

Yrityksen arvon määrittäminen

- Case UPM Kymmene Oyj

.....

Koponen, Juha

Laurea-ammattikorkeakoulu
Laurea Leppävaara

Yrityksen arvon määrittäminen - Case UPM Kymmene Oyj

Koponen, Juha
Liiketalouden koulutusohjelma
Opinnäytetyö
Kesäkuu, 2010

Koponen, Juha

Yrityksen arvon määrittäminen - Case UPM Kymmene Oyj

Vuosi 2010

Sivumäärä 36+5

Tämän opinnäytetyön tarkoituksena on käsitellä yrityksen arvonmäärittystä case-yritys UPM-Kymmene Oyj:n kautta. Arvonmäärittystä tarkastellaan osakkeenomistajan näkökulmasta ja tarkoituksena on selvittää UPM:n osakkeen oikea arvo.

Ensin työssä tutustutaan arvonmäärittämissä teorioihin. Käyn läpi arvonmäärittämissä prosessin, jota aion soveltaa soveltavassa osassa ja kerron pääoman tuottovaatimuksesta sekä siitä kuinka se määritellään. Käyn myös läpi, minkälaisia ovat ne kaksi mallia, joiden avulla pyrin selvittämään osakkeen oikean arvon, vapaan kassavirran mallin ja osinkoperusteisen mallin. Tämän jälkeen kerron lisää itse case-yrityksestä. Kerron sen strategiasta ja riskeistä. Käyn jokaisen tärkeimmän liiketoiminta-alueen läpi erikseen ja esitän niistä analyysin. Tutustun yrityksen talouteen, sen kannattavuuteen ja liiketoiminnan kasvuun. Arvonmäärittämissä tulevaisuuden ennustamisella on keskeinen rooli ja käynkin läpi yrityksen toimintaa nimenomaan tässä valossa.

Arvonmäärittämissä prosessin tulos on, että UPM:n osake on tällä hetkellä aliarvostettu. Vapaan kassavirran mallilla sain tulokseksi 14,65 euroa osakkeelta ja osinkoperusteisella mallilla 11,93 euroa.

Arvonmäärittämissä liittyvät laskelmat olen tehnyt Excelillä ja lähteinä olen käyttänyt alan kirjallisuutta sekä asiaan liittyviä internet-lähteitä.

Koponen, Juha

Company Valuation - Case UPM Kymmene Plc

Year	2010	Pages	36+5
------	------	-------	------

The topic of this thesis is the valuation of a company. Valuation is considered from a shareholder's viewpoint and determining the real value of the case company UPM-Kymmene Plc is attempted.

First the theory of valuation is examined. The valuation process which is later used in valuing the case company is presented and calculating the required rate of return is explained. Two valuation models which are used in calculating the value of the stock, the free cash flow model and the discounted dividend model are also introduced. After this the focus moves to the case company. Its strategy, risks and all the important sectors of the business are inspected, and an analysis of each sector is presented. Also the growth and profitability of the company are examined. In valuing a company, future forecasting plays an important part and the information about the company is presented from this point of view.

The result of the valuation process is that UPM is at present undervalued. With the free cash flow model the calculated price of the stock is 14.65 euros, and with the dividend discount model the price is 11.93 euros.

All the calculations are made with Microsoft Excel, and sources used are literature about the topic and appropriate internet sources.

Keywords Valuation, UPM-Kymmene Plc, CAPM, Strategy, Valuation methods.

Sisällys

1	Arvonmäärityksen teoriaa	6
1.1	Arvonmääritysprosessi	7
1.1.1	Strateginen analyysi	8
1.1.2	Tilinpäätöksen analysointi	9
1.1.3	Tulevan kehityksen ennakointi	9
1.2	Arvonmääritys ja IAS/IFRS- tilinpäätös	11
1.3	Pääoman tuottovaatimus	13
1.4	Osinkoperusteinen malli	15
1.5	Kassavirtaperusteinen malli	16
1.6	Yleistä malleista	18
2	UPM-Kymmene Oyj	18
2.1	Strategia	19
2.2	Riskit	20
2.2.1	Strategiset riskit	20
2.2.2	Operatiiviset riskit	21
2.2.3	Rahoitusriskit	21
2.2.4	Vahinkoriskit	22
2.2.5	Yhteenveto riskeistä	22
2.3	Tilinpäätösanalyysi ja taloudellinen menestys	23
2.4	Tarkempi katsaus tärkeimpiin liiketoiminta-alueisiin	23
2.4.1	Energia	23
2.4.2	Sellu	24
2.4.3	Paperi	25
2.4.4	Metsä ja sahat	26
2.4.5	Tarrat	27
2.4.6	Vaneri	28
3	Maailman- ja Suomen talouden näkymät	28
4	Toimialan näkymät	29
5	Yrityksen näkymät	31
5.1	Energia	32
5.2	Sellu	32
5.3	Metsä ja sahat	32
5.4	Paperi	33
5.5	Tarrat	33
5.6	Vaneri	33
5.7	SWOT-analyysi	34
6	UPM-Kymmenen arvonmääritys	34

6.1	Arvonmääritys osinkoperusteista mallia käyttäen	34
6.2	Arvonmääritys kassavirtaperusteista mallia käyttäen	35
6.3	Tulokset ja johtopäätökset	35
	Lähteet	36
	Liite 1: Yrityksen tuloskehitys	37
	Liite 2: Liiketoiminta-alueiden tuloskehitys.....	38
	Liite 3: Vapaan kassavirran malli ja oman pääoman tuottovaatimus.....	39
	Liite 4: Osinkoperusteinen malli	40

1 Arvonmäärityksen teoriaa

Voidakseen toimia yritys tarvitsee pääomaa rahoittaakseen investointinsa ja operatiivisen toimintansa. Tätä pääomaa se hankkii pääomamarkkinoilta esimerkiksi osakepääoman muodossa. Rahaa antavat tahot, eli osakkeenomistajat toivovat saavansa tulevaisuudessa enemmän rahaa kuin sijoittivat osinkojen muodossa, tai osakkeen jälleenmyynnin seurauksena. (Penman 2001, 6.)

Penman kirjoittaa, että voidaksemme määrittää arvon investoinneille, meillä täytyy olla hyvä ymmärrys siitä, miten se toimii, kuinka se tuottaa arvoa ja kuinka se jakaa tuota arvoa osakkeenomistajille. Osakepääoman arvottaminen on pääomista kaikista hankalinta. (Penman 2001, 6.)

Kallunki ja Niemelä kirjoittaa, että yritysjohto pyrkii maksimoimaan yrityksen markkina-arvon, eli sen osakkeen hinnan. Tämä näkyy johtamisen kaikilla tasoilla ja on koko yrityksen toiminnan lähtökohta. Uutta investointia mietittäessä ja sen tuottoja arvioitaessa johto miettii sitä, mikä on investointikohteen odotettavissa olevan tuoton ja siihen sijoitetun pääoman suhde. Yritys investoi ainoastaan kohteisiin, joista sen tuotto-odotus on suurempi kuin pääoman kustannukset. Pohjana kaikissa investointipäätöksissä yritysjohdolla on siis pohdinta siitä, saavatko yritykseen rahaa sijoittaneet odottamansa korvauksen sijoituksestaan. Erityisesti oman pääoman sijoittajan, eli osakkeenomistajan, tulisi tarkastella pääoman kustannuksia sijoituspäätöstä tehdessään, koska monet perinteiset investointilaskelma-menetelmät, kuten takaisinmaksumenetelmä tai pääoman tuotto-prosentti, eivät huomioi oman pääoman sijoittajan tuottovaatimusta. Vaikka lyhyellä aikavälillä yrityksen arvo pörssissä saattaakin muodostua irrallisena sen todellisesta taloudellisesta tilanteesta, pitkällä aikavälillä arvo muodostuu liiketoiminnan kannattavuudesta, eli siitä, kuinka kannattavia operatiivisia päätöksiä yritysjohto pystyy tekemään. (Kallunki & Niemelä 2004, 40-42.)

Markkina-arvostaan huolehtivan yrityksen osinkopolitiikka heijastaa myös tätä. Jos yrityksellä on olemassa olevia sijoituskohteita, joista sen tuotto-odotukset ovat korkeammat kuin pääoman kustannukset, kannattaa omistajien jakaa itselleen mahdollisimman vähän osinkoa. Näin he saavat paremman tuoton rahoilleen. Jos tällaisia investointikohteita ei ole, kannattaa mahdollisimman suuri osa voitosta maksaa ulos osinkoina. Yritysjohton tehtävä on arvioida mahdollisimman luotettavasti, onko tällaisia sijoituskohteita olemassa, joissa siis tuotto-odotukset ovat suuremmat kuin pääoman kustannukset. (Kallunki & Niemelä 2004, 40-42.)

Yritys voi vaikuttaa markkina-arvoonsa myös sopivan pääomarakenteen avulla, eli sillä, kuinka paljon sillä on omaa ja vierasta pääomaa. Vierasta pääomaa lisäämällä se voi kasvattaa oman

pääoman tuottoa. Toisaalta tämä vivuttaminen lisää samalla myös yrityksen riskiä, ja kun se on kasvanut liian suureksi, laskee oman pääoman tuotto. Yritysjohdo pyrkii siis etsimään oikean pääomarakenteen, jossa riski ja tuotto olisivat tasapainossa. Koska osinkopolitiikka vaikuttaa pääomarakenteeseen, tulisi näitä kahta käsitellä yhtenä kokonaisuutena. (Kallunki & Niemelä 2004, 43.)

Yrityksen arvon muodostumiseen vaikuttavat Kallunki ja Niemelän mukaan eniten kolme eri asiaa: investointipäätökset, operatiiviset päätökset sekä rahoituspäätökset. Kaksi ensimmäistä vaikuttavat yrityksen vapaaseen kassavirtaan, eli siihen rahaan, jota sillä on käytettävänä investointikulujen jälkeen. Yksi käyttämistä arvonmäärittämissä, eli vapaan kassavirran malli perustuu juuri vapaaseen kassavirtaan, joten johdon investointi- ja operatiivisilla päätöksillä on syntyvää kassavirtaa joko lisäämällä tai vähentämällä suuri vaikutus yrityksen arvoon ja siksi arvoa määritettäessä näiden päätösten analysointi onkin oleellista. (Kallunki & Niemelä 2004, 43.)

Rahoituspäätökset vaikuttavat yrityksen arvonmuodostumiseen pääoman kustannusten kautta. Aiemmin mainitut onnistuneet osinkopäätökset ja pääoman optimaalisen suhteen löytäminen vaikuttavat positiivisesti yrityksen markkina-arvoon. Yrityksen markkina-arvo, eli sijoittajan näkökulmasta katsottuna osingot ja oman pääoman arvonnousu, syntyy liiketoiminnasta syntyvän vapaan kassavirran ja pääoman kustannusten kautta. Sijoittajan intressit ovat markkina-arvon kasvattamisen kautta kaiken aikaa yrityksen päätöksenteon keskiössä. (Kallunki, Niemelä 2004, 44.)

Keskeisintä yrityksen arvoa mitattaessa on Kallunki ym. mielestä siis se, mitkä ovat sen riskit ja siitä johtaen sen pääoman kustannus ja tuottovatimus sekä kuinka kannattavia operatiivisia-, investointi- ja osinkopäätöksiä yritysjohto tekee. (Kallunki & Niemelä 2004, 43-44.)

1.1 Arvonmäärittäminen

Yrityksen arvoa määritettäessä kiinnitetään huomiota niin tähänhetkiseen taloudelliseen tilaan, kuin myös tulevaisuuden odotuksiin. Tilinpäätös perustuu menneeseen joten yrityksen todellinen arvo voi siis poiketa huomattavasti siitä mikä sen arvo tilinpäätöksen taseessa on. (Kallunki & Niemelä 2004, 11.)

Arvon määrittämisen prosessin voi Kallungin ja Niemelän mukaan jakaa kolmeen pääkohtaan:

1. Strateginen analyysi

2. Tilinpäätöksen analysointi

3. Tulevan kehityksen ennakointi

Kun edellä mainitut lähtökohdat ovat selvillä, voidaan lähteä arvioimaan yrityksen arvoa. Kallungin ja Niemelän mukaan paras tapa tehdä se on arvioida yritykseen sijoitetun pääoman taloudellinen arvo. Tämä vaatii, toisin kuin pelkän substanssiarvon määrittäminen, myös tulevaisuuden tuotto-odotusten huomioonottamista. (Kallunki & Niemelä 2004, 32.)

Yrityksen omistajilla on oikeus omaan pääomaan kuluerien vähentämisen jälkeen. Arvioimalla tulevan tuloskehityksen vaikutusta oman pääoman arvoon saadaan määriteltyä yrityksen todellinen arvo, joka siis perustuu sijoitetun pääoman tase-arvojen lisäksi liiketoiminnan odotettuun kannattavuuteen. (Kallunki & Niemelä 2004, 32-33.)

Vieraan pääoman arvon määrittäminen on paljon helpompaa kuin oman pääoman. Vieraalla pääomalla on yleensä kiinteä korko, joka on määräytynyt lainanmyöntämishetkellä. (Kallunki & Niemelä 2004, 32-33.)

1.1.1 Strateginen analyysi

Yrityksen arvoon vaikuttaa sen oman taloudellisen tilanteen lisäksi, toimialan ja koko yhteiskunnan kehitys. Strategisessa analyysissä käydään läpi, mikä on markkinoiden ja tuotteen kysynnän koko ja arvioitu kasvu. Strategisella analyysillä halutaan selvittää voittoihin ja kasvavirtoihin yleisellä tasolla vaikuttavat tekijät. Tässä analyysissä perehdytään myös keskeisiin riskitekijöihin. Strateginen analyysi ei siis ole yksityiskohtainen numeroihin perustuva analyysi, vaan tämä toteutetaan yleensä vasta strategisen analyysin jälkeen. Strateginen analyysi voidaan myös jakaa sisäiseen ja ulkoiseen analyysiin. Sisäisessä keskitytään analyysoimaan tuotteita, tuotantoprosessia, hinnoittelua, henkilöstöä ja osaamista. Ulkoisessa analyysissä sen sijaan tarkastellaan esimerkiksi kilpailijoita, markkinoita ja yleistä taloudellista kehitystä. (Kallunki & Niemelä 2004, 24-25.)

Penman muistuttaa vanhasta sanonnasta: "One does not buy a stock, one buys a business", ja siitä seuraten: "If you are going to buy a business, know the business". Toisin sanoen, yritykseen sijoittava ostaa osan sen liiketoiminnasta ja siksi sijoittajan tulisi tuntea tuo liiketoiminta. Tästä syystä myös analyytikot erikoistuvat yleensä johonkin tiettyyn toimialaan tai yritykseen, ja heidän tilinpäätösanalyysinsä perustuu toimialan tietämykseen. Eri toimialat eroavat toisistaan, ja se mikä on yhdellä toimialalla normaalia ei ole normaalia toisella. (Penman 2001, 11.)

Yrityksen strategiaa on se, mitä tuotteita se tuottaa markkinoille, kuinka se markkinoi näitä

tuotteita, kuinka se tutkii ja kehittää uusia tuotteita, kenen kanssa se tekee yhteistyötä sekä kuinka se reagoi kilpailijoidensa siirtoihin ja uusiin tulokkaisiin. Kaikki nämä ovat strategiaky-symyksiä, ja kaikkien niiden päätösten taustalla on oletus siitä että ne tuottavat osakkeen-omistajille tarvittavan tuoton. Yritys miettii strategiaansa koko ajan uudestaan, ja vaihtaa sitä myös tarpeen mukaan. Ulkopuolisen sijoittajan tulee ensin ymmärtää strategia, ja sitten tehdä siitä analyysi. (Penman 2001, 11-12.)

1.1.2 Tilinpäätöksen analysointi

Tilinpäätöstietojen analysoinnilla pyritään selvittämään yrityksen kannattavuus sekä rahoitus- ja varallisuusasema. Yritykset pystyvät vaikuttamaan tilinpäätöksen sisältöön harkinnanvaraisilla kirjauksilla. Tämän takia tilinpäätökset on oikaistava vastaamaan yrityksen todellista taloudellista tilaa. Oikaisun jälkeen ne ovat vertailukelpoisia keskenään. Yritysten harjoittaman tulossuunnittelun tavoitteena on usein verotuksen optimointi, eli että sen tarvitsisi maksaa mahdollisimman vähän veroja. Myös voittojen tasaisuuden esittäminen tai osingonjako voivat olla syitä tulossuunnitteluun. (Kallunki & Niemelä 2004, 30-31.)

Penman muistuttaa myös, että tilinpäätöstä analysoitaessa tulee pitää mielessä mikä informaatio on oleellista arvonmäärityksen kannalta, ja mikä ei. (Penman 2001, 12.) Copelandin, Kollerin ja Murrinin mukaan aikaisemman kehityksen analysoinnissa keskeisintä tulisi olla sijoitetun pääoman tuotto (ROI) ja kasvu, koska nämä ovat kaikista oleellisimmat muuttujat arvon muodostumisen kannalta. Yritys tuottaa arvoa omistajilleen ainoastaan silloin, kun pääoman tuotto ylittää pääoman kustannukset. (Copeland, Koller & Murrin 2000, 157.)

1.1.3 Tulevan kehityksen ennakointi

Arvonmäärityksessä tulevaisuuden arvioinnilla on erittäin keskeinen rooli. Tulevaisuuden arvioinnissa voi tukeutua yrityksen omiin yksityiskohtaisiin arvioihin kehityksestä eri sektoreilla. Usein joudutaan tukeutumaan kuitenkin yrityksen ulkopuoliseen tietoon. Tätä tietoa voidaan kerätä tilinpäätöksestä, vuosikertomuksesta, julkaistuista toimiala-analyyseistä, kansantalouden tilaa koskevista ennusteista ja muista mahdollisista lähteistä. Myös analyytikoiden tuottamaa tietoa on saatavilla suurten yritysten kohdalla. Tulevaisuutta ennustettaessa informaation läpinäkyvyys on keskeistä. Kaikkien osapuolten tulee tietää käytetyt oletukset ja niihin vaikuttavat tekijät. (Kallunki & Niemelä 2004, 30-31.)

Tulevaisuuden kehityksen arvioinnissa tärkeintä on Copelandin ym. mukaan muodostaa näkemys, kuinka yritys tulee menestymään sen kaikista tärkeimmissä arvoa tuottavissa mittareissa, eli kasvussa ja sijoitetun pääoman tuotossa. Tulevaisuuden ennustamisessa täytyy muistaa, että emme voi antaa varmaa ennustetta siitä kuinka asiat oikeasti tulevat menemään,

mutta perehtymällä tarpeeksi syvällisesti asiaan, on mahdollista muodostaa näkemyksiä siitä, kuinka yritys tulevaisuudessa voisi menestyä. (Copeland, ym. 2000, 233.)

Copeland ym. esittää viisi eri askelmaa taloudellisen ennusteen muodostamiseen. Kirja painottaa erityisesti vapaan kassavirran mallia, joten nämä ovat erityisesti kyseisen mallin kohdalla oleellisia, ja tulenkin työssäni soveltamaan näitä periaatteita.

1. Määritä ennusteen pituus ja yksityiskohtaisuus. Copeland ym. suosittelee yksityiskohtaisempaa arviota lyhyellä aikavälillä, ja pidemmällä ajanjaksolla yhteenvetotyypistä ennustetta.

Määritä ensin kuinka monta vuotta ennusteesi tulisi käsittää, ja kuinka yksityiskohtainen sen tulisi olla. Yleensä lähivuosilta laaditaan tarkemmat ennusteet, ja jäljellä olevilta vuosilta yksinkertaistetumpi kaava, jossa kasvu jatkuu tasaisena. Yksityiskohtaisen ennusteen tulisi olla tarpeeksi pitkä, niin että yritys pystyy saavuttamaan tuon tasaisen vaiheen. Tuossa vaiheessa yrityksen tulisi siis ansaita, sekä kasvaa tasaisesti. Tuota kasvuvauhtia ei tulisi arvioida liian suureksi, niin että yritys kasvaisi suhteettoman paljon koko talouskasvuun ja kansantalouteen verrattuna, vaan melko lähelle koko talouden kasvua. Copeland ym. suosittelee, että ennusteen ajanjakso olisi hyvä olla 10-15 vuotta suurimmalle osalle yrityksistä, josta 3-5 vuotta olisi yksityiskohtaisemmin mietitty. (Copeland ym. 2000, 234.)

2. Muodosta strateginen perspektiivi yrityksen tulevaisuuden suorituskykyyn, miettien sekä toimialaa, että yrityksen itsensä omaavia vahvuuksia sekä heikkouksia.

Tämä tarkoittaa käytännössä uskottavan tarinan kehittämistä yrityksen tulevasta menestyksestä. Tässäkin on muistettava että yrityksen arvon kannalta tärkein asia on, pystyykö yritys ansaitsemaan enemmän kuin mikä on sen pääoman kustannus. Yrityksen tulee tässä menestyäkseen kehitettävä jonkinlainen kilpailuetu suhteessa muihin toimijoihin. Tämä kilpailuetu voi syntyä yrityksen kilpailijoita paremmista tuotteista, alhaisemmista tuotantokustannuksista, tai tehokkaammasta pääoman käytöstä. Tähän liittyen on kehitetty myös erilaisia analyyttisiä kehyksiä. (Copeland ym. 2000, 235.) Itse tulen käyttämään SWOT-analyysiä selventääkseni näitä teemoja UPM-Kymmenen osalta.

3. Käännä strateginen perspektiivi taloudellisiksi ennusteiksi.

Kun tarina tulevaisuuden menestyksestä on kehitetty, tulee se kääntää taloudelliseksi ennusteeksi. Vapaa kassavirta on mahdollista ennustaa myös suoraan, luomatta erikseen tasetta ja tuloslaskelmaa, mutta silloin on vaarana menettää näkemys siitä kuinka kaikki palaset sopivat yhteen. Siksi Copeland ym. suosittelee myös taseen muodostamista helpottamaan vapaan

kassavirran oikeaa ennustamista. (Copeland ym. 2000, 240.)

Kysymyksiä jotka ovat tärkeitä muutettaessa strategista tarinaa luvuiksi, ovat muun muassa se kuinka kassavirtaennuste vertautuu aikaisempaan menestykseen, kuinka se vertautuu kilpailijoihin sekä mitkä ovat niitä tärkeitä tekijöitä ja oletuksia yrityksen menestyksen ja arvonmuodostumisen kannalta joille laskelma perustuu. (Copeland ym. 2000, 137.)

4. Pohdi vaihtoehtoisia skenaarioita yrityksen menestyksestä.

Tulevaisuuden ennustamisen vaikeuden takia, emme voi pitää ennustettamme ainoana mahdollisena vaihtoehtona. Siksi on hyvä miettiä myös vaihtoehtoisia skenaarioita. Esimerkiksi tuote jonka varaan laskettiin paljon, voikin osoittautua pettymykseksi, ja sen kehittämiseen uhrattujen pääomien tuotto ja sitä kautta koko yrityksen tuotto jää pienemmäksi kuin odotettiin. On hyvä ymmärtää mikä vaikutus erilaisilla tapahtumilla olisi yrityksen kehitykselle. (Copeland ym. 2000, 244.) SWOT-analyysin käyttäminen auttaa mielestäni myös tässä asiassa.

5. Tarkista että syntyneet ennusteet (ROI ja kasvuennusteet) ovat yhteneväiset strategisen perspektiivisi kanssa. (Copeland ym. 2000, 244.)

1.2 Arvonmääritys ja IAS/IFRS- tilinpäätös

Vuoden 2005 alusta Euroopan Unionin uudet kansainväliset IAS/IFRS-tilinpäätös-standardit muuttuivat pakolliseksi julkisesti noteeratuissa yhtiöissä. Näillä uusilla tilinpäätösstandardeilla pyritään kehittämään eurooppalaisista pääomamarkkinoista entistä likvidimmät ja tehokkaammat. Ne lisäävät tilinpäätösinformaation vertailukelpoisuutta eri maiden välillä luomalla yhtenäisen standardin. (Kallunki & Niemelä 2004, 181.)

Yhtenä yleisenä standardina on, että IAS/IFRS-tilinpäätös laaditaan ensisijaisesti osakesijoittajia varten. Tämä näkyy monissa uusissa raportointitavoissa ja -kohteissa. Esimerkkinä voidaan mainita rahavirtalaskelma, osakekohtaisen tuloksen raportointi. Nämä ovat uudessa raportointijärjestelmässä pakollisia, ja helpottavat erityisesti sijoittajan toimintaa. (Kallunki & Niemelä 2004, 182.)

Tilinpäätöksessä yritysjohdolla on velvoite antaa yrityksen toiminnasta oikea kuva, ja kertoa kaikki oleellinen tieto sijoittajille päätöksentekoa varten. Standardit antavatkin yritysjohdolle mahdollisuuden viestiä sijoittajille entistä paremmin. Paremmen kuvan antamista yrityksen taloudellisesta tilasta edesauttaa esimerkiksi käypien arvojen käyttäminen aiempaa enemmän. Tilinpäätösstandardien seurauksena tulisi sijoittajan saada uutta informaatiota, jonka avulla hänen kuvansa yrityksestä selkiytyisi. Yrityksen ilmoittama oman pääoman arvo tulisi

uusien standardien seurauksena olla entistä vahvempi indikaattori siitä, mikä yrityksen markkina-arvo pörssissä tulisi olla. (Kallunki & Niemelä 2004, 182-183.)

Käypien arvojen käyttämisen ansiosta yrityksen volatilitetti vähenee huomattavasti. Markkina-arvo määräytyy yrityksen pitkän aikavälin liiketoiminnan kehityksen mukaan, eli perustuu johdon parhaaseen näkemykseen tulevaisuuden kehityksestä. Tämän seurauksena saadaan oman pääoman taloudellinen arvo, jossa kaikki tase erät on arvostettu käypiin arvoihin. Koska yritysjohto osaa paremmin määrittellä tase-erien arvon kun jokin ulkopuolinen toimija, johtaa tämä volatiliteetin, eli riskin pienenemiseen, jolloin sijoittaja puolestaan pystyy kohdentamaan entistä suuremman osan varoistaan osakkeisiin. (Kallunki & Niemelä 2004, 184.)

Aineellisessa käyttöomaisuudessa ensisijainen menettelytapa on aineellisen käyttöomaisuuden arvostaminen alkuperäiseen hankintahintaansa, vähennettynä poistoilla ja IAS 36 standardin mukaisilla arvonalentumisilla. Vaihtoehtoisessa menettelytavassa yritys arvostaa luotettavin mittauksin, aineellisen käyttöomaisuutensa käypään arvoon. Tämän menettelytavan seurauksena omaan pääomaan muodostuu uudelleenarvostusrahasto, jonka arvo kuvaa sitä kuinka paljon oman pääoman kirjanpidollinen arvo poikkeaa käyvästä arvosta. (Kallunki & Niemelä 2004, 185-186.)

Aineeton käyttöomaisuus merkitään IAS/IFRS:n mukaan taseeseen samalla periaatteella kuin aineellinen käyttöomaisuus. Aineetonta omaisuutta ovat esimerkiksi yrityskaupassa syntynyt liikearvo, kehittämismenot tai ostettu liikemerkki. Poikkeuksia edelliseen kirjanpitolakiin on. Esimerkiksi tutkimustoiminnan menoja, toisin kuin ennen, ei IAS/IFRS standardeissa IAS 38:n mukaan kirjata aineettomaan omaisuuteen. Kehittämismenot, joita käyttämällä yrityksellä on näköpiirissä uusi tuote, sen sijaan voidaan kirjata taseeseen. (Kallunki & Niemelä 2004, 187.)

IFRS-siirtymä vaikutti siinä osallisina olevien yritysten tuloslaskelmiin ja taseisiin merkittävästi. Siirtymästä aiheutuvan tulomuutoksen mediaani oli 91:llä 2002-2004 vuosien välillä tarkastelluilla yrityksillä 13,6%, ja aritmeettinen keskiarvo noin 23%. Tavallisin syy tähän oli liikearvopoistojen peruuntuminen ja tietynlaisten vuokrasopimusten käsittely rahoitusleasingsopeuksina. (Kallunki, Lantto & Sahlström 2008, 96.)

Tässä työssä keskitytään kahteen eri arvonmäärittymalliin, eli vapaan kassavirran malliin sekä osinkoperusteiseen malliin. Vapaan kassavirran mallissa keskeisintä on tietenkin rahavirrat ja osinkoperusteisessa mallissa tuloslaskelma. Näissä kirjanpidollisilla standardeilla ei ole yhtä suurta merkitystä kuin substanssiarvoa laskettaessa.

Tuloslaskelmassa liikevoitto parani aikaisemmin mainitsemillani 91 tarkastelussa mukana olevista yhtiöistä 71:llä, koska uusien standardien (IFRS 3) mukaan liikearvosta ei enää tehdä

poistoja, vaan se arvostetaan hankintamenon arvonalentumistappioilla. (Kallunki, Lantto & Sahlström, 2008, 96.)

1.3 Pääoman tuottovaatimus

Yritys tuottaa taloudellista lisäarvoa silloin, kun siihen sijoitettu pääoma tuottaa enemmän kuin mikä siihen sijoitetun pääoman kustannus on. Tämä tarkoittaa sitä, ettei pelkkä voitollinen tulos tarkoita sitä, että yritys on tuottanut taloudellista lisäarvoa. (Veranen 1996, 48)

Yrityksen käytössä oleva omaisuus on rahoitettu joko omalla tai vieraalla pääomalla. Tämän pääoman kustannus, eli tuottovaatimus, on tärkeä muuttuja eri arvonmääritysmalleissa. Jos tuottovaatimus arvioidaan väärin antavat arvonmääritysmallit virheellisiä tuloksia. (Kallunki & Niemelä 2004, 127.)

Pääoman kustannus tai tuottovaatimus määräytyvät riskin mukaan. Mitä suurempi riski, sitä suurempi on myös tuottovaatimus. Oma pääoma, jota myös osakepääoma on, on vierasta pääomaa kalliimpaa. Tämä johtuu siitä, että vieraan pääoman riskit ovat pienemmät kuin oman pääoman. Esimerkiksi konkurssitilanteessa oman pääoman arvo on usein nolla, koska tällöin vieraan pääoman rahoittajat tulevat saamaan saatavansa ennen omaa pääomaa. Vieraan pääoman saamat tuotot ovat myös vakaampia, johtuen yleensä kiinteästä korosta. (Kallunki & Niemelä 2004, 127.)

Yrityksen arvoa määriteltäessä on otettava huomioon rahavirtojen aika-arvo. Kymmenen vuoden päästä saatava 1000 euron osingon arvo on vähemmän kuin tänään saatavan vastaavan suuruisen osingon arvo. Pääoman tuottovaatimusta tarvitaan muuttamaan eri aikoina tulevaisuudessa saatavat kassavirrat yhteismitallisiksi, eli diskonttaamaan ne nykyhetkeen. (Kallunki & Niemelä 2004, 128-129.)

Pääoman tuottovaatimus on sijoittajan vaihtoehtoiskustannus. Samalla tuotolla hän siis olisi valmis sijoittamaan johonkin muuhun vastaavan riskin omaavaan kohteeseen. (Kallunki & Niemelä 2004, 127-129.)

Vieraan pääoman kustannus on tuotto, jonka vieraan pääoman sijoittajat (esim. pankit) vaativat luotoille. Se lasketaan yleensä joko olemassa olevan vieraan pääoman keskikorkona, tai uusien lainojen keskikorkona, jos kyseessä on lainasalkun uudelleenrahoitus. Vieras pääoma on yleensä joko pankkilainaa tai pitkäaikaista joukkolainaa. Pankkilainojen korkoehdot voivat vaihdella paljonkin. Joukkovelkakirjalainojen tuottovaatimus on näiden todellinen tuotto, eli yield, ei kuponkikorko. Kuponkikorko kertoo ainoastaan mikä pääoman tuottovaatimus oli silloin, kun laina laskettiin liikkeelle. Jos yritys ei ole vähään aikaan laskenut liikkeelle jouk-

kovelkakirjoja, voidaan arviona käyttää saman toimialan samanlaisen riskin omaavan yrityksen lainojen yieldiä. (Kallunki & Niemelä 2004, 130-131.)

Oman pääoman ehtoinen rahoitus koostuu osakeanneilla kerättävästä pääomasta ja liiketoiminnan avulla saadusta tulorahoituksesta. Oman pääoman tuottovaatimus on yritykselle se hinta, jolla se saa markkinoilta kerättyä sijoittajien rahaa rahoittaakseen esimerkiksi investointejaan ja yritysostojaan. Tämä tuottovaatimus perustuu odotuksiin yrityksen tulevaisuuden menestyksestä, eli tulevista tuotoista, ottaen huomioon riskin. (Kallunki & Niemelä 2004, 133.)

Riski, jonka mukaan oman pääoman tuottovaatimus määräytyy, lasketaan yleensä beeta-kertoimen avulla, joka kuvaa sitä kuinka arvopaperin riski korreloi koko markkinoiden riskin kanssa. Onko se siis sitä suurempi vai pienempi. Sen laskemiseen, kuinka paljon osakkeen tuottovaatimus kasvaa riskin kasvaessa, käytetään nykyään yleisesti Sharpen, Lintnerin ja Mossin kehittämää Capital Asset Pricing- mallia (CAPM). Mallin mukaan tuottovaatimus koostuu riskittömästä osasta ja siihen lisättävästä tapauskohtaisesta riskillisestä. Mallilla mitataan osakkeen riskin ja tuottovaatimuksen välistä riippuvuutta. Sen mukaan näiden kahden riippuvuus on lineaarista, eli mitä riskisempi osake on, sitä suurempi myös sen tuottovaatimus. Tehokkaasti toimivilla markkinoilla malli voidaan esittää seuraavan yhtälön avulla: (Kallunki & Niemelä 2004, 129 ja 134.)

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f)$$

$E(R_i)$ = pääoman odotettu tuotto

R_f = riskitön tuotto, kuten esim. Suomen valtion obligaatiot

β_i = beeta- kerroin, joka kuvaa kyseisen arvopaperin riskin suhdetta koko markkinoiden riskiin

$E(R_m)$ = markkinoiden keskituotto

$E(R_m) - R_f$ = riskillisä

Beeta- kerroin kuvaa siis markkinoiden yleisestä vaihtelusta aiheutuvaa riskiä kyseessä olevalle osakkeelle. Jos osakkeen riski on yhtä suuri kuin markkinoiden kokonaisriski, on beeta-kertoimen arvo yksi. Jos sillä on taas suurempi riski, on kerroin suurempi kuin yksi, ja jos riski on pienempi, on riski alle yksi. Jos riskiä ei ole ollenkaan, on beetan arvo 0. Niiden yritysten

osakkeet joilla beeta on enemmän kuin yksi, nousevat markkinoiden noustessa nopeammin, mutta markkinoiden laskiessa puolestaan myös laskevat nopeammin. näistä käytetään nimitystä hyökkäävät, eli aggressiiviset, osakkeet. Defensiiviset osakkeet käyttäytyvät puolestaan päinvastoin. (Kallunki & Niemelä 2004, 135.)

Tuottovaatimus voidaan siis määrittää, kun tiedetään sekä markkinoiden yleinen riskipremio, sekä yrityskohtainen beeta-kerroin. Markkinoiden riskipremiota on selvitetty vertaamalla osakkeiden aikaisempia tuottoja valtion obligaatioiden tuottoihin, eli riskittömään tuottoon. (Kallunki & Niemelä 2004, 135.)

Jos beeta-kerroin lasketaan osakkeiden aikaisemmista tuotoista, käytetään siinä niin sanottua regressioanalyysiä. Beeta-kerroin voidaan laskea osakkeiden tuottoaineistosta käyttämällä Sharpen markkinamallia, jossa osakkeen tuoton oletetaan vaihtelevan osakemarkkinoiden tuoton mukana. (Kallunki & Niemelä 2004, 135.)

1.4 Osinkoperusteinen malli

Osinkoperusteinen malli on perinteinen arvonmäärityksessä käytetty malli. Se on myös kehittyneempien mallien lähtökohtana. Mallin mukaan yrityksen oman pääoman arvo on yrityksen tulevaisuudessa jakamien osinkojen nykyarvo. Koska sijoituksella ei ole määräaikaa, osakkeen arvo muodostuu päättymättömästä osinkovirrasta. Diskonttaus korkona käytetään oman pääoman sijoituksen tuottovaatimusta. (Kallunki & Niemelä 2004, 103.)

$$P_0 = \frac{\text{Div}_1}{1+r} + \frac{\text{Div}_2}{(1+r)^2} + \dots = \frac{\text{Div}}{r}$$

Toinen vaihtoehto osinkoperusteisesta mallista on esitetty alapuolella.

$$P_0 = \frac{\text{Div}}{1+r} + \frac{\text{Div}(1+g)}{(1+r)^2} + \frac{\text{Div}(1+g)^2}{(1+r)^3} + \dots = \frac{\text{Div}}{r-g}$$

(McClure.)

Yllä olevaa osinkoperusteista mallia kutsutaan Gordonin malliksi, sen kehittäjän Myron Gordonin mukaan. Tämä malli toimii parhaiten vanhojen ja vakaiden mittavaa osinkoa maksavien yritysten arvottamisessa. Se perustuu olettamukseen, että osinko kasvaa tasaista vauhtia vuosittain (McClure.) Mallin heikkous on se, että käytännössä osingot eivät yleensä kuitenkaan kasva tasaisesti. (Kallunki & Niemelä 2004, 104.)

Yksi vaihtoehto on ennustaa osingot niin pitkälle kuin mahdollista, ja sen jälkeen arvioida osinkojen kasvuvauhti. (Kallunki & Niemelä 2004, 104.)

Osinkoperusteisen mallin kannattajat painottavat, että ainoastaan tulevaisuudessa saatavat osingot voivat antaa luotettavan kuvan yrityksen arvosta. Heidän mukaansa muut syyt ostaa yrityksen osakkeita, kuten esimerkiksi odotus siitä että joku maksaa osakkeesta tietyn ajan kuluttua enemmän kuin mikä sen ostohinta oli, ovat pelkkää spekulatiota. (Kallunki & Niemelä 2004, 104.)

Todellisuudessa osinkoperusteinenkin malli perustuu pitkälti oletuksiin. Tulevien osinkojen ennustaminen on hankalaa, ja Kallunki ja Niemelä huomauttavatkin että osinkoennusteet pystytään saamaan ainoastaan 1-2 vuodelle, kun taas tulosenusteiden saatavuus on selvästi parempi. (Kallunki & Niemelä 2004, 104.)

Osinkoperusteisella mallilla on myös haasteita kasvuyritysten arvon määrittämisessä. Useimmat kasvuyritykset eivät edes maksa osinkoa, ja siksi mallin tulokset perustuvat tulevien osinkopäästösten arvailamiseen. Investopedian mukaan, itse asiassa vain kolmasosa julkisesti listatuista yrityksistä maksaa osinkoa. Rajoitteita asettaa myös se fakta, että kasvuvauhti ei voi olla mallissa suurempi kuin pääoman tuottovaatimus. (McClure.)

1.5 Kassavirtaperusteinen malli

Kassavirtaperusteisessa mallissa yrityksen arvo on tulevien kassavirtojen nykyarvo. Mallin etu on, etteivät tilinpäätöksen harkinnanvaraisuudet vaikuta kassavirtoihin. Yritys voi vaikuttaa tilinpäätöksen tulokseen, esimerkiksi jaksottamalla tuloja ja menoja eri tilikausille. Kassavirtalaskelmissa seurataan ainoastaan rahan todellisia jo tapahtuneita liikkeitä. Malli myös mahdollistaa paremman tuloksen taustatekijöiden ja tulevaisuuden arvioinnin. (Kallunki & Niemelä 2004, 107-108.)

Kuten edellisessä mallissa tulevien osinkojen nykyhetken diskontattu arvo oli koko yrityksen arvo, on kassavirtaperusteisessa mallissa yrityksen arvo sen tulevaisuuden kassavirrat diskontattuna nykyhetken, eli niiden nykyarvo. Vapaa kassavirta saadaan kun yrityksen operatiivisesta kassavirrasta vähennetään käyttöpääoma ja käyttöomaisuusinvestointien maksut. Operatiivisesta kassavirrasta on vähennetty verot, mutta ei omaisuuden arvon alentumisia, eli poistoja. Verot vähennetään siksi, koska yrityksen kassasta lähtee niiden myötä rahaa. Poistot ovat sen sijaan kirjanpidollinen käsite, eivätkä vähennä yrityksen käytössä olevia varoja. (Kallunki & Niemelä 2004, 108.)

Kassavirtalaskelmia on olemassa erilaisia. Itse aion käyttää vapaan kassavirran mallia (Free

Cash Flow, FCF), joka on malleista kaikista yleisimmin käytetty. Vapaan kassavirran mallilla voidaan määrittää oman pääoman arvo, tai koko yrityksen arvo käyttäen diskonttauskorkona joko oman pääoman tuottovaatimusta, tai koko pääoman keskimääräiskustannusta (Weighted Average Cost of Capital WACC). Koko pääoman arvoa mitattaessa kassavirrasta ei vähennetä rahoituskuluja, koska niiden merkitys huomioidaan koko pääoman diskonttauskorossa. Itse valitsin tässä arvonmäärittämisessä oman pääoman lähtöisen mallin (Free Cash Flow to Equity FCFE), koska katsoin että sitä on helpompi soveltaa. (Free Cash Flow to Equity FCFE). (Kallunki & Niemelä 2004, 108.)

Oman pääoman arvo saadaan siis diskonttaamalla osakkeenomistajille kuuluva vapaa kassavirta oman pääoman kustannuksella. Tuosta kassavirrasta on siis vähennetty kaikki liiketoiminnan kulut, verot sekä korkomenot. (Kallunki & Niemelä 2004, 109.)

Vapaata kassavirtaa voidaan mitata myös kahdella eri tavalla: Joko operatiivisesta- tai rahoitusvirrasta. Ensin mainittu kuvaa syntyneen kassavirran jakautumista tulokseen ja investointeihin. Rahoituskassavirta puolestaan kuvaa sitä, miten syntynyt kassavirta on jaettu oman ja vieraan pääoman rahoittajien kesken. (Kallunki & Niemelä 2004, 109.)Tässä työssä aion tarkastella vapaata kassavirtaa nimenomaan operatiivisen kassavirran näkökulmasta.

Tärkein erä operatiivisessa vapaassa kassavirrassa on liikevoitto, mikä mittaa liiketoiminnan tulorahoitusta. Tämä otetaan tuloslaskelmasta sellaisenaan ja lisätään kassavirtaan. Tähän lisätään osuudet osakkuusyhtiöiden tuloksista, sekä vähennetään operatiiviset, eli tuloksesta maksettavat verot. Myös rahoituskulujen ja rahoitustuottojen verovaikutus huomioidaan. Tästä syntyy operatiivinen kassavirta, johon lisätään tuloslaskelmassa vähennetyt poistot. Molemmat, sekä käyttöomaisuuden ja liikearvon (goodwill) poistot lisätään laskelmaan, koska poistot eivät vähennä yrityksen käytössä olevia varoja, vaan ovat kirjanpidollinen keino jakottaa hankinnoista syntyneet kulut eri tilikausille. Poistojen lisäyksen jälkeen saadaan bruttokassavirta, josta vähennetään käyttöpääoman muutos ja bruttoinvestoinnit. Käyttöpääoman lisäyks voi olla erityisesti nopeasti kasvavissa yrityksissä suurikin kassavirtaa vähentävä tekijä. Käyttöpääoman muutos lasketaan seuraavanlaisesti: (Kallunki & Niemelä 2004, 109-111.)

+ Vaihto-omaisuuden lisäys
 + Myyntisaamisten lisäys
 - Ostovelkojen lisäys
 = Käyttöpääoman muutos

Tähän lisätään vielä mahdollinen korottomien pitkäaikaisten velkojen muutos. (Kallunki & Niemelä 2004, 111.)

Käyttöomaisuusinvestoinnit ovat suurin kassasta rahaa vievä tekijä. Näihin kuuluvat muun muassa investoinnit rakennuksiin, koneisiin, laitteisiin ja käyttöomaisuusosakkeisiin. Myös aineettomiin oikeuksiin tehdyt investoinnit, sekä aktivoidut tutkimus ja tuotekehitysmenot luetaan tähän. Vapaasta operatiivisesta käyttöpääomasta vähennetään vielä, tai vaihtoehtoisesti lisätään, muut erät, jotka ovat yleensä satunnaisia eriä. Tämän tuloksena syntyy yrityksen vapaa kassavirta. (Kallunki & Niemelä 2004, 111.)

Tulevaisuuden kassavirtojen ennustamiseen käytetään yleensä niin sanottua kahden kasvuvaiheen mallia, missä lähivuosille annetaan suorat ennusteet, ja siitä eteenpäin kaksi kiinteää kasvuvaihetta (keskipitkä- ja pitkä aikaväli). (Kallunki & Niemelä 2004, 111.)

1.6 Yleistä malleista

Kummatkin edellä mainitut mallit antaisivat periaatteessa saman tuloksen, jos niiden muuttujat olisi arvioitu oikein. Käytännössä tämä on kuitenkin hyvin vaikeaa, ja siksi niiden tulokset vaihtelevat. Tärkeintä mallin ja sen kasvuvaiheiden valinnassa on, kuinka luotettavasti keskeiset muuttujat pystytään arvioimaan. Jos yrityksen toiminnassa tai ympäristössä on odotettavissa muutoksia, tulee ennusteet jaksottaa niiden mukaan. Näitä voivat olla esimerkiksi toiminnan saneeraus, suhdannemuutos (mikä on UPM Kymmenen tapauksessa ajankohtainen) sekä uusi tuote tai toimiala. Eri tilanteisiin ja eri yrityksiin sopivat eri mallit. Yleensä vapaaseen kassavirtaan sekä lisäarvoon perustuvat mallit antavat luotettavamman kuvan yrityksen oikeasta arvosta kuin osinkoperusteinen arvonmääritys. (Kallunki & Niemelä 2004, 113.)

2 UPM-Kymmene Oyj

UPM-Kymmene Oyj on suomalainen pörssiyritys, joka on listattu NASDAQ OMX Helsinki pörssissä. Sillä on kolme eri liiketoimintayksikköä: Energia ja Sellu, Paperi sekä Tekniset materiaalit. Yrityksen toiminta-ajatus kuuluu seuraavasti: "Luomme lisäarvoa uusiutuviin ja kierrätettäviin raaka-aineista. Kuituun pohjautuvat sekä energiaan ja pitkälle kehitettyihin materiaaleihin liittyvät liiketoiminnot ovat ydintoimintaamme." (UPM Kymmene Oyj 2010.)

UPM haluaa olla uuden metsäteollisuuden edelläkävijä. Sen mukaan uuden ajan metsäteollisuus kehittää innovaatioiden kautta älykkäitä, kestäviä tuotteita ja palveluja asiakkailleen kaikkialla maailmassa. Sen pääliiketoiminta perustuu puukuituihin, ja energia sekä tekniset materiaalit laajentavat toimintakenttää. (UPM Kymmene Oyj 2010.)

Energia ja Sellu liiketoiminnassa UPM aikoo tulevaisuudessa olla merkittävä toimija puhtaan päästöttömän energian tuottajana ja kasvaa myös sellun tuottajana. Näissä se aikoo kasvaa markkinalähtöisesti. Biopolttoaineet ovat yksi osa tämän liiketoimintayksikön tulevaisuuden

visioista ja niiden kehittämiseen se aikoo myös panostaa. Myös UPM:n metsäomistukset ja sahat kuuluvat tähän liiketoimintayksikköön. Niillä se aikoo turvata konsernille kilpailukykyisen metsäbiomassan saannin myös tulevaisuudessa. (UPM Kymmene Oyj 2010.)

Paperiliiketoiminnastaan UPM-Kymmene on ehkäpä kaikista tunnetuin. Se on maailman johtava graafisten papereiden valmistaja. Koko konsernin liikevaihdosta paperi tuotti vuonna 2009 72%. Tuotantokapasiteetti on suuri ja tehtaita sillä on sekä Euroopassa, Kiinassa sekä Yhdysvalloissa. Kustantajat, painotalot, tukkurit ja paperinjalostajat ovat kaikki sen tärkeitä asiakkaita. (UPM Kymmene Oyj 2010.)

Teknisiin materiaaleihin kuuluvat tarralaminaatit etikettejä varten. RFID-etätunnisteet tuotteiden tunnistamiseen, vaneri sekä UPM ProFi-puumuovikomposiitti, joka on ainutlaatuinen materiaali jossa yhdistyvät puukuidut ja muovi. (UPM Kymmene Oyj 2010.)

2.1 Strategia

Yrityksen strategiaan tulevaisuudessa liittyy vahvasti uudistuminen bioenergian ja biometsätuotteiden valmistajaksi. Toimitusjohtaja Jussi Pesosen mukaan tämä suunta on selkeää koko toimialalla. Tästä hän käyttää nimitystä biometsäteollisuus, jossa perinteinen metsäteollisuus ja tulevaisuus kohtaavat. UPM itse käyttää itsestään nimitystä -The Biofore Company missä bio kuvaa suuntautumista tulevaisuuteen, kestäviä ratkaisuja sekä hyvää ympäristösuorituskykyä. Fore kuvaa metsää (forest) ja edelläkävijyyttä. (Pesonen 2009.)

Vuodesta 2009 eteenpäin UPM:llä on ollut käytössään ns. innovaatiostrategia, jonka avulla se pyrkii luomaan uusia liiketoimintahankkeita, ja samalla parantamaan nykyisten liiketoimintojensa kilpailukykyä innovaatioiden avulla. Yritys on määritellyt neljä eri avainaluetta joiden kehittämiseen se satsaa: biopolttoaineet, biokemikaalit, nanoselluloosa ja biokomposiitit. (Upm Kymmene Oyj 2009, 88.)

Kustannustehokkuus tulee olemaan luonnollisesti tärkeä asia UPM:lle myös tulevaisuudessa. Muutosvalmius sekä huippuinnovaatiot ovat muita avainsanoja. UPM:n mukaan tulevaisuuden mahdollisuuksia ovat biopolttoaineet, biokomposiitit, RFID-tunnisteet sekä biokemikaalit. Pesonen korostaa metsäteollisuuden kilpailuetua biopohjaisessa tuotannossa. Raaka-aine on uusiutuva, hiilidioksidipäästöt ovat matalat ja kasvua haetaan uusiutuvan energian tuotannosta.

Metsäteollisuuden tutkimus- ja kehittämismenoihin käytetyissä varoissa trendi on 2000-luvulla ollut nouseva. Vuonna 2007 perustettu, mm. metsä- ja kemianteollisuuden sekä tutkimuslaitosten ja yliopistojen omistama Metsäklusteri Oy, tutkii älykkäitä ja resursseja säästäviä tuo-

tantoteknologioita. Kehitteillä ovat puuta monipuolisesti hyödyntävä biojalostamo, sekä tulevaisuuden asiakasratkaisut. Tämän Vuoden alussa VTT ja metsäteollisuuden yhteinen tutkimuskeskus KCL, yhdistyivät lähes kokonaan, ja tämä uusi tutkimuskokonaisuus kattaa koko metsäteollisuussektorin. T&K:een panostetaan siis tulevaisuudessa koko toimialan yhteisvoimin. Toimialan yhteisen T&K toiminnan lisäksi, UPM luonnollisesti pyrkii myös itse kehittämään niitä innovaatioita, jotka sopivat sen strategiaan ja ovat kannattavia. (Pesonen 2009.)

Yksi tuote-esimerkki UPM:n strategiasta on UPM Profi, jossa tarrajätteestä, joka ennen poltettiin, valmistetaan komposiittia ja huippudesignia. Tämänkaltaisia uusia ekologisia ratkaisuja on syytä siis odottaa UPM:ltä myös tulevaisuudessa. (Pesonen 2009.)

Lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä UPM hakee etua tällä kiistattomalla kustannusjohtajuudella. Se pyrkii varmistamaan toimintansa kannattavuuden ja kassavirran. Pitkällä aikavälillä strategia nojaa uusiin tuotteisiin ja markkinoihin. Kuituihin perustuvat liiketoiminnot muodostavat kuitenkin myös tulevaisuudessa strategian perustan. (Pesonen 2009.)

2.2 Riskit

UPM listaa vuosikertomuksessaan merkittävimmät riskit sen toiminnan kannalta. Samalla se esittää keinot millä tavalla se aikoo suojautua kyseisiä riskejä vastaan. Myös arvonmäärittäessä tehdessä täytyy huomioida riskit ja miettiä kuinka todennäköisiä ne ovat, sekä kuinka hyvin UPM niitä vastaan pystyy suojautumaan.

2.2.1 Strategiset riskit

Yksi selvä strateginen riski on paperin kysynnän laskeminen ja siitä johtuva ylikapasiteetti ja heikompi hinnoitteluvoima. UPM pyrkii suojautumaan tätä riskiä vastaan varmistamalla että sen toiminta on kustannustehokasta myös alhaisemmilla käyttöasteilla, sekä ennakoimaan kehitystä tuotevalikoiman hallinnalla. Tämän riskin hallinta on erittäin tärkeää, koska kuten aikaisemmin kävi ilmi, on paperin hinnan muutoksella kaikista suurin yksittäinen vaikutus UPM:n kannattavuuteen. (UPM Kymmene 2010, 13.)

Eräs merkittävä riski kannattavuudelle on myös, että puuraaka-ainetta ei ole riittävästi saatavilla, tai se on liian kallista yritykselle. Tätä riskiä vastaan UPM pyrkii suojautumaan riittävästi metsänomistuksella, sekä pitkäaikaisilla metsänhoitosopimuksilla. Se voi myös pyrkiä tuomaan puuta uusista lähteistä. (UPM Kymmene 2010, 13.)

Uuden Oikiluodon ydinvoimalaitoksen käynnistämisessä tapahtuva viive vaikuttaisi kustannuksia lisäävästi energian hinnan nousuna ja tätä uhkaa vastaan UPM pyrkii suojautumaan varmis-

tamalla kummankin osapuolen sopimusvelvoitteiden täyttämisen. (UPM Kymmene 2010, 13.)

Epäonnistunut yritysosto on yksi UPM:n listaamista strategisista riskeistä. Tämän seurauksena sijoitetun pääoman tuotto ei kattaisi pääomakustannuksia. Tähän riskiin UPM vastaa mahdollisen yrityskauppaprosessin järjestelmällisellä toteutuksella. (UPM Kymmene 2010, 13.)

Muutokset EU:n ilmastopolitiikassa, tai lisävaatimukset hiilidioksidipäästöille, muodostavat vielä yhden mainitsemisen arvoisen riskin. Lisätuet puuraaka-aineen vaihtoehtoiselle käytölle lisäävät kustannuksia ja luovat uutta kilpailua. Tämän takia UPM pyrkii viestimään aiheesta selvästi, ja tiedotuksellaan korostamaan sääntelyn vaikutuksia työllisyyteen ja lisäarvon luomiseen. Lisäksi se pyrkii investoimaan uusiin lisäarvoa tuottaviin biomassan käyttömahdollisuuksiin. (UPM Kymmene 2010, 13.)

Hallituksen toimintakertomuksessa yrityksen hallitus muistuttaa, että UPM:n markkinat ovat tiiviisti kilpaillut, ja UPM onkin joutunut kilpailijoista aiheutuneiden hintapaineiden kohteeksi. Vaikka hallituksen mukaan yrityksen taloudellinen tilanne on moniin kilpailijoihin verrattuna vakaa, ei voida olla varmoja että UPM:n resurssit riittävät vastaamaan mahdollisiin hintapaineisiin. Hallitus huomauttaa että paperi- ja metsäteollisuuden markkinat ovat sykliset, eli välillä alan kysyntä ja tarjonta ovat epätasapainossa. Hintavaihtelut ovat yleisiä, eikä toimialan tuotteiden hintatason säilymisestä tai hintojen lisäkorotuksista voida olla varmoja. Myös merkittävän asiakkaan menettäminen, tai kehittyvissä maissa kuten Uruguayssa tapahtuvat poliittiset muutokset, aiheuttavat riskejä. (UPM Kymmene 2010, 87.)

2.2.2 Operatiiviset riskit

Operatiivisena riskinä UPM mainitsee tärkeiden tuotantopanosten, kuten esimerkiksi kemikaalien tai täyteaineiden, hinnan kohoamisen ja saatavuuden heikkenemisen. Tältä suojautuakseen UPM pyrkii tekemään pitkäaikaisia toimitussopimuksia, ja turvautuu tarpeen mukaan vaihtoehtoisin toimittajiin. (UPM Kymmene 2010, 13.)

Toinen operatiivinen riski liittyy henkilöstöön, ja siihen pystyykö UPM pitämään ja hankkimaan ammattitaitoista henkilöstöä. Tämän riskin toteutuminen vaikuttaisi pitkällä aikavälillä, heikentämällä liiketoiminnan suunnittelua ja toteuttamista. UPM pyrkii suojautumaan osaamisen kehittämällä ja kannustinjärjestelmien avulla. (UPM Kymmene 2010, 13.)

2.2.3 Rahoitusriskit

Jos euro vahvistuu liikaa suhteessa UPM:n tärkeisiin kauppavaltuuttoihin, kuten dollariin ja puntaan, muodostaa tämä riskin viennin kannattavuudelle ja antaa etulyöntiaseman euroalu-

een ulkopuolisille toimijoille. UPM pyrkiikin suojaamaan erilaisilla instrumenteilla, kuten valuuttatermiinisopimuksilla ja valuutanvaihtosopimuksilla nettovaluuttavirtansa ja taseensa. (UPM Kymmene 2010, 13 ja 88.)

Toinen rahoitusriski liittyy asiakkaan maksukyvyttömyyteen tai konkurssiin. Tätä vastaan voi suojautua luottoriskien aktiivisella hallinnalla ja luottovakuutuksen käyttämisellä. (UPM Kymmene 2010, 13.)

2.2.4 Vahinkoriskit

Myöskään ympäristöriskejä ei UPM:n kohdalla pysty ohittamaan. Jonkinlainen vuoto, maahan valuminen tai räjähdys vaikuttaisivat negatiivisesti yrityksen maineeseen, maksaisivat rahaa mahdollisten sanktioiden tai puhdistuskustannusten myötä ja vähentäisivät tuottoja tuotantolaitoksen menetyksen myötä. (UPM Kymmene 2010, 13.)

Riskin muodostaa myös henkilöstölle tai omaisuudelle koitua fyysinen vahinko. Tätä varten ovat UPM:n työterveys ja -turvallisuusjärjestelmät, ennaltaehkäisy ja erilaiset ohjeistukset. (UPM Kymmene 2010, 13.)

2.2.5 Yhteenveto riskeistä

Huomattavimmat ja todennäköisimmät riskit UPM:n toiminnalle ovat mahdolliset paperin kysynnän ja hinnan muutokset, sekä tuotannontekijöiden, erityisesti puukuidun ja energian saatavuuden mahdollinen hankaloituminen. Paperin hinnan muutoksilla on suurin vaikutus UPM:n tulokseen. Hallituksen juuri tekemä päätös uusiutuvien energiantuotantomuotojen entistä vahvemmassa tukemisesta oli UPM:lle haitallinen. Kun puuta käytetään enemmän suoraan energiantuotantoon, johtaa tämä sen saatavuuden ja samalla hinnan nousemiseen. Koska uusiutuvien energiamuotojen tuottaminen on tärkeä osa myös UPM:n strategiaa, tarkoittaisi esityksen läpimeno myös kilpailun kiristymistä ja sitä kautta heikompia tuottoja. Lopullista lakiesitystä ei kuitenkaan ole vielä tehty eikä hyväksytty. Seuraavaksi lakimuutos siirtyy eduskunnan käsiteltäväksi, mutta ei ole odotettavissa että se siellä muuttuisi ainakaan paljoa UPM:n kannalta myönteisempään suuntaan.

Osana energiaratkaisua Suomen hallitus esitti että ydinvoimaluvat myönnetään kahdelle yritykselle, eli Teollisuuden Voimalle (TVO) sekä Fennovoimalle. Lupaa hakenut Fortum jäi ilman. Päätös oli UPM:n kannalta erittäin positiivinen kontrastina ensin mainittuun uusiutuvan energian tukipakettiin. UPM on omistajana TVO:ssa ja kahden uuden ydinvoimalan rakentaminen merkitsee hinnaltaan kilpailukykyistä sähköä tulevaisuudessa, jolla on suuri merkitys myös UPM:n toimintaedellytyksille.

En näe että muut mainitut riskit olisivat kovinkaan merkittäviä tai todennäköisiä, mutta itse lisäisin listaan myös tutkimus- ja kehitystoiminnan epäonnistumisen mahdollisuuden. Tulevatko uudet kehitellyt tuotteet olemaan laadukkaita, ja tuleeko niillä olemaan kysyntää? UPM:n strategiassa uusilla ratkaisuilla on merkittävä osa, ja siksi myös tämä mahdollisuus tulee pitää mielessä.

2.3 Tilinpäätösanalyysi ja taloudellinen menestys

Viime vuonna UPM:n liikevaihto oli 7,7 miljardia euroa. Vaikka edellisvuoden 9,5 miljardiin tässä oli selkeä pudotus, nousi liikevoitto 24:sta miljoonasta eurosta 135:n miljoonaan, syynä olivat kertaluonteiset erät. UPM pystyi siis maailmanlaajuisesta taantumasta huolimatta parantamaan tulostaan, mutta kysymys kuuluukin, kuinka pian itse perusliiketoiminta ryhtyy taas kannattamaan paremmin ja mikä on UPM:n asema toipuvilla markkinoilla? Selvää on, että heikot tulokset johtuvat suhdanteesta, ja tulos tulee taas paranemaan sitä mukaa kun maailmantalouden kysyntä taas kasvaa. (UPM Kymmene 2010.)

Kun kehitystä katsotaan pidemmällä aikavälillä, oli vuosi 2008 selkeä pudotus trendissä. Vaikka parannusta tulikin, ei kannattavuus vuonna 2009 ollut kuitenkaan yhtä hyvä kuin aikaisemmin, pidemmällä aikavälillä katsottuna. Sijoitetun pääoman tuotto ennen kertaluonteisia eräiä kertoo nousevasta trendistä vuoteen 2007 saakka, jonka jälkeen suunta on ollut laskeva. Vuonna 2005 luku oli 4,5, seuraavana vuonna 6,2 ja huippuvuonna 2007 7,4. Vuonna 2008 tuotto oli 4,6 ja viime vuonna 2,5. Tämä kehitys korreloi hyvin liikevaihdon kehityksen kanssa. Velkaantumisasaste UPM:llä on viiden viimeisen vuoden aikana vaihdellut 56% ja 71% välillä. (UPM Kymmene 2010.)

Vuosituhanen alusta katsoen pudotusta sen sijaan on tullut reilusti. Mielestäni tuota trendiä on kuitenkin turha enää katsoa, koska vuoden 2003-2004 jälkeen oli suunta kuten mainittu, aina finanssikriisiin ja taantumaa saakka nouseva. (UPM Kymmene 2010.)

2.4 Tarkempi katsaus tärkeimpiin liiketoiminta-alueisiin

2.4.1 Energia

UPM on merkittävä vähäpäästöisen energian tuottaja. Tämä liiketoiminta-alue hallinnoi ja kehittää sellu- ja paperitehtaiden ulkopuolisia energiantuotantolaitoksia. Sen tarkoituksena on sekä myydä sähköä Pohjois- ja Keski-Euroopassa, että tuottaa energiaa UPM:n omaan käyttöön. (UPM Kymmene 2010, 19-20.)

UPM on omistajana Kemijoki Oy:ssä sekä Suomen toiseksi suurimmassa energiantuotantoyhtiössä Pohjolan Voimassa (PVO), joka taas on 58,28% omistuksellaan Teollisuuden Voiman (TVO) suurin omistaja. Näiden omistustensa kautta UPM on mukana vesi- lämpö- ja ydinvoiman tuottamisessa. Hieno uutinen UPM:lle oli kun TVO sai toisen hallituksen myöntämistä uusista ydinvoimaluvista. (UPM Kymmene 2010, 19-20.)

Energialiiketoiminta-alueen suurin asiakas on UPM:n paperiliiketoiminta. UPM on mukana pohjoismaisissa sähkön tukkumarkkinoissa. Koko konsernin ulkoisesta liikevaihdosta liiketoiminta-alueen osuus oli viime vuonna 2%. Energialiiketoiminta on kuitenkin kaikista kannattavin UPM:llä ja sijoitetun pääoman tuotto olikin hienot 18,6% viime vuonna kun se vuonna 2007 oli vielä 9,6%. Liikevoitto oli 162 miljoonaa euroa ilman kertaluonteisia eriä. Tämä oli hieman vähemmän kuin viime vuoden 175 miljoonaa, mutta selvästi enemmän kuin vuonna 2007 jolloin liikevoitto oli 95 miljoonaa euroa. (UPM Kymmene 2010, 20.)

Sähkön hinta laski viime vuonna Pohjoismaisessa sähköpörssissä 22% ja kulutus pohjoismaissa 5%. Tämä johtui taantumasta ja sen seurauksena hiljentyneestä teollisesta toiminnasta. (UPM Kymmene 2010, 20.)

Suurin kehityshanke tällä liiketoiminta-alueella on TVO:n uuden ydinvoimalan rakentaminen Olkiluotoon, joka arvioidaan otettavan käyttöön vuonna 2012. Seuraava projekti on eduskunnan sen hyväksyessä neljännen voimalan rakentaminen Olkiluotoon. UPM pyrkii ydinvoiman lisärakentamisen lisäksi myös etsimään mahdollisuuksia rakentaa lisää hiilidioksidipäästötöntä energiaa, esimerkiksi biopolttoaineiden myötä. Näiden osalta onkin parhaillaan menossa useita hankkeita uusien teknologioiden ja liiketoimintamallien kehittämiseksi. UPM pyrkii tulemaan merkittäväksi toimijaksi toisen sukupolven biopolttoaineiden tuotannossa. (UPM Kymmene 2010, 20.)

Biopolttoainemarkkinoiden uskotaan kasvavan vuosittain 10-15%, ainakin seuraavan kymmenen vuoden ajan. UPM pyrkii mukaan näille markkinoille luomalla laadukkaita tuotteita. EU:n kansallisen tason investointituet, valmistehelpotukset sekä säädökset vaikuttavat suuresti tämän alueen investointeihin. (UPM Kymmene 2010, 23.)

2.4.2 Sellu

Uuden Frey Bentosin sellutehtaan hankkimisen myötä Uruguayssä, UPM on nyt yksi maailman kilpailukykyisimmistä selluntoimittajista. Suomessa sellutehtaita on tällä hetkellä kolme ja tuotantokapasiteetti on yhteensä 3,2 miljoonaa tonnia vuodessa. Kiinteät kustannukset ovat kaikilla tehtailla pienet ja tuotantokapasiteetti suuri. Optimoidakseen selluvalikoimaansa UPM ostaa ja myy sellua. Toimitukset painottuvat sillä muutamaan tärkeään pitkäaikaiseen kump-

paniin. (UPM Kymmene 2010, 25.)

Maailman suurin selluntuottaja on International Paper jota seuraavat Fibria ja APP/Sinar Mars. UPM on seitsemänneksi suurin. Kotimainen kilpailija Stora Enso on listalla viidentenä. (UPM Kymmene 2010, 25.)

Sellumarkkinat kasvoivat viime vuonna 2% edellisvuodesta Kiinan loppuvuoden vahvan kysynnän ansiosta. Hinnat laskivat vuoden alkupuoliskolla, mutta nousivat loppua kohden. Kannattavuus laski kotimaisessa selluntuotannossa korkeiden puun hintojen sekä alentuneen tuotannon ja markkinahintojen vuoksi. Sijoitetun pääoman tuotto oli -7,6% kun se vielä viime vuonna oli 8,8% ja vuonna 2007 13,2%. Sellu tuotti 1% koko konsernin ulkoisesta liikevaihdosta viime vuonna ja sen liikevoitto oli -127 miljoonaa euroa. Vuonna 2007 voittoa tuli vielä 188 miljoonaa euroa ja viime vuonna 148 miljoonaa. (UPM Kymmene 2010, 25-26.)

Tavoitteena tulevaisuudelle UPM:llä on kasvaa ekotehokkaan sellun tuottajana ja valmistaa kustannuskilpailukykyisen sellun saatavuus konsernin tehtaille sekä vahvistaa läsnäoloa sellumarkkinoilla. Se pyrkii myös kehittämään kemiallisen sellun ominaisuuksia. (UPM Kymmene 2010, 26.)

UPM ja sen venäläinen yhteistyöyrittäjä Borea suunnittelevat Venäjälle uutta metsäteollisuuslaitosta. Parhaillaan selvitetään sijoituspaikkaa ja sitä saataisiinko investoinnista kannattava. Päätöksiä voidaan odottaa vuoden 2011 lopulla. Laitokseen kuuluisi sellutehdas, saha ja OSB-rakennuslevytehdas. (UPM Kymmene 2010, 26.)

2.4.3 Paperi

Paperi on UPM:n suurin tuoteryhmä. Se luo 72% koko konsernin liikevaihdosta. Pääomaa siihen on sijoitettu kuitenkin vain 48% koko konsernin pääomasta. Sijoitetun pääoman tuotto parani kustannustehokkuuden parantumisen takia 6,1%:iin vuoden 2008 3,8%:sta. Liikevoitto oli 346 miljoonaa euroa, kun se oli edellisvuonna 250 ja vuonna 2007 262 miljoonaa euroa. (UPM Kymmene 2010, 38.)

Paperiliiketoiminnan tärkeimmät tuotteet ovat sanoma- ja aikakauslehtipaperit, sekä hieno ja erikoispaperit. UPM on maailman suurin graafisten papereiden valmistaja. Pahin kilpailija on tällä hetkellä Stora Enso. Tärkeimpiä asiakkaita näille ovat kustantajat, painotalot sekä tukkurit. Paperin kannattavuus parani viime vuonna johtuen kustannussäästöistä ja tehokkuuden lisäämisestä, vaikka kysyntä alenikin. Paperitehtaita UPM:llä on tällä hetkellä 19. Merkittäviä investointitarpeita ei paperitehtaisiin ole odotettavissa lähitulevaisuudessa. Investoinnit kohdistetaan tulevaisuudessa kustannusten alentamiseen ja tehokkuuden lisäämiseen. (UPM

Kymmene 2010, 38.)

Paperin kysyntä väheni viime vuonna 10-25 % johtuen maailmanlaajuisesta taantumasta. Tämän laskuun vaikuttivat eniten suhdanteiden kehitys, varastojen pienentäminen ja rakenteelliset muutokset. Merkittävin oli suhdanteiden kehitys joka taas johtui yleisestä talouskehityksestä. Aikakausi- ja sanomalehtimainonta väheni UPM:n suurimmalla liiketoiminta-alueella eli Euroopassa 15 %, mikä näkyi graafisten papereiden kysynnän laskuna. Aikakausi- ja sanomalehtien levikissä ei tapahtunut suuria muutoksia Euroopassa. Rakennemuutokset liittyivät muutaman lehden lopettamiseen ja muutaman lehden formaatin vaihtamiseen. (UPM Kymmene 2010, 38-39.)

Suurin liiketoiminta-alue on Eurooppa joka muodosti 71 % liikevaihdosta viime vuonna. Seuraavina tulivat Aasia 14 % ja Yhdysvallat ja Kanada 11 %. (UPM Kymmene 2010, 38-39.)

Avainsana paperiliiketoiminnan tulevaisuudelle on kustannustehokas toiminta. Tämän kautta UPM pyrkii saavuttamaan kilpailuetua tulevina vuosina. Lisätua asiakkaille tuovat tuotteiden ympäristöominaisuudet sekä palveluiden luotettavuus ja innovatiivisuus. Kasvua UPM hakee tässä liiketoimintayksikössään Itä-Euroopasta sekä Kiinasta. Uuden toimitusketjun käyttöönotto aloitettiin viime vuoden puolivälissä, ja sen tavoitteena tulevaisuudessa on aiempaa parempi asiakaspalvelu, alempi käyttöpääoma sekä kustannussäästöt. UPM pyrki vähentämään kustannuksia pysyvästi, ja onnistuikin viime vuonna vähentämään kiinteitä kustannuksiaan. (UPM Kymmene 2010, 39.)

2.4.4 Metsä ja sahat

UPM omistaa metsiä Suomessa 915 000 hehtaaria. Tämän lisäksi sillä on omistuksessaan 77 000 hehtaaria Yhdysvalloissa ja 3000 hehtaaria Isossa-Britanniassa. Liiketoiminnan tarkoituksena on tuottaa raakapuuta ja muuta biomassaa UPM:n tehtaille ja biomassaa käyttäville voimalaitoksille. Toiminta käsittää omat metsät, puunhankinnan, yksityismetsänomistajille tarjotut palvelut sekä puunjalostuksen. UPM pystyy itse tuottamaan keskimäärin noin 10 % konsernin vuotuisesta tarpeesta. Se omistaa myös 183 000 hehtaaria eukalyptusmetsää Uruguayssa, ja pystyy tällä tavoin tuottamaan 70 % Frey Bentosin sellutehtaansa puuntarpeesta. (UPM Kymmene 2010, 31.)

Puunhankinta Suomen markkinoilta oli viime vuonna 16,4 miljoonaa kuutiometriä, mikä oli 45% vähemmän kuin vuonna 2008. Pääsyyinä olivat suuret puuvarastot jotka UPM:llä oli vuoden alussa ja supistunut teollisuustuotanto. Tuonti väheni Venäjän korkeiden vientitullien takia puolella, 12 miljoonasta kuutiometristä kuuteen miljoonaan. Puun keskimääräiset markkinahinnat palautuivat viime vuodesta normaalille tasolle, laskien lähes 20 % edellisvuodesta.

(UPM Kymmene 2010, 31.)

Rakennustoiminnan hidastumisen myötä sahatavaran kysyntä laski Euroopassa viime vuonna, kuten myös useimmilla muilla markkinoilla. Myös hinnat laskivat. Liiketoiminnan liikevoitto jäi 22 miljoonaan euroon. Kun se viime vuonna oli 23 miljoonaa tappiollinen ja vuonna 2007 214 miljoonaa. Sijoitetun pääoman tuotto on kaksi edellistä vuotta roikkunut nollan molemmin puolin, kun se vuonna 2007 oli vielä 12,7 %. Metsä- ja sahat liiketoiminta-alueen myynti konsernin ulkopuolelle käsitti viime vuonna 8 % koko konsernin liikevaihdosta. (UPM Kymmene 2010, 31-32.)

Euroopan suurimmat sahatavaran valmistajat ovat Stora Enso selkeänä ykkösenä ja seuraavana Klausner. UPM on kolmanneksi suurin. (UPM Kymmene 2010, 32.)

Kyseisen liiketoiminta-alueen tavoitteena on turvata puun ja metsäbiomassan saannin konsernille, sekä pitää yllä kustannustehokasta sahaliiketoimintaa, toimien samalla kiinteänä osana koko konsernin puuhuoltoa. Puunjalostuksessa on investoitu teknologiakehitykseen, ja UPM pyrkii erottautumaan tuotevalikoimallaan kilpailijoista uudella innovatiivisella puunjalostuksella. Kilpailukykyä pyrittiin parantamaan Heinolan sahan ja Parkanon jalostetehtaan sulkemisella vuoden 2010 alkupuoliskolla. Myös Boulognen jalostetehtas suljettiin vuoden 2009 elokuussa. UPM puolestaan ilmoitti investoivansa Kaukaan sahalle ja Auereskosken jalostetehtaalte parantaakseen tuotantoaan. (UPM Kymmene 2010, 32.)

2.4.5 Tarrat

12 % koko konsernin liikevaihdosta muodostaa tarrat liiketoiminta-alue UPM Raflatac. Se valmistaa tarralaminaatteja informaatio ja tuote-etiketointiin. Asiakkaita ovat painotalot joissa tarrat painetaan rullalta rullalle. Tarroja käytetään moneen tarkoitukseen esimerkiksi kaupan, elintarvike- ja juomateollisuuden ja logistiikan aloilla. Markkinat ovat kasvavat koko maailmassa, ja erityisesti juoma- ja hygienia tuotteiden isoissa brändeissä ja filmietiketeissä pesivät suuret mahdollisuudet. UPM onkin lisännyt resursseja tuotekehitykseen pystyäkseen hyödyntämään nämä mahdollisuudet. (UPM Kymmene 2010, 43.)

Euroopassa UPM pitää markkinoiden jaettua ykköspaikkaa hallussaan. Pohjois-Amerikassa se on toiseksi suurin ja Aasian kasvumarkkinoillakin yksi markkinajohtajista. (UPM Kymmene 2010, 43.)

Tarrojen pääoman sijoitettu tuotto oli viime vuonna 8,5 %, vuonna 2008 0,4 ja 2007 13,3 %. Liikevoitto oli 43 miljoonaa ja edellisinä vuosina 2 miljoonaa ja 56 miljoonaa euroa. Liikevaihto on pysynyt melko tasaisena noin 950-1000 miljoonan euron välillä viimeiset kolme vuotta.

(UPM Kymmene 2010, 43-44.)

Tarralaminaattimarkkinat ovat hyvin suhdanneherkät. Kysynnän kasvu on kuitenkin historiallisesti ylittänyt bruttokansantuotteen kasvun kaikilla markkinoilla. Nykyinen taantuma on vähentänyt tuotteiden kysyntää koko maailmassa. Tosin Aasiassa ja Tyynenmeren alueella kysynnän lasku ei ole ollut yhtä voimakasta. Vuoden loppupuoliskolla kysyntä alkoi taas elpyä talouden elpymässä. Myös kiinteitä kustannuksia karsittiin huomattavasti ja myyntikatteet parantivat edellisvuodesta. (UPM Kymmene 2010, 43-44.)

Vuonna 2008 päätökseen saatetun investointiohjelman ansiosta UPM:llä on nyt mahdollisuus kasvaa tarramarkkinoilla ilman merkittäviä uusia investointeja. (UPM Kymmene 2010, 43-44.)

2.4.6 Vaneri

Vaneriliiketoiminta tuottaa 4% koko konsernin ulkoisesta liikevaihdosta. UPM on Euroopan suurin vanerintuottaja Swezan ja kotimaisen Metsäliiton ollessa kaksi suurinta kilpailijaa ja Eurooppa onkin UPM:n ylivoimaisesti suurin markkina-alue vanerin osalta. Taantuma iski UPM:llä kaikista eniten juuri vaneriliiketoimintaan. Rakennusalan ja kuljetusalan vaikeuksien vuoksi kysyntä laski huomattavasti viime vuonna. Markkinoilla oli heikosta kysynnästä huolimatta silti ylitarjontaa, mikä johti myös myyntihintojen laskuun. (UPM Kymmene 2010, 47.)

Vaneri on jälkisyklinen materiaali, eli se reagoi hitaasti suhdannevaihteluihin. Sen odotetaan vähitellen nousevan taantumaa edeltäneelle tasolle. Kannattavuus sijoitetun pääoman tuotolla laskettuna ilman kertaluonteisia eriä oli vuonna 2007 vielä 16,7%, kun se viime vuonna oli -19,2%. (UPM Kymmene 2010, 47.)

Kasvumahdollisuuksia vaneriliiketoiminta hakee vaativiin käyttötarkoituksiin soveltuvista tuotteista. Tutkimus- ja kehitystoiminta on tärkeitä myös vaneriliiketoiminnalle, ja uusia ratkaisuja kehitetäänkin kaiken aikaa. Vuoden 2009 lopussa UPM julkisti pitkän aikavälin suunnitelman vaneriliiketoiