

Suotuisa markkina tukee tuotto-odotusta

Nostamme Ahlstrom-Munksjön tavoitehintamme 17,00 euroon (aik. 16,20 euroa) ja suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä). Fuusioyhtiön tuloskehitys oli Q1:llä vahvaa etenkin Ahlstromin puolella ja olemme nostaneet lähivuosien tulosestimateitamme ylöspäin raportin jälkeen. Tämä huomioiden osake ei mielestämme ole kallis, vaikka osake nousi eilen 10 % hyvän tuloksen ansiosta.

Ahlstrom päätti ennätyskannattavuuteen itsenäisenä pörssiyhtiönä

Ahlstrom-Munksjö raportoi eilen yhtiöiden Q1-tulokset erillisinä. Arviomme mukaan Ahlstrom-Munksjö teki Q1:llä yhdistettynä 568 MEUR:n liikevaihdolla 79 MEUR:n oikaistun käyttökateen, mikä vastaa vahvaa 13,9 %:n operatiivista käyttökatemarginaalia. Suotuisan kehityksen taustalla oli etenkin Ahlstromissa eri tuote- ja maantieteellisten alueiden laaja-alaisesti vahva kysyntä, joka siivitti yhtiön 7,6 %:n vertailukelpoiseen kasvuun. Tämä skaalautui tehokkaasti kannattavuuteen ja operatiivinen käyttökatemarginaali nousi 15,6 %:iin. Munksjössä kehitys oli tasaisempaa, sillä yhtiö ylsi konsernitasolla 2,0 %:n kasvuun ja hyvään 12,6 %:n operatiiviseen käyttökatemarginaaliin. Munksjössä kehitys oli kuitenkin kaksijakoista, sillä Release Liners ja Industrial Applications raportoivat suotuisassa kysyntätilanteessa vahvoista numeroista, kun taas titaanioksidin hinnan noususta kärsinyt Decor ja ankan kilpailutilanteen rasittama Graphics&Packaging jäivät vertailuluvuista.

Markkina tukee yhtiötä, mikä on helpottaa raaka-ainesyökin käänteessä

Raportin positiivisinta antia olivat mielestämme yhtiön kommentit kysynnän kehityksestä. Globaalin talouden pehmeissä indikaattoreissa nähty suotuisa kehitys on raportin perusteella heijastunut Ahlstrom-Munksjön kuitumateriaalien ja erikois-paperien kysyntään selvästi viime kuukausina ja myös lähivartaalien näkymät ovat tässä suhteessa suotuisat. Ahlstrom-Munksjöllä on useissa liiketoiminnoissa edelleen kohtuullisesti tyhjää tuotantokapasiteettia, jonka täyttäminen skaalautuu suhteellisen tehokkaasti kannattavuuteen. Raaka-aineiden hintojen nousu tulee testaamaan yhtiön hinnoitteluvoimaa loppuvuodesta, mutta suotuisan kysyntätilanteen ja terveiden kapasiteetin käyttöasteiden ansiosta suhtaudumme aiempaa luottavaisemmin yhtiön kykyyn siirtää raaka-ainehintojen nousua myyntihintoihin. Lisäksi yhtiön tulos saa Q4'17:sta alkaen tukea fuusion 35 MEUR:n kustannussynergioista, joten kokonaisuutena Ahlstrom-Munksjön keskipitkän tähtäimen tulokasvunäkymä vaikuttaa mielestämme suotuisalta. Nostimme raportin jälkeen Ahlstrom-Munksjön liikevaihtoennusteitamme lähivuosisille 3-4 % ja operatiivisen käyttökateen ennusteitamme 5-6 %. EPS-tasolla ennusteet nousivat 8-16 %, sillä laskimme myös vuosien 2017-2018 rahoituskuluennusteitamme, kun yhtiö lunasti aiemmin huhtikuussa Ahlstromin kalliin hybridilainan pois ennakkoaisesta.

Arvostus on kohtuullinen tulokasvunäkymään suhteutettuna

Ahlstrom-Munksjön vuosien 2017 ja 2018 ennusteidemme mukaiset operatiiviset P/E-luvut ovat 16x ja 13x, kun taas vastaavat vahvaa kassavirtaa (poistot selvästi investointeja suuremmat) paremmin heijastelevat EV/EBITDA-kertoimet ovat 7x ja 6x. Pidämme tulospohjaista arvostusta absoluuttisesti kohtuullisena ja yhtiö on myös arvostettu tulospohjaisesti 15-20 %:n alennuksella suhteessa kuitu-materiaaliyhtiöstä koostuvaan verrokkiryhmään nähden. Näin ollen kokonaisuutena osakkeen tuotto-odotus nousi mielestämme positiiviseksi vahvan Q1-raportin jälkeen.

Analyttikko

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



Suositus

Lisää



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 17,00 EUR

Edellinen: 16,20



Lähde: Bloomberg

Eiisen päätös 15,40 EUR

12 kk vaihteluväli 8,79-16,38 EUR

Potentiaali 10,4 %

Ohjeistus

Ahlstrom-Munksjön kuitupohjaisten tuotteiden kysynnän odotetaan pysyvän vuonna 2017 vakaana nykyiseen hyvään tasoon verrattuna useimmissa tuotesegmenteissä ja heijastavan kausivaihteluja

Ohjeistusmuutos: Uusi ohjeistus

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	1131	33	2,9 %	28	0,44	0,30	0,6	7,2	16,9	14,8	3,5 %
2016	1143	75	6,6 %	59	0,84	0,45	0,9	7,1	12,1	16,9	2,8 %
2017e	2 214	123	5,6 %	100	0,69	0,52	0,9	6,6	12,1	15,7	3,4 %
2018e	2 276	181	8,0 %	164	1,19	0,56	0,8	5,8	10,1	12,9	3,6 %
2019e	2 338	199	8,5 %	184	1,34	0,60	0,7	5,2	8,6	11,5	3,9 %
Markkina-arvo, MEUR			1482	OPO / osake 2017e, EUR			11,27	CAGR EPS, 2016-2019, %			17 %
Nettovelka 2017e, MEUR			437	P/B 2017e			1,4	CAGR kasvu, 2016-2019, %			27 %
Yritysarvo (EV), MEUR			1931	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			39,9 %	ROE 2017e, %			8,8 %
Taseen koko 2017e, MEUR			2503	Omavaraisuusaste 2017e, %			43,7 %	ROCE 2017e, %			10,2 %

Ahlstrom hakkasi kaikki ennusteet kirkkaasti

Ahlstrom ylsi vahvaa kasvuun, Munksjössä kehitys oli tasaisempaa

Ahlstromin liikevaihto kasvoi Q1:llä 2 % 272 MEUR:oon, kun taas Munksjön liikevaihto kasvoi 2 % 294 MEUR:oon. Ahlstromin liikevaihdon kasvu oli selkeästi positiivinen yllätys, sillä Osnabruckin tehtaan divestoinnin takia me ja markkinat odotimme liikevaihdon laskevan (Ahlstromin vertailukelpoinen kasvu 7,6 % Q1:llä). Ahlstromin vahvan liikevaihdon kehityksen taustalla oli lähes kaikkien liiketoimintojen suotuisan kysynnän myötä korkeat volyymit. Maantieteellisistä alueista etenkin Aasia veti hyvin, mikä rokotti keskihintoja hieman Aasian alempien myyntihintojen takia. Munksjön puolella liikevaihdon kehitys oli sen sijaan pitkälti odotusten mukaista kysynnän puolesta kohtuullisen suotuisassa markkinassa. Ainoastaan erittäin ankarasta kilpailusta kärsineen Graphics&Packagingin markkinatilanne oli haastava ja volyymit painuivat talouden suotuisasta kehityksestä huolimatta.

Ahlstrom teki ennätyskannattavuuden Q1:llä

Operatiivista käyttökatetta Ahlstrom teki Q1:llä 42,6 MEUR ja Munksjö 37,3 MEUR. Ahlstrom ylitti ennusteet selvästi, kun korkeat volyymit skaalautuivat tehokkaasti kannattavuuteen ja yhtiön oikaistu käyttökatemarginaali nousi ennätyskorkeaksi peräti 15,6 %:iin. Divisioonista etenkin Filtration&Performancen

suoritus oli vahva ja odotuksia parempi, mutta myöskään Specialitiesin kvartaalissa ei ollut moittimisen aihetta.

Myös Munksjö paransi, vaikka kehitys oli kaksijakoista

Munksjö ylsi myös selvään marginaaliparannukseen suotuisan volyymikehityksen ja toistaiseksi rajallisen kustannusinflaation ansiosta. Saavutettu 12,6 %:n operatiivinen käyttökatemarginaali oli mielestämme hyvä suoritus yhtiöltä Q1:llä. Munksjössä kehitys oli kuitenkin kaksijakoista, sillä Aasian myynnin kasvun keskihintoja painaneesta vaikutuksesta kärsinyt Decor ja kireän kilpailutilanteen takia jo käyttökatetasolla tappiolle vajonnut Graphics&Packaging jäivät vertailuluvuista. Sen sijaan Release Linersin ja Industrial Applicationsin erinomaiset numerot kantoivat konsernin vertailutasoa ylemmäs.

Molemmissa yhtiöissä kannattavuutta tuki Q1:llä arviomme mukaan myös kvartaalin ”puhdas” luonne, sillä kausiluonteisesti hyvän kysynnän Q1:lle ei tiettävästi kummassakaan yhtiössä osunut merkittäviä vuosihuoltoja. Alemmilla riveillä ei ollut Ahlstromin osalta merkittäviä yllätyksiä, mutta Munksjössä EPS jäi odotuksista reilun 7 MEUR:n kertakulujen takia. Tulosten lisäksi rahavirrat vahvistuivat Q1:n käyttöpääomaa sitova kausiluonne huomioiden, joten myös molempien yhtiöiden taseet vahvistuivat alkuvuodesta. Näin ollen fuusioyhtiö pääsee aloittamaan integraatiovaiheen tukevalta taloudelliselta pohjalta.

Ennustetaulukko	Q1'16	Q1'17	Q1'17e	Q1'17e	Erotus (%)
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Tot. vs. Inderes
Liikevaihto (Ahlstrom)	267	272	258	266	5 %
Liikevaihto (Munksjö)	288	294	291	292	1 %
Oik. EBITDA (Ahlstrom)	27,7	42,6	29,6	29,0	44 %
Oik.EBITDA Munksjö)	31,0	37,3	34,0	34,4	10 %
EPS (Ahlstrom)	0,04	0,38	0,17	0,18	124 %
EPS (Munksjö)	0,03	0,20	0,25	0,27	-20 %

Lähde: Inderes & SME Direkt (konsensus)

Nostimme ennusteitamme Q1-raportin jälkeen

Näkymät eivät antaneet selkeitä kiintopisteitä

Ahlstrom-Munksjö antoi kuluvalle vuodelle ohjeistuksen, jonka mukaan Ahlstrom-Munksjön kuitupohjaisten tuotteiden kysynnän odotetaan pysyvän vuonna 2017 vakaana nykyiseen hyvään tasoon verrattuna useimmissa tuotesegmenteissä. Käyttökateen kehitystä yhtiö tulee kommentoimaan toukokuussa, kun fuusioyhtiön pro-forma -luvut on julkaistu. Lisäksi yhtiö kommentoi pyrkineensä nostamaan myyntihintojaan, mikä tähtää etenkin sellun ja muutamien muiden kustannuskomponenttien (esim. titaanidioksidi) hintojen nousun luoman marginaalipaineen kompensoimiseen. Arviomme mukaan näkymissä ei ollut olennaisia yllätyksiä, vaikka selkeitä kiintopisteitä yhtiön ohjeistus ei vielä markkinoille anna.

Odotamme yhtiön pystyvän pitämään tuloksensa kasvu-uralla myös tänä vuonna

Vahvan kysyntätilanteen ja terveiden käyttöasteiden ansiosta yhtiöllä on arviomme mukaan kuitenkin aiempia odotuksiamme paremmat edellytykset siirtää kustannusten nousua asiakkaiden maksettavaksi erittäin vaikeassa markkinatilanteessa olevaa Graphics&Packagingia lukuun ottamatta. Yhtiö vaikuttaa myös olleen suhteellisen ajoissa hinnan korotusten kanssa liikkeellä,

mutta korotusten läpimeno onnistuu parhaassakin tapauksessa viiveellä. Lisäksi yhtiön tulos saa Q4'17:sta alkaen tukea fuusion 35 MEUR:n kustannussynergioista, joten keskipitkällä tähtäimellä tulokasvu ei ole täysin kysynnän suotuisan kehityksen varassa. Kokonaisuutena yhtiön keskipitkän aikavälin tulosnäkökulma on siten mielestämme suhteellisen hyvä ja hyvän kysyntätilanteen jatkuessa yhtiön tavoitteena olevan 14 %:n operatiivisen käyttökatemarginaalin saavuttaminen ennen vuosikymmenen loppua ei ole mielestämme mahdotonta.

Nostimme raportin jälkeen Ahlstrom-Munksjön liikevaihto-ennusteitamme lähivuosille 3-4 % ja operatiivisen käyttökateen ennusteitamme 5-6 %. Odotamme nyt yhtiön pystyvän maltilliseen tulokasvuun suotuisan volyymikehityksen ansiosta myös tänä vuonna loppuvuoden marginaalien normalisoitumispaineista huolimatta. Ensi vuonna tilanne pysyy arviomme mukaan samankaltaisena (sellun pitkäaikaiseen hinnan nousuun emme kuitenkaan kasvavan tarjonnan takia usko), mutta synergiat tukevat lisäksi kannattavuutta. EPS-tasolla ennusteet nousivat 8-16 %, sillä laskimme myös vuosien 2017-2018 rahoituskuluennusteitamme, kun yhtiö lunasti aiemmin huhtikuussa Ahlstromin kalliin hybridilainan pois ennen aikaisesta.

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	2133	2214	4 %	2196	2276	4 %	2268	2338	3 %
Käyttökate	240,6	255	6 %	298	313	5 %	316	330	4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	138,6	160	15 %	166	181	9 %	185	199	8 %
Liikevoitto	108,6	123	13 %	166	181	9 %	185	199	8 %
Tulos ennen veroja	86,6	100	15 %	149	164	10 %	170	184	8 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,85	0,98	16 %	1,08	1,19	10 %	1,23	1,34	8 %
Osakekohtainen osinko	0,52	0,52	0 %	0,56	0,56	0 %	0,60	0,60	0 %

Lähde: Inderes

Arvostus on tuloskasvunäkymään nähden kohtuullinen

Myös suhteellinen aliarvostus puoltaa kurssi nousunpotentiaalia vuoden tähtäimellä

Ahlstrom-Munksjön vuosien 2017 ja 2018 ennusteidemme mukaiset operatiiviset P/E-luvut ovat 16x ja 13x, kun taas vastaavat vahvaa kassavirtaa (lähivuosien poistot selvästi investointeja suuremmat) paremmin heijastelevat EV/EBITDA-kertoimet ovat 7x ja 6x. Pidämme tulos pohjaista arvostusta absoluuttisesti kohtuullisena ja yhtiö on myös arvostettu tulos pohjaisesti 15-20 %:n alennuksella suhteessa kuitumateriaaliyhtiöstä koostuvaan verrokkiryhmään nähden (aliarvostus tärkeimpään verrokkiin Neenah Paperiin on vielä suurempi). Myös tase pohjainen P/B-luku on vielä järkevällä tasolla 1,4x ja lähivuosien ennustetut osinkotuotot ovat kohtuullisen hyvät noin 3,5-4,0 %.

Tuotto-odotus on positiivinen vahvan Q1-raportin jälkeen

Kokonaisuus huomioiden pidämme Ahlstrom-Munksjön tuotto-odotusta positiivisena vahvan Q1-raportin jälkeen, sillä arviomme mukaan yhtiöllä on nyt edellytyksiä vuosina 2017-2019 8-12 %:n keskimääräiseen vuosituottoon, josta noin kolmannes tulee osingosta ja loput tulos kasvusta. Keskeisimpiä riskejä osakkeen kannalta ovat mielestämme raaka-aineiden hintojen nousu, edessä oleva 2 vuoden integraatiojakso sekä maailman ja Euroopan talouden kehitys.

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
Lydall	52,80	832	884							19,1	16,2			
Neenah Paper	78,15	1201	1400	12,2	11,5	9,6	9,1	1,6	1,5	17,7	16,1	1,9	2,0	3,5
Glatfelter	21,52	858	1148	14,4	11,6	8,0	6,9	0,8	0,8	15,4	12,6	2,4	2,4	1,3
Suominen	4,84	242	308	10,4	8,7	5,9	4,8	0,6	0,5	17,1	14,7	2,5	2,8	1,7
Berry Plastics	49,84	5581	10546	14,3	12,4	8,6	7,6	1,6	1,4	18,2	15,4			8,5
Ahlstrom-Munksjo (Inderes)	15,40	1482	1931	12,1	10,1	6,6	5,8	0,9	0,8	15,7	12,9	3,4	3,6	1,4
Keskiarvo				12,8	11,1	8,0	7,1	1,2	1,1	17,5	15,0	2,3	2,4	3,7
Mediaani				13,3	11,6	8,3	7,2	1,2	1,1	17,7	15,4	2,4	2,4	2,6
Erotus-% vrt. mediaani				-9 %	-13 %	-20 %	-20 %	-28 %	-28 %	-12 %	-16 %	42 %	51 %	-47 %

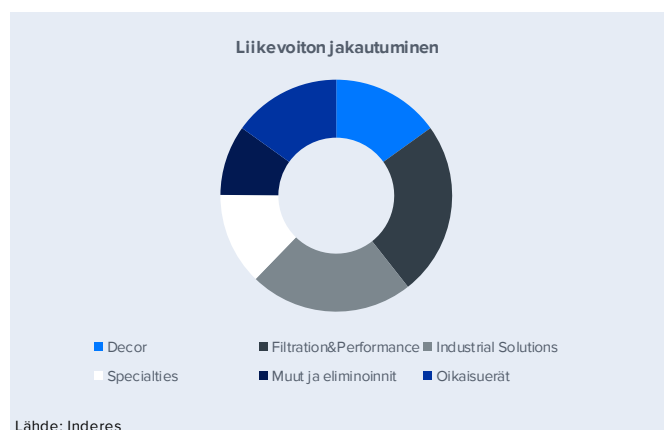
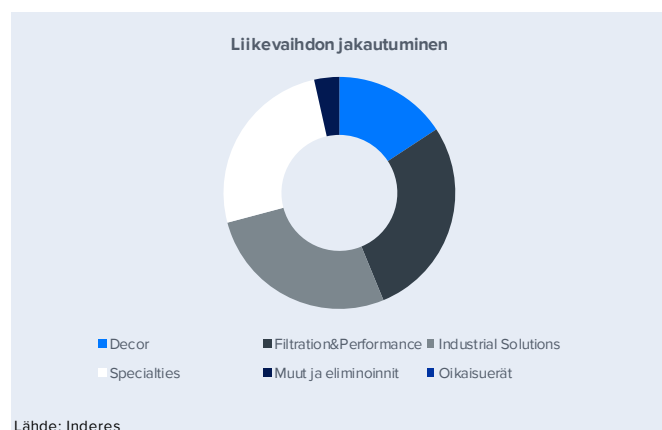
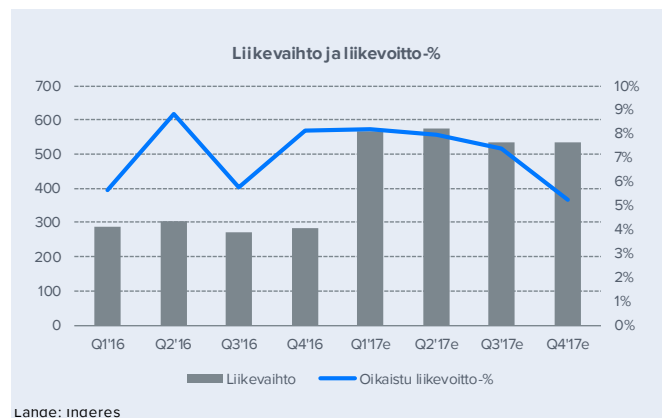
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	1130,7	288,0	302,9	269,6	282,4	1142,9	568,0	576,6	536,0	533,0	2213,6	2276,3	2338,0
Decor	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	95,4	98,0	87,0	95,0	375,4	383,0	391,0
Filtration&Performance	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	168,0	175,0	166,0	158,0	667,0	695,0	715,0
Industrial Solutions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	163,0	167,6	158,0	156,0	644,6	653,3	672,0
Specialties	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	150,0	161,0	150,0	149,0	610,0	645,0	660,0
Muut ja eliminoinnit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-8,4	-25,0	-25,0	-25,0	-83,4	-100,0	-100,0
Oikaisuerät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	86,3	31,0	38,8	30,8	30,4	131,0	72,5	49,0	72,5	61,0	255,0	313,4	330,0
Poistot ja arvonalennukset	-53,6	-14,7	-12,1	-15,3	-14,0	-56,1	-33,0	-33,0	-33,0	-33,0	-132,0	-132,4	-131,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	40,0	16,3	26,7	15,5	23,0	81,5	46,5	46,0	39,5	28,0	160,0	181,0	199,0
Liikevoitto	32,7	16,3	26,7	15,5	16,4	74,9	39,5	16,0	39,5	28,0	123,0	181,0	199,0
Decor	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,5	12,0	8,0	9,5	37,0	43,0	46,0
Filtration&Performance	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	18,0	17,5	14,5	9,5	59,5	62,0	64,0
Industrial Solutions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	17,0	14,0	16,0	9,0	56,0	58,0	61,0
Specialties	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	10,0	8,5	7,0	6,0	31,5	34,0	42,0
Muut ja eliminoinnit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0	-24,0	-16,0	-14,0
Oikaisuerät	-7,3	0,0	0,0	0,0	-6,6	-6,6	-7,0	-30,0	0,0	0,0	-37,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-4,7	-6,4	-4,1	-3,7	-1,7	-15,9	-8,0	-5,8	-5,0	-4,5	-23,3	-17,0	-15,0
Tulos ennen veroja	28,0	9,9	22,6	11,8	14,7	59,0	31,5	10,2	34,5	23,5	99,7	164,0	184,0
Verot	-5,2	-3,6	-5,7	-3,5	-2,9	-15,7	-12,4	-3,1	-10,4	-7,1	-32,9	-49,2	-55,2
Vähemmistöosuudet	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Nettotulos	22,4	6,1	16,9	8,3	11,8	43,1	19,1	7,1	24,1	16,4	66,6	114,6	128,6
EPS (oikaistu)	0,58	0,12	0,33	0,16	0,32	0,93	0,27	0,29	0,25	0,17	0,98	1,19	1,34
EPS (raportoitu)	0,44	0,12	0,33	0,16	0,23	0,84	0,20	0,07	0,25	0,17	0,69	1,19	1,34

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	-0,6 %	2,8 %	4,0 %	0,1 %	-2,6 %	1,1 %	97,2 %	90,4 %	98,8 %	88,7 %	93,7 %	2,8 %	2,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-21,6 %	23,5 %	132,2 %	127,9 %	170,6 %	103,8 %	185,3 %	72,3 %	154,8 %	21,7 %	96,3 %	13,1 %	9,9 %
Käyttökate-%	7,6 %	10,8 %	12,8 %	11,4 %	10,8 %	11,5 %	12,8 %	8,5 %	13,5 %	11,4 %	11,5 %	13,8 %	14,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,5 %	5,7 %	8,8 %	5,7 %	8,1 %	7,1 %	8,2 %	8,0 %	7,4 %	5,3 %	7,2 %	8,0 %	8,5 %
Nettotulos-%	2,0 %	2,1 %	5,6 %	3,1 %	4,2 %	3,8 %	3,4 %	1,2 %	4,5 %	3,1 %	3,0 %	5,0 %	5,5 %

Lähde: Inderes

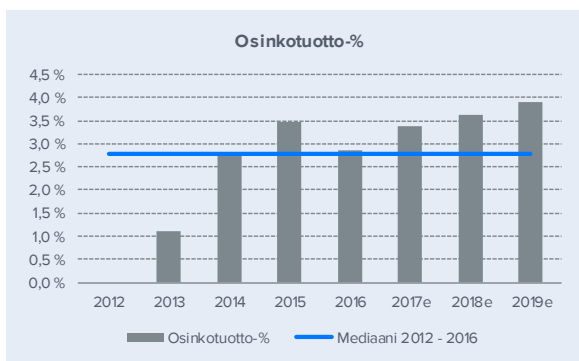
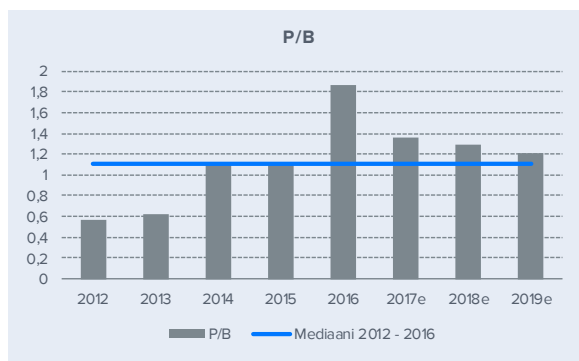
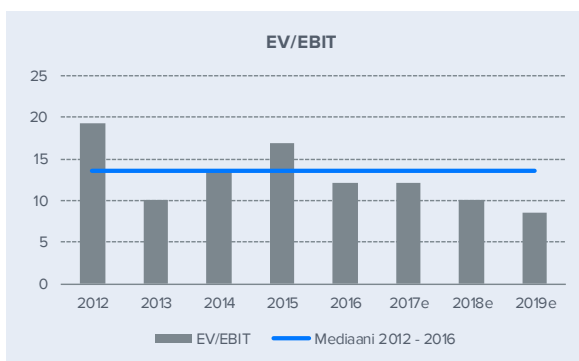
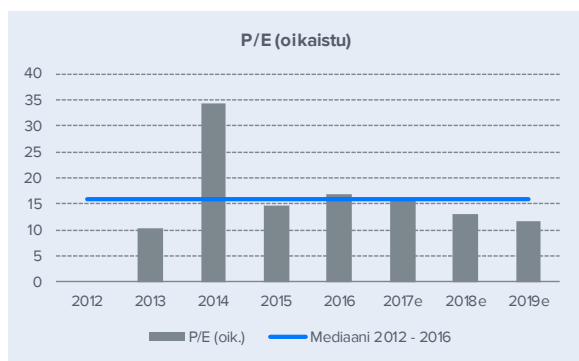


HUOM: Q4'16 asti historiatiedot ovat Munksjön lukuja itsenäisenä yhtiönä. Q1'17:sta alkaen ennusteet ovat Ahlstrom-Munksjölle Inderesin laatimia ennusteita luvut eivät perustu yhtiön raportointiin lukuihin vaan ne ovat Inderesin arvioita fuusioyhtiön yhdistetyistä luvuista. Päivitämme historiatiedot, kun yhtiö julkaisee fuusioyhtiön pro-forma -luvut toukokuussa

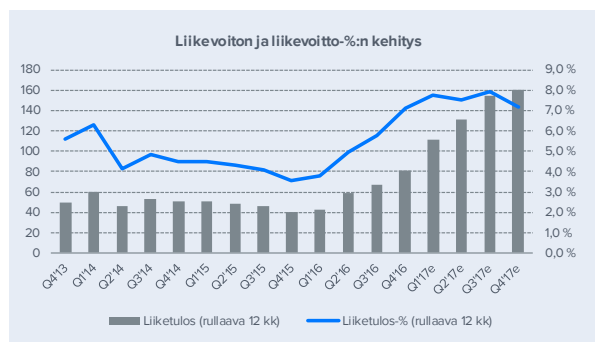
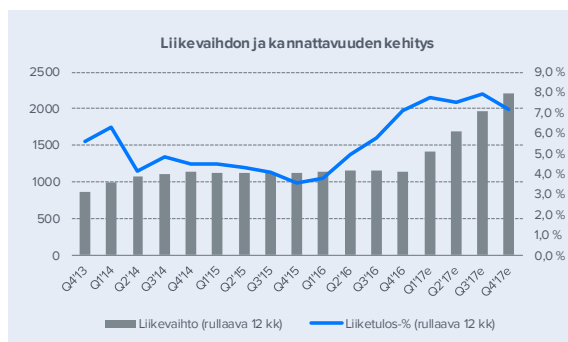
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	8,95	8,95	8,95	8,60	15,80	15,40	15,40	15,40
Markkina-arvo	110	262	457	439	807	1482	1482	1482
Yritysarvo (EV)	329	497	691	674	984	1931	1822	1704
P/E (oik.)	neg.	10,4	34,4	14,8	16,9	15,7	12,9	11,5
P/E	neg.	neg.	59,4	19,6	18,7	22,2	12,9	11,5
P/Kassavirta	-0,3	-1,1	11,1	11,8	10,1	13,6	8,7	8,2
P/B	0,6	0,6	1,1	1,1	1,9	1,4	1,3	1,2
P/S	0,2	0,3	0,4	0,4	0,7	0,7	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	0,5	0,6	0,6	0,6	0,9	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	7,8	5,6	6,6	7,2	7,1	6,6	5,8	5,2
EV/EBIT	19,3	10,1	13,5	16,9	12,1	12,1	10,1	8,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	-12,2 %	165,8 %	68,4 %	53,3 %	75,1 %	47,0 %	44,9 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,1 %	2,8 %	3,5 %	2,8 %	3,4 %	3,6 %	3,9 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

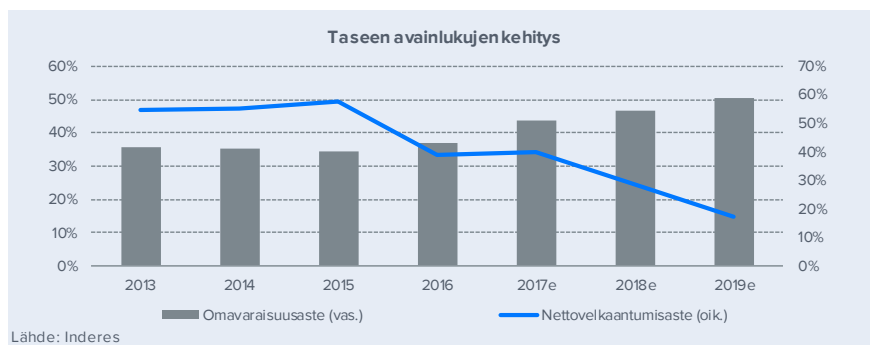


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	795	758	742	1800	1752
Liikearvo	227	224	226	575	575
Aineettomat oikeudet	55	47	43	276	277
Käyttöomaisuus	446	430	421	827	785
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	2	2	2	2	2
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	4	4	9	13	13
Laskennalliset verosaamiset	60	52	41	106	100
Vaihtuvat vastaavat	385	415	444	703	719
Varastot	152	155	158	299	305
Muut lyhytaikaiset varat	34	44	35	62	62
Myyntisaamiset	115	111	105	210	216
Likvidit varat	84	105	146	133	137
Taseen loppusumma	1180	1173	1187	2503	2472

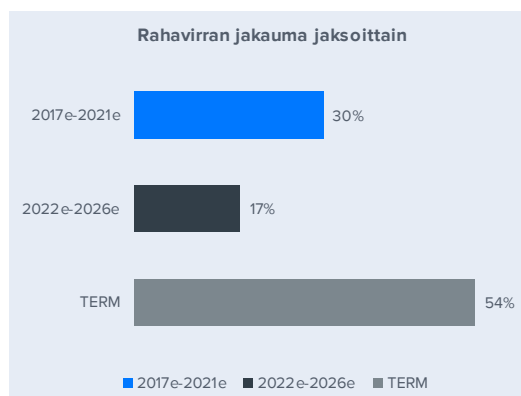
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	410	397	434	1085	1150
Osakepääoma	15	15	15	85	85
Kertyneet voittovarot	-274	100	128	-54	11
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	669	282	291	1054	1054
Vähemmistöosuus	4	4	4	9	9
Pitkäaikaiset velat	432	467	432	800	709
Laskennalliset verovelat	85	74	67	171	171
Varaukset	24	24	16	18	18
Lainat rahoituslaitoksilta	272	315	294	490	400
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	52	54	56	121	121
Lyhytaikaiset velat	334	305	317	610	604
Lainat rahoituslaitoksilta	42	21	22	80	65
Lyhytaikaiset korottomat velat	281	166	163	325	335
Muut lyhytaikaiset velat	12	118	132	204	204
Taseen loppusumma	1180	1173	1187	2503	2472



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	74,9	123,0	181,0	199,0	208,0	210,2	203,8	202,0	202,7	200,4	204,4	
+ Kokonaispoistot	56,1	132,0	132,4	131,1	133,9	131,8	132,7	135,3	137,0	141,1	142,8	
- Maksetut verot	-12,2	6,1	-43,4	-50,2	-48,7	-57,3	-59,1	-59,1	-59,7	-59,4	-61,1	
- verot rahoituskuluista	-4,2	-7,7	-5,1	-4,5	-3,7	-2,7	-2,1	-1,5	-1,1	-0,7	-0,3	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	23,0	-37,7	-2,9	-2,7	-5,1	-5,8	-0,9	-6,0	-6,2	-6,4	-4,4	
Operatiivinen kassavirta	137,6	215,7	261,9	272,6	284,4	276,1	274,4	270,6	272,6	274,9	281,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-6,4	67,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-51,3	-112,4	-91,0	-91,0	-123,3	-137,5	-148,1	-145,7	-160,8	-151,7	-166,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	79,9	-841,0	170,9	181,6	161,0	138,7	126,3	125,0	111,8	123,3	114,8	
+/- Muut	0,0	950,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	79,9	109,0	170,9	181,6	161,0	138,7	126,3	125,0	111,8	123,3	114,8	2242,1
Diskontattu vapaa kassavirta		104,0	152,0	150,7	124,6	100,0	85,0	78,4	65,5	67,3	58,4	1141,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		2127,3	2023,4	1871,3	1720,7	1596,1	1496,0	1411,1	1332,7	1267,2	1199,9	1141,5
Velaton arvo DCF		2127,3										
- Korolliset velat												-315,5
+ Rahavarat												146,0
- Vähemmistöosuus												-11,9
- Osinko/pääomapalautus												0,0
Oman pääoman arvo DCF												1645,9
Oman pääoman arvo DCF per osake												17,10

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	30,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,15
Markkinoiden riskipreemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskiton korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,2 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	1137,3	1130,7	1142,9	2213,6	2276,3
EBITDA	99,4	86,3	131,0	255,0	313,4
EBITDA-marginaali (%)	8,7	7,6	11,5	11,5	13,8
EBIT	45,4	32,7	74,9	123,0	181,0
Voitto ennen veroja	16,9	28,0	59,0	99,7	164,0
Nettovoitto	7,7	22,4	43,1	66,6	114,6
Kertaluontoiset erät	-5,6	-7,3	-6,6	-37,0	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	1179,5	1173,4	1186,5	2502,9	2471,7
Oma pääoma	413,6	401,3	437,7	1093,8	1158,4
Liikearvo	226,7	223,9	226,1	575,4	575,4
Korolliset velat	313,3	336,0	315,5	569,6	464,6

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	99,4	86,3	131,0	255,0	313,4
Nettokäyttöpääoman muutos	11,9	-17,7	23,0	-37,7	-2,9
Operatiivinen kassavirta	87,7	60,3	137,6	215,7	261,9
Vapaa kassavirta	41,2	37,3	79,9	109,0	170,9

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

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	0,15	0,44	0,84	0,69	1,19
EPS oikaistu	0,26	0,58	0,93	0,98	1,19
Operat. kassavirta per osak	1,72	1,18	2,69	2,24	2,72
Tasearvo per osake	8,02	7,78	8,49	11,27	11,94
Osinko per osake	0,25	0,30	0,45	0,52	0,56
Voitonjako, %	166	68	53	75	47
Osinkotuotto, %	2,8	3,5	2,8	3,4	3,6

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	59,4	19,6	18,7	22,2	12,9
P/B	1,1	1,1	1,9	1,4	1,3
P/Liikevaihto	0,4	0,4	0,7	0,7	0,7
P/CF	5,2	7,3	5,9	6,9	5,7
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	6,9	7,8	7,5	7,6	5,8
EV/EBIT	15,2	20,6	13,1	15,7	10,1

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Ahlström Capital	13,4 %
Virala-yhtiöryhmä	12,6 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	4,7 %
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma	2,4 %
OP sijoitusrahastot	2,3 %
0	0,0 %

Suositteluhistoria, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
15.3.2017	Vähennä	16,20 €	15,53 €
27.4.2017	Lisää	17,00 €	15,40 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia 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 omistuosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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