

Tuloskone vääntää, mutta arvostus on korkea

Toistamme erittäin vahvan Q3-raportin jälkeen UPM:n vähennä-suosituksemme, sillä mielestämme yhtiön arvostus on yhä turhan korkea ostojen perustelemiseksi. Tavoitehintamme tarkastamme positiivisten ennustemuutosten ja sektoriarvostuksen nousun takia 24,50 euroon (aik. 22,00 euroa)

Q3-raportti oli uusi lisä UPM:n vahvojen raporttien sarjaan

UPM:n liikevaihto kasvoi Q3:lla volyymikasvun ja hinnankorotusten myötä 2 % 2493 MEUR:oon, mikä jäi meidän ja SME Direktin konsensuksen ennusteista marginaalisesti. Yhtiön vertailukelpoisuuteen vaikuttavista eristä oikaistu liikevoitto nousi vertailukauteen nähden 13 % 352 MEUR:oon ja ylitti meidän ja markkinoiden ennusteet kirkkaasti. Ennusteylityksen taustalla olivat kvartaalin korkea operatiivinen tehokkuus, huoltojen vähäiset rasitukset, odotuksia enemmän laskeneet poistot sekä ennusteita suuremmat käypien arvojen muutokset. Kahden viimeksi mainitun tekijän takia UPM ei pystynyt kasvattamaan oikaistua käyttökatetta myöskään Q3:lla ja 425 MEUR:n oikaistu käyttökate oli linjassa odotusten kanssa. Siten ennusteylitys ei ollut kokonaisuutena niin voimakas kuin tuloslaskelman alarivit antoivat ymmärtää. Divisioonista raportin tähti oli sellun hinnan noususta tukea saanut Biorefining, joka lähes tuplasi oikaistun liikevoittonsa Q3:lla. Biorefiningin lisäksi kuitenkin vain Specialty Papers pystyi parantamaan oikaistua liikevoittoaan, kun taas Plywoodin, Raflatacin, Energyn tulokset heikkenivät hieman ja Paper ENA:n selvästi suhteessa viime vuoteen. Raportoidut luvut olivat sen sijaan kohtuullisen lähellä odotuksia, sillä Q3:lle kirjautuneet myyntivoitot jäivät melko selvästi odotuksiamme pienemmiksi. Rahoituskuluissa ja veroissa ei ollut oleellisia yllätyksiä ja 0,50 euroon asettunut oikaistu EPS ylitti ennusteet selvästi Q3:lla.

Nostimme ennusteitamme, mutta lähivuosina on vaikea parantaa

UPM päivitti ohjeistustaan Q3-raportissa ja odottaa nyt oikaistun liikevoittonsa kasvavan tänä vuonna viime vuoteen verrattuna (aik. kannattavuus pysyy hyvällä tasolla). Käytännön merkitystä tällä ei kuitenkaan ollut ja uusi ohjeistus ei juuri informaatioarvoa tarjonnut. Kokonaisuutena yhtiön kommentit kysyntänäkymistä olivat odotetun positiiviset ja myös kustannusinflaation hallinnassa UPM vaikuttaa onnistuneen hyvin. Nostimme lähivuosien ennusteitamme oikaistun liikevoiton osalta 5-6 % odotuksiamme paremman sellumarkkinan, EUR/USD-kurssin vahvistumisen rauhoittumisen, poistotason laskun sekä Paper ENA:n uuden 30 MEUR:n säästöohjelman takia. Odotamme yhä UPM:n oikaistun liikevoiton pysyvän lähivuosina vahvalla tasolla, mutta positiiviset tulosajurit ovat suotuisasta markkinasta huolimatta vähissä, kun huomioidaan UPM:n erinomainen kannattavuus, lievä kustannusinflaatio, valuutoista tulossa oleva vastatuuli sekä Paper ENA:n rakenteelliset haasteet.

Historiallisten tasojen yläpuolella olevat kertoimet eivät houkuttele

UPM:n tulos pohjainen arvostus on mielestämme korkeahko, sillä ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2017 ja 2018 ovat noin 14x ja 15x ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 9x. Kertoimet ovat historiallisten tasojen yläpuolella. Myös P/B-luku 1,6x on selvästi historiallista tasoa korkeampi emmekä pidä sitä houkuttelevana yhtiön pitkän aikavälin 10 %:n ROE-%:n tavoitteeseen nähden. Vajaaseen 4-5 %:iin nousevat osinkotuotot tukevat osaketta, mutta tuloskasvun puutteen ja kohollaan olevien arvostuskertoimien takia, osakkeen kokonaistuotto-odotus on mielestämme osingon varassa. Pidämme tätä epätydyttävänä suhteessa syklisen yhtiön riskiprofiiliin eikä melko neutraali suhteellinen arvostuskaan käänne vaakakuppi positiiviselle puolelle.

Analyttikko

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



Suositus

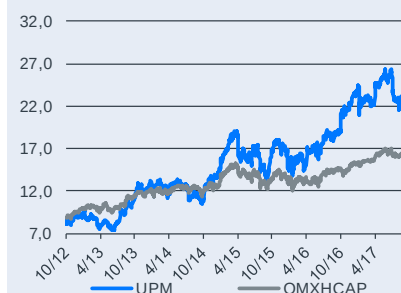
Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 24,50 EUR

Edellinen: 22,00



Lähde: ThomsonReuters

Ei-lisän päätös 25,50 EUR

12 kk vaihteluväli 18,98-26,53 EUR

Potentiaali -3,9 %

Ohjeistus

UPM arvioi oikaistun liiketuloksensa kasvavan vuonna 2017 vuodesta 2016.

