

Vahva raportti nosti ennusteita ja tavoitetta

Stora Enson Q3-raportti oli vankka osoitus yhtiön strategian edistymisestä. Teimme odotuksiamme paremman Q3-tuloksen jälkeen selviä positiivisia muutoksia ennusteisiimme. Tätä ja verrokkiryhmän lievästi kohonnuttua arvostusta heijastellen nostamme Stora Enson tavoitehintamme 12,75 euroon (aik. 11,75 euroa). Toistamme kuitenkin vähennä-suosituksemme, sillä yhtiön arvostus on mielestämme neutraali.

Q3-tulos ylitti ennusteemme ja markkinaodotukset selvästi

Stora Enso teki Q3:lla liikevaihtoa 2509 MEUR ja operatiivista liikevoittoa 290 MEUR. Liikevaihto kehittyi kokonaisuutena suotuisassa kysyntätilanteessa olosuhteisiin nähden hyvin (liikevaihdon kasvu ilman Paperia 11 %), kun strategisten investointien volyymikasvu sekä sellun ja tiettyjen kartonkien ja puutuotteiden myyntihintojen nousu tukivat liikevaihtoa. Operatiivinen liikevoitto parani sen sijaan vertailukaudesta selvästi ja ylitti meidän ja Varan konsensuksen ennusteet. Divisioonista Q3:n tähti oli jälleen Packaging Solutions hinnan korotusten ja Varkauden uuden kartonkikoneen nopeasti nousseen kannattavuuden ansiosta. Myös sellun hinnan noususta tukea saanut Biomaterials ylitti ennusteemme ja vertailuluvut kirkkaasti. Kiinan kartonkikoneen ylösjonon edelleen rasittama (Q3: Beihai oik. EBIT -13 MEUR) Consumer Board sai tuloksensa kasvu-uralle ja osui odotuksiimme vahvassa markkinatilanteessa. Myös Wood Products ylitti odotukset ja paransi suotuisassa markkinassa selvästi. Selkein pettymys divisioonista oli Paper, jonka tulos putosi hieman odotuksiamme jyrkemmin vaisulle tasolle muuttuvien kulujen nousun ja valuuttojen sekä Kemian tehtaan laiterikon takia. Tuloslaskelman alemmilla riveillä Stora Enso kirjasi 20 MEUR:n negatiiviset oikaisuerät liikevoittoon Pakistanin liiketoiminnan myyntiin liittyen. Rahoituskulut olivat normaalilla tasolla ja veroaste oli alhainen. Siten 0,27 euroon kohonnut oikaistu EPS ylitti meidän ja markkinoiden ennusteet lievästi.

Ohjeistus Q4:lle riitti vähintään täyttämään markkinaodotukset

Stora Enso ohjeisti Q4:lle yhtiön liikevaihdon olevan Q3:n tasolla tai hieman korkeampi ja operatiivisen liikevoiton jopa samalla tasolla tai jonkun verran heikompi kuin Q3:lla. Varan konsensuksen ja varsinkin meidän odotuksissa oli selvästi Q3:n toteumaa heikompi tulos Q4:lle, joten ohjeistus oli varsin vahva. Markkinatilanteen ison kuvan yhtiö uskoi markkinakommenttien perusteella pysyvän varsin suotuisana. Lisäksi strategiassaan investointivaiheesta tuotetransformaatioon päässyt Stora Enso ilmoitti laajoista investoinneista sellu- ja kartonkiliiketoimintoihin. Näiden tekijöiden sekä odotuksiamme selvästi vahvemman sellumarkkinan (taustalla mm. Kiinan lajittelemattoman keräyspaperin tuontikielto) nostimme Q4:n ennusteita selvästi ja lähivuosien tulosenennustitamme noin 5 % oikaistun liikevoiton tasolla.

Arvostus on neutraali sekä absoluuttisesti että suhteellisesti

Stora Enson ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2017 ja 2018 ovat 15x ja 14x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 9x ja 8x. Lähivuosien osinkotuottojen ennustamme asettuvan nousukäyrällä pysyvän osingon myötä 3-4 %:iin. Tulospohjaiset kertoimet ovat hieman yli yhtiön pitkän aikavälin arvostustasojen kanssa, kun taas tasepohjaisesti Stora Enso on arvostettu historiallisen tasonsa yläpuolelle P/B-luvulla 1,7x. Suhteellisesti osake on arvostettu lähes linjaan verrokkien kanssa. Pidämme kokonaisuutena osakkeen hinnoittelua vuoden tähtäimellä varsin neutraalina.

Analyytikko

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



Suositus

Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 12,75 EUR

Edellinen: 11,75



Lähde: Bloomberg

Ei-lisän päätös 13,08 EUR

12 kk vaihteluväli 11,06-13,08 EUR

Potentiaali -2,5 %

Ohjeistus

Q4:n liikevaihdon arvioidaan olevan samalla tasolla tai hieman korkeampi kuin Q3:n 2 509 MEUR. Operatiivisen EBIT:n odotetaan olevan samalla tasolla tai jonkin verran alhaisempi kuin Q3:n 290 MEUR.

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)		%
2015	10 040	1059	10,5 %	814	1,02	0,33	1,0	7,1	11,1	9,4	3,9 %
2016	9 802	783	8,0 %	541	0,59	0,37	1,1	8,6	12,4	15,2	3,6 %
2017e	10 039	941	9,4 %	763	0,81	0,41	1,3	8,7	13,2	15,1	3,1 %
2018e	10 198	1 061	10,4 %	912	0,92	0,45	1,3	8,1	12,0	14,2	3,4 %
2019e	10 282	1090	10,6 %	957	0,96	0,49	1,2	7,8	11,5	13,6	3,7 %
Markkina-arvo, MEUR			10315	OPO / osake 2017e, EUR			7,80	CAGR EPS, 2016-2019, %			18 %
Nettovelka 2017e, MEUR			2638	P/B 2017e			1,7	CAGR kasvu, 2016-2019, %			2 %
Yritysarvo (EV), MEUR			13057	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			42,5 %	ROE 2017e, %			10,6 %
Taseen koko 2017e, MEUR			12273	Omavaraisuusaste 2017e, %			50,6 %	ROCE 2017e, %			9,8 %

Q3-tulos ylitti ennustemme selvästi

MEUR / EUR	Q3'16	Q3'17	Q3'17e	Q3'17e	Konsensus		Erotus (%)	2017e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	2393	2509	2521	2496	2420	2565	0 %	10039
Operatiivinen liikevoitto	219	290	270	267	255	278	7 %	990
Liikevoitto	196	270	251	246	228	259	7 %	941
Tulos ennen veroja	161	224	206	206	186	225	9 %	763
EPS (operatiivinen)	0,17	0,27	0,23	0,23	0,19	0,25	17 %	0,87
Liikevaihdon kasvu-%	-4,3 %	4,8 %	5,3 %	4,3 %	1,1 %	7,2 %	-0,5 %-yks.	2,4 %
Liikevoitto-% (oper.)	9,2 %	11,6 %	10,7 %	10,7 %	10,5 %	10,8 %	0,8 %-yks.	9,9 %

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)

Nostimme tulosennusteitamme noin 5 %:lla vahvan Q3-tuloksen jälkeen

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	10049	10039	0 %	10153	10198	0 %	10200	10282	1 %
Käyttökate	1395	1447	4 %	1532	1578	3 %	1565	1615	3 %
Operatiivinen liikevoitto	938	990	6 %	1015	1061	5 %	1040	1090	5 %
Liikevoitto	889	941	6 %	1015	1061	5 %	1040	1090	5 %
Tulos ennen veroja	712	763	7 %	865	912	5 %	905	957	6 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,80	0,87	9 %	0,87	0,92	6 %	0,90	0,96	7 %
Osakekohtainen osinko	0,40	0,41	2 %	0,43	0,45	5 %	0,46	0,49	7 %

Lähde: Inderes

Yhtiö on arvostettu linjaan suhteessa verrokkiryhmään

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Stora Enso	13,08	10247	13129	13,0	11,3	8,5	7,6	1,2	1,2	16,1	14,3	3,1	3,5	1,7
International Paper	58,67	20602	29272	14,7	11,9	9,1	7,9	1,5	1,5	16,9	12,8	3,2	3,3	5,0
Sappi	9316,00	3280	4400	9,9	10,2	6,6	6,6	0,9	0,9	11,6	11,6	2,4	2,9	2,3
DS Smith	503,50	5934	7209	13,9	13,1	10,1	9,2	1,3	1,2	16,0	14,6	2,8	3,2	
Metsä Board	6,41	2273	2774	13,1	10,4	8,7	7,3	1,3	1,2	17,2	13,9	3,3	3,8	2,0
Holmen	405,00	3567	3978	16,4	15,1	11,7	10,9	2,3	2,2	20,0	18,9	3,2	3,4	1,5
BillerudKorsnäs	140,90	3024	3428	13,8	13,0	8,6	8,4	1,5	1,5	16,2	14,3	3,2	3,6	2,1
Mayr-Melnhof	122,55	2438	2490		9,9		6,9	1,0		16,3	14,8	2,5	2,6	1,8
Fibria	52,64	7748	11034	15,1	9,2	8,3	5,9	3,3	2,7	18,0	12,5	1,7	2,1	1,9
UPM	25,76	13596	14923	11,4	11,2	8,7	8,5	1,4	1,4	14,6	14,4	4,1	4,3	1,6
Nine Dragons	14,92	7599	10523	10,6	10,0	8,2	8,0	1,8	1,8	12,9	9,0	2,1	3,4	2,0
Smurfit Kappa	25,28	5932	9076	11,1	9,6	7,5	6,6	1,1	1,0	12,8	11,0	3,3	3,6	2,2
Mondi	1831,00	10144	11930	12,8	11,9	9,1	8,6	1,8	1,7	14,2	13,2	3,1	3,2	2,6
Stora Enso (Inderes)	13,08	10315	13057	13,2	12,0	8,7	8,1	1,3	1,3	15,1	14,2	3,1	3,4	1,7
Keskiarvo				13,0	11,3	8,7	7,9	1,6	1,5	15,6	13,5	2,9	3,3	2,2
Mediaani				13,1	11,2	8,6	7,9	1,4	1,4	16,1	13,9	3,1	3,4	2,0
Erotus-% vrt. mediaani				1 %	7 %	1 %	3 %	-8 %	-11 %	-6 %	2 %	1 %	2 %	-17 %

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

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

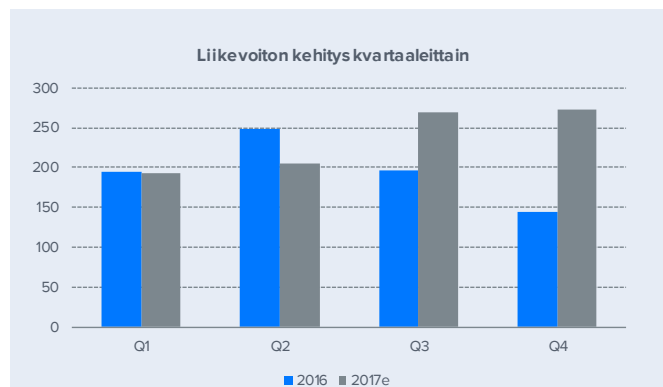
Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	10040	2445	2526	2393	2438	9802	2497	2528	2509	2505	10039	10198	10282
Consumer Board	2340	564	599	599	580	2342	611	630	639	591	2471	2575	2684
Packaging Solutions	913	245	258	259	282	1044	290	313	318	321	1242	1295	1313
Biomaterials	1484	351	342	334	349	1376	369	371	379	377	1496	1505	1520
Wood Products	1603	382	433	385	395	1595	416	440	415	409	1680	1730	1782
Paper	3630	854	839	792	760	3245	748	719	727	736	2930	2872	2763
Other	2478	648	629	559	641	2477	651	628	593	630	2502	2500	2500
Sisäinen myynti	-2408	-599	-574	-535	-569	-2277	-588	-573	-562	-560	-2283	-2280	-2280
Käyttökate	1576	319	330	326	206	1181	335	324	393	395	1447	1578	1615
Poistot ja arvonalennukset	-517	-125	-82	-130	-61	-398	-142	-119	-123	-122	-506	-517	-525
Operatiivinen liikevoitto	915	248	226	219	191	884	215	213	289	273	990	1061	1090
Liikevoitto	1059	194	248	196	145	783	193	205	270	273	941	1061	1090
Consumer Board	290	73	76	67	38	254	61	69	86	67	283	370	408
Packaging Solutions	90	7	17	21	19	64	24	40	48	49	161	166	173
Biomaterials	313	84	57	43	40	224	53	62	88	80	283	265	264
Wood Products	81	16	33	22	17	88	22	35	29	23	109	115	119
Paper	77	51	43	53	64	211	42	11	29	36	118	104	85
Other	64	17	0	13	13	43	13	2	10	18	43	41	41
Oikaisuerät	0	-54	22	-23	-46	-101	-22	-14	-20	0	-56	0	0
Kertaluonteiset erät	-234	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettorahoituskulut	-245	-39	-99	-35	-69	-242	-29	-60	-46	-43	-178	-149	-133
Tulos ennen veroja	814	155	149	161	76	541	164	145	224	230	763	912	957
Verot	-31	-41	-31	-42	-20	-134	-57	-2	-33	-46	-138	-182	-191
Vähemmistöosuudet	24	4	7	10	35	56	7	3	0	0	10	-4	-6
Nettotulos	807	118	125	129	91	463	114	146	191	184	635	726	760
EPS (operatiivinen)	0,90	0,20	0,12	0,17	0,17	0,67	0,17	0,19	0,27	0,23	0,87	0,92	0,96
EPS (raportoitu)	1,32	0,15	0,16	0,16	0,12	0,76	0,14	0,19	0,24	0,23	0,81	0,92	0,96

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	-1,7 %	-1,8 %	-1,4 %	-4,3 %	-2,0 %	-2,4 %	2,1 %	0,1 %	4,8 %	2,7 %	2,4 %	1,6 %	0,8 %
Operatiivisen liikevoiton kasvu-%	13,0 %	12,7 %	9,2 %	-11,0 %	-21,1 %	-3,4 %	-13,3 %	-5,8 %	32,0 %	43,1 %	12,0 %	7,2 %	2,7 %
Käyttökate-%	15,7 %	13,0 %	13,1 %	13,6 %	8,4 %	12,0 %	13,4 %	12,8 %	15,7 %	15,8 %	14,4 %	15,5 %	15,7 %
Operatiivinen liikevoitto-%	9,1 %	10,1 %	8,9 %	9,2 %	7,8 %	9,0 %	8,6 %	8,4 %	11,5 %	10,9 %	9,9 %	10,4 %	10,6 %
Nettotulos-%	8,0 %	4,8 %	4,9 %	5,4 %	3,7 %	4,7 %	4,6 %	5,8 %	7,6 %	7,4 %	6,3 %	7,1 %	7,4 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

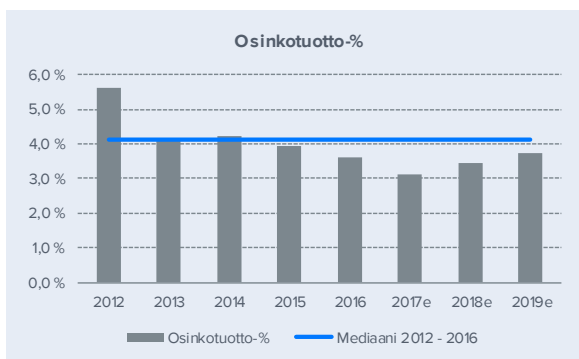
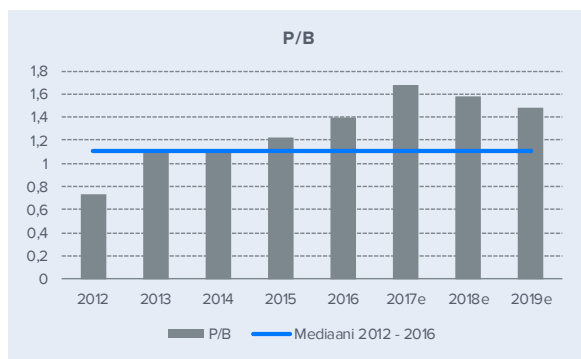
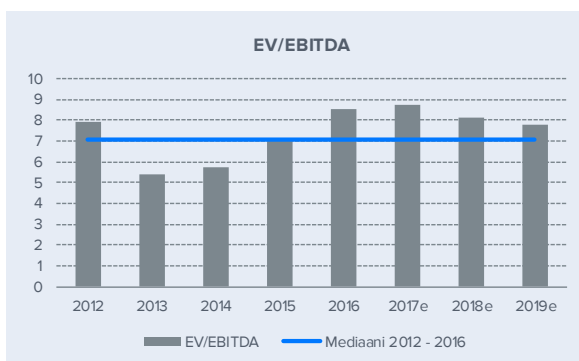
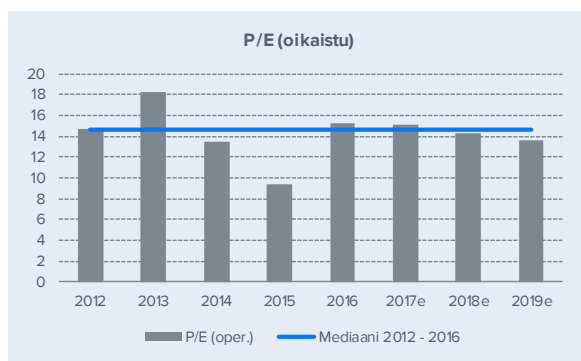


Lähde: Inderes

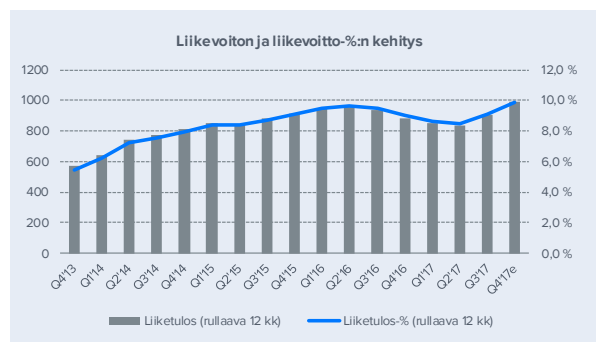
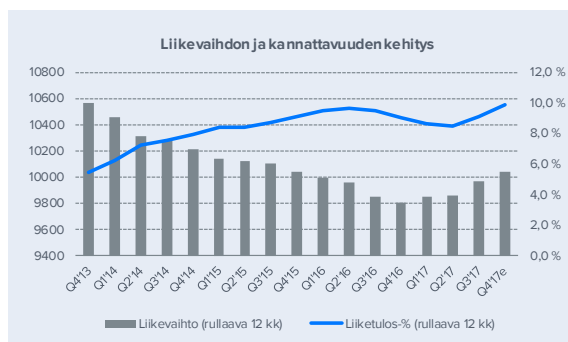
Arvostus

0	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	5,24	7,30	7,43	8,39	10,21	13,08	13,08	13,08
Markkina-arvo	4214	5759	5610	6618	8086	10315	10315	10315
Yritysarvo (EV)	7564	9253	9241	10160	10989	13057	12788	12564
P/E (oper.)	14,7	18,2	13,4	9,4	15,2	15,1	14,2	13,6
P/E	8,6	neg.	59,2	8,2	17,4	16,2	14,2	13,6
P/Kassavirta	4,9	-19,8	19,0	7,5	9,8	17,0	14,5	15,0
P/B	0,7	1,1	1,1	1,2	1,4	1,7	1,6	1,5
P/S	0,4	0,5	0,5	0,7	0,8	1,0	1,0	1,0
EV/Liikevaihto	0,7	0,9	0,9	1,0	1,1	1,3	1,3	1,2
EV/EBITDA	7,9	5,4	5,8	7,1	8,6	8,7	8,1	7,8
EV/EBIT	13,5	20,8	9,8	11,1	12,4	13,2	12,0	11,5
Osinko/tulos (%)	49,2 %	-446,4 %	239,0 %	32,2 %	63,0 %	50,9 %	48,9 %	50,8 %
Osinkotuotto-%	5,6 %	4,1 %	4,2 %	3,9 %	3,6 %	3,1 %	3,4 %	3,7 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

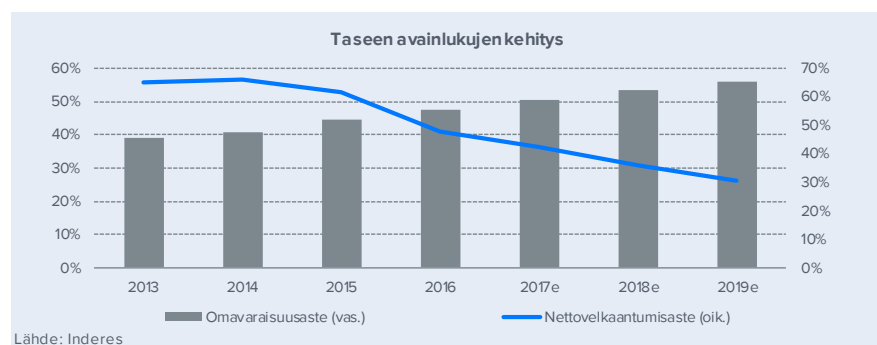


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	8432	8797	8699	8835	8920
Liikearvo	242	248	238	238	238
Aineettomat oikeudet	157	156	180	182	184
Käyttöomaisuus	5419	5627	5611	5745	5828
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1056	1570	1594	1594	1594
Muut sijoitukset	728	660	784	784	784
Muut pitkäaikaiset varat	571	290	78	78	78
Laskennalliset verosaamiset	259	246	214	214	214
Vaihtuvat vastaavat	4415	3564	3627	3438	3481
Varastot	1403	1373	1346	1375	1387
Muut lyhytaikaiset varat	82	59	55	55	55
Myyntisaamiset	1484	1324	1273	1305	1326
Likvidit varat	1446	808	953	703	714
Taseen loppusumma	12847	12361	12326	12273	12401

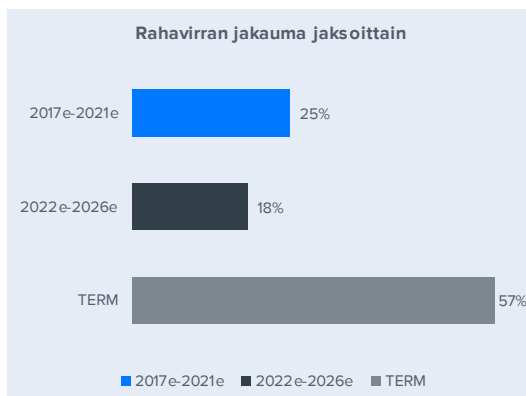
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	5070	5388	5806	6150	6552
Osakepääoma	1423	1423	1423	1423	1423
Kertyneet voittovarot	3647	3965	4383	4726	5129
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	0	0	0	0	0
Vähemmistöosuus	167	125	62	62	62
Pitkäaikaiset velat	4483	4133	3469	3480	3279
Laskennalliset verovelat	264	252	203	203	203
Varaukset	159	112	114	114	114
Lainat rahoituslaitoksilta	3530	3342	2655	2666	2465
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	530	427	497	497	497
Lyhytaikaiset velat	3127	2715	2989	2581	2508
Lainat rahoituslaitoksilta	1362	854	1115	674	624
Lyhytaikaiset korottomat velat	1631	1765	1774	1807	1785
Muut lyhytaikaiset velat	134	96	100	100	100
Taseen loppusumma	12847	12361	12326	12273	12401



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	783	941	1061	1090	1109	1096	1058	1021	985	893	911	
+ Kokonaispoistot	398	506	517	525	537	535	526	519	517	517	524	
- Maksetut verot	-151	-138	-182	-191	-198	-199	-196	-192	-188	-172	-177	
- verot rahoituskuluista	-60	-32	-30	-27	-24	-20	-16	-13	-10	-7	-5	
+ verot rahoitustuotoista	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Käyttöpääoman muutos	95	-28	-55	-49	5	1	-2	-5	-8	-9	-20	
Operatiivinen kassavirta	1065	1249	1311	1348	1429	1413	1370	1330	1298	1224	1233	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	72	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoninvestoinnit	-308	-642	-602	-662	-518	-440	-446	-505	-519	-592	-571	
Vapaa operatiivinen kassavirta	829	607	709	686	911	973	925	825	779	632	662	
+/- Muut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	829	607	709	686	911	973	925	825	779	632	662	14013
Diskontattu vapaa kassavirta		600	656	594	738	738	657	549	485	368	361	7646
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	13391	12792	12135	11542	10804	10065	9408	8860	8375	8007	7646	
Velaton arvo DCF	13391											
- Korolliset velat		-3770										
+ Rahavarat		953										
-Vähemmistöosuus		-104										
-Osinko/pääomapalautus		-292										
Oman pääoman arvo DCF	10178											
Oman pääoman arvo DCF per osake	12,91											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	40,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskiton korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,8 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	10213	10040	9802	10039	10198
EBITDA	1192	1576	1181	1447	1578
EBITDA-marginaali (%)	11,7	15,7	12,0	14,4	15,5
EBIT	400	1059	783	941	1061
Voitto ennen veroja	120	814	541	763	912
Nettovoitto	99	807	463	635	726
Kertaluontoiset erät	-410	144	-101	-49	0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	12847	12361	12326	12273	12401
Oma pääoma	5237	5513	5868	6212	6614
Liikearvo	242	248	238	238	238
Korolliset velat	4892	4196	3770	3341	3089

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	1192	1576	1181	1447	1578
Nettokäyttöpääoman muutos	-56	309	95	-28	-55
Operatiivinen kassavirta	1098	1411	1065	1249	1311
Vapaa kassavirta	295	880	829	607	709

Yhtiökuvaus
Stora Enso on paperi-, biomateriaali-, pakkaus- ja puutuoteteollisuuden maailmanlaajuinen edelläkävijä, joka hakee jatkuvasti uutta tarjotaksemme asiakkailleen innovatiivisia, uusiutuviin materiaaleihin perustuvia ratkaisuja. Stora Enson palveluksessa on maailmanlaajuisesti noin 28 000 ihmistä, ja sen liikevaihto vuonna 2013 oli 10,5 miljardia euroa.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	0,13	1,02	0,59	0,81	0,92
EPS operatiivinen	0,55	0,90	0,67	0,87	0,92
Operat. kassavirta per osak	1,39	1,79	1,35	1,58	1,66
Tasearvo per osake	6,43	6,83	7,36	7,80	8,31
Osinko per osake	0,30	0,33	0,37	0,41	0,45
Voitonjako, %	239	32	63	51	49
Osinkotuotto, %	4,0	3,9	3,6	3,1	3,4

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	56,7	8,2	17,5	16,2	14,2
P/B	1,1	1,2	1,4	1,7	1,6
P/Liikevaihto	0,6	0,7	0,8	1,0	1,0
P/CF	5,3	4,7	7,6	8,3	7,9
EV/Liikevaihto	0,9	1,0	1,1	1,3	1,3
EV/EBITDA	7,8	6,4	9,3	9,0	8,1
EV/EBIT	23,1	9,6	14,0	13,9	12,0

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Solidium Oy	12,3 %
FAM AB	10,2 %
Kansaneläkelaitos	3,3 %
Varma Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö	2,0 %
MP-Bolagen i Vetlanda, MP Skog Aktiebolagen	1,2 %

Suositteluhistoria, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
22.1.2016	Osta	9,00 €	7,26 €
5.2.2016	Osta	9,00 €	7,02 €
22.3.2016	Lisää	9,00 €	7,94 €
29.4.2016	Lisää	9,00 €	8,13 €
22.7.2016	Lisää	9,00 €	7,90 €
26.10.2016	Lisää	9,25 €	8,63 €
18.11.2016	Lisää	9,25 €	8,80 €
14.12.2016	Lisää	10,20 €	9,66 €
5.2.2017	Vähennä	10,20 €	10,00 €
28.4.2017	Vähennä	10,50 €	11,29 €
26.7.2017	Vähennä	11,25 €	11,54 €
5.10.2017	Vähennä	11,75 €	12,32 €
26.10.2017	Vähennä	12,75 €	13,08 €

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 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 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/>