

# Ahlstrom-Munksjö

Laaja raportti

9/2019

## Investointivaiheen hedelmien kypsymistä saadaan vielä odotella

Toistamme viime vuosien yritysjärjestelyissä syntyneen ja maailman johtavaksi kuitumateriaali- ja erikoispaperiyhtiöksi nousseen Ahlstrom-Munksjön 14,50 euron tavoitehintamme ja vähennä-suosituksemme. Ahlstrom-Munksjolla on mielestämme selkeää tuloskasvupotentiaalia keskipitkällä aikavälillä, mutta tulostrendin käänne on hinnoiteltu mielestämme osakkeeseen jo hyvin. Siten pidämme osakkeen tuotto-odotusta neutraalina riskeihin nähden.

### Ahlstrom-Munksjö on syntynyt viime vuosien yritysjärjestelyissä

Munksjön ja Ahlstromin fuusiossa Q2'17:n alussa syntynyt ja vuoden Q4'18:n alussa Expera- ja Caieiras kaupoilla nykymuotonsa saavuttanut Ahlstrom-Munksjö on maailman johtavia kuitumateriaali- ja erikoispaperiyhtiöitä. Yhtiön liikevaihdosta noin 45 % tulee Euroopasta, 40 % Amerikoista ja loput Aasiasta, joten maantieteellisesti portfolion on melko hyvin hajautunut. Liikevaihdosta noin puolet tulee vakaammista kuluttajapuolen sovelluksista, kun taas toinen puolisko kertyy syklistemmästä teollisuus- ja investointivetoisesta asiakaskannasta. Suurimmassa osassa eri tuotesegmenttejä yhtiö on joko markkinajohtaja tai -kakkonen, joten pääsääntöisesti yhtiön markkina-asema on vahva.

### Kasvustrategia nojaa tuote- ja laatujohtajuuteen ja epäorgaanisella kasvulla on iso rooli strategiassa

Ahlstrom-Munksjön kasvustrategiassa keskeisessä roolissa on arviomme mukaan kehittynyt tuotevalikoima, jonka avulla yhtiö pyrkii asemoitumaan vaativiin niche-tuotesegmentteihin ja saavuttamaan preemiohinnoittelun. Tässä onnistuminen olisi mielestämme tärkeää, sillä Ahlstrom-Munksjön varsin kompleksin portfolion (ml. 45 tehdasta ja tuhansia tuotteita) takia kustannuskilpailukyky on ainakin osin yhtiön heikkous. Kasvustrategialle vahvan pohjan antaa kuitumateriaalien ja erikoispaperien hieman BKT:n kasvua nopeammin eri trendien myötä kasvava kysyntä. Pitkällä aikavälillä arviomme kuitenkin yhtiön kasvusta pääosan tulevan yhä yrityskaupoista, joihin osallistumista tukevat yhtiön markkina-asema, toimialan hajanaisen rakenteet ja järjestelyjen hyvä synergia potentiaali. Lyhyellä aikavälillä uudet ostot ovat epätodennäköisiä, sillä yhtiön nettovelkaantumistaso on vain niukasti tavoitetason alapuolella 94 %:ssa.

### Pitkän ajan tuloskasvunäkymät ovat hyvät, mutta lyhyellä aikavälillä epävarmuutta riittää

Ahlstrom-Munksjolle viimeinen vuosi on ollut hyvin edenneistä säästö- ja tehostustoimista huolimatta taloudellisesti haastava, sillä kannattavuutta rokotti ensin raaka-aineiden hintojen nousu ja sen jälkeen talouskasvun hidastumisesta seurannut volyymin lasku. Arviomme yhtiön oikaistun käyttökäteen kääntyvän jälleen kasvuun kuluvan vuoden lopulla, kun raaka-aineiden hintojen lasku alkaa näkyä tuloksessa, volyymin pudotus rauhoittuu, synergiat ja säästöt etenevät ja orgaanisista investoinneista alkaa tulla hyötyjä. Vuosina 2020-2021 odotamme kannattavuuden parantuvan asteittain ja lähestyvän yhtiön tavoitetason alarajana olevaa 14 %:n tasoa etenkin volyymikasvun ja tuotemixin parantumisen myötä. Yhtiön pääriskejä ovat mielestämme globaali talous, raaka-aineiden hinnat ja osin kireä kilpailu.

### Emme näe osakkeessa suurempaa lyhyen ajan hinnoitteluvirhettä

Ahlstrom-Munksjön tulosennusteidemme mukaan vuosien 2019 ja 2020 P/E-kertoimet ovat 20x ja 14x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 8x ja 7x. Lähivuosien osinkotuottojen ennustamme olevan 4 %:ssa. Mielestämme arvostus on lyhyellä tähtäimellä koholla, mutta tuloskasvun realisoituessa osakkeen vuosittainen tuotto-odotus nousee riskeihin nähden melko neutraalille tasolle 5-8 %:iin. Suhteellisesti yhtiön arvostus on mielestämme järkevässä suhteessa verrokkeihin nähden. Näin ollen pidämme osaketta toistaiseksi oikein hinnoiteltuna toistaiseksi.

## Analytiikot



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

## Suositus ja tavoitehinta

**Vähennä**

(aik. Vähennä)



**14,50 EUR**

(aik. 14,50 EUR)

Osakekurssi: 14,46 EUR

Potentiaali: 0,3 %

## Ohjeistus

(Ennallaan)

Kysyntä on hidastunut jonkin verran tietyissä tuotesegmenteissä, ja asiakkaat ovat pienentäneet varastoja. Yleinen markkinaympäristö pysyy epävarmana, ja kysyntä vaihtelee edelleen. Tavoiteltujen synergioiden ja kustannussäästötoimien odotetaan vahvistavan tulosta vuonna 2019 (2018: pro-forma oik. EBITDA 330 MEUR).

## Avainluvut

|                    | 2018  | 2019e | 2020e | 2021e |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Liikevaihto</b> | 2997  | 2966  | 2967  | 3036  |
| <b>kasvu-%</b>     | 29 %  | -1 %  | 0 %   | 2 %   |
| <b>EBIT oik.</b>   | 169,0 | 168,5 | 205,3 | 239,5 |
| <b>EBIT-% oik.</b> | 5,6 % | 5,7 % | 6,9 % | 7,9 % |
| <b>Nettotulos</b>  | 61,9  | 67,8  | 122,3 | 150,9 |
| <b>EPS (oik.)</b>  | 0,80  | 0,75  | 1,06  | 1,31  |

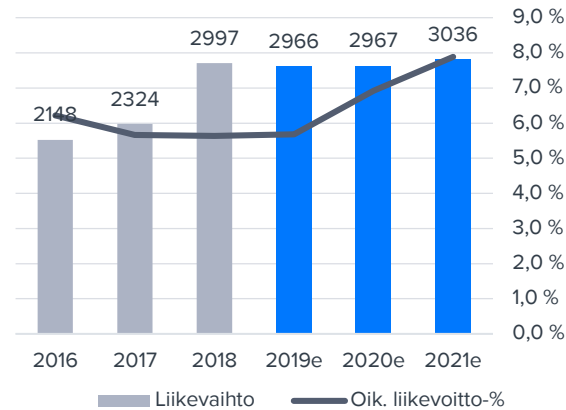
|                       |       |       |       |       |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>P/E (oik.)</b>     | 15,2  | 19,4  | 13,6  | 11,0  |
| <b>P/B</b>            | 1,2   | 1,4   | 1,4   | 1,3   |
| <b>Osinkotuotto-%</b> | 4,3 % | 3,6 % | 3,8 % | 4,1 % |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b> | 14,3  | 15,9  | 12,5  | 10,1  |
| <b>EV/EBITDA</b>      | 8,3   | 8,6   | 6,8   | 6,0   |
| <b>EV/Liikevaihto</b> | 0,8   | 0,9   | 0,9   | 0,8   |

## Osakekurssi



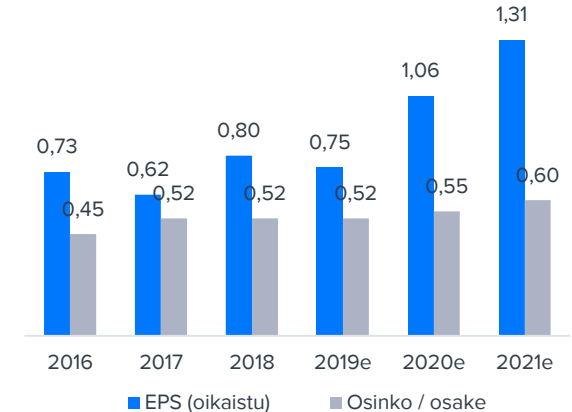
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Yritysjärjestelyiden ja investointien hyötyjen realisoiminen
- Yhtiön orgaaninen kasvunäkymä on hyvä
- Toimialan rakenne tukee yritysjärjestelyjä myös jatkossa
- Yhtiö on markkinajohtaja tai -kakkonen valtaosassa segmenttejä

### Riskitekijät

- Merkittävä osa segmenteistä palvelee syklisiä toimialoja ja sykli näyttää olevan nyt heikentymään päin
- Raaka-aineiden hintariski (+/-)
- Kilpailun kiristyminen
- Yritysjärjestelyiden epäonnistuminen

### Arvostus

- Osake on hinnoiteltu maltillisesti keskipitkän aikavälin parannuspotentiaaliin nähden, mutta lyhyellä tähtäimellä kertoimet ovat koholla
- Suhteellisesti osake on verrokkiryhmää edullisempi, mutta parasta verrokkia Neenah Paperia alempi
- Tuloskasvusta, osingosta ja kertoimien laskuvarasta muodostuva lähivuosien vuosituotto-odotus jää mielestämme riskeihin nähden neutraaliksi 5-8 %:iin

# Sisällysluettelo

|   |              |
|---|--------------|
| Liiketoimintamalli- ja rakenne          | <b>6-10</b>  |
| Sijoitusprofiili                        | <b>11-13</b> |
| Strategia ja taloudelliset tavoitteet   | <b>14-17</b> |
| Decor                                   | <b>18-20</b> |
| Filtration&Performance                  | <b>20-22</b> |
| Industrial Solutions                    | <b>23-25</b> |
| North America Specialty Solutions       | <b>26-27</b> |
| Specialities                            | <b>28-30</b> |
| Taloudellinen tilanne                   | <b>31-32</b> |
| Ennusteet                               | <b>33-38</b> |
| Arvonmääritys ja suositus               | <b>39-45</b> |
| Taulukot                                | <b>46-47</b> |
| Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria | <b>48</b>    |

# Ahlstrom-Munksjö lyhyesti

Ahlstrom-Munksjö on johtavassa asemassa oleva ja globaalisti toimiva kuitumateriaaliyhtiö. Yhtiö luo lisäarvoa yhdistämällä kuituja teknologiaan sekä innovatiivisen ja yrittäjähenkisen yrityskulttuuriin. Kestävä kehitys, innovointi ja laatu ovat yhtiön ratkaisujen ytimessä.

## 2017 Ahlstromin ja Munksjön fuusio

Nykymuotoisen Ahlstrom-Munksjön syntyminen

**2997 MEUR** (1,2 % vs. 2017)

Pro-forma liikevaihto 2018

**330 MEUR** (11,0 % lv:sta)

Pro-forma oikaistu käyttökate 2018

**#1-2**

Markkina-asema valtaosassa liiketoimintasegmenttejä

**48 % / 52 %**

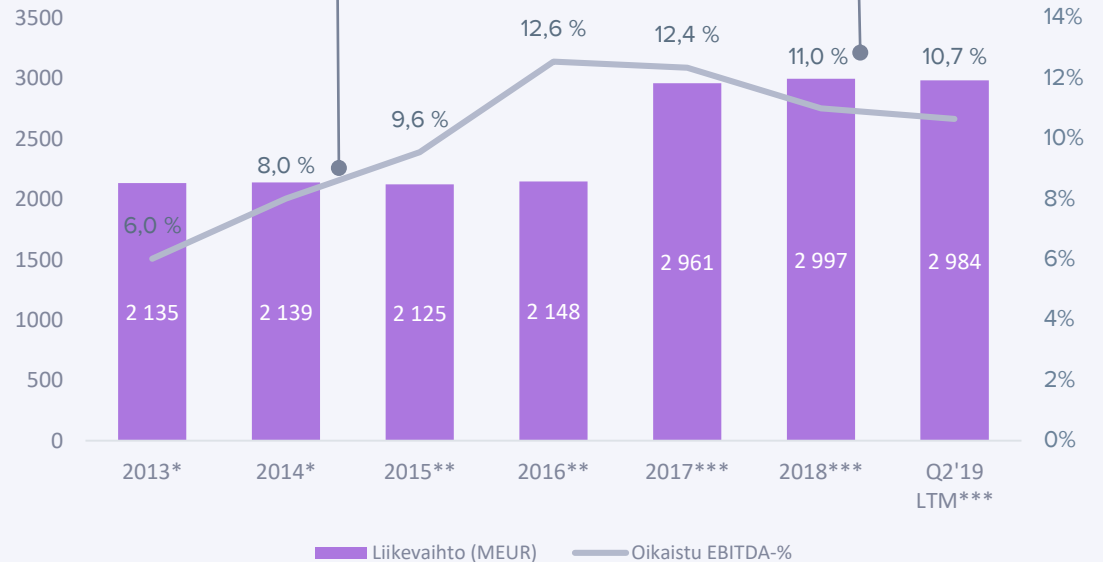
Euroopan ja muun maailman osuus pro-forma liikevaihdosta 2018

**45 % / 55 %**

Vakaiden ja syklisten asiakassektoreiden osuus pro-forma liikevaihdosta 2018 (Inderes arvio)

- 2013-Q1'17 Ahlstrom ja Munksjö operoivat itsenäisinä yrityksinä, joiden tuloskunto oli 2013 alussa heikko sisäisten ja ulkoisten syiden takia
- Molempien yhtiöiden fokus oli kannattavuudessa ja velkojen lyhentämisessä
- Yhtiöt paransivat tuloksiaan säästöjen ja tehostamisen kautta ja lyhensivät velkojaan. Myös markkinatilanne elpyi asteittain Euroopan talouden mukana
- Ahlstromin ja Munksjön strategisesti looginen fuusiosuunnitelma julkaistiin Q4'16:lla ja absorptiosulautumisella toteutettu järjestely meni läpi Q2'17:n alussa

- Yhtiö saavutti odotuksia suuremmat 54 MEUR:n synergiat Ahlstromin ja Munksjön hyvin edenneestä fuusiosta
- Q4'18:lla yhtiö sai maaliin Caieiras-kaupat ja Expera-yritysostot, joista etenkin jälkimäinen oli merkittävä (EV 526 MEUR)
- Yhtiö keräsi merkintäoikeusannilla 150 MEUR omaa pääomaa kauppojen osarahoitukseen
- Mittava orgaaninen kasvuinvestointiohjelma käyntiin 2017-2018
- Raaka-aineiden raju inflaatio rokotti kannattavuutta 2017-2018



# Liiketoimintarakenne ja -malli 1/4

## Nykymuotoinen Ahlstrom-Munksjö on syntynyt viime vuosien yritysjärjestelyissä

Ahlstrom-Munksjön perusta syntyi Q2'17:n alussa voimaan astuneessa kuitumateriaaliyhtiö Ahlstromin ja erikoispaperiyhtiö Munksjön fuusiossa. Nykyisen rakenteensa yhtiö kuitenkin saavutti Q4'18:llä, kun Ahlstrom-Munksjö sai maaliin aiemmin vuoden aikana julkistetut Expera- ja Caieiras yritysostot (EV 526 MEUR ja 98 MEUR). Laajaa tuoteportfoliota useisiin eri loppukäyttöihin tarjoavan yhtiön yrityskaupat huomioiva pro-forma -liikevaihto 2018 oli 3,0 mrd. euroa, mistä vajaat puolet tuli Euroopasta, 40 % Amerikoista ja loput valtaosin Aasiasta. Oikaistua käyttökattetta Ahlstrom-Munksjö teki viime vuonna 330 MEUR (pro-forma).

Tehtaita Ahlstrom-Munksjöllä on neljällä mantereella ja 14 maassa yhteensä 45 ja henkilöstöä yhteensä noin 8000. Näin ollen Ahlstrom-Munksjö operoi valitsemissaan asiakassegmenteissä globaalisti tai lokaalisti kunkin liiketoiminnan logiikka huomioiden. Yhtiö on listattu Helsingin ja Tukholman pörssiissä.

## Liiketoimintarakenteessa viisi osa-alueetta

Ahlstrom-Munksjö jakautuu viiteen liiketoiminta-alueeseen, joiden taloudellista kehitystä yhtiö raportoi ulkoisesti myös sijoittajille:

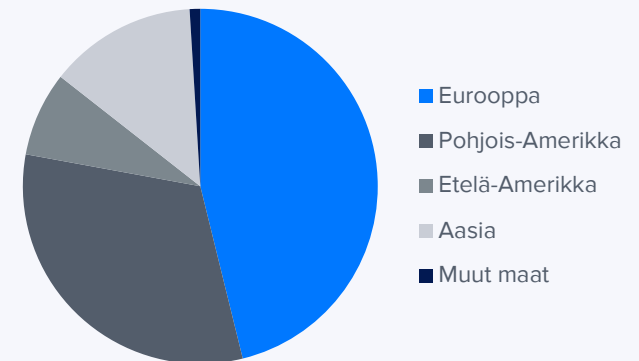
1. **Decor** on keskittynyt etenkin rakennus-, sisustus-, ja huonekaluteollisuuden muun

muassa laminaateissa ja pinnoitteissa hyödyntämän koristepaperin tuotantoon ja myyntiin. Lisäksi Decor-liiketoiminta valmistaa lääke- ja kosmetiikkateollisuudelle ohutta erikoispainopaperia pakkausten tuoteselostuksiin. Decorin päämarkkinoita ovat Eurooppa, mutta sillä on ollut (tosin vähenevissä määrin) vientitoimituksia myös Aasian, Lähi-Idän ja Etelä-Amerikan suuntiin. Vuonna 2018 Decorin osuus yhtiön liikevaihdosta oli 15 % ja oikaistusta käyttökattesta 11 %.

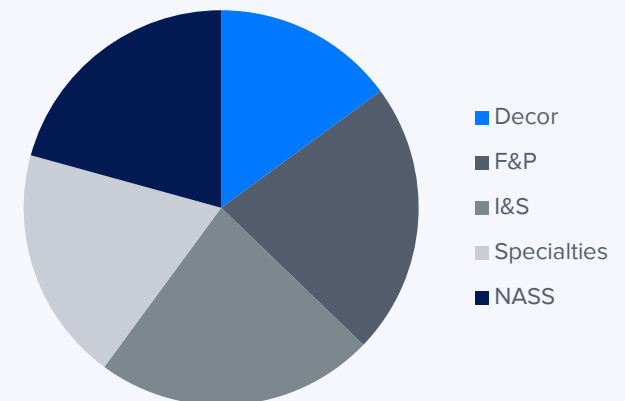
2. **Filtration&Performance (F&P)** myy suodatinmateriaaleja autoteollisuuteen, ilman suodatukseen, kaasuenergiantuotantoon ja teollisuuden sovelluksiin, kuitukankaita teollisuudelle sekä lasikuitupohjaisia materiaaleja tuulivoimasektorille. Maantieteellisesti F&P:n myynti kertyy Euroopasta, Pohjois-Amerikasta ja Aasiasta. Divisioonan osuus yhtiön liikevaihdosta vuonna 2018 oli 22 % ja oikaistusta käyttökattesta 33 %.

3. **Industrial Solutions (I&S)** valmistaa ja myy teollisuuden käyttöön tarkoitettuja erikoispapereita sekä etiketeissä ja kuluttajatuotteissa hyödynnettäviä irrokepapereita. Liiketoiminta-alueeseen kuuluu myös Aspan sellutehdas, joka myy erikoisvalmistettua pitkäkuitusellua markkinoille.

### Liikevaihdon alueellinen jakauma 2018 (pro-forma)



### Liikevaihdon jakauma divisioonittain 2018 (pro-forma)



# Liiketoimintarakenne ja -malli 2/4

Industrial Solutionsin päämarkkinoita ovat Eurooppa ja Etelä-Amerikka. Divisioonan osuus konsernin vuoden 2018 liikevaihdosta oli noin 23 % ja oikaistusta käyttökatteesta 29 %.

## 4. North America Specialty Solutions (NASS)

sisältää Ahlstrom-Munksjön Q4'18:llä ostaman erikoispaperiyhtiö Experan. North America Specialty Solutionsin liikevaihdosta valtaosa (noin 85 %) kertyy Pohjois-Amerikasta, jossa yksikkö operoi useissa erikoispaperisegmenteissä (mm. ruoan pakkaaminen, teollisuuden sovellukset, etiketit, teipit jne.) Viime vuonna North America Specialty Solutions toi yhtiön liikevaihdosta 21 % ja oikaistusta käyttökatteesta 16 %.

5. **Specialties** valmistaa useita erilaisia erikoispaperi- ja kuitumateriaalituotteita rakennus-, kuluttaja- ja terveyssektoreille useisiin niche-segmentteihin. Liiketoimintalueen päämarkkinoita ovat Eurooppa, Pohjois-Amerikka ja Aasia. Specialitiesin osuus konsernin liikevaihdosta vuonna 2018 oli 19 % ja oikaistusta käyttökatteesta 11 %.

## Liiketoimintamalli tyypillinen teollisuusyhtiölle

Ahlstrom-Munksjön liiketoimintamalli on tyypillinen valmistavaan teollisuuteen, sillä yhtiö on keskittynyt myymään ja markkinoimaan itse kehittämiään ja valmistamiaan tuotteita. Yhtiö

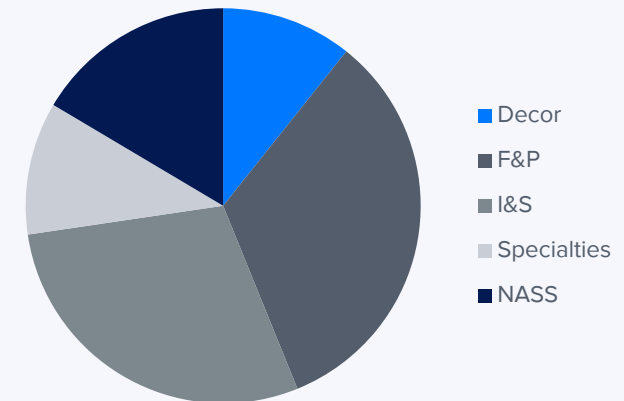
palvelee asiakkaitaan kaikilla mantereilla, mutta kaikki liiketoiminnat eivät operoi globaalisti vaan osa segmenteistä on luonteeltaan lokaalimpia. Yhtiön tuotteiden melko korkeiden yksikköhintojen ansiosta myynti valtamerien yli on monissa sektoreissa mahdollista eikä tehtaiden sijainti asiakkaan lähellä ole täysin kriittistä. Konsernin globaaleista rakenteistaan huolimatta yhtiön liiketoimintamalli on hajautettu itsenäisten liiketoimintayksiköiden tasolle (14 kpl), joilla on myös vastuu taloudellisesta tuloksestaan. Tämä on mielestämme järkevää Ahlstrom-Munksjön useat hyvin erityyppiset liiketoiminnat ja niiden tarpeet huomioiden.

Monista perusteollisuusyhtiöistä poiketen Ahlstrom-Munksjöllä on lisäksi globaali palveluverkosto, mikä on tarpeen huomioiden yhtiön tuotteiden varsin tiukat laatu- ja tuotevaatimukset. Liikevaihtonsa yhtiö saa kuitenkin myydyistä tuotetonneista. Siten palvelut ovat tavaramyyntiä täydentävä ja tukeva komponentti yhtiön liiketoimintamallissa.

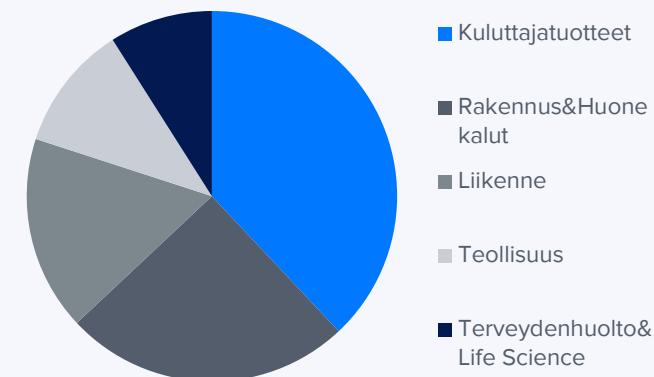
## Asiakas- ja tuoteportfoliot ovat hajaantuneet

Ahlstrom-Munksjö operoi lukuisilla pienillä niche-markkinoilla, joten yhtiön liiketoiminnalle tyypillistä on myös erilaisten tuotteiden ja asiakkaiden suuri lukumäärä. Yhteensä yhtiöllä on asiakkaita yli 7000 yli sadassa eri maassa ja pääosa tuotteista on räätälöity sopivaksi kullekin asiakkaalle. Siten asiakasriskit ovat hajautuneet eikä yhtiöllä ole konsernin mittakaavassa merkittävän osuuden

Oikaistun käyttökateen jakauma yksiköittäin 2018 (pro-forma)



Arvio myynistä asiakassektoreittain



# Liiketoimintarakenne ja -malli 3/4

liikevaihdosta tuovia asiakkaita. Divisioonilla on kuitenkin niille merkittäviä yksittäisiä asiakkaita.

Asiakkaan menettämisen riski on mielestämme Ahlstrom-Munksjön osin varsin teknisessä niche-liiketoiminnassa monia perusteollisuussektoreita pienempi, sillä asiakkaalle toimittajan vaihtamisen epäsuorat kustannukset voivat olla korkeat (ml. vaativia sertifiointeja). Tämä rajoittaa mielestämme hinnan merkitystä asiakkaiden päätöksenteossa jossain määrin, eikä hintasensitiivisyys sektorilla ole keskimäärin aivan yhtä korkea kuin perusteollisuudessa yleensä. Eri liiketoimintojen välillä on kuitenkin tässä suhteessa huomattavia eroja.

Pääosin korkea tekninen vaatimustaso on Ahlstrom-Munksjölle tärkeää, sillä yhtiön arvolutaus nojaa etenkin laatuun, innovointiin ja palveluun, joiden avulla yhtiö tähtää arviomme mukaan lievään hintapremioon. Mielestämme yhtiö tarvitsee sektorin normalisoitua korkeamman ja yhtiön oman ambitiotason mukaisen kannattavuuden saavuttamiseen hintapremion tuotteilleen, sillä Ahlstrom-Munksjöllä ei mielestämme ole kestäviä kustannusetuja, vaan kustannuskilpailukyky on ainakin tietyiltä osin luettavissa yhtiön heikkouksiin. Tämä johtuu mielestämme osin yhtiön varsin kompleksista portfoliosta ja laajasta tehdasverkosta.

Ahlstrom-Munksjön asiakassuhteet ovat pääosin pitkiä, mutta sitovat sopimukset ovat keskimäärin noin 8-9 kuukauden pituisia vaihdellen spot-kaupasta noin vuoden sopimuksiin. Hintoja tarkastellaan tyypillisesti seuraavasta kaudesta sovittaessa. Pääosa sopimuksista ei sisällä raaka-aineklausuuleja tai muita mekaanisia hinnanmuodostusmekanismeja. Siten yhtiön marginaaleihin kohdistuu suora hinnoittelu- ja raaka-aineriski, joka on luonnollisesti kaksisuuntainen.

## Portfolio on melko kompleksi

Asiakasriskien hajautumisen vastapainoksi suuri asiakkaiden ja tuotteiden lukumäärä sekä räätälöinti tekevät Ahlstrom-Munksjön tuotantoportfoliosta kompleksin, sillä yksittäiset tuotantokaksot jäävät lyhyiksi ja lajinvaihtoja on paljon lähes kaikilla linjoilla. Tämä soveltuu lähtökohtaisesti huonosti paperiteollisuuden ja sitä muistuttavan kuitumateriaalituotannon kaltaiseen prosessiteollisuuteen, jossa tehokkuus maksimoituu pitkissä yhtäjaksoisissa tuotantosarjoissa. Tämä siitäkkin huolimatta, että Ahlstrom-Munksjön konekanta on huomattavasti bulkkituotannossa käytettäviä koneita pienempää ja joustavampaa. Siten liiketoiminnassa on mielestämme olennaista tasapainotella riittävän laajan tuotevalikoiman ja toisaalta riittävän yksinkertaisen tuotantorakenteen välillä, mikä edellyttää joustavan tuotantokoneiston lisäksi tehokasta tilaus- ja toimitusketjun hallintaa.

## Pääprosessit

### Ostot ja logistiikka



### Tuotanto



### Tuotekehitys ja muut tukifunktiot



### Myynti, markkinointi ja asiakaspalvelu



## Potentiaaliset asiakkaat\*

Noin 7000 yhtiötä eri toimialoilta



UPM RAFLATAC



**BOSCH**  
Invented for life



**3M**



\*Yhtiöt ovat Inderesin arvioita Ahlstrom-Munksjön asiakkaista, Ahlstrom-Munksjö ei ole julkaissut asiakkaitaan



# Liiketoimintarakenne ja -malli 4/4

## Toimialalla skaalaedut ovat huomattavia

Ahlstrom-Munksjön liiketoiminta on suhteellisen pääomaintensiivistä prosessiteollisuutta, jossa suuruuden ekonomiasta on selkeitä hyötyjä. Etenkin olemassa olevan kapasiteetin täyttämisen ja olemassa olevien tuotantolinjojen kapasiteetin kasvattaminen skaalautuvat varsin hyvin, kun taas uusien linjojen ja tehtaiden lisääminen systeemiin kasvattaa kiinteitä kuluja. Jälkimmäisessäkin tapauksessa tietyt hallintokulut skaalautuvat ja koko toiminnan kokoluokan kasvaminen tarjoaa mittakaavaetuja esimerkiksi materiaaliostoihin.

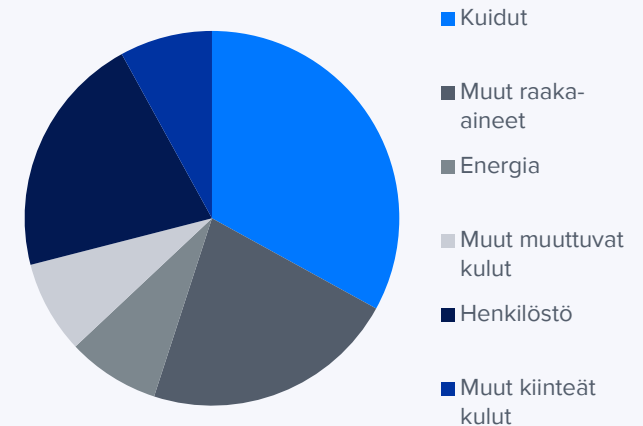
Kokonaisuutena arvioimme, että noin 70 % Ahlstrom-Munksjön kustannuksista on luonteeltaan muuttuvia ja heikosti skaalautuvia kustannuseriä (ml. esim. kuidut, muut raaka-aineet, energia, muut muuttuvat kulut). Loput ovat ainakin lyhyellä tähtämellä kiinteitä kuluja (ml. esim. henkilöstö, hallinto, tukifunktiot). Siten Ahlstrom-Munksjön liiketoiminnassa on kohtuullinen tulosvipu. Vipu toimii kaksisuuntaisesti, sillä volyymin laskiessa kiinteitä kuluja on vaikea karsia nopeasti. Riittävän korkean kapasiteetin käyttöasteen saavuttaminen on myös tehokkuuden kannalta tärkeää. Lisäksi investoinnit, jatkuva tehokkuuden haku ja muuttuviin markkinoihin sopeutuminen aiheuttavat Ahlstrom-Munksjölle muiden alan toimijoiden tavoin melko toistuvasti kertaluonteisia uudelleenjärjestelykuluja.

## Prosessiteollisuus sitoo pääomia

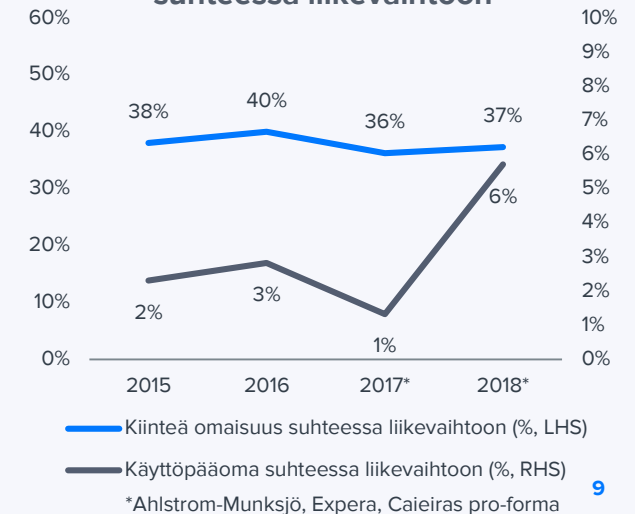
Prosessiteollisuudessa toiminnan laajentaminen ja kilpailukykyyn ylläpitäminen vaativat pitkällä aikavälillä investointeja tuotantolaitoksiin, mikä taas sitoo merkittävästi pääomaa. Viime vuosina Ahlstrom-Munksjön kiinteän omaisuuden ja liikevaihdon suhde on ollut vajaat 40 %, mikä kuvaa mielestämme hyvin liiketoiminnan pääomaintensiivisyyttä. Lisäksi liiketoiminnan pyörittäminen sitoo käyttöpääomaa varastoihin, kun taas ostovelkojen ja saamisten suhteen yhtiön markkinavoiman (paljon pieniä asiakkaita vs. globaalisti merkittävä materiaalien ostaja) pitäisi riittää pitämään suotuisana (ts. ostovelat myyntisaamisia suuremmat). Viime vuoden lopussa yhtiön käyttöpääoman suhde yhtiön liikevaihtoon oli 6 %, joten yhtiön käyttöpääomatarpeet eivät kuitenkaan ole huomattavan suuria.

Ahlstrom-Munksjöllä on ollut vuosina 2017-2019 käynnissä investointiohjelma ja ohjelman loppuun saattamisen myötä ainakin kuluvan vuoden investoinnit pysyvät viime vuoden tasolla noin 170 MEUR:ssa. Tämä on kuitenkin arviomme mukaan normalisoitua tasoa ylempänä (vrt. jatkuvat poistot kiinteästä omaisuudesta noin 120 MEUR), ja nyt käynnissä olevan investointiohjelman loppuun saattamisen jälkeen yhtiöllä pitäisi arviomme mukaan olla mahdollisuuksia kasvattaa sekä tuotannon määrää että arvoa kohtuullisin lisäpanostuksin.

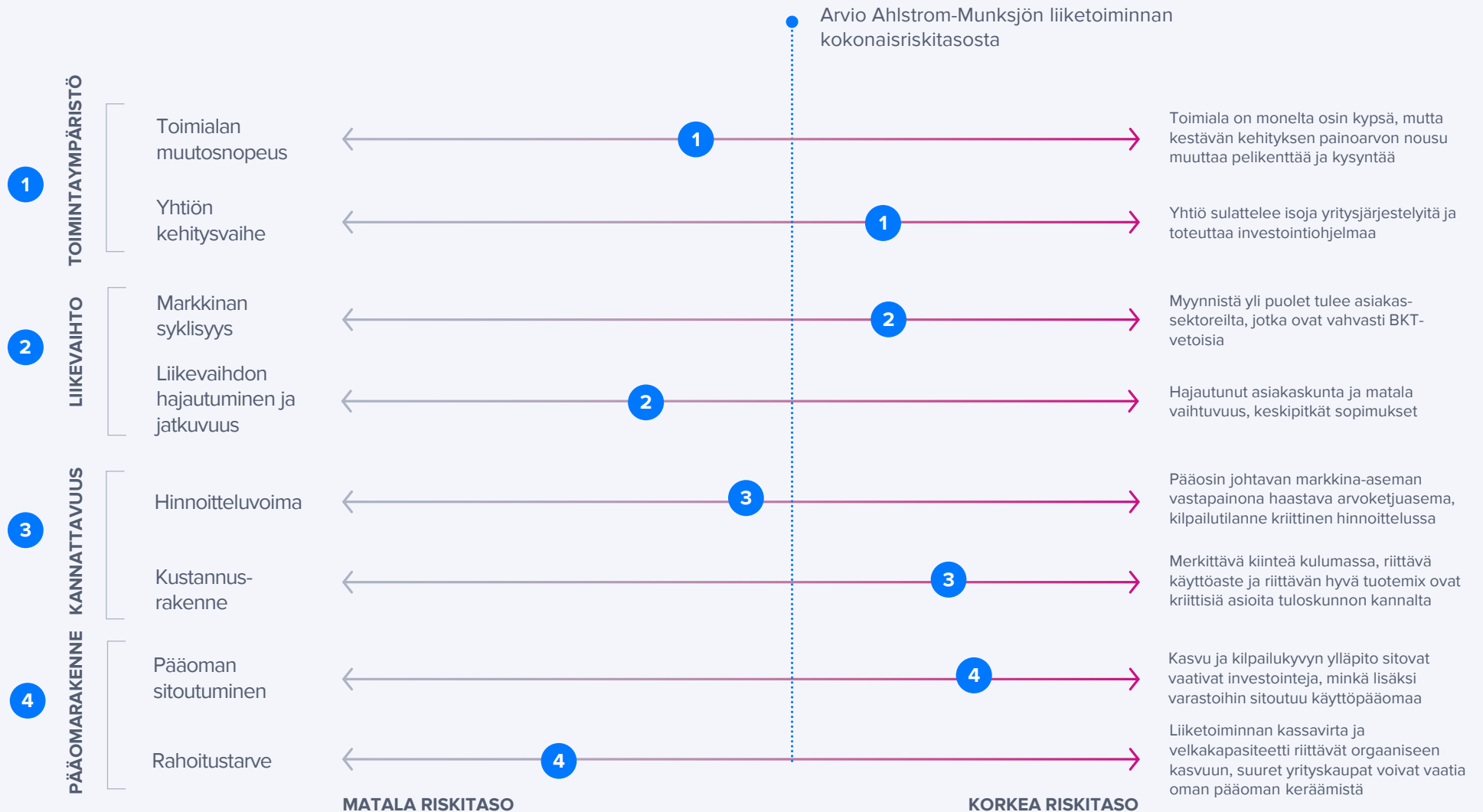
## Yhtiön arvioitu kulurakenne



## Pääomien sitoutuminen suhteessa liikevaihtoon



# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Sijoitusprofiili 1/2

## Kasvuhakuinen arvoyhtiö

Mielestämme Ahlstrom-Munksjö profiloituu sijoittajille pitkällä aikavälillä kasvavaksi arvoyhtiöksi. Orgaanisesti yhtiön markkinat kasvavat BKT:n tahtia tai hieman nopeammin, kun uusiutuvat kuitumateriaalit korvaavat uusiutumattomia materiaaleja eri sovelluksissa. Lisäksi pidämme pitkällä aikavälillä erittäin todennäköisenä, että yhtiö pyrkii myös jatkossa osallistumaan yritysjärjestelyihin ostopuolella, mikä tehostaisi orgaanista kasvunäkymää ja mahdollistaisi loikan uuteen kokoluokkaan pidemmällä aikavälillä ja siten selkeämmän profiloitumisen kasvuyhtiöksi.

Arvoyhtiöille ja perheyhtiötaustaiselle yhtiölle tyypillisesti osingot ovat keskeisessä roolissa Ahlstrom-Munksjön pääoman allokoinnissa, mitä myös yhtiön osinkopolitiikka heijastelee. Puhtaaksi osinkoyhtiöksi Ahlstrom-Munksjö ei silti profiloitu kasvumahdollisuuksien ja niiden hyödyntämisen pitkällä aikavälillä vaatimien pääomien takia. Yhtiötä ei mielestämme tule hinnoitella markkinoilla osinkoyhtiönä.

## Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Ahlstrom-Munksjön keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Kannattavuuden parantaminen:** Ahlstrom-Munksjön kannattavuus ei ole vielä yhtiön yli 14 %:n EBITDA-%:n (yli syklin) tavoitteen tasolla. Emme pidä tavoitetta kuitenkaan

kohtuuttomana ja kannattavuudessa on mielestämme yhä parantamisen varaa, kunhan yritysjärjestelyiden synergiat sekä kasvuinvestointien ja tehostustoimien hyödyt saavutetaan. Kannattavuuden parantuminen tukisi arviomme mukaan myös yhtiölle hyväksyttäviä arvostuskertoimia, joten kannattavuuden noston osakekurssiin luoma vipu on kaksinkertainen.

- **Orgaaninen kasvu:** Erikoispaperi- ja kuitumateriaalimarkkinoiden volyymikasvunäkymä on pitkällä aikavälillä BKT:n kasvuennusteiden tasolla tai sitä hieman korkeampi, mikä tarjoaa yhtiön arvonluonnille vahvan pohjan yhdessä yhtiön pääosin vahvan markkina-aseman takia. Orgaanisessa kasvussa onnistuminen tuleekin arviomme mukaan olemaan keskeisessä roolissa yhtiön pitkän aikavälin arvon kehityksessä.
- **Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla:** Globaalit erikoispaperi- ja kuitumateriaalimarkkinat ovat yhä fragmentoituneet ja pidämme konsolidaatiota pitkällä aikavälillä vääjäämättömänä. Arviomme mukaan yritysjärjestelyt kuuluvat myös jatkossa Ahlstrom-Munksjön työkalupakkiin, sillä orgaanisella kasvulla yhtiön pitkän aikavälin kasvuambitioita ei todennäköisesti täytetä ja myös historiallisesti yhtiön kasvusta pääosa on ollut epäorgaanista. Yhtiöllä on 2010-luvun järjestelyistä hyvät näytöt ja track-

record kasvattaakin luottamusta, että yritysjärjestelyoptio on sijoittajien kannalta arvoltaan positiivinen. Lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä yhtiön fokuksessa on arviomme mukaan kuitenkin vuoden 2018 kauppojen sulattelu (ml. vuoden 2018 ostojen integraatio ja velkojen lyhennys).

## Riskit

Ahlstrom-Munksjön keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Markkinariski:** Ahlstrom-Munksjö toimii osin taloudellisista suhdanteista riippuvaisella alalla, joten yhtiön tuotteiden kysyntä voi vaihdella nopeastikin. Lisäksi yhtiön liiketoiminta on pääomaintensiivistä ja kiinteät kustannukset ovat melko korkeita, minkä takia riittävän korkean kapasiteetin käyttöasteen ja hyvän tuotemixin ylläpitäminen ovat kriittisiä asioita taloudellisen kehityksen kannalta. Näiden kahden tekijän muodostama yhtälö voi heiluttaa yhtiön tuloskehitystä nopeasti, mikä on sijoittajien kannalta ongelmallista.
- **Kilpailutilanteen muutokset:** Yhtiön hajanaisilla ja houkuttelevan kasvunäkymän tarjoavilla kohdemarkkinoilla rakenteelliset muutokset (esim. uuden kapasiteetin tulo markkinoille) voivat heikentää Ahlstrom-Munksjön markkina-asemaa ja/tai hinnoitteluympäristöä varsinkin pitkällä aikavälillä

## Sijoitusprofiili 2/2

Alalle tulokynnys toimialalle on pääosin korkea kuitumateriaalien haastavat tuote- ja tuotantovaatimukset huomioiden, mikä pienentää jossain määrin riskin todennäköisyyttä ainakin osassa segmenttejä.

- **Raaka-aineiden hintariski:** Ahlstrom-Munksjön merkittävin kustannuserä on markkinoiden hintatasosta riippuen noin 30-35 %:n osuudella kokonaiskuluista sellu, jonka yhtiö ostaa pääosin globaaleiden markkinoiden (kysyntä/tarjonta) määrittämään hintaan. Toisaalta raaka-aineen hinnan muutosten siirtäminen myyntihintoihin onnistuu parhaassakin tapauksessa viiveellä, joten sellun hinnan nousu voi vaikuttaa yhtiön tulokseen selvästi etenkin lyhyellä aikavälillä. Riskiä korostaa myös sellumarkkinan volatiili luonne. Vastaavia raaka-aineriskejä yhtiöllä on myös kemikaalien ja energian suhteen, mutta niiden osalta mittakaava on selvästi sellua pienempi.
- **Yritysostojen integraatioiden epäonnistuminen:** Vuoden 2018 yrityskauppojen synergioiden saavuttaminen on arviomme mukaan keskeisessä roolissa järjestelyiden ja koko yhtiön arvon luonnissa. Yhtiön näytöt fuusion synergioiden kotiuttamisesta ovat kuitenkin vahvat ja

synergiahyötyjä on alkanut syntyä myös Expera- ja Caieiras-kaupoista ripeästi. Näin ollen riski on mielestämme jo pienenemään päin. Experan eli North America Specialty Solutionsin tapauksessa pelkät kulusynergiat eivät kuitenkaan nosta yksikön kannattavuutta riittävälle tasolle vaan arviomme mukaan Ahlstrom-Munksjön pitää kauppahinnan oikeuttamiseksi onnistua myös ”pehmeissä synergioissa”, erään merkittävän investoinnin ylösajossa, orgaanisessa kasvussa ja tuotemixin parantamisessa.

# Sijoitusprofiili

1.

Kannattavuudessa on parantamisen varaa

2.

Hyvä orgaaninen kasvupotentiaali

3.

Markkinoiden rakenteet tukevat epäorgaanista kasvua

4.

Portfolion tietty syklisyys nostaa riskejä

5.

Raaka-aineiden hintataso vaikuttaa lyhyen ajan kannattavuuteen

## Potentiaali



- Kannattavuuden parantaminen yrityskauppojen synergioiden, tehostustoimien ja orgaanisen kasvuinvestointiohjelman kautta
- Markkinat kasvavat vähintään BKT-kasvun vauhtia ja useissa segmenteissä johtavassa asemassa olevan yhtiön markkina-asema on hyvä
- Uudet tuotteet ja tuotemixin jatkuva kehittäminen
- Arvon luonti yritysjärjestelyillä selkeitä rakenteellisia konsolidaatiopaineita kohtaavilla markkinoilla

## Riskit



- Merkittävä osa myynnistä on suhdanneherkkää
- Kilpailun kiristyminen
- Raaka-aineiden (sellu, titaanidioksidi ja energia) hintariskit
- Yritysjärjestelyiden tai niiden integraatioiden epäonnistuminen

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

## Kannattavaa kasvua kuitumateriaaleissa

Ahlstrom-Munksjön strategian ydinajatuksena on mielestämme hyödyntää erikoispaperi- ja kuitutuotemarkkinoiden pitkällä aikavälillä suotuisat kasvunäkymät. Yhtiöllä on hallussaan varsin laaja portfolio erilaisia erikoispaperi- ja kuitutuotteita. Kaikkien segmenttien välillä ei myöskään ole välttämättä keskinäisiä synergioita, mutta tiettyjen osien välillä synergiat voivat olla selkeitäkin (esim. samat asiakasteollisuudet ja/tai jaetut tuotantolaitokset). Arviomme mukaan yhtiön konsernistrategiassa keskeisessä roolissa on portfolion hallinta, jonka tavoitteena vahvimpien segmenttien kannattava kasvattaminen sekä huonoimpien ja/tai portfolioon epäsovivimpien segmenttien asemien vahvistaminen tai niistä luopuminen. Portfolion hallinnassa yhtiö käyttää orgaanisten työkalujen (ml. esim. investoinnit ja R&D) lisäksi yritysjärjestelyitä.

Mielestämme fuusion julkaisemisen yhteydessä kommunikoitu strategia ohjaa yhtiötä loogiseen suuntaan ja pidämme valittuja niche-markkinoita hyvinä huomioiden yhtiöiden vahvuudet ja liiketoimintojen väliset synergiat. Melko väljä strategia jättää yhtiölle paljon liikkumavaraa strategiseen kasvuun (ml. portfolion hallinta) joko maantieteellisesti tai liiketoimintasegmenteittäin.

## Tavoitteena markkina- ja tuotejohtajuus

Ahlstrom-Munksjö on maininnut tavoitteekseen

myös jatkaa lisäarvon tuottamista asiakkailleen korkealaatuisen tuotevalikoiman avulla. Arviomme mukaan tämä tarkoittaa käytännössä markkinoiden kehittyneitä ja innovaatioiden myötä jatkuvasti kehittyvää tuoteportfoliota, joita räätälöidyt palvelut täydentävät (esim. tuotetuki ja tekninen asiakaspalvelu). Kehittyneiden tuotteiden avulla yhtiö pyrkii ylläpitämään ja kasvattamaan asiakkaidensa saamaa lisäarvoa, mikä taas mahdollistaa preemiohinnoittelun suhteessa kilpailijoihin ja siten korkeammat marginaalit ja/tai paremman asiakaspysyvyyden. Käytännössä yhtiön pitäisi innovaatioiden avulla pystyä luomaan uusia korkean lisäarvon tuotteita riittävän nopealla syklillä (uusien tuotteiden marginaalit ovat tyypillisesti keskimääräistä korkeammat) ja toisaalta puolustaa vanhojen tuotteiden arvoa niiden ominaisuuksia jatkuvasti parantamalla. Tässä tärkeässä roolissa on myös yhtiön tekninen asiakaspalvelu, joka on asiakasrajapinnassa jatkuvasti läsnä kuulemassa asiakastoiveita.

Toinen keino tuotannon arvon kasvattamisessa on siirtyminen arvoketjussa eteenpäin eli käytännössä jatkojalostaa omia tuotteita aiempaa pidemmälle ja päästä siten lähemmäs tuotteiden varsinaisia loppukäyttäjiä. Pidämme myös tätä maltillisessa mittakaavassa järkevänä, sillä jatkojalostuksen tuotantoa alempi pääomaintensiteetti mahdollistaa kohtuullisillakin marginaaliparannuksilla terveen tuoton investoinneille. Arvoketjussa siirtymistä

yhtiö joutuu käyttämään kuitenkin harkiten eikä se sovellu kaikkiin segmentteihin, jotta yhtiö ei ajautu kilpailuun asiakkaidensa kanssa.

Pidämme tuotannon arvoon panostamista järkevänä ratkaisuna yhtiöltä, sillä tätä kautta yhtiö pystyy asemoitumaan hieman sivuun kypsimmistä tuote- ja markkinasegmenteistä, joissa hinnan merkitys kilpailutekijänä korostuu ja jotka kohtaavat ajan yli lähes väistämättä marginaalipainetta aiheuttavaa hintaeroosiota. Tämä on tärkeää, sillä Ahlstrom-Munksjöllä ei mielestämme ole rakenteellista ja pitkällä tähtäimellä kestävästä kustannusetua, vaikka tällä hetkellä yhtiö onkin arviomme mukaan pääosin riittävän kustannuskilpailukykyinen.

## Operatiivisen toiminnan ja tehokkuuden parantaminen pysyvyydessä

Operatiivisen tehokkuuden jatkuva parantaminen arviomme mukaan edelleen yksi Ahlstrom-Munksjön keskeisiä strategisia tavoitteita. Mielestämme tämä on myös välttämätöntä, sillä yhtiön liiketoiminnat ovat erittäin kilpailtuja aloja ja toimialan keskiarvoja korkeampien marginaalien saavuttaminen vaatii vahvan markkina-aseman ja kilpailukykyisen tuoteportfolion lisäksi kustannusjohtajuutta tai vähintään hyvää kustannuskilpailukykyä (ts. korkeaa operatiivista tehokkuutta). Näin ollen tehokkuuden parantamiseen pitää mielestämme suhtautua jatkuvana prosessina.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Operatiivisen tehokkuuden parantamisessa yrityskauppsynergioiden ulosmittaamisen jälkeen tulevat olemaan keskeisessä roolissa etenkin materiaali-, energia- ja henkilöstö-tehokkuuden nostaminen muun muassa prosessikehityksen ja nopean tai keskipitkän takaisinmaksuajan (1-6 vuotta) kasvu- ja kehitysinvestointien avulla. Näitä yhtiö on jo tehnyt tai on sitoutunut tekemään useilla tehtailtaan vuosina 2017-2020 yhteensä 175 MEUR:lla Tehokkuutta ja ketteryyttä yhtiö hakee arviomme mukaan myös itsenäisiin liiketoimintayksiköihin pohjautuvalla liiketoimintamallilla, jonka on tarkoitus varmistaa nopea päätöksenteko, joustavuus ja läpinäkyvyys luopumatta kuitenkaan suuremman kokonaisuuden skaalahyödyistä. Mielestämme valittu organisaatiomalli sopii hyvin yhtiön nykyiseen kehitysvaiheeseen.

## Yrityskaupat kuuluvat työkalupakkiin

Kuitumateriaalien ja erikoispaperien markkinat ovat hyvin fragmentoituneita, sillä muutaman globaalin yhtiön lisäksi eri segmenteissä toimii tyypillisesti suuri määrä alueellisia pelureita. Kun huomioidaan, että liiketoiminta on pääomaintensiivistä ja suuruuden ekonomian hyödyt kustannuspuolella ovat konkreettisia, on markkinan konsolidoituminen pitkällä aikavälillä väistämätöntä. Arviomme mukaan myös Ahlstrom-Munksjö on alan johtavana

pelurina halukas kehittämään portfoliotaan ja osallistumaan konsolidaatioon ostajana pitkällä aikavälillä, mutta lyhyellä tähtäimellä yhtiön fokus on todennäköisesti tuoreiden Expera- ja Caieras-kauppojen sulattelussa (integrointi, hyötyjen ulosmittaaminen ja taloudellisen liikkumavaran kerryttäminen taseeseen). Suhtaudumme yrityskauppa-optioon lähtökohtaisesti positiivisesti, mikä johtuu yritysjärjestelyjä tukevan toimialarakenteen lisäksi yhtiön toistaiseksi melko hyvistä näytöistä yritysjärjestelyissä. Lopullinen suhtautumisemme kauppoihin on toki täysin tapauskohtaista ja riippuvainen ostokohteen hinnasta ja laadusta. Toisaalta uskomme yhtiön oleva valmis myymään yksiköitä, joiden arvo voisi olla suurempi toisentyyppisessä omistuksessa.

Vaihtoehtona strategisessa kasvussa ja/portfolion hallinnassa olisivat uusininvestoinnit (greenfield) uusiin tehtaisiin. Tämä olisi järkevää, jos markkinoilta ei löytyisi yhtiön tarkoituksiin sopivia ja/tai kohtuuhintaisia ostokohteita. Arvioimme kuitenkin yhtiön pyrkivän nykyisten tehtaiden laajentamiseen tai epäorgaaniseen kasvuun yritysostoilla, sillä uusininvestoinneissa kassavirtojen ajoitus on usein epäedullinen johtuen etupainotteisista investointikuluista ja pitkistä tuotannon ylösajokajoista.

## Taloudelliset tavoitteet

Ahlstrom-Munksjön pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat:

- **Kannattavuus:** operatiivinen käyttökate-marginaali yli 14 % yli suhdannesyklin
- **Taserakenne:** Nettovelkaantumisaste alle 100 %
- **Osingonjako:** Vakaa ja vuosittain kasvava osinko, joka maksetaan kaksi kertaa vuodessa

Q2'19:n 2019 lopussa Ahlstrom-Munksjö täytti taloudelliset tavoitteet taseen osalta juuri ja juuri (Q2'19: nettovelkaantumisaste 93 %). Kannattavuustavoitetta yhtiö ei ole vielä saavuttanut ja tavoitteeseen on vielä matkaa (Q2'19: LTM oik. EBITDA-% 10,7 %).

## Kannattavuustavoite on realistinen

Vaikka kannattavuustavoitteen alarajaan on vielä matkaa, pidämme tavoitetasoa realistisena Ahlstrom-Munksjölle. Yli 14 %:n EBITDA-%:n saavuttaminen vaatii yhtiöltä näkemyksemme yrityskauppojen synergioiden ja muiden tehostustoimien realisoitua, kannattavaa kasvua markkinoiden mukana ja tuotemixin parantamista ja tehostustoimia. Kolmen viimeisen tekijän kannalta keskeisessä roolissa on yhtiön orgaaninen investointiohjelma. Yhtiön lähin verrokki Neenah Paper on myös kestävästi saavuttanut noin 15 %:n EBITDA-marginaalin, mikä myös indikoi tavoitteen realistisuutta.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Yhtiön liiketoiminnan pääomaintensiivisyyden ja yrityskauppojen jälkeisen suuren liikearvomassan takia Ahlstrom-Munksjön taserakenne on melko raskas. Siten yli 14 %:n operatiivinen käyttökatemarginaali riittäisi karkeasti 12-13 %:n operatiiviseen sijoitetun pääoman tuottoon lähivuosina. Mielestämme tämä selkeästi pääomakustannuksen yläpuolella oleva taso olisi kohtuullisen hyvä tuotto yli syklin valmistavan perusteellisuuden tyyppillinen liiketoimintadynamiikka huomioiden. Pidämme siten yhtiön kannattavuustavoitetta haastavana, mutta realistisena myös syklin yli tarkasteltuna.

## Yhtiöltä puuttuu kasvutavoite

Vaikka kasvu on keskeisessä roolissa Ahlstrom-Munksjön strategissa, yhtiö ei kuitenkaan ole toistaiseksi asettanut itselleen kasvutavoitetta. Arviomme mukaan kannattavuus on pääprioriteetti yhtiölle, vaikka ajan yli Ahlstrom-Munksjö tavoittelee toki kasvua. Mielestämme yhtiön kasvupotentiaalin pitäisi olla orgaanisesti globaalien BKT:n kasvun tasolla tai hieman sen yli noin 3-4 %:ssa vuodessa. Tämä perustuu pitkällä aikavälillä yhtiön tuotteita tukeviin kasvuajureihin, joihin kuuluu väestön kasvun, elintason nousun, kestävän kehityksen ja kaupungistumisen kaltaisia vahvoja trendejä.

Markkina-asemansa (#1 tai #2 suurimmassa osassa liiketoimintoja) perusteella yhtiön pitäisi myös tavoitella markkinoita hieman nopeampaa orgaanista kasvua. Lisäksi arvioimme, että pitkällä aikavälillä yhtiön kasvusta jopa suurempi osa

muodostuu epäorgaanisesta kuin orgaanisesta kasvua. Epäorgaaninen kasvu on kuitenkin portaittaista ja vaikeasti ennakoitavaa.

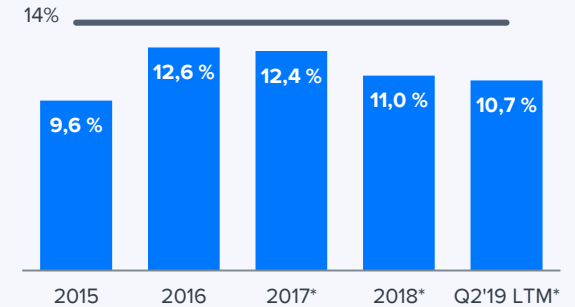
## Velkavipu on nyt tapissa

Ahlstrom-Munksjö on tällä hetkellä taseen osalta tavoitetason ylärajan tasolla ja arviomme mukaan väljähkön pääomarakennetavoitteen yläraja kuvaa yhtiön riskinottohalun rajoja. Toimiala on pääomaintensiivinen ja tietyn velkavivun käyttäminen on mielestämme liiketoiminnassa järkevää oman pääoman tuoton optimoimiseksi. Normaalisessa tilanteessa yhtiön mukavuusalue velkavivun suhteen voisi olla noin 40-60 %:n nettovelkaantumisaste ja arviomme yhtiön allokoivan pääomia velkojen lyhentämiseen viimeistään investointiohjelman valmistumisen jälkeen.

## Osingon kasvu edellyttää tuloskasvua

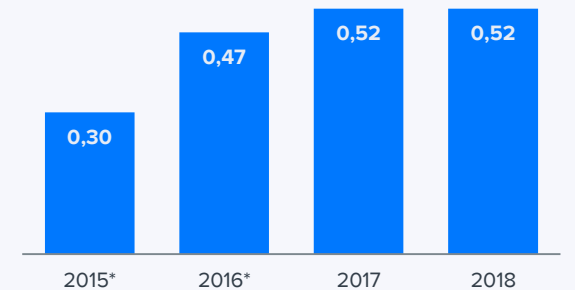
Myös Ahlstrom-Munksjön osinkopolitiikka on väljä ja mielestämme pitkäjänteisyyttä korostava. Kevään 2018 ja 2019 yhtiökokouksen hyväksymä osinko 0,52 euroa osakkeelta on arviomme mukaan pohjataso, jolta yhtiö pyrkii osinkoaan korottamaan. Arviomme mukaan Ahlstrom-Munksjöllä on tähän hyvät edellytykset, mutta velkojen lyhentämistarpeen ja jatkuvien investointien takia osingon kasvattaminen vaatii yhtiöltä mielestämme tuloskasvua. Kaksi kertaa vuodessa maksettavaa osinkoa pidämme erinomaisena asiana sijoittajien kannalta.

## Oik. EBITDA-% ja tavoitetason alaraja



\*Ahlstrom-Munksjö, Expera, Caieiras pro-forma

## Osinko per osake (euroa)



\*Ahlstromin ja Munksjön osngot yhteenlaskettuna ja jaettuna fuusioyhtiön osakemäärällä



# Strategia

2012  
-  
2016

2017  
-  
2018

2019-

## Perustan rakentaminen

- Ahlstromin Label&Processing liiketoiminnan fuusioiminen Munksjö AB:hen
- Ahlstrom ja Munksjö keskittyvät itsenäisinä yhtiönä kannattavuuden parantamiseen sekä velkojen lyhentämiseen säästöjen ja tehokkuuden parantamisen kautta
- Euroopan hidas talouskasvu piti markkinatilanteen rauhallisena
- Yhtiöt pystyvät nostamaan kannattavuutensa hyvälle tasolle ja vahvistamaan taseitaan

## Fuusiolla ja yrityskaupoilla uudelle tasolle

- Ahlstromin ja Munksjön fuusio Q2'17:n alussa
- Fokus synergioihin, joiden ulosmittaamisessa yhtiön onnistuu tavoitteita paremmin (54 MEUR Q1'19:n lopussa vs. alkuperäinen tavoite 35 MEUR)
- Euroopan ja maailman talous piristyvät
- Orgaanisen investointiohjelman suunnittelu ja käynnistäminen
- Raaka-aineiden raju kustannusinflaatio
- Expera- ja Caieiras-yrityskaupat

## Järjestelyiden hyötyjen ulosmittaus

- Experan ja Caieiraksen integrointi ja synergioiden realisointi
- Orgaanisten investointien ajaminen lentokorkeuteensa
- Tuotekehitys ja tuotemixin vahvistaminen
- Globaalit talousnäkyvät ovat haastavammat ja talouskasvu hidastuu
- Raaka-ainetrendi on kääntynyt ainakin sellun osalta

## Strategian Must Win Battles

### Toteutunut

- Kiinteät kulurakenteet ovat terveellä tasolla
- Liiketoimintaportfolion maantieteellisen jakauman tasoittaminen
- Kaupallisen kyvykkyyden (ml. hinnoittelu) parantaminen kustannusinflaation kompensoimiseksi ja tuloksen parantamiseksi
- Uusien tuotteiden tuominen markkinoille
- Toimenpideohjelmat ongelmayksiköiden tulokunnan parantamiseksi

### Lähitulevaisuus 1-2v

- Yrityskauppojen integrointi
- Uuden organisaatiomallin käyttöönotto (2020 alkaen)
- Markkina-aseman hyödyntäminen (ristiinmyynti)
- Heikkojen lenkkien (osa Specialtiesia, osa NASS:a ja Decor) tulokunnan parantaminen
- Investointiohjelman loppuunsaattaminen
- Velkojen lyhentäminen ja taloudellisen liikkumavaran kerryttäminen taseeseen

### Seuraavat 5 vuotta

- Orgaaninen kasvu markkinan mukana vuosien 2017-2020 orgaanisten investointien kautta
- Taseen vahvistaminen
- Tuotejohtajuuden ja markkinajohtajuuden vahvistaminen R&D:n avulla
- Seuraavat kasvuloikat yritysjärjestelyillä 2020-luvulla ja niihin valmistautuminen
- Kannattavuustavoitteen alarajan saavuttaminen

# Decor 1/2

## Decor on Eurooppaan keskittynyt liiketoiminta

Decor-liiketoiminta-alueen päätuote ovat valkoiset ja värilliset koristepaperit (arviolta 95 % Decorin myynnistä). Näitä laminaateiksi jatkojalostettavia papereita käytetään huonekaluissa, keittiökalusteissa, ovissa ja lattamateriaaleissa. Lisäksi Decor valmistaa lääkettä ja kosmetiikkapakkauksien tuoteselosteissa käytettäviä ohuita painopapereita, jotka tuovat loput 5 % yksikön liikevaihdosta.

Decorin tehtaat sijaitsevat Ranskassa, Ruotsissa, Espanjassa sekä Saksassa ja Caieiras-kaupan jälkeen myös Brasiliassa. Decor on siis vahvasti Eurooppaan keskittynyt liiketoiminta, vaikka tuotteiden korkeat tonnihinnat mahdollistavat kaukoviennin ainakin yläsegmentissä. Decor on myynyt erikoispapereita Euroopasta käsin Lähi-Idän (Turkin) ja ja Aasian markkinoille, joskin viime aikoina Decor on hävinnyt kaukomarkkinoilla markkinaosuutta kiinalaisille. Euroopan osuus Decorin myynnistä on kuitenkin arviomme mukaan yli 80 %, kun taas loput tulevat Etelä-Amerikasta ja Aasiasta.

## Liiketoimintaa ajaa rakennussektorin kehitys

Decorin tuotteiden kysyntää ajaa etenkin rakennussektorin kehitys. Rakennussektoria ja siten Decoria tukevat arviomme mukaan kaupungistumisen ja elintason nousun kaltaiset trendit. Rakentaminen on tyypillisesti syklistä. Ahlstrom-Munksjölle positiivista on kuitenkin se,

että Decorin laminaattimateriaaleja käytetään myös remonteissa, sisustamisessa ja huonekaluissa, joten aivan uudisrakentamisen jyrkän voimakasta syklisyyttä Decorin tuotteiden loppukysynnässä ei ole. Erikoispainopaperien kysyntä on sen sijaan selvästi stabiilimpaa, koska niiden tarvetta ajaa tyypillisesti vähäsyklisempi kuluttajakysyntä ja osittain vielä sen defensiiviset segmentit (esim. lääkkeet).

## Isot markkinat ovat Eurooppa ja Kiina

Decorin markkinan koko oli arviomme mukaan vuonna 2018 globaalisti noin 1,2 miljoonaa tonnia tai noin 2 miljardia euroa. Maantieteellisesti Aasia on suurin markkina, sillä sen osuus volyymistä on reilut 50 %. Tästä kysynnästä valtaosa tulee Kiinasta. Kiinan markkinaa dominoivat kuitenkin halvat alasegmentin tuotteet, mikä ei osu erityisen hyvin Decorin tämänhetkiseen fokusalueeseen. Toinen merkittävä markkina on Eurooppa, jonka osuus globaalista markkinasta on noin 40 %. Suurin yksittäinen maa Euroopassa on Saksa. Loput markkinasta muodostaa etenkin Etelä- ja Pohjois-Amerikka, mutta varsinkin Pohjois-Amerikan markkina on paikallisten trendien takia pienehkö suhteessa talouden kokoluokkaan.

## Decor on hitaasti kasvava liiketoiminta

Pitkällä aikavälillä Decorin markkinan ennustetaan kasvavan lievästi BKT:n kasvua ripeämmin. Käytännössä arvioimme tämän tarkoittavan keskimäärin globaalia noin 3 %:n vuosittaista



## Markkinanäkymä

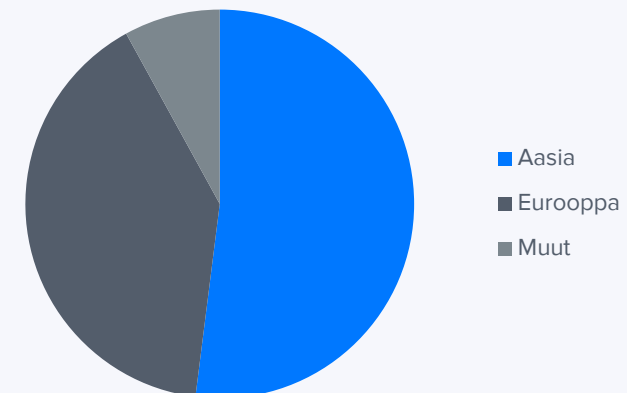
### Kysyntäajurit

- Väestön ja BKT:n kasvu globaalisti
- Keskiluokan vaurastuminen kehittyvillä markkinoilla (tukee rakennus- ja huonekalukysyntää)
- Puun, vanerin ja muovikalvojen korvaaminen

### Markkinakasvu- ja asema

- Keskimääräinen markkinakasvu noin 3 % p.a
- Markkina-asema #2-4 (segmentistä riippuen)

## Decor-markkinan jakaantuminen maantieteellisesti



## Decor 2/2

kysynnän kasvua ilman alasegmenttiin painottuvaa Kiinaa. Markkinan syklisen luonteen takia yksittäisten vuosien kysyntä tulee vaihtelevaan selvästi myös jatkossa. Tällä hetkellä Decor on arviomme mukaan menossa kohti heikompaa suhdannetta muun talouden mukana kaikilla markkinoilla.

### Euroopan markkina on erittäin keskittynyt

Ahlstrom-Munksjön Decor on arviomme mukaan Euroopassa markkinan kakkospeluri noin 30 %:n markkinaosuudella. Siten yhtiön markkina-asema kotimarkkinoilla on vahva. Technocell on arviomme mukaan aavistuksen suurempi kilpailija, kun taas Malta Decor on jo selvästi pienempi (markkinaosuus noin 20 %). Loput Euroopan pelureista ovat pieniä. Yhtiön jo korkean markkinaosuuden takia epäorgaaninen kasvu ei ole Decorissa mahdollista Ahlstrom-Munksjölle Euroopassa. Kiinan markkinan yläsegmenttiin odotamme yhtiön pyrkivän sen sijaan pitkällä aikavälillä yrityskaupan avulla, mikä tekisi yhtiöstä aidosti globaalin ja johtavan pelurin sektorilla.

Kokonaisuutena sektori on keskittynyt, sillä kolmella suurimmalla pelurilla on Euroopan kapasiteetista jopa 80 %. Tuottajien kannalta tilanne ei kuitenkaan ole nyt erityisen hyvä keskittyneestä rakenteesta ja positiivisesta kysyntätrendistä huolimatta, sillä Euroopassa on turhan paljon kapasiteettia paikallisiin tarpeisiin ja toisaalta eurooppalaiset tuottajat

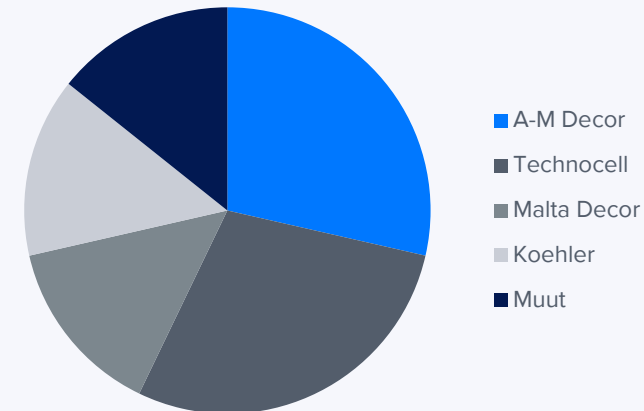
ovat hävinneet kaukoviettiin suunnattuja tonneja nouseville kiinalaisille tuottajille. Lisäksi Euroopaan suuntautuvan tuonnin kasvun uhka velloo segmentin ympärillä, vaikka konkreettisia merkkejä tästä ei ole. Lisäksi viime vuosina Decorissa liiketoimintadynamiikkaa on värittänyt raaka-aineiden (etenkin titaanidioksidi, joka on Decorille sellua suurempi kuluerä) hintojen nousu ja sen jälkeen korkeana pysynyt taso.

### Decorin pitäisi pystyä sektorin parhaalle kannattavuustasolle

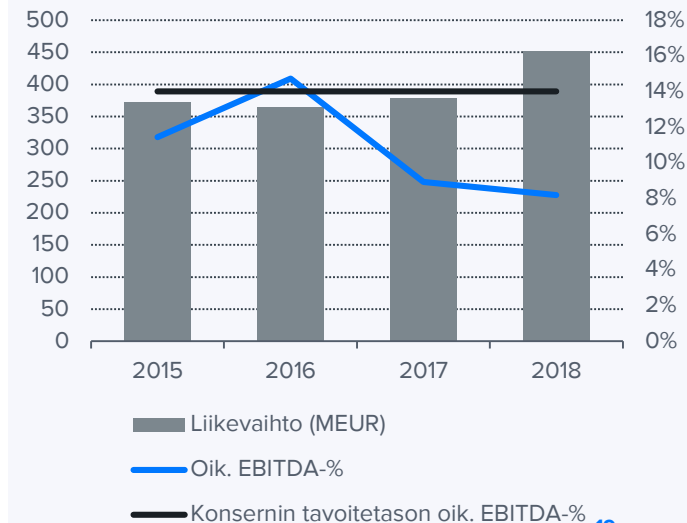
Ahlstrom-Munksjön eurooppalaiset kilpailijat ovat yksityisomisteisia yhtiöitä, joten Decorin taloudellisesta suorituskyvystä suhteessa kilpailijoihin ei ole tarkkaa tietoa. Arviomme mukaan Decorin pitäisi olla kilpailukykyisten tuote- ja tuotantoportfolioidensa ja tiettyjen suuren yhtiön skaalahyötyjen (esim. hallintokulut ja ostot) ansiosta edellytyksiä olla alan kannattavimpia yhtiöitä Euroopassa.

Vuosina 2013-2018 Decor on yltänyt 8-15 %:n operatiivisiin käyttökatemarginaaleihin, mikä heijastelee kysyntä- ja raaka-ainesyönteiden vaikutusta kannattavuuteen. Pitkällä aikavälillä 14 %:n konsernin EBITDA-%:n on mielestämme yksikölle haastava ainakin lähiaikoina globaalisti kireän kilpailun takia. Tavoitemarginaalien saavuttaminen vaatii yksiköltä arviomme mukaan tuotemixin kehittämistä ja tehokkuuden parantamista sekä onnistumista Aasian strategiassa.

### Markkinaosuudet Euroopassa



### Decor 2015-2018



# Filtration&Performance 1/2

## Laaja tuoteportfolio teollisuussektoreille

Filtration&Performance (F&P) muodostuu kolmesta liiketoimintaa-alueesta, jotka ovat Filtration, Nonwovens ja Building&Wind. Tehtaita F&P:llä on Suomessa, Italiassa, Kiinassa, Etelä-Koreassa, Brasiliassa ja Yhdysvalloissa. Divisioona operoi globaalisti, mutta suurimpia markkina-alueita ovat arviomme mukaan Pohjois-Amerikka ja Eurooppa, kun taas Aasian ja Etelä-Amerikan painoarvot liikevaihtojakaumassa ovat pienempiä.

## Liikennesektori pääroolissa Filtrationissa

Filtration valmistaa öljyn, polttoaineiden ja ilman suodattamia liikennevälineisiin sekä teollisuus-suodattimia. Filtrationin arviomme mukaisesta vajaan 400 MEUR:n liikevaihdosta liikenne tuo suurimman osan. Liikennekäyttöön menevistä suodattamista taas noin 60 % menee raskaisiin kuorma-autoihin, lentokoneisiin ja laivoihin sekä loput 40 % henkilöautoihin. Liikennekäytössä korvaussuodatinmarkkina on selvästi (jopa 4x) uusiin liikennevälineisiin asennettavaa markkinaa suurempi sekä raskaassa liikenteessä että henkilöautopuolella. Tämä johtuu siitä, että suodattimet ovat vaihdettavaa kulutustavaraa. Siten tärkein markkina-ajuri on ajetut kilometrit, kun taas uusien liikennevälineiden tuotantomäärien merkitys on pienempi. Tämä rajoittaa altistumista uusajoneuvomarkkinan rajulle syklisyydelle, vaikka jossain määrin syklinen liiketoiminta Filtration tuki on selvän BKT-linkkinsä takiaakin.

## BKT:n kasvu ajaa markkinakasvua

Liikennesektorin suodattimet ovat arviomme mukaan noin 900 MEUR:n markkina globaalisti. Markkinan kasvu on pitkälti BKT-vetoista sektorin markkina-ajurit huomioiden ja pitkän ajan vuosikasvupotentiaali on globaalisti 3 %:n tasolla. Kasvu painottuu kehittyville markkinoille, jossa liikennevälineiden käyttö lisääntyy ja BKT kasvaa.

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

## Liikennesuodattimissa markkina on keskittynyt

Liikennesuodattimissa toimialan konsolidaatio on edennyt pitkälle, sillä arviomme mukaan kolmella suurimmalla yhtiöllä on arviomme mukaan globaalisti 60-70 %:n markkinaosuus. Filtration on liikennesuodattimien markkinajohtaja globaalilla 35-40 %:n markkina-osuudella. Siten Filtrationin markkina-asema on vahva, kun huomioidaan myös teknologiajohtajuus ja tuotebrändi.



## Markkinanäkymä

### Kysyntäajurit

- Raskaan ja henkilöliikenteen ajoneuvokannan kasvu ja ajettujen kilometrien määrän nousu (Filtration)
- Kasvava ympäristötietoisuus ja kiristävät päästövaatimukset (Filtration)
- Rakentamisen ja yksityisen kulutuksen kasvu (Nonwovens)
- Kysynnän painopisteen muutos paperipohjaisista tapeteista kuitukangastapetteihin (Nonwovens)
- Rakentamisen ja remontoinnin aktiviteetti (Building&Wind)
- Tuulivoiman markkinaosuuden kasvu (Building&Wind)

### Markkinakasvu- ja asema

- Kasvu 2-5 % p.a segmentistä riippuen (Filtration)
- #1-2 globaalisti (Filtration)
- Kasvu 3-8 % p.a segmentistä riippuen (Building&Wind)
- #1 lattiamateriaalit (Building&Wind)
- Kasvu 2-3 % p.a segmentistä riippuen (Nonwovens)
- #2-3 korkealaatuiset tapetit (Nonwovens)

# Filtration&Performance 2/3

Muita globaalisti merkittäviä pelureita ovat amerikkalaiset Neenah Paper ja Hollingsworth&Vose. Sektorin keskittyneen rakenteen ja yhtiön suuren markkinaosuuden takia emme usko, että yhtiö pystyy kasvamaan olennaisesti Filtrationissa epäorganisesti ainakaan Euroopassa.

Filtrationin asiakkaat ovat autoteollisuuden komponenttivalmistajia (esim. Bosch) tai suodatinvalmistajia (esim. Donaldson), joiden liikevaihdot voivat olla miljardiluokassa. Koko antaa asiakkaille hinnoitteluvoimaa, jota myös autoteollisuus on hyödyntänyt historiallisesti aggressiivisesti eri arvoketjuissa. Suodatinvalmistajien konsolidoitumisen, korkeiden alalle tulon esteiden (laatuvaatimukset) ja vakiintuneen toimittajan vaihtamisesta syntyvien epäsuorien kulujen takia liiketoiminnan viitekehys on mielestämme erittäin haastavista asiakkaista huolimatta fundamenteiltaan terve. Toimialalla on tehty historiallisesti hyviä kannattavuuksia, kuten myös F&P:n ja Neenah Paperin lähimenneisyys osoittaa (Neenahin TP-divisioonan EBITDA % 2010-luvulla kestävästi 15-17 %). Filtrationilla onkin arviomme mukaan edellytykset ylittää konsernin yli 14 %:n EBITDA-%:n tavoitetaso ajan yli jopa selvästi.

## Teollisuussuodattimet ovat kasvumarkkina

Teollisuuden suodattimissa Filtrationin asiakkaita

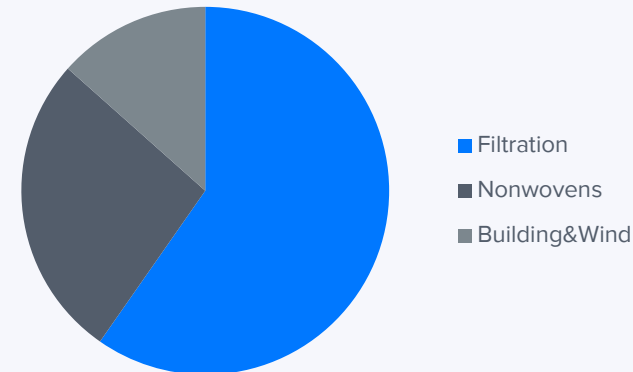
ovat kaasuturbiinisuodattimien ja sisäilman suodattimien valmistajat. Näiden tuotteiden kysyntää ajaa BKT:n kasvun taustalla olevien tekijöiden lisäksi kasvava tarve puhtaalle ilmalle ja (kaasu)energialle. Teollisuussektorin suodattimet ovat jossain määrin syklinen ja noin 1,5 miljardin euron arvoinen kasvumarkkina. Sen pitkän ajan kasvupotentiaali on arviomme mukaan niin ikään noin 3 %:ssa kehittyville markkinoille painottuen.

Arviomme mukaan Filtration on johtavia pelureita myös teollisuussuodattimissa globaalisti, vaikka sen markkinaosuus ei olekaan erityisen korkea. Marginaalipotentiali teollisuussuodattimissa on näkemyksemme mukaan hyvä, sillä kyseessä on niin ikään korkeiden laatu- ja ominaisuusvaatimusten tuotesegmentti. Myös teollisuussuodattimissa markkina- ja asiakasrakenteet ovat kannattavuuden kannalta mielestämme otollisia.

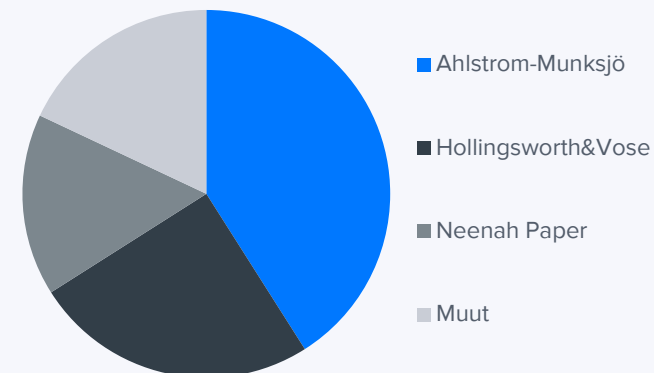
## Nonwovens on F&P:n toiseksi suurin osa

F&P:n Nonwovens-liiketoiminta myy laajaa kuitukangasportfoliota autojen sisustuksiin, tekstiiliteollisuuteen, hygienia- ja haavanhoitotuotteisiin, pyyhintätuotteisiin, tapetteihin ja julisteisiin. Arviomme mukaan karkeasti 170 MEUR:n liikevaihtoa tekevän Nonwovensin päämarkkinoita ovat Eurooppa ja Pohjois-Amerikka, mutta yhtiöllä on myyntiä etenkin tapettimateriaaleissa Aasiaan ja Venäjälle.

## Filtration&Performancen arvioitu myynnin jakauma



## Liikennesuodattimien markkinaosuudet



# Filtration&Performance 3/3

Segmentin saavutettavissa oleva markkina on arviomme mukaan alle miljardin, joten Ahlstrom-Munksjön markkina-osuus sektorilla ei ole huomattavan korkea, vaikka yhtiön onkin johtavia pelureita alalla. Arviomme mukaan rakentamisen ja kulutuskysynnän ajaman ja jossain määrin syklisen Nonwovensin tuotteiden kysyntä kasvaa 2-3 %:n vuosivauhtia tyypillisten kuitumateriaaleja tukevien ajurien ansiosta. Kasvu painottuu kehittyville markkinoilla (Aasia).

Nonwovensin pääkilpailijoita ovat NeuKallis, Glatfelter, Aralar ja Qifeng. Kilpailijoiden kannattavuuksista on hankala saada vertailukelpoista tietoa (osa kilpailijoista listaamattomia). Kun huomioidaan toimialan hajautuneet asiakasportfoliot ja verrattain kehittyneet tuotetarjonnat, pitäisi teollisuuden kuitukankaiden olla arviomme mukaan suhteellisen hyväkatteista liiketoimintaa yhtiölle.

## Building&Wind voi olla yhä myynnissä

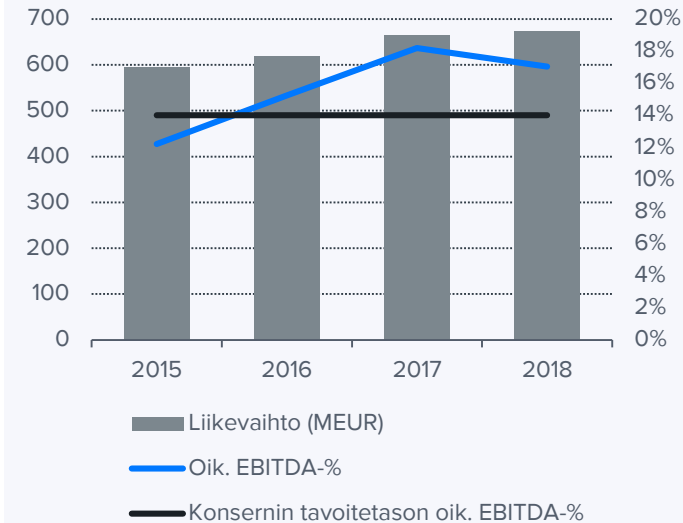
Karkeasti 90 MEUR:n vuosiliikevaihtoa tekevä Building&Wind tarjoaa rakennussektorille lattia-materiaaleja ja tuulivoimateollisuuden muun muassa materiaaleja tuuliturbiinien lapoihin. Arviomme mukaan kyseessä on 3-8 %:n (alalaidassa lattiamateriaalit, ylälaidassa tuulivoima) vuosivauhtia kasvava alle miljardin markkina, mitä ajaa rakennussektori (BKT) ja uusiutuvan tuulivoiman markkinaosuuden kasvu energiasektorilla. Kyseessä on luonteeltaan siten melko syklinen liiketoiminta.

Pääraaka-aineenaan lasikuitua käyttävä Building&Wind ei mielestämme kuulu välttämättä Ahlstrom-Munksjön ydinliiketoimintoihin. Ahlstrom ehti jopa myydä Building&Windin Owens Corningille (pääkilpailija yhdessä Johns Marvillen kanssa) vuonna 2016, mutta Saksan kilpailuviranomaisten toisen vaiheen tutkinnan käynnistymisen takia osapuolet peruiivat kaupan. Siten Building&Wind ei mielestämme kuulu välttämättä myöskään Ahlstrom-Munksjön ydinliiketoimintoihin. Arviommekin, että liiketoiminta voi olla edelleen myynnissä, jos sopivia ostajia löytyy. Näkemyksemme mukaan liiketoiminta tekee nyt hyvää kassavirtaa yhtiölle ja myynti edellyttäisi houkuttelevaa tarjousta.

## Marginaalit ovat jo lähellä potentiaaliaan

Kuten todettua, F&P:n kaikki liiketoiminnat ovat nyt hyvässä iskussa ja divisioona on saavuttanut vuosina 2017-2018 17-18 %:n oikaistun EBITDA-%:n tason. Arviomme mukaan tämä on korkea taso F&P:lle ja pitkällä tähtäimellä kestävä marginaalien parannusvara alkaa mielestämme käydä vähiin. Siten F&P:ssä tuloskasvun on tultava jatkossa yhä enenevissä määrin liikevaihdon kasvun kautta. Tähän ajan yli kasvavat markkinat ja F&P:n vahva markkina-asema tarjoavat kuitenkin suotuisan viitekehyksen. Siten liiketoiminnalla on mielestämme hyvät edellytykset toimia Ahlstrom-Munksjön tulosmoottorina myös jatkossa.

Filtration&Performance 2015-2018



# Industrial Solutions 1/3

## Laaja joukko erikoispapereita

Erikoispapereihin keskittynyt Industrial Solutions koostuu neljästä liiketoimintayksiköstä, jotka ovat Release Liners, Coated Specialties, Abrasive ja Insulation. Industrial Solutionsin tehtaat sijaitsevat Ruotsissa, Ranskassa, Italiassa ja Brasiliassa (ml. osa Caieirasista). Divisioonan suurin markkina on Eurooppa, jonka osuus Industrial Solutionsin noin 650 MEUR:n myynnistä on arviomme mukaan noin 65 %, kun taas Etelä-Amerikka kattaa lopusta näkemyksemme mukaan yli puolet.

## Release Liners on kuluttajavetoinen yksikkö

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

Irrokepaperien markkinan globaali koko on arviolta noin 3 miljoonaa tonnia tai reilut 2 miljardia euroa jakaantuen eri tavoilla valmistettuihin papereihin ja eri loppukäyttöihin. Tärkeimpiä markkina-alueita ovat kypsät Pohjois-Amerikan ja Euroopan markkinat sekä suuri ja

nopeasti kasvava Kiinan markkina. Globaalisti Release Linersin markkinan arvioidaan kasvavan BKT:n kasvua nopeammin 4 % vuodessa (kehittyneissä maissa 2-3 %). Kasvun ajurina on etenkin yksityisen kulutuksen kasvu, joka taas heijastelee pitkällä tähtäimellä suoraviivaisesti BKT:n kasvua. Siten markkina tarjoaa Release Linersille mielestämme suhteellisen hyvän kasvunäkymän irrokepapereissa.

Arviomme mukaan sektorin kysyntä/tarjontatasapaino on tyydyttävä globaalisti tällä hetkellä. Viime vuosien hyvässä taloussuhdanteessa ripeästi kasvanut kysyntä on täyttänyt finanssikriisin molemmiin puoliin rakennettua kapasiteettia, mutta myös uusia investointeja on viime aikoina tehty. Ylikapasiteetin uhka sektorilla pysyy konkreettisena, sillä segmentin kasvunäkymät ovat vahvat ja paino- ja hienopaperikoneiden konversio irrokepaperituotantoon on toisinaan mahdollista siedettävien investoinnein (vrt. esim. UPM:n vuosina 2018-2019 toteuttamat projektit).

## Release Liners on globaalisti merkittävä peluri

Release Linersin tärkeimpiä kilpailijoita ovat UPM, Delfort Group ja Boise. Arviomme mukaan UPM:n Specialty Papers -divisioona on selvä globaali markkinajohtaja sektorilla, kun taas Industrial Solutionsin Release Liners on toiseksi suurin peluri vajaan 20 %:n osuudella koko markkinasta. Release Linersille tärkeää Euroopan markkinaa nämä kaksi peluria dominoivat lähes kahdestaan.



## Markkinanäkymä

### Kysyntäajurit

- Talouskasvu ja yksityisen kulutuksen kasvu (Release Liners)
- Demografian ja ostovoiman kehitys Etelä-Amerikassa (Coated Specialties)
- Auto-, huonekalu-, puutuote- ja rakennusteollisuuksien kasvu (Abrasive)
- Sähköverkkojen laajentaminen ja korvaaminen sekä hajautetun sähköntuotannon muodostuminen (Insulation)

### Markkinakasvu- ja asema

- Kasvu 4 % p.a segmentistä riippuen (Release Liners)
- #2 (Release Liners)
- Kasvu 2-4 % p.a segmentistä riippuen (Coated Specialties)
- #1-2 päällystetyt erikoispaperit (Coated Specialties)
- Kasvu 2-3 % p.a (Abrasive)
- #1-2 (Abrasive)
- Kasvu 2-3 % p.a (Insulation)
- #1-2 (Insulation)

## Industrial Solutions 2/3

Siten hinnoitteluvoiman pitäisi olla kohtuullinen, vaikka toisella puolella arvoketjua on vastassa erittäin vahvoja kuluttajajättejä loppuasiakkaina. Lisäksi Release Linersin hinnoittelua tukee edistysellinen (asiakkaille säästöjä tuova) Acti-V-tuote, jolla yhtiö saa hintapreemion.

Globaalisti sektori on hajanaisempi, sillä alalla on myös pieniä ja paikallisesti toimivia yhtiöitä. Segmentin rakenteen takia konsolidaatio alalla tulee etenemään. Uskomme myös Ahlstrom-Munksjön olevan kiinnostunut viemään Release Linersin yritysoston kautta Aasian kasvumarkkinoille ainakin pitkällä aikavälillä

### Release Linersilla on eväitä hyvään marginaaliin

UPM:n Specialty Papers on Release Linersille hyvä mittatikka, vaikka tuoteportfoliot eroavat jonkun verran toisistaan (UPM Specialty Papers valmistaa myös hienopapereita). Muut pääkilpailijat ovat listaamattomia. Historiallisesti UPM:n Specialty Papers on saavuttanut vajaan 15 %:n oikaistun EBITDA-%:n, mitä arviomme myös Release Linersin kannattavuuden lähestyneen asteittain viime vuosina. Arviomme mukaan UPM Specialty Papersin Release Linersia historiallisesti keskimäärin paremman kannattavuuden taustalla on etenkin suuruuden ekonomian hyödyt ja niistä syntyvä kustannustehokkuus.

Release Liners on kuitenkin arviomme mukaan kuronut eroa umpeen tehostamisen, tuotemixin muutoksen sekä tuotekehityksen kautta. Arviomme Release Linersin myös ylittäneen alan

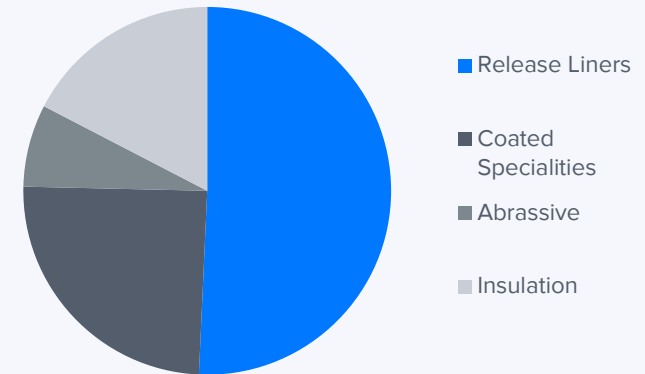
keskimääräisen kannattavuustason ja myös konsernin 14 %:n oikaistun EBITDA-%:n tavoite on Release Liners -yksikölle mielestämme realistinen, vaikka viime aikoina (hinta)kilpailu onkin ollut kiristymään päin kapasiteetin nousua.

### Coated Specialtiesiin kuuluvat Brasilian yksiköt

Coated Specialties -liiketoiminta sisältää Jacarein tehtaan Brasiliassa sekä osan Caieirasista. Näissä tehtaissa yhtiö valmistaa yksipuoleisesti päällystettyä erikoispaperia ja irrokepaperia etikettien ja teippien raaka-aineeksi ja graafisiin sovelluksiin. Liiketoiminnan asiakkaita ovat etenkin joustopakkausten valmistajat. Arviomme mukaan liiketoiminnan liikevaihto on noin 150 MEUR:n kokoluokassa. Coated Specialtiesin päämarkkina-alue on Etelä-Amerikka (ja etenkin Brasilia). Todennäköisesti Coated Specialtiesilla on kuitenkin jonkun verran kaukovientiä myös Pohjois-Amerikkaan ja Aasiaan. Coated Specialtiesin liiketoiminnoissa markkina-ajurit ovat hyvin samankaltaisia kuin Release Linersissa. Markkinan kasvupotentiaali on 2-4 % vuodessa Etelä-Amerikan talousnäkymää heijastellen.

Coated Specialtiesin fokus on viime aikoina ollut arviomme mukaan kasvun sijaan tehokkuudessa, tuotemixissä ja Caieiras-integraatiossa. Uskomme yksikön tekevän nyt kohtuullista marginaalia. Kilpailijoina yhtiöllä on International Paperin, Ojin ja Suzanon kaltaisia kansainvälisiä metsäjättejä ja paikallisia fokuoituneempia pelureita (Fanapel ja Papeles Bio Bio) Etelä-Amerikassa.

### Industrial Solutionsin myynnin jakauma





# Industrial Solutions 3/3

## Abrasive ja Insulation ovat portfolion tähtiä

Abrasive ja Insulation -liiketoiminnot myyvät erikoispapereita teollisuuteen. Abrasiven päätuote on hiomapaperin pohjapaperi autosektorille ja rakentamiseen. Insulationin päätuotteet ovat taas elektrotekninen paperi, ohuet paperit, tasapainotuskalvot ja erikoissellu. Näitä käytetään energia- ja rakennussektoreilla, metalliteollisuudessa sekä hygieniatuotteissa. Abrasiven ja Insulationin yhteenlaskettu liikevaihto on arviomme mukaan noin 170 MEUR, joten kyseessä on varsin pienet niche-markkinat.

Abrasiven ja Insulationin tuotteiden kysyntä linkittyy BKT:een ja asiakasteollisuuksien ajureihin (sis. mm. elintason nousu, kaupungistuminen, demografiset muutokset, energianjakelun kehittyminen jne.). Pitkän aikavälin kasvupotentiaali on arviomme mukaan linjassa BKT:n kasvun kanssa tai hieman sen alle noin 2-3 %:ssa. Varsinaiset kasvumarkkinat ovat myös näissä liiketoiminnoissa jälleen Aasiassa. Toistaiseksi Abrasiven ja Insulationin myynnistä valtaosa kertyy arviomme mukaan Euroopasta.

Teollisuuden erikoispaperien laatuvaatimukset ovat erittäin korkeita, joten alalle tulon esteet ovat liiketoiminnassa huomattavia ja pienet segmentit voivat olla hyvinkin keskittyneitä muutamille valmistajille. Siten tuottajilla on erittäin suurista ja vahvoista asiakkaista (esim. ABB) huolimatta mielestämme hyvä hinnoitteluasema. Arviomme mukaan Insulationin ja Abrasiven marginaalipotentiali on markkinoiden luoman

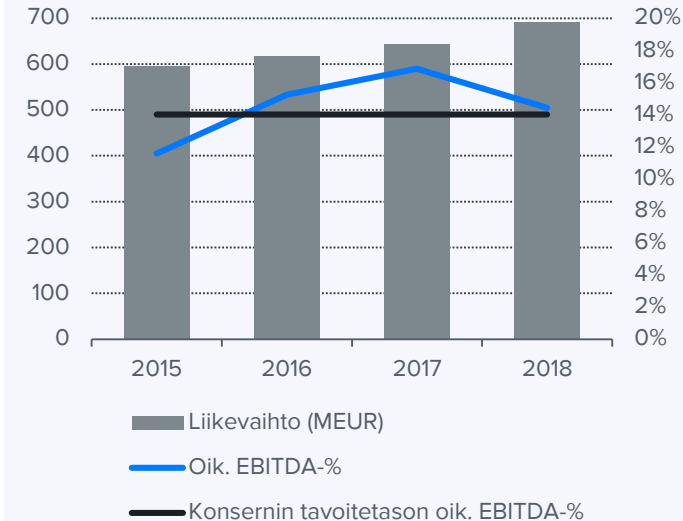
viitekehyksen myötä korkea ja niiden pitäisi mielestämme olla kannattavin osa Industrial Solutionsia ja konsernin kannattavimpia osia.

Abrasiven tärkeimpiä kilpailijoita ovat Neenah Paper, Lemen, Delfort Group ja Kammerer. Arviomme mukaan yhtiön markkinaosuus globaalista markkinasta on vajaat 20 % ja Euroopassa selvästi suurempi. Siten yhtiön asema markkinalla on vahva. Insulationissa kilpailijoita ovat Nordic Paper, Delfort Group ja Lenk ja markkina-aseman kokonaiskuva on hiomapaperiliiketoiminnan kaltainen. Pääosa kilpailijoista on yksityisomisteisia tai rakenteeltaan huonosti vertailukelpoisia, mutta Abrasiven ja Insulationin kannattavuuden pitäisi mielestämme olla suhteellisesti alan valioluokkaa vahvat markkina-asetat ja tietyt skaalaedut huomioiden.

## Kannattavuus on terveellä tasolla

Kuten todettua Industrial Solutionsin kaikki liiketoiminnot ovat nyt melko hyvässä iskussa ja divisioona saavutti viime vuonna 14 %:n oikaistun EBITDA-%:n tason, vaikka kannattavuus onkin laskukäyrällä johtuen Release Linersissa kiristyneestä kilpailusta ja teollisuuspuolen syklisistä haasteista. Arviomme mukaan konsernin kannattavuustavoitteen ylittäminen on divisioonalle hyvin mahdollista liiketoimintojen fundamentit huomioiden. Siten yksiköllä on lievää parantamisen varaa kannattavuudessa, mutta pääosa pitkän aikavälin tuloskasvusta on tultava silti liikevaihdon kasvun kautta.

### Industrial Solutions 2015-2018



# North America Specialty Solutions 1/2

## North America Specialty Solutions sisältää Q4'18:lla ostetun Experan

Ahlstrom-Munksjö osti pääomasijoittajalta Q4'18:lla Yhdysvalloissa toimivan erikoispaperivalmistaja Expera Specialty Solutionsin, josta tuli Ahlstrom-Munksjön viides divisioona North America Specialty Solutions (NASS). Kauppahinta (EV) oli noin 526 MEUR (615 MUSD), joten kyseessä oli Ahlstrom-Munksjön mittakaavassa merkittävä strateginen liike. NASS:n päämarkkina on Pohjois-Amerikka, josta yksikön 620 MEUR:n liikevaihdosta tulee arviomme mukaan noin 85 %.

NASS valmistaa useita erityyppisiä erikoispapereita sekä teollisiin loppukäyttöihin että kuluttajatuotteisiin, kuten esimerkiksi teknisten materiaalien pohja- ja suojapapereita, elintarviketeollisuuden käärepaperia sekä irrokepohjapapereita. Yksikön asiakkaita ovat pakkausten valmistajat ja konvertoijat, laite- ja elektroniikkateollisuuden valmistajat, ruoan pakkaajat, ilmailuteollisuuden komposiittivalmistajat, terveydenhuoltoala ja teippien sekä tiivisteiden valmistajat.

## Expera istuu hyvin Ahlstrom-Munksjöhön

Ahlstrom-Munksjö vahvisti yrityskaupalla asemaansa kuitupohjaisten materiaalien globaaleilla markkinoilla ja yhtiön fokuksessa olevilla korkeaa lisäarvoa luovilla alueilla. Myös NASS:n kasvunäkymät ovat positiiviset, sillä sen

tuotteiden kysyntä kasvaa tuotesegmentistä riippuen 1-8 %:n vuosivauhtia kuitumateriaaleja tukevien ajureiden myötä. NASS on arviomme mukaan useissa segmenteissään myös markkinajohtaja Pohjois-Amerikassa. Lisäksi NASS:n hankinta voi ainakin pitkällä perspektiivillä laskea Ahlstrom-Munksjön riskiprofiilia, sillä se tasoitti selvästi yhtiön liikevaihdon maantieteellistä jakaumaa ja kasvatti stabiilien kuluttajavetoisten liiketoimintojen osuutta yhtiön portfolioissa. Expera operoi myös Ahlstrom-Munksjön tavoin laatuun ja korkeaan lisäarvoon pohjautuvalla strategialla ennen kauppaa, joten tässäkin suhteessa istuvuus on hyvä, eikä myöskään päällekkäisyyksiä juurikaan ollut.

## NASS:n tuloksessa on selvää parannusvaraa

Ahlstrom-Munksjö tavoittelee kaupasta 8 MEUR:n kustannussynergioita vuoden 2019 loppuun mennessä, joista Q2'19:n loppuun mennessä oli saavutettu noin 7 MEUR (run-rate). Kulusynergijat ovat mielestämme järjestelyn kokoluokkaan suhteutettuna uskottavat. Kulusynergioiden kotiuttaminen aiheuttaa Ahlstrom-Munksjölle yhtiön arvion mukaan 7 MEUR:n kertakulut, joita pidämme kohtuullisina suhteessa synergioiden mittakaavaan (ts. takaisinmaksu alle vuosi). Kertakuluista yhtiö on arviomme mukaan kirjannut valtaosan Q4'18- Q2'19:lle. Lisäksi yhtiö on kertonut tavoittelevansa dynaamisia synergioita ristiinmyynnistä, tuotekehityksestä ja parhaiden käytäntöjen jakamisesta yhteensä 10 MEUR:lla.



## Markkinanäkymä

### Kysyntäajurit

- Kestävän kehityksen ja ympäristötietoisuuden nousu
- Komposiittimateriaalien osuuden kasvu lentokoneiden valmistuksessa
- Rakentamisen (erityisesti talonrakennus) aktiviteetti USA:ssa
- Elektronisten näyttöjen lisääntyminen viestintävälineissä
- Verkkokaupan kasvu

### Markkinakasvu- ja asema

- Kasvu 1-8 % p.a segmentistä riippuen (NASS)
- Yksi johtavista toimittajista valituissa tuotesegmenteissä

# North America Specialty Solutions 2/2

Synergioiden lisäksi NASS:lla on ulosmittaamatta jo tehdyn investoinnin tulospotentiaalia 9 MEUR. Ylösajovaiheessa oleva investointi perustuu pitkäaikaiseen sopimukseen ilmailuteollisuuden arvoketjussa olevan avainasiakkaan kanssa, mutta arviomme mukaan investoinnin saaminen täyteen lentokorkeuteen tulee viemään useita vuosia. Näin ollen NASS:ssa pitäisi olla lähivuosille hyvää tuloskasvupotentiaalia. Tämä onkin tarpeen, sillä North America Specialty Solutionsin kannattavuus (oik. EBITDA-%) oli vuonna 2018 korkeintaan tyydyttävällä 9,1%:n tasolla. Näin ollen yksiköllä on matkaa konsernin kannattavuustavoitteeseen vielä reippaasti.

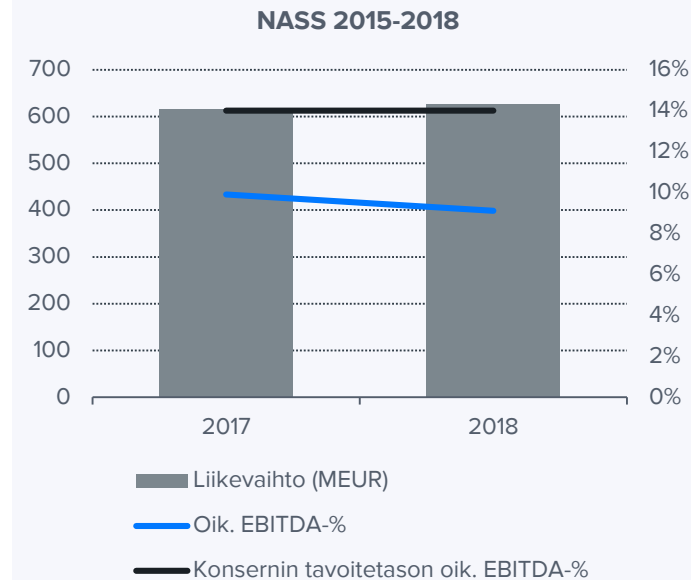
## Yrityskaupan arvonluonti nojaa voimakkaasti NASS:n tulokunnan parantamiseen

Kauppahinta vastaa Experan/NASS:n vuoden 2018 oikaistulla tuloksella EV/EBITDA-kerrointa 9,2x (2017 oikaistulla tuloksella 8,6x). Kulusynergioiden, investoinnin tuottopotentiaalain realisoiminen ja kertakulujen huomioiminen laskee EV/EBITDA-kertoimen noin tasolle 7x, kun lähtökohtana käytetään 2018 tulosta. Mielestämme Experan vuosien 2017-2018 tulosten pohjalta (kannattavuus Ahlstrom-Munksjötä heikompi) kauppahinta on korkeahko, mutta mainittujen hyötyjen realisoituessa kaupan arvostus laskisi kohtuulliseksi. Edulliseksi kauppahinta painuu, jos yhtiö onnistuu myös dynaamisten synergioiden kotiuttamisessa ja NASS:n orgaanisen kasvun jatkamisessa.

Kokonaisuus huomioiden emme pidä kaupan kertoimia erityisen halpoina, sillä Ahlstrom-Munksjön omat oikaistun EV/EBITDA-kertoimet kertoimet ovat olleet pääosin haarukassa 6x-8x ja NASS:n kannattavuuden parantumiseen liittyy myös riskejä sekä epävarmuustekijöitä. Siten kaupan arvonluonti nojaa voimakkaasti mainittujen hyötyjen kotiuttamiseen ja Experan kannattavan kasvun jatkumiseen. Ahlstrom-Munksjöllä on hyvä track-record aiempien yritysjärjestelyiden hyötyjen realisoinnista.

## Kilpailijakenttä on hajanainen

NASS:n kilpailijoita teolliseen ja tekniseen loppukäyttöön menevissä tuotteissa ovat Kapstone, Neenah Paper ja Verso. Kuluttajasektorin tuotteissa pääkilpailijoita ovat Domtar, Dunn Paper ja Twin Rivers. Paineherkissä taustapapereissa NASS kohtaa kilpailua etenkin Verson, Twin Riversin ja UPM:n suunnasta. Näin ollen kilpailijakenttä ja hajanainen ja siinä on paljon yksityisomisteisia tai muuten huonosti vertailukelpoisia yhtiöitä, minkä takia NASS:n suorituskyvyn suora peilaaminen kilpailijoihin on haastavaa. Lähtökohtaisesti emme silti usko, että NASS:n nykyinen kannattavuus olisi erityisen hyvällä tasolla suhteessa suoriin kilpailijoihin. Näin ollen yksiköllä on tästäkin näkökulmasta mielestämme selkeää tilaa tulosparannukselle, kunhan synergiat ja muut yritysjärjestelyn hyödyt kotiutuvat suunnitellusti ja orgaaninen kasvu jatkuu.



# Specialties 1/3

## Laaja tuotetarjonta useille sektoreille

Specialites koostuu viidestä liiketoiminta-alueesta, jotka ovat Advanced Liquid Technologies, Food Packaging, Beverage&Casings, Medical ja Tape. Specialitiesin tehtaat sijaitsevat Suomessa, Ruotsissa, Saksassa, Ranskassa, Espanjassa, Italiassa, Yhdysvalloissa, Isossa-Britanniassa, Kiinassa ja Intiassa. Liiketoiminnan päämarkkina-alueita ovat Eurooppa ja Pohjois-Amerikka ja Aasia.

## Advanced Liquid Technologies on yksikön tähti

Specialitiesin paras liiketoiminta on sekä kasvun että kannattavuuden osalta todennäköisesti pieni Advanced Liquid Technologies, jonka arvioimme tekevän joidenkin kymmenien miljoonien eurojen liikevaihtoa tällä hetkellä. Liiketoiminnan tuoteportfolioon kuuluu muun muassa laboratoriovälineiden ja Life Science -instrumenttien suodattimia sekä vedenpuhdistussuodattimia. Liiketoiminnan miljardin euron kohdemarkkina kasvaa sovelluksesta riippuen 1-10 %:n vuosivauhtia väestönkasvun, kaupungistumisen, puhtaan veden pulan ja kierrätystarpeen kasvun ajamina. Liiketoiminta on vakaata, sillä Advanced Liquid Technologiesin tuotteiden kysyntä tulee luonteeltaan defensiivisiltä sektoreilta.

Ahlstromissa liiketoiminta ylsi parhaimmillaan yli 20 %:n operatiivisiin käyttökatemarginaaleihin emmekä usko tilanteen heikentyneen oleellisesti viime aikoina. Yksikön korkean marginaalipotentialin taustalla on arvioimme

mukaan segmentin tuotteiden erittäin korkeat laatuvaatimukset ja yksityiskohtaiset toiminnalliset ominaisuudet, mikä mahdollistaa kilpailijoista erottautumisen tuotteilla ja antaa hinnoitteluvoimaa. Siten kyseessä on erittäin houkutteleva kasvuliiketoiminta Ahlstrom-Munksjölle ja arvioimme mukaan yhtiö on pitkällä aikavälillä kiinnostunut kasvattamaan Advanced Liquid Technologiesia myös yritysostovetoisesti, jos kohtuuhintaisia mahdollisuuksia ilmenee. Pieniin niche-taskuihin hajautuneella markkinalla Advanced Liquid Technologiesin pääkilpailijoita ovat GE Healthcare-Whatman, Advantec, MerckMillipore ja Macherey-Nagel.

## Food Packaging ja Beverage&Casings ovat keskittyneet elintarvikesektoriin

Specialitiesissa defensiiviseen elintarvikesektoriin ovat keskittyneet arviolta yhteensä Food Packaging ja Beverage&Casings, joista ensimmäinen tekee arvioimme mukaan noin 300 MEUR:n ja jälkimmäinen joidenkin kymmenien miljoonien eurojen liikevaihtoa. Beverage&Casingsin päätuotteita ovat mm. teepussien materiaali, kahvikapselit, etikettimateriaalit ja kotelot, kun taas Food Packaging valmistaa ja myy käärepapereita, leivinpapereita, valmisruokapakkauksia ja joustopakkauspapereita. Food Packagingin markkina on arvioimme mukaan useamman miljardin eikä sillä ole arvioimme mukaan merkittäviä markkinaosuuksia globaalisti tai lokaalisti.



## Markkinanäkymä

### Kysyntäajurit

- Tehokkaiden, nopeiden ja potilasystävällisten terveydenhuoltoratkaisujen kasvava tarve (Advanced Liquid Technologies)
- Puhtaan veden tarve, nousevat laatustandardit ruoalle ja nesteille sekä testaussovelluksille (Advanced Liquid Technologies)
- Kuluttajien ja regulaation luoma ympäristövaatimusten nousu (Food Packaging / Beverage&Casing)
- Pakkausten käytettävyys ja innovaatiot (Food Packaging / Beverage&Casing)
- Remontointi- ja rakennusaktiiviteetti (Tape)
- Auto- ja elektroniikkateollisuus (Tape)
- Kasvava vaativien leikkausten määrä (Medical)
- Kertakäyttösuojien kysynnän kasvu (Medical)

### Markkinakasvu- ja asema

- Kasvu 2-3 % p.a (Food Packaging)
- #1-2 leipominen ja ruoanlaitto (Food Packaging)
- Kasvu 2-8 % p.a segmentistä riippuen (Beverage&Casing)
- #1-2 päällystetyt erikoispaperit (Beverage&Casing)
- Kasvu 5 % p.a (Tape)
- #1-2 (Tape)
- Kasvu 3 % p.a (Medical)
- #1-3 (Medical)
- Kasvu 1-0 % p.a (Advanced Liquid Technologies)
- #2 (Advanced Liquid Technologies)

## Specialties 2/3

Beveragen& Casingin markkina on selvästi pienempi eli joitakin satoja miljoonia euroja eivätkä myöskään sen markkinaosuudet ole huomattavan suuria. Molempien liiketoimintojen kasvupotentiaali on myös hyvällä tasolla 2-8 %:n haarukassa (osa Beveragesta haarukan ylälaidassa ja Food Packaging sekä Casings alaosassa), mitä ajavat jälleen väestön kasvun, elintason kasvun ja kestävän kehityksen kaltaiset trendit.

### Molemmat liiketoiminnat ovat olleet kannattavuusvaikeuksissa

Arviomme mukaan sekä Food&Packagingin että Beverage&Casingin kannattavuus on tällä hetkellä heikolla tasolla. Tämä johtuu arviomme mukaan etenkin muutamista ongelmayksiköistä, joiden tuntuvat tappiot (jo EBITDA:n tasolla) ovat peittäneet alleen tervettä tai jopa hyvää kannattavuutta tehneiden yksiköiden tulokset. Selkein ongelmakohta on ollut Food&Packagingissa raskaasti tappiollinen yksipuoleisten paperien tuotanto (ongelmien juurisyy homogeeniset tuotteet, ylikapasiteetti ja heikko hinnoitteluvoima). Tältä osin tilannetta pitäisi kuitenkin parantaa yhtiön jo H1'19:lla toteuttama paperikoneen sulkeminen Ranskassa, jonka pitäisi parantaa käyttökattetta 13 MEUR:lla vuosina 2019-2020. Lisäksi yhtiö on pyrkinyt siirtymään Food Packagingissa arvoketjussa eteenpäin esimerkiksi lisäämällä

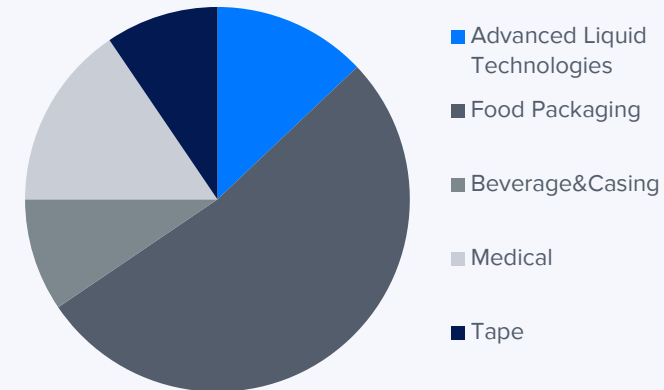
leivinpaperituotteiden jalostusta, minkä pitäisi myös auttaa tulevina vuosina kannattavuuden elvyttämisessä. Beverage&Casingissa yhtiö aikoo parantaa kannattavuutta investoinnilla käytettyyn tuotantolinjaan Isossa-Britanniassa, jonka pitäisi parantaa yksikön tuotantotehokkuutta, volyymiä ja laatua.

### Medical defensiivinen kasvuliiketoiminta

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

Medicalin saavutettava markkina on arviomme mukaan noin miljardin euron tasolla, joten Ahlstrom-Munksjön markkinaosuus ei ole huomattavan suuri, vaikka yhtiö onkin globaalisti merkittävä peluri sektorilla. Medicalin tuotteiden kysyntä kasvaa noin 3 %:n vuosivauhtia, mitä ajaa elintason nousun, länsimaiden väestön ikääntymisen ja kestävän kehityksen kaltaiset trendit. Siten kyseessä on kohtuullisen kasvupotentiaalinen liiketoiminta konsernille. Medicalin kannattavuuden arvioimme olevan kohtuullisella tasolla, mutta yksikön marginaaleissa on parantamisen varaa.

### Specialitiesin myynnin jakauma



## Specialties 3/3

Konsernin korkeimmille tasoille Medicalin marginaalipotentiali ei arviomme mukaan kuitenkaan yllä johtuen liiketoiminnan fragmentoituneista rakenteista, jossain määrin rajallisista differentioitumismahdollisuuksista sekä kovasta kilpailusta. Medical kilpailee Berry Plasticsin, SAAF:n ja Halyardin kaltaisten suuryhtiöiden kanssa, joten kilpailu sektorilla on kovaa.

### Tape on Specialtiesin ydintä

Tape valmistaa teippien taustamateriaalia teippien valmistajille. Liiketoiminnan tuotteiden loppukäyttäjät ovat rakennus- ja autoteollisuuden asiakkaat, joten liiketoiminta on verrattain syklistä. Arviomme mukaan Tapeden liikevaihto on joitakin kymmeniä miljoonia euroja, joka kertyy pääasiassa Euroopasta ja Pohjois-Amerikasta sekä pienemmissä määrin Aasiasta.

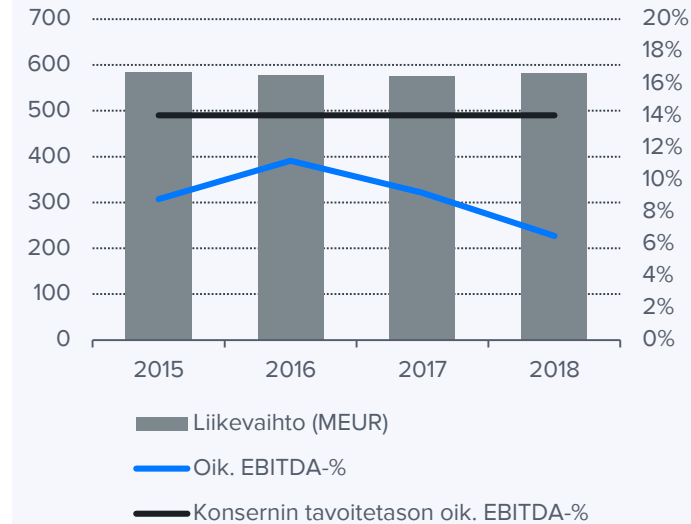
Koko teippiliiketoiminnan saavutettava markkina on arviomme mukaan vajaat miljardin euroa, mutta tästä Ahlstrom-Munksjölle relevanttia on tällä hetkellä ”maalari-teippien” osuus. Maalari-teippien taustamateriaalissa yhtiön globaali markkinaosuus on myös arviomme mukaan merkittävä, mutta koko teippien taustamateriaalin markkinalla yhtiö ei ole vielä huomattava peluri. Myös Tape on kasvuliiketoiminta, sillä auto- ja rakennussektoria ajavat BKT-kasvuun liitännäiset trendit nostavat teippimateriaalien kysyntää noin 5 %:n

vuosivauhtia. Yksikön kannattavuuden arviomme olevan tyydyttävällä tasolla ja mielestämme liiketoiminnan markkinadynamiikan iso kuva (ml. teollisten asiakkaiden korkeat laatuvaatimukset) ja differentioitumismahdollisuudet) huomioiden kannattavuudessa on parantamisen varaa, vaikka konsernin kannattavimpia liiketoimintoja Tapesta tuskin tulee maltillisen markkinaosuuden ja haastavan asiakasrakenteen takia. Yksikön pääkilpailijoita ovat Swiss Quality Paper, YFY Group ja Potsdam Speciality Paper.

### Kannattavuudessa on parantamisen varaa

Kuten todettua, Specialtiesin kaikki yksiköt ovat kasvuliiketoimintoja, mutta niiden kannattavuudet ovat polarisoituneita. Tällä hetkellä divisioona on kaukana kannattavuuspotentialistaan ja myös tyydyttävästä kannattavuudesta. Myöskään pelkkä Ranskan paperikoneen sulkeminen ei nosta yksikköä yksin erityisen hyvälle kannattavuustasolle, vaikka sen tappioiden eliminointi onkin kokonaisuuden kannalta tärkeää. Konsernin lähivuosien kehityskaaren kannalta Specialties on kuitenkin arviomme mukaan keskeisessä roolissa, sillä liiketoiminnalla pitäisi lähtötasot huomioiden olla tuloskasvupotentiaalia sekä kasvun että marginaaliparannuksen kautta. Konsernitason yli 14 %:n EBITDA-% näyttää mielestämme kuitenkin ainakin keskipitkällä aikavälillä haastavalta tavoitteelta Specialtiesille.

Specialties 2015-2018



# Taloudellinen tilanne 1/2

## Tase on raskas suhteessa liiketoiminnan kokoluokkaan

Kuten tyypillisesti päävaltaiselle prosessiteollisuudelle, Ahlstrom-Munksjön taseen loppusumma on yhtiön liiketoiminnan kokoluokkaan nähden korkea. Q2'19:n lopussa se oli noin 3,2 miljardia euroa ja IFRS 16 -standardi nosti taseen loppusummaa vain lievästi vuoden 2019 alussa. Tämä rasittaa pääoman tuottolukuja ja heijastuu siten negatiivisesti osakkeelle hyväksyttävään tasepohjaiseen arvostukseen.

Q2'19:n lopussa taseen pitkäaikaisista varoista kiinteää omaisuutta (ts. tuotantolaitoksia) on 1117 MEUR, mutta huomiotavaa on, että aineettoman omaisuuden määrä taseessa on jopa lievästi suurempi. Aineettomasta omaisuudesta eri yritysjärjestelyissä syntyntä liikearvoa on reilut 635 MEUR. Emme näe suurehkossa liikearvomassassa akuutteja alaskirjaustarpeita, kunhan yhtiön tuloskehitys pysyy suotuisana. Muuta aineetonta omaisuutta on 500 MEUR. Tätä yhtiö kuitenkin poistaa tuloslaskelmassa ja siten erä supistuu lievästi, mikä taas rajoittaa erän kuranntiuteen liittyviä riskejä. Lyhytaikaisia varoja taseessa on lähinnä käyttöpääomaeriin ja kassaan liittyen yhteensä noin 964 MEUR.

Vastuiden puolella yhtiöllä oli omaa pääomaa Q2'19:n lopussa noin 1116 MEUR. Konsernissa ei ole merkittäviä vähemmistöomistajia. Korollista velkaa (valtaosa pitkäaikaista) yhtiöllä oli noin

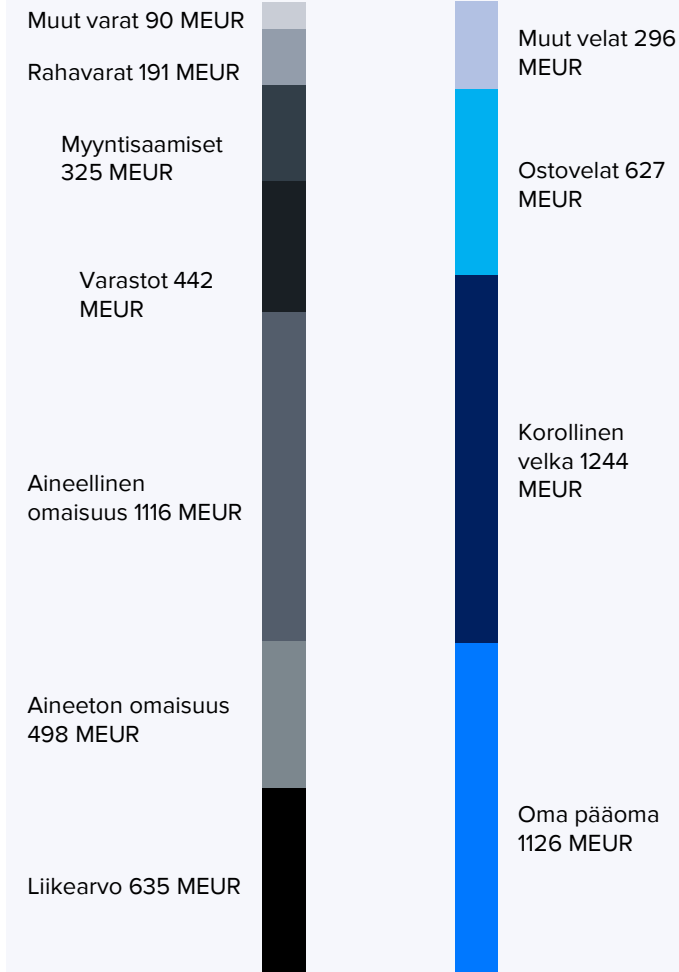
1244 MEUR (sis. vuokarasopimusvelat). Korollisen velan keskkoron arvioimme olevan noin 3,1%, joten yhtiön velkarahoitus on kohtuuhintaista. Suurempia velkaeria ei myöskään ole lähiaikoina erääntymässä ennen vuotta 2021. Loput taseen vastuista olivat ostovelkoja ja muita korottomia velkoja.

## Yhtiö on velkaantunut, mutta rahoitusasema on hallinnassa

Ahlstrom-Munksjön omavaraisuusaste oli Q2'19:n lopulla 34 % ja nettovelkaantumisaste 94 % (sis. IFRS 16). Yhtiö on siten aavistuksen alle 100 %:ssa olevan tavoitetasonsa alapuolella velkaantumisen suhteen, mutta arvioimme mukaan nykyinen velkataso on jo lievästi yhtiön mukavuusalueen yläpuolella. Myöskään velanhoitokyky ei toistaiseksi ole erityisen hyvä, koska Q2'19:n lopussa Ahlstrom-Munksjön nettovelan ja oikaistun käyttökäteen suhde oli yli 3x.

Näin ollen yhtiön pitäisi mielestämme saada parannettua etenkin kannattavuuttaan, jotta taseriskit eivät pääse nostamaan päätään todennäköisesti heikompaa suhdannetta kohti mentäessä. Parantuneen kannattavuuden myötä yhtiö voisi myös lyhentää hieman velkojaan ja oman pääoman osuuden kasvu laskisi suhteellista velkaantumista. Akuuttia vaaraa tasetilanne ei kuitenkaan mielestämme aiheuta, vaan johdolla on rahoitusaseman puolesta hyvä työrauha liiketoiminnan kehittämiseen.

## Taserakenne Q2'19:n lopussa



# Taloudellinen tilanne 2/2

## Kassavirta kiihtyy, kun kannattavuus paranee ja investointiohjelma on toteutettu

Lähtökohtaisesti Ahlstrom-Munksjön liiketoiminnan kassavirtaprofiili suhteessa tulokseen on mielestämme melko hyvä, sillä yhtiön tulosta rasittavat noin 30 MEUR:lla ei-kassavaikutteiset PPA-poistot ja muutenkin yhtiön poistomassa on melko suuri. Maksettujen rahoituskulujen arvioimme olevan suurin piirtein tuloslaskelmaan kirjattavien rahoituskulujen tasolla, kun taas maksetut verot voivat lähivuosina jäädä vanhojen tappioiden hyödyntämisen takia hieman tuloslaskelmaan kirjattuja veroja alemmiksi. Käyttöpääomaa Ahlstrom-Munksjön liiketoiminnan kasvu tyypillisesti sitoo hieman, mutta vuoden 2018 lopulla ja vuoden 2019 alussa yhtiön käyttöpääoma oli arvioimme mukaan koholla, joten lyhyellä tähtäimellä käyttöpääomatarve ei välttämättä nouse oleellisesti. Käyttöpääoman kausiluonteisen käyttäytymisen takia Ahlstrom-Munksjön liiketoiminnan rahavirta vahvistuu tyypillisesti loppuvuotta kohti.

Kuten todettua, yhtiöllä on käynnissä orgaaninen investointiohjelma, joten kuluvan vuoden investoinnit ovat arvioimme mukaan vielä selvästi normalisoitua tasoaan ylempään noin 170 MEUR:ssa (vrt. poistot aineellisesta omaisuudesta noin 120 MEUR). Arvioimme investointitasojen laskevan jo ensi vuonna ja ”normaalit” (ts. ei

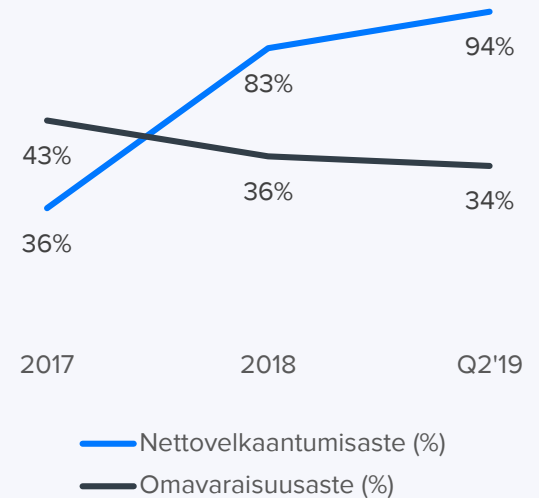
strategisia kasvuinvestointeja) vuosittaiset ylläpito- ja kehitysinvestoinnit ovat arvioimme mukaan noin 100 MEUR:n tasolla. Näin ollen yhtiön vapaa kassavirta jää lyhyellä tähtäimellä vaisuksi, mutta vahvistuu selvästi 2020-luvun puolella, kunhan investointitasot laskevat ja kannattavuus paranee.

## Osingon kasvuvara riippuu tuloskehityksestä

Arvioimme mukaan yhtiö allokoii vapaata kassavirtaansa lähivuosina sekä vakaaseen osinkoon ja velkojen lyhentämiseen lähtökohtaisesti melko tasavertaisesti. Mielestämme velkojen takaisinmaksu olisi järkevää riskitason laskemiseksi ja toisaalta taloudellisen liikkumavaran lisäämiseksi. Tämä olisi tarpeen, koska yrityskaupat kuuluvat pitkällä tähtäimellä yhtiön työkalupakkiin ja potentiaalisia hankintoja varten taseessa olisi hyvä olla myös velkakapasiteettia.

Näin ollen osingon kasvunäkymä riippuu mielestämme etenkin yhtiön lähivuosien tuloskehityksen kulmakertoimesta ja osingon kasvattaminen vaatii mielestämme yhtiöltä selkeää tuloskasvua. Vähintään vakaa osinkotaso yhtiön pitäisi mielestämme pystyä säilyttämään, kunhan yleistalous ja sitä kautta Ahlstrom-Munksjön tuloskunto eivät sakkaa. Kaikissa skenaarioissa kiveen hakattuna yhtiön nykyisen osinkotason kestävyyttä ei kuitenkaan voi mielestämme kohonnut velkaantuminen huomioiden lyhyellä tähtäimellä pitää.

Taserakenteen kehitys 2017-Q2'19





# Ennusteet 1/5

## Ennustemalli

Lyhyen aikavälin ennusteissamme mallinamme Ahlstrom-Munksjön kehitystä divisioonatasolla perustuen arvioimiimme volyyymikehityksiin, keskihintoihin ja yksikkökustannuksiin. Yhtiö ei kuitenkaan julkaise enää volyymejään, mikä heikentää divisioonatason mallinnuksen läpinäkyvyyttä selvästi. Lisäksi mallinamme koko konsernin liikevaihdon kasvua, myyntikatetta ja OPEX-kulujen rakennetta. Ennusteemme perustuvat arvioidemme mukaiseen raaka-aineiden hintakehitykseen ja valuuttakursseihin. Pitkän aikavälin ennusteemme taas pohjautuvat markkinakasvuennusteisiin, arvioimaamme markkinaosuuskehitykseen, yhtiön historiallisiin kannattavuusmarginaaleihin ja arvioimaamme marginaalipotentialiin. Ennusteissamme ei oteta huomioon potentiaalisten uusien yrityskauppojen vaikutuksia.

## Makrotalouden näkymät

Vuodet 2017 ja 2018 olivat maailmantaloudessa laaja-alaisesti vahvoja, mutta talousnäkymät ovat synkentyneet kuluvan vuoden aikana selvästi ja talouskasvuennusteita lähivuosille on jouduttu laskemaan viime aikoina toistuvasti. Vuonna 2019 ja lähivuosina talouskasvuvauhdin odotetaan yleisesti jäävän kahden edellisvuoden alapuolelle, mutta pysyvän hidastumisesta huolimatta positiivisena kaikilla alueilla. Keskeinen negatiivinen ajuri on ollut USA:n ja Kiinan välillä

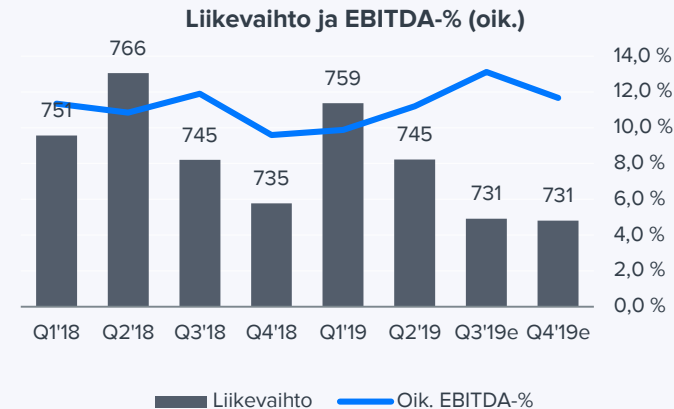
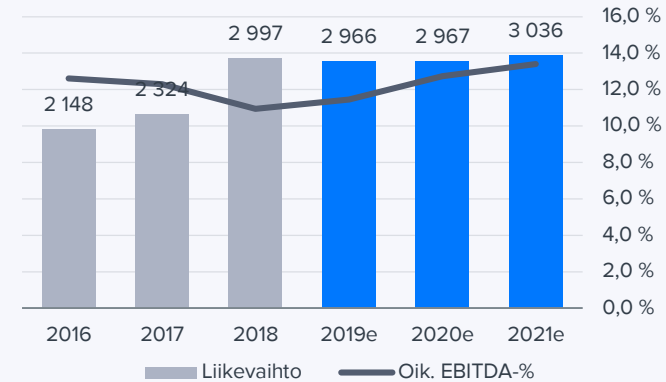
kiristynyt kauppatilanne. Lisäksi Euroopassa Brexit ja muut poliittiset riskit ovat heikentäneet näkymiä. Heikentyneen talouskasvunäkymän takia USA:n keskuspankin korkosykli on ainakin toistaiseksi tullut päätökseen ja Fed laski korkoa kerran heinäkuussa 2019. Euroopassa ollaan puolestaan tukevasti nollakoroissa.

Kokonaisuutena heikentyvä ja negatiivisten riskien värjätämä makroympäristö tekee mielestämme Ahlstrom-Munksjön toimintaympäristön näkymistä epävarmat lähivuosille. Siten etenkin yhtiön volyymikasvun näkymä on makrokuvan perusteella normaalia heikompi ja epävarma, mutta positiivisena pysyvässä talouskasvuypäristössä yhtiön markkinoiden pitäisi kasvaa maltillisesti. Kilpailu kuitenkin kiristyy markkinakasvun hidastuessa. Rauhoittuva kysyntäkuva ja kiristynvä kilpailu luovat tiettyä painetta myös hinnoitteluun. Tätä vähintäänkin kompensoi tuloksen hidastuvalle talousympäristölle tyypillinen raaka-ainehintojen lasku, vaikka myös raaka-aineiden hintojen lasku luo niin ikään lisäpainetta hintoihin tietyllä viiveellä.

## Vuoden 2019 ennusteet

Ahlstrom-Munksjö ei ole antanut kuluvalle vuodelle selkeää ohjeistusta. Q2-raportissaan yhtiö on julkaissut näkymät, joiden mukaan yhtiön kysyntä on hidastunut joissakin tuotesegmenteissä ja asiakkaat ovat pienentäneet varastojaan. Kysynnän yhtiö kertoi pysyvän epävarmana ja vaihtelevan edelleen.

## Konsernin liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



## Ennusteet 2/5

Bruttokatteet ovat kuitenkin pysyneet alkuvuodesta nousussa ja yhtiö uskoo käynnissä olevien synergiaetujen realisoiminnin ja säästötoimien vahvistavan koko vuoden tulosta. Viime vuonna Ahlstrom-Munksjön pro forman oikaistu käyttökate oli 330 MEUR.

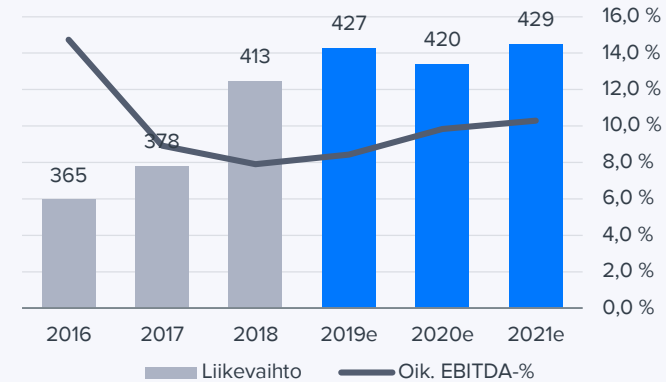
H1:llä Ahlstrom-Munksjön liikevaihto (pro forma) laski vajaan 1 % 1504 MEUR:oon johtuen etenkin volyymien laskusta. Volyymit laskivat H1:llä 6-7 %, kun yhtiön asiakkaat valmistautuivat hitaampaan talouskasvuun ja pienensivät varastojaan. Hintojen korotukset tukivat arviomme mukaan myyntiä noin 2-3 % ja vastaava positiivinen vaikutus oli suotuisilla valuuttakursseilla. H1:llä Ahlstrom-Munksjön oikaistu käyttökate heikkeni 6 % vertailukaudesta 159 MEUR:oon johtuen etenkin volyymien laskusta. Huomattavaa on myös se, että IFRS 16 tuki oikaistua käyttökate 8 MEUR:lla, joten vertailukelpoisella kirjanpidolla tuloksen pudotus olisi ollut vieläkin suurempi. Sen sijaan tonnikohtaiset bruttokatteet paranivat Q1:llä ja edelleen Q2:lla, sillä myyntihintojen ja raaka-ainekulujen erotus kehittyi suotuisasti. Raaka-aineiden hintojen lasku (ml. sellu ja titaanidioksidi) ei näkynyt tuloksessa sopimusmekanismien ja varastojen luomien viiveiden takia vielä H1:llä. Alemmilla riveillä kertaerät sekä kohollaan olleet rahoituskulut ja verot painoivat H1:n EPS:n 0,16 euroon. Näin ollen yhtiön vuosi lähti käyntiin hitaasti kiihdyttäen (Q2 selvästi Q1:stä parempi).

Ennustamme Ahlstrom-Munksjön parantavan tuloskuntoa loppuvuotta kohti, kun yhtiön

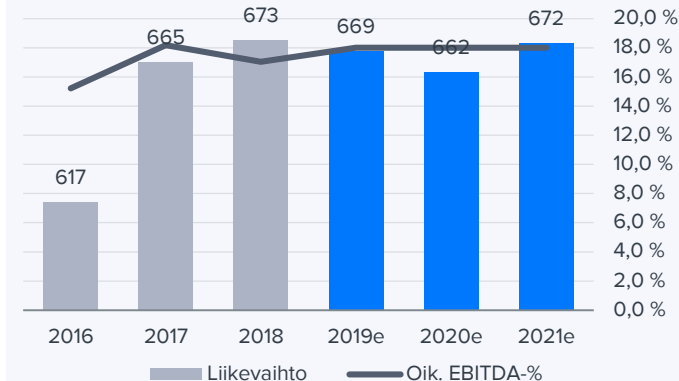
tuloskuntoa alkavat tukea asteittain 1) Q2:n aikana jatkunut ja arviomme mukaan loppuvuonna jatkuva raaka-aineiden (etenkin sellun) hintojen lasku 2) yritysjärjestelyiden synergiasäästöjen eteneminen 3) Ranskan (Specialities) paperikoneen Q1:llä tapahtunut sulkeminen 4) vuoden aikana ylösajettavien uusinvestointien ensimmäiset tulosvaikutukset. Vastaavasti volyymien arviomme jäävän viime vuotta alhaisemmalle tasolle, vaikka odotammekin negatiivisten varastoeffektien helpottavan H1:n jälkeen. Yhtiön myyntihintojen arviomme pysyvän aivan loppuvuoteen asti lähes nykyisillä korkeilla tasoillaan, mutta pidemmällä perspektiivillä osa raaka-aineiden hintojen laskun hyödyistä valuu arviomme mukaan viime vuosina mittavia hinnan korotuksia nielleille asiakkaille alempien hintojen muodossa. Kokonaisuutena sellun laskeva hintatrendi luo kuitenkin yhtiölle huomattavasti nousutrendiä helpomman toimintaympäristön. Lisäksi valuutat tuovat yhtiölle lievää tulostukea tänä vuonna, mutta tuki heikkenee H2:lla.

Odotamme Ahlstrom-Munksjön liikevaihdon laskevan tänä vuonna 1 %:n 2966 MEUR:oon. Divisioonista arviomme NASS:n yltävän lievään kasvuun USA:n kohtalaisen talouskasvuun ja korkeamman sellukulujen tason takia, mutta tämä kompensoituu heikkenevistä markkinoista ja kireästä kilpailusta kärsivien Decorin ja Industrial Solutionsin liikevaihtojen laskulla. Filtration&Performancelta ja Specialitiesilta odotamme melko vakaata myynnin kehitystä.

### Decorin liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



### F&P:n liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



## Ennusteet 3/5

Oikaistua käyttökattetta arvioimme yhtiön pystyvän tänä vuonna kasvattamaan 3 % 340 MEUR:oon. Näin ollen odotamme yhtiön yltävän näkymissään asettamansa riman (ts. tulos vahvistuu) yli tänä vuonna vertailukautta heikommasta H1:stä huolimatta. Divisioonista odotamme tuloskasvua edellä mainittujen ajurien kautta tulosmoottori Filtration&Performancelta ja heikolta tasolta ponnistavalta Specialtiesilta. Sen sijaan NASS:n ja Decorin tulokuntojen arvioimme pysyvän vakaina heikohkoilla tasoillaan. Industrial Solutionsin tulokunto heikkenee arviomme mukaan tänä vuonna selvästi, kun kiristynyt kilpailu (ts. hinta- ja volyympaineet) Release Linerissa ja syklisten Abrasiven sekä Insulationin markkinoiden jäähtyminen painavat kannattavuutta (taustalla on jo vaisuhko H1)

Tuloslaskelman alemmilla riveillä Ahlstrom-Munksjön poistot ovat arviomme mukaan tänä vuonna 170 MEUR:n tasolla ja uudelleenjärjestelyihin sekä synergioiden kotiuttamiseen liittyvä kertaerät noin -27 MEUR. Rahoituskulujen arviomme olevan noin 45 MEUR ja veroasteen normalisoitua tasoa korkeampi 30 %. Näin ollen oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennusteemme on vertailukauden alapuolella 0,75 eurossa. Vuoden 2019 ennusteemme ovat sekä oikaistun käyttökattteen että EPS:n osalta hieman konsensuksen alapuolella. Emme ole tehneet

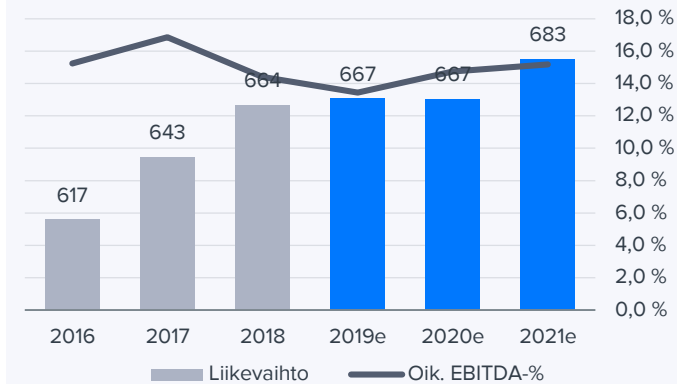
kuluvan vuoden ennusteisiimme oleellisia muutoksia.

Osinkoa arvioimme yhtiön maksavan tästä tuloksesta viime vuoden tavoin 0,52 euroa osakkeelta. Vapaan rahavirran arvioimme jäävän vaisuksi, sillä kuluvana vuonna investoinnit ovat vielä korkeahkolla noin 170 MEUR:n tasolla. Vuoden lopussa yhtiön omavaraisuusaste on ennusteidemme mukaan 36 % ja nettovelkaantumisaste 85 %. Näin ollen Ahlstrom-Munksjön tasetilanne pysyy ennusteidemme mukaisella tuloskehityksellä hyvin hallinnassa, vaikka arviomme mukaan velkamäärä onkin yhä lievästi yhtiön mukavuusalueen yläpuolella.

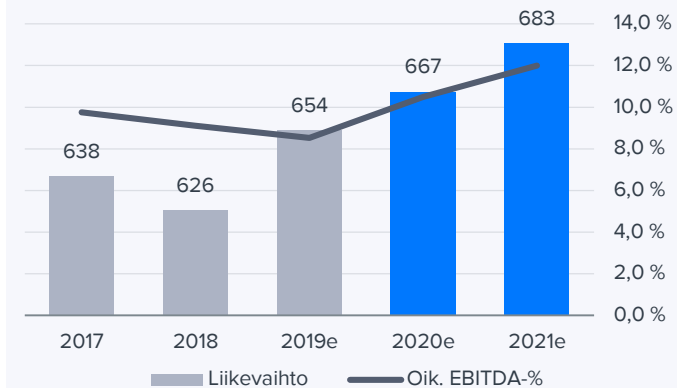
### Vuosien 2020 ja 2021 ennusteet

Vuoden 2020 pitäisi olla Ahlstrom-Munksjölle selvästi kuluvaa vuotta puhtaampi, kun pääosa Experan ja Caieiraksen integraatioimista, Ranskan paperikoneen sulkeminen sekä tietty osa orgaanisten investointien ylösajoista saadaan tehtyä vuoden 2019 aikana. Näin ollen emme toistaiseksi odota yhtiön toistaiseksi julkistamien toimien aiheuttavan yhtiölle kertakuluja enää ensi vuodelle. Aiemmin tehdyt toimenpiteet tukevat myös yhtiön tulosta vuosina 2020-2021, mutta investointien positiiviset vaikutukset tulevat läpi tulokseen asteittain vuosina 2020-2023, sillä merkittäviä investointeja on valmistumassa vasta vuosina 2020-2021.

### IS:n liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



### NASS:n liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



## Ennusteet 4/5

Vuosikymmenen vaihteen kysyntätilanteeseen liittyy mielestämme tässä vaiheessa huomattavaa epävarmuutta, kun huomioidaan heikkenemään päin kaikilla mantereilla oleva makrokuva. Makroennusteet odottavat kuitenkin toistaiseksi selkeää kasvua, joten lähtökohtaisesti odotamme yhtiöltä toistaiseksi lievää volyymikasvua markkinoiden mukana. Lisäksi markkinaosuuksien maltillinen voittaminen on Ahlstrom-Munksjölle mahdollisuuksien rajoissa, kun huomioidaan kilpailukykyinen nykytarjonta, R&D-panostukset ja investointien luoman uuden kapasiteetin antamat mahdollisuudet.

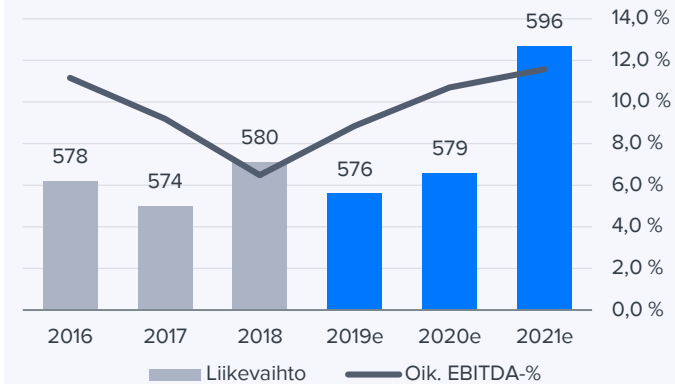
Kustannusten osalta pidämme lähivuosien näkymiä kohtalaisina, sillä 2020-luvun puolella sellumarkkinoille pitäisi tulla uutta kapasiteettia, jonka odotamme pitävän sellun hintojen pidemmän ajan keskiarvon tasoilla. Toisaalta emme kuitenkaan usko yhtiön pystyvän leventämään myyntikatemarginaalejaan viime vuosien 51-55 %:n tasoilta vaan osa sellun hintojen laskusta menee arvioimme mukaan asiakkaille laskevien hintojen muodossa. Valuuttojen osalta odotamme yhtiölle tulevan pitkässä juoksussa mieluummin lievää vasta- kuin myötätuulta tällä hetkellä heikon EUR/USD-kurssin takia. Näkyvyys sellun hinnan ja valuuttojen kehitykseen on kuitenkin kroonisesti heikko.

Vuosina 2020-2021 ennustamme Ahlstrom

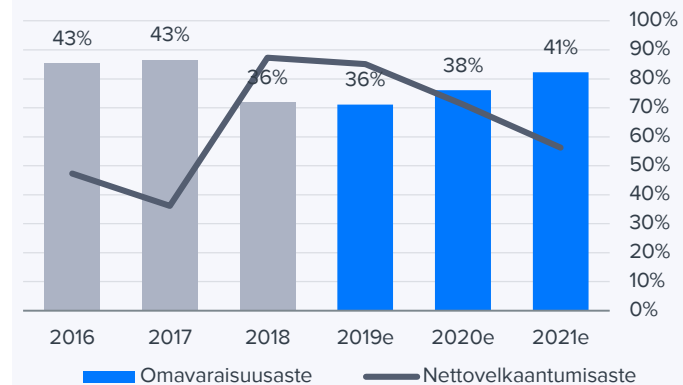
Munksjön liikevaihdon kasvavan 0,1% ja 2,3 % ja operatiivisen EBITDA:n kohoavan 377 MEUR:oon ja edelleen 406 MEUR:oon. Nämä vastaavat 12,7 %:n ja 13,4 %:n oikaistuja EBITDA-marginaaleja. Kannattavuuden parantumista tukee aiemmin tässä kappaleessa mainitut ajurit. Divisioonatasolla odotamme kaikkien divisioonien kasvavan ja parantavan kannattavuuttaan vuosina 2020-2021. Tulokasvun pääajureita ovat arvioimme mukaan Specialities, Decor ja NASS, joissa tulosparannusvaraa on vaisujen lähtötasojen takia eniten. Lisäksi odotamme Industrial Solutionsin tuloksen kääntyvän vuosina 2021-2022, kun kysynnän kasvu helpottaa kilpailutilannetta Release Linersissa ja sellun hinta laskee. Filtration&Performancen arvioimme pysyvän vakaasti erittäin hyvässä tulokunnossa vahvan markkina-asemansa turvin.

Tuloslaskelman alemmilla riveillä odotamme yhtiön poistojen (ml. PPA-poistoja) pysyvän korkeina. Rahoituskulujen arvioimme kääntyvän lievään laskuun 2020-luvun alkupuolella ja veroasteen asettuvan noin 25 %:iin. Näin ollen EPS kasvaa lievällä vivulla suhteessa operatiiviseen käyttökatteeseen (2019/2020: EPS 1,06 euroa ja 1,31 euroa). Tulosennusteemme ovat sekä oikaistun käyttökatteen että EPS:n tasolla joitakin prosentteja konsensuksen alapuolella. Emme ole tehneet vuosilla 2020-2021 oleellisia ennustemuutoksia.

### Specialitiesin liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



### Taseen avainlukujen kehitys



# Ennusteet 5/5

Investoinnit kääntyvät arviomme mukaan lievään laskuun vuoden 2019 jälkeen ja pysyvät vuosina 2020 ja 2021 kokonaispoistojen alapuolella. Vapaa rahavirran kohtuullisen näkymän takia yhtiö pystyy arviomme mukaan pitämään osinkonsa lievässä kasvussa ja samalla lyhentämään velkojaan. Vuosien 2020 ja 2021 osinkoennusteemme ovat 0,55 ja 0,60 euroa osakkeelta. Taseen puolella odotamme yhtiön nettovelkaantumistasteen olevan vuoden 2020 lopussa lievästi koholla noin 71 %:ssa, mutta vuoden 2021 lopulle ennustamamme 56 %:n nettovelkaantumisaste alkaa arviomme mukaan olla jo yhtiön mukavuusalueen lähistöllä.

## Pitkän aikavälin ennusteet

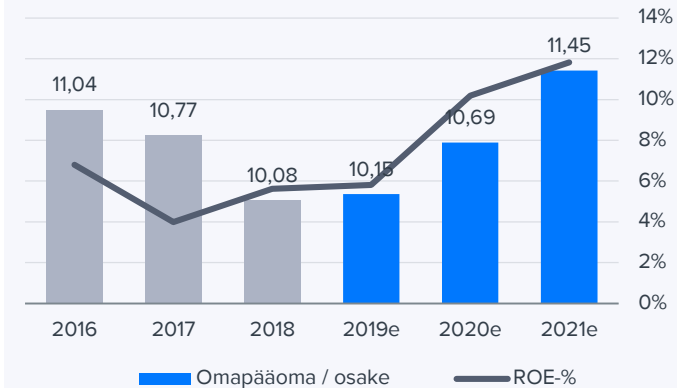
Pitkällä aikavälillä ennustamme Ahlstrom-Munksjön pystyvän kasvamaan orgaanisesti aavistuksen markkinoita nopeammin keskimäärin noin 2-3 %:n vuosivauhtia. Korostamme kuitenkin, että pitkällä aikavälillä arviomme Ahlstrom-Munksjön jatkavan yritysjärjestelyjä ostopuolella, mikä nostaisi kauppojen kokoluokista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

Kannattavuuden suhteen arvioimme operatiivisten EBITDA-marginaalien liikkuvan noin 11,2-13,6 %:n haarukassa pitkällä aikavälillä

kiristyvän kilpailun luodessa painetta katteisiin asteittain 2020-luvun loppupuolelle mentäessä. Näin ollen emme toistaiseksi ennusta, että yhtiö tulee saavuttamaan tavoittelemansa yli 14 %:n oikaistun EBITDA-%:n yli syklin. Syklisesti hyvinä vuosina tavoitetason ylittäminen on mielestämme täysin mahdollista, mutta niitä ei näytä olevan lähivuosina tulossa tämänhetkinen makrokuva huomioiden ja pidemmälle katsottaessa ennustettavuus on jo varsin heikko.

Pitkällä tähtäimellä tavoitekannattavuuden saavuttaminen yli syklin vaatisi arviomme mukaan yhtiöltä etenkin tuoteportfolion jatkuvaa ja onnistunutta uudistamista (ml. esim. orgaaninen kasvu ja tuotemixin parantuminen), onnistuneita yritysjärjestelyitä (ml. esim. Decorin markkina-aseman parantaminen) sekä mahdollisesti vetäytymistä tietyistä heikkokatteisista ongelmasegmenteistä (ml. esim. yksipuoleisesti päällystetyt paperit). Tämän myötä Ahlstrom-Munksjö voisi päästä nostamaan keskimääräisiä myyntihintoja volyymien ohella, jolloin kasvu skaalautuisi tehokkaammin kannattavuuteen. Tämä ei ole täysin mahdotonta, mutta haluamme nousevista keskihinnoista ja volyymeistä yhtiöltä lisää näyttöjä ennen kuin olemme valmiita nostamaan pitkän aikavälin kannattavuusennusteemme yhtiön tavoitetason alarajalle ja/tai alarajan yläpuolelle.

## Oma pääoma / osake ja ROE-%



## Osinko per osake ja jakosuhte



# Kvartaaliennusteet

| Tuloslaskelma                        | 2017        | Q1'18        | Q2'18        | Q3'18        | Q4'18        | 2018        | Q1'19        | Q2'19        | Q3'19e        | Q4'19e        | 2019e        | 2020e        | 2021e        | 2022e        |
|--------------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Liikevaihto</b>                   | <b>2324</b> | <b>751</b>   | <b>766</b>   | <b>745</b>   | <b>735</b>   | <b>2997</b> | <b>759</b>   | <b>745</b>   | <b>731</b>    | <b>731</b>    | <b>2966</b>  | <b>2967</b>  | <b>3036</b>  | <b>3118</b>  |
| Decor                                | 432         | 113          | 115          | 109          | 115          | 452         | 113          | 105          | 100           | 108           | 427          | 420          | 429          | 435          |
| Filtration&Performance               | 665         | 167          | 175          | 168          | 163          | 673         | 172          | 169          | 165           | 163           | 669          | 662          | 672          | 690          |
| Industrial Solutions                 | 678         | 176          | 177          | 175          | 163          | 691         | 169          | 170          | 164           | 163           | 667          | 667          | 683          | 705          |
| Specialties                          | 574         | 146          | 151          | 143          | 141          | 580         | 148          | 143          | 144           | 142           | 576          | 579          | 596          | 615          |
| North America Specialty Solutions    | 0           | 156          | 157          | 158          | 156          | 626         | 164          | 166          | 164           | 160           | 654          | 667          | 683          | 700          |
| Muut ja eliminoinnit                 | -26         | -7           | -8           | -7           | -3           | -25         | -8           | -7           | -6            | -6            | -26          | -27          | -27          | -27          |
| Poistot                              | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0           | 0            | 0            | 0             | 0             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Oikaisuerät                          | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0           | 0            | 0            | 0             | 0             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Käyttökate</b>                    | <b>272</b>  | <b>73</b>    | <b>68</b>    | <b>77</b>    | <b>74</b>    | <b>291</b>  | <b>60</b>    | <b>78</b>    | <b>93</b>     | <b>82</b>     | <b>314</b>   | <b>377</b>   | <b>406</b>   | <b>424</b>   |
| Poistot ja arvonalennukset           | -166        | -30          | -30          | -29          | -72          | -161        | -42          | -43          | -42           | -42           | -170         | -172         | -167         | -162         |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>   | <b>132</b>  | <b>48</b>    | <b>44</b>    | <b>52</b>    | <b>25</b>    | <b>169</b>  | <b>33</b>    | <b>41</b>    | <b>54</b>     | <b>41</b>     | <b>169</b>   | <b>205</b>   | <b>239</b>   | <b>262</b>   |
| <b>Liikevoitto</b>                   | <b>106</b>  | <b>43</b>    | <b>38</b>    | <b>47</b>    | <b>1</b>     | <b>130</b>  | <b>18</b>    | <b>35</b>    | <b>51</b>     | <b>40</b>     | <b>144</b>   | <b>205</b>   | <b>239</b>   | <b>262</b>   |
| Decor (EBITDA)                       | 44          | 8            | 10           | 7            | 12           | 37          | 7            | 9            | 9             | 11            | 36           | 41           | 44           | 47           |
| Filtration&Performance (EBITDA)      | 121         | 29           | 30           | 31           | 25           | 115         | 30           | 32           | 33            | 26            | 120          | 119          | 121          | 124          |
| Industrial Solutions (EBITDA)        | 112         | 25           | 24           | 33           | 18           | 100         | 17           | 22           | 29            | 21            | 90           | 98           | 103          | 105          |
| Specialties (EBITDA)                 | 53          | 12           | 10           | 8            | 8            | 38          | 12           | 11           | 14            | 14            | 51           | 62           | 69           | 74           |
| NASS (EBITDA)                        | 62          | 17           | 13           | 15           | 13           | 57          | 14           | 12           | 15            | 15            | 56           | 70           | 82           | 87           |
| Muut ja eliminoinnit                 | -25         | -4           | -5           | -4           | -3           | -16         | -5           | -2           | -3            | -3            | -13          | -13          | -13          | -13          |
| Poistot                              | -166        | -38          | -39          | -38          | -46          | -161        | -42          | -43          | -42           | -42           | -170         | -172         | -167         | -162         |
| Oikaisuerät                          | -94         | -5           | -6           | -4           | -24          | -40         | -15          | -6           | -3            | -3            | -27          | 0            | 0            | 0            |
| Nettorahoituskulut                   | -59         | -9           | -9           | -12          | -13          | -42         | -12          | -12          | -11           | -11           | -45          | -42          | -38          | -37          |
| <b>Tulos ennen veroja</b>            | <b>47</b>   | <b>34</b>    | <b>29</b>    | <b>35</b>    | <b>-11</b>   | <b>87</b>   | <b>6</b>     | <b>23</b>    | <b>40</b>     | <b>29</b>     | <b>99</b>    | <b>163</b>   | <b>201</b>   | <b>226</b>   |
| Verot                                | -5          | -9           | -6           | -10          | 1            | -24         | -2           | -9           | -12           | -8            | -30          | -41          | -50          | -56          |
| Vähemmistöosuudet                    | 0           | 0            | -1           | 0            | 0            | -2          | 0            | 0            | 0             | 0             | -1           | 0            | 0            | 0            |
| <b>Nettotulos</b>                    | <b>42</b>   | <b>24</b>    | <b>23</b>    | <b>25</b>    | <b>-10</b>   | <b>62</b>   | <b>4</b>     | <b>14</b>    | <b>28</b>     | <b>21</b>     | <b>68</b>    | <b>122</b>   | <b>151</b>   | <b>169</b>   |
| <b>EPS (oikaistu)</b>                | <b>0,62</b> | <b>0,24</b>  | <b>0,24</b>  | <b>0,24</b>  | <b>0,08</b>  | <b>0,80</b> | <b>0,13</b>  | <b>0,16</b>  | <b>0,26</b>   | <b>0,19</b>   | <b>0,75</b>  | <b>1,06</b>  | <b>1,31</b>  | <b>1,47</b>  |
| <b>EPS (raportoitu)</b>              | <b>0,43</b> | <b>0,21</b>  | <b>0,20</b>  | <b>0,22</b>  | <b>-0,09</b> | <b>0,54</b> | <b>0,03</b>  | <b>0,13</b>  | <b>0,25</b>   | <b>0,18</b>   | <b>0,59</b>  | <b>1,06</b>  | <b>1,31</b>  | <b>1,47</b>  |
| <b>Tunnusluvut</b>                   | <b>2017</b> | <b>Q1'18</b> | <b>Q2'18</b> | <b>Q3'18</b> | <b>Q4'18</b> | <b>2018</b> | <b>Q1'19</b> | <b>Q2'19</b> | <b>Q3'19e</b> | <b>Q4'19e</b> | <b>2019e</b> | <b>2020e</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> |
| <b>Liikevaihdon kasvu-%</b>          | 8,2 %       | 32,5 %       | 32,8 %       | 37,6 %       | 15,1 %       | 29,0 %      | 1,0 %        | -2,7 %       | -1,9 %        | -0,6 %        | -1,0 %       | 0,1 %        | 2,3 %        | 2,7 %        |
| <b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b> | -1,5 %      | 2,3 %        | -3,8 %       | 32,9 %       | 15775 %      | 28,4 %      | -31,9 %      | -7,6 %       | 4,4 %         | 62,4 %        | -0,3 %       | 21,9 %       | 16,6 %       | 9,5 %        |
| <b>Käyttökate-%</b>                  | 11,7 %      | 9,7 %        | 8,8 %        | 10,3 %       | 10,0 %       | 9,7 %       | 7,9 %        | 10,5 %       | 12,7 %        | 11,3 %        | 10,6 %       | 12,7 %       | 13,4 %       | 13,6 %       |
| <b>Oikaistu liikevoitto-%</b>        | 5,7 %       | 6,4 %        | 5,8 %        | 6,9 %        | 3,5 %        | 5,6 %       | 4,3 %        | 5,5 %        | 7,4 %         | 5,6 %         | 5,7 %        | 6,9 %        | 7,9 %        | 8,4 %        |
| <b>Nettotulos-%</b>                  | 1,8 %       | 3,2 %        | 3,0 %        | 3,4 %        | -1,4 %       | 2,1 %       | 0,5 %        | 1,9 %        | 3,9 %         | 2,9 %         | 2,3 %        | 4,1 %        | 5,0 %        | 5,4 %        |

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys ja suositus 1/5

## Arvostuksen kulmakivet

Suosimme Ahlstrom-Munksjön arvonmäärityksessä etenkin tulos pohjaisia arvostuskertoimia, joita tarkastelemme ensisijaisesti absoluuttisin mittarein ja toissijaisesti suhteessa muista kuitumateriaaliyhtiöistä koostuvaan verrokkiryhmään. Painotamme Ahlstrom-Munksjön arvonmäärityksessä etenkin kuluvaan vuoden ja sitä seuraavaan vuoden arvostuskertoimia, sillä näkyvyys jossain määrin syklisen yhtiön liiketoimintaan tätä pidemmälle on rajallinen. Pitkän tähtäimen ennusteisimme pohjautuvassa ja valtaosin kaukaista tulevaisuutta painottavassa DCF-arvonmäärityksessä riskit ovat kaikkien konkreettisimmat. Tästä syystä DCF-mallin rooli arvonmäärityksessä on toimia realiteettitarkastuksena ja lyhyen tähtäimen ennusteiden tukena emmekä anna sille merkittävää painoa osakkeen tavoitehintamme muodostumisessa.

Mielestämme Ahlstrom-Munksjölle parhaiten soveltuvat kertoimet ovat EV/EBITDA ja P/E, joita kannattaa tarkastella parina. Yhtiön kiinteän omaisuuden suurehkon poistomassan (ml. toistuvat sijoitukset kiinteään omaisuuteen) takia EV/EBITDA antaa helposti liian positiivisen kuvan arvostuksesta. Sen sijaan P/E:tä rasittavat lyhyellä tähtäimellä yritysostojen aineettomat PPA-poistot. Ne supistuvat pitkällä aikavälillä, kun yrityskaupoista syntynyt aineeton omaisuus on

poistettu (tähän tase-erään ei sitoudu lisää pääomia ilman uusia yrityskauppoja), joten P/E voi lyhyellä tähtäimellä indikoida turhan korkea arvostusta Ahlstrom-Munksjölle. Näin ollen jommankumman kertoimen suosiminen voi antaa selkeästi väärän indikaation arvostuksen kokonaiskuvasta.

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

Ahlstrom-Munksjön kaltaiselle perusteollisuusyhtiölle myös tasepohjainen P/B ja osinkotuotto ovat perinteisesti käyttökelpoisia lukuja. Käytännössä näiden tunnuslajien pari toimii etenkin hyvänä riskitason ilmapuntarina, sillä matala tasearvostus ja korkea osinkotuotto muodostavat kurssille yleensä selkeimmän tukitason heikkosakin tulossyklissä. Vastaavasti korkea tasearvostus ja matala osinkotuotto indikoivat tyypillisesti korkeita tulosodotuksia ja/tai koholla olevia tuloskertoimia.



## Arvostuksen kulmakivet

### Ahlstrom-Munksjölle soveltamamme arvostusmenetelmät

- Lähivuosien absoluuttisesti tuloskertoimet P/E, EV/EBIT, EV/EBITDA (paino suuri)
- Tasearvostus P/B (paino keskitasoa)
- Osinkotuotto-% ja osingon kasvuvauhti (paino keskitasoa)
- Suhteellinen arvostus koko verrokkiryhmään ja parhaaseen verrokkiin Neenah Paperiin nähden (paino keskitasoa)
- Kassavirtamalli (paino maltillinen)

# Arvonmääritys ja suositus 2/5

## Arvostukseen vaikuttavat tekijät

Mielestämme Ahlstrom-Munksjölle hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttavat etenkin seuraavat tekijät:

- **Kuitumateriaaleja tukevat trendit ja epäorgaanista kasvua tukeva markkina-rakenne** antavat yhtiölle melko hyvän kasvupotentiaalin pitkällä aikavälillä.
- **Vahva markkina-asema ja kilpailukykyinen tuoteportfolio** lisäävät luottamusta yhtiön pitkän ajan kilpailukyyn
- **Lähiaikojen tuloskasvunäkymä** on yhtiölle neutraali tai lievästi positiivinen ajuri lyhyellä tähtäimellä, sillä odotamme yhtiön kiihdyttävän tuloskasvuun lähikvartaaleilla. Myös keskipitkällä tähtäimellä tuloskasvunäkymä on kohtuullinen, kunhan vain yleistalous kestää kasassa
- **Tavoitetason ylärajalla oleva velkamäärä** nostaa sijoittajan riskiprofiilia toistaiseksi ja osingon kasvattaminen on tuloskasvun varassa
- **Liikevaihdon maantieteellinen hajautus** on tuoreiden yritysjärjestelyiden myötä suhteellisen hyvä ja osakkeen maantieteellinen riski on mielestämme hieman OMXH:n keskitasoa alempi

- **Liiketoiminnan ja tuloksen syklisyys** nostaa sijoittajan riskiprofiilia ja edellyttää tiettyjä turvamarginaaleja arvostuskertoimissa etenkin nyt, kun ollaan menossa todennäköisesti kohti heikompaa taloussykliä
- **Liiketoiminnan pääomaintensiivisyys** sitoo yhtiön kassavirtaa tehtaisiin ja käyttöpääomaan, mikä rajoittaa jossain määrin hyväksyttäviä arvostuskertoimia
- **Osakkeen vapaasti vaihdettavien osakkaiden määrä ja vaihtovolyymi** ovat kohtuullisella tasolla eikä osakkeelta tarvitse mielestämme vaatia likviditeettipremiä

Näiden tekijöiden muodostamana voidaan osake mielestämme hinnoitella absoluuttisesti P/E-luvulla 12x-15x ja vastaavasti EV/EBITDA-kertoimella 6x-8x. Haarukat ovat myös karkeasti linjassa markkinoiden Ahlstrom-Munksjölle (ja aiemmin Ahlstromille ja Munksjölle) hyväksymien arvostuskertoimien kanssa, vaikka kunnollista aikasarjaa historiallisesti hyväksyttävistä arvostustasoista on yhtiöiden lähihistoria huomioiden vaikea löytää. Haarukoissa on tiettyä liikkumavaraa osakemarkkinoiden yleisen arvostustason kehitystä sekä yhtiökohtaisen riskiprofiilin muutoksia huomioiden.

| Arvostustaso          | 2019e  | 2020e  | 2021e  |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi           | 14,5   | 14,5   | 14,5   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 115,3  | 115,3  | 115,3  |
| Markkina-arvo         | 1667   | 1667   | 1667   |
| Yritysarvo (EV)       | 2684   | 2565   | 2427   |
| P/E (oik.)            | 19,4   | 13,6   | 11,0   |
| P/E                   | 24,6   | 13,6   | 11,0   |
| P/Kassavirta          | 17,7   | 7,9    | 7,3    |
| P/B                   | 1,4    | 1,4    | 1,3    |
| P/S                   | 0,6    | 0,6    | 0,5    |
| EV/Liikevaihto        | 0,9    | 0,9    | 0,8    |
| EV/EBITDA (oik.)      | 8,6    | 6,8    | 6,0    |
| EV/EBIT (oik.)        | 15,9   | 12,5   | 10,1   |
| Osinko/tulos (%)      | 88,4 % | 51,9 % | 45,8 % |
| Osinkotuotto-%        | 3,6 %  | 3,8 %  | 4,1 %  |

Lähde: Inderes



# Arvonmääritys ja suositus 3/5

Ahlstrom-Munksjön ennusteidemme mukaiset oikaisut P/E-luvut vuosille 2019-2020 ovat 20x ja 14x. Vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 8x ja 7x. Vuoden 2019 raportoidut kertoimet ovat vielä korkeammat (2019e: P/E 24x ja EV/EBITDA 9x) eikä valtaosin kassavaikutteisia kertaeriä mielestämme voi jättää täysin huomiotta. Siten pidämme yhtiön tulos pohjaista arvostusta vuoden tähtämellä melko neutraalina, kunhan tuloskasvu realisoituu odotustemme mukaisesti. Tämä on tärkeää, sillä yhtiön Q2:n lopun 12 kuukautta taaksepäin katsovissa arvostuskertoimet ovat mielestämme korkeat (Q2'19 lopussa LTM P/E (oik.) 24x, EV/EBITDA (oik.) 9x). Erityisen halpoina emme kuitenkaan yhtiön vuosien 2019-2020 arvostuskertoimia pidä vallitsevassa epävarmassa taloustilanteessa. Ahlstrom-Munksjön tulospotentiaalia paremmin heijasteleviin vuoden 2021 kertoiimiin nähden osake on jo melko edullinen (2021e: P/E 11x, EV/EBITDA 6x), mutta toimintaympäristöön liittyvä epävarmuus on näin pitkälle katsottaessa korkea, emmekä ole valmiita nojaamaan tuotto-odotuksen määrittelyssä näin kauas.

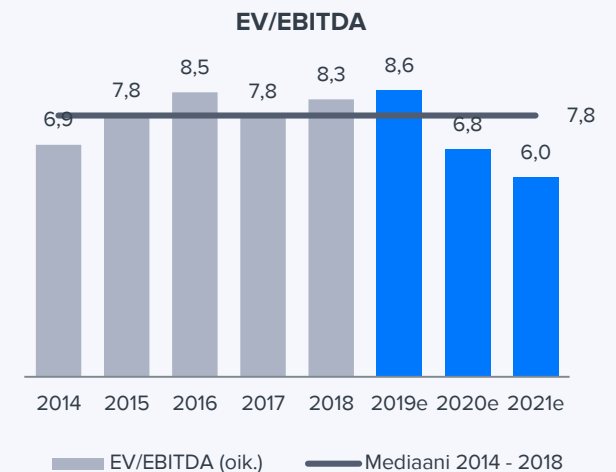
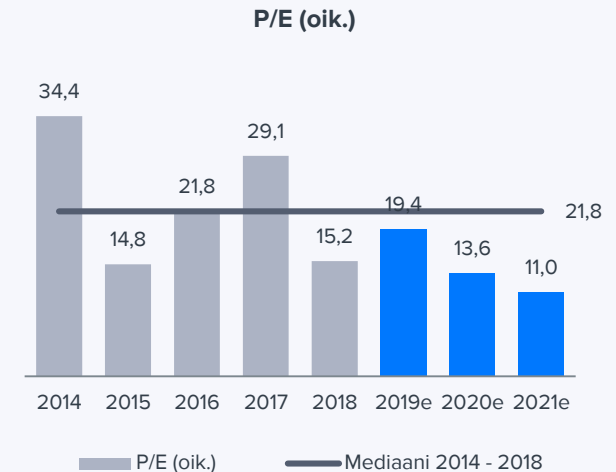
Vapaan rahavirran tuottojen arviomme jäävän kiihtyvien investointien takia tulosta heikommaksi lähivuosina, joten rahavirtatuotoista arvostus ei saa tukea. Lievällä nousukäyrällä pysyvän osingon ansiosta arviomme lähivuosien osinkotuottojen olevan noin 4 %:n haarukassa. P/B-luku on perusteellisuusyhtiölle melko neutraalilla tasolla 1,4x (2019e). Näin ollen

osinkotuotto- ja tasearvostus eivät vielä tarjoa osakkeelle tukea ennusteriskejä vastaan, mikä nostaa osaltaan yhtiön nyt tehtävän sijoituksen riskitasoa jossain määrin.

## Suhteellinen arvostustaso

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

Selkeimmän mittatikun uuden Ahlstrom-Munksjön suhteellisella arvostukselle antaa mielestämme yhdysvaltalainen Neenah Paper, joka on oikeastaan ainoa yhtiö, joka on tuoteportfolionsa- ja kokoluokkansa puolesta suoraan verrattavissa Ahlstrom-Munksjöhön. Mielestämme Ahlstrom-Munksjö voidaan hinnoitella karkeasti linjaan koko verrokkiyhtiöitä koostuvan verrokkiyhtymän kanssa, sillä mielestämme yhtiöllä ei ole nettovaikutukseltaan niin merkittäviä kilpailuetuja tai -haittoja, vahvaa tai heikkoa track-recordia ja/tai poikkeuksellisia tuloskasvunäkymiä, että selkeä preemio- tai



# Arvonmääritys ja suositus 4/5

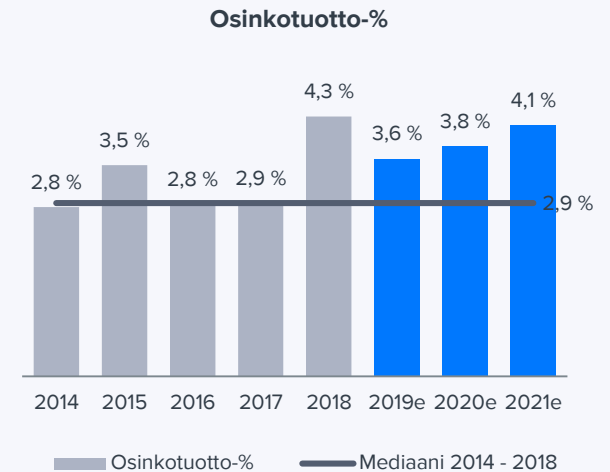
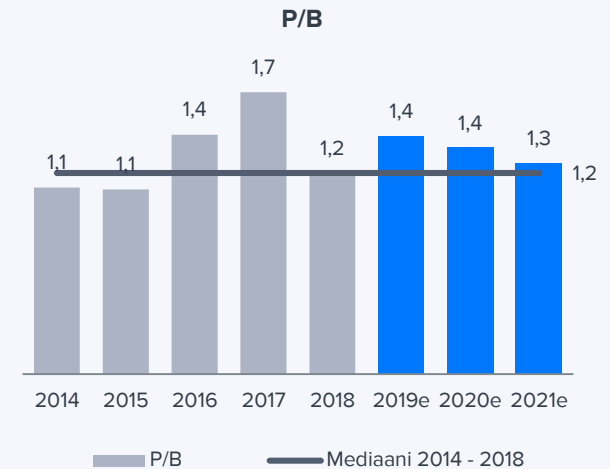
alennushinnoittelu olisi perusteltu. Neenah Paperin tasolle emme kuitenkaan ole valmiita Ahlstrom-Munksjöä vielä hinnoittelemaan johtuen yhdysvaltalaisyhtiön paremmasta kannattavuudesta, pidemmästä kannattavan kasvun track-recordista ja sen absoluuttisesti mielestämme korkeasta arvostustasosta (vrt. myös USA:n pörssien yleisesti Helsingin pörssiä korkeampi arvostus).

Vuosien 2019 ja 2020 tuloskerroimilla Ahlstrom-Munksjö on hinnoiteltu melko selvällä preemiolla suhteessa koko verrokkiryhmään. Siten myös suhteellinen arvostus on mielestämme vuoden tähtäimellä vähintäänkin riittävä, kun huomioidaan tuloskasvun realisoitumiseen liittyvät riskit. Lisäksi riskitasoa kohottaa mielestämme verrokkiryhmän kuluvan vuoden koholla oleva arvostustaso (2019e: verrokkiryhmä P/E 16x EV/EBITDA 8x). Ensi vuoden ennusteilla verrokkiryhmän arvostus on selvästi kohtuullisempi (2020e: P/E 12x, EV/EBITDA 6x), mutta myös verrokkien ennusteissa on sisällä voimakas tuloskasvuodotus, jonka realisoitumiseen liittyy myös konkreettisia riskejä. Neenah Paperiin suhteutettuna Ahlstrom-Munksjö on aliarvostettu, mikä osaltaan tasapainottaa suhteellisen arvostuksen melko neutraaliksi, mutta ostosignaaliiksi aliarvostus Neenahiin nähden ei vielä riitä. Näin ollen suhteellinen arvostus tukee mielestämme kokonaisuutena absoluuttisen arvostuksen osakkeelle indikoimaa järkevää hinnoittelua.

## DCF-arvonmääritys

Annamme rahavirtamallille (DCF) arvonmäärityksessä verrattain pienen painoarvon, sillä DCF-malli on erittäin herkkä etenkin terminaaliarvon parametrien muutoksille. DCF-mallin mukainen Ahlstrom-Munksjön osakkeen arvo on 16,22 euroa osakkeelta. DCF-malli perustuu pitkän aikavälin ennusteillemme, jossa liikevaihdon orgaaninen kasvu on 2-3 %:n haarukassa ja liikevoittomarginaali kohoaa 8,5 %:iin (EBITDA-% 13,6 %) ennen tasaantumistaan 7 %:n tuntumaan. Mallissa terminaalin painoarvo on 53 %, mikä kuvaa osaltaan osin melko kaukana tulevaisuudessa olevia odotuksia ja toisaalta niihin liittyviä korkeita riskejä.

Rahavirtamallissa Ahlstrom-Munksjön pääoman kustannus on 7,5 %, sillä pääomanintensiivisessä liiketoiminnassa tarpeellinen velkavipu (pitkän aikavälin velkaosuusarvio 30 %) ja yhä lievästi korkeahkon veroasteen luoma verokilpi painavat koko pääoman kustannuksen selvästi oman pääoman kustannusta alemmas. Oman pääoman kustannus on 9,2 %, mikä taas heijastelee mielestämme melko hyvin Ahlstrom-Munksjön riskiprofiilin mukaista tuottovaatimusta ainakin lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä (pitkällä aikavälillä tuottovaatimuksessa voisi olla lievää laskuvaraa, kunhan yhtiölle kertyy track-recordia). Riskitön korko on 3,0 %, markkinariskipreemio 4,75 % ja beta 1,30.



# Arvonmääritys ja suositus 5/5

## Tavoitehintaja suositus

Toistamme Ahlstrom-Munksjön tavoitehintamme 14,50 euroa ja vähennä-suosituksemme. Perusskenaariossamme yhtiö tarjoaa lähivuosina 5-8 %:n vuosittaisen kokonaistuoton (TSR), mitä pidämme yhtiön riskiprofiiliin nähden melko neutraalina tasona tällä hetkellä. Tuotto-odotuksen pääkomponentti on tuloskasvu, johon odotamme yhtiön pääsevän kiinni H2'19:llä. Lisäksi tuotto-odotus saa tukea noin 4 %:n osinkotuotosta, kun näkemyksemme mukaan yhtiö pystyy maksamaan tuloskäänteeseen ansiosta hitaasti kasvavaa osinkoa, vaikka pääomia kuluu todennäköisesti myös velkojen lyhentämiseen ja kasvuinvestointeihin. Näiden komponenttien vastineeksi yhtiön tuloskäänteeseen on kuitenkin mielestämme hinnoiteltu melko hyvin jo kurssiin, sillä toteutuneella tuloksella osakkeen arvostus on korkea. Näin ollen arvostuskertoimien laskuvara syö valtaosan tuloskasvusta ja neutraloi riskit huomioivan tuotto-odotuksen. Laskuvaraa emme juurikaan nykyarvostuksella osakkeessa kuitenkaan tuloskasvun realisoituessa näe, vaikka mielestämme etenkin vuosien 2020-2021 konsensusennusteissa voikin olla lieviä laskupaineita.

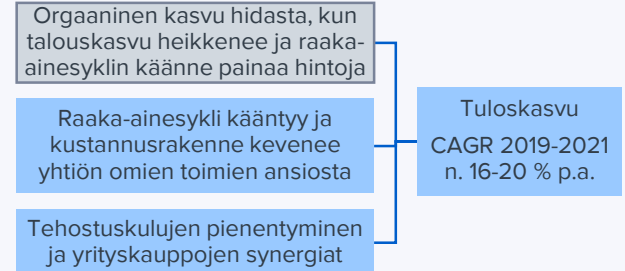
Ahlstrom-Munksjön lähivuosien tuotto-odotuksen nouseminen selvästi positiivisella puolella vaatii mielestämme yhtiöltä nykyisiä odotuksiammekin voimakkaampaa tuloskäännettä ja lähivuosien

tuloskasvua. Tämä ei mielestämme ole mahdotonta yhtiön lähivuosien selvät ja osin myös omissa käsissä olevat tulosajurit huomioiden. Toisaalta globaalien talouden hidastuminen nostaa kysyntään liittyvää riskitasoa, minkä takia emme ole ennusteissamme valmiita nojaamaan voimakkaampaan tuloskäänteeseen. Lisäksi näkyvyys yhtiön toimintaympäristön kehitykseen on tällä hetkellä varsin heikko, sillä globaalien talouden ja kysynnän kehitys on osin riippuvaista poliittisesta päätöksen teosta (etenkin kauppasotatilanteen ratkaisemisesta). Mielestämme osakkeen arvostustaso ei myöskään anna vielä tukea tulostrendin kulmakertoimeen liittyviä riskejä vastaan (ts. tulosennusteiden pettäessä osakkeessa olisi laskuvaraa), mikä painaa osaltaan Ahlstrom-Munksjön tuotto/riski-profiilia toistaiseksi neutraalille puolelle piristyvästä tuloskasvunäkymästä huolimatta.

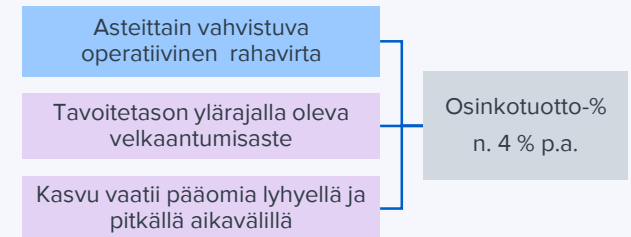
## Osaketuoton ajurit 2019-2021

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

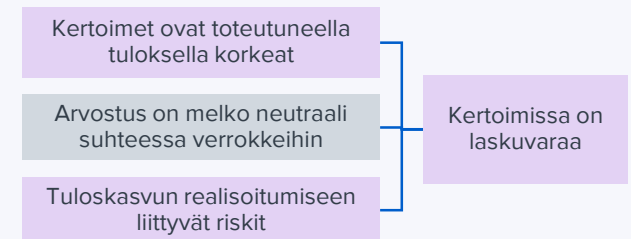
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus  
(n. 5-8 % p.a.)

# Arvostustaulukko ja vertailuryhmä

| Arvostustaso          | 2014    | 2015   | 2016   | 2017    | 2018   | 2019e         | 2020e         | 2021e         | 2022e         |
|-----------------------|---------|--------|--------|---------|--------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Osakekurssi           | 8,950   | 8,600  | 15,80  | 18,16   | 12,12  | <b>14,46</b>  | <b>14,46</b>  | <b>14,46</b>  | <b>14,46</b>  |
| Osakemäärä, milj. kpl | 51,1    | 51,1   | 96,4   | 96,4    | 115,3  | <b>115,3</b>  | <b>115,3</b>  | <b>115,3</b>  | <b>115,3</b>  |
| Markkina-arvo         | 457     | 439    | 1523   | 1750    | 1397   | <b>1667</b>   | <b>1667</b>   | <b>1667</b>   | <b>1667</b>   |
| Yritysarvo (EV)       | 691     | 674    | 2042   | 2125    | 2412   | <b>2684</b>   | <b>2565</b>   | <b>2427</b>   | <b>2273</b>   |
| P/E (oik.)            | 34,4    | 14,8   | 21,8   | 29,1    | 15,2   | <b>19,4</b>   | <b>13,6</b>   | <b>11,0</b>   | <b>9,9</b>    |
| P/E                   | 59,4    | 19,6   | 30,7   | 41,8    | 22,6   | <b>24,6</b>   | <b>13,6</b>   | <b>11,0</b>   | <b>9,9</b>    |
| P/Kassavirta          | 10,7    | 11,8   | neg.   | 11,1    | neg.   | <b>17,7</b>   | <b>7,9</b>    | <b>7,3</b>    | <b>6,7</b>    |
| P/B                   | 1,1     | 1,1    | 1,4    | 1,7     | 1,2    | <b>1,4</b>    | <b>1,4</b>    | <b>1,3</b>    | <b>1,2</b>    |
| P/S                   | 0,4     | 0,4    | 0,7    | 0,8     | 0,5    | <b>0,6</b>    | <b>0,6</b>    | <b>0,5</b>    | <b>0,5</b>    |
| EV/Liikevaihto        | 0,6     | 0,6    | 1,0    | 0,9     | 0,8    | <b>0,9</b>    | <b>0,9</b>    | <b>0,8</b>    | <b>0,7</b>    |
| EV/EBITDA (oik.)      | 6,9     | 7,8    | 8,5    | 7,8     | 8,3    | <b>8,6</b>    | <b>6,8</b>    | <b>6,0</b>    | <b>5,4</b>    |
| EV/EBIT (oik.)        | 13,5    | 16,9   | 15,3   | 16,1    | 14,3   | <b>15,9</b>   | <b>12,5</b>   | <b>10,1</b>   | <b>8,7</b>    |
| Osinko/tulos (%)      | 165,8 % | 68,4 % | 87,3 % | 119,6 % | 96,9 % | <b>88,4 %</b> | <b>51,9 %</b> | <b>45,8 %</b> | <b>44,4 %</b> |
| Osinkotuotto-%        | 2,8 %   | 3,5 %  | 2,8 %  | 2,9 %   | 4,3 %  | <b>3,6 %</b>  | <b>3,8 %</b>  | <b>4,1 %</b>  | <b>4,5 %</b>  |

Lähde: Inderes

| Verrokkiryhmän arvostus<br>Yhtiö  | Osakekurssi  | Markkina-arvo | Yritysarvo  | EV/EBIT     |             | EV/EBITDA   |             | EV/Liikevaihto |            | P/E         |             | Osinkotuotto-% |            | P/B         |
|-----------------------------------|--------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|------------|-------------|-------------|----------------|------------|-------------|
|                                   |              | MEUR          | MEUR        | 2019e       | 2020e       | 2019e       | 2020e       | 2019e          | 2020e      | 2019e       | 2020e       | 2019e          | 2020e      | 2019e       |
| Lydall                            | 21,65        | 344           | 577         | 12,5        | 11,5        | 6,8         | 6,0         | 0,8            | 0,7        | 14,2        | 9,8         |                |            | 1,0         |
| Nee Nah Paper                     | 62,54        | 956           | 1152        | 15,5        | 14,4        | 10,6        | 9,4         | 1,3            | 1,3        | 19,6        | 16,4        |                |            | 4,1         |
| Glatfelter                        | 14,68        | 588           | 884         | 14,1        | 9,5         | 7,7         | 6,0         | 0,9            | 0,7        | 20,4        | 14,0        | 3,5            | 3,5        | 1,2         |
| Suominen                          | 2,30         | 132           | 222         | 13,6        | 8,3         | 5,6         | 4,7         | 0,5            | 0,5        | 15,8        | 9,4         | 4,3            | 5,3        | 1,0         |
| Berry Plastics                    | 38,77        | 4644          | 9375        | 17,8        | 12,6        | 10,9        | 7,4         | 1,9            | 1,3        | 11,5        | 9,4         |                |            | 3,3         |
| Owens Corning                     | 55,88        | 5513          | 8557        | 11,5        | 7,5         | 7,5         | 5,0         | 1,3            | 0,9        | 11,9        | 10,4        | 1,6            | 1,8        | 1,3         |
| <b>Ahlstrom-Munksjo (Inderes)</b> | <b>14,46</b> | <b>1667</b>   | <b>2684</b> | <b>15,9</b> | <b>12,5</b> | <b>8,6</b>  | <b>6,8</b>  | <b>0,9</b>     | <b>0,9</b> | <b>19,4</b> | <b>13,6</b> | <b>3,6</b>     | <b>3,8</b> | <b>1,4</b>  |
| <b>Keskiarvo</b>                  |              |               |             | <b>14,2</b> | <b>10,6</b> | <b>8,2</b>  | <b>6,4</b>  | <b>1,1</b>     | <b>0,9</b> | <b>15,6</b> | <b>11,6</b> | <b>3,1</b>     | <b>3,6</b> | <b>2,0</b>  |
| <b>Mediaani</b>                   |              |               |             | <b>13,9</b> | <b>10,5</b> | <b>7,6</b>  | <b>6,0</b>  | <b>1,1</b>     | <b>0,8</b> | <b>15,0</b> | <b>10,1</b> | <b>3,5</b>     | <b>3,5</b> | <b>1,2</b>  |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b>     |              |               |             | <b>15 %</b> | <b>19 %</b> | <b>13 %</b> | <b>13 %</b> | <b>-18 %</b>   | <b>4 %</b> | <b>30 %</b> | <b>35 %</b> | <b>2 %</b>     | <b>7 %</b> | <b>14 %</b> |

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

Lähde: Inderes (2014-2015 kertoimet Munksjön itsenäisenä)

# Kassavirtamalli

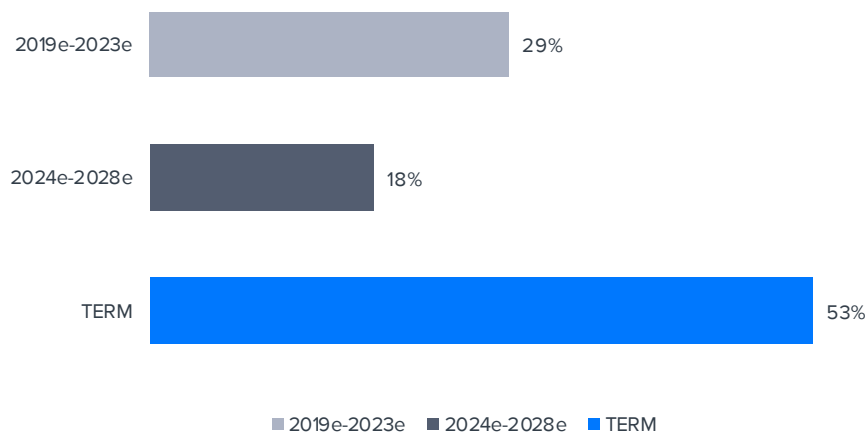
| DCF-laskelma                            | 2018        | 2019e       | 2020e      | 2021e      | 2022e      | 2023e      | 2024e      | 2025e      | 2026e      | 2027e      | 2028e      | TERM        |
|---|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| <b>Liikevoitto</b>                      | <b>130</b>  | <b>144</b>  | <b>205</b> | <b>239</b> | <b>262</b> | <b>273</b> | <b>265</b> | <b>256</b> | <b>246</b> | <b>253</b> | <b>258</b> |             |
| + Kokonaispoistot                       | 161         | 170         | 172        | 167        | 162        | 155        | 149        | 146        | 148        | 150        | 152        |             |
| - Maksetut verot                        | 29          | -30         | -41        | -50        | -56        | -60        | -60        | -58        | -57        | -59        | -61        |             |
| - verot rahoituskuluista                | -12         | -14         | -11        | -10        | -9         | -8         | -6         | -5         | -5         | -4         | -4         |             |
| + verot rahoitustuotoista               | 0           | 0           | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |             |
| - Käyttöpääoman muutos                  | -140        | -4          | 6          | 2          | 1          | -6         | -6         | -6         | -6         | -6         | -4         |             |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>         | <b>168</b>  | <b>265</b>  | <b>332</b> | <b>348</b> | <b>360</b> | <b>354</b> | <b>342</b> | <b>332</b> | <b>326</b> | <b>333</b> | <b>341</b> |             |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.     | 4           | 0           | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |             |
| - Bruttoinvestoinnit                    | -842        | -171        | -121       | -119       | -110       | -110       | -123       | -156       | -161       | -166       | -173       |             |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>   | <b>-670</b> | <b>94</b>   | <b>211</b> | <b>229</b> | <b>250</b> | <b>244</b> | <b>219</b> | <b>176</b> | <b>165</b> | <b>167</b> | <b>168</b> |             |
| +/- Muut                                | 140         | 0           | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |             |
| Vapaa kassavirta                        | -530        | 94          | 211        | 229        | 250        | 244        | 219        | 176        | 165        | 167        | 168        | 3098        |
| <b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>     |             | <b>92</b>   | <b>191</b> | <b>194</b> | <b>196</b> | <b>178</b> | <b>148</b> | <b>111</b> | <b>97</b>  | <b>91</b>  | <b>86</b>  | <b>1573</b> |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta |             | 2959        | 2867       | 2675       | 2482       | 2285       | 2107       | 1958       | 1847       | 1750       | 1659       | 1573        |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                 |             | <b>2959</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| - Korolliset velat                      |             | -1166       |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| + Rahavarat                             |             | 151         |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| -Vähemmistöosuus                        |             | -14         |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| -Osinko/pääomapalautus                  |             | -60         |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>            |             | <b>1870</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>  |             | <b>16,2</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |

## Pääoman kustannus (wacc)

|   |              |
|---|--------------|
| Vero-% (WACC)                           | 25,0 %       |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)     | 30,0 %       |
| Vieraan pääoman kustannus               | 5,0 %        |
| Yrityksen Beta                          | 1,30         |
| Markkinoiden riski-preemio              | 4,75 %       |
| Likviditeettipreemio                    | 0,00 %       |
| Riskitön korko                          | 3,0 %        |
| <b>Oman pääoman kustannus</b>           | <b>9,2 %</b> |
| <b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b> | <b>7,5 %</b> |

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksoittain



# Tuloslaskelma

| Tuloslaskelma                        | 2017        | Q1'18        | Q2'18        | Q3'18        | Q4'18        | 2018        | Q1'19        | Q2'19        | Q3'19e        | Q4'19e        | 2019e        | 2020e        | 2021e        | 2022e        |
|--------------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Liikevaihto</b>                   | <b>2324</b> | <b>751</b>   | <b>766</b>   | <b>745</b>   | <b>735</b>   | <b>2997</b> | <b>759</b>   | <b>745</b>   | <b>731</b>    | <b>731</b>    | <b>2966</b>  | <b>2967</b>  | <b>3036</b>  | <b>3118</b>  |
| Decor                                | 432         | 113          | 115          | 109          | 115          | 452         | 113          | 105          | 100           | 108           | 427          | 420          | 429          | 435          |
| Filtration&Performance               | 665         | 167          | 175          | 168          | 163          | 673         | 172          | 169          | 165           | 163           | 669          | 662          | 672          | 690          |
| Industrial Solutions                 | 678         | 176          | 177          | 175          | 163          | 691         | 169          | 170          | 164           | 163           | 667          | 667          | 683          | 705          |
| Specialties                          | 574         | 146          | 151          | 143          | 141          | 580         | 148          | 143          | 144           | 142           | 576          | 579          | 596          | 615          |
| North America Specialty Solutions    | 0           | 156          | 157          | 158          | 156          | 626         | 164          | 166          | 164           | 160           | 654          | 667          | 683          | 700          |
| Muut ja eliminointit                 | -26         | -7           | -8           | -7           | -3           | -25         | -8           | -7           | -6            | -6            | -26          | -27          | -27          | -27          |
| Poistot                              | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0           | 0            | 0            | 0             | 0             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Oikaisuerät                          | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0           | 0            | 0            | 0             | 0             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Käyttökate</b>                    | <b>272</b>  | <b>73</b>    | <b>68</b>    | <b>77</b>    | <b>74</b>    | <b>291</b>  | <b>60</b>    | <b>78</b>    | <b>93</b>     | <b>82</b>     | <b>314</b>   | <b>377</b>   | <b>406</b>   | <b>424</b>   |
| Poistot ja arvonalennukset           | -166        | -30          | -30          | -29          | -72          | -161        | -42          | -43          | -42           | -42           | -170         | -172         | -167         | -162         |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>   | <b>132</b>  | <b>48</b>    | <b>44</b>    | <b>52</b>    | <b>25</b>    | <b>169</b>  | <b>33</b>    | <b>41</b>    | <b>54</b>     | <b>41</b>     | <b>169</b>   | <b>205</b>   | <b>239</b>   | <b>262</b>   |
| <b>Liikevoitto</b>                   | <b>106</b>  | <b>43</b>    | <b>38</b>    | <b>47</b>    | <b>1</b>     | <b>130</b>  | <b>18</b>    | <b>35</b>    | <b>51</b>     | <b>40</b>     | <b>144</b>   | <b>205</b>   | <b>239</b>   | <b>262</b>   |
| Decor (EBITDA)                       | 44          | 8            | 10           | 7            | 12           | 37          | 7            | 9            | 9             | 11            | 36           | 41           | 44           | 47           |
| Filtration&Performance (EBITDA)      | 121         | 29           | 30           | 31           | 25           | 115         | 30           | 32           | 33            | 26            | 120          | 119          | 121          | 124          |
| Industrial Solutions (EBITDA)        | 112         | 25           | 24           | 33           | 18           | 100         | 17           | 22           | 29            | 21            | 90           | 98           | 103          | 105          |
| Specialties (EBITDA)                 | 53          | 12           | 10           | 8            | 8            | 38          | 12           | 11           | 14            | 14            | 51           | 62           | 69           | 74           |
| NASS (EBITDA)                        | 62          | 17           | 13           | 15           | 13           | 57          | 14           | 12           | 15            | 15            | 56           | 70           | 82           | 87           |
| Muut ja eliminointit                 | -25         | -4           | -5           | -4           | -3           | -16         | -5           | -2           | -3            | -3            | -13          | -13          | -13          | -13          |
| Poistot                              | -166        | -38          | -39          | -38          | -46          | -161        | -42          | -43          | -42           | -42           | -170         | -172         | -167         | -162         |
| Oikaisuerät                          | -94         | -5           | -6           | -4           | -24          | -40         | -15          | -6           | -3            | -3            | -27          | 0            | 0            | 0            |
| Nettorahoituskulut                   | -59         | -9           | -9           | -12          | -13          | -42         | -12          | -12          | -11           | -11           | -45          | -42          | -38          | -37          |
| <b>Tulos ennen veroja</b>            | <b>47</b>   | <b>34</b>    | <b>29</b>    | <b>35</b>    | <b>-11</b>   | <b>87</b>   | <b>6</b>     | <b>23</b>    | <b>40</b>     | <b>29</b>     | <b>99</b>    | <b>163</b>   | <b>201</b>   | <b>226</b>   |
| Verot                                | -5          | -9           | -6           | -10          | 1            | -24         | -2           | -9           | -12           | -8            | -30          | -41          | -50          | -56          |
| Vähemmistöosuudet                    | 0           | 0            | -1           | 0            | 0            | -2          | 0            | 0            | 0             | 0             | -1           | 0            | 0            | 0            |
| <b>Nettotulos</b>                    | <b>42</b>   | <b>24</b>    | <b>23</b>    | <b>25</b>    | <b>-10</b>   | <b>62</b>   | <b>4</b>     | <b>14</b>    | <b>28</b>     | <b>21</b>     | <b>68</b>    | <b>122</b>   | <b>151</b>   | <b>169</b>   |
| <b>EPS (oikaistu)</b>                | <b>0,62</b> | <b>0,24</b>  | <b>0,24</b>  | <b>0,24</b>  | <b>0,08</b>  | <b>0,80</b> | <b>0,13</b>  | <b>0,16</b>  | <b>0,26</b>   | <b>0,19</b>   | <b>0,75</b>  | <b>1,06</b>  | <b>1,31</b>  | <b>1,47</b>  |
| <b>EPS (raportoitu)</b>              | <b>0,43</b> | <b>0,21</b>  | <b>0,20</b>  | <b>0,22</b>  | <b>-0,09</b> | <b>0,54</b> | <b>0,03</b>  | <b>0,13</b>  | <b>0,25</b>   | <b>0,18</b>   | <b>0,59</b>  | <b>1,06</b>  | <b>1,31</b>  | <b>1,47</b>  |
| <b>Tunnusluvut</b>                   | <b>2017</b> | <b>Q1'18</b> | <b>Q2'18</b> | <b>Q3'18</b> | <b>Q4'18</b> | <b>2018</b> | <b>Q1'19</b> | <b>Q2'19</b> | <b>Q3'19e</b> | <b>Q4'19e</b> | <b>2019e</b> | <b>2020e</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> |
| <b>Liikevaihdon kasvu-%</b>          | 8,2 %       | 32,5 %       | 32,8 %       | 37,6 %       | 15,1 %       | 29,0 %      | 1,0 %        | -2,7 %       | -1,9 %        | -0,6 %        | -1,0 %       | 0,1 %        | 2,3 %        | 2,7 %        |
| <b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b> | -1,5 %      | 2,3 %        | -3,8 %       | 32,9 %       | 15775 %      | 28,4 %      | -31,9 %      | -7,6 %       | 4,4 %         | 62,4 %        | -0,3 %       | 21,9 %       | 16,6 %       | 9,5 %        |
| <b>Käyttökate-%</b>                  | 11,7 %      | 9,7 %        | 8,8 %        | 10,3 %       | 10,0 %       | 9,7 %       | 7,9 %        | 10,5 %       | 12,7 %        | 11,3 %        | 10,6 %       | 12,7 %       | 13,4 %       | 13,6 %       |
| <b>Oikaistu liikevoitto-%</b>        | 5,7 %       | 6,4 %        | 5,8 %        | 6,9 %        | 3,5 %        | 5,6 %       | 4,3 %        | 5,5 %        | 7,4 %         | 5,6 %         | 5,7 %        | 6,9 %        | 7,9 %        | 8,4 %        |
| <b>Nettotulos-%</b>                  | 1,8 %       | 3,2 %        | 3,0 %        | 3,4 %        | -1,4 %       | 2,1 %       | 0,5 %        | 1,9 %        | 3,9 %         | 2,9 %         | 2,3 %        | 4,1 %        | 5,0 %        | 5,4 %        |

Lähde: Inderes

# Tase

| Vastaavaa                      | 2017        | 2018        | 2019e       | 2020e       | 2021e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>1604</b> | <b>2277</b> | <b>2279</b> | <b>2228</b> | <b>2180</b> |
| Liikearvo                      | 429         | 631         | 631         | 631         | 631         |
| Aineettomat hyödykkeet         | 309         | 505         | 456         | 412         | 372         |
| Käyttöomaisuus                 | 842         | 1117        | 1168        | 1161        | 1154        |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 1,2         | 1,1         | 1,1         | 1,1         | 1,1         |
| Muut sijoitukset               | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset varat       | 7,6         | 15,4        | 15,4        | 15,4        | 15,4        |
| Laskennalliset verosaamiset    | 15,1        | 7,5         | 7,5         | 7,5         | 7,5         |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>793</b>  | <b>958</b>  | <b>1041</b> | <b>1036</b> | <b>1054</b> |
| Vaihto-omaisuus                | 282         | 430         | 430         | 424         | 428         |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 5,1         | 3,3         | 3,3         | 3,3         | 3,3         |
| Myyntisaamiset                 | 259         | 374         | 371         | 371         | 380         |
| Likvidit varat                 | 246         | 151         | 237         | 237         | 243         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>2397</b> | <b>3235</b> | <b>3320</b> | <b>3264</b> | <b>3234</b> |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa                    | 2017        | 2018        | 2019e       | 2020e       | 2021e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>1038</b> | <b>1162</b> | <b>1180</b> | <b>1242</b> | <b>1330</b> |
| Osakepääoma                    | 85,0        | 85,0        | 85,0        | 85,0        | 85,0        |
| Kertyneet voittovarot          | -29,9       | -16,9       | -9,0        | 53,3        | 141         |
| 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                 | 983         | 1094        | 1094        | 1094        | 1094        |
| Vähemmistöosuus                | 0,0         | 0,0         | 9,8         | 9,8         | 9,8         |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>764</b>  | <b>1294</b> | <b>1337</b> | <b>1235</b> | <b>1122</b> |
| Laskennalliset verovelat       | 106         | 151         | 151         | 151         | 151         |
| Varaukset                      | 17,7        | 25,9        | 25,9        | 25,9        | 25,9        |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 542         | 1024        | 1066        | 964         | 851         |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 98,6        | 94,4        | 94,4        | 94,4        | 94,4        |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>595</b>  | <b>778</b>  | <b>803</b>  | <b>787</b>  | <b>782</b>  |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 78,9        | 143         | 175         | 158         | 140         |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 503         | 615         | 608         | 608         | 622         |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 12,9        | 20,4        | 20,4        | 20,4        | 20,4        |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>2397</b> | <b>3235</b> | <b>3320</b> | <b>3264</b> | <b>3234</b> |

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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 neuvonantaja. 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 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 jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 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 laiteen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

## Suosituksihistoria (>12 kk)

| Pvm        | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 26.10.2017 | Lisää    | 19,00 € | 17,28 €     |
| 21.11.2017 | Vähennä  | 19,00 € | 19,06 €     |
| 14.2.2018  | Vähennä  | 17,00 € | 16,50 €     |
| 25.4.2018  | Lisää    | 17,00 € | 15,76 €     |
| 8.6.2018   | Lisää    | 17,00 € | 15,96 €     |
| 27.7.2018  | Lisää    | 17,00 € | 14,90 €     |
| 10.9.2018  | Lisää    | 17,00 € | 15,80 €     |
| 31.10.2018 | Lisää    | 15,00 € | 13,56 €     |
| 4.1.2019   | Lisää    | 14,00 € | 12,26 €     |
| 15.2.2019  | Lisää    | 14,50 € | 13,40 €     |
| 25.4.2019  | Vähennä  | 14,50 € | 13,88 €     |
| 31.7.2019  | Vähennä  | 14,50 € | 14,54 €     |
| 10.9.2019  | Vähennä  | 14,50 € | 14,46 €     |





Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)

## Palkinnot



2015, 2018  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017  
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018  
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



2017  
Suositustarkkuus



2017  
Suositustarkkuus



2018  
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu  
kaikille.**