Ohjeistusmuutos: Tarkennus

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2015	10 138	1142	11,3 %	1075	1,72	0,75	1,1	8,1	12,8	12,5	4,4 %
2016	9 812	1 135	11,6 %	1 080	1,65	0,95	1,4	8,2	12,2	14,1	4,1 %
2017e	9 961	1 234	12,4 %	1 177	1,76	1,05	1,5	8,7	11,7	14,4	4,1 %
2018e	9 996	1 154	11,5 %	1 110	1,66	1,10	1,4	8,9	12,2	15,3	4,3 %
2019e	9 899	1114	11,3 %	1074	1,61	1,15	1,4	8,9	12,4	15,8	4,5 %
Markkina-arvo, MEUR			13604	OPO / osake 2017e, EUR			16,25	CAGR EPS, 2016-2019, %			-1 %
Nettovelka 2017e, MEUR			887	P/B 2017e			1,6	CAGR kasvu, 2016-2019, %			0 %
Yritysarvo (EV), MEUR			14494	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			10,2 %	ROE 2017e, %			11,1 %
Taseen koko 2017e, MEUR			14100	Omavaraisuusaste 2017e, %			61,5 %	ROCE 2017e, %			11,5 %

Biorefining otti konsernin reppuselkään

Lievää liikevaihdon kasvua volyymien ja hinnoittelun kautta

UPM:n 2493 MEUR:n Q3-liikevaihto jäi meidän ja SME Direktion konsensuksen ennusteista marginaalisesti. Liikevaihto kasvoi vertailukauteen nähden 2 %, minkä taustalla oli etenkin lähes kaikkien liiketoimintojen hyvän kysynnän (pl. Paper ENA) ja kasvuinvestointien myötä kasvaneet volyymit sekä myös hinnan korotukset useissa liiketoiminnoissa. Valuutat rokotivat liikevaihdon kasvua hieman, mutta arviomme mukaan suojaukset pehmensivät vielä Q3:lla EUR/USD-kurssin vahvistumisen vaikutuksia.

Alariveillä kirkas operatiivinen ylitys, mutta oikaistu käyttökate ja rahavirta eivät parantuneet

UPM:n vertailukelpoisuuteen vaikuttavista eristä oikaistu liikevoitto nousi vertailukauteen nähden 13 % 352 MEUR:oon Q3:lla ja ylitti meidän ja markkinoiden ennusteet kirkkaasti. Tulokasvua tuki suotuisa volyymikehitys, kun taas hinnankorotukset kumosivat Q3:lla kustannusinflaation (valtaosin kuitukustannuksia) rasitteet konsernitasolla. Ennusteylityksen taustalla olivat hyvien volyymien lisäksi kvartaalin korkea operatiivinen tehokkuus, huoltojen vähäiset rasitukset, odotuksia enemmän laskeneet poistot sekä ennusteita suuremmat käypien arvojen muutokset.

Huomioitavaa kuitenkin on, että kahden viimeksi mainitun tekijän takia UPM ei pystynyt kasvattamaan oikaistua käyttökateä myöskään Q3:lla ja 425 MEUR:n oikaistu käyttökate oli linjassa markkinaodotusten kanssa. Siten ennusteylitys ei ollut kokonaisuutena niin voimakas kuin tuloslaskelman alarivit antoivat ymmärtää. Myös liiketoiminnan rahavirta laski Q3:lla hieman vertailukauteen nähden vakaata operatiivisen käyttökateen kehitystä ja hieman vertailukautta maltillisempaa käyttö pääoman vapautumista heijastellen. Q3:n 486 MEUR:n liiketoiminnan rahavirta on toki absoluuttisesti erittäin korkea taso UPM:lle.

Parantaminen oli kuitenkin puhtaasti Biorefiningin varassa

Divisioonista raportin tähti oli kuluvan vuoden sellun hinnan noususta tukea saanut Biorefining, joka lähes tuplasi oikaistun

liikevoittonsa Q3:lla. Sellutehtailla myös tuotanto vaikuttaa onnistuneen erinomaisesti Q3:lla (Q3:lle ei osunut myöskään huoltoseisokkeja), sillä Biorefining paransi Q3:lla myös Q2:een nähden huomattavasti, vaikka Q3:lla sellun eurohinnat eivät olennaisesti nousseet. Biorefiningin lisäksi divisioonista kuitenkin vain Specialty Papers pystyi parantamaan oikaistua liikevoittoaan, kun taas Plywoodin, Raflatacin, Energyn tulokset heikkenivät hieman ja Paper ENA:n selvästi suhteessa viime vuoteen kuitukustannusten inflaation takia. Tämä kuvaa useiden liiketoimintojen korkealla tasolla jo olevaa kannattavuutta, mikä tekee parantamisesta haastavaa. Plywoodin ja Raflatacin suoritukset olivat toki vahvoja suotuisassa markkinassa ja myös Energy ylsi kohtuullisiin lukuihin vesivoimavolyymien elpymisen ansiosta. Myös Paper ENA:lle kvartaali oli vuoden paras, mutta nykyisellä kustannustasolla divisioonalle ei ole viime vuoden numeroihin mitään asiaa eikä kustannusinflaatiota näytetä saavan asiakkaiden maksettavaksi kuin korkeintaan hienopapereissa. Näin ollen UPM ei saa korkeasta sellun hinnasta täysimääräistä hyötyä konsernitasolla.

Yhtiöllä on merkittävää liikkumavaraa osingon kasvattamiseen ja investointeihin

UPM: raportoidut tulosluvut olivat sen sijaan kohtuullisen lähellä odotuksia, sillä Q3:lle myydyistä vesivoimaloista kirjautuneet myyntivoitot jäivät melko selvästi odotuksiamme pienemmiksi. Rahoituskuluissa ja veroissa ei ollut oleellisia yllätyksiä ja 0,50 euroon asetunut oikaistu EPS ylitti ennusteet selvästi Q3:lla. Vahvan rahavirran ja nettotuloksen ansiosta myös UPM:n tase jatkoi vahvistumistaan Q3:lla. Yhtiön nettovelka painui vain 623 MEUR:oon ja nettovelka/käyttökate on noin tasolla 0,4x. Emme lähtökohtaisesti odota yhtiön purkavan tasettaan lisäosingoilla vaan arviomme UPM:n pyrkivän tasaiseen osingon kasvattamiseen sekä kasvuinvestointivaran säilyttämiseen. Kasvuun liittyen yhtiö tiedotti Q3-raportin julkaisupäivänä vaneritehtaan laajennuksesta Venäjällä sekä alustavasta suunnitelmasta biokemikaaliliiketoiminnan ensiaskelista Pidämme molempia suunnitelmia järkevinä, mutta konsernin mittakaavassa niiden merkitys on arviomme mukaan rajallinen.

Ennustetaulukko	Q3'16	Q3'17	Q3'17e	Q3'17e	Konsensus	Erotus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	2445	2493	2510	2506	2461	2573	9961
Liikevoitto (oikaistu)	316	352	311	321	280	362	1235
Liikevoitto	364	379	376	353	280	429	1234
Tulos ennen veroja	335	357	365	346	266	425	1177
EPS (oikaistu)	0,44	0,50	0,45	0,46	0,39	0,54	1,78
Liikevaihdon kasvu-%	-3,4 %	2,0 %	2,6 %	2,5 %	0,7 %	5,2 %	1,5 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	12,9 %	14,1 %	12,4 %	12,8 %	11,4 %	14,1 %	12,4 %

Lähde: Inderes & SME Direkt (konsensus)

Ennusteet nousivat maltillisesti vahvan raportin jälkeen

Ohjeistusmuutos ei sisältänyt dramatiikkaa, mutta Q4:sta on tulossa aiempia odotuksiamme parempi

UPM päivitti ohjeistustaan Q3-raportissa hieman ja odottaa nyt oikaistun liikevoiton kasvavan tänä vuonna viime vuoteen verrattuna (aik. kannattavuus pysyy hyvällä tasolla). Käytännön merkitystä päivityksellä ei kuitenkaan ollut ja sijoittajien kannalta uusi ohjeistus ei olennaista informaatioarvoa tarjoa. Kokonaisuutena yhtiön kommentit kysyntänäkymistä olivat odotetun positiiviset ja myös kustannusinflaation hallinnassa UPM vaikuttaa onnistuneen hyvin.

Lisäksi yhtiö kertoi, että Q4:lla vuosihuoltojen ja kausiluonteisesti korkeampien kiinteiden kulujen tulosrasitus on noin 35-40 MEUR Q3:een verrattuna. Tämä oli hieman odotuksiamme vähemmän, mikä pääosin johtuu siitä, että UPM on siirtynyt Uruguayn sellutehtaalla 18 kuukauden huoltosykliin ja erittäin kannattavan tehtaan vuosihuolto siirtyy siten Q4:lta ensi vuoteen. Tämä tekijä ja poistoennusteen lasku sekä muutamat muut pienemmät viilaukset nostivat Q4:n oikaistun liikevoiton ennustettamme melko selvästi 307 MEUR:oon (aik. 282 MEUR). Paper ENA:n julkaistusta tehostamisohjelmasta (sis. yhden paperikoneen sulkeminen USA:ssa ja tehostustoimia Saksassa) aiheutuvan kertakulun kirjasimme Q4:lle, mutta suhtaudumme ohjelmaan positiivisesti liiketoiminnan kroonisesti haastava markkinatilanne ja viime aikoina paineessa ollut kannattavuus huomioiden.

Nostimme ennusteitamme, mutta parantaminen 2018-2019 näyttää yhä haastavalta

Teimme UPM:n lähivuosien ennusteisiimme silti 5-6 %:n positiivisia muutoksia odotuksiamme vahvemman sellumarkkinan, EUR/USD-kurssin vahvistumisen rauhoittumiseen sekä poistotason laskun ja Paper ENA:n uuden 30 MEUR:n tehostamisohjelman takia. Vuoden 2019 ennusteitamme tuki myös Olkiluodon 3-yksikön startin viivästyminen (yksikön Mankala-hinta ylittää todennäköisesti sähkön markkinahinnan voimalan elinkaaren alkuvaiheessa ja kontribuutio on siten liikevoittotasolla negatiivinen Energyllle). Käyttökattotasolla ennusteiden nousu jäi kuitenkin maltillisemmaksi 2-3 %:iin. Odotamme yhä UPM:n oikaistun liikevoiton pysyvän lähivuosina vahvalla tasolla, mutta varsinaiset positiiviset tulosajurit ovat suotuisasta kysyntätilanteesta huolimatta vähissä, kun huomioidaan UPM:n erinomaisella tasolla oleva kannattavuus, inflatoriseksi kääntynyt kustannusympäristö, valuutoista vielä näillä näkymin osin edessä oleva vastatuuli sekä Paper ENA:n rakenteellisesti supistuva kysyntä.

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	9980	9961	0 %	9904	9996	1 %	9957	9899	-1 %
Käyttökate	1698	1673	-1 %	1553	1588	2 %	1493	1540	3 %
Liikevoitto (oikaistu)	1167	1235	6 %	1098	1154	5 %	1049	1114	6 %
Liikevoitto	1239	1234	0 %	1098	1154	5 %	1049	1114	6 %
Tulos ennen veroja	1193	1177	-1 %	1054	1110	5 %	1009	1074	6 %
EPS (oikaistu)	1,69	1,78	5 %	1,58	1,66	5 %	1,51	1,61	6 %
Osakekohtainen osinko	1,05	1,05	0 %	1,10	1,10	0 %	1,15	1,15	0 %

Lähde: Inderes

Kokonaistuotto-odotus on osingon varassa

Kertoimet ovat yli historiallisten tasojen

UPM:n tulospohjainen arvostus on mielestämme korkeahko, sillä nousseiden ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2017 ja 2018 ovat noin 14x ja 15x ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 9x. Kertoimet ovat yhtiön historiallisten tasojen yläpuolella. Myös P/B-luku 1,6x on selvästi historiallista tasoa korkeampi emmekä pidä sitä houkuttelevana yhtiön pitkän aikavälin 10 %:n ROE-%:n tavoitteeseen nähden.

Noin 4-5 %:iin nousevat osinkotuotot tukevat osaketta, mutta tulospohjainen puutteen ja korkeiden arvostuskertoimien takia, osakkeen kokonaistuotto-odotus on mielestämme osingon varassa. Pidämme tätä epätyytyttävänä suhteessa syklisen yhtiön riskiprofiiliin. Mielestämme yhtiön historiallista tasoa korkeammat kertoimet vaativat taakseen vahvaa tulospohjasta, johon meidän on vaikea nähdä yhtiön yltävän enää lähivuosina.

Emme hyväksy yhtiölle preemiohinnoittelua

Suhteellisesti UPM:n arvostustaso vuoden 2017 ennusteilla aliarvostettu tulospohjaisesti, mutta monia verrokkeja heikomman tulospohjaisen näkökulman takia 2018 kertoimilla yhtiö on arvostettu preemiolla. Preemiohinnoittelua emme yhtiölle myöskään hyväksy yhtiön erinomaisesta kilpailukykyvyydestä huolimatta, mikä johtuu yhtiön suuresta ja heikot pitkän tähtäimen näkymät omaavasta kehittyneiden maiden paperiliiketoiminnasta. Osinkotuotto on toki verrokkiryhmää korkeampi ja tasepohjainen arvostus hieman matalampi, mutta tämä on perusteltua UPM:n pääoman matalahkolla tuottopotentialilla. Kokonaisuutena suhteellinen arvostus tukee kuitenkin näkemystämme osakkeen täyteen hinnoittelusta yhdessä DCF-mallin kanssa. Näin ollen jatkamme siten toistaiseksi parempien ostopaikkojen käyttämistä UPM:ssä, vaikka yhtiö onkin vahvassa operatiivisessa iskussa.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
UPM	25,28	13379	14692	11,2	11,3	8,5	8,3	1,4	1,3	14,4	14,7	4,1	4,3	1,5
Navigator Company	4,36	3129	3853	11,0	10,7	7,2	7,0	1,8	1,7	16,2	16,0	7,2	5,8	2,7
Domtar	55,80	2354	3274	14,5	12,8	6,4	5,7	0,7	0,7	17,4	14,1	3,8	3,8	1,0
Sappi	9520,00	3333	4455	9,9	10,2	6,6	6,6	0,9	0,9	11,7	11,8	2,4	2,9	2,3
Metsa Board	6,40	2287	2779	13,2	10,4	8,7	7,3	1,3	1,2	17,3	14,0	3,3	3,8	2,0
Holmen	404,60	3549	3945	16,3	15,0	11,5	10,8	2,2	2,2	19,9	18,8	3,2	3,5	1,5
CMPC	1960,50	6635	9510	23,5	17,9	9,8	8,6	2,1	1,9	55,9	27,4	0,6	1,0	1,0
Klabin	3,58	5360	8374	38,7	21,0	11,9	10,1	3,9	3,6		25,1	1,4	0,9	
Stora Enso	12,96	10205	13046	13,0	11,2	8,5	7,6	1,2	1,2	16,0	14,2	3,1	3,5	1,7
Mondi	1867,00	10277	12021	12,8	11,9	9,1	8,6	1,8	1,7	14,4	13,4	3,1	3,1	2,7
Fibria	53,80	7839	11038	15,1	9,2	8,2	5,9	3,3	2,7	17,9	12,5	1,7	2,1	1,9
UPM (Inderes)	25,50	13604	14494	11,7	12,2	8,7	8,9	1,5	1,4	14,4	15,3	4,1	4,3	1,6
Keskiarvo				16,3	12,9	8,8	7,9	1,9	1,7	20,1	16,5	3,1	3,1	1,8
Mediaani				13,2	11,3	8,5	7,6	1,8	1,7	16,7	14,2	3,1	3,5	1,8
Erotus-% vrt. mediaani				-11 %	8 %	1 %	16 %	-17 %	-17 %	-14 %	7 %	31 %	25 %	-11 %

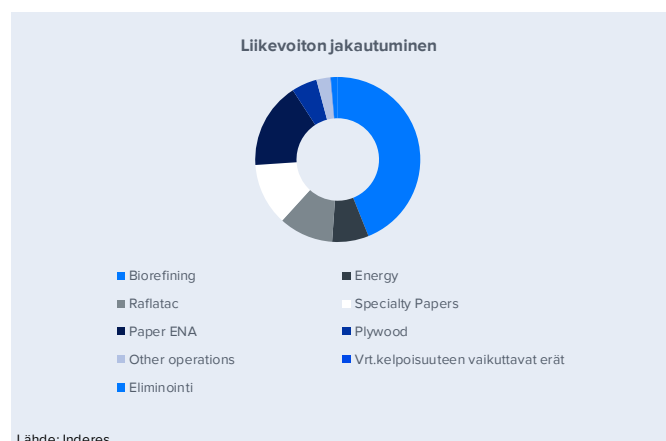
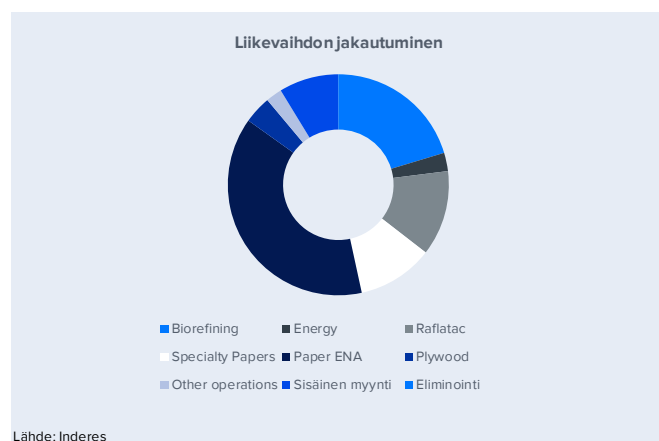
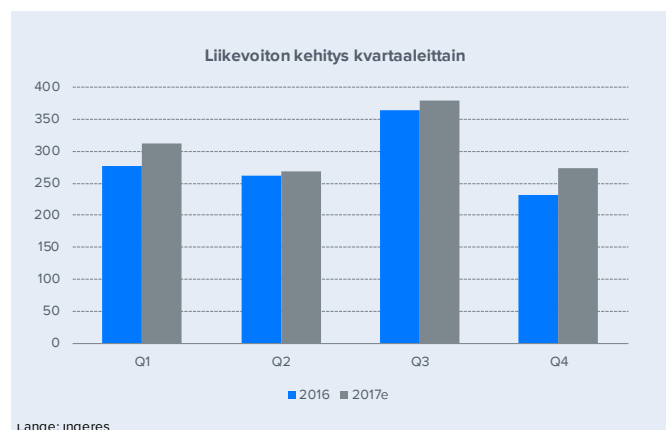
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	10138	2446	2445	2445	2476	9812	2482	2464	2493	2522	9961	9996	9899
Biorefining	2272	568	564	540	534	2206	607	630	624	592	2453	2447	2469
Energy	415	97	80	89	91	357	80	65	86	93	324	335	381
Raflatac	1409	351	360	354	372	1437	371	375	370	389	1505	1549	1595
Specialty Papers	1168	312	327	305	329	1273	330	342	321	347	1340	1389	1420
Paper ENA	5056	1202	1155	1233	1228	4818	1148	1112	1189	1169	4618	4515	4271
Plywood	439	110	119	106	109	444	124	128	112	123	487	486	487
Other operations	406	73	76	64	72	285	72	71	69	75	287	300	300
Sisäinen myynti	-973	-233	-229	-246	-261	-969	-250	-259	-274	-265	-1048	-1025	-1025
Eliminointi	-54	-34	-7	0	2	-39	0	0	-4	0	-4	0	0
Käyttökate	1666	427	395	482	376	1680	430	380	484	379	1673	1588	1540
Poistot ja arvonalennukset	-524	-150	-133	-118	-144	-545	-118	-111	-105	-105	-439	-434	-426
Liikevoitto ilman kertaeriä	908	281	262	316	283	1142	305	269	352	309	1235	1154	1114
Liikevoitto	1142	277	262	364	232	1135	312	269	379	274	1234	1154	1114
Biorefining	467	135	105	94	72	406	127	131	170	130	558	487	485
Energy	181	33	22	30	31	116	22	12	26	31	91	96	88
Raflatac	102	33	35	35	30	133	35	35	34	31	135	139	143
Specialty Papers	55	23	30	36	34	123	39	37	37	42	155	159	162
Paper ENA	24	46	46	113	75	280	62	33	68	52	215	195	157
Plywood	55	14	20	11	13	58	21	16	10	16	63	73	73
Other operations	48	1	-10	-4	27	14	-1	8	16	12	35	20	20
Vrt.kelpoisuuteen vaikuttavat erät	234	-4	-2	50	-51	-7	7	0	27	-35	-1	0	0
Eliminointi	-24	-4	16	-1	1	12	0	-3	-9	-5	-17	-15	-15
Nettorahoituskulut	-67	-14	-12	-29	0	-55	-13	-11	-22	-11	-57	-44	-40
Tulos ennen veroja	1075	263	250	335	232	1080	299	258	357	263	1177	1110	1074
Verot	-159	-36	-52	-67	-45	-200	-59	-53	-72	-53	-237	-222	-215
Vähemmistöosuudet	0	0	-1	0	0	-1	0	0	0	0	0	0	0
Nettotulos	916	227	197	268	187	879	240	205	286	211	942	888	859
EPS (oikaistu)	1,38	0,42	0,37	0,44	0,43	1,66	0,44	0,39	0,50	0,45	1,78	1,66	1,61
EPS (raportoitu)	1,73	0,43	0,37	0,50	0,35	1,65	0,45	0,38	0,54	0,39	1,76	1,66	1,61

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	2,7 %	-1,6 %	-4,0 %	-3,4 %	-3,8 %	-3,2 %	1,5 %	0,8 %	2,0 %	1,9 %	1,5 %	0,3 %	-1,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	10,5 %	33,8 %	19,6 %	31,7 %	18,4 %	25,8 %	8,5 %	2,7 %	11,4 %	9,3 %	8,2 %	-6,6 %	-3,5 %
Käyttökate-%	16,4 %	17,5 %	16,2 %	19,7 %	15,2 %	17,1 %	17,3 %	15,4 %	19,4 %	15,0 %	16,8 %	15,9 %	15,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,0 %	11,5 %	10,7 %	12,9 %	11,4 %	11,6 %	12,3 %	10,9 %	14,1 %	12,3 %	12,4 %	11,5 %	11,3 %
Nettotulos-%	9,0 %	9,3 %	8,1 %	11,0 %	7,6 %	9,0 %	9,7 %	8,3 %	11,5 %	8,3 %	9,5 %	8,9 %	8,7 %

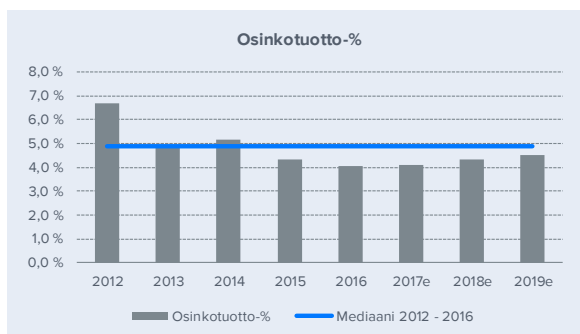
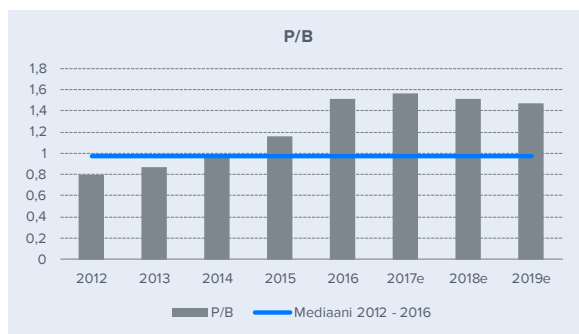
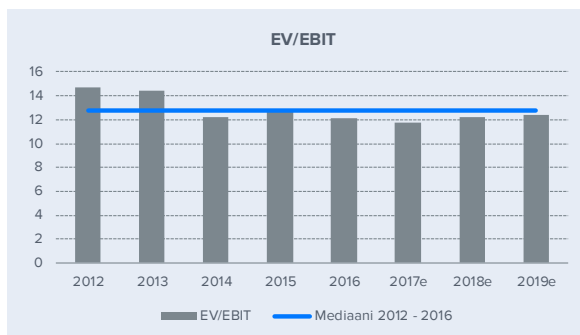
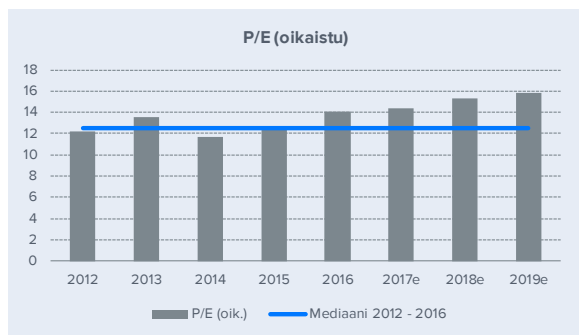
Lähde: Inderes



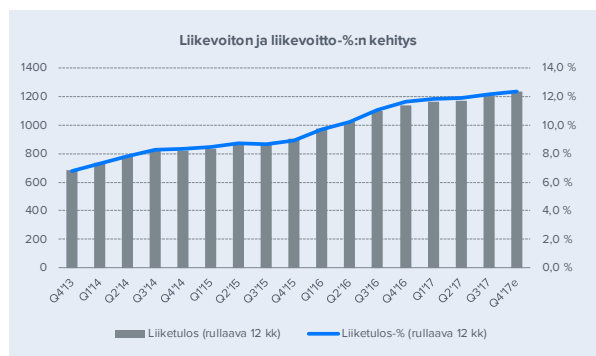
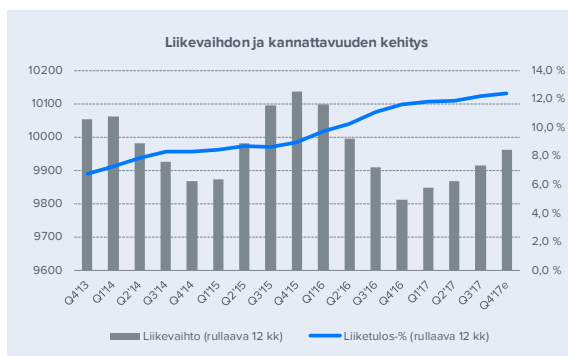
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	9,00	12,28	13,62	17,23	23,34	25,50	25,50	25,50
Markkina-arvo	4722	6486	7266	9192	12452	13604	13604	13604
Yritysarvo (EV)	8184	9833	10032	11635	13884	14494	14067	13761
P/E (oik.)	12,2	13,5	11,7	12,5	14,1	14,4	15,3	15,8
P/E	neg.	19,4	14,2	10,0	14,2	14,4	15,3	15,8
P/Kassavirta	5,0	11,1	7,2	10,8	7,6	12,4	13,3	14,7
P/B	0,8	0,9	1,0	1,2	1,5	1,6	1,5	1,5
P/S	0,5	0,6	0,7	0,9	1,3	1,4	1,4	1,4
EV/Liikevaihto	0,8	1,0	1,0	1,1	1,4	1,5	1,4	1,4
EV/EBITDA	2,6	9,0	6,8	8,1	8,2	8,7	8,9	8,9
EV/EBIT	14,7	14,4	12,2	12,8	12,2	11,7	12,2	12,4
Osinko/tulos (%)	-25,8 %	94,6 %	72,9 %	43,7 %	57,7 %	59,5 %	66,1 %	71,4 %
Osinkotuotto-%	6,7 %	4,9 %	5,1 %	4,4 %	4,1 %	4,1 %	4,3 %	4,5 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

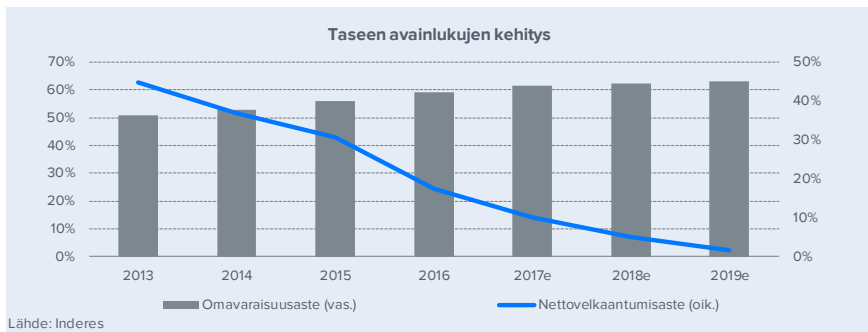


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	10269	10259	9716	9627	9543
Liikearvo	230	241	245	245	245
Aineettomat oikeudet	340	329	301	301	301
Käyttöomaisuus	4707	4895	4657	4568	4484
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	25	28	29	29	29
Muut sijoitukset	3979	3823	3666	3666	3666
Muut pitkäaikaiset varat	456	477	372	372	372
Laskennalliset verosaamiset	532	466	446	446	446
Vaihtuvat vastaavat	3926	3934	4195	4473	4891
Varastot	1356	1376	1346	1345	1329
Muut lyhytaikaiset varat	14	56	22	22	22
Myyntisaamiset	1856	1876	1835	1843	1849
Likvidit varat	700	626	992	1263	1690
Taseen loppusumma	14195	14193	13911	14100	14434

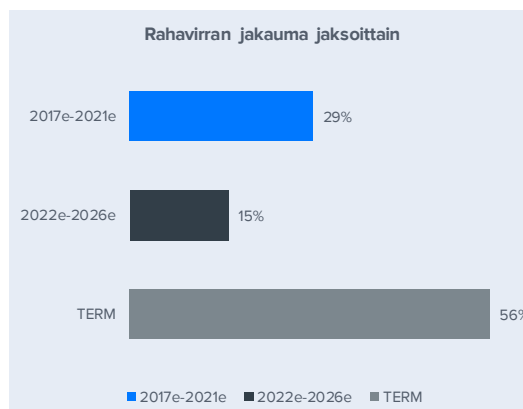
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	7478	7942	8235	8670	8998
Osakepääoma	890	890	890	890	890
Kertyneet voittovarot	3194	3846	4225	4660	4988
Omat osakkeet	0	0	-2	-2	-2
Uudelleenarvostusrahasto	2123	1486	1416	1416	1416
Muu oma pääoma	1271	1720	1706	1706	1706
Vähemmistöosuus	2	2	3	2	2
Pitkäaikaiset velat	4717	4328	3364	3529	3529
Laskennalliset verovelat	428	456	457	457	457
Varaukset	214	154	145	145	145
Lainat rahoituslaitoksilta	3058	2797	1835	2000	2000
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	1017	921	927	927	927
Lyhytaikaiset velat	1998	1921	2309	1899	1905
Lainat rahoituslaitoksilta	406	269	584	150	150
Lyhytaikaiset korottomat velat	1549	1619	1709	1733	1739
Muut lyhytaikaiset velat	43	33	16	16	16
Taseen loppusumma	14195	14193	13911	14100	14434



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	1135	1234	1154	1114	1106	1104	1068	1034	1009	984	1004	
+ Kokonaispoistot	545	439	434	426	423	415	410	410	417	425	434	
- Maksetut verot	-179	-237	-222	-215	-213	-208	-200	-192	-185	-180	-184	
- verot rahoituskuluista	-10	-12	-9	-8	-8	-13	-14	-15	-17	-17	-17	
+ verot rahoitustuotoista	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	
- Käyttöpääoman muutos	178	18	15	4	-15	-35	-19	-26	-26	-26	-32	
Operatiivinen kassavirta	1669	1443	1372	1321	1292	1264	1245	1212	1199	1185	1205	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoinvestoinnit	-21	-350	-350	-397	-341	-359	-415	-484	-492	-520	-476	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1645	1093	1022	925	952	905	829	728	707	665	729	
+/- Muut	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	1645	1094	1022	925	952	905	829	728	707	665	729	15454
Diskontattu vapaa kassavirta		1082	945	801	771	687	589	484	440	388	398	8436
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		15020	13940	12994	12194	11423	10736	10146	9662	9222	8834	8436
Velaton arvo DCF		15020										
- Korolliset velat		-2419										
+ Rahavarat		992										
- Vähemmistöosuus		-3										
- Osinko/pääomapalautus		-507										
Oman pääoman arvo DCF		13083										
Oman pääoman arvo DCF per osake		24,52										

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



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	9868	10138	9812	9961	9996
EBITDA	1332	1666	1680	1673	1588
EBITDA-marginaali (%)	13,5	16,4	17,1	16,8	15,9
EBIT	674	1142	1135	1234	1154
Voitto ennen veroja	667	1075	1080	1177	1110
Nettovoitto	512	916	879	942	888
Kertaluontoiset erät	-148	234	-7	-1	0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	14195	14193	13911	14100	14434
Oma pääoma	7480	7944	8238	8672	9000
Liikearvo	230	241	245	245	245
Korolliset velat	3464	3066	2419	2150	2150

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	1332	1666	1680	1673	1588
Nettokäyttöpääoman muutos	73	-8	178	18	15
Operatiivinen kassavirta	1246	1242	1669	1443	1372
Vapaa kassavirta	1002	853	1645	1094	1022

Yhtiökuvaus
UPM yhdistää bio- ja metsäteollisuuden ja rakentaa uutta, kestäväää ja innovaatiovetoista tulevaisuutta. Tuotteet perustuvat uusiutuviin raaka-aineisiin ja ovat kierrätettäviä. UPM:n liiketoimintarakenne muodostuu seuraavista liiketoiminta-alueista: UPM Biorefining, UPM Energy, UPM Rafalac, UPM Paper Asia, UPM Paper ENA (Eurooppa ja Pohjois-Amerikka) ja UPM Plywood. Liikevaihto vuonna 2013 oli yli 10 mrd. euroa. UPM:n palveluksessa on noin 21 000 henkilöä. Yhtiöllä on toimintaa 65 ja tuotantolaitoksia 14 maassa.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	0,96	1,72	1,65	1,76	1,66
EPS oikaistu	1,17	1,38	1,66	1,78	1,66
Operat. kassavirta per osake	2,34	2,33	3,13	2,70	2,57
Tasearvo per osake	14,02	14,89	15,44	16,25	16,87
Osinko per osake	0,70	0,75	0,95	1,05	1,10
Voitonjako, %	73	44	58	59	66
Osinkotuotto, %	5,1	4,4	4,1	4,1	4,3

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	14,2	10,0	14,2	14,4	15,3
P/B	1,0	1,2	1,5	1,6	1,5
P/Liikevaihto	0,7	0,9	1,3	1,4	1,4
P/CF	5,8	7,4	7,5	9,4	9,9
EV/Liikevaihto	1,0	1,1	1,4	1,5	1,4
EV/EBITDA	7,5	7,0	8,3	8,7	8,9
EV/EBIT	14,9	10,2	12,2	11,7	12,2

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Ilmarinen Keskinäinen eläkevakuutusyhtiö	2,1 %
Varma Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö	1,3 %
Mandatum Life Insurance	0,9 %
Keva	0,8 %
Elo Eläkevakuutusyhtiö	0,8 %

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
5.10.2015	Lisää	14,70 €	13,69 €
28.10.2015	Vähennä	16,00 €	16,65 €
3.12.2015	Myy	16,00 €	17,89 €
5.1.2016	Vähennä	16,00 €	16,71 €
1.2.2016	Lisää	16,00 €	14,95 €
3.2.2016	Vähennä	16,50 €	16,02 €
26.4.2016	Lisää	17,50 €	16,25 €
27.5.2016	Vähennä	17,50 €	17,25 €
27.7.2016	Vähennä	18,50 €	18,54 €
25.10.2016	Vähennä	20,00 €	21,05 €
1.2.2017	Vähennä	21,00 €	21,00 €
26.4.2017	Vähennä	23,50 €	24,75 €
5.6.2017	Vähennä	24,25 €	25,39 €
26.7.2017	Vähennä	23,00 €	23,52 €
31.8.2017	Vähennä	22,00 €	21,72 €
24.10.2017	Vähennä	24,50 €	25,50 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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