

# Stora Enso

## Yhtiöraportti

02.01.2025 7.29 EET



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

inde  
res.

# Taseesta arvoa purkavia toimia odotellessa

Laskemme Stora Enson tavoitehintamme 11,00 euroon (aik. 11,50 €) lyhyen ja pitkän ajan tuloseennusteisiimme tekemiämme leikkauksia heijastellen, mutta toistamme yhtiön lisää-suosituksemme. Näkemyksemme mukaan Stora Enson taseessa piilee edelleen arvoa (2024e: P/B 0,7x) vaisuista tulos- ja kassavirtanäkymistä huolimatta.

## Q4:n uutisvirta on ollut vilkasta

Stora Enso on tiedottanut Q4:lla [ostavansa sahayhtiö Junnikkalan, maksavansa viime vuoden tuloksesta toisen osinkoerän](#) sekä [tekevänsä yli 700 MEUR:n alaskirjaukset](#). Metsäsektorin uutisvirta on pysynyt Q4:lla nihkeänä, sillä tavaroiden kulutus (ts. pakkausten kysyntä) ja rakentaminen on yhä heikkoa Euroopassa. Euroopan talouden näkymät eivät indikoineet nopeaa kysyntäkäännettä alkuvuoteen. Globaalilta sellumarkkinalta uutiset ovat myös olleet mollivoittoista, joskin Kiinassa kysyntä on piristynyt kesän ostolakon jäljiltä ja myös hinnat ovat luultavasti pohjaamassa. Pohjoismaissa puumarkkina on säilynyt kireänä ja hinnat korkeina. Positiivisella puolella EUR/USD-kurssi on heikentynyt. Kokonaisuutena Stora Ensoon uutisvirta on ollut hieman aiempia odotuksia heikompaa.

## Uutisvirta johti ennusteiden laskuun myös operatiivisella puolella

Sisällytimme Stora Enson Q4:n ennusteisiimme alaskirjaukset, mikä romahdutti yhtiön vuoden 2024 raportoidut numerot selvästi tappiollisiksi ja laski hieman lähivuosien poistoennusteita. Alaskirjauksilla ei ole nyt kassavaikutusta, mutta ne alleviivaavat yhtiön monilta osin epäonnistunutta pääoman allokoitintia 2010-luvulta ja sen jälkeiseltä ajalta. Operatiivisella puolella laskimme Q4:n ennusteitamme hieman etenkin pakkaussegmentteihin liitännäisen heikon uutisvirran takia. Leikkasimme hieman odotuksiamme myös lähivuosille pakkaussegmenttien ja rakentamisen ajaman Wood Productsin kysynnästä sekä hinnoittelusta ja nostimme edelleen kuluennusteitamme lievästi puukustannuksiin liittyen. Sisällytimme ennusteisiimme myös Wood Productsin ennusteisiimme Junnikkalan H2'25:sta alkaen. Myös Biomaterialsin (sellu) osalta muutokset olivat vastaavia, mutta EUR/USD-kurssin heikentyminen tulppasi ennusteiden laskupaineet. Vuodesta 2026 eteenpäin ennustemuutokset olivat pienempiä, mutta lisäsimmekin hieman turvamarginaalia Stora Enson pidemmän ajan ennusteisiimme alaskirjausten taustasyitä (ml. hinta- ja kuluennusteiden nousu ja heikompi kysyntä/tarjonta-kuva). Stora Enson ennusteemme laskivat oikaistun liikevoiton osalta lähivuosille 4-13 %. Odotamme Stora Enson oikaistun tuloksen pysyvän hitaalla nousukäyrällä ensi vuonna ja nousevan tyydyttävälle tasolle aikaisintaan vuonna 2027. Lisäsimmekin Stora Enson vuoden 2025 ennusteisiimme 150 MEUR:n kertakulut, sillä arvioimme hyvän kannattavuuden saavuttamisen vaativan yhtiöltä Pohjoismaissa kapasiteetin leikkauksia.

## Tasepeli houkuttelee edelleen, mutta tasealennuksen supistuminen vaatii yhtiöltä lisätoimenpiteitä

Stora Enson ennusteidemme mukaiset tuloskertoimet (2025e: P/E 19x) eivät houkuttele. Tasepohjaisesti arvostus on matala, sillä P/B-luku on vain 0,7x. Vaikka taseen merkittävin omaisuususerä eli metsä (noin 11 € / osake) on osakesijoittajan vinkkelistä korkealle arvostettu, laskevien korkojen ja nousevan puun hinnan ympäristössä metsän hinnoittelu voi olla reaaliomaisuussijoittajien vinkkelistä silti houkutteleva. Tässä skenaariossa teollisten liiketoimintojen arvo jäisi yhtiön lähivuosien vaisulla keskimääräisellä tuloksella alhaiseksi (2025e-2028e ka. "teollinen EV/EBIT" yksinumeroinen). Positiivinen suosituksemme nojaakin tasepeliin, jonka realisointi vaatii yhtiötä toimenpiteitä eli käytännössä [12 %:n osuuden myyntiä Ruotsin metsäomaisuudesta](#) vähintään tasearvoon, teollisen portfolion saneerausta ja/tai toimintaympäristön haasteisiin vastaava strategiapäivitystä.

## Suositus

### Lisää

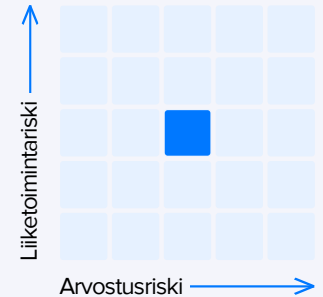
(aik. Lisää)

### 11,00 EUR

(aik. 11,50 EUR)

### Osakekurssi:

9,72 EUR



## Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	9396	8880	9761	10931
<b>kasvu-%</b>	-20 %	-5 %	10 %	12 %
<b>EBIT oik.</b>	342	575	681	1013
<b>EBIT-% oik.</b>	3,6 %	6,5 %	7,0 %	9,3 %
<b>Nettotulos</b>	-357	-425	286	680
<b>EPS (oik.)</b>	0,22	0,42	0,51	0,86
<b>P/E (oik.)</b>	56,7	23,3	18,9	11,3
<b>P/B</b>	0,9	0,7	0,7	0,7
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,6 %	2,1 %	2,6 %	4,1 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	38,3	19,7	17,0	11,1
<b>EV/EBITDA</b>	13,4	11,5	10,2	6,9
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,4	1,3	1,2	1,0

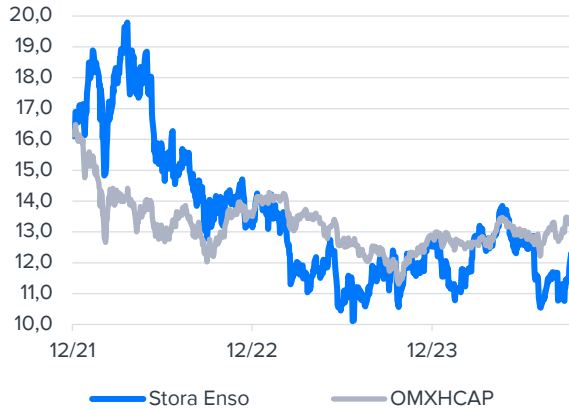
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

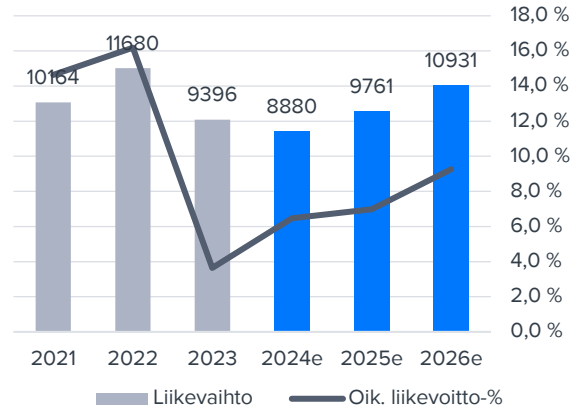
Stora Enson vuoden 2024 operatiivisen liiketuloksen odotetaan olevan merkittävästi korkeampi kuin vuonna 2023 (342 MEUR)

## Osakekurssi



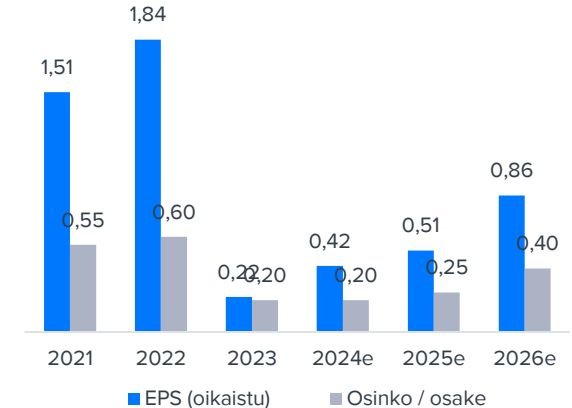
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Pakkausliiketoimintojen hyvät pitkän ajan näkymät ja vahva markkina-asema
- Uusien tuotteiden myötä asteittain paraneva tuotemix
- Säästöohjelman myötä parantunut kustannustehokkuus
- Akkumateriaaleissa on potentiaalia korkean katteen volyymituotteeksi
- Metsäomaisuuden arvon ulosmittaus hyvillä rakennejärjestelyillä



### Riskitekijät

- Kysyntä on jossain määrin syklistä useissa tuoteryhmissä
- Kilpailun kiristyminen
- Sellun hintariski
- Valuuttakurssiriskit
- Valtaosa liikevaihdosta tulee Euroopasta
- Kireän puumarkkinan Suomen ja Pohjoismaiden tehtaille luoma kilpailukykyhaaste

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
<b>Osakekurssi</b>	9,72	9,72	9,72
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	788,6	788,6	788,6
<b>Markkina-arvo</b>	7665	7665	7665
<b>Yritysarvo (EV)</b>	11320	11594	11214
<b>P/E (oik.)</b>	23,3	18,9	11,3
<b>P/E</b>	neg.	26,8	11,3
<b>P/B</b>	0,7	0,7	0,7
<b>P/S</b>	0,9	0,8	0,7
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,3	1,2	1,0
<b>EV/EBITDA</b>	11,5	10,2	6,9
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	19,7	17,0	11,1
<b>Osinko/tulos (%)</b>	neg.	68,9 %	46,4 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	2,1 %	2,6 %	4,1 %

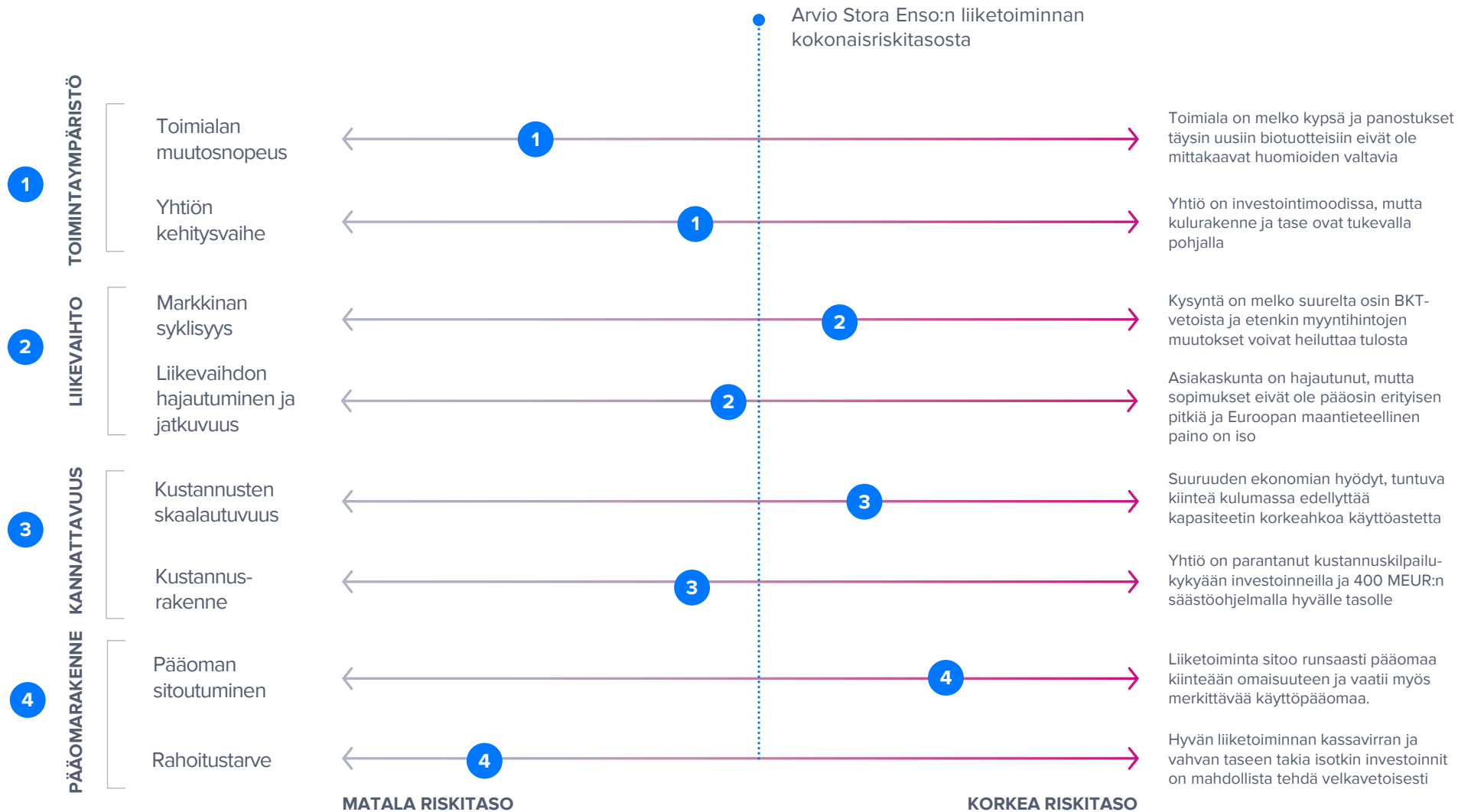
Lähde: Inderes

# Ennusteet jatkoivat alamäkeen

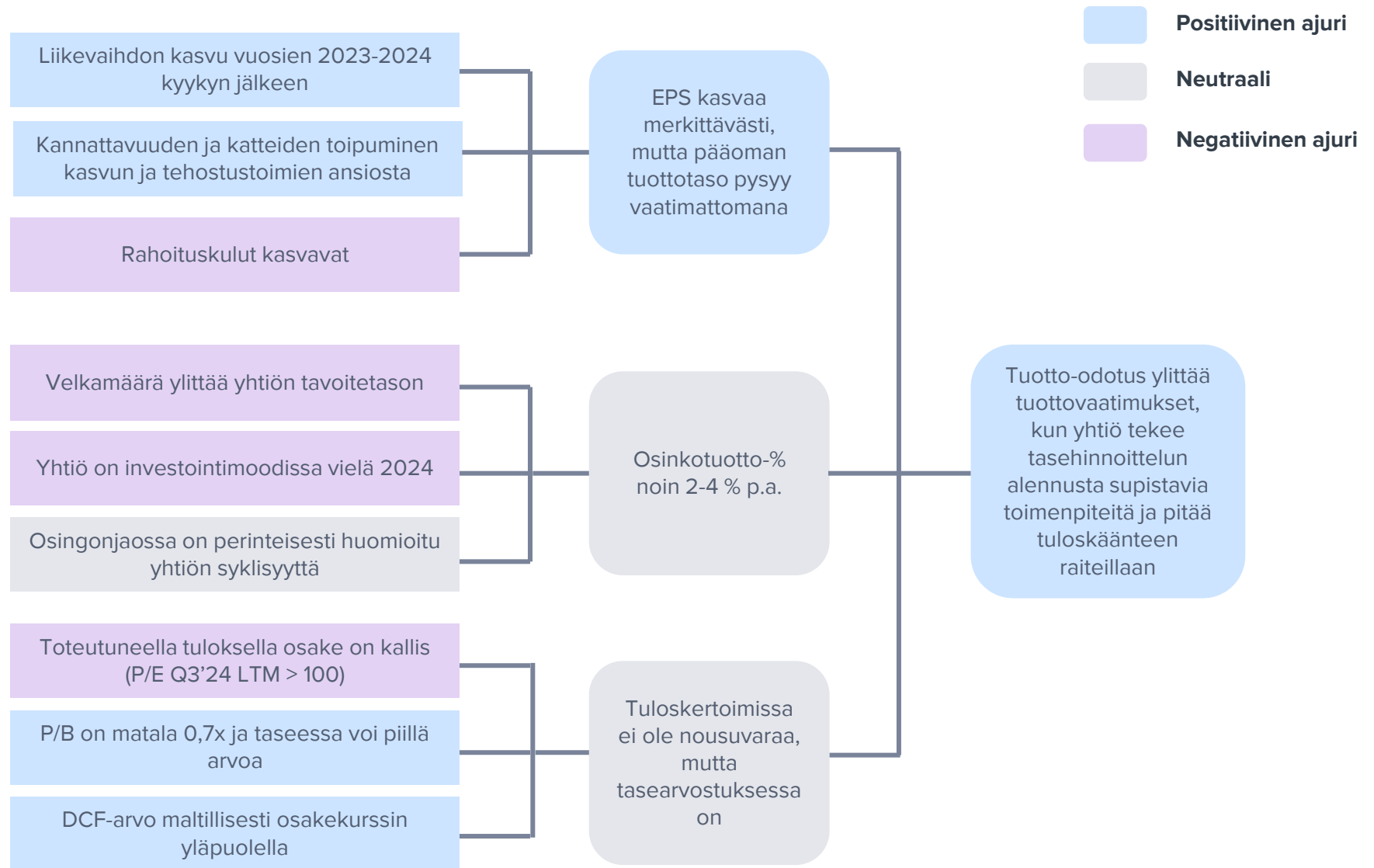
Ennustemuutokset MEUR / EUR	2024e			2025e			2026e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	8920	8880	0 %	9836	9761	-1 %	10839	10931	1 %
Käyttökate	1010	981	-3 %	1439	1139	-21 %	1718	1636	-5 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	596	575	-4 %	786	681	-13 %	1047	1013	-3 %
Liikevoitto	490	-255	-152 %	786	531	-32 %	1047	1013	-3 %
Tulos ennen veroja	305	-440	-244 %	604	349	-42 %	877	843	-4 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,44	0,42	-5 %	0,62	0,51	-17 %	0,90	0,86	-4 %
Osakekohtainen osinko	0,10	0,20	100 %	0,25	0,25	0 %	0,40	0,40	0 %

Lähde: Inderes

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



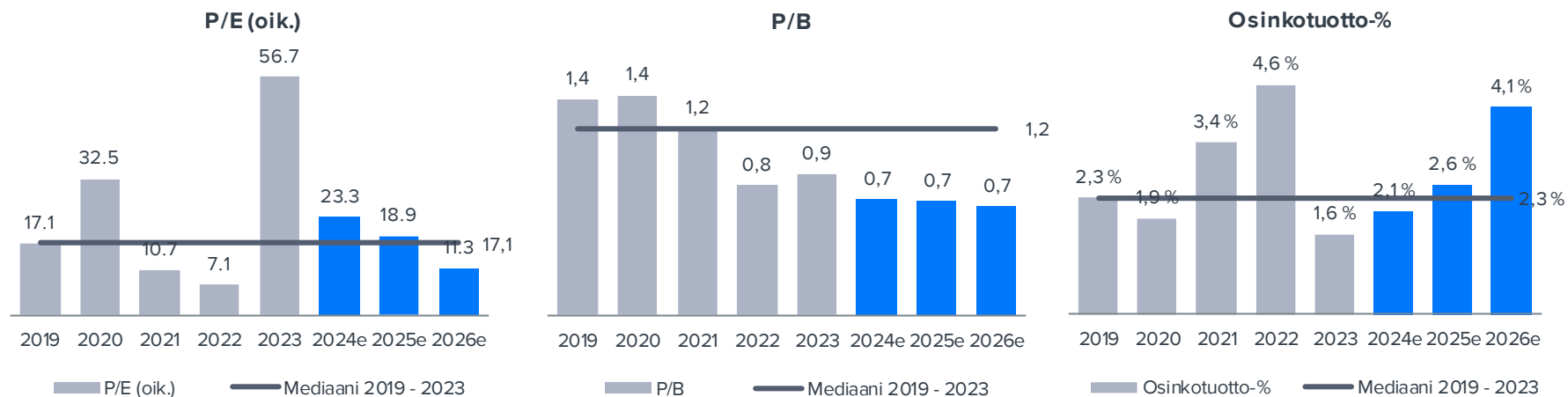
# Osaketuoton ajurit Q3'24 TOT-2026e



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	12,97	15,65	16,14	13,15	12,53	9,72	9,72	9,72	9,72
Osakemäärä, milj. kpl	788,6	788,6	788,6	788,6	788,6	788,6	788,6	788,6	788,6
Markkina-arvo	10229	12342	12729	10371	9878	7665	7665	7665	7665
Yritysarvo (EV)	13523	15409	15165	12401	13105	11320	11594	11214	10811
P/E (oik.)	17,1	32,5	10,7	7,1	56,7	23,3	18,9	11,3	9,8
P/E	11,6	19,7	10,4	6,7	neg.	neg.	26,8	11,3	9,8
P/B	1,4	1,4	1,2	0,8	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7
P/S	1,0	1,4	1,3	0,9	1,1	0,9	0,8	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	1,3	1,8	1,5	1,1	1,4	1,3	1,2	1,0	0,9
EV/EBITDA	7,1	10,5	6,8	4,7	13,4	11,5	10,2	6,9	6,1
EV/EBIT (oik.)	14,2	23,7	10,2	6,6	38,3	19,7	17,0	11,1	9,4
Osinko/tulos (%)	26,9 %	37,8 %	35,4 %	30,5 %	neg.	neg.	68,9 %	46,4 %	45,4 %
Osinkotuotto-%	2,3 %	1,9 %	3,4 %	4,6 %	1,6 %	2,1 %	2,6 %	4,1 %	4,6 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
International Paper	18057	22313	13,3	10,8	8,7	7,6	1,2	1,1	18,1	13,9	3,5	3,6	2,2
Graphic Packaging	7872	12970	10,9	10,3	7,6	7,2	1,5	1,5	10,1	9,3	1,6	1,6	2,2
DS Smith	9050	12060	19,2	15,3	10,5	9,4	1,4	1,4	21,6	17,9	3,2	3,4	1,9
Metsä Board	1553	2056	9,7	7,8	6,4	5,4	1,0	0,9	9,7	7,8	6,1	8,0	0,7
Holmen	5741	6054	16,2	15,2	12,2	11,6	2,9	2,9	19,6	18,2	2,7	3,1	1,1
Billerud	2212	2773	11,6	9,9	5,7	5,2	0,7	0,7	12,8	11,3	4,2	5,4	0,9
Mayr-Melnhof	1592	2978	11,0	9,0	5,9	5,2	0,7	0,7	10,3	7,9	3,0	3,9	0,7
UPM	14176	17459	11,8	9,7	8,4	7,2	1,6	1,6	12,0	9,6	5,8	6,1	1,2
Suzano	12208	24113	9,3	8,0	6,0	5,4	3,1	2,8	8,2	7,3	2,4	2,7	1,5
Mondi	6364	8439	9,9	8,4	6,4	5,7	1,0	1,0	11,7	9,9	4,8	5,2	1,2
SCA	8617	9844	17,9	16,0	13,4	12,2	5,1	4,9	21,1	18,6	2,2	2,4	0,9
<b>Stora Enso (Inderes)</b>	<b>7665</b>	<b>11320</b>	<b>19,7</b>	<b>17,0</b>	<b>11,5</b>	<b>10,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>23,3</b>	<b>18,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,6</b>	<b>0,7</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>12,8</b>	<b>10,9</b>	<b>8,3</b>	<b>7,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>14,1</b>	<b>12,0</b>	<b>3,6</b>	<b>4,1</b>	<b>1,3</b>
<b>Mediaani</b>			<b>11,6</b>	<b>9,9</b>	<b>7,6</b>	<b>7,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>12,0</b>	<b>9,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,6</b>	<b>1,2</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>70 %</b>	<b>72 %</b>	<b>51 %</b>	<b>41 %</b>	<b>-11 %</b>	<b>-14 %</b>	<b>95 %</b>	<b>92 %</b>	<b>-36 %</b>	<b>-29 %</b>	<b>-40 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihto</b>	<b>11680</b>	<b>2721</b>	<b>2374</b>	<b>2127</b>	<b>2174</b>	<b>9396</b>	<b>2164</b>	<b>2301</b>	<b>2261</b>	<b>2154</b>	<b>8880</b>	<b>9761</b>	<b>10931</b>	<b>11499</b>
Packaging Materials	5496	1300	1155	1057	1045	4557	1100	1138	1169	1018	4425	4916	5484	5727
Packaging Solutions	727	276	288	266	247	1077	224	254	262	254	994	1109	1214	1299
Biomaterials	2180	488	380	345	374	1587	374	414	380	360	1528	1581	1670	1729
Wood Products	2195	454	436	349	341	1580	349	414	359	354	1476	1586	1907	1997
Forest	2519	687	620	534	649	2490	659	690	694	737	2780	2899	2987	3077
Other	2150	364	214	179	207	964	57	35	37	40	169	170	170	170
Sisäinen myynti / Eliminointi	-3589	-848	-719	-603	-689	-2859	-599	-644	-640	-610	-2493	-2500	-2500	-2500
<b>Käyttökate</b>	<b>2644</b>	<b>414</b>	<b>16</b>	<b>144</b>	<b>407</b>	<b>981</b>	<b>267</b>	<b>225</b>	<b>265</b>	<b>224</b>	<b>981</b>	<b>1139</b>	<b>1636</b>	<b>1773</b>
Poistot ja arvonalennukset	-635	-156	-269	-145	-733	-1303	-126	-134	-126	-851	-1236	-608	-623	-626
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>1890</b>	<b>234</b>	<b>37</b>	<b>21</b>	<b>50</b>	<b>342</b>	<b>149</b>	<b>154</b>	<b>175</b>	<b>97</b>	<b>575</b>	<b>681</b>	<b>1013</b>	<b>1147</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>2009</b>	<b>258</b>	<b>-253</b>	<b>-1</b>	<b>-326</b>	<b>-322</b>	<b>141</b>	<b>92</b>	<b>139</b>	<b>-627</b>	<b>-255</b>	<b>531</b>	<b>1013</b>	<b>1147</b>
Packaging Materials	655	41	-21	-34	-43	-57	52	53	73	25	203	194	352	431
Packaging Solutions	16	8	15	14	6	43	-1	-1	-6	-9	-17	21	44	52
Biomaterials	687	91	-13	5	35	118	57	64	43	17	181	156	205	224
Wood Products	308	-11	-5	-21	-27	-64	-9	7	-2	-4	-8	21	87	116
Forest	204	57	62	59	75	253	70	76	81	85	312	334	359	359
Other	63	27	-10	-15	-1	1	-11	-32	-15	-15	-73	-45	-35	-35
Sisäinen myynti / Eliminointi	-42	21	9	13	5	48	-9	-14	2	-2	-23	0	0	0
Oikaisuerät	119	23	-290	-22	-376	-664	-8	-61	-36	-724	-830	-150	0	0
Nettorahoituskulut	-151	-29	-52	-40	-52	-173	-47	-49	-41	-48	-185	-182	-169	-174
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>1858</b>	<b>228</b>	<b>-305</b>	<b>-41</b>	<b>-378</b>	<b>-495</b>	<b>94</b>	<b>43</b>	<b>98</b>	<b>-675</b>	<b>-440</b>	<b>349</b>	<b>843</b>	<b>973</b>
Verot	-322	-43	47	7	53	64	-17	-8	-15	46	6	-70	-169	-195
Vähemmistöosuudet	13	4	31	1	38	74	2	3	4	0	9	7	5	3
<b>Nettotulos</b>	<b>1549</b>	<b>189</b>	<b>-227</b>	<b>-33</b>	<b>-287</b>	<b>-357</b>	<b>79</b>	<b>38</b>	<b>88</b>	<b>-629</b>	<b>-425</b>	<b>286</b>	<b>680</b>	<b>781</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>1,84</b>	<b>0,22</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,02</b>	<b>0,22</b>	<b>0,11</b>	<b>0,12</b>	<b>0,14</b>	<b>0,05</b>	<b>0,42</b>	<b>0,51</b>	<b>0,86</b>	<b>0,99</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>1,96</b>	<b>0,24</b>	<b>-0,29</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,36</b>	<b>-0,45</b>	<b>0,10</b>	<b>0,05</b>	<b>0,11</b>	<b>-0,80</b>	<b>-0,54</b>	<b>0,36</b>	<b>0,86</b>	<b>0,99</b>
<b>Tunnusluvut</b>	<b>2022</b>	<b>Q1'23</b>	<b>Q2'23</b>	<b>Q3'23</b>	<b>Q4'23</b>	<b>2023</b>	<b>Q1'24</b>	<b>Q2'24</b>	<b>Q3'24</b>	<b>Q4'24e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>
Liikevaihdon kasvu-%	14,9 %	-2,8 %	-22,3 %	-28,2 %	-24,1 %	-19,6 %	-20,5 %	-3,1 %	6,3 %	-0,9 %	-5,5 %	9,9 %	12,0 %	5,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	27,0 %	-53,4 %	-92,6 %	-96,1 %	-85,9 %	-81,9 %	-36,4 %	311,5 %	754,2 %	93,8 %	68,1 %	18,5 %	48,7 %	13,3 %
Käyttökate-%	22,6 %	15,2 %	0,7 %	6,8 %	18,7 %	10,4 %	12,3 %	9,8 %	11,7 %	10,4 %	11,0 %	11,7 %	15,0 %	15,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	16,2 %	8,6 %	1,6 %	1,0 %	2,3 %	3,6 %	6,9 %	6,7 %	7,7 %	4,5 %	6,5 %	7,0 %	9,3 %	10,0 %
Nettotulos-%	13,3 %	7,0 %	-9,6 %	-1,5 %	-13,2 %	-3,8 %	3,7 %	1,6 %	3,9 %	-29,2 %	-4,8 %	2,9 %	6,2 %	6,8 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>15121</b>	<b>14699</b>	<b>14571</b>	<b>14875</b>	<b>14904</b>
Liikearvo	244	505	164	164	164
Aineettomat hyödykkeet	121	283	285	287	289
Käyttöomaisuus	5278	4867	5022	5324	5351
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	832	926	926	926	926
Muut sijoitukset	6854	6921	6921	6921	6921
Muut pitkäaikaiset varat	1718	1063	1063	1063	1063
Laskennalliset verosaamiset	74,0	134	190	190	190
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>5801</b>	<b>6055</b>	<b>4664</b>	<b>4838</b>	<b>5088</b>
Vaihto-omaisuus	1810	1466	1243	1367	1530
Muut lyhytaikaiset varat	601	934	934	934	934
Myyntisaamiset	1473	1191	1154	1269	1421
Likvidit varat	1917	2464	1332	1269	1202
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>20922</b>	<b>20754</b>	<b>19235</b>	<b>19714</b>	<b>19992</b>

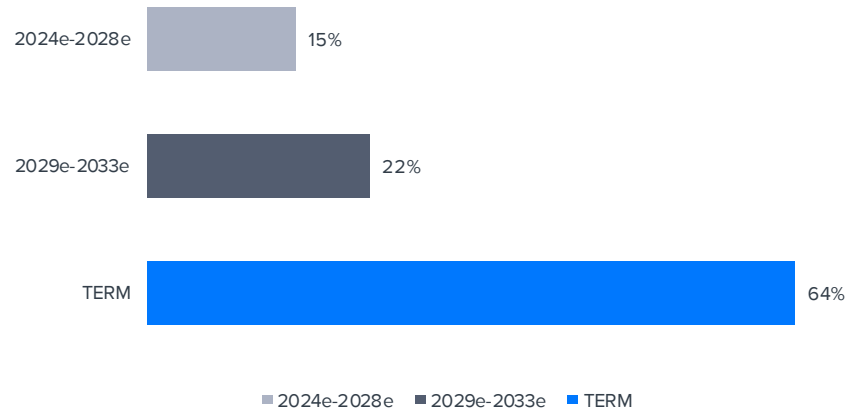
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Oma pääoma</b>	<b>12502</b>	<b>10889</b>	<b>10307</b>	<b>10435</b>	<b>10917</b>
Osakepääoma	1423	1423	1423	1423	1423
Kertyneet voittovarot	8532	7463	6880	7009	7491
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	2577	2100	2100	2100	2100
Vähemmistöosuus	-30,0	-97,0	-97,0	-97,0	-97,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>4486</b>	<b>6190</b>	<b>5777</b>	<b>5945</b>	<b>5586</b>
Laskennalliset verovelat	1443	1433	1420	1420	1420
Varaukset	81,0	83,0	83,0	83,0	83,0
Korolliset velat	2792	4446	4046	4214	3855
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	170	228	228	228	228
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>3934</b>	<b>3675</b>	<b>3151</b>	<b>3333</b>	<b>3489</b>
Korolliset velat	1180	1333	1012	1054	964
Lyhytaikaiset korottomat velat	2410	2112	1909	2050	2296
Muut lyhytaikaiset velat	344	230	230	230	230
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>20922</b>	<b>20754</b>	<b>19235</b>	<b>19714</b>	<b>19992</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-19,6 %	-5,5 %	9,9 %	12,0 %	5,2 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	-3,4 %	-2,9 %	5,4 %	9,3 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	9,7 %	9,7 %	9,7 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>-322</b>	<b>-255</b>	<b>531</b>	<b>1013</b>	<b>1147</b>	<b>1179</b>	<b>1208</b>	<b>1238</b>	<b>1269</b>	<b>1262</b>	<b>1287</b>	
+ Kokonaispoistot	1303	1236	608	623	626	618	622	625	628	630	633	
- Maksetut verot	-6	-63	-70	-169	-195	-204	-213	-221	-230	-231	-238	
- verot rahoituskuluista	-26	-13	-40	-38	-38	-34	-32	-30	-27	-25	-23	
+ verot rahoitustuotoista	0	2	4	4	3	3	3	3	3	3	4	
- Käyttöpääoman muutos	-119	57	-97	-70	-34	-17	-18	-18	-19	-19	-16	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>830</b>	<b>963</b>	<b>935</b>	<b>1363</b>	<b>1510</b>	<b>1544</b>	<b>1571</b>	<b>1598</b>	<b>1625</b>	<b>1621</b>	<b>1647</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	60	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoinvestoinnit	-727	-1052	-912	-652	-652	-652	-652	-652	-652	-652	-616	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>163</b>	<b>-89</b>	<b>23</b>	<b>711</b>	<b>858</b>	<b>892</b>	<b>919</b>	<b>946</b>	<b>973</b>	<b>969</b>	<b>1031</b>	
+/- Muut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	163	-88	23	711	858	892	919	946	973	969	1031	16592
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-89</b>	<b>22</b>	<b>606</b>	<b>675</b>	<b>647</b>	<b>616</b>	<b>585</b>	<b>555</b>	<b>511</b>	<b>502</b>	<b>8071</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		12700	12789	12767	12161	11486	10839	10223	9638	9083	8572	8071
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>12700</b>										
- Korolliset velat		-5779										
+ Rahavarat		2464										
-Vähemmistöosuus		71										
-Osinko/pääomapalautus		-158										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>9299</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>11,8</b>										

## Rahavirranjakauma jaksoittain



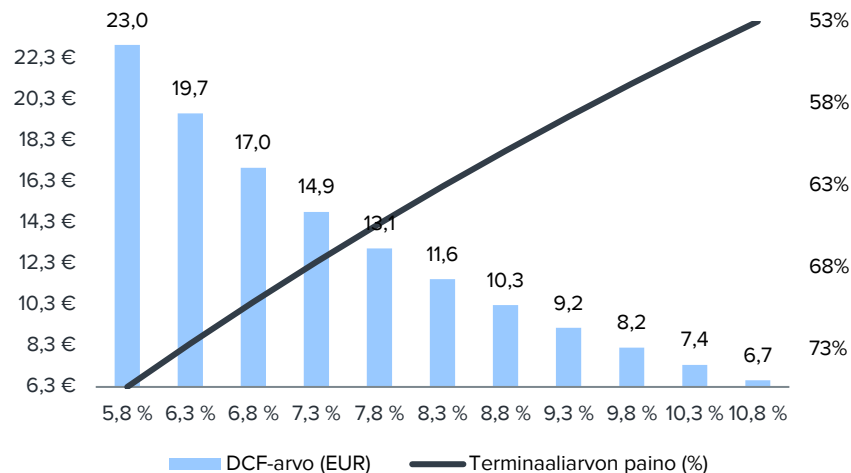
## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,5
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,6 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,3 %</b>

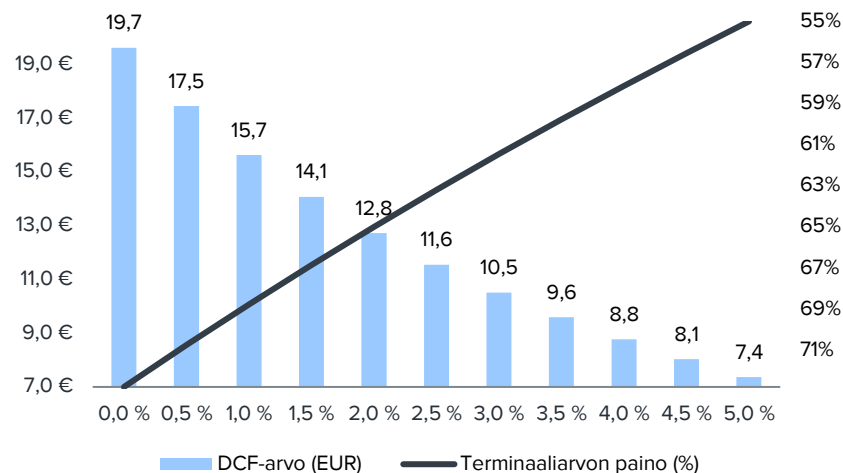
Lähde: Inderes

# DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

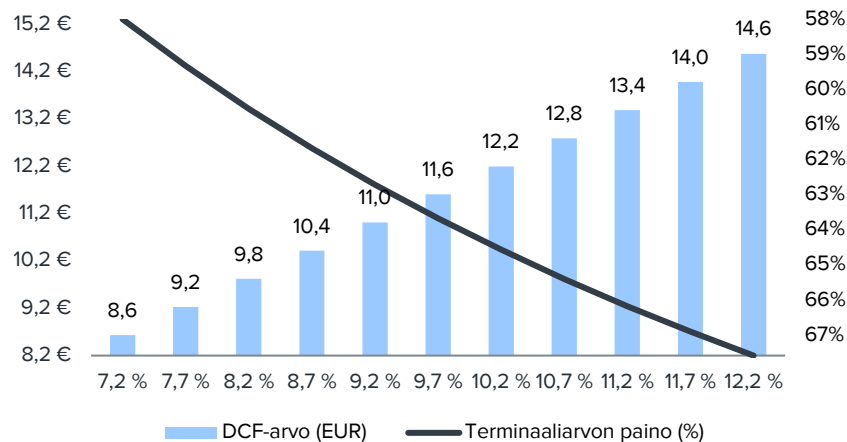
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



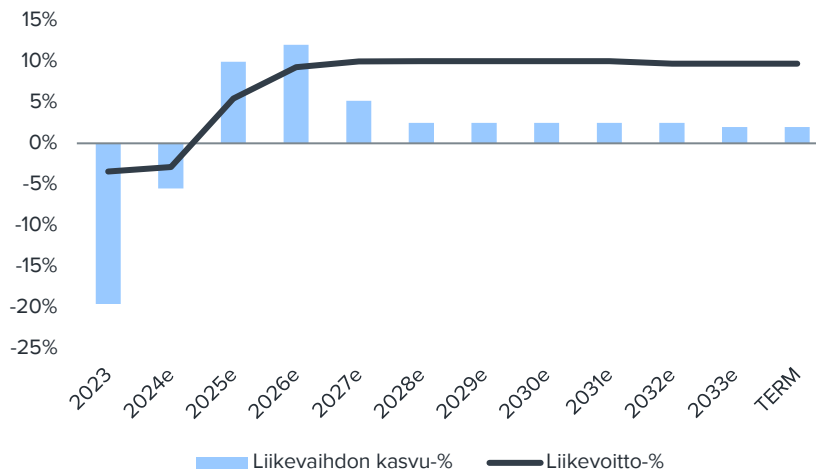
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	10164	11680	9396	<b>8880</b>	<b>9761</b>	EPS (raportoitu)	1,55	1,96	-0,45	<b>-0,54</b>	<b>0,36</b>
Käyttökate	2225	2644	981	<b>981</b>	<b>1139</b>	EPS (oikaistu)	1,51	1,84	0,22	<b>0,42</b>	<b>0,51</b>
Liikevoitto	1528	2009	-322	<b>-255</b>	<b>531</b>	Operat. kassavirta / osake	2,75	2,20	1,05	<b>1,22</b>	<b>1,19</b>
Voitto ennen veroja	1379	1858	-495	<b>-440</b>	<b>349</b>	Vapaa kassavirta / osake	0,31	0,61	0,21	<b>-0,11</b>	<b>0,03</b>
Nettovoitto	1226	1549	-357	<b>-425</b>	<b>286</b>	Omapääoma / osake	13,54	15,89	13,93	<b>13,19</b>	<b>13,35</b>
Kertaluontoiset erät	40	119	-664	<b>-830</b>	<b>-150</b>	Osinko / osake	0,55	0,60	0,20	<b>0,20</b>	<b>0,25</b>
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	19026	20922	20754	<b>19235</b>	<b>19714</b>	Liikevaihdon kasvu-%	19 %	15 %	-20 %	<b>-5 %</b>	<b>10 %</b>
Oma pääoma	10666	12502	10889	<b>10307</b>	<b>10435</b>	Käyttökateen kasvu-%	45 %	19 %	-63 %	<b>0 %</b>	<b>16 %</b>
Liikearvo	282	244	505	<b>164</b>	<b>164</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	129 %	27 %	-82 %	<b>68 %</b>	<b>18 %</b>
Nettovelat	2456	2055	3315	<b>3726</b>	<b>3999</b>	EPS oik. kasvu-%	214 %	22 %	-88 %	<b>88 %</b>	<b>24 %</b>
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	21,9 %	22,6 %	10,4 %	<b>11,0 %</b>	<b>11,7 %</b>
Käyttökate	2225	2644	981	<b>981</b>	<b>1139</b>	Oik. Liikevoitto-%	14,6 %	16,2 %	3,6 %	<b>6,5 %</b>	<b>7,0 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	40	-643	-119	<b>57</b>	<b>-97</b>	Liikevoitto-%	15,0 %	17,2 %	-3,4 %	<b>-2,9 %</b>	<b>5,4 %</b>
Operatiivinen kassavirta	2170	1735	830	<b>963</b>	<b>935</b>	ROE-%	12,6 %	13,3 %	-3,0 %	<b>-4,0 %</b>	<b>2,7 %</b>
Investoinnit	-1788	-1056	-727	<b>-1052</b>	<b>-912</b>	ROI-%	10,9 %	12,9 %	-1,9 %	<b>-1,4 %</b>	<b>3,5 %</b>
Vapaa kassavirta	246	478	163	<b>-88</b>	<b>23</b>	Omavaraisuusaste	56,1 %	59,8 %	52,5 %	<b>53,6 %</b>	<b>52,9 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	23,0 %	16,4 %	30,4 %	<b>36,1 %</b>	<b>38,3 %</b>
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	1,5	1,1	1,4	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>						
EV/EBITDA	6,8	4,7	13,4	<b>11,5</b>	<b>10,2</b>						
EV/EBIT (oik.)	10,2	6,6	38,3	<b>19,7</b>	<b>17,0</b>						
P/E (oik.)	10,7	7,1	56,7	<b>23,3</b>	<b>18,9</b>						
P/B	1,2	0,8	0,9	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>						
Osinkotuotto-%	3,4 %	4,6 %	1,6 %	<b>2,1 %</b>	<b>2,6 %</b>						

Lähde: Inderes

# Ilmastotavoite- ja taksonomia-analyysi

## Ydinliiketoiminnot ovat taksonomialuokittelun ulkopuolella

Stora Enson liiketoiminnoista taksonomiakelpoisia olivat vuonna 2023 metsänhoito, suojeleva metsätalous, pilaantuneiden paikkojen ja alueiden kunnostus, akkujen valmistus, rakennusten energiatehokkuuslaitteiden valmistus, lämmön tai jäähdytyksen ja sähkön yhteistuotanto bioenergialla ja uusiutuviin energialähteisiin liittyvien teknologioiden asennus, huolto ja korjaus. Näin ollen valtaosan Stora Enson liikevaihdosta tuovat kartonki-, sellu-, paperi-, pakkaus- ja sahatuotteet eivät ole taksonomialuokiteltuja.

Tästä syystä Stora Enson liikevaihdon, operatiivisten kustannusten ja investointien taksonomiaprosentti jää alhaiseksi. Taksonomiaprosenteilla ei myöskään ole edellytyksiä lähivuosina nousta, mikäli taksonomian tulevat määritelmät eivät sisällä selvästi nykyistä suurempaa osaa yhtiön ulkoista liikevaihtoa generoivista tuotteista. Emme usko, että alhainen taksonomiaprosentti aiheuttaa välittömiä nousupaineita esimerkiksi Stora Enson rahoituksen kustannuksiin tai sen saatavuuteen tai aiheuttaa muita haasteita liiketoimintaan.

## Liiketoimintoihin liittyy poliittista elementtiä

Taksonomia ei toistaiseksi juurikaan kata metsäteollisuuden päätuotteita ja metsäteollisuuden arvoketjua, mutta Stora Enson liiketoimintaan liittyy mielestämme tietty poliittinen elementti, sillä etenkin metsien rooli ilmastonmuutoksen hidastamisessa ja biodiversiteettikysymyksissä tiedostetaan yleisesti ja esimerkiksi esitetty pakkausdirektiivi saattaa muuttaa markkinatarpeita. Stora Enson liiketoiminta on myös energiaintensiivistä. Näin ollen etenkin metsien käyttöön liittyviä säännöksiä ja linjauksia voi tulla eri

sääntelykokonaisuuksista. Stora Enson liiketoiminnan osalta tämä on tärkeää, sillä puu on yhtiön ylivoimaisesti tärkein raaka-aine. Lisäksi Stora Enson on erittäin merkittävä metsän omistaja etenkin Ruotsissa. Toistaiseksi metsien käyttöön liittyvä sääntely ei mielestämme ole heikentänyt oleellisesti Stora Enson pitkän aikavälin liiketoimintaedellytyksiä.

## Ilmastotavoitteisiin yltäminen vaatii panostuksia

Stora Enso sitoutui 1,5 asteen ilmaston lämpiämiskenaarioon vuoden 2021 lopulla. Näin ollen yhtiön asettamat ilmastotavoitteet ovat kehittyneet mielestämme positiiviseen suuntaan, kun huomioidaan myös samassa yhteydessä asetettu tavoite alentaa scope3:n mukaisia päästöjä 50 %:lla vuoteen 2030 mennessä (vertailuvuosi 2019). Arviomme mukaan ilmastotavoitetta kohti eteneminen ei aiheuta yhtiöille lyhyellä aikavälillä merkittäviä välittömiä lisäkustannuksia, mutta jo keskipitkällä tähtäimellä ilmastotavoitteet tulevat todennäköisesti vaatimaan yhtiöltä investointeja ainakin lopputuotteiden valmistamisessa vaadittavan energian tuotantoon ja tehtaiden energiatehokkuuteen.

Taksonomiakelpoisuus	2022	2023
Liikevaihto	0,0 %	1,3 %
OPEX	2,1 %	0,9 %
CAPEX	0,4 %	3,9 %

Taksonomian mukaisuus	2022	2023
Liikevaihto	6,5 %	6,1 %
OPEX	10,3 %	13,7 %
CAPEX	6,0 %	6,6 %

## Ilmasto

Ilmastotavoite	Kyllä	Kyllä
Pariisin sopimuksen mukainen (1,5 °C:n lämpenemiskenaario)	Kyllä	Kyllä

Aloitamme kestävyysarviointien näkyvyyden lisäämisen ilmastotavoitteen ja taksonomiavaikutusten arvioinnista, koska näkemyksemme mukaan niiden merkitys yhtiön arvon muodostumiseen on tällä hetkellä keskimäärin selkein. Näkyvyyttä muihin tekijöihin pyritään lisäämään vaiheittain. Analytiikko huomioi kaikkien kestävyysseikkojen vaikutuksen yhtiön kasvu- ja kannattavuuspotentiaaliin sekä riskiin (ts. tuottovaatimukseen) osana sijoitusnäkömyksen muodostumista.

Huom. Taksonomiakelpoisuus-% on esitetty taulukossa ilman taksonomian mukaisia toimintoja

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

## Suositushistoria (>12 kk)

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. 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.

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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), 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 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

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 yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliketoimintaa.

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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
28/12/2018	Lisää	11,50 €	10,12 €
30/10/2019	Vähennä	11,50 €	11,80 €
30/01/2020	Vähennä	11,50 €	11,76 €
24/03/2020	Lisää	8,50 €	7,36 €
16/04/2020	Vähennä	9,50 €	9,90 €
22/04/2020	Vähennä	9,50 €	10,06 €
24/06/2020	Vähennä	10,50 €	11,19 €
22/07/2020	Vähennä	10,50 €	11,25 €
24/09/2020	Vähennä	13,00 €	13,64 €
20/10/2020	Vähennä	13,00 €	13,67 €
12/11/2020	Vähennä	13,00 €	13,73 €
01/02/2021	Vähennä	14,00 €	15,00 €
24/03/2021	Vähennä	15,00 €	16,15 €
26/04/2021	Vähennä	15,50 €	16,68 €
22/07/2021	Vähennä	15,50 €	16,04 €
21/10/2021	Vähennä	15,50 €	14,65 €
31/01/2022	Vähennä	17,00 €	17,50 €
29/04/2022	Vähennä	18,00 €	17,85 €
14/06/2022	Vähennä	17,00 €	16,18 €
25/07/2022	Vähennä	16,00 €	14,79 €
24/10/2022	Vähennä	14,50 €	13,62 €
01/02/2023	Vähennä	14,00 €	13,10 €
21/04/2023	Vähennä	12,00 €	11,48 €
26/04/2023	Vähennä	11,50 €	11,15 €
19/07/2023	Vähennä	11,50 €	11,45 €
24/07/2023	Vähennä	10,50 €	10,11 €
04/10/2023	Vähennä	10,50 €	11,31 €
25/10/2023	Vähennä	10,50 €	11,21 €
27/01/2024	Myy	10,50 €	12,06 €
02/02/2024	Vähennä	10,50 €	11,25 €
26/02/2024	Vähennä	11,50 €	12,70 €
25/07/2024	Vähennä	11,50 €	11,87 €
04/10/2024	Vähennä	12,00 €	11,82 €
25/10/2024	Lisää	11,50 €	10,35 €
02/01/2025	Lisää	11,00 €	9,72 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

### Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen  
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen  
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



**Analyysi kuuluu  
kaikille.**