimituskustannukset.

Lyhyellä tähtäimellä kiinteiden henkilöstökulujen osuus on vajaat 19 %. Mielestämme tämä kuvaa sekä Ahlstrom-Munksjön perusteollisuusyhtiölle verrattain korkeaa henkilöstöintensiivisyyttä sekä yhtiön tuotantorakennetta, jossa valtaosa tehtaista sijaitsee henkilöstökuluiltaan korkeiden palkkojen kehittyneissä maissa (esim. Saksa, Ranska, Ruotsi ja USA). Siten henkilötehokkuus ei ole arviomme mukaan yhtiön vahvuuksia ja suhteessa korkeiden henkilöstökulujen kompensoiminen vaatiikin yhtiötä asemoitumista preemiohinnoittelun mahdollistaviin niche-segmentteihin. Muista kiinteissä kuluissa yhtiön pitäisi arviomme mukaan olla vuosien 2013-2015 uudelleenjärjestelyiden ja fuusion synergiasäästöjen saavuttamisen jälkeen jo varsin kilpailukykyisellä tasolla. Tätä tukee myös hajautettu organisaatiomalli.

Laskennalliset poistot ovat liiketoiminnan kokoluokkaan nähden korkeahkot noin 125-130 MEUR/vuosi, mikä heijastelee molempien yhtiöiden aiemmin tekemiä suurehkoja investointeja sekä yritysjärjestelyiden aineettomien hyödykkeiden PPA-poistoja. Kokonaisuutena lyhyellä tähtäimellä kiinteiden kulujen osuus on arviomme mukaan noin 30 %, joten Ahlstrom-Munksjön tuloksessa on selvä tulosvipu volyymitason muutoksille.

Valuuttaherkkyydet ovat maltillisia

Liikevaihdon ja muuttuvien kustannuserien syklisen luonteen lisäksi Ahlstrom-Munksjön tulosta heiluttavat maltillisesti valuuttakurssit. Uusi yhtiö ei ole julkaissut tuloslaskelman

valuuttaherkkyyksiä, mutta arviomme mukaan tärkeimpiä valuuttapareja ovat EUR/USD, EUR/SEK. Herkkyydet muille valuuttapareille ovat sen sijaan todennäköisesti vähäisiä. Valuuttakurssien vaikutus tulokseen tulee arviomme mukaan etenkin translaation kautta, kun taas avoimia transaktiopoistioita konserni pääsääntöisesti suojaa.

Konsernin myynnistä arviomme mukaan valtaosa on euroissa ja Yhdysvaltojen dollareissa, kun taas kulut syntyvät etenkin tuotantomaiden paikallisissa valuutoissa ja selluostojen osalta dollareissa. Näin ollen yhtiö hyötyy/kärsii (olettaen, että muut tekijät pysyvät ennallaan) euron heikentymisestä/vahvistumisesta suhteessa dollariin, sillä tulopuolen dollarivirta on kustannuspositiota suurempi. Sen sijaan Ruotsin kruunussa myynti on selvästi kuluja vähäisempää, joten Ahlstrom-Munksjö hyötyy/kärsii sen vahvistumisesta/heikentymisestä suhteessa euroon. Arviomme mukaan näiden valuuttaparien 10 %:n muutos (olettaen, että muut tekijät pysyvät ennallaan) vaikuttaa konsernin käyttökatteeseen EUR/USD:n osalta noin 10 MEUR ja EUR/SEK:n puolesta 15 MEUR.. Näin ollen valuuttojen tulosvaikutukset eivät ole erityisen voimakkaita yhtiön liiketoiminnan mittakaava huomioiden.

Alemmilla riveillä rahoituskulujen ja verojen rasituksen pitäisi olla helpottamaan päin

Tuloslaskelman alemmilla riveillä valuuttakurssit heiluttavat myös rahoituskuluja kurssierojen takia. Tämä erä ei kuitenkaan ole kassa-vaikutteinen, joten sen merkitys on rajallinen.

Taloudellinen tilanne (2/2)

Lisäksi yhtiölle tulee rahoituskuluja etenkin koroista ja muista rahoitusinstrumenteista (esim. suojaukset).Fuusiosta oli selkeitä synergioita myös rahoituksessa ja Ahlstrom-Munksjö järjestelikin velkarahoituksensa uusiksi keväällä 2017. Arviomme mukaan yhtiön normalisoidut rahoituskulut tuloslaskelmassa (ts. ilman merkittäviä arvostuseriä käypien arvojen muutoksista) ovat nyt noin 20 MEUR:ssa eli alle 1 %:ssa liikevaihdosta tai noin 3 %:ssa korollisesta velasta. Tämä on mielestämme terve taso liiketoiminnan kokoluokka huomioiden.

Alemmilla riveillä Ahlstrom-Munksjön haasteena on ollut myös korkea verorasitus (veroaste: 2016 33 % ja 2017 30 % Q4:n positiivisista kertatuotoista oikaistuna). Arviomme mukaan tämän taustalla on etenkin yhtiön tuloksen maamix (esim. merkittävää liiketoimintaa esimerkiksi korkeiden yritysverojen Brasiliassa, Ranskassa Saksassa). Myös USA on konsernille merkittävä maa ja siten USA:n verouudistuksen myötä laskeva yritysvero oli konsernille positiivinen uutinen pitkällä aikavälillä (kertaluonteinen 12 MEUR:n verotuotto uudistuksesta osui Q4'17:lle)

Maamixin lisäksi tuloslaskelman veroastetta ovat nostaneet molempien yhtiöiden tiettyjen liiketoimintojen tappiot, joita ei ole päästy konserni-verotuksessa vähentämään eikä kroonisesti tappiollisille yksiköille myöskään kirjata vero-saamisia. Suotuisan kannattavuuskehityksen takia pahin näyttää olevan verojen osalta kuitenkin ohi ja arviomme veroasteen painuvan lähivuosina 26-28 %:iin USA:n verouudistuksen ansiosta. Lähivuosien osalta kassavirtaverojen pitäisi olla kuitenkin jonkun verran

tuloslaskeman veroja pienempiä, jos yhtiö pääsee hyödyntämään vanhoja tappioita.

Tase- ja rahoitusasema ovat vahvoja, mutta liikearvoa onkin paljon

Kuten tyypillistä pääomia sekä tuotantolaitoksiin että käyttöpääomaan sitovalle prosessi-teollisuudelle, Ahlstrom-Munksjön taseen loppusumma on yhtiön liiketoiminnan kokoluokkaan nähden korkea noin 2,4 miljardia euroa Q1'18:n lopussa. Tämä rasittaa pääoman tuottolukuja ja heijastuu siten negatiivisesti osakkeelle hyväksyttävään tasepohjaiseen arvostukseen.

Taseen pitkäaikaisista varoista kiinteää omaisuutta (ts. tuotantolaitoksia) on 826 MEUR, mutta huomioitavaa on, että aineettoman omaisuuden osuus on lähes yhtä suuri. Aineettomasta omaisuudesta vuoden 2017 fuusiojärjestelyssä ja yhtiöiden aiemmista yritysjärjestelyissä syntynyttä liikearvoa on reilut 427 MEUR. Emme näe suurehkossa liikearvomassassa akuutteja alaskirjaustarpeita, kunhan yhtiön tuloskehitys pysyy suotuisana. Muuta aineetonta omaisuutta on 303 MEUR. Tätä yhtiö kuitenkin poistaa tuloslaskelmassa ja siten erä supistuu asteittain, mikä taas rajoittaa erän kuranntiuteen liittyviä riskejä. Lyhytaikaisia varoja taseessa on lähinnä käyttöpääomaeriin ja kassaan liittyen noin 823 MEUR.

Vastuiden puolella yhtiöllä oli omaa pääomaa Q1'18:n lopulla noin 994 MEUR. Konsernissa ei ole merkittäviä vähemmistöomistajia. Korollista velkaa (valtaosa pitkäaikaista) yhtiöllä oli noin 620 MEUR. Loput taseen vastuista olivat ostovelkoja ja muita korottomia vastuita. Q1:n

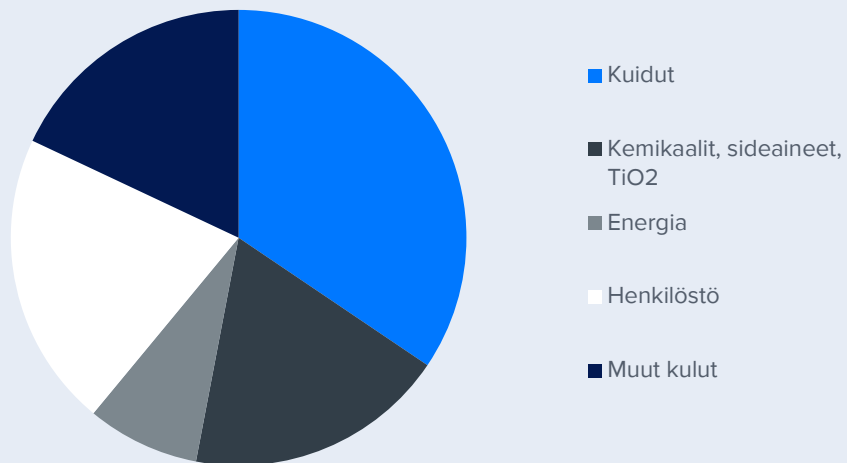
lopun tase ei vielä sisällä Caieirasin erikoispaperitehtaan osto, mikä tulee kasvattamaan taseen loppusummaa ja korollisen velan määrää lievästi loppuvuoden aikana.

Ahlstrom-Munksjön omavaraisuusaste oli Q1'18:n lopulla 42 % ja nettovelkaantumisaste 40 %. Yhtiö on siten selvästi alle 100 %:ssa olevan tavoitetasonsa alapuolella velkaantumisen suhteen ja pidämme tämänhetkistä taserakennetta yhtiön pääomavaltainen liiketoiminta huomioiden riittävän vahvana juoksevan liiketoiminnan pyörittämiseen yli syklien. Tätä tukee myös suhteellisen hyvällä tasolla olevan velanhoitokyky, koska Q1'18:n lopussa Ahlstrom-Munksjön nettovelan ja oikaistun käyttökatteen suhde oli terveellä tasolla noin 1,4x. Caieirasin erikoispaperitehtaan osto ei myöskään muuta taserakenteen isoa kuvaa oleellisesti, vaikka vuoden lopussa taseen tunnusluvut heikkenevätkin todennäköisesti hieman väliaikaisesti.

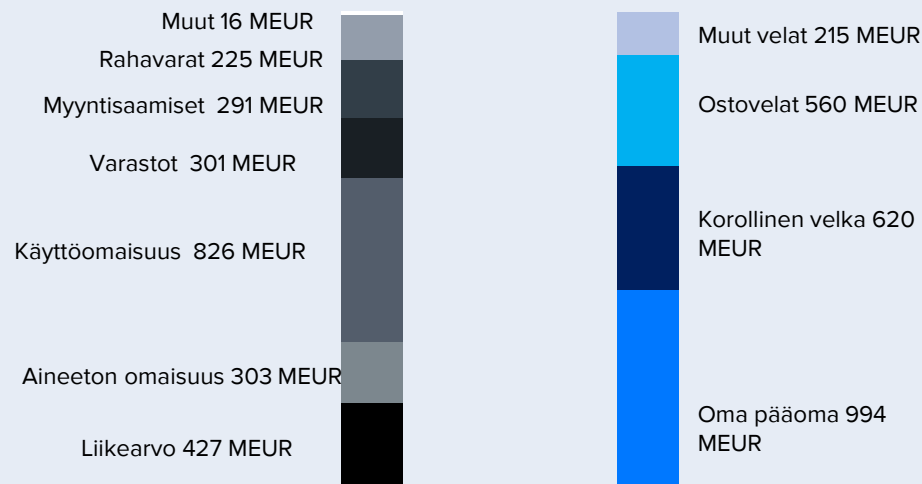
Näin ollen yhtiön taloudellinen asema on tukevalla pohjalla ja pääomarakenne mahdollistaa johdon fokusoitumisen liiketoiminnan kasvattamiseen (ml. investoinnit). Hyvässä kunnossa oleva tase mahdollistaa investointien ja velkojen maltillisen lyhentämisen lisäksi yhtiön tavoitteen mukaisen tasaisen voitonjaon kasvattamisen, kunhan tulos pysyy suotuisalla uralla. Arvioimme, että lähivuosina vahvistuvasta taseesta huolimatta yhtiö ei ole optimoimaan pääomarakennettaan esimerkiksi huomattavan aggressiivisen voitonjaon kautta vaan kerryttää mieluummin taloudellista liikkumavaraa taseeseensa strategiaan kuuluvien yritysostojen varalta.

Taloudellinen tilanne

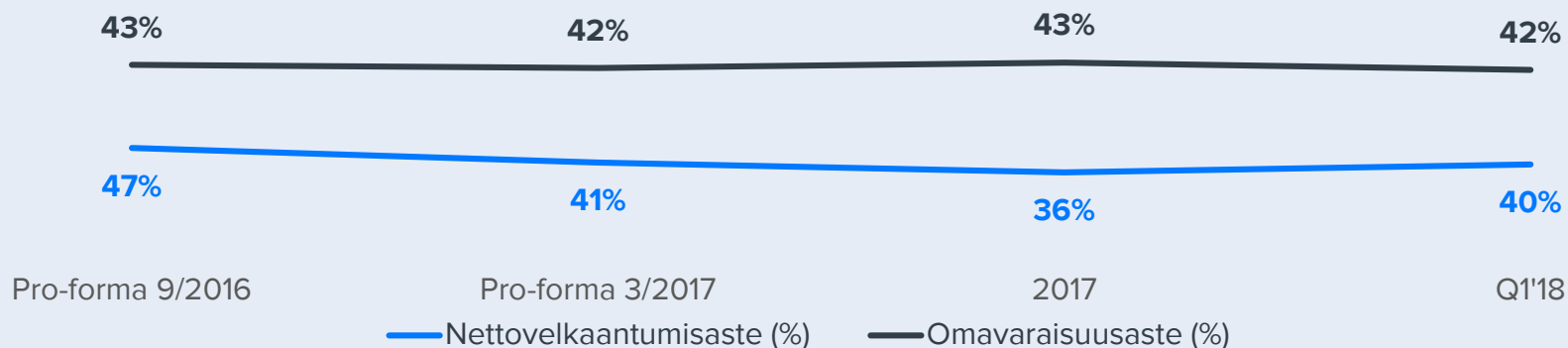
Kustannusrakenne



Taserakenne Q1'18:n lopussa



Taseen tunnuslukujen kehitys Q3'16-Q1'18



Ennusteet (1/3)

Ennustemalli

Lyhyen aikavälin ennusteissamme mallinimme Ahlstrom-Munksjön kehitystä divisioonatasolla perustuen arvioimaamme volyymikehitykseen, keskihintoihin ja yksikkökustannuksiin. Yhtiö ei kuitenkaan julkaise enää volyymejään, mikä heikentää divisioonatason mallinnuksen läpinäkyvyyttä selvästi. Caieirasin erikoispaperitehtaan olemme sisällyttäneet ennusteisiimme Q4'18:sta alkaen, sillä odotamme kaupan varmistuvan Q3'18:lla. Tehtaan vielä toistaiseksi epäselvän kirjapidollisen käsittelyn takia olemme kohdelleet sitä itsenäisenä yksikkönä toistaiseksi.

Lisäksi mallinimme koko konsernin liikevaihdon kasvua, myyntikatetta ja OPEX-kulujen rakennetta. Ennusteemme perustuvat arvioidemme mukaiseen raaka-aineiden hintakehitykseen ja valuuttakursseihin. Pitkän aikavälin ennusteemme taas pohjautuvat markkinakasvuennusteisiin, arvioimaamme markkinaosuuksien kehitykseen sekä kannattavuusmarginaaleihin. Ennusteissamme ei oteta huomioon potentiaalisten uusien yrityskauppojen vaikutuksia.

Makrotalouden näkymät

Vuosi 2017 oli maailmantaloudessa laaja-alaisesti vahva ja maailmantalouden kasvunäkymät seuraavalle kahdelle vuodelle ovat suotuisat. Esimerkiksi OECD ja IMF ennakoivat globaalin talouskasvun olevan tänä ja ensi vuonna 3,9 % (2017e: 3,7 %). Erityisesti kasvunäkymiä ovat parantaneet investointien ja maailmankaupan elpyminen, mikä on tukenut kehittyneiden maiden vahvana pysynyttä kulutuskysyntää. USA:ssa nouseva korkotaso tosin rajoittaa pikkuhiljaa yksityistä kulutusta, mutta Euroopassa ohjauskorko pysyy nollassa todennäköisesti vielä 2019 puolelle asti.

Konkreettisia riskejä talouskehitykselle ei myöskään ole lyhyellä tähtämellä näköpiirissä. Maailmanpoliittinen tilanne pysyy polttopisteessä toki edelleen, mutta toistaiseksi sen paremmin Donald Trumpin linjaukset, edenneet Brexit-neuvottelut, Ukrainan kriisi kuin Pohjois-Korean tilannekaan eivät ole muodostuneet konkreettiseksi uhaksi talouskasvulle. Rakenteellisia ongelmia taloudessa kuitenkin riittää, sillä useissa maissa velkamäärä jatkaa kasvuaan (esim. Kiina, Japani ja Etelä-Eurooppa) eikä tarpeellisia taloudellisia

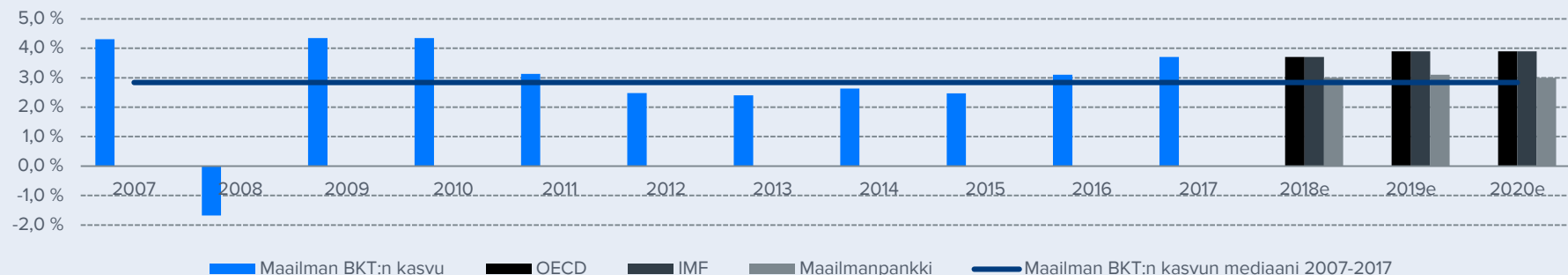
uudistuksia ole suurelta osin tehty. Tämä korottaa riskitasoa pidemmällä aikavälillä.

Kokonaisuutena suotuisa ja jopa vähäriskinen makroympäristö tekee mielestämme Ahlstrom-Munksjön toimintaympäristön näkymistä varsin hyviä lähivuosille. Etenkin yhtiölle tärkeiden länsimarkkinoiden vahva talouskasvu pitää kysyntäkuvan positiivisena käytännössä kaikissa liiketoiminnoissa. Makroennusteiden toteutuessa yhtiöllä pitäisi arviomme mukaan olla edellytyksiä vähintään pitkä ajan keskimääräiseen volyymikasvuun lähivuosina. Hyvä kysyntänäköymä tukee myös yhtiön hinnoittelua.

Vuoden 2018 ennusteet

Suotuisasta kysyntäympäristöstä huolimatta Ahlstrom-Munksjö ohjeisti tilinpäätösraporttinsa yhteydessä kuluvalle vuodelle vuoden 2017 tasolla olevaa tai hieman alemmaa oikaistua käyttökatetta. Kysyntätilanteeseen ja suunnitelmien mukaan eteneviin synergiasäästöihin nähden vaisun ohjeistuksen taustalla olivat jatkunut raaka-aineiden hintojen nousu, joka rokottaa edelleen marginaaleja, koska myyntihinnat tulevat muutamien kuukausien viiveellä raaka-ainehintojen perässä.

Maailman talouden kasvu 2007-2017 ja maailman talouden kasvuennusteet 2018e-2020e



Ennusteet (2/3)

Lisäksi yhtiön kapasiteetti on H1:llä täyskuormassa ja volyymikasvu on mahdollista vasta H2:lla, kun uusia investointeja valmistuu. Näitä tekijöitä heijastellen yhtiö kommentoi, että vuoden alkupuolella oikaistu käyttökate jää vertailulukuja heikommaksi, kun taas tuloskehityksen pitäisi vauhdittua loppuvuotta kohti. Q1:n kehitys oli linjassa ohjeistuksen kanssa, sillä Ahlstrom-Munksjön käyttökate heikkeni vuoden avauskvartaalilla 16 % vahvasta vertailukaudesta 67 MEUR:oon.

Ennustamme Ahlstrom-Munksjön liikevaihdon kasvavan tänä vuonna viime vuodesta 3 % 2298 MEUR:oon. Yhtiön volyymien arvioimme kasvavan H1:n vaakalennon takia vajaan 1 %:n. Loput liikevaihdon kasvusta tulevat myyntihinnoista, joiden arvioimme nousevan raaka-aineiden hintojen nousua heijastellen etenkin H1'18:lla. Divisioonatasolla odotamme kaikilta liiketoiminnoilta vakaata volyymikehitystä suhteellisen suotuisassa markkinatilanteessa, mutta tämä vaatii operatiivisesti onnistunutta suoritusta korkeat käyttöasteet huomioiden.

Yhtiön operatiivisen käyttökatteen ennustamme laskevan tänä vuonna 6 % 277 MEUR:oon (2018e operatiivinen EBITDA-% 11,9 %). Arvioimme mukaan tulos heikkenee H1:lla, tasaantuu Q3:lla ja kääntyy maltilliseen kasvuun Q4:lla. Operatiivista tulosta tukee marginaalinen volyymikasvu ja etenevät synergiasäästöt. Myyntihintojen korotusten arvioimme laahaavan raaka-aineiden ja energian hintojen nousun perässä ainakin Q4:lle asti, joten koko vuoden osalta raaka-aineet aiheuttavat yhä selvää marginaalipainetta. Lisäksi yhtiö kohtaa todennäköisesti lievää palkkainflaatiota ja energiakustannusten nousua vuodesta 2018 alkaen. Näkyvyys tuotanto-kustannusten kehitykseen on kuitenkin rajallinen etenkin H2:lle sellu- ja titaanidioksidi, ja öljymarkkinoiden volatiliiteetti huomioiden, joten tässä

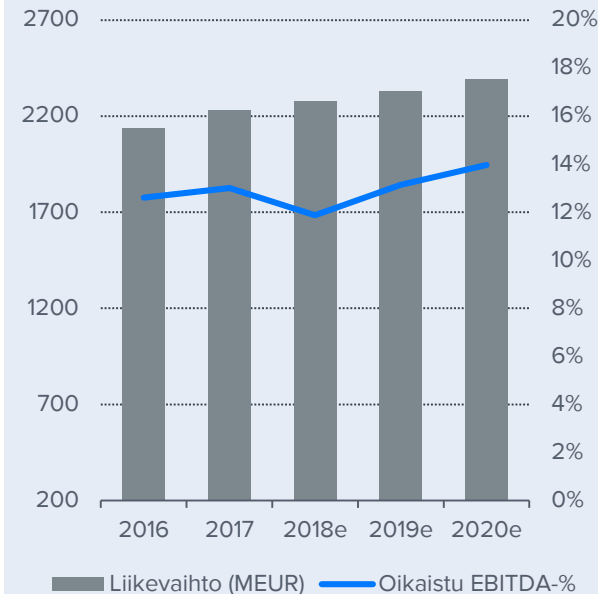
suhteessa ennustemuutokset molempiin suuntiin ovat vuoden aikana hyvin mahdollisia. Lähtökohtaisesti odotamme kuitenkin raaka-aineiden inflaatiopaineen rauhoittuvan H2:n aikana, mutta periaatteessa raaka-ainehintojen selkeän nousun jatkuminen koko vuoden 2018 ei ole mielestämme täysin mahdollon skenaario raaka-aineiden kysyntä/tarjonta-kuvat huomioiden.

Tuloslaskelman alemmilla riveillä odotamme vielä lieviä kertaluonteisia kuluja fuusion synergiasäästöistä 11 MEUR (käytännössä täysimääräisesti kassavaikutteisia). Myös kertakulujen ulosmaksuista pääosa ajoittuu vasta vuodelle 2018 (2017 maksettu 11 MEUR). Rahoituskulujen arvioimme laskevan hieman, sillä velkasalkun koko vuoden keskikorko laskee todennäköisesti hieman ja korollisen velan määrä pienenee ennen Caieirasin tehtaan yrityskaupan varmistumista Q4:lla. Myös veroasteen arvioimme laskevan maltillisesti USA:n verouudistuksen ansiosta 27 %:iin. Vuoden 2018 oikaistun EPS:n arvioimme olevan 0,98 euroa osakkeelta. Rahavirta jää tulosta heikommaksi investointien kiihtymisen takia, mutta arvioimme yhtiön kohottavan kuitenkin osinkonsa ensi keväänä 0,56 euroon euroon osakkeelta, joka maksetaan yhtiön politiikan mukaisesti kahdessa 0,28 euron erässä keväällä ja syksyllä.

Vuosien 2019 ja 2020 ennusteet

Integraatiovaihe valmistuu Ahlstrom-Munksjössä vuonna 2019, jonka aikana yhtiön pitäisi arvioimme mukaan saavuttaa kaikki kustannussynergiat ja valtaosa myyntipuolen synergioista. Volyymikehitystä tukee myös suotuisan taloustilanteen nousussa pysyvä kysyntä. Markkinaosuuksien suhteen emme odota kapasiteettirajoitteiden takia kasvua, vaikka pidämmekin tarjoamaa kilpailukykyisenä.

Konsernin ennusteet 2017-2020e



Ennusteet (3/3)

Vuosina 2019-2020 ennustamme Ahlstrom Munksjön liikevaihdon kasvavan 5,3 % ja 2,4 % ja operatiivisen EBITDA:n kohoavan 322 MEUR:oon ja edelleen 351 MEUR:oon. Nämä vastaavat 13,3 %:n ja 14,1 %:n oikaistuja EBITDA-marginaaleja. Kannattavuuden parantumista tukee synergiasäästöjen saavuttaminen lähes täysimääräisesti ja lievän volyymikasvun skaalautuminen kiinteään kulurakenteeseen.

Raaka-aineiden hintatrendien arvioimme tasoittuvan (tai ainakin nousun kulmakertoimen rauhoittuvan) vuosina 2019-2020, vaikka keskipitkällä tähtäimellä näemmekin haastavan raaka-ainetilanteen jatkumisen aiempaa todennäköisempänä sellu- ja titaanidioksimarkkinoiden lähivuosien kysyntä/tarjonta-näkymät huomioiden. Nykyiset sellun ja titaanidioksidin hinnat suhteessa rajatuottajien tuotantokustannuksiin ovat kuitenkin korkeita ja niiden pitäisi kuitenkin houkutella jo investointeja. Siten emme näe nousevista raaka-ainekustannuksista muodostuvan rakenteellista ongelmaa. Lisäksi tuotantokustannuksia nostavat lähivuosina lievästi palkkainflaation maltillinen jatkuminen ja mahdollisesti myös energian hinnan nousu, mutta tätä yhtiön pitäisi kuitenkin pystyä kompensoimaan tuottavuus- ja tehokkuusparannuksilla.

Tuloslaskelman alemmilla riveillä emme odota enää fuusioon liittyen kertakuluja vuosille 2019-2020, mutta PPA-poistojen arvioimme pysyvän maltillisella laskukäyrällä. Rahoituskulujen ja veroasteen arvioimme pysyvän karkeasti vuoden 2018 tasoilla. Näin ollen EPS kasvaa lievällä sivulla suhteessa operatiiviseen käyttökatteeseen (2019/2020: EPS 1,29 euroa ja 1,52 euroa). Investoinnit pysyvät edelleen hieman kokonaispoistojen alapuolella, vaikka odotamme investointitarpeita löytyvän lähivuosina, jos positiivinen taloussykli jatkuu ja uudelle kapasiteetille on kysyntää. Vapaa rahavirran kohtuullisen näkymän

takia yhtiö pystyy velkojen maltillisen lyhentämisen ja investointien lisäksi nostamaan asteittain osinkoaan politiikkansa mukaisesti. Vuosien 2018 ja 2019 osinkoennusteemme ovat 0,60 ja 0,64 euroa osakkeelta.

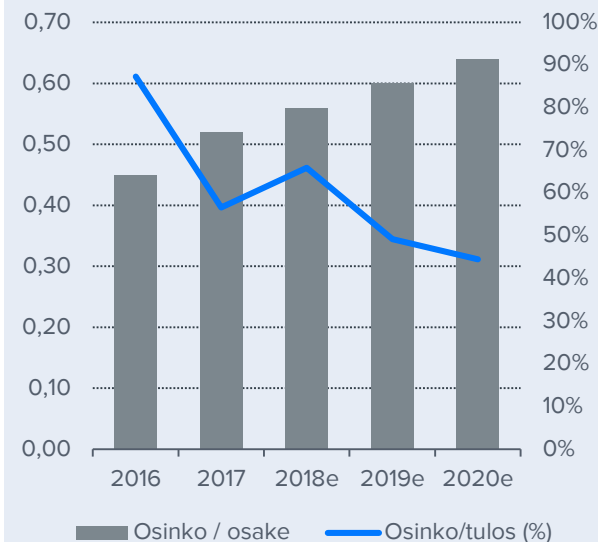
Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä ennustamme Ahlstrom-Munksjön pystyvän kasvamaan orgaanisesti aavistuksen markkinoita nopeammin keskimäärin noin 2,5-3 %:n vuosivauhtia. Korostamme kuitenkin, että pitkällä aikavälillä arvioimme Ahlstrom-Munksjön jatkavan yritysjärjestelyjä ostopuolella, mikä nostaisi kauppohen kokoluokista riippuen liikevaihtoa nopeammin. Kauppohen aikataulujen ennakoiminen on kuitenkin mahdotonta, joten emme sisällytä niitä ennusteisiimme.

Kannattavuuden suhteen arvioimme operatiivisten EBITDA-marginaalien liikkuvan noin 11,6-14,5 %:n haarukassa pitkällä aikavälillä, kun kiristynvä kilpailu luo painetta katteisiin. Näin ollen emme toistaiseksi ennusta, että yhtiö tulee saavuttamaan tavoittelemansa yli 14 %:n oikaistun EBITDA-%:n yli syklin, mutta syklin suotuisina vuosina tavoitetason ylittäminen on mielestämme täysin mahdollista.

Pitkällä tähtäimellä tavoitekannattavuuden saavuttaminen yli syklin vaatisi arvioimme mukaan yhtiöltä etenkin tuoteportfolion jatkuvaa ja onnistunutta uudistamista. Tämän myötä Ahlstrom-Munksjön voisi päästä nostamaan keskimääräisiä myyntihintoja volyymien ohella, jolloin kasvu skaalautuisi tehokkaammin kannattavuuteen. Tämä ei ole täysin mahdotonta, mutta haluamme nousevista keskihinnista ja volyymeistä yhtiöltä lisää näyttöjä ennen kuin olemme valmiita nostamaan pitkän aikavälin kannattavuusennusteemme yhtiön tavoitetasolle.

Osinkoennusteet 2016-2020e



Ennusteet

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	2148	567	577	542	547	2233	572	587	556	582	2298	2421	2480
<i>Decor</i>	365	95	98	91	94	378	100	105	97	100	402	408	414
<i>Filtration&Performance</i>	617	169	174	162	160	665	167	173	167	164	670	690	711
<i>Industrial Solutions</i>	627	164	163	156	159	641	167	164	159	163	653	672	691
<i>Specialties</i>	578	146	151	138	139	574	146	153	140	141	580	592	603
<i>Caieiras (yritysosto)</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	22	22	87	89
<i>Muut ja eliminoinnit</i>	-39	-7	-9	-5	-5	-26	-7	-7	-7	-7	-28	-28	-28
<i>Poistot</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Käyttökate	240	76	64	63	64	267	62	62	66	69	258	322	351
<i>Poistot ja arvonalennukset</i>	-135	-33	-32	-32	-31	-127	-30	-31	-31	-32	-123	-130	-130
Liikevoitto ilman kertaeriä	134	47	46	39	32	164	37	36	39	38	150	192	221
Liikevoitto	105	43	32	32	33	140	32	31	35	36	134	192	221
<i>Decor (EBITDA)</i>	54	11	8	6	9	34	6	7	7	10	30	44	52
<i>Filtration&Performance (EBITDA)</i>	94	32	33	31	25	121	29	27	31	24	111	118	125
<i>Industrial Solutions (EBITDA)</i>	93	28	28	27	25	109	24	26	26	26	101	108	114
<i>Specialties (EBITDA)</i>	65	17	15	11	10	53	12	12	11	12	47	54	61
<i>Caieiras (yritysosto)</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	3	15	16
<i>Muut ja eliminoinnit (EBITDA)</i>	-37	-10	-6	-4	-6	-25	-4	-5	-5	-5	-18	-17	-17
<i>Poistot</i>	-135	-33	-32	-32	-31	-127	-30	-31	-31	-32	-123	-130	-130
<i>Oikaissuerät</i>	-29	-4	-13	-7	1	-24	-5	-5	-4	-2	-16	0	0
<i>Munksjö (itsenäisenä)</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Nettorahoituskulut</i>	-31	-8	-9	-7	-6	-30	-3	-6	-6	-6	-20	-22	-20
Tulos ennen veroja	74	35	23	25	27	110	29	26	29	30	114	170	201
<i>Verot</i>	-24	-11	-7	-7	4	-21	-8	-7	-8	-8	-31	-46	-54
<i>Vähemmistöosuudet</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettotulos	50	24	16	18	31	88	21	18	21	22	83	124	146
EPS (oikaistu)	0,73	0,28	0,27	0,21	0,33	1,09	0,26	0,23	0,25	0,24	0,98	1,29	1,52
EPS (raportoitu)	0,52	0,25	0,17	0,18	0,32	0,92	0,22	0,19	0,22	0,23	0,86	1,29	1,52

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	90,0 %	5,8 %	2,8 %	3,4 %	3,7 %	3,9 %	1,0 %	1,8 %	2,7 %	6,5 %	3,0 %	5,3 %	2,4 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	233,9 %	88,1 %	4,6 %	7,8 %	12,2 %	22,7 %	-21,2 %	-21,2 %	-0,1 %	18,4 %	-8,4 %	27,7 %	15,1 %
<i>Käyttökate-%</i>	11,2 %	13,3 %	11,1 %	11,7 %	11,6 %	11,9 %	10,8 %	10,5 %	11,8 %	11,8 %	11,2 %	13,3 %	14,1 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	6,2 %	8,3 %	7,9 %	7,2 %	5,9 %	7,3 %	6,4 %	6,1 %	7,0 %	6,6 %	6,5 %	7,9 %	8,9 %
<i>Nettotulos-%</i>	2,3 %	4,2 %	2,8 %	3,2 %	5,6 %	4,0 %	3,7 %	3,1 %	3,8 %	3,8 %	3,6 %	5,1 %	5,9 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus (1/2)

Arvostuksen kulmakivet

Suosimme Ahlstrom-Munksjön arvonnäilyksessä etenkin tulospohjaisia arvostuskertoimia, joita tarkastelemme ensisijaisesti absoluuttisin mittarein ja toissijaisesti suhteessa muista kuitumateriaaliyhtiöistä koostuvaan verrokkiryhmään. Mielestämme Ahlstrom-Munksjölle parhaiten soveltuvat kertoimet ovat EV/EBITDA ja P/E, joita kannattaa tarkastella parina. Yhtiön rakenteellisesti yhä korkeahkon veroasteen ja 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 (tähän tase-erään ei sitoudu lisää pääomia ilman uusia yrityskauppoja), joten P/E voi lyhyellä tähtäimellä indikoida turhan korkeaa arvostusta Ahlstrom-Munksjölle. Näin ollen jommankumman kertoimen suosiminen voi antaa selkeästi väärän indikaation arvostuksen kokonaiskuvasta.

Tuloslaskelman ylä- ja alariveihin pohjautuvia kertoimia korostavat tekijät huomioiden kassavirtapohjaiset kertoimet, kuten P/FCF tai P/FCFF olisivat teoriassa mielestämme Ahlstrom-Munksjölle parhaiten soveltuvia etenkin lyhyellä tähtäimellä. Kassavirtakertoimia käytettäessä käyttöpääoman heilahdukset ja investointisykliin vaiheet on otettava huomioon. Tämä monimutkaistaa niiden hyödyntämistä etenkin suhteellisessa arvonnäilyksessä.

Perusteellisuusyhtiölle myös tasepohjainen P/B ja osinkotuotto ovat perinteisesti käyttökelpoisia

lukuja. Käytännössä näiden tunnuslukujen pariin toimii 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 tulostodotuksia ja/tai koholla olevia tulostarkoituksia.

Painotamme arvonnäilyksessä etenkin kuluvan vuoden ja sitä seuraavan vuoden arvostuskertoimia, sillä näkyvyys jossain määrin syklisen yhtiön liiketoiminnan tätä pidemmälle on rajallinen Pitkän tähtäimen ennusteisiimme pohjautuvassa ja valtaosin kaukaista tulevaisuutta painottavassa DCF-arvonnäilyksessä riskit ovat kaikkien konkreettisimman, minkä takia sen rooli arvonnäilyksessä on toimia realiteettitarkastuksena ja lyhyen tähtäimen ennusteiden tukena.

Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme Ahlstrom-Munksjölle hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttavat etenkin seuraavat tekijät:

- **Kuitumateriaaleja tukevat trendit ja epäorgaanista kasvua tukeva markkinarakente** antavat yhtiölle melko hyvän kasvupotentiaalin pitkällä aikavälillä
- **Vahva markkina-asema ja kilpailukykyinen tuoteportfolio** lisäävät luottamusta yhtiön pitkän ajan kilpailukykyyn
- **Lähiaikojen tuloskasvunäkymä** on yhtiölle neutraali ajuri lyhyellä tähtäimellä, sillä kuluvuosi jää tuloskasvun osalta väli vuodeksi, mutta keskipitkän ajan näkymät ovat tässä

suhteessa yhä hyvät.

- **Hyvässä kunnossa oleva tase** rajaa sijoittajan riskiprofiilia heikommassa syklissä ja mahdollistaa voitonjaon tasaisen kasvattamisen sekä investoinnit/yritysostot
- **Liikevaihdon maantieteellinen hajautus** on selkeästä Eurooppa-painosta huolimatta kohtuullinen, joten pidämme portfolion maantieteellistä riskitasoa neutraalina
- **Liiketoiminnan ja tuloksen syklisyys** nostaa sijoittajan riskiprofiilia ja edellyttää tiettyä turvamarginaaleja arvostuskertoimissa
- **Liiketoiminnan pääomaintensiivisyys** sitoo yhtiön kassavirtaa tehtaisiin ja käyttöpääomaan, mikä rajoittaa jossain määrin hyväksyttävää arvostuskertoimia
- **Osakkeen vapaasti vaihdettavien osakkaiden määrä ja vaihtovolyymi** ovat kohtuullisella tasolla eikä osakkeelta tarvitse mielestämme vaatia likviditeetti-premiötä

Näiden tekijöiden muodostamana voidaan osake mielestämme hinnoitella absoluuttisesti P/E-luvulla 13x-15x ja vastaavasti EV/EBITDA-kertoimella 6x-8x. Haarukat ovat myös karkeasti linjassa markkinoiden Ahlstromille ja Munksjölle hyväksymien arvostuskertoimien kanssa, vaikka kunnollista aikasarjaa historiallisesti hyväksyttävistä arvostustasoista on yhtiöiden lähihistoria huomioiden vaikea löytää. Haarukoissa on tiettyä liikkumavaraa osakemarkkinoiden yleisen arvostustason kehitystason sekä yhtiökohtaisen riskiprofiilin muutoksia huomioiden.

Arvonmääritys ja suositus (2/2)

Ahlstrom-Munksjön ennusteidemme mukaiset oikaisut P/E-luvut vuosille 2018-2020 ovat 16x, 12x ja 11x. Vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 7x, 6x ja 5x. Siten pidämme yhtiön tulospohjaista arvostusta kohtuullisen houkuttelevana, kunhan tuloskasvu realisoituu odotustemme mukaisesti. Tämä on kriittistä, sillä vuoden yhtiön Q1:n lopun 12 kuukautta taaksepäin katsovissa arvostuskertoimissa ei mielestämme ole nousuvaraa (Q1'18 lopussa LTM P/E (oik.) 17x, EV/EBITDA 8x).

Vapaan rahavirran tuottojen arviomme jäävän kiihtyvien investointien takia tulosta heikommaksi lähivuosina, joten rahavirtatuotoista arvostus ei saa tukea. Tasaisella nousukäyrällä pysyvän osingon ansiosta arviomme lähivuosien osinkotuottojen olevan 3-4 %:n haarukassa. P/B-luku on perusteollisuusyhtiölle hieman korkeahkolla tasolla 1,6x. Näin ollen osinkotuotto- ja tasearvostus eivät tarjoa osakkeelle tukea ennusteriskejä vastaan, mikä pitää nostaa osaltaan yhtiöön nyt tehtävän sijoituksen riskitasoa jossain määrin.

Suhteellinen arvostustaso

Ahlstrom-Munksjölle löytyy kuitumateriaali- ja erikoispaperimarkkinoilta muutamia kohtuullisia verrokkeja, joiden arvostustasoon suhteutamme yhtiön lähivuosien arvostuskertoimia. Suhteellisen arvostuksen paino kokonaisuudessa on kuitenkin absoluuttisia tulostulkintoja maltillisempi, sillä hyviä (listattuja) verrokkiyhtiöitä on lukumääräisesti varsin vähän. Toisaalta emme myöskään ole välttämättä valmiita venyttämään absoluuttisia arvostuskertoimia vain sen takia, että ne ovat muita yhtiöitä alemmat ja päinvastoin, mikä puoltaa myös pienemmän painoarvon antamista

suhteelliselle arvostukselle.

Selkeimmän mittatikun uuden Ahlstrom-Munksjön suhteellisella arvostukselle antaa mielestämme yhdysvaltalainen Neenah Paper, joka on oikeastaan ainoa yhtiö, joka on tuoteportfolionsa- ja kokoluokkansa puolesta suoraan verrattavissa Ahlstrom-Munksjöhön. Mielestämme Ahlstrom-Munksjö voidaan hinnoitella suurin piirtein linjaan koko verrokkiyhtiöitä koostuvan verrokkiyhtiön kanssa, sillä mielestämme yhtiöllä ei ole nettovaikutukseltaan niin merkittäviä kilpailuetuja tai -haittoja, että selkeä preemio- tai alennushinnoittelu olisi perusteltu. Neenah Paperin tasolle emme kuitenkaan ole valmiita Ahlstrom-Munksjötä vielä hinnoittelemaan johtuen yhdysvaltalaisyhtiön paremmasta kannattavuudesta, pidemmästä kannattavan kasvun track-recordista ja sen absoluuttisesti korkeasta arvostustasosta (vrt. myös USA:n pörssien yleisesti Helsingin Pörssiä korkeampi arvostus)

Vuoden 2018 tulostulkintoilla Ahlstrom-Munksjö on arvostettu hieman verrokkiyhtiötä ylemmäs, kun taas vuoden 2019 tulostulkinto ovat noin linjassa verrokkiyhtiön kanssa. Osinkotuotolla mitattuna on yhtiö selvästi aliarvostettu. Siten myös suhteellinen arvostus on mielestämme vuoden tähtäimellä melko neutraali, mutta Neenah Paperiin suhteutettuna Ahlstrom-Munksjö on aliarvostettu hinnoiteltu. Yleisesti toimialan yhtiöt arvostetaan tällä hetkellä näkemyksemme mukaan varsin kohtuullisesti. Siten suhteellisen arvostuksen kokonaiskuva puoltaa mielestämme osakkeen maltillista nousuvaraa vuoden tähtäimellä.

DCF-arvonmääritys

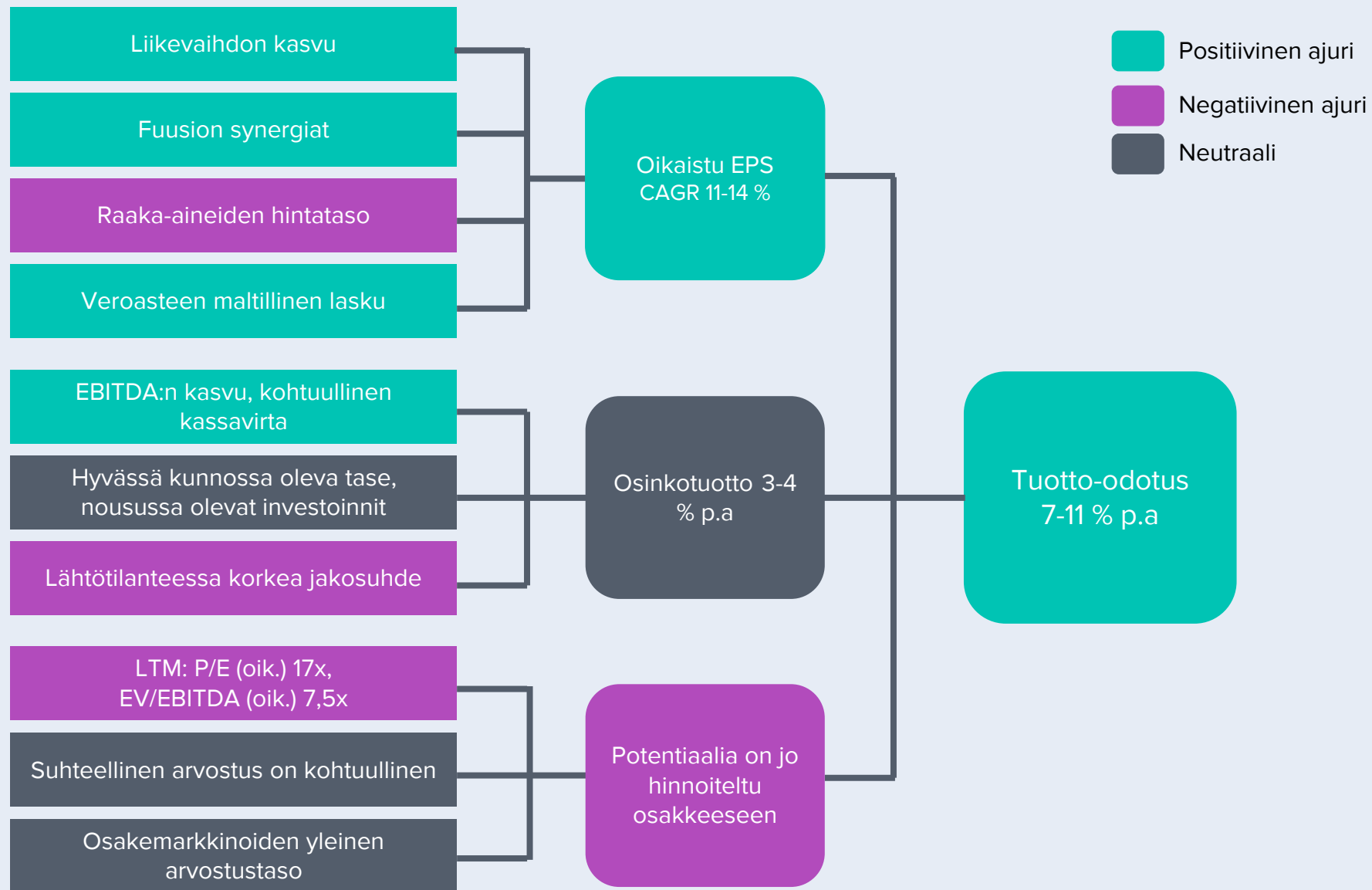
Annamme rahavirtamallille (DCF) arvonmäärityksessä verrattain pienen painoarvon, sillä DCF-malli on erittäin herkkä etenkin terminaaliarvon parametrien muutoksille. DCF-mallin mukainen Ahlstrom-Munksjön osakkeen arvo on 19,03 euroa osakkeelta. DCF-malli perustuu pitkän aikavälin ennusteillemme, jossa liikevaihdon orgaaninen kasvu on 2-3 %:n haarukassa ja liikevoittomarginaali kohoa 9,0 %:iin (EBITDA-% 14,1 %) ennen tasaantumistaan 7-8 %:n tuntumaan. Mallissa terminaalien painoarvo on 58 %, mikä kuvaa osaltaan osin melko kaukana tulevaisuudessa olevia odotuksia ja toisaalta niihin liittyviä korkeita riskejä.

Rahavirtamallissa Ahlstrom-Munksjön pääoman kustannus on 7,2 %, sillä pääomanintensiivisessä liiketoiminnassa tarpeellinen velkavipu (pitkän aikavälin velkaosuusarvio 30 %) ja yhä korkeahkon veroasteen luoma melko jyrkkä verokilpi painavat koko pääoman kustannuksen selvästi oman pääoman kustannusta alemmas. Oman pääoman kustannus on 8,7 %, mikä taas heijastelee mielestämme Ahlstrom-Munksjön riskiprofiilin mukaista pitkän aikavälin tuottovaatimusta. Riskitön korko on 3,0 %, markkinariskipreemio 4,75 % ja beta 1,20.

Tavoitehinta ja suositus

Toistamme Ahlstrom-Munksjön tavoitehintamme 17,00 euroa ja lisää-suosituksemme. Peruskasvun skenaariossamme yhtiö tarjoaa lähivuosina 7-11 %:n kokonaistuoton (TSR) lähivuosille, mitä pidämme yhtiön riskiprofiiliin nähden yhä houkuttelevana tasona. Tuotto-odotuksen realisoitumisen kannalta yhtiön paluu tuloskasvuun kuluvan vuoden lopulla on kuitenkin kriittistä.

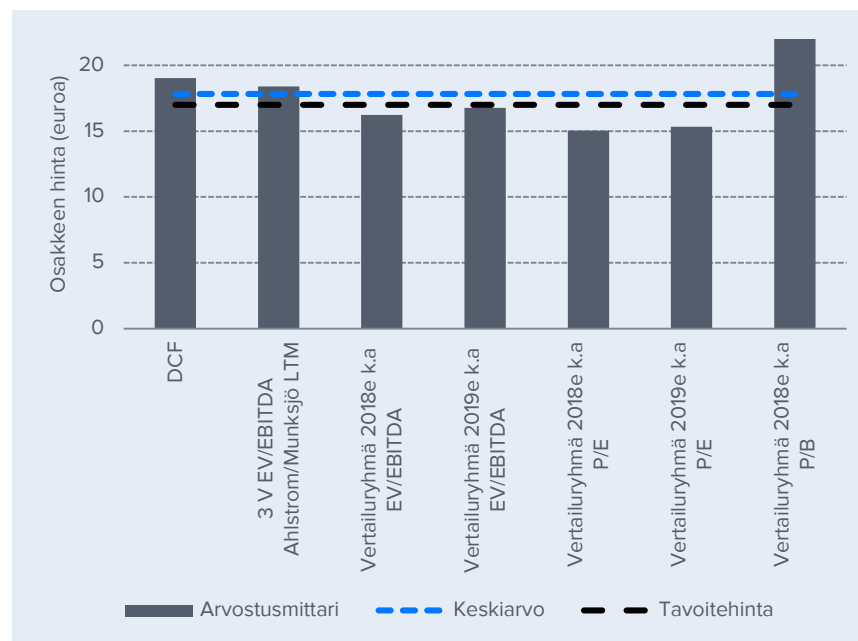
Ahlstrom-Munksjön arvoajurit 2018e-2020e



Arvostuskertoimet ja potentiaali

Arvostustaso	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	18,16	15,96	15,96	15,96
Markkina-arvo	1750	1533	1533	1533
Yritysarvo (EV)	2125	2016	1893	1735
P/E (oik.)	16,6	16,3	12,4	10,5
P/E	19,8	18,5	12,4	10,5
P/Kassavirta	13,4	-101,4	12,6	10,8
P/B	1,7	1,5	1,3	1,1
P/S	0,8	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	7,3	7,4	5,9	5,0
EV/EBIT	13,0	13,4	9,9	7,9
Osinko/tulos (%)	56,6 %	64,9 %	46,5 %	42,1 %
Osinkotuotto-%	2,9 %	3,5 %	3,8 %	4,0 %

Lähde: Inderes



Arvomatriisi 2018e-2019e eri liikevaihto- ja käyttökatemarginaaleilla

		2250 12,0 %	2300 12,5 %	2350 13,0 %	2400 13,5 %	2450 14,0 %	2500 14,5 %	2550 15,0 %
EV/EBITDA	5,0	8,83	9,74	10,67	11,63	12,62	13,63	14,67
	5,5	10,23	11,23	12,26	13,31	14,40	15,51	16,65
	6,0	11,63	12,72	13,84	14,99	16,18	17,39	18,64
	6,5	13,03	14,21	15,43	16,68	17,96	19,28	20,63
	7,0	14,43	15,71	17,01	18,36	19,74	21,16	22,61
	7,5	15,84	17,20	18,60	20,04	21,52	23,04	24,60
	8,0	17,24	18,69	20,19	21,72	23,30	24,92	26,58
	8,5	18,64	20,18	21,77	23,41	25,08	26,80	28,57
	9,0	20,04	21,68	23,36	25,09	26,86	28,69	30,56

Lähde: Inderes

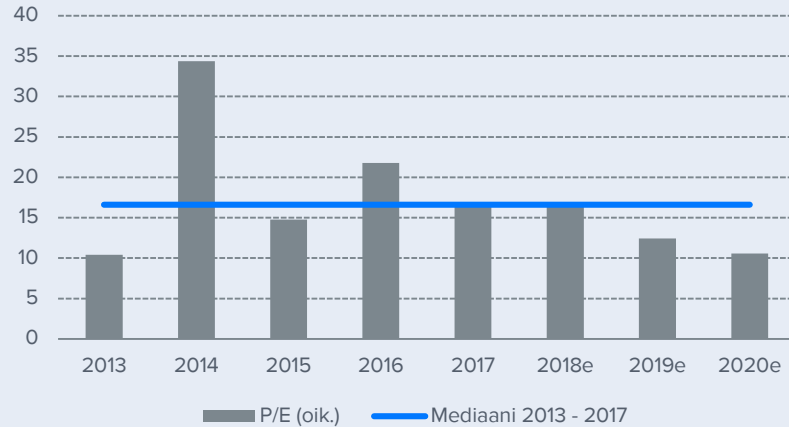
Tuottopotentiali 2019e-2020e P/E-kertoimella 14x*

		2250	2300	2350	2400	2450	2550	2600
EBITDA-%	12,0 %	-20 %	-16 %	-12 %	-8 %	-4 %	3 %	7 %
	12,5 %	-13 %	-9 %	-5 %	-1 %	4 %	12 %	16 %
	13,0 %	-5 %	-1 %	3 %	7 %	12 %	20 %	25 %
	13,5 %	2 %	6 %	11 %	15 %	20 %	29 %	33 %
	14,0 %	9 %	14 %	19 %	23 %	28 %	37 %	42 %
	14,5 %	17 %	22 %	27 %	31 %	36 %	46 %	51 %
	15,0 %	24 %	29 %	34 %	39 %	44 %	54 %	59 %
	15,5 %	32 %	37 %	42 %	47 %	52 %	63 %	68 %
	16,0 %	39 %	45 %	50 %	55 %	61 %	71 %	76 %

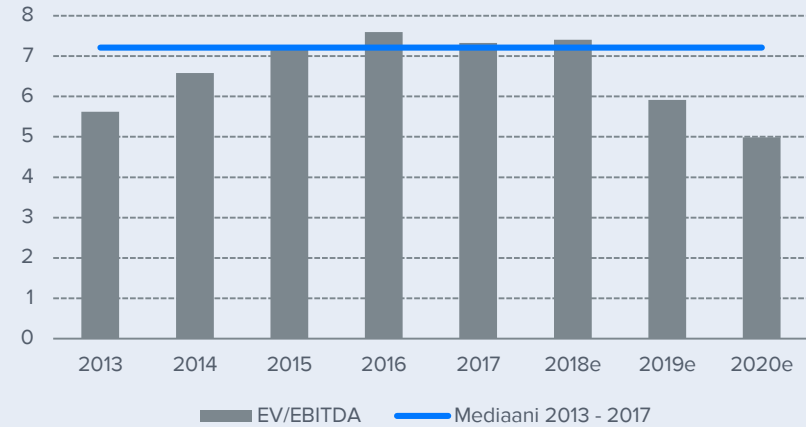
*(poistot 130 MEUR, rahoituskulut 20 MEUR, veroaste 27 %)

Historiallinen arvostustaso*

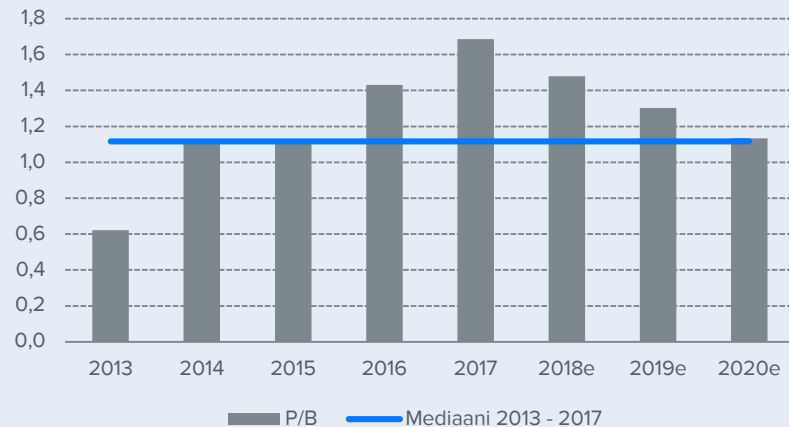
P/E (oik.)



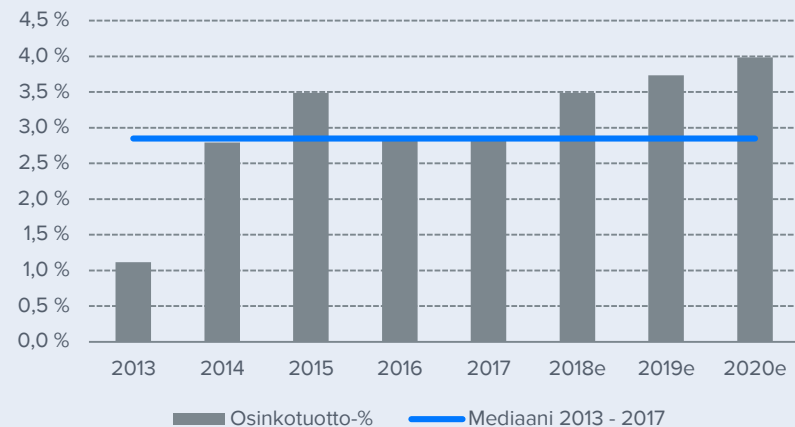
EV/EBITDA



P/B



Osinkotuotto-%



Vertailuryhmäarvostus

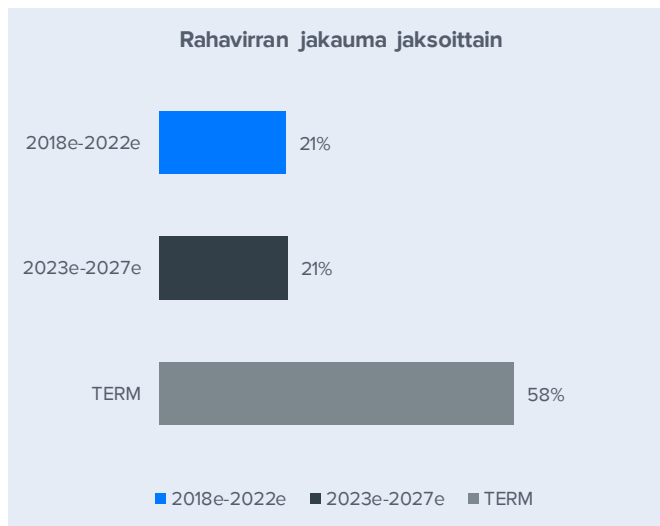
Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Lydall	42,75	632	655	13,0	11,4	10,8	9,5	1,5	1,5	14,3	11,8			
Neenah Paper	83,10	1190	1411	6,3	5,0	5,0	4,0	0,7	0,6	18,6	15,8	2,0	2,0	3,2
Glatfelter	18,19	684	1005	12,0	8,3	6,1	4,9	0,6	0,6	16,4	11,9		2,7	1,1
Suominen	3,34	194	283	20,2	12,8	8,0	6,4	0,6	0,6	31,8	16,1	3,3	3,6	1,4
Berry Plastics	47,23	5318	10157	13,2	11,8	8,5	7,7	1,6	1,4	13,0	11,7			3,9
Owens Corning	62,23	5858	8969	10,2	8,2	7,0	5,9	1,4	1,2	11,1	9,5	1,3	1,4	1,5
Ahlstrom-Munksjo (Inderes)	15,96	1533	2016	13,4	9,9	7,4	5,9	0,9	0,8	16,3	12,4	3,5	3,8	1,5
Keskiarvo				12,5	9,6	7,5	6,4	1,1	1,0	17,5	12,8	2,2	2,4	2,2
Mediaani				12,5	9,9	7,5	6,1	1,0	0,9	15,3	11,9	2,0	2,4	1,5
Erotus-% vrt. mediaani				7 %	0 %	-1 %	-4 %	-16 %	-14 %	6 %	4 %	78 %	60 %	-2 %

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

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	140	134	192	220	230	235	242	236	228	206	210	
+ Kokonaispoistot	127	123	130	130	129	126	124	122	121	122	123	
- Maksetut verot	-356	-31	-46	-54	-57	-60	-62	-60	-58	-52	-53	
- verot rahoituskuluista	-6	-5	-6	-5	-5	-4	-4	-4	-4	-4	-4	
+ verot rahoitustuotoista	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Käyttöpääoman muutos	25	-21	-27	-27	-28	-30	-5	-5	-5	-6	-4	
Operatiivinen kassavirta	211	200	243	264	269	267	296	289	282	267	273	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoninvestoinnit	-86	-215	-121	-121	-91	-106	-106	-105	-131	-131	-144	
Vapaa operatiivinen kassavirta	130	-15	122	143	177	161	190	184	151	136	129	
+/- Muut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	130	-15	122	143	177	161	190	184	151	136	129	2540
Diskontattu vapaa kassavirta		-15	109	119	138	117	129	117	89	75	66	1308
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		2254	2268	2159	2040	1901	1784	1655	1539	1449	1374	1308
Velaton arvo DCF		2254										
- Korolliset velat		-621										
+ Rahavarat		246										
-Vähemmistöosuus		0										
-Osinko/pääomapalautus		-50										
Oman pääoman arvo DCF		1828										
Oman pääoman arvo DCF per osake		19,03										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	27,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riskipreemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,2 %



Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

(MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	1 131	2 148	2 233	2 298	2 421	2 480
Kulut	-1 044	-1 908	-1 966	-2 041	-2 099	-2 130
EBITDA	86	240	267	258	322	350
Poistot	-54	-135	-127	-123	-130	-130
Liikevoitto	33	105	140	134	192	220
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	-7	-29	-24	-16	0	0
<i>Liikevoitto ilman kertaerä</i>	40	134	164	150	192	220
Rahoituserät	-66	-81	-72	-62	-60	-52
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0	0	0	0	0	0
Voitto ennen veroja	28	74	110	114	170	200
Muut erät	0	0	0	0	0	0
Verot	-5	-24	-21	-31	-46	-54
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0	0
Nettotulos	22	50	88	83	124	146
<i>Nettotulos ilman kertaerä</i>	30	79	112	99	124	146
Satunnaiset erät	0	0	0	0	0	0
Tilikauden tulos	22	50	88	83	124	146
<i>Osakekohtainen tulos</i>	0,44	0,52	0,92	0,86	1,29	1,52
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	0,58	0,73	1,09	0,98	1,29	1,52

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	758	1829	1604	1696	1687
Liikearvo	224	573	429	429	429
Aineettomat oikeudet	47	276	309	325	297
Käyttöomaisuus	430	859	842	917	936
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	2	2	1	1	1
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	4	13	8	8	8
Laskennalliset verosaamiset	52	106	15	15	15
Vaihtuvat vastaavat	415	680	793	766	770
Varastot	155	271	282	290	305
Muut lyhytaikaiset varat	44	62	5	5	5
Myyntisaamiset	111	221	259	253	266
Likvidit varat	105	127	246	218	194
Taseen loppusumma	1173	2509	2397	2462	2457

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	397	1064	1038	1044	1184
Osakepääoma	15	85	85	85	85
Kertyneet voittovarot	100	-75	-30	3	73
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	282	1054	983	956	1026
Vähemmistöosuus	4	9	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	467	881	764	823	697
Laskennalliset verovelat	74	171	106	106	106
Varaukset	24	18	18	18	18
Lainat rahoituslaitoksilta	315	571	542	602	475
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	54	121	99	99	99
Lyhytaikaiset velat	305	555	595	595	576
Lainat rahoituslaitoksilta	21	63	79	99	79
Lyhytaikaiset korottomat velat	166	282	503	483	484
Muut lyhytaikaiset velat	118	210	13	13	13
Taseen loppusumma	1173	2509	2397	2462	2457

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 (välttämättä 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 (välttämättä ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa 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 prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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) ja lisäärvo malli (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-kuukauden tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia 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 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/>

Suositushistoria, viimeiset 12 kuukautta

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 €
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 €



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi