

Munksjö / Ahlstrom-Munksjö

Seurannan aloitus

3/2017

**inde
res.**

Fuusiopotentialia on jo hinnassa

Aloitamme Munksjön seurannan 16,20 euron tavoitehinnalla ja vähennä-suosituksella. Q2:n alun Munksjön ja Ahlstromin fuusiossa on mielestämme selkeä teollinen logiikka. Keskipitkän ajan potentiaalia on kuitenkin mielestämme jo hinnoiteltu ja osake on neutraalisti arvostettu.

Munksjön ja Ahlstromin fuusiossa on selkeä teollinen logiikka

Erikoispaperiyhtiö Munksjö ja kuitumateriaalivalmistaja Ahlstrom ilmoittivat Q4'16:lla fuusioituvansa absorptiosulautumisella toteutettavassa järjestelyssä. Molempien yhtiöiden yhtiökokoukset ovat jo hyväksyneet suunnitelman ja uusi yhtiö aloittaa toimintansa todennäköisesti Q2'17:n alussa, sillä myös kilpailuviranomaiset ovat hyväksyneet fuusion. Mielestämme fuusiossa on selkeä teollinen logiikka, sillä yhtiöt palvelevat samoja asiakassektoreita (esim. rakennus-, auto- sekä ruoka- ja juomateollisuus) toisiaan täydentävillä tuoteportfolioilla ja ne käyttävät paljon saman tyyppisiä resursseja aina raaka-aineista tuotekehitykseen. Lisäksi suurempi kokonaisuus mahdollistaa selviä mittakaavahyötyjä kustannuspuolella aina yleiskustannuksista rahoitukseen. Kolmanneksi fuusion ajoitusta tukee yhtiöiden strategisten vaiheiden samankaltaisuus, sillä sekä Munksjö että Ahlstrom ovat siirtymässä selvät kannattavuusparannukset tuoneiden vuosien 2013-2016 uudelleenjärjestelyjen jälkeen asteittain kohti kasvua. Uuden yhtiön kasvustrategiassa keskeisessä roolissa tulee arvioimme mukaan olemaan kehittynyt tuotevalikoima, jonka avulla Ahlstrom-Munksjö pyrkii asemoitumaan premiohinnoiteltuihin niche-tuotesegmentteihin ja toisaalta puolustamaan tuotantonsa arvoa pitkällä aikavälillä. Tässä onnistuminen olisi mielestämme tärkeää, sillä yhtiöllä ei arvioimme mukaan ole suurimmassa osassa liiketoimintoja pitkällä tähtäimellä kestävää kustannusetua suhteessa kilpailijoihin.

Fusion kustannussynergiat ja liikevaihdon kasvu ajavat tuloskasvua lähivuosina

Sekä Munksjön erikoispaperimarkkinat että Ahlstromin kuitumateriaalimarkkinat kasvavat tyypillisesti hieman BKT:n kasvua nopeammin, kun uusiutuvat materiaalit korvaavat uusiutumattomia eri sovelluksissa. Yhtiöllä on myös vahva markkina-asema, sillä Ahlstrom-Munksjö on globaalisti kolmen suurimman pelurin joukossa suurimmassa osassa liiketoimintojaan. Arvioimme fuusioyhtiön oikaistun käyttökäteen kasvavan vuosina 2017-2019 asteittain ja lähestyvän yhtiön tavoitetason alarajana olevaa 14 %:n tasoa. Tuloskasvua ajaa fuusion 35 MEUR:n kustannussynergioiden lähes täysimääräinen saavuttaminen ja hieman markkinoita nopeampi volyymikasvu. Parantuvan tulos ja vahva rahavirta (maltilliset investointitarpeet) mahdollistavat myös osingon vakaan kasvattamisen, sillä yhtiön tase on hyvässä kunnossa. Ahlstrom-Munksjön keskeisimpiä riskejä ovat arvioimme mukaan syklisen yhtiön markkinariskit, muutokset toimialalla ja raaka-aineiden hintakehitys (etenkin sellu).

Fuusiossa on keskipitkällä aikavälillä potentiaalia, mutta lyhyen tähtäimen arvostus on neutraali

Ahlstrom-Munksjöille laatimiemme tulosennusteiden mukaan vuosien 2017-2019 P/E-kertoimet ovat 18x, 14x ja 13x, kun taas vastaavat vahvaa kassavirtaa paremmin heijastelevat EV/ EBITDA-kertoimet ovat 7x, 6x ja 5x. Lähivuosien osinkotuottojen ennustamme olevan 3-4 %:ssa. Mielestämme arvostus ei ole kohtuuton tuloskasvupotentiaali huomioiden, mutta pitkien aikaviiveiden takia myös riskiprofiili on koholla. Näkemystämme 12 kk:n tähtäimellä neutraalista hinnoittelusta tukevat suhteellinen arvostus ja DCF-malli. Siten jääme toistaiseksi odottamaan parempia ostopaikkoja yhtiön suhteen.

Analyytikko

Antti Viljakainen

+358 44 591 2216

antti.viljakainen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehintaa

Vähennä

Edellinen: Ei suositusta

16,20 EUR

Edellinen: Ei tavoitehintaa



Osakekurssi: 15,59 EUR

Potentiaali: +3,9 %

Avainluvut

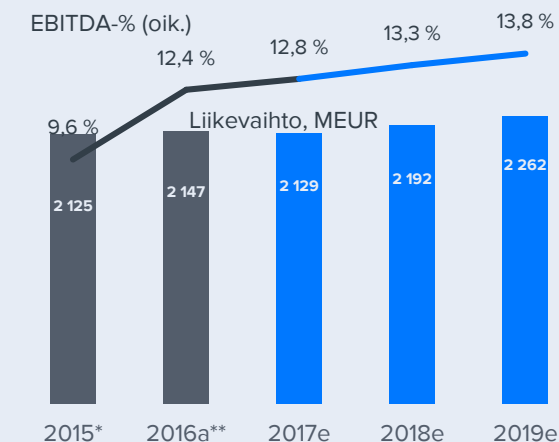
	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	2130	2196	2268
<i>Kasvu-%</i>	-	3,1 %	3,3 %
EBIT (oik.)	138,6	165,6	184,9
<i>EBIT-% (oik.)</i>	6,5 %	7,5 %	8,2 %
Tulos ennen veroja	86,6	148,6	169,9
Nettotulos	60,4	103,8	118,8
EPS (oik.)	0,85	1,08	1,23
Osinko	0,52	0,56	0,60
Jakosuhte	83 %	52 %	49 %
P/E	18,4	14,5	12,6
P/B	1,4	1,3	1,3
P/S	0,7	0,7	0,7
EV/S	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	7,2	6,2	5,5
EV/EBIT	14,1	11,2	9,4
Osinkotuotto-%	3,3 %	3,6 %	3,8 %

Kurssikehitys



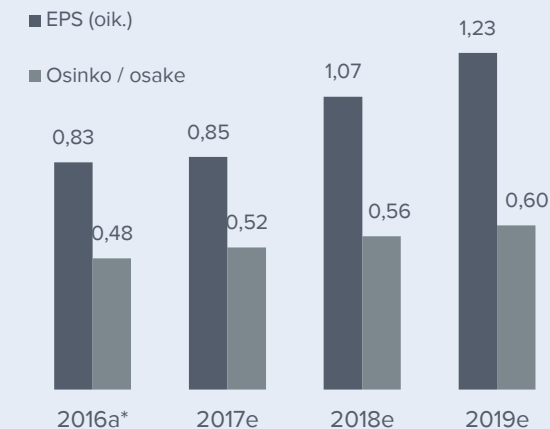
Lähde: Bloomberg

Liikevaihto ja EBITDA-% (oik.)



Lähde: Inderes *pro-forma **Inderes arvio

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes *Inderes arvio

P/E (oik.)

18x

2017e

EV/EBITDA

7x

2017e

P/B

1,4x

2017e

Osinko-%

3,2

2017e



Arvoajurit

- Fuusion kustannus- ja myyntisynergiat tukevat tuloskasvua ja kannattavuuden parantumista
- Yhtiöllä on vakaa orgaaninen kasvunäkymä
- Yritysjärjestelyoptio pitkällä aikavälillä



Riskitekijät

- Yhtiön tuotteiden kysyntä on syklistä
- Toimialan rakenteelliset muutokset
- Raaka-aineiden (etenkin sellu) hintariskit
- Edessä oleva kahden vuoden integraatiojakso



Arvostus

- 2017 kertoimet ovat koholla, mutta tuloskasvun kiihtyessä arvostus painuu kohtuulliseksi
- Suhteellinen arvostus on melko neutraali
- Osake on vuoden tähtäimellä hinnoiteltu kokonaisuutena oikein

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely	s. 5-8
Sijoitusprofiili	s. 9-10
Liiketoimintamalli	s. 11-12
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 13-17
Decor	s. 18-20
Filtration&Performance	s. 21-23
Industrial Solutions	s. 24-26
Specialties	s. 27-29
Yhteenveto liiketoiminta-alueet	s. 30
Taloudellinen tilanne	s. 31-33
Tulosennusteet	s. 34-37
Arvonmääritys ja suositus	s. 38-42
Taulukot	s. 43-44
Vastuuvapauslauseke	s. 45

Yhtiöesittely (1/2)

Fuusion kautta johtavaksi kuitumateriaali-yhtiöksi

Munksjö Oyj on erikoispapereihin keskittynyt metsäyhtiö, joka fuusioituu kuitumateriaaleihin keskittyneen Ahlstromin kanssa Q2'17:lla. Fuusio luo kuitumateriaalisegmentille globaalin pelurin, jonka vuosittainen liikevaihto on noin 2,2 mrd euroa. Uuden yhtiön myynnistä noin 60 % tulee Euroopasta, 25 % Amerikoista ja loput Aasiasta. Tehtaita Ahlstrom-Munksjöllä on neljällä mantereella yhteensä 43 ja henkilöstöä yhteensä noin 6200. Yhtiön pääkonttori tulee sijaitsemaan Tukholmassa ja uuden yhtiön osakkeet on listattu Helsingin ja Tukholman pörssiissä. Fuusioyhtiön nimi on toistaiseksi Ahlstrom-Munksjö, mutta nimeämisprosessi on toistaiseksi käynnissä.

Munksjön ja Ahlstromin fuusio on tavallaan yhtiöille paluu juurille, sillä Munksjö Oyj perustettiin vasta vuonna 2013, kun Munksjö AB (perustettu 1862) ja Ahlstromin silloinen erikoispaperiliiketoiminta Label&Processing fuusioituivat Munksjö Oyj:ksi. Mielestämme Ahlstromin kuitumateriaalit ja Munksjön erikoispaperit sopivat strategisesti hyvin yhteen, sillä yhtiöillä on asiakkaita samoilta teollisuuden aloilta ja ne tarvitsevat saman tyyppisiä resursseja. Lisäksi suuremmalla yhtiöllä on skaalaetuja monilla rintamilla aina kustannuksista rahoitukseen. Kun huomioidaan vielä se, että molemmat yhtiöt ovat strategiansa toteuttamisessa siirtymässä uudelleenjärjestely- ja tehostusvaiheista asteittain kohti kasvua, pidämme fuusiota kaikin puolin loogisena liikkeenä tässä vaiheessa.

Absorptiosulautumisella toteuttavassa fuusiossa Ahlstromin varat ja velat sulautetaan Munksjö Oyj:öön, mistä vastikkeena Ahlstromin osakkeenomistajat saavat 0,9738 Munksjön osaketta omistamaansa yhtä Ahlstromin osaketta kohti. Näin ollen järjestelyssä Munksjön vanhat omistajat saavat 52,8 % uuden yhtiön äänistä ja osakkeista ja Ahlstromin omistajat loput 47,2 %. Molempien yhtiöiden omistajat hyväksyivät fuusion odotetusti tammikuussa järjestetyissä ylimääräisissä yhtiökokouksissa, joten fuusio toteutuu Q2'17:n alussa, sillä EU:n komission kilpailuviranomaiset ovat hyväksyneet järjestelyn. Tässä raportissa esitetyt arviot ja ennusteet koskevat fuusioyhtiötä, vaikka uusi yhtiö aloittaaakin itsenäisenä pörssi-yhtiönä arviolta vasta 3.4.2017

Liiketoimintarakenteessa neljä osa-aluetta

Ahlstrom-Munksjö tulee jakautumaan neljään liiketoiminta-alueeseen:

- 1. Decor** muodostuu Munksjön Decor-liiketoiminnasta. 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 vientitoimituksia myös Aasian ja Lähi-Idän suuntaan. Syyskuun 2016 loppuun päättyneen 12 kuukauden jakson (9/2016 LTM) luvuilla Decorin osuus yhtiön liikevaihdosta oli 17 %.
- 2. Filtration&Performance** käsittää Ahlstromin Filtration&Performance-liiketoiminnan. Se myy suodatinmateriaaleja autoteollisuuteen, ilman suodatukseen, kaasunergian-tuotantoon, teollisuuden sovelluksiin sekä teollisuudelle kuitukankaita. Maantieteellisesti F&P:n myynti kertyy Euroopasta, Pohjois-Amerikasta ja Aasiasta. Divisioonan osuus yhtiön 9/2016 LTM liikevaihdosta oli noin 30 %.
- 3. Industrial Solutions** sisältää Munksjön Release Liners ja Industrial Solutions-liiketoiminnat. Sen tuotteita ovat teollisuuden käyttöön tarkoitettut erikoispaperit sekä etiketeissä ja kuluttajatuotteissa hyödynnettävät irrokepaperit. Liiketoiminta-alueeseen kuuluu myös Munksjön ainut sellutehdas, joka myy erikoisvalmistettua pitkäkuitusellua. Industrial Solutionsin päämarkkinoita ovat Eurooppa ja Etelä-Amerikka. Industrial Solutionsin osuus konsernin 9/2016 LTM liikevaihdosta oli noin 28 %.
- 4. Specialities** käsittää Munksjön Graphics&Packaging-liiketoiminnan ja Ahlstromin Specialities-divisioonan. Se valmistaa useita erilaisia erikoispaperi- ja kuitutuotteita kuluttaja- rakennus- ja lääke-sektorille. Liiketoiminta-alueen päämarkkinoita ovat Eurooppa, Pohjois-Amerikka ja Aasia. Specialitiesin osuus uuden yhtiön 9/2016 LTM liikevaihdosta oli noin 26 %.

Yhtiöesittely (2/2)

Molemmat ovat parantaneet kannattavuuttaan reilusti viime vuosina

Munksjön ja Ahlstromin lähtötilanne ei vuoden 2013 yritysjärjestelyn jälkeen ollut helppo, sillä molemmat yhtiöt kärsivät kroonisesti heikoista kannattavuuksista. Tämän taustalla oli arviomme mukaan muun muassa liian korkeat kustannusrakenteet, heikko operatiivinen tehokkuus, pitkät tuotekehitysprosessit, päätöksentekoa hidastaneet monimutkaiset organisaatio-rakenteet ja vaatimaton hinnoitteluvoima. Lisäksi molempien yhtiöiden markkinat olivat pysyneet finanssikriisin jälkeen haastavina, mikä heijastelee osittain päämarkkina-alue Euroopan väisua talouskasvua. Pitkittyneet epätydyttävät tuloskehitykset olivat heijastuneet negatiivisesti myös Munksjön ja Ahlstromin taseisiin, sillä molemmilla yhtiöllä oli suhteellisen paljon velkaa varsinkin velanhoidokykyihin nähden vuonna 2013.

Sekä Munksjö ja Ahlstrom kävivät vuosina 2013-2016 läpi mittavat kustannussäästö- ja tehokkuusohjelmat, joiden avulla yhtiöt pystyivät laskemaan operatiivisia kulujaan. Suorien säästöjen lisäksi yhtiöt paransivat kilpailukykyään hallituilla tehokkuusinvestoinneilla, sisäisten prosessien virtaviivaistamisella ja kaupallisten strategioiden terävöittämisellä. Lisäksi vuosina 2014-2016 molemmat yhtiöt ovat hyötäneet eri sellulaatujen hinnan laskusta (2016), valuuttakursseista (EUR/USD heikentyminen 2014 alkaen) sekä energian hinnan laskusta (2015-2016). Myös yhtiöiden tuotteiden kysyntäkuva on ollut piristymään päin Euroopan talouden elpymisen myötä.

Näiden tekijöiden ansiosta sekä Munksjö että Ahlstrom ovat saavuttaneet jo kohtuullisen kannattavuustason vuoden 2016 aikana (2016 oikaistu EBITDA-%: Munksjö 12,0 %, Ahlstrom 12,1 %). Myös yhtiöiden taseet ovat vahvistuneet elpyneiden tulosten ja rahavirtojen sekä tiukan investointikurin ansiosta. Siten vuoden 2013 järjestely oli mielestämme menestyksenkäs molempien osapuolien kannalta eikä yhtiöiden olisi välttämättä ollut mahdollista saavuttaa näin merkittävää ja nopeaa kannattavuuskäännettä ilman kahden johdon terävää fokusta omien liiketoimintojensa kilpailukyvyyn parantamiseen.

Kasvun rooli korostuu jatkossa

Molempien yhtiöiden historiallinen liikevaihdon kasvu on raportoitujen lukujen valossa ollut viime vuosina maltillista konsernitasolla, mikä heijastelee arviomme mukaan etenkin yhtiöiden kannattavuuden parantamiseen keskittyntä fokusta sekä toisaalta tiettyjen liiketoimintojen osin tarkoituksellakin negatiivista kontribuutiota kasvuun (heikkokatteisen myynnin alasajo). Lisäksi myös raaka-ainehintojen lasku on rokottanut jossain määrin yhtiöiden raportoimia liikevaihdon kasvulukuja viime vuosina, mutta monissa ydinliiketoiminnoissa yhtiöt ovat yltäneet maltilliseen volyymikasvuun. Jatkossa arvonluonti edellyttää Ahlstrom-Munksjöltä mielestämme kuitenkin painopisteen siirtämistä säästöistä ja tehostamisesta kohti liiketoimintojen kasvattamista ja kasvun skaalaamista kannattavuuteen.

Omistajarakenne ja johto

Fuusioyhtiön suurimpia omistajia olivat sulautumisesitteen mukaan Ahlström Capital

noin 14 %:n osuudella ja Alexander Ehrnrootin hallitsema Virala-yhtiöryhmä noin 13 %:n osuudella. Näiden tahojen omistukset heijastelevat etenkin Ahlstromin perheyhtiötaustaa. Mielestämme kasvolisten ankkuriomistajien omistus yhtiössä on positiivinen tekijä muiden osakkaiden kannalta ja arvioimme sen tukevan omistaja-arvolähtöisyyttä yhtiön johtamisessa hallituksesta käsin. Ankkuriomistajista huolimatta viiden suurimman omistajan ulkopuolinen omistusosuus on lähes 65 % osakekannasta, joten suurista omistajista huolimatta vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrä (free-float) on mielestämme kohtuullinen eivätkä suurten osakkaiden omistuksen heikennä mielestämme osakkeen likviditeettiä suhteettoman paljon.

Ahlstrom-Munksjön toimitusjohtajana toimii ruotsalainen Jan Åström, joka oli ennen fuusiota Munksjö Oyj:n toimitusjohtaja yhtiön perustamisesta lähtien. Pidämme häntä pitkän toimialakokemuksensa (aik. mm. SCA:n toimitusjohtaja) ansiosta erittäin sopivana valintana tehtävään. Munksjö-Ahlstromin liiketoiminta-alueiden johtajat ja muut johtoryhmän jäsenet valittiin Munksjön ja Ahlstromin johtoryhmien jäsenistä, mikä oli mielestämme jatkuvuuden kannalta järkevää. Ahlstrom-Munksjön todennäköisesti 11 henkeä käsittävää ja sekä omistajien edustajista että ulkopuolisista asiantuntijajäsenistä koostuvaa hallitusta johtaa Ahlström Capitalin toimitusjohtajana toimiva Hans Sohlstrom.

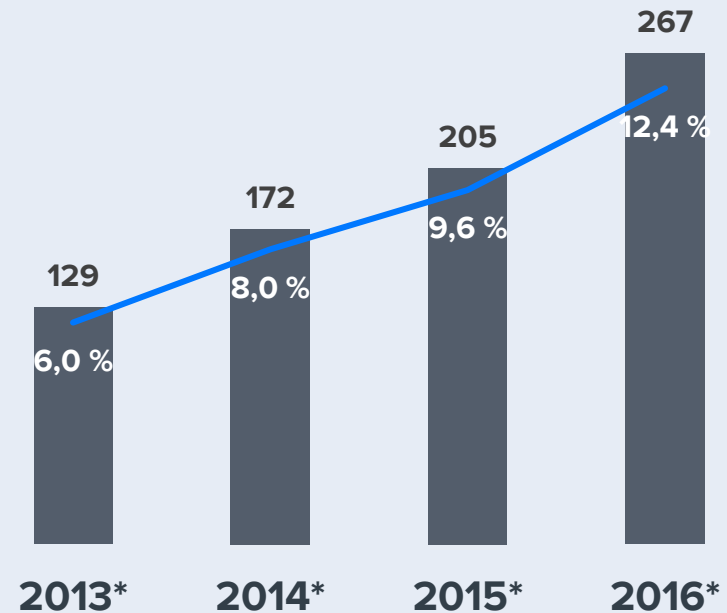
Ahlstrom-Munksjö lyhyesti

Vuoden 2017 fuusiossa syntyvä Ahlstrom-Munksjö on maailman johtava kuitumateriaaliyhtiö, jolla on globaali tuotanto-, myynti- ja palveluverkosto



Yhtiöt itsenäisiä vuoden 2013 järjestelyn jälkeen
Molempien yhtiöiden fokuksena 2013-2016 kilpailukyvyyn palauttaminen säästöillä ja tehostamisella
Tehostusvaiheet päätökseen 2016, pohja kasvulle tukeva

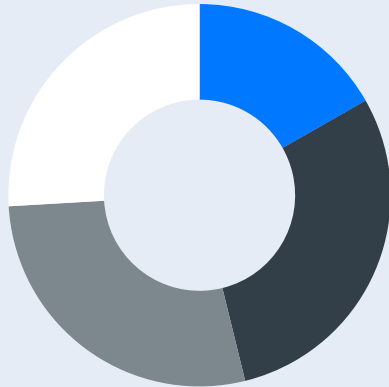
Oik. EBITDA:n ja oik. EBITDA-%:n kehitys 2013-2016



*Munksjö ja Ahlstrom yhdistettynä (Inderes arvio)

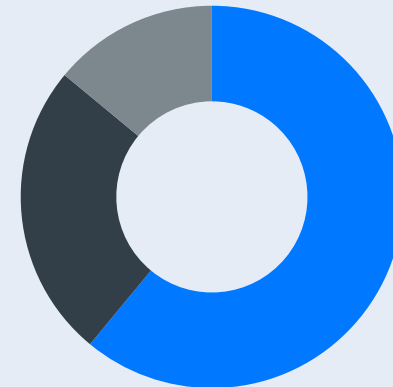
Ahlstrom-Munksjön liiketoimintarakennne

Liikevaihto divisioonittain 9/2016 LTM



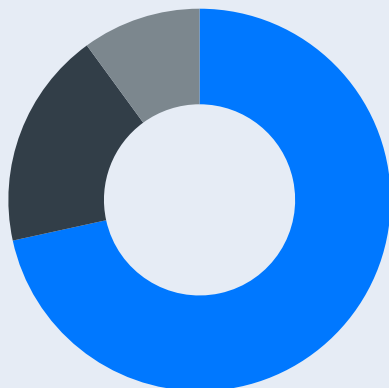
■ Decor ■ Filtration&Performance ■ Industrial Solutions ■ Specialities

Liikevaihto maantieteellisesti 9/2016 LTM



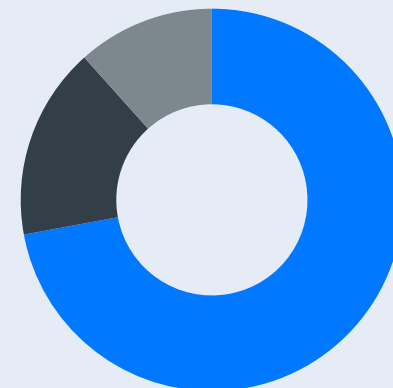
■ Eurooppa ■ Amerikat ■ APAC

Henkilöstön jakautuminen 9/2016



■ Eurooppa ■ Amerikat ■ APAC

Tehtaiden jakautuminen (lkm) 9/2016



■ Eurooppa ■ Amerikat ■ APAC

Sijoitusprofiili

Ahlstrom-Munksjö on kasvuhakuinen arvoyhtiö

Mielestämme Ahlstrom-Munksjö profiloituu sijoittajille pitkällä aikavälillä kasvavaksi arvoyhtiöksi. Huimia kasvuprosentteja pelkkä markkina ei orgaanisesti tarjoa, vaikka kuitumateriaalimarkkinoiden on ennustettu kasvavan hieman BKT:ta nopeammin, kun uusiutuvat kuitumateriaalit korvaavat muita materiaaleja eri sovelluksissa. Pidämme kuitenkin todennäköisenä, että yhtiö pyrkii jatkossa osallistumaan yritysjärjestelyihin ostopuolella, mikä tehostaisi orgaanista kasvunäkymää ja mahdollistaisi loikan uuteen kokoluokkaan.

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. Lyhyellä aikavälillä maltilliset investointitarpeet tukevat kuitenkin lähivuosien osinkonäkymiä.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Ahlstrom-Munksjön keskeiset positiiviset arvoajurit ovat:

- **Kannattavuuden parantaminen:** Munksjön kannattavuus ei ole vielä uudelle yhtiölle asetetun yli 14 %:n EBITDA-% -tavoitteen tasolla. Emme pidä tavoitetta kuitenkaan kohtuuttomana ja kannattavuudessa on mielestämme yhä parantamisen varaa, kun yhtiö saavuttaa fuusiossa tavoitellut 35 MEUR:n kustannussynergiat vuoden 2019 alkuun mennessä. Lisäksi näemme kannattavuudessa skaalautumispotentiaalia,

sillä yhtiöllä on vielä useissa liiketoiminnoissa kohtuullisesti hyvin vapaata tuotanto-kapasiteettia. Tämä mahdollistaa liikevaihdon kasvattamisen ilman merkittävää kiinteiden kulujen nousua, mikä tukisi kannattavuutta.

- **Orgaaninen kasvu:** Erikoispaperi- ja kuitumateriaalimarkkinoiden volyymikasvunäkymä on pitkällä aikavälillä BKT:n kasvuennusteita korkeampi, mikä tarjoaa yhtiön arvon luonnille vahvan pohjan. Orgaanisessa kasvussa onnistuminen tulee arviomme mukaan olemaan keskeisessä roolissa yhtiön pitkän aikavälin arvon luonnissa.
- **Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla:** Globaalit erikoispaperi- ja kuitumateriaalimarkkinat ovat edelleen erittäin 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. Yhtiöllä on Munksjö AB:n ja Ahlstromin LP -liiketoiminnan fuusiosta jo vahvat näytöt ja myös Munksjö Oyj:n ja Ahlstromin yhdistymisessä on mielestämme kaikki ainekset onnistumiselle. Track-recordin kertyminen kasvattaakin luottamusta, että yritysjärjestelyoptio on sijoittajien kannalta arvoltaan positiivinen.

Riskit

Ahlstrom-Munksjön keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

- **Markkinariski:** Ahlstrom-Munksjö toimii taloudellisista suhdanteista vahvasti riippuvaisella alalla, joten yhtiön tuotteiden kysyntä voi vaihdella nopeastikin. Lisäksi

yhtiön liiketoiminta on pääomaintensiivistä ja kiinteät kustannukset ovat suhteellisen korkeita, minkä takia riittävän korkean kapasiteetin käyttöasteen ja riittävän hyvän tuotemixin ylläpitäminen ovat kriittisiä asioita taloudellisen kehityksen kannalta. Näiden kahden tekijän muodostama yhtälö voi heiluttaa yhtiön tuloskehitystä nopeasti.

- **Kilpailutilanteen muutokset:** Hajanaisella ja houkuttelevan kasvunäkymän tarjoavilla erikoispaperi- ja kuitumateriaalimarkkinoilla rakenteelliset muutokset voivat heikentää yhtiön markkina-asemaa varsinkin pitkällä aikavälillä. Alalle tulokynnys toimialalle on kuitenkin varsin korkea kuitumateriaalien haastavat tuote- ja tuotantovaatimukset huomioiden, mikä pienentää jossain määrin riskin todennäköisyyttä.
- **Sellun hintariski:** Ahlstrom-Munksjön merkittävin kustannuserä on sellu (etenkin lyhtykuitua), jonka yhtiö ostaa globaaleiden markkinoiden määrittämään hintaan. Toisaalta hinnan raaka-aineen hinnan muutosten siirtäminen myyntihintoihin onnistuu parhaassakin tapauksessa viiveellä, joten sellun hinnan nousu voi painaa yhtiön tulosta selvästi etenkin lyhyellä aikavälillä. Riskiä korostaa myös sellumarkkinan erittäin syklinen luonne.
- **Yhtiöiden integraation onnistuminen:** Fuusion synergioiden saavuttaminen on arviomme mukaan keskeisessä roolissa kannattavuuden parantamisessa ja toisaalta kasvupohjan rakentamisessa. Yritys-kauppoihin aina liittyvää integraatoriskiä pienentää arviomme mukaan se, että yhtiöt tuntevat toisensa erinomaisesti ja ne ovat myös kulttuurillisesti hyvin samanlaisia.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Kannattavuudessa vielä parannusvaraa fuusion kustannus- ja myyntisynergioiden kautta
- Hyvä orgaaninen kasvunäkymä
- Tuotemixin kehitys ja uudet tuotteet
- Kasvun kiihdytys ja arvonluonti yrityskaupoilla

Riskit

- Markkinan sykliset muutokset
- Rakenteelliset muutokset toimialalla
- Lyhytkuitusellun hintariski
- Muiden raaka-aineiden hintariskit
- Edessä oleva kahden vuoden integraatio

Liiketoimintamalli

Liiketoimintamalli tyypillinen teollisuusyhtiölle

Ahlstrom-Munksjön liiketoimintamalli on tyypillinen valmistavaan teollisuuteen, sillä yhtiö on keskittynyt myymään ja markkinoimaan itse kehittämiään ja valmistamia tuotteita. Yhtiö palvelee maantieteellisesti asiakkaitaan kaikilla mantereilla, vaikka kaikki liiketoiminnat eivät operoi vielä globaalisti. Yhtiön tuotteiden melko korkeiden tonnihintojen ansiosta myynti valtamerien yli on monissa sektoreissa periaatteessa mahdollista eikä tehtaiden sijainti asiakkaan ei lähellä ole täysin kriittistä, jos liiketoimintamallin rakenteet ovat muuten globaalit.

Monista muista teollisuusyhtiöistä poiketen Ahlstrom-Munksjö on lisäksi globaali palveluverkosto, mikä on tarpeen huomioiden yhtiön tuotteiden varsin tiukat laatu- ja tuotevaatimukset. Liikevaihtonsa yhtiö saa kuitenkin myydyistä tonneista, joten kyseessä on tavaramyyntiä täydentävä ja tukeva komponentti.

Asiakas- ja tuoteportfoliot ovat hajaantuneet

Ahlstrom-Munksjö operoi lukuisilla pienillä niche-markkinoilla, joten yhtiön liiketoiminnalle tyypillistä on myös erilaisten tuotteiden ja myös asiakkaiden suuri lukumäärä. Tämä hajauttaa yksittäisiin asiakkaisiin liittyvää riskiä eikä yhtiöllä ole konsernin mittakaavassa merkittävän osuuden liikevaihdosta tuovia asiakkaita (divisioonatasolla on merkittäviä yksittäisiä asiakkaita). Myös asiakkaan menettämisen riski on mielestämme kuitumateriaaliliiketoiminnassa normaalia pienempi, sillä asiakkaalle toimittajan vaihtamisen kustannukset voivat olla korkeat. Tämä rajoittaa mielestämme hinnan merkitystä päätöksenteossa jossain määrin eikä hintasensitiivisyys sektorilla ole keskimäärin aivan

yhtä korkeaa kuin perusteellisuudessa yleensä.

Riskien hajautumisen vastapainona suuri asiakkaiden ja tuotteiden lukumäärä tekee Ahlstrom-Munksjön tuotantoportfoliosta kompleksin, sillä yksittäiset tuotantojaksot jäävät lyhyiksi ja lajinvaihtoja on paljon. Tämä soveltuu lähtökohtaisesti huonosti paperiteollisuuden ja sitä läheisesti muistuttavan kuitumateriaali-tuotannon kaltaiseen prosessiteollisuuteen, jossa tehokkuus tyypillisesti maksimituu pitkissä yhtäjaksoisissa tuotantosarjoissa. Tämä siitäkkin huolimatta, että käytössä oleva koneet ovat huomattavasti bulkkituotannossa käytettäviä koneita pienempiä ja joustavampia. Näin ollen liiketoiminnassa on kannattavuuden näkökulmasta olennaista tasapainotella riittävän laajan tuotevalikoiman ja toisaalta riittävän yksinkertaisen tuotantorakenteen välillä, mikä edellyttää joustavan tuotantokoneiston lisäksi tehokasta tilaus- ja toimitusketjun hallintaa.

Pääomavaltaisella toimialalla skaalaedut ovat huomattavia

Ahlstrom-Munksjön liiketoiminta on suhteellisen pääomaintensiivistä prosessiteollisuutta, jossa suuruuden ekonomiasta on selkeitä hyötyjä. Etenkin olemassa olevan kapasiteetin täyttämisen ja sen 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 suhteellisen heikosti skaalautuvia kustannuseriä. Siten yhtiö

liiketoiminnassa on kohtuullinen tulosvipu. Korostamme kuitenkin, että tämä vipu toimii molempiin suuntiin, sillä volyymin tippuessa kiinteitä kuluja on vaikea karsia nopeasti.

Prosessiteollisuus sitoo pääomia

Prosessiteollisuudessa toiminnan laajentaminen ja myös kilpailukyvyyn ylläpitäminen vaativat pitkällä aikavälillä investointeja tuotantolaitoksiin, mikä sitoo merkittävästi pääomaa. Viime vuosina Ahlstrom-Munksjön kiinteän omaisuuden ja liikevaihdon suhde on ollut vajaat 40 %, mikä antaa mielestämme kohtuullisen kuvan liiketoiminnan pääomaintensiivisyydestä. Lisäksi liiketoiminnan pyörittäminen sitoo käyttöpääomaa varastoihin, kun taas ostovelkojen ja saamisten suhteen yhtiön markkina-voiman (paljon pieniä asiakkaita vs. globaalisti merkittävä materiaalien ostaja) pitäisi riittää pitämään suotuisana (ts. ostovelat myyntisaamisia suuremmat).

Lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä Ahlstrom-Munksjön investointitarpeet ovat rajalliset, sillä arviomme mukaan yhtiön tuotantoportfolio on hyvässä kunnossa. Tämä mahdollistaa sekä tuotannon määrän että arvon kasvattamisen kohtuullisin lisäpanostuksin. Tiilikausilla 2015 ja 2016 sekä Ahlstromin että Munksjön investoinnit olivat selvästi alle poistojen tason, sillä yhtiöt keskittyivät ylläpito- ja parannusinvestointeihin. Uuden yhtiön investoinnit ovat todennäköisesti lähivuosina kasvusuunnassa, sillä sekä Munksjö että Ahlstrom tiedottivat laajennusinvestoinneista ennen fuusiota. Arviomme mukaan yhtiöllä on silti edellytykset vahvaan vapaaseen kassavirtaan lähivuosina, sillä investointitarpeet pysyvät poistojen alapuolella lievästä nousupaineesta huolimatta.

Liiketoimintamalli

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Inderesin arvio Ahlstrom-Munksjön liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/3)

Tavoitteena on kannattava kasvu kuitumateriaaleissa

Vaikka Ahlstrom-Munksjöllä on edessään noin kahden vuoden välttämätön integraatiojako, on fuusioyhtiön strategian ydinajatuksena mielestämme hyödyntää globaalien erikoispaperi- ja kuitutuotemarkkinoiden pitkällä aikavälillä suotuisat kasvunäkymät. Arviomme mukaan tämä alkaa näkymään voimakkaammin asteittain integraation edetessä. Teollisuuden aloista painopistealueita tulevat arviomme mukaan olemaan auto-, ruoka- ja juoma sekä rakennus- ja sisustusteollisuudet, joissa yhtiön markkina-asema on jo vahva. Näillä sektoreilla fuusio tarjoaa myös ristiinmyyntimahdollisuuksia eri divisioonien kesken. Uusiin merkittäviin asiakassektoreihin emme usko yhtiön pyrkivän murtautumaan lähivuosina, mutta pidemmällä aikavälillä tämäkin on mahdollista.

Mielestämme fuusion yhteydessä julkaistu karkea strategia (tarkentuu, kunhan fuusio on valmis ja uusi hallitus pääsee aloittamaan työnsä) ohjaa yhtiötä oikeaan suuntaan ja pidämme valittuja niche-markkinoita hyvänä huomioiden yhtiöiden vahvuudet ja liiketoimintojen väliset synergiat. Strategia jättää yhtiölle paljon liikkumavaraa strategiseen kasvuun joko nykyisten tuotesegmenttien ulkopuolelle (esim. yhtiö on läsnä vain kolmasosassa erikoispaperimarkkinan segmenttejä) tai uusille maantieteellisille alueille. Varsinkin maantieteellisen peiton laajentaminen tulee todennäköisesti olemaan yhtiön agendalla ainakin pitkällä aikavälillä, sillä toistaiseksi Euroopan paino portfoliossa on vielä merkittävä ja toisaalta tärkeimmät kasvumarkkinat ovat kehittyvillä markkinoilla etenkin Aasiassa.

Yritysosot ovat mahdollisia kasvun kiihdyttämiseen pitkällä aikavälillä

Kuitumateriaalien markkinat ovat varsin fragmentoituneita, sillä muutaman globaalien yhtiön lisäksi eri segmenteissä toimii tyypillisesti suurehko määrä alueellisia pelureita. Kun huomioidaan, että liiketoiminta on suhteellisen pääomaintensiivistä ja suuruuden ekonomian hyödyt kustannuspuolella ovat varsin konkreettisia, on markkinan konsolidoituminen pitkällä aikavälillä väistämätöntä. Arviomme mukaan myös Ahlstrom-Munksjö on yhtenä alan johtavista pelureista valmis osallistumaan konsolidaatioon ostopuolella pitkällä aikavälillä.

Yritysjärjestelyillä yhtiön olisi helpointa ottaa selkeä loikka seuraavaan kokoluokkaan ja mahdollisesti laajentua samalla strategisesti uusille markkinoille ja/tai uusiin tuotesegmentteihin. Suhtaudumme tähän optioon lähtökohtaisesti positiivisesti, mikä johtuu yritysjärjestelyjä tukevan toimialarakenteen lisäksi yhtiön toistaiseksi hyvistä näytöistä yritysjärjestelykentällä. Lopullinen suhtautumisessa yrityskauppoihin on toki täysin tapauskohtainen ja riippuvainen suurelta osin ostokohteen hinnasta ja kohteen laadusta.

Vaihtoehtona yritysjärjestelyille strategisessa kasvussa olisivat investoinnit uusiin tehtaisiin. Tätä vaihtoehtoa pidämme järkevänä, jos markkinoilta ei löytyisi yhtiön tarkoituksiin sopivia tai kohtuuhintaisia ostokohteita. Lähtökohtaisesti arviomme yhtiön pyrkivän joko nykyisten tehtaiden laajentamiseen tai epäorganiseen kasvuun yritysostoilla, sillä uusinvestoinneissa kassavirtojen ajoitus on usein epäedullinen johtuen etupainotteisista investointikustannuksista ja pitkistä tuotannon

ylösajojaksoista.

Lyhyellä tähtäimellä emme odota merkittäviä yritysostoja, sillä arviomme yhtiön keskittyvän lähivuosina Munksjön ja Ahlstromin toimintojen integraatioon sekä fuusioyhtiön potentiaalinen ulosmittaamiseen. Sen sijaan myyntipuolella portfolion muokkaaminen on täysin mahdollista, sillä uskomme yhtiön harkitsevan tiettyjen liiketoimintojen roolia integraatiovaiheen aikana. Esimerkiksi Munksjön Graphics&Packaging-liiketoiminnan divestoinnista emme varsinaisesti yllätyisi, sillä emme usko, että kroonisista kannattavuusvaikeuksista kärsineellä Graphics&Packagingilla on edellytyksiä tukea konsernia kannattavuustavoitteensa saavuttamisessa. Myös konsernin ainoa uusiutumattomia materiaaleja käyttävä liiketoiminta Building&Wind voi olla myynnissä.

Tavoitteena markkina- ja tuotejohtajuus

Ahlstrom-Munksjö mainitsee sulautumis-esitteessä julkaistussa karkeassa strategiassaan tavoitteekseen jatkaa lisäarvon tuottamista asiakkailleen korkealaatuisen tuotevalikoiman avulla. Arviomme mukaan tämä tarkoittaa käytännössä markkinoiden kehittyneintä ja innovaatioiden myötä kehittyvää tuoteportfoliota ja räätälöityjä palveluita. Tuotteiden avulla yhtiö pyrkii ylläpitämään ja kasvattamaan asiakkaidensa saamaa lisäarvoa, mikä taas mahdollistaa preemiohinnoittelun suhteessa kilpailijoihin ja saavuttamaan siten korkeammat marginaalit. Tässä keskeisessä roolissa on tutkimus ja tuotekehitys, jonka pitäisi innovaatioiden avulla pystyä luomaan uusia korkean lisäarvon tuotteita riittävän nopealla syklillä ja toisaalta puolustaa vanhojen tuotteiden arvoa ominaisuuksia parantamalla.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/3)

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 pitkällä aikavälillä väistämättä hintaeroosiota. Tämä on tärkeää, sillä Ahlstrom-Munksjöllä ei mielestämme ole rakenteellista ja pitkällä tähtäimellä kestävästä kustannusetua, vaikka tällä hetkellä yhtiö onkin suurimmilta osin kilpailukykyinen tällä hetkellä. Tuotannon arvon puolustamisessa myös palveluilla on mielestämme roolinsa korkeiden ja spesifien laatuvaatimusten sektorilla, vaikka suoraa liikevaihtoa yhtiö ei palveluista saakaan.

Operatiivisen toiminnan ja tehokkuuden parantaminen pysyy fokuksessa

Vaikka kannattavuuden parantaminen on ollut viime vuosina sekä Munksjön että Ahlstromin agendassa korkealla ja yhtiöt ovat pystyneet parantamaan kannattavuuttaan selvästi viime vuosina, on operatiivisen tehokkuuden jatkuva parantaminen arviomme mukaan edelleen yksi fuusioyhtiön keskeinen strateginen tavoite. Mielestämme tämä on välttämätöntä, sillä erikoispaperiliike- ja kuitumateriaaliliiketoiminnat ovat erittäin kilpailtuja sektoreita ja toimialan keskiarvoja korkeampien marginaalien saavuttaminen vaatii vahvan markkina-aseman ja kilpailukykyisen tuoteportfolion lisäksi kustannusjohtajuutta. Näin ollen tehokkuuden parantamiseen pitää mielestämme suhtautua jatkuvana prosessina.

Arviomme mukaan suuret rakenteelliset liikkeet Ahlstrom-Munksjö on lähitulevaisuuden osalta kuitenkin tehnyt fuusion synergiasäästöjä lukuun

ottamatta vuosina 2013-2016 ja saanutkin painettua kustannusrakenteensa suurelta osin kilpailukykyiseksi. Synergiasäästöjä yhtiö tavoittelee saavuttavansa vuoden 2019 alkuun mennessä 35 MEUR, mikä koostuu valtaosin yleiskustannuksista (mm. kaksinkertaiset hallintorakenteen purkaminen ja toimintojen yhdistäminen) ja pienemmiltä osin tuotannon optimoinnista (esim. logistiikka) sekä kemikaali-ostosta (sellua yhtiöt ovat ostaneet yhdessä jo aiemmin). Pidämme yhtiön säästötavoitetta realistisena (1,6 % fuusioyhtiön liikevaihdosta) ja mielestämme myös säästötavoitteen maltillinen laajentaminen on mahdollista, kunhan yhtiössä päästään suurten linjojen jälkeen yksityiskohtien hiomiseen (esim. T&K-prosessien yhdenmukaistaminen).

Fuusion synergiasäästöjen jälkeen kustannus-tehokkuuden parantaminen tulee olemaan jatkossa tasaisempaa jatkuvaa parantamista, jossa keskeisessä roolissa ovat materiaali-, energia- ja henkilöstötehokkuuden nostaminen muun muassa prosessikehityksen ja hallittujen nopean takaisinmaksuajan investointien avulla. Tehokkuuden parantamista yhtiö hakee arviomme mukaan myös uudella liiketoimintayksiköihin pohjautuvalla liiketoimintamallilla, jonka on tarkoitus varmistaa nopea päätöksenteko luopumatta kuitenkaan suuremman kokonaisuuden mittakaavahyödyistä.

Strategia



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Taloudelliset tavoitteet

Ahlstrom-Munksjön pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat toistaiseksi seuraavat:

- **Kannattavuus:** operatiivinen käyttökate-marginaali yli 14 % yli suhdannesyklin
- **Taserakenne:** Nettovelkaantumisaste alle 100 %
- **Osingonjako:** Vakaa ja vuosittain kasvava osinko

Tavoitteiden tarkennukset ovat mahdollisia, kun uusi hallitus aloittaa työnsä fuusion toteuduttua. Syyskuun 2016 lopussa Ahlstrom-Munksjö täytti taloudelliset tavoitteet taserakenteen osalta selvästi (Q3'16: pro-forma nettovelkaantumisaste 46 %). Kannattavuustavoitetta uusi kokonaisuus ei ole vielä saavuttanut operatiivinen EBITDA-% oli 11,2 % 9/2016 LTM luvuilla ja arviolta reilut 12 % Q4'16:n selkeät tulosparannukset huomioiden.

Kannattavuustavoite on realistinen

Vaikka kannattavuustavoitteen alaraja on vielä kaukana, pidämme tavoitetasoa realistisena Ahlstrom-Munksjöille. Nykyisen liikevaihto- ja tulostasojen pitäminen ja yritysjärjestelyn 35 MEUR:n kustannussynergioiden saavuttaminen nostaisi käyttökate-marginaalin noin 13 %:iin. Näin ollen toistaiseksi tunnistetut synergiat eivät riitä tavoitetasolle, vaan yli 14 %:n EBITDA-marginaalin saavuttaminen vaatii yhtiöltä näkemysmme mukaan lisää kulusynergioita, myyntipuolen synergioiden realisoitua, kannattavaa kasvua markkinoiden mukana sekä operatiivisen tehokkuuden parantamista. Tavoite on mielestämme kuitenkin täysin realistinen yhtiölle muutaman vuoden

tähtäimellä. Yhtiön lähin verrokki Neenah Paper on myös kestävästi saavuttanut noin 15 %:n EBITDA-marginaalin, mikä heijastelee mielestämme myös tavoitetason realistisuutta.

Ahlstrom-Munksjön nykyinen suuren liike-arvomassan sisältävä taserakenne ja liike-toiminnan kokoluokka huomioiden yli 14 %:n operatiivinen käyttökate-marginaali riittää karkeasti 12-13 %:n operatiiviseen sijoitetun pääoman tuottoon. Mielestämme tämä olisi mielestämme kohtuullinen taso yli syklin valmistavassa perusteellisuuudessa toimivalle teollisuusyhtiölle. Pidämme siten yhtiön kannattavuustavoitetta tavoitetta haastavana, mutta realistisena myös syklin yli tarkasteltuna.

Kasvun rooli korostuu kannattavuuden parantamisessa

Kuten jo aiemmin totesimme, mielestämme sekä Ahlstrom että Munksjö alkavat olla strategisesti taitekohdassa, jossa yhtiöt siirtyvät tehostus- ja säästövaiheesta kohti aiempaa piirun verran voimakkaampaa organista kasvuhakuisuutta viimeistään fuusion integraatiovaiheen jälkeen. Tämä on tarpeen, sillä arviomme mukaan kannattavuustavoitteen saavuttamisen kannalta tuotannon volyymin ja arvon kasvattaminen korostuu jatkossa, kun selkein tehostamispotentiaali on käytetty

Yhtiö ei ole toistaiseksi asettanut kasvutavoitetta, mutta mielestämme yhtiön organisen kasvupotentiaalin pitäisi olla vähintään globaalien BKT:n kasvun tasolla tai hieman sen yli noin 2-4 %:ssa vuodessa. Tämä perustuu pitkälläkin aikavälillä erikoispaperi- ja kuitutuotteita tuleviin vahvojen kasvuajureihin (väestön kasvu, kestävä kehitys, kaupungistuminen, globalisaatio).

Lisäksi yhtiön pitäisi markkina-asemansa perusteella tavoitella markkinoita hieman nopeampaa kasvua.

Taserakenne

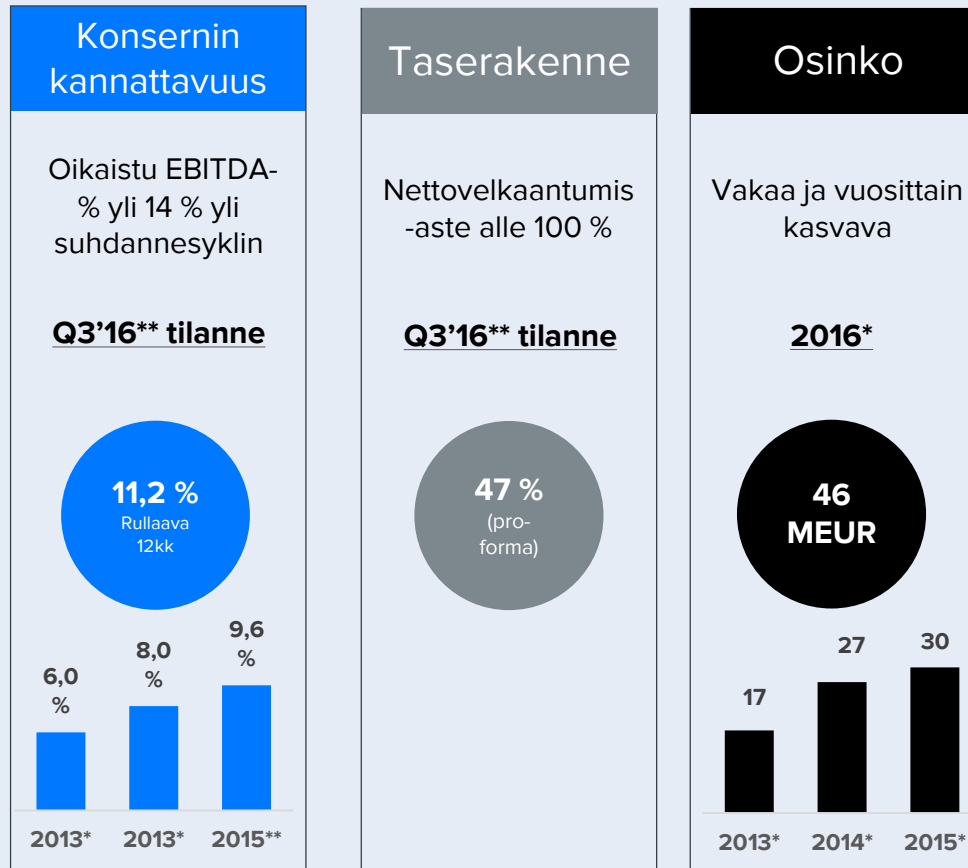
Ahlstrom-Munksjön tavoitetaso pääomarakenteen suhteen on varsin väljä, mikä heijastelee yhtiön halua säilyttää merkittävä taloudellinen liikkumavara pitkällä aikavälillä eteen tulevia strategisia investointeja ja/tai yrityskauppoja silmällä pitäen. Mielestämme tavoitetason yläraja heijastelee yhtiön riskinottohalun rajoja strategisia hankkeita ajatellen.

Ahlstrom-Munksjö on tällä hetkellä taseen osalta selvästi tavoitetason ylärajan alapuolella ja lähiaikoina velkavipu jatkaa arviomme mukaan purkautumistaan viimeistään sitten, kun synergioiden saavuttamiseksi vaadittavat kertakulut on kirjattu ja maksettu. Korostamme silti, että toimiala on pääomaintensiivinen ja tietyn velkavivun käyttäminen on mielestämme liiketoiminnassa järkevää oman pääoman tuoton optimoimiseksi. Siten emme usko pyrkivän painamaan velkaantumistasettaan pysyvästi kohti nettovelattomuutta, vaan velkasuhteen laskiessa yhtiö voi siirtää rahavirran allokointiaan velkojen lyhentämisestä muihin kohteisiin.

Osingonjako

Myc Ahlstrom-Munksjön osinkopolitiikka on väljä ja mielestämme pitkäjänteisyyttä korostava. Arviomme mukaan yhtiöiden yhteensä vuodelta 2016 maksama 46 MEUR:n osinko (0,48 euroa per uuden yhtiön osake) on lattiataso, jolta yhtiö lähtee kasvattamaan tasaisesti osinkoaan. Arviomme mukaan yhtiöllä on tähän hyvät edellytykset, kunhan markkinatilanne ei heikkene oleellisesti lähivuosina.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet



*Munksjö ja Ahlstrom yhdistettynä ** Pro-forma tilinpäätös (sulautumisesite)

Decor (1/2)

Decor on Eurooppaan keskittynyt liiketoiminta

Konsernin liikevaihdosta noin 17 % tuovan Decor-liiketoiminta-alue valmistaa valkoisia ja värillisiä koristepapereita, joita käytetään erilaisten kuviodien sekä puuta jäljittelevien laminaattimateriaalien valmistamiseen. Painamalla tai kyllästämällä lopputuotteiksi jalostettavia papereita käytetään huonekaluissa, ovissa, keittiökalusteissa ja lattamateriaaleissa. Nämä tuotteet kattavat arviomme mukaan noin 95 % liiketoiminnan myynnistä. Lisäksi Decor valmistaa lääke- ja kosmetiikkapakkausten tuoteselosteissa käytettäviä ohuita painopapereita, jotka tuo loput liikevaihdosta.

Decorin tehtaat sijaitsevat Ranskassa, Ruotsissa, Espanjassa sekä Saksassa. Decor on siis vahvasti Eurooppaan keskittynyt tehtaiden sijainnin takia, vaikka etenkin laminaattimateriaalien korkeat tonnihinnat mahdollistavat periaatteessa kaukoviennin ja myös Munksjö on myynyt erikoispapereita Euroopasta käsin Lähi-Idän ja Aasian markkinoille. Euroopan osuus Decorin laminaattimateriaalimyynnistä on kuitenkin arviomme mukaan yli 85 %.

Liiketoimintaa ajaa rakennussektorin kehitys

Koska Decorin tuotteita käytetään etenkin huonekaluissa, rakenteiden pintamateriaaleissa ja sisustamisessa, divisioonan tuotteiden kysyntää ajaa etenkin rakennussektorin kehitys. Rakennussektoria ja Decor-liiketoimintaa tukevat arviomme mukaan kaupungistumisen ja elintason nousun kaltaiset megatrendit. Rakentamista ajaa etenkin BKT:n kasvu, mutta tyypillisesti ala on syklinen ja rakentamiseen

sovelletaankin usein karkeasti 1.5x vipukerointa suhteessa BKT:n kehitykseen. Ahlstrom-Munksjölle positiivista on kuitenkin se, että Decorin laminaattimateriaaleja käytetään myös remonteissa, sisustamisessa ja huonekaluissa, joten aivan uudisrakentamisen voimakasta syklisyyttä loppukysynnässä ei ole. Erikoispainopaperien kysyntä on sen sijaan selvästi stabiilimpaa, koska kysyntää ajaa tyypillisesti vähäsyklisempi kuluttajakysyntä ja osittain vielä sen defensiiviset segmentit (esim. lääkkeet).

Kiina on suuri kasvumarkkina, myös Euroopan näkökulmasta

Decorin markkinakoko oli arviomme mukaan vuonna 2016 globaalisti noin 1,2 miljoonaa tonnia tai noin 2 miljardia euroa. Maantieteellisesti Aasia on suurin markkina, sillä sen osuus volyymistä on reilut 50 %. Yksittäisistä maista selvästi suurin on Kiina, joka vastaa valtaosaa koko Aasian kysynnästä. Sen markkina 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 %. Euroopassa suurin yksittäinen markkina on Saksa.

Loput markkinasta jakautuvat muille mantereille. Huomioitavaa kuitenkin on, että Pohjois-Amerikassa laminaattimarkkina ei ole erityisen merkittävä, mikä johtuu arviomme mukaan paikallisista rakennus- ja sisustustrendeistä, joissa suositaan puuta pintamateriaalina. Ilman trendien merkittävää muutosta Pohjois-Amerikka ei siten myöskään tulevaisuudessa tule olemaan

Ahlstrom-Munksjölle erityisen houkutteleva kasvumarkkina Decorissa.

Pitkällä aikavälillä Decorin markkinan pitäisi arviomme mukaan kasvaa hieman BKT:n kasvua ripeämmin johtuen rakennussektorin kysyntävivusta. Käytännössä arviomme tämän tarkoittavan keskimäärin noin 2-4 %:n keskimääräistä vuosittaista kysynnän kasvua, mutta markkinan syklisen luonteen takia yksittäisten vuosien kysyntä tulee todennäköisesti vaihtelemaan selvästi myös jatkossa. Tällä hetkellä Decorilla on arviomme mukaan suhteellisen suotuisa syklin vaihe, sillä BKT ja rakentaminen ovat elpyneet vuosina 2015-2016 Euroopassa ja myös Kiinassa valtion elvytyspolitiikka on piristänyt viime aikoina rakentamista.

Decorin kasvu painottuu BKT:n kasvun tavoin etenkin kehittyvään Aasiaan, jossa pitkän aikavälin kasvunäkymä on arviolta 4-6 % vuodesta. Euroopassa sen sijaan jäädytään todennäköisesti 2-3 %:n kasvuun heikomman talouskasvun takia. Myös erikoispainopapereiden kysyntä kasvaa, sillä paperiset tuoteselostukset ovat viranomaismääräysten takia pakollinen osa kuluttajatuotteissa ja lääkepakkausissa. Kasvuvauhti on arviomme mukaan linjassa noin BKT:n kasvun kanssa, mikä tarkoittaa Euroopassa pitkällä aikavälillä noin 1-2 %:n kasvua vuositasona. Näin ollen Decorin markkinoiden orgaaninen kasvunäkymä on mielestämme kokonaisuutena pitkällä aikavälillä suhteellisen houkutteleva Ahlstrom-Munksjön kannalta.

Decor (2/2)

Euroopan markkina on erittäin keskittynyt, tuottajilla on kohtainen hinnoitteluvoima

Ahlstrom-Munksjön Decor on arviomme mukaan Euroopassa hieman tuotesegmentistä riippuen markkinajohtaja tai kakkonen. Yhteensä yhtiön markkinaosuus on arviomme mukaan noin 30 %, mikä kuvaa hyvin yhtiön vahvaa asemaa kotimarkkinoilla. Kilpailijoista Technocell on arviomme mukaan samassa kokoluokassa tai hieman suurempi, kun taas Malta Decor on hieman Decoria ja Technocelliä pienempi noin 20 %:n markkinaosuudella. Loput Euroopan pelureista ovat jo selvästi pienempiä.

Kokonaisuutena sektori on varsin keskittynyt, sillä kolmella suurimmalla pelurilla on Euroopan kapasiteetista arviomme mukaan jopa 80 %. Tuottajien kannalta tilanne on mielestämme hyvä, sillä keskittynyt rakenne, positiivinen kysyntätrendi ja kohtuullinen markkinatasapaino antavat mielestämme tuottajille kohtuullisen hyvän hinnoitteluvoiman.

Historiallisesti myös hintakuri on pitänyt sektorilla suhteellisen hyvin heikomman kysynnän jaksoilla, jolloin tuottajat ovat hintojen puolustamiseksi rajoittaneet tuotantoa ja leikanneet kapasiteettia pysyvästi. Toisaalta toimialan rakenteen takia epäorganisen kasvun ei ole Decorissa mahdollista Ahlstrom-Munksjölle Euroopassa. Näin ollen liiketoiminnan kokoluokan selvä kasvattaminen vaatii yhtiöltä käytännössä etenkin orgaanista tai epäorganista kasvua Aasian markkinoilla.

Kaukovienti painaa keskihintoja, mutta tarjoaa kasvualustaa

Euroopan markkinan suhteellisen hyvän hinnoitteluvoima on näkynyt Decor-divisioonan keskihinnoissa, jotka ovat pysyneet viime vuosina vuositasolla verrattain vakaina raaka-aineiden hintojen heilumisesta huolimatta. Decorissa merkittävin muuttuva kustannuserä on titaanidioksidi ennen sellua. Kvartaalitasolla heilunta keskihinnoissa ja osin myös kannattavuuksissa voi olla reilumpaakin, mikä johtuu arviomme mukaan liiketoiminnan kausiluonteesta ja tuotemixiin liittyvistä syistä.

Keskihintoja tarkasteltaessa huomattavaa kuitenkin on, että Euroopan hinnat ovat tyypillisesti muiden markkinoiden hintoja jonkun verran korkeammat johtuen muun muassa tuotemixin painottumisesta korkeampilaatuisiin tuotteisiin. Näin ollen kaukoviennin kasvattaminen, joka siis olisi matalammista hinnoista huolimatta Decorille kasvavaa, hyvää ja strategisesti tärkeää liiketoimintaa, voi painaa divisioonan keskihintoja ja suhteellisia marginaaleja. Arviomme mukaan yhtiö myös pyrkii olemaan Eurooppa hinnoittelussa tiukka ja hakemaan lisätönneja tarpeen mukaan kaukomarkkinoilta, mikä on mielestämme täysin oikea strategia pitkän aikavälin kannattavuuden varmistamiseksi.

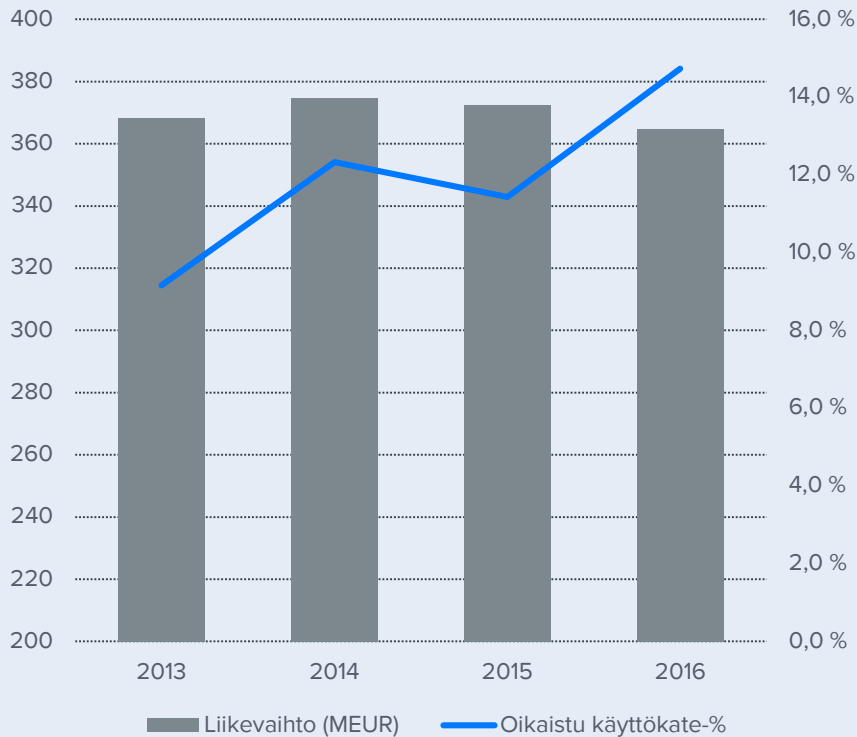
Yhtiön pitäisi pystyä sektorin parhaalle kannattavuustasolle

Ahlstrom-Munksjön eurooppalaiset kilpailijat ovat yksityisomisteisia yhtiöitä, joten Decorin taloudellisesta suorituskyvystä suhteessa kilpailijoihin ei ole tietoa. Arviomme mukaan Decorin pitäisi olla kilpailukykyisten tuote- ja tuotantoportfolioidensa sekä tiettyjen suuren yhtiön skaalahyötyjen (esim. hallintokulut ja ostot) ansiosta olla sektorin kannattavimpia yhtiöitä Euroopassa. Tämän todentaminen on kuitenkin vaikeaa.

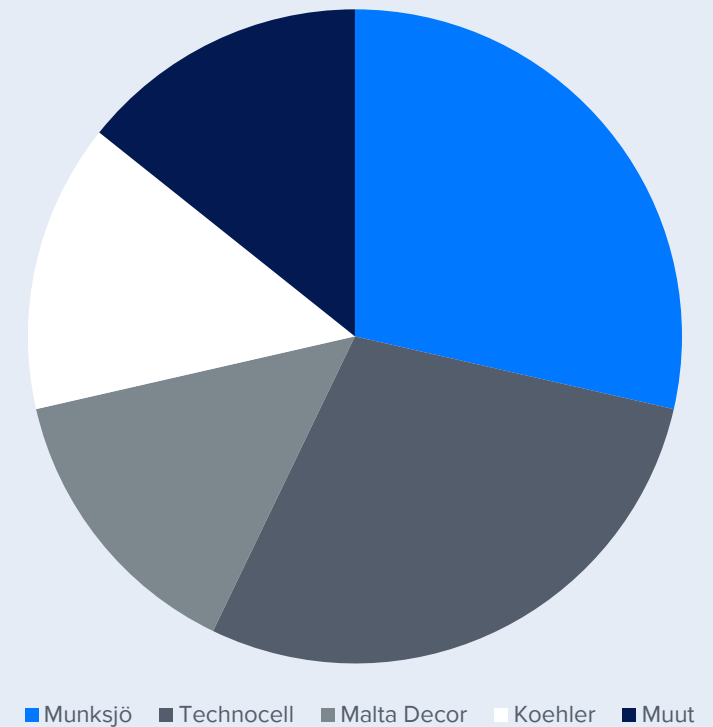
Vuosina 2013-2015 Decor ylsi noin 9-12 %:n operatiivisiin käyttökatemarginaaleihin, mutta vuonna 2016 divisioona nousi selkeästi korkeammalle noin 15 %:n tasolle, kun Euroopan hyvä kysyntä ja alhainen muuttuvien kustannusten taso (esim. titaanidioksidin hinnat saavuttivat historiallisen matalan tason Q2'16:lla) tukivat kannattavuutta. Vaikka kustannustasossa on todennäköisesti painetta lähivuosina mieluummin ylös kuin alas, divisioonan pitäisi arviomme mukaan pystyä ylittämään Ahlstrom-Munksjön konsernitason 14 %:n kannattavuustavoite pitkällä aikavälillä.

Decorin talouskehitys ja markkina-asema

Decorin historiallinen kehitys Munksjössä



Euroopan markkinaosuudet



Filtration&Performance (1/2)

Laaja tuoteportfolio teollisuussektoreille

Filtration&Performance muodostuu entisen Ahlstromin saman nimisestä liiketoiminta-alueesta. Divisioonan suodatinpuoli on keskittynyt öljyn, polttoaineiden, ilman, kaasuturbiinien ja muiden teollisten suodattimien valmistamiseen. Lisäksi divisioonan tuoteportfolioon kuuluu teollisia kuitukankaita sekä tapetti- ja julistemateriaaleja sekä lasikuitupohjaisia lattioiden- ja tuuliturbiinilapojen materiaaleja. Arviomme mukaan divisioonan reilun tämänhetkisestä reilun 600 MEUR:n vuosiliikevaihdosta suodatinsovelluksista tulee noin 60 %, kun taas muiden tuotesovellusten osuus on loput 40 %. Konsernin liikevaihdosta Filtration& Performance toi noin 30 % ennen Osnabruckin tehtaan divestointia.

Tuotantolaitoksia Filtration&Performancella on Suomessa, Italiassa, Kiinassa, Etelä-Koreassa, Brasiliassa ja Yhdysvalloissa. Myyntiä divisioonalla on globaalisti, mutta suurimpia markkina-alueita ovat arviomme mukaan Pohjois-Amerikka ja Eurooppa, kun taas Aasian ja Etelä-Amerikan painoarvot ovat pienempiä.

Raskas liikenne pääroolissa suodattimissa

Liikennekäyttöön menevistä suodattamista noin 60 % toimitetaan raskaiden kuorma-autojen, lentokoneiden ja laivojen polttoaineen, öljyn ja ilman suodattimiin. Loput 40 % taas tulevat henkilöautoista. Huomioitavaa on, että korvaussuodatinmarkkina on selvästi (jopa 4x) uusiin liikennevälineisiin asennettavaa markkinaa suurempi sekä raskaassa liikenteessä että henkilöautopuolella. Tämä johtuu siitä, että suodattimet ovat vaihdettavaa kulutustavaraa ja

liikennevälineiden elinkaaren aikana siihen vaihdetaan suodattimia useita kertoja. Näin ollen tärkein markkina-ajuri on ajatut kilometrit ja raskaassa liikenteessä myös kuljetetun rahdin määrä, kun taas uusien liikennevälineiden tuotantomäärien merkitys on vähäisempi. Tämä rajoittaa altistumista etenkin raskaan liikenteen uuslaitemarkkinan syklisyydelle.

BKT:n kasvu ajaa markkinakasvua

Kokonaisuutena liikennesektorin suodattimet ovat arviomme mukaan noin 800-900 MEUR:n markkina. Markkinan kasvu on pitkälti BKT-vetoista sektorin markkina-ajurit huomioiden ja pitkän ajan vuosittainen kasvupotentiaali on siten noin 2-4 %:n haarukassa. Markkinan kasvu painottuu suurelta osin kehittyville markkinoille, jossa BKT kasvaa ja liikennevälineiden käyttö lisääntyy. Kehittyneillä Euroopan ja Yhdysvaltojen markkinoilla kasvupotentiaali on maltillisempi, mutta arviomme markkinan kasvavan kaikilla mantereilla lähivuosina.

Liikennesektorilla keskeisiä trendejä ovat tiukentuva ympäristölainsäädäntö, kasvava ympäristötietoisuus ja pitenevät huoltovälit. Näiden tekijöiden myötä suodattamille asetetut toiminnalliset laatuvaatimukset ovat nousussa. Mielestämme tämä sopii Filtration&Performancelle suhteellisen hyvin, sillä yhtiö on panostanut viime vuosina tuotekehitykseen ja uusintuoteportfolioaan kohonneiden vaatimusten mukaiseksi. Siten yhtiön teknologia-portfolio on kilpailukykyinen, mutta merkittävä ja pitkällä aikavälillä kestävä differentioituminen suhteessa kilpailijoihin tuoteportfolioilla on mielestämme sektorilla suhteellisen vaikeaa.

Suodatinmarkkina on haastava hinnoittelun perspektiivistä

Liikennevälineissä toimialan rakenne on keskittynyt, sillä markkina on konsolidoitunut koko arvoketjun matkalla. Filtration&Performancen asiakkaat suodatinliiketoiminnassa ovat suuria Volkswagenin ja General Motorsin kaltaisia autoyhtiöitä sekä Boschin kaltaisia autoteollisuuden komponenttien valmistajia. Näiden yhtiöiden liikevaihdot ovat kymmenissä ja jopa sadoissa miljardeissa euroissa, joten niillä on kokonsa ja arvoketjun voimakkaan konsolidaatioasteen puolesta etulyöntiasema hinnoittelussa suhteessa selvästi pienempiä suodatinvalmistajia vastaan. Historiallisesti autoteollisuus on myös hyödyntänyt neuvotteluvoimansa jatkuvasti läpi arvoketjun.

Tämän haastavan viitekehityksen vastapainoksi suodatinvalmistajat ovat konsolidoineet markkinan suurelta osin kolmelle pelurille länsimarkkinoilla. Aasiassa markkinoilla on mukana myös pienempiä paikallisia pelureita, mutta globaalisti kolmella suurimmalla yhtiöllä on arviomme mukaan 60-70 %:n markkinaosuus, mikä tasapainottaa hinnoitteluasemaa jossain määrin tuottajien kannalta. Ahlstrom-Munksjön kannalta tärkeää on myös se, että yhtiö on liikennesuodattimien markkinajohtaja noin 35-40 %:n markkinaosuudella. Muita globaalisti merkittäviä pelureita ovat amerikkalaiset Neenah Paper ja Hollingsworth&Vose. Sektorin keskittyneen rakenteen ja yhtiön suuren markkinaosuuden takia emme myöskään usko, että yhtiö pystyy kasvamaan olennaisesti tällä saralla epäorgaanisesti ainakaan Euroopassa.

Filtration&Performance (2/2)

Positiivista tuottajien kannalta on lisäksi se, että markkinoille tulon esteet liikennesuodattimissa ovat laatuvaatimusten ja vakiintuneet toimittajan vaihtamisesta syntyvien epäsuorien kulojen takia korkeita. Mielestämme tämä helpottaa hieman suurien asiakkaiden tuottajiin kohdistamaa hintapainetta. Haastavista ostajista huolimatta markkinafundamentit ovat terveet, joten toimialalla on tehty kohtuullisia kannattavuuksia.

Teollisuuden kuitukankailla ja tapetti-materiaaleilla on selkeä rooli portfoliossa

Suodatinliiketoiminnan lisäksi Filtration&Performanceen kuuluvat teollisuuden kuitukankaat, tapetti- ja julistemateriaalit ja Building&Wind-liiketoiminta. Teollisuuden kuitukankaissa divisioona myy varsin laajaa kuitukangastuoteportfoliota autosektorille (esim. sisustukset), tekstiiliteollisuuteen, hygienia- ja haavanhoitotuotteiden materiaaliksi ja pyyhintätuotteisiin. Myös näillä sektoreilla Ahlstrom-Munksjön tärkeimpiä markkinoita ovat arviomme mukaan Eurooppa ja Pohjois-Amerikka, mutta yhtiöllä on myyntiä etenkin tapettimateriaaleissa Aasiaan. Tapeteissa myös Venäjä on tärkeä markkina. Arviomme mukaan myös tämä lähinnä rakennussektorin ja kulutuskäytön ajama teollisuuden kuitukangasliiketoiminta ja tapettimateriaalien kysyntä kasvaa hieman BKT:tä nopeampaa 2-4 %:n vuosivauhtia kuitumateriaaliliiketoimintaa tukevien ajurien ansiosta. Varsinaiset kasvumarkkinat ovat jälleen kehittyvillä markkinoilla etenkin Aasiassa, mutta myös Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa markkina kasvaa arviomme mukaan kohtuullisesti.

Yhtiön pääkilpailija teollisuuden kuitukankaissa on yksityisomisteinen saksalaisyhtiö

Freudenberg, minkä lisäksi muut kilpailijat ovat pienempiä paikallisia yhtiöitä. Tapettiliiketoiminnassa kilpailijoita ovat Glatfelter ja Shandong Lunan. Kilpailijoiden kannattavuuksista on hankala saada vertailukelpoista tietoa. Kun huomioidaan toimialan hajautuneet asiakasportfoliot ja verrattain kehittyneet tuotetarjonnat, pitäisi teollisuuden kuitukankaiden olla arviomme mukaan suhteellisen hyväkanteista liiketoimintaa yhtiölle. Tapetti ja julisteliiketoiminta on sen sijaan kärsinyt historiallisesti kannattavuusvaikeuksista, mutta säästöjen ja Venäjän markkinan elpymisen (2016) ansiosta tapettiliiketoiminnan suunta on kuitenkin todennäköisesti parempaan päin. Uusiutuvia kuitumateriaaleja käyttävänä sekä rakennussektoria ja autoteollisuutta palvelevana liiketoimintana nämä liiketoiminnot kuuluvat ehdottomasti konsernin ydinliiketoimintoihin.

Building&Wind voi olla yhä myynnissä

Noin 85 MEUR:n vuosiliikevaihtoa tekevä Building&Wind tarjoaa rakennussektorille lattia-materiaaleja ja tuulivoimateollisuuteen muun muassa materiaaleja tuuliturbiinien lapoihin. Arviomme mukaan kasvessa on kohtuullisesti noin BKT:n tahtia kasvava liiketoiminta, minkä taustalla rakennussektorin liitännäisyys BKT:n kehitykseen ja uusiutuvan tuulivoiman markkinaosuuden kasvu energiasektorilla.

Building&Wind käyttää yhtiön muista liiketoiminnoista poiketen raaka-aineena lasikuitua, minkä takia se ei välttämättä kuulu uusiutuviin materiaaleihin profiloituvan konsernin ydinliiketoimintoihin. Tätä heijastelee myös se, että Ahlstrom ehti jo myydä Building&Windin Owens

Corningille vuonna 2016, mutta Saksan kilpailuviranomaisten toisen vaiheen tutkinnan käynnistymisen takia osapuolet peruivat kaupan. Arvioimmekin, että liiketoiminta on edelleen myynnissä, jos sopivia ostajia löytyy. Kiirettä mahdollisen myynnin kanssa ei kuitenkaan ole, sillä Ahlstrom sai käännettyä 2010-luvun alussa kroonisista kannattavuusvaikeuksista kärsineen liiketoiminnan hyvälle marginaalitasolle 2015-2016 (EBIT-%: 2015 7,0 %, Q1'16: 8,9 %). Siten liiketoiminta tekee hyvää kassavirtaa konsernille.

Yhtiöllä riittää on parannuspotentiaalia

Kokonaisuutena Filtration&Performance-liiketoiminnan kannattavuus on parantunut selvästi viime vuosina Ahlstromissa tehtyjen tehostustoimien mukana. Arviomme mukaan suurin osa parannuksesta on tullut ennen uudelleenjärjestelyjä suhteellisen pahoista kannattavuusvaikeuksista kärsineistä rakennus- ja tuulivoimasektoreiden liiketoiminnoista, kun taas etenkin liikennesuodattimien puolella lähtötaso oli parempi ja parannuspotentiaali siten pienempi. Luonnollisesti koko divisioona on hyötynyt konsernikulujen alemmista rasitteista.

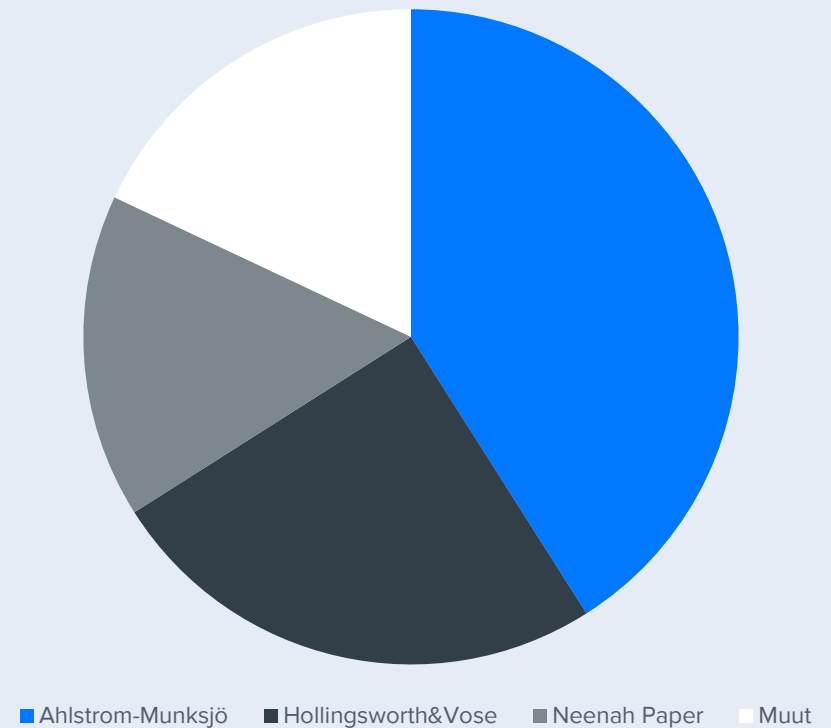
Divisioonalle on vaikea löytää rakenteeltaan hyviä verrokkeja. 45 % liikevaihdostaan suodattimilla tekevä Neenah Paperin Technical Products-divisioona (lopussa 55 % Neenah TP on Munksjön erikoispapereiden kilpailija) on tehnyt 2010-luvulla noin 15-17 %:n käyttökate-marginaalia, mikä on arviomme mukaan melko selvästi Filtration&Performance tämän hetkistä kannattavuutta parempi. Neenahin TP:n saavuttaminen saattaa olla nykyisellä portfoliolla haastavaa, mutta se osoittaa, että toimialalla on edellytyksiä yltää hyviin kannattavuuksiin.

F&P:n talouskehitys ja markkina-asema

Filtration&Performance Ahlstromissa 2015-2016



Liikennesektorin suodattimien globaalit markkinaosuudet



Industrial Solutions (1/2)

Laaja joukko erikoispapereita

Industrial Solutions koostuu Munksjön Release Liners- ja Industrial Applications liiketoiminnoista. Industrial Solutionsin myynnistä lähes 75 % tulee Munksjön viime vuosien lukujen perusteella entisestä Release Linersista ja loput Industrial Applicationsista. Divisioonan osuus koko uuden yhtiön myynnistä oli 28 % 9/2016 LTM luvuilla.

Divisioonan tuoteportfolioon kuuluvat entisen Release Linersin puolelta kuuluvat irrokepaperit, joita käytetään taustana erilaisissa paineherkissä tarroissa ja muissa materiaaleissa. Niistä valmistetaan muun muassa vähittäiskaupan etikettejä ja hintalappuja, toimistoetikettejä sekä monenlaisia graafisen alan ja teollisuuden sovelluksissa käytettäviä itseliimautuvia teippejä ja muita materiaaleja. Lisäksi Release Linersista tuoteportfolioon kuuluu päällystettyjä erikoispapereita ja yhtiön ainoan sellutehtaan kautta myös pitkäkuituista erikoissellua. Entisen Industrial Applicationsin tuotteita ovat taas erilaisissa teollisuuden sovelluksissa hyödynnettävät tuotteet, kuten hiomapaperin pohjapaperi, sähkötekniisissä eristeissä käytettävä elektrotekninen paperi, taidepaperi, tasapainotuskalvot ja ohutpaperit.

Industrial Solutionsin tehtaat sijaitsevat Ruotsissa, Ranskassa, Italiassa ja Brasiliassa. Divisioonan suurin markkina on Eurooppa, jonka osuus myynnistä on arviomme mukaan noin 70 %. Toinen merkittävä markkina on Brasilian Jacarein tehtaan ansiosta Etelä-Amerikka, jonka osuuden arviomme olevan noin 15-20 %. Loput on myynnistä on todennäköisesti kaukoviientä

Pohjois-Amerikkaan ja Aasiaan, mutta sen mittakaava on suhteellisen pientä.

Paperin tuottajalla on haastava positio arvoketjussa

Industrial Solutionsin liikevaihdosta suurimman osan tuovassa etiketti- ja tarramateriaaliliiketoiminnassa yhtiön asiakkaat ovat jatkojalostajia ja painotaloja, joille Munksjö toimittaa paperia rullatuotteina. Jalostettujen tarra- ja etikettituotteiden tyypillisiä loppuasiakkaita voivat olla esimerkiksi Johnson&Johnsonin, Lorealin, Procter&Gamblerin kaltaiset globaalit kuluttajatuotejätit, joten hyödyntävät tarroja- ja etikettejä omilla brändituotteissaan.

Siten paperiyhtiöt (ja jalostajat) ovat arvoketjussa haastavassa asemassa raaka-ainetuottajien ja suurten hinnoitteluvoimaa omaavien bränditalojen välissä. Arviomme mukaan tämä haastava arvoketjupositiio heijastuu väistämättä myös irrokepaperiliiketoiminnan kannattavuuspotentiaaliin.

Markkinalla houkutteleva kasvunäkymä, mikä on heijastanut myös investointeihin

Irrokepaperien markkinan globaali koko on arviolta noin 3 miljoonaa tonnia tai reilut 2 miljardia euroa jakaantuen eri tavoilla valmistettuihin papereihin ja eri loppukäyttöihin. Maantieteellisesti tärkeimpiä markkina-alueita ovat arviomme mukaan kypsät Pohjois-Amerikan ja Euroopan markkinat sekä suuri ja nopeasti kasvava Kiinan markkina. Globaalisti myös tämän markkinan arvioidaan kasvavan hieman BKT:n kasvua nopeammin noin 2-4 % vuodessa.

Kasvun ajurina on etenkin yksityisen kulutuksen kasvu, joka taas heijastelee pitkällä tähtäimellä BKT:n kasvua. Kehittyneissä teollisuusmaissa kasvupotentiaali on matalampi 2-3 %, kun taas Kiinassa markkinan on ennustettu kasvavan jopa yli 7 % vuodessa. Ahlstrom-Munksjön kannalta tärkeässä Etelä-Amerikassa kasvun on arvioitu olevan noin 3-4 %. Näin ollen markkina tarjoaa Industrial Solutionsille mielestämme suhteellisen hyvän kasvunäkymän irrokepapereissa.

Erikoispaperimarkkinoiden selvästi suurimpana (tonneissa mitattuna puolet koko markkinasta) ja hyvän kasvunäkymän jo pitkään omanneena segmenttinä irrokepaperit ovat vetäneet myös tuottajien investointeja. Kypsistä markkinoista Pohjois-Amerikassa on ollut segmentissä ylikapasiteettia ja viime vuosina merkittävät investoinnit Kiinassa ovat lisänneet sektorin kapasiteettia. Luonteeltaan irrokepaperiliiketoiminta on lähtökohtaisesti globaalia.

Historiallisesti pohjoisamerikkalaiset ja eurooppalaiset yhtiöt ovat olleet sektorilla nettoviejiä, mutta Aasian investointien takia tilanne tulee todennäköisesti tasoittumaan. Myös esimerkiksi UPM:n Suomen tehtaiden tuotanto jää Kiinan uuden koneen käynnistymisen jälkeen entistä suuremmilta osin Eurooppaan, joten markkinatasapainoon liittyviä huolia on kaikilla markkinoilla. Arviomme mukaan tällä hetkellä sektorin kysyntä/tarjonta-tasapaino on tyydyttävä globaalisti tällä hetkellä.

Industrial Solutions (2/2)

Sektori on muutaman suuren globaalien yhtiön takana hajanainen

Industrial Solutionsin tärkeimpiä kilpailijoita irrokepaperiliiketoiminnassa ovat UPM, Delfort Group ja Boise. Arviomme mukaan UPM:n Specialty Papers-divisioona on selvä globaali markkinajohtaja sektorilla. Ahlstrom-Munksjö on vastaavasti toiseksi suurin peluri. Yhtiölle tärkeää Euroopan markkinaa UPM Specialty Papers ja Ahlstrom-Munksjö dominoivat kahdestaan.

Globaalisti sektori on kuitenkin melko hajanainen, sillä alalla on suhteellisen paljon pieniä ja paikallisesti toimivia yhtiöitä. Tämä tekee pitkällä aikavälillä konsolidaation etenemisen toimialalla vääjäämättömäksi, sillä suuruuden ekonomian hyödyt ovat tämän tyyppisessä liiketoiminnassa konkreettisia. Tämä on myös Munksjölle mahdollisuus ja uskomme yhtiön olevan kiinnostunut laajentamaan irrokepaperiliiketoimintaa joko yritysostoilla tai uusinveistoinnilla pitkällä aikavälillä Aasian kasvumarkkinoille.

Kannattavuus irrokepaperiliiketoiminnassa on kokonaisuutena kilpailukykyisellä tasolla

Pääkilpailijoista Delfort Group ja Boise ovat yksityisomisteisia eikä niiden kannattavuuksista ole saatavilla luotettavaa tietoa. Sen sijaan UPM:n Specialty Papers asettaa Release Liners -liiketoiminnan taloudelliselle suorituskyvylle mittatikan, vaikka tuoteportfoliot eroavat jonkun verran toisistaan. Historiallisesti UPM:n Specialty Papers on saavuttanut noin 15 %:n oikaistun käyttökatemarginaalin, mikä on kohtuullisen selvästi Munksjön Release Liners -liiketoiminnan saavuttamaa noin 9-13 %:n EBITDA-marginaalia

parempi. Arviomme mukaan UPM:n paremman kannattavuuden taustalla on etenkin suuruuden ekonomian hyödyt ja niistä syntyvä kustannus-tehokkuus. Tätä eroa Munksjö ei ole saanut täysin kurottua umpeen, vaikka yhtiö onkin parantanut tehokkuuttaan selvästi vuosien 2013-2016 uudelleenjärjestelyvaiheen aikana ja ylsi vuonna 2016 jo hyvään 13,3 %:n EBITDA-marginaalitasoon. Arvioimme siten Ahlstrom-Munksjön myös ylittäneen alan keskimääräisen kannattavuustason. Erittäin kilpailukykyistä UPM:ää yhtiö ei välttämättä kykene haastamaan, mutta oikeisiin tuotekategorioidiin asemoitumalla (esim. teollisuussegmentin tuotteet) yhtiö voi mielestämme vielä kaventaa eroa.

Teollisuuden erikoispaperit on erittäin kannattava niche-segmentti

Industrial Solutionsin teollisuuden erikoispaperit koostuvat useista pienistä niche-segmenteistä autoteollisuudessa, energiasektorilla ja rakentamisessa. Teollisuuden erikoispaperien laatuvaatimukset ovat korkeita (esim. elektrotekninen paperi) ja ne tarjoavat siten tuottajille hyviä mahdollisuuksia erikoistua. Pienistä niche-markkinoista koostuva teollisuus-puoli voi segmentteittäin olla varsin keskittynyt, minkä takia tuottajille on suurista asiakkaista (esim. ABB, VW) huolimatta mielestämme hyvä hinnoitteluasema. Nämä tekijät ovat heijastuneet tuotteiden tonnihintoihin, jotka ovat korkeita. Munksjössä Industrial Applications-divisioona oli tyyppillisesti kannattavin liike-toiminta yli 15-19 %:n oikaistulla EBITDA-%:lla, joten teollisuuspuoli tukee Industrial Solutionsin kannattavuutta. Konzernin kannattavuustavoitteen saavuttaminen on mielestämme realistista Industrial

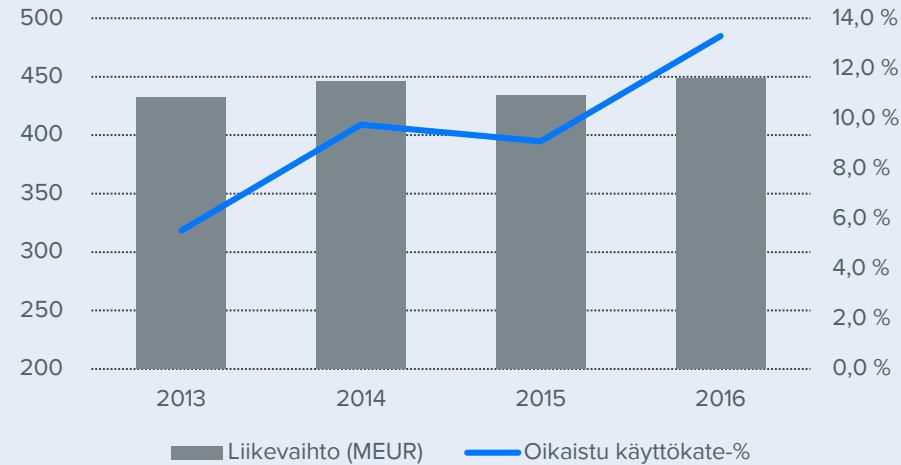
Solutionsille teollisuussegmentin ansiosta

Teollisuussektorin erikoispaperien kysyntä on pitkälti BKT-vetoista ja pitkän aikavälin kasvupotentiaali on arviomme mukaan linjassa BKT:n kasvun kanssa noin 2,5-3,5 %:ssa. Varsinaiset kasvumarkkinat ovat jälleen Aasiassa ja Kiinassa, jotka tarjoavat houkuttelevan kasvualustan etenkin autoteollisuuden hiomapapereille ja elektroteknisille papereille elintason nousun ja etenevän kaupungistumisen myötä. Ahlstrom-Munksjölle tärkein markkina on teollisuuden erikoispapereissa Eurooppa, josta yhtiön liikevaihdosta kertyy todennäköisesti valtaosa, vaikka liiketoiminta voidaan mieltää luonteeltaan globaaliksi. Pitkällä tähtäimellä uskomme, että Munksjö on kuitenkin kiinnostunut kasvattamaan liiketoimintaa myös Aasian suuntaan.

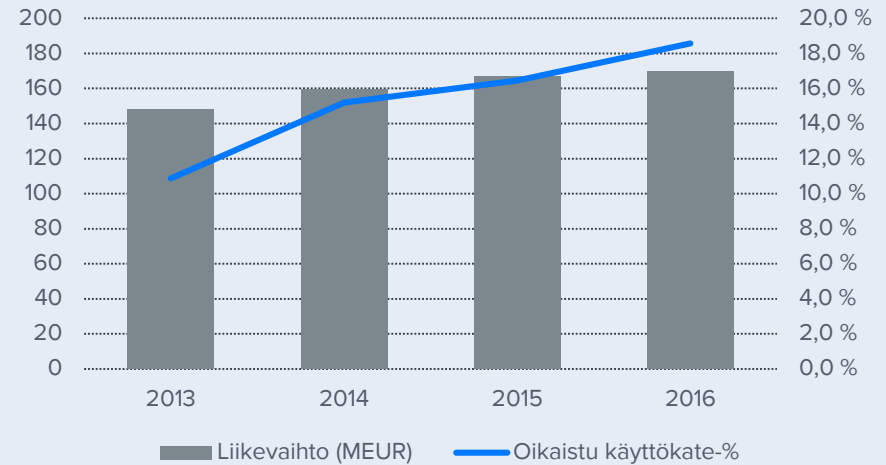
Niche-segmenteistä koostuvan niche-sektorin kilpailukenttä on kokonaisuutena hajanainen. Hiomapapereiden pohjapapereissa Industrial Solutionsin tärkeimpiä kilpailijoita ovat Lemen, Neenah Paper, Hokuetsu Kishu Paper, PSPI, Eratex ja Kämmerer. Arviomme mukaan yhtiön markkinaosuus globaalista markkinasta on vajaat 20 % ja Euroopassa selvästi suurempi. Siten yhtiön asema markkinalla on vahva. Elektroteknisessä paperissa pääkilpailijoita ovat Nine Dragons Paper, Nordic Paper, Wiedmann ja Delfort Group. Myös muissa segmenteissä kilpailijoita on lukumääräisesti paljon ja valtaosa niistä on yksityisomisteisia. Kokonaisuutena arvioimme, että Industrial Solutionsin kilpailu- asema ja kannattavuus on varsin hyviä, sillä yhtiön tuoteportfolion pitäisi olla kilpailukykyinen ja yhtiöllä on kokonsa puolesta skaalatuja suhteessa suurimpaan osaan kilpailijoista.

Industrial Solutionsin taloudellinen kehitys

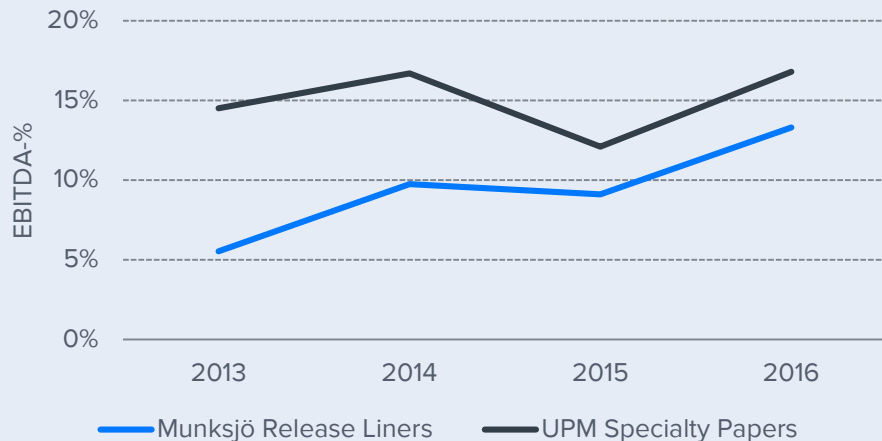
Release Liners Munksjössä



Industrial Applications Munksjössä



Release Liners vs. UPM Specialty Papers



Specialties (2/2)

Kehittyneitä nestesuodattimia ja tiettyjä muita korkean lisäarvon niche-segmenttejä lukuun ottamatta arvioimme, että hinnoitteluvoima Specialtiesin useissa segmenteissä ei ole erityisen hyvä johtuen toimialan hajanaisesta rakenteesta, rajallisista differentioitumis-mahdollisuuksista ja tiettyjen segmenttien ylikapasiteetista. Arviomme mukaan Ahlstrom-Munksjöllä ei kuitenkaan pitäisi olla merkittäviä kilpailuhaittoja kulurakenteiden saneerauksen jälkeen, jotka painaisivat Specialtiesin kannattavuutta markkinasegmenttien normalisoituja tasoja alemmas. Ilman Graphics&Packagingin kääntämistä tai tappioiden eliminoimista konsernitason 14 %:n EBITDA-marginaalitavoite voi kuitenkin olla Specialtiesille liian kova.

Kaikki Specialtiesin osat eivät ole välttämättä ydinliiketoimintoja

Arviomme mukaan Ahlstrom-Munksjö tulee harkitsemaan seuraavan kahden vuoden aikana myös Specialtiesin rakennetta, sillä divisioonan tuote- ja tuotantoportfoliot ovat suhteellisen komplekseja ja kaikki liiketoiminnan eivät välttämättä kuulu yhtiön ydinliiketoimintoihin. Näin ollen emme olisi lainkaan yllättyneitä, jos yhtiö olisi jo lähivuosina valmis luopumaan suuresta osasta Munksjön vanhaa Graphics&Packagingin liiketoimintaa. Sen divestointi edes välttävään hintaan vaatisi kuitenkin yksikön tuloksen kampeamista voitolle, mitä arvioimme yhtiön yrittävän vielä yrityskaupan kustannus- ja ristiinmyyntisynergioiden hyödyntämisen avulla. Päällystetyissä papereissa tilanne voi kuitenkin olla niin vaikea, ettei Graphics&Packagingin osittainen alasajokaan (päällystettyjen paperien

liiketoiminta) ole poissuljettu vaihtoehto tappioiden eliminoimiseksi. Tämä olisi tosin erittäin kallis vaihtoehto, sillä päällystettyjen paperien tuotanto sijaitsee Ranskassa, jossa toiminnan alasajo on erittäin vaikeaa ja pelkät irtisanomiskorvaukset nousisivat huomattaviksi. Näin ollen arviomme Ahlstrom-Munksjön lähtökohtaisesti pyrkivän etsimään muita vaihtoehtoja tappioiden eliminoimiseksi.

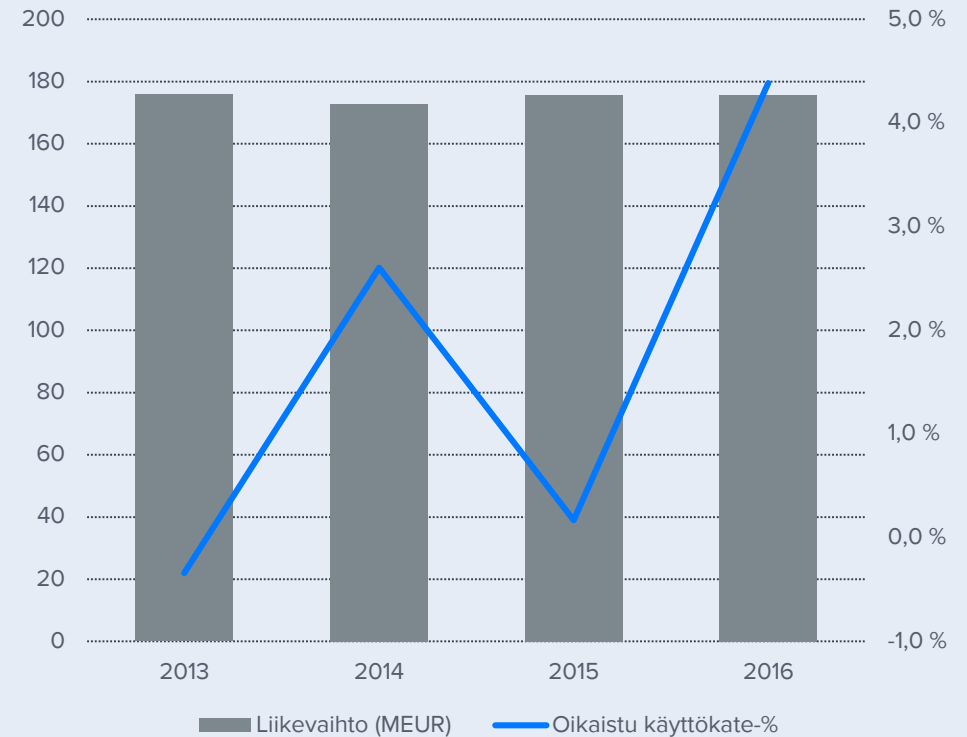
Toisaalta pidämme myös mahdollisena, että Ahlstrom-Munksjö olisi keskipitkällä aikavälillä valmis panostamaan myös epäorgaaniseen kasvuun Specialtiesissä. Lähtökohtaisesti houkuttelevin kohde olisi todennäköisesti pienehköt tuotetarjontaa ja/tai maantieteellistä peittoa laajentavat yritysostot esimerkiksi kehittyneissä nestesuodattimissa. Lyhyellä tähtäimellä emme kauppooja kuitenkaan odota, sillä yhtiön fokus on todennäköisesti seuraavan kahden vuoden aikana fuusion kustannus- ja myyntisynergioiden ulosmittaamisessa.

Specialtiesin osien taloudellinen kehitys

Specialtiesin kehitys Ahlstromissa



Graphics&Packagingin kehitys Munksjössä



Yhteenveto liiketoiminta-alueet

Decor	Päämarkkinat	Markkinakoko	Kasvukuva	Markkina-asema	Pääkilpailijat	Marginaalipotentiali
Decor-paperit	Eurooppa	~ 2000 MEUR	BKT+	1.-2. (Euroopassa 30 %)	Technocell Decor, Malta Decor, Koehler	Korkea (EBITDA-% > 15 %)
Ohuet erikoispainopaperit	Eurooppa	< 100 MEUR	BKT	1.-2.	Delfort	Keskitasoa (EBITDA-% 12-15 %)
Filtration&Performance	Päämarkkinat	Markkinakoko	Kasvukuva	Markkina-asema	Pääkilpailijat	Marginaalipotentiali
Liikennesuodattimet	Globaali	800-900 MEUR	BKT+	1. (35-40 % globaalisti)	Technocell Decor, Malta Decor, Koehler	Hyvä (EBITDA-% 13-16 %)
Teollisuuden kuitukankaat	Globaali	< 1000 MEUR	BKT+	1.-3.	Freudenberg	Keskitasoa (EBITDA-% 12-15 %)
Tapetit ja julisteet	Eurooppa, Venäjä, Kiina	< 1000 MEUR	BKT	1.-3.	Glatfelter, Shangong Lunan	Keskitasoa (EBITDA-% 12-15 %)
Building&Wind	Eurooppa	~1000-2000 MEUR	BKT	3.-5.	Saertex, Owens Corning, Johnsmanville	Keskitasoa (EBITDA-% 12-15 %)
Industrial Solutions	Päämarkkinat	Markkinakoko	Kasvukuva	Markkina-asema	Pääkilpailijat	Marginaalipotentiali
Irrokepaperit	Eurooppa, E-Amerikka	~ 2000 MEUR	BKT+	1.-2. (Euroopassa 40 %)	UPM, Boise	Keskitasoa (EBITDA-% 12-14 %)
Havusellusellu	Eurooppa	> 10000 MEUR	BKT-	marginaalinen	Havusellun tuottajat	Vaihteleva (EBITDA-% 5-15 %)
Teollisuuden erikoispaperit	Eurooppa	~1000 MEUR	BKT+	1.-2. ydinsegmenteissä	Hokuetsu, Delfort, Wiedmann, Kämmerer	Korkea (EBITDA-% > 16 %)
Specialties	Päämarkkinat	Markkinakoko	Kasvukuva	Markkina-asema	Pääkilpailijat	Marginaalipotentiali
Kehittyneet suodattimet	Eurooppa, P-Amerikka	~1000 MEUR	BKT+	1.-3. (ei merkittävä)	GE Healthcare-Whatman, Advanted	Korkea (EBITDA-% > 20 %)
Ruoka- ja juoma	Globaali	~500-1000 MEUR	BKT+	2.-3. (ei merkittävä)	Glatfelter, Metsä Tissue, Purico	Keskitasoa (EBITDA-% 12-15 %)
Teippimateriaalit	Globaali	< 1000 MEUR	BKT+	1.-2. (ei merkittävä)	Expera Swiss Quality Paper	Keskitasoa (EBITDA-% 12-15 %)
Terveydenhuolto	Eurooppa, USA	~1600-1800 MEUR	BKT+	1.-3. (ei merkittävä)	Berry Plastics, SAAF	Keskitasoa (EBITDA-% 12-15 %)
Graafiset ja pakkauspaperit	Eurooppa	~1000-2000 MEUR	BKT+	1-2 ydinsegmenteissä	Stora Enso, Sappi, Cham Paper, Delfort	Matala (EBITDA-% < 10 %)

Taloudellinen tilanne (1/2)

Sellun ja öljyn hinta heiluttavat kustannuksia, henkilöstökulut suhteessa korkeat

Sekä Munksjön että Ahlstromin kulurakenteissa merkittävin muuttuva kustannuserä on sellu (erityisesti lyhytkuitusellu). Arviomme mukaan sellun osuus koko konsernin kuluista on noin 25 %:n luokkaa. Sellusta valtaosan yhtiö ostaa markkinoilta, joten Ahlstrom-Munksjön tulos on erittäin herkkä sellun hinnalle. Arviomme mukaan 10 %:n muutos sellun hinnassa vaikuttaa käyttökatteeseen noin 30-40 MEUR:lla. Muita merkittäviä muuttuvia kulueriä ovat kemikaalit ja energia, joiden molempien osuus kokonaiskuluista on 10 %:n kokoluokassa. Kemikaalien tyyppillinen öljysidonnaisuus sekä maakaasu- ja öljypohjainen energiantuotanto sekä muiden kulujen logistiikkakustannukset huomioiden myös yhtiön tuloksella on herkkyyttä myös öljyn hinnan suhteen. Pienempiä muuttuvia kulueriä ovat titaanidioksidi (erittäin merkittävä Decor-liiketoiminnassa), synteettiset kuidut, raakapuu (Aspan sellun tuotanto) ja toimituskustannukset.

Lyhyellä tähtämellä kiinteiden henkilöstökulujen osuus on arviomme mukaan noin 20 %. Tämä kuvastaa mielestämme sekä Ahlstrom-Munksjön perusteellisuussyhtiöille verrattain korkeaa henkilöstöintensiivisyyttä sekä yhtiön tuotantorakennetta, jossa valtaosa tehtaista sijaitsee henkilöstökuluiltaan korkeiden palkkojen kehittyneissä maissa (esim. Saksa, Ranska, Ruotsi ja USA). Näin ollen henkilöstötehokkuus ei ole arviomme mukaan yhtiön vahvuuksia ja suhteessa korkeiden henkilöstökulujen kompensoiminen vaatiikin yhtiötä asemoitumista premiohinnoittelun mahdollistaviin niche-segmentteihin. Muista kiinteistä kuluista yhtiön

pitäisi arviomme mukaan olla vuosien 2013-2015 uudelleenjärjestelyiden ja fuusion synergiasäästöjen saavuttamisen jälkeen jo lähellä kestävän tason haarukkaa.

Laskennalliset poistot ovat sen sijaan liike-toiminnan kokoluokkaan nähden korkeahkot noin 130 MEUR/vuosi, mikä heijastelee molempien yhtiöiden aiemmin tekemiä suurehkoja investointeja. Kokonaisuutena lyhyellä tähtämellä kiinteiden kulujen osuus on arviomme mukaan noin 30 %, joten yhtiön tuloksessa on melko korkea tulosvipu.

Valuutat vaikuttavat tuloskehitykseen

Liikevaihdon ja muuttuvien kustannuserien syklisen luonteen lisäksi Ahlstrom-Munksjön tulosta heiluttavat valuuttakurssit. Uusi yhtiö ei ole julkaissut valuuttaherkkyksiä, mutta arviomme mukaan tärkeimpiä valuuttapareja ovat EUR/USD, EUR/SEK ja EUR/BRL. Herkkyydet muille valuuttapareille ovat sen sijaan todennäköisesti vähäisiä.

Konsernin myynnistä arviomme mukaan valtaosa on euroissa ja Yhdysvaltojen dollareissa, kun taas kulut syntyvät etenkin tuotantomaiden paikallisissa valuutoissa ja selluostojen osalta dollareissa. Näin ollen yhtiö hyötyy/kärsii (olettaen, että muut tekijät pysyvät ennallaan) euron heikentymisestä/vahvistumisesta suhteessa dollariin, sillä tulopuolen dollarivirta on kustannuspositiivista suurempi. Sen sijaan Ruotsin kruunussa ja Brasilian realissa myynti on selvästi kuluja vähäisempää, joten Ahlstrom-Munksjö hyötyy/kärsii niiden vahvistumisesta suhteessa euroon. Valuuttakurssien vaikutus

tulokseen tulee arviomme mukaan etenkin translaation kautta, kun taas avoimia transaktio-positioita konserni pääsääntöisesti suojaa.

Alemmilla riveillä rahoituskulujen ja verojen rasituksen pitäisi olla helpottamaan päin

Tuloslaskelman alemmilla riveillä valuuttakurssit heiluttavat myös rahoituskuluja kurssierojen takia. Tämä erä ei kuitenkaan ole kassa-vaikutteinen, joten sen merkitys on rajallinen. Historiallisesti yhtiöiden korkokulut ja muut rahoituskulut ovat olleet korkeahkoja, mutta näiden rahoituskustannusten pitäisi kuitenkin alentua fuusion rahoitushyötyjen myötä.

Historiallisesti alemmilla riveillä sekä Ahlstromin ja Munksjön haasteena on ollut myös korkea verorasitus (pro-forma veroaste: 2015 85 %, 1-9/2016 32 %). Arviomme mukaan tämän taustalla on etenkin yhtiöiden tulosten maamix (esim. merkittävää liiketoimintaa esimerkiksi korkeiden yritysverojen USA:ssa, Brasiliassa ja Ranskassa). Toisaalta tuloslaskelman veroastetta ovat nostaneet molempien yhtiöiden tiettyjen liiketoimintojen tappiot, jota ei ole päästy konserni-verotuksessa vähentämään eikä kroonisesti tappiollisille yksiköille myöskään kirjata vero-saamisia.

Suotuisan kannattavuuskehityksen takia pahin näyttää olevan verojen osalta kuitenkin ohi, mutta arviomme mukaan yhtiön normalisoitu veroaste on tuloslaskelmassa noin 30 %:n tasolla. Lähivuosien osalta kassavirtaverojen pitäisi olla kuitenkin jonkun verran tuloslaskelman veroja pienempiä, jos yhtiö pääsee vähentämään vanhoja tappioita.

Taloudellinen tilanne (2/2)

Lisäksi konsernin veroaste voi laskea rakenteellisesti hieman, jos USA:n presidentti Donald Trump toteuttaa lupailmiaan aggressiivisia yritysverojen alennuksia.

Uusi yhtiö pääsee liikkeelle tuloksen ja rahavirran puolesta hyvistä asemista

Kuten todettua sekä Munksjö että Ahlstrom paransivat kannattavuuttaan selvästi vuosina 2013-2016 lähinnä säästöjen, tehokkuuden parantamisen ja hallitun kasvun avulla, minkä lisäksi yhtiöt saivat tukea muuttuvien kulujen laskusta. Vuodesta 2016 muodostuikin molemmille yhtiölle varsin hyvä, sillä yhtiöt tekevät selvästi parhaat kannattavuutensa viime vuonna ja saavuttavat noin 12 %:n operatiiviset EBITDA-marginaalit. Näin ollen uusi yhtiö on operatiivisesti suhteellisen hyvässä iskussa, vaikkakin osien välillä on yhä hajontaa.

Raportoidut tulokset ovat sen sijaan olleet molemmilla yhtiöillä viime vuosina vaisuja, sillä uudelleenjärjestelyiden aiheuttamat kertaerät, suuret poistot sekä korkeahkot rahoituskulut ja verorasitus ovat syöneet nettotuloksia. Tiukan investointikurin (investoinnit alle poistoja) ansiosta kannattavuusparannukset ovat heijastuneet positiivisesti myös yhtiöiden rahavirtoihin, joten uuden yhtiön lähtökohdat ovat rahavirran puolesta terveet.

Tase- ja rahoitusasema ovat myös vahva, mutta liikearvoa onkin paljon

Tarkastelemme uuden yhtiön tase- ja rahoitusasemaa sulautumisesiteessä julkaistun pro-forma –taseen (päiväty 30.9.2016) kautta. Vuoden lopun tilanne on kuitenkin ollut todennäköisesti tätä tasoa hieman parempi, sillä

molemmat raportoivat Q4:lla selvästi positiivisista nettotuloksista. Munksjöllä myös vapaa rahavirta oli Q4:lla vahva, mutta Ahlstrom jäi korkeiden investointien ja Osnabruckin divestoinnin takia tässä suhteessa lievälle miinukselle.

Kuten tyypillistä pääomia sekä tuotantolaitoksiin että käyttöpääomaan sitovalle prosessi-teollisuudelle, Ahlstrom-Munksjön taseen loppusumma on yhtiön kokoluokkaan nähden korkea 2509 MEUR. Tämä rasittaa pääoman tuottolukuja ja heijastuu siten negatiivisesti hyväksyttävään tasepohjaiseen arvostukseen. Taseen pitkäaikaisista varoista kiinteää omaisuutta (ts. tuotantolaitoksia) on 860 MEUR, mutta huomioitavaa on, että aineettoman omaisuuden osuus on lähes yhtä suuri. Aineettomasta omaisuudesta vuoden 2017 fuusiojärjestelyssä ja yhtiöiden aiemmista yritysjärjestelyissä syntynyttä liikearvoa reilut 570 MEUR. Emme näe suurehkoissa liikearvomassassa akuutteja alaskirjaustarpeita, kunhan yhtiön tuloskehitys pysyy suotuisana. Lyhytaikaisia varoja taseessa on lähinnä käyttöpääomaeriin ja kassaan liittyen noin 600 MEUR.

Omaa pääomaa Ahlstrom-Munksjöllä on pro-forma-taseen perusteella reilut 1060 MEUR. Yhtiö uusi fuusion yhteydessä rahoitustaan ja korvasi sekä Ahlstromin että Munksjön vanhoja lainoja yhteensä lähes 400 MEUR:n arvoisilla eri valuutoissa otetuilla lainoilla. Lainojen uusimisen yhteydessä yhtiö otti myös 200 MEUR:n valmiusluoton, mikä yhdessä kassavarojen kanssa varmistaa mielestämme maksuvalmiuden riittävyden. Korollista velkaa (valtaosa pitkäaikaista) yhtiöllä oli noin 630 MEUR, mikä sisältää myös Ahlstromin 100 MEUR:n hybridi-

lainan, joka kirjattiin poikkeuksellisesti velaksi fuusion yhteydessä. Loput taseen veloista olivat ostovelkoja ja muita korottomia vastuita.

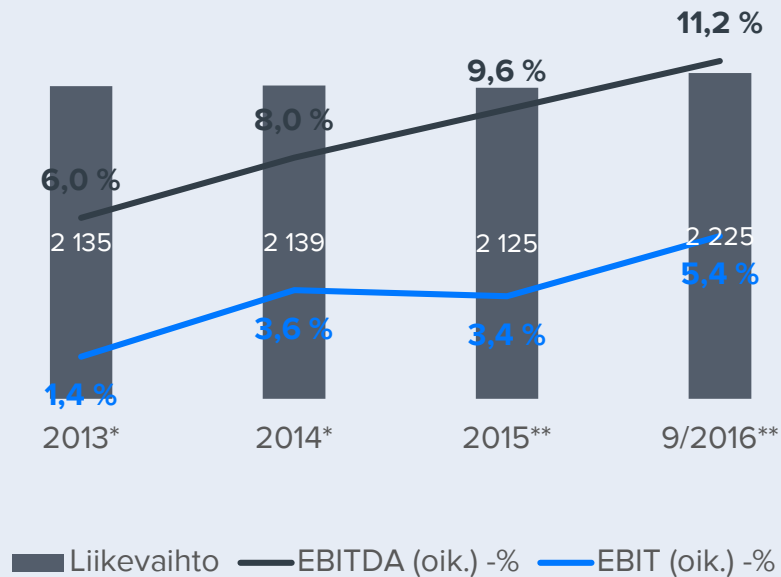
Uuden yhtiö omavaraisuusaste oli Q3'16:n pro-forma-taseella 42 % ja nettovelkaantumisaste 47 % (2016 lopussa luvut todennäköisesti hieman vahvempia). Yhtiö on siten selvästi alle 100 %:ssa olevan tavoitetasonsa alapuolella velkaantumisen suhteen ja pidämme tämänhetkistä taserakennetta yhtiön pääomavaltainen liiketoiminta huomioiden riittävän vahvana. Tätä tukee myös suhteellisen hyvällä tasolla olevan velanhoitokyky, sillä 9/2016 LTM –luvuilla Ahlstrom-Munksjön nettovelan ja oikaistun käyttökateen suhde oli terveellä tasolla noin 2x. Näin ollen fuusioyhtiö pääsee liikkeelle tukevalta pohjalta ja voi siten allokoida tulevaisuuden rahavirtojaan suhteellisen tasapainoisesti kasvuinvestointeihin, osinkoihin ja velan maltilliseen lyhentämiseen.

Velanhoitokustannukset laskevat

Arviomme mukaan Ahlstrom-Munksjö pystyi laskemaan fuusion yhteydessä myös rahoituskulujaan, sillä suuremman ja hajautetumman liiketoiminnan riskiprofiili on matalampi velkarahoittajien perspektiivistä. Lisäksi lokakuussa 2016 yhtiö pääsee lunastamaan takaisin Ahlstromin korkeakorkoisen hybridilainan (100 MEUR korolla 7,875 %). Nämä rahoituksen synergiahyödyt, joiden kokoluokkaa yhtiö ei ole avannut, mutta arviomme niiden olevan 10-15 MEUR:n tasolla vuonna 2019 9/2016 pro-forma tuloksen osoittamaan tilanteeseen verrattuna. Rahoituksen säästöt tulevat 35 MEUR:n liiketoimintasynergioiden päälle ja tukevat osaltaan fuusion logiikkaa.

Taloudellinen tilanne

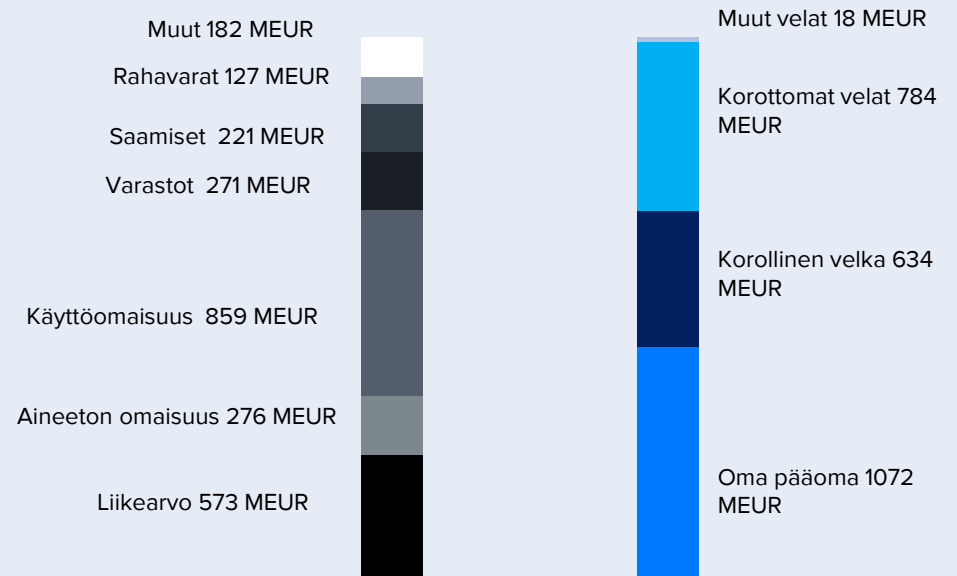
Liikevaihdon, EBITDA-% ja EBIT-% kehitys



*Ahlstrom ja Munksjö yhteensä **Pro-forma tilinpäätös (sulautumisesite)

Lähde: Inderes, Munksjö, Ahlstrom

Taserakenne Q3'16 pro-forma



Ennusteet (1/2)

Ennustemalli

Lyhyen aikavälin ennusteissamme mallinamme Ahlstrom-Munksjön kehitystä divisioonatasolla perustuen arvioituun volyymikehitykseen, keskihintoihin ja kannattavuusmarginaaleihin. Lisäksi mallinamme koko konsernin liikevaihdon kasvua, myyntikatetta ja kulurakennetta. Ennusteemme perustuvat arvioidemme mukaiseen raaka-aineiden hintakehitykseen. Pitkän aikavälin ennusteemme taas pohjautuvat markkinakasvuennusteisiin, arvioimaamme markkina-osuuksien kehitykseen sekä kannattavuusmarginaaleihin. Ennusteissamme ei oteta huomioon potentiaalisten uusien yrityskauppojen vaikutuksia. Kaikki ennusteet on laadittu fuusioyhtiölle.

Makrotalouden näkymät

Maailmantalouden kasvunäkymät seuraavalle kahdelle vuodelle ovat hieman kirkastuneet. Esimerkiksi IMF ennakoii globaalin talouskasvun olevan kuluvana vuonna 3,4 % ja 2018 3,6 % (2016e: 3,1 %). Erityisesti kasvunäkymiä ovat parantaneet kehittyneissä talouksissa (euroalue, USA) kotitalouksien kysynnän kasvu ja ostopäällikköindeksien suotuisa kehitys 2016 lopulla.

Yksityinen kulutus toimii edelleen kasvun pääajurina, mutta investoinneissakin on odotettavissa pientä piristymistä takavuosien heikon kehityksen jälkeen. Näkymiä kuitenkin varjostavat merkittävät poliittiset muutokset: USA:n tulevan presidentin Donald Trumpin talouspoliittinen linja voi veronkevennysten ja infrastruktuurihankkeiden myötä tuoda piristysruiskeen talouskasvuun H2'17 alkaen, mutta toisaalta riski protektionismin lisääntymisestä

uhkaa USA:n ja sen kauppakumppaneiden välisiä suhteita. Protektionismin nousu vaikuttaisi negatiivisesti koko maailmantalouden kasvuun.

Euroopassa taas poliittiset riskit ovat nousussa Brexit-neuvottelujen uhatessa koko EU:n yhtenäisyyttä ja suurten talouksien vaalivuoden (Ranskan presidentinvaalit, Saksan liittopäivävaalit) lisätessä epävarmuutta politiikan jatkuvuudesta. Poliittinen epävarmuus heijastunee ensin etenkin investointiaktiivisuuteen, mutta reaaliset vaikutukset realisoituvat vasta pidemmällä aikavälillä. Osaltaan yksityistä kulutusta rajoittaa myös USA:ssa kiristynyt korkoympäristö. Euroalueella ohjaukorko pysynee lähellä nolaa vielä tämän ja ensi vuoden ajan.

Kokonaisuutena makroympäristö on mielestämme Ahlstrom-Munksjön kannalta suhteellisen suotuisa riskeistä huolimatta. Talouskasvu on kiihtymässä etenkin yhtiöllä tärkeillä länsimarkkinoilla, mikä pitää kysyntäkuvan positiivisena käytännössä kaikissa liiketoiminnoissa. Makroennusteiden toteutuessa yhtiöllä pitäisi arviomme mukaan olla edellytyksiä vähintään keskimääräiseen volyymikasvuun lähivuosina, mutta riskit ovat toki tässä suhteessa kohollaan makroriskien takia.

Vuoden 2017 ennusteet

Ennustamme Ahlstrom-Munksjön liikevaihdon laskevan tänä vuonna viime vuodesta vajaan prosentin 2129 MEUR:noon. Raportoitua liikevaihtoa painaa ensi vuonna Osnabruckin tehtaan loppuvuodesta 2016 toteutettu divestointi, mutta yhtiön vertailukelpoisten

volyymien arviomme kasvavan markkinoiden mukana noin 3 %. Arviomme mukaan vertailukelpoista kasvua laimentaa kuitenkin keskihintojen lievä lasku. Raaka-aineilla emme usko olevan olennaista vaikutusta liikevaihtoon tänä vuonna. Divisioonatasolla odotamme kaikilta liiketoiminnoilta vertailukelpoisten volyymien kasvattamista suhteellisen suotuisassa markkinatilanteessa.

Yhtiön operatiivisen käyttökatteen ennusteemme pysyvän käytännössä vuoden 2016 tasolla 271 MEUR:ssa tänä vuonna (2017e operatiivinen EBITDA-% 12,7 %). Operatiivisen tulosta tukee arviomme mukaan etenkin volyymikasvu, aiempina vuosina tehtyjen tehokkuusparannus- ja kehitystoimien positiiviset vaikutukset, kun taas synergiasäästöt alkavat tukea tulosparannusta selvemmin vasta Q4:sta alkaen. Lisäksi operatiivista marginaalia tukee heikosti kannattaneen Osnabruckin tehtaan poistuminen portfolioista.

Toisaalta tuloskasvua kuitenkin laimentaa muuttuvien kustannusten inflaatiopaine, sillä lyhytkuitusellun hinta on jo noussut Kiinassa, mikä heijastunee maltillisena hinnan nousuna Eurooppaan kevään aikana. Myös energian keskihinnat ovat vuonna 2017 viime vuotta korkeammat öljyn viime vuoden aikana noussut hinta huomioiden. Myyntihintoihin emme usko yhtiö saavan siirrettyä tätä maltillista inflaatiopainetta täysimääräisesti, kun huomioidaan yhtiön muuttuvista kustannuksista vuonna 2016 saama vetoapu. Käyttökateetasolla odotamme kaikilta divisioonilta lieviä parannuksia.

Ennusteet (2/2)

Tuloslaskelman alemmilla riveillä arviomme yhtiön kirjaavan kaikki 30 MEUR:n uudelleenjärjestelykulut vuodelle 2017. Valtaosa kuluista myös kassavaikutteista, mutta osa ulosmaksuista ajoittuu vasta vuodelle 2018. Myös rahoituskulut ja verot ovat todennäköisesti vielä hieman kohollaan johtuen Ahlstromin kalliista hybridilainasta (korkokustannus 7,9 MEUR/a, lunastus 10/2017) ja tiettyjen liiketoimintojen tappioista. Näin ollen vuoden 2017 raportoidut luvut tulevat olemaan vaisuja varsinkin tuloslaskelman alariveillä. Vuoden 2017 oikaistun EPS:n arviomme olevan 0,85 euroa osakkeelta. Vahvan rahavirran (investoinnit alle poistojen, maksetut verot tuloslaskelman veroja pienemmät) ansiosta arviomme yhtiön kohottavan kuitenkin osinkonsa 0,50 euroon osakkeelta.

Vuosien 2018 ja 2019 ennusteet

Integraatiovaihe jatkuu Ahlstrom-Munksjössä myös vuonna 2018, mutta fuusion hyödyt alkavat näkyä kustannuspuolella voimakkaammin ja arviomme mukaan yhtiön pitäisi saavuttaa pääosan synergioista vuoden 2018 aikana ja täysimääräisesti vuoden 2019 alkupuolella. Lisäksi arviomme, että fuusion myyntisynergiat alkavat näkyä vuodesta 2018, kun yhtiö on päässyt aloittamaan muun muassa ristiin myynnin. Arviomme mukaan tämän pitäisi kiihdyttää konsernin kasvua vuosina 2018 ja 2019, jolloin arviomme Ahlstrom-Munksjön voittavan lievästi markkinaosuutta.

Vuosina 2018-2019 ennustamme Ahlstrom Munksjön liikevaihdon kasvavan 3,1-3,2 % vuodessa ja operatiivisen EBITDA:n kohoavan

298 MEURoon ja edelleen 319 MEUR:oon. Nämä vastaavat 13,6 %:n ja 13,9 %:n oikaistuja EBITDA-marginaaleja. Kannattavuuden parantumista tukee synergiasäästöjen saavuttaminen lähes täysimääräisesti ja volyymikasvun skaalautuminen kiinteään kulurakenteeseen. Merkittävää inflaatiopainetta emme keskipitkällä aikavälillä näe kiinteissä tai muuttuvissa kuluissa sellu- ja energiamarkkinoiden näkymät ja toimintamaiden palkkojen kasvupaineet huomioiden. Siten tuotemixiä asteittain uudistamalla yhtiön pitäisi arviomme mukaan pystyä pitämään myyntikatteen vakaina.

Tuloslaskelman alemmilla riveillä emme odota enää fuusioon liittyen kertakuluja vuosille 2018-2019 ja tässä vaiheessa myös rahoituskulujen ja veroasteen pitäisi normalisoitua. Näin ollen EPS kasvaa selvällä vivulla suhteessa operatiiviseen käyttökatteeseen (2018/2019: EPS 1,08 euroa ja 1,23 euroa). Investoinnit pysyvät edelleen poistojen alapuolella, sillä yhtiö pystyy arviomme mukaan keskittymään suurelta osin olemassa olevan tuotantokapasiteettinsa täyteen myymiseen eikä merkittäviä uusinwestointitarpeita ole vielä näköpiirissä. Näin ollen vapaa rahavirta pysyy vahvana ja yhtiö pystyy velkojen lyhentämisen lisäksi nostamaan asteittain osinkoaan politiikkansa mukaisesti. Vuosien 2018 ja 2019 osinkoennusteemme ovat 0,55 ja 0,60 euroa osakkeelta.

Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä ennustamme Munksjön pystyvän kasvamaan orgaanisesti aavistuksen markkinoita nopeammin keskimäärin noin 2,0-3,2 %:n vuosivauhtia kuitumateriaali- ja

erikoispaperimarkkinoita tukevien megatrendien ansiosta. Korostamme kuitenkin, että pitkällä aikavälillä arviomme Ahlstrom-Munksjön jatkavan yritysjärjestelyjä ostopuolella, mikä nostaisi kauppojen kokoluokista riippuen liikevaihtoa nopeammin. Kauppojen aikataulujen ennakoiminen on kuitenkin mahdotonta, joten emme sisällytä niitä ennusteisiimme.

Kannattavuuden suhteen arviomme operatiivisten EBITDA-marginaalien liikkuvan noin 11-14 %:n haarukassa pitkällä aikavälillä, kun kiristynyt kilpailu luo painetta katteisiin. Näin ollen emme toistaiseksi usko, että yhtiö tulee saavuttamaan tavoittelemansa yli 14 %:n oikaistun EBITDA-%:n yli syklin, mutta syklin suotuisina vuosina tavoitetason ylittäminen on mielestämme täysin mahdollista.

Pitkällä tähtäimellä tavoitekannattavuuden saavuttaminen yli syklin vaatisi arviomme mukaan yhtiön pitäisi pystyä uudistamaan tuoteportfoliotaan jatkuvasti ja päästä siten nostamaan keskimääräisiä myyntihintoja volyymien ohella, jolloin kasvu skaalautuisi tehokkaasti kannattavuuteen. Tämä ei ole täysin mahdotonta, mutta haluamme nousevista keskihinnoista ja volyymeistä yhtiöltä näyttöjä ennen kuin olemme valmiita nostamaan pitkän aikavälin kannattavuusennusteemme yhtiön tavoitetasolle.

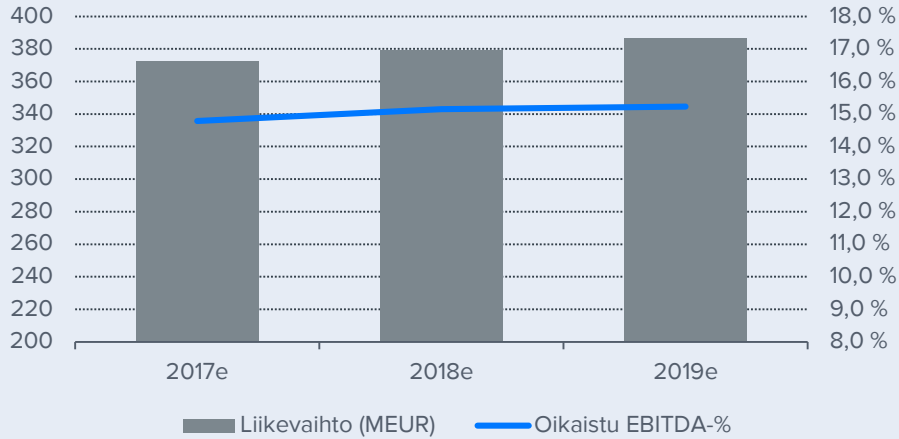
Ennusteet

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	1130,7	288,0	302,9	269,6	282,4	1142,9	530,6	557,3	521,4	520,2	2129,6	2195,8	2267,6
<i>Decor</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	95,4	96,7	86,1	94,4	372,6	379,0	386,5
<i>Filtration&Performance</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	158,8	165,1	159,4	153,0	636,3	657,9	678,8
<i>Industrial Solutions</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	152,9	167,6	158,0	156,0	634,5	653,3	674,8
<i>Specialties</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	151,5	156,0	145,9	144,8	598,2	621,6	640,4
<i>Muut ja eliminoinnit</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-28,0	-28,0	-28,0	-28,0	-112,0	-116,0	-113,0
<i>Oikaisuerät</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	86,3	31,0	38,8	30,8	30,4	131,0	63,6	46,6	70,2	60,2	240,6	297,9	315,2
Poistot ja arvonalennukset	-53,6	-14,7	-12,1	-15,3	-14,0	-56,1	-33,0	-33,0	-33,0	-33,0	-132,0	-132,4	-130,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	40,0	16,3	26,7	15,5	23,0	81,5	30,6	43,6	37,2	27,2	138,6	165,6	184,9
Liikevoitto	32,7	16,3	26,7	15,5	16,4	74,9	30,6	13,6	37,2	27,2	108,6	165,6	184,9
<i>Decor</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	9,5	14,5	8,5	10,0	42,5	44,5	46,0
<i>Filtration&Performance</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	12,0	16,0	15,0	9,0	52,0	54,7	58,3
<i>Industrial Solutions</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	9,7	11,7	13,3	8,8	43,5	50,1	54,7
<i>Specialties</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,4	7,4	6,4	5,4	24,6	31,3	40,0
<i>Muut ja eliminoinnit</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0	-24,0	-15,0	-14,0
<i>Oikaisuerät</i>	-7,3	0,0	0,0	0,0	-6,6	-6,6	0,0	-30,0	0,0	0,0	-30,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-4,7	-6,4	-4,1	-3,7	-1,7	-15,9	-5,8	-5,8	-5,6	-4,8	-22,0	-17,0	-15,0
Tulos ennen veroja	28,0	9,9	22,6	11,8	14,7	59,0	24,8	7,8	31,6	22,4	86,6	148,6	169,9
Verot	-5,2	-3,6	-5,7	-3,5	-2,9	-15,7	-7,4	-2,3	-9,5	-6,7	-26,0	-44,6	-51,0
Vähemmistöosuudet	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Nettotulos	22,4	6,1	16,9	8,3	11,8	43,1	17,3	5,4	22,1	15,6	60,4	103,8	118,8
EPS (oikaistu)	0,58	0,12	0,33	0,16	0,32	0,93	0,18	0,27	0,23	0,16	0,85	1,08	1,23
EPS (raportoitu)	0,44	0,12	0,33	0,16	0,23	0,84	0,18	0,06	0,23	0,16	0,63	1,08	1,23

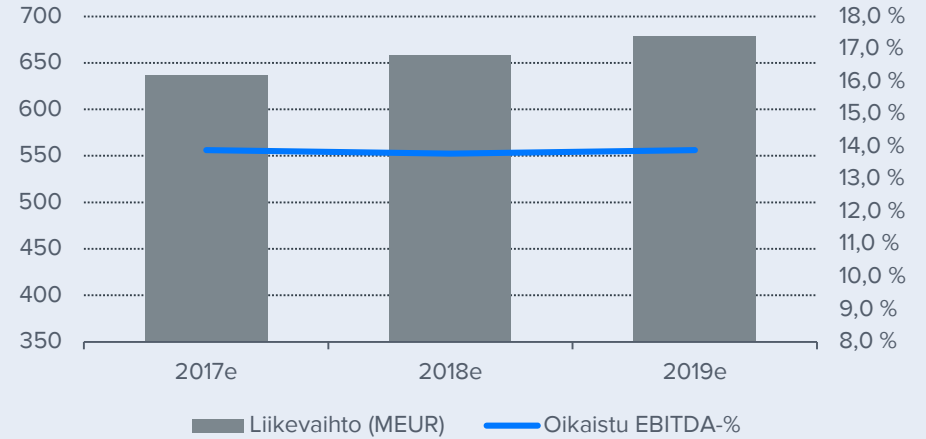
2014-2016 Munksjö itsenäisenä
2017-2018 Ahlstrom-Munksjö

Tulosennusteet divisiononittain

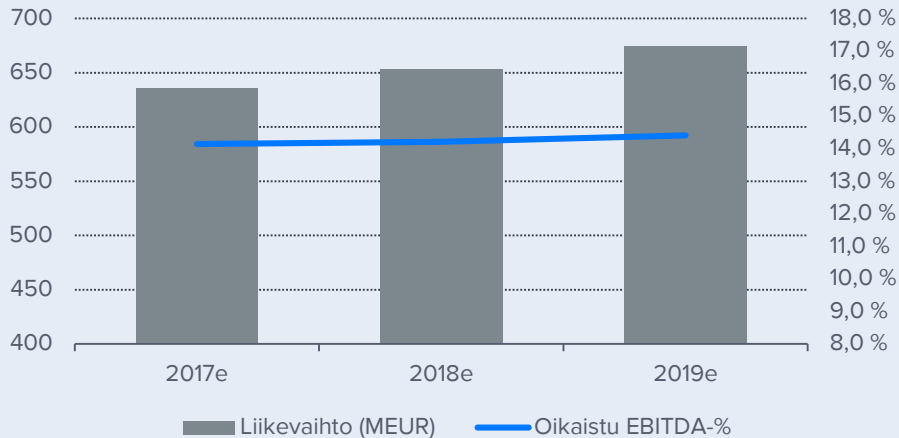
Decor



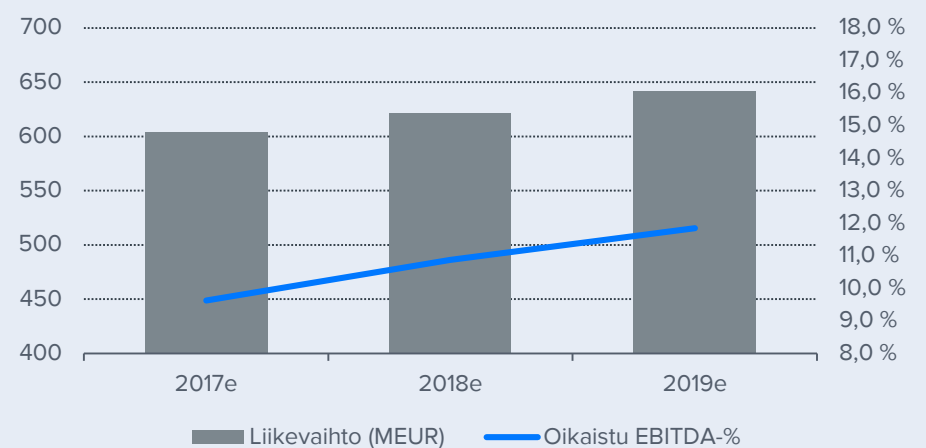
Filtration&Performance



Industrial Solutions



Specialties



Arvonmääritys ja suositus

Arvostuskertoimet

Suosimme Ahlstrom-Munksjön arvonnäilyksessä etenkin tulos- ja kassavirta-pohjaisia arvostuskertoimia, kuten EV/EBITDA, P/E ja P/FCF. Perusteollisuusyhtiölle myös tasepohjainen P/B ja osinkotuotto ovat perinteisesti käyttökelpoisia lukuja. Painotamme arvonnäilyksessä 2-3 seuraavan vuoden arvostuskertoimia, sillä mielestämme sijoittajat joutuvat katsomaan yhtiössä jo edessä olevan integraatiovaiheen yli kohti fuusioyhtiön potentiaalia. Pitkien aikavaiheiden takia ennusteeriskit ovat vastaavasti normaalia suuremmat.

Munksjön ja Ahlstromin osakekurssit ovat nousseet fuusiosuunnitelman julkaisun jälkeen noin 20 %, joten markkinat ovat tunnistanee fuusion potentiaalin ja osa siitä on hinnoiteltu jo osakkeisiin. Kun huomioidaan, että molempien yhtiöiden arvostus ehti nousta on jo edellisen vuoden aikana voimakkaasti suotuisien tuloskehitysten ansiosta, ovat selkeimmät aliarvostukset jo purkautuneet. Nyt Munksjön ennusteidemme mukaiset oikaisut P/E-luvut vuosille 2017-2019 ovat 18x, 15x ja 13x. Vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 7x, 6x ja 5x. Vapaan rahavirran tuottojen arviomme nousevan kaksinumeroiseksi vuodesta 2018 alkaen, kun tulos paranee ja uudelleenjärjestelykulut on maksettu. Tasaisella nousukäyrällä pysyvän osingon ansiosta arviomme lähivuosien osinkotuottojen olevan 3-4 %:n haarukassa. P/B-luku on perusteollisuusyhtiölle hieman koholla tasolla 1,4x.

Huomioiden Ahlstrom-Munksjön teollisuusyhtiölle hyvä orgaaninen kasvunäkymä, vahva markkina-asema, pitkän aikavälin yritysjärjestelykortti ja lähivuosien tulosta parempi rahavirta,

voidaan osake mielestämme hinnoitella P/E-luvulla 13x-15x ja vastaavasti EV/EBITDA-kertoimella 6,0x-7,5x. Näin ollen Ahlstrom-Munksjön on arvostus vuoden 2017 ennusteilla hieman koholla, mutta ennustettu tuloskasvu painaa kertoimia alemmas. Kuitenkin vasta 2019 kertoimet näyttävät kokonaisuutena varsinaisesti houkuttelevilta. Näin ollen yhtiö voi mielestämme tarjota kohtuullinen ja kasvava osinkotuotto huomioiden 4-10 %:n vuosituotto-odotuksen lähivuosille. Toimintaympäristöön liittyvien riskien ja pitkien ennusteviiveiden absoluuttinen arvostus on mielestämme kokonaisuutena neutraali vuoden tähtäimellä.

Suhteellinen arvostustaso

Ahlstrom-Munksjölle löytyy kuitu- ja erikoispaperimarkkinoilta muutamia kohtuullisia verrokkeja, joten käytämme myös suhteellista arvostustasoa osakkeen arvonnäilyksessä. Sen paino kokonaisuudessa on kuitenkin absoluuttisia tuloskertoimia maltillisempi, sillä hyviä verrokkiyhtiöitä on varsin vähän. Selkeimmän mittatikon uuden yhtiön arvostukselle antaa mielestämme yhdysvaltalainen Neenah Paper, jonka tuoteportfolio ja kokoluokka on parhaiten verrattavissa Ahlstrom-Munksjöhön.

Vuoden 2017 tuloskerroimilla Munksjö on arvostettu hieman verrokkiryhmää ylempäs ja vuoden 2018 kertoimilla tuloskasvu painaa kertoimet hieman verrokkiryhmän alapuolelle. Osinkotuotolla mitattuna yhtiö on suhteellisesti selvästi aliarvostettu. Näin ollen myös suhteellinen arvostus on mielestämme vuoden tähtäimellä melko neutraali. Yleisesti toimialan yhtiöt arvostetaan tällä hetkellä näkemyksemme

mukaan suhteellisen korkealle, mikä kertoo mielestämme pörssisyklin suotuisan vaiheen lisäksi uusiutuviin materiaaleihin keskittyneiden yhtiöiden hyvistä pitkän ajan näkymistä.

DCF-arvonnäilyty

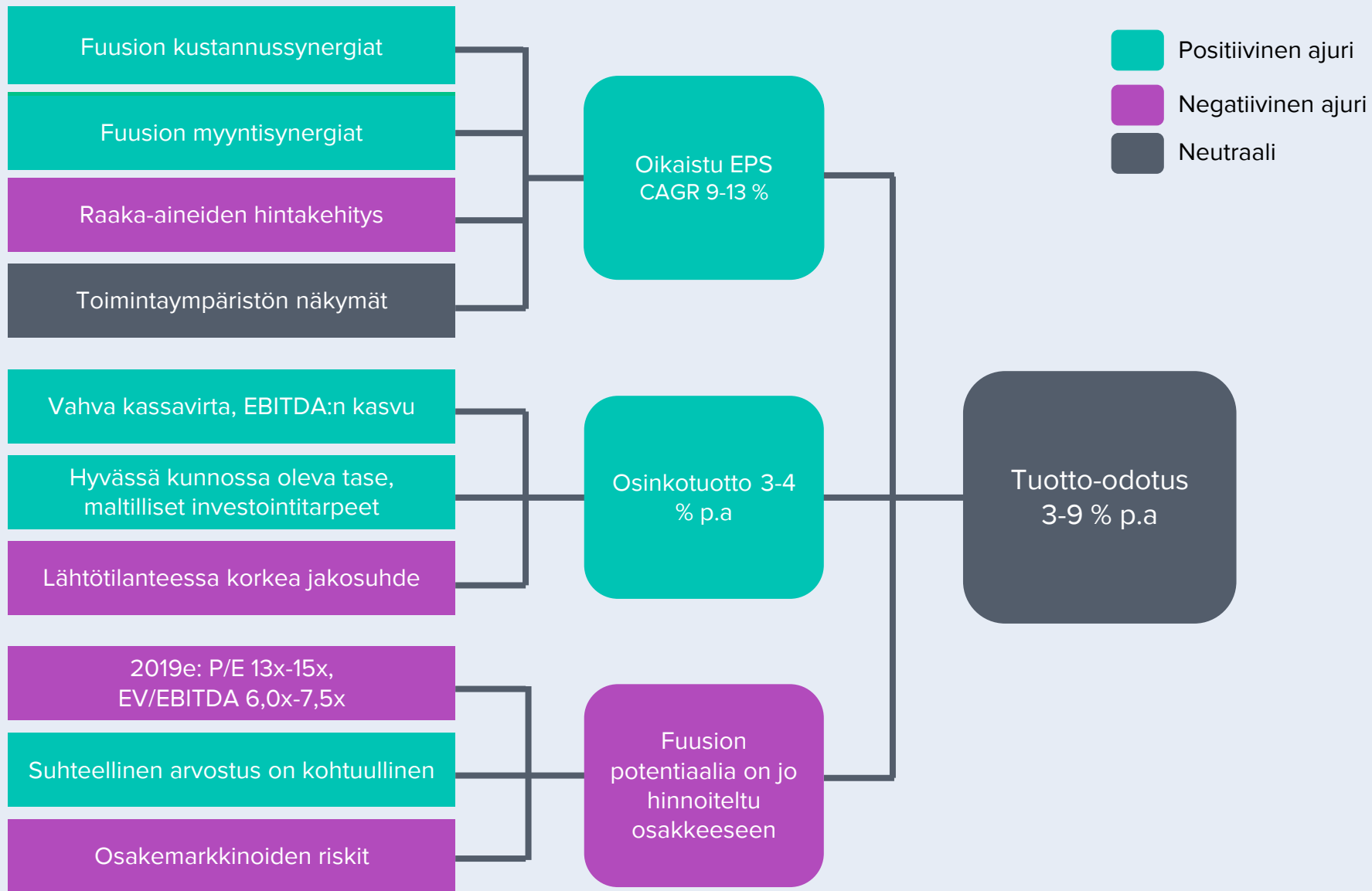
Annamme rahavirtamallille (DCF) arvonnäilyksessä verrattain pienen painoarvon, sillä DCF-malli on erittäin herkkä etenkin terminaaliarvon parametrien muutoksille. DCF-mallin mukainen Ahlstrom-Munksjön osakkeen arvo on 16,30 euroa osakkeelta. DCF-malli perustuu pitkän aikavälin ennusteillemme, jossa liikevaihdon orgaaninen kasvu on 2,0-3,2 %:n haarukassa ja liikevoittomarginaali kohoaa 8,5 %:iin ennen tasaantumistaan 7 %:n tuntumaan. Mallissa terminaalin painoarvo on 54 %, mikä kuvaa osaltaan myös osittain melko kaukana tulevaisuudessa olevia odotuksia.

Rahavirtamallissa pääoman kustannus on 7,2 %, mikä heijastelee yhtiö velkavapua ja korkean veroasteen myötä jyrkkää verokilpeä. Oman pääoman kustannus on 8,5 %. Riskitön korko on 3,0 %, markkinariskipreemio 4,75 % ja beta 1,15.

Tavoitehinta ja suositus

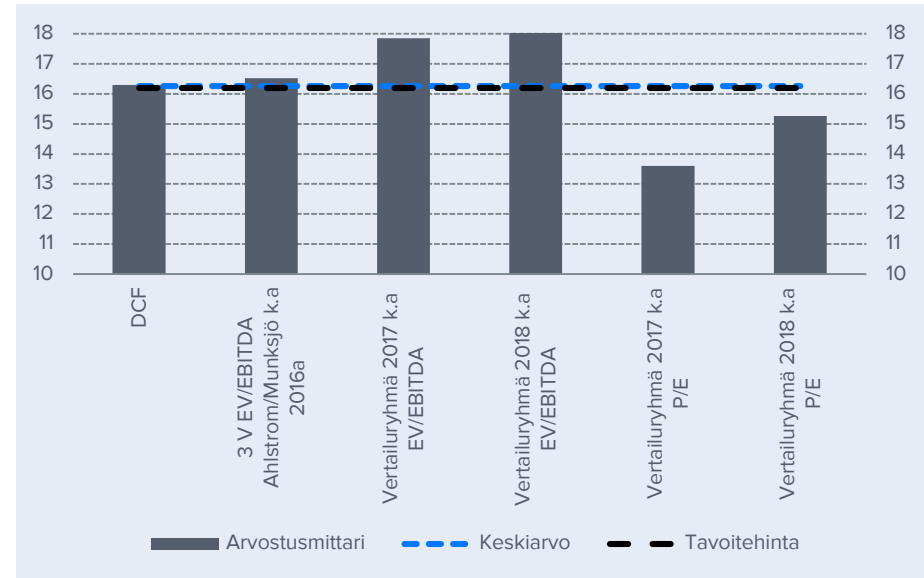
Aloitamme Munksjön/Ahlstrom-Munksjön seurannan 16,20 euron tavoitehinnalla ja vähennä-suosituksella. Mielestämme osake on vuoden tähtäimellä hinnoiteltu melko oikein, vaikka näemme yhtiössä keskipitkällä aikavälillä potentiaalia. Kurssinousun jatkuminen vaatisikin odotuksiamme voimakkaampaa kannattavaa kasvua, mikä ei ole mahdotonta. Toisaalta ennusteiden pettäessä arvostus ei tarjoa selviä tukitasoja, joten myös riskit ovat koholla. Tämä neutraloi ennusteylityksen mahdollisuuden.

Ahlstrom-Munksjön arvoajurit 2017e-2019e



Arvostuskertoimet ja potentiaali

Arvostustaso	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	15,59	15,59	15,59
Markkina-arvo	1501	1501	1501
Yritysarvo (EV)	1949	1851	1744
P/E (oik.)	18,4	14,5	12,6
P/E	24,8	14,5	12,6
P/Kassavirta	13,7	9,4	8,8
P/B	1,4	1,3	1,3
P/S	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	7,2	6,2	5,5
EV/EBIT	14,1	11,2	9,4
Osinko/tulos (%)	82,8 %	51,9 %	48,6 %
Osinkotuotto-%	3,3 %	3,6 %	3,8 %



Arvomatriisi 2018-2019e eri liikevaihoilla ja käyttökatemarginaaleilla

		2100	2150	2200	2250	2300	2350	2400
		12,0 %	12,5 %	13,0 %	13,5 %	14,0 %	14,5 %	15,0 %
EV/EBITDA	5,0	7,89	8,76	9,66	10,58	11,53	12,50	13,50
	5,5	9,20	10,16	11,14	12,16	13,20	14,27	15,37
	6,0	10,51	11,55	12,63	13,73	14,87	16,04	17,24
	6,5	11,82	12,95	14,11	15,31	16,54	17,81	19,11
	7,0	13,13	14,34	15,60	16,89	18,21	19,58	20,98
	7,5	14,43	15,74	17,08	18,46	19,89	21,35	22,85
	8,0	15,74	17,13	18,57	20,04	21,56	23,12	24,71
	8,5	17,05	18,53	20,05	21,62	23,23	24,88	26,58
	9,0	18,36	19,92	21,54	23,20	24,90	26,65	28,45

Vertailuryhmäarvostus

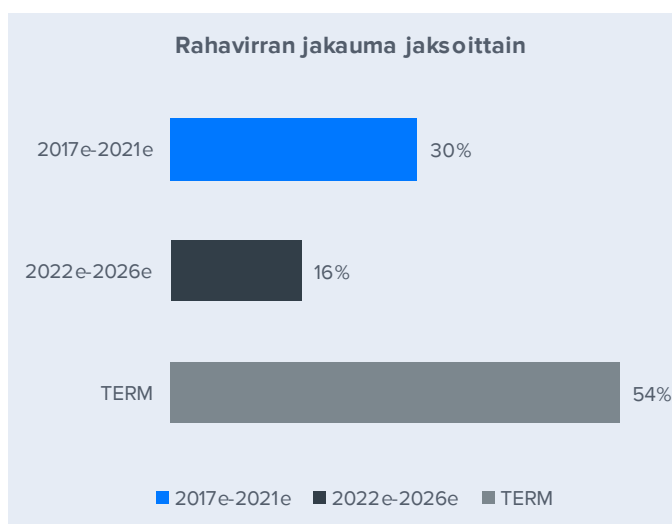
Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Lydall	51,00	825	841					1,3	1,3	18,3	15,4			
Neenah Paper	74,35	1174	1381			8,9	7,8	1,5	1,4	16,9	15,2	2,0	2,1	3,3
Glatfelter	21,21	868	1169	12,7	10,8	7,3	6,5	0,8	0,7	13,8	11,7	2,3	2,3	1,3
Suominen	4,30	222	286	10,6	8,5	6,0	5,0	0,6	0,6	15,6	13,7	2,8	3,0	1,5
Berry Plastics	50,09	6064	11207	14,8	12,8	8,8	7,8	1,7	1,6	18,1	15,6		0,2	7,5
Munksjo (Inderes)	15,65	1506	1955	14,1	11,2	7,2	6,2	0,9	0,8	18,5	14,5	3,3	3,6	1,4
Keskiarvo				12,7	10,7	7,7	6,8	1,2	1,1	16,5	14,3	2,4	1,9	3,4
Mediaani				12,7	10,8	8,1	7,2	1,3	1,3	16,9	15,2	2,3	2,2	2,4
Erotus-% vrt. mediaani				11 %	4 %	-10 %	-13 %	-31 %	-34 %	9 %	-5 %	44 %	63 %	-42 %

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

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	74,9	108,6	165,6	184,9	194,7	205,0	198,7	191,9	192,3	187,3	191,0	
+ Kokonaispoistot	56,1	132,0	132,4	131,1	133,9	128,5	129,3	131,9	133,5	137,5	141,7	
- Maksetut verot	-12,2	13,0	-38,8	-46,0	-44,6	-55,6	-57,4	-55,8	-56,3	-55,0	-56,5	
- verot rahoituskuluista	-4,2	-6,6	-5,1	-4,5	-3,8	-2,9	-2,3	-1,8	-1,4	-1,2	-0,8	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	23,0	-30,8	-3,3	-3,6	-5,9	-5,7	-5,9	-6,0	-6,2	-6,4	-4,4	
Operatiivinen kassavirta	137,6	216,3	250,8	261,9	274,2	269,3	262,6	260,1	262,0	262,2	271,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-6,4	67,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-51,3	-1124,2	-91,0	-91,0	-105,0	-134,1	-144,4	-142,1	-156,8	-161,5	-158,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	79,9	-840,4	159,8	170,9	169,2	135,2	118,1	118,1	105,2	100,8	112,8	
+/- Muut	0,0	950,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	79,9	109,6	159,8	170,9	169,2	135,2	118,1	118,1	105,2	100,8	112,8	2203,8
Diskontattu vapaa kassavirta		103,6	140,9	140,6	129,8	96,8	78,8	73,5	61,1	54,5	57,0	1112,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		2049,4	1945,8	1804,9	1664,3	1534,5	1437,7	1358,9	1285,4	1224,3	1169,8	1112,8
Velaton arvo DCF		2049,4										
- Korolliset velat		-315,5										
+ Rahavarat		146,0										
-Vähemmistöosuus		-12,1										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		1567,8										
Oman pääoman arvo DCF per osake		16,29										

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



Tuloslaskelma

(MEUR)	2017e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	2 130	2 196	2 268	2 341
Kulut	-1 889	-1 898	-1 952	-2 012
EBITDA	240,6	297,9	316,0	328,6
Poistot	-132,0	-132,4	-131,1	-133,9
Liikevoitto	108,6	165,6	184,9	194,7
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>-30,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>138,6</i>	<i>165,6</i>	<i>184,9</i>	<i>194,7</i>
Rahoituserät	-54,0	-44,8	-37,3	-29,8
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	86,6	148,6	169,9	181,9
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-26,0	-44,6	-51,0	-54,6
Vähemmistöosuus	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Nettotulos	60,4	103,8	118,8	127,2
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>90,4</i>	<i>103,8</i>	<i>118,8</i>	<i>127,2</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	60,4	103,8	118,8	127,2
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>0,63</i>	<i>1,08</i>	<i>1,23</i>	<i>1,32</i>
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	0,85	1,08	1,23	1,32

Tase

Vastaavaa (MEUR)	30.9.2016*	2017e	2018e	2019e	2020e
Pysyvät vastaavat	1829	1800	1752	1707	1668
Liikearvo	573	575	575	575	575
Aineettomat oikeudet	276	276	277	278	279
Käyttöomaisuus	859	827	785	744	714
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	0	2	2	2	2
Muut sijoitukset	2	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	13	13	13	13	13
Laskennalliset verosaamiset	106	106	100	95	85
Vaihtuvat vastaavat	680	679	696	715	736
Varastot	271	287	294	302	311
Muut lyhytaikaiset varat	61	62	62	62	62
Myyntisaamiset	221	202	209	215	222
Likvidit varat	127	128	132	136	140
Taseen loppusumma	2509	2479	2448	2422	2404

*pro-forma

Vastattavaa (MEUR)	30.9.2016*	2017e	2018e	2019e	2020e
Oma pääoma	1072	1079	1133	1198	1267
Osakepääoma	85	85	85	85	85
Kertyneet voittovarot	-75	-60	-6	59	128
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	1054	1054	1054	1054	1054
Vähemmistöosuus	9	9	9	9	9
Pitkäaikaiset velat	881	795	714	626	542
Laskennalliset verovelat	171	171	171	171	171
Varaukset	18	18	18	18	18
Lainat rahoituslaitoksilta	571	485	404	317	232
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	121	121	121	121	121
Lyhytaikaiset velat	556	596	593	589	586
Lainat rahoituslaitoksilta	63	79	66	52	38
Lyhytaikaiset korottomat velat	282	313	323	333	344
Muut lyhytaikaiset velat	210	204	204	204	204
Taseen loppusumma	2509	2479	2448	2422	2404

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän

raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

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

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

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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

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

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

Inderes Oy



2015

#1 Ennustetarkkuus



2014, 2016

#1 Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

#1 Ennustetarkkuus



2012, 2016

#1 Suositustarkkuus



2012, 2016

#2 Suositustarkkuus

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä sekä löytämällä sijoittajille parhaat sijoituskohteet. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Palkittua
analyysiä.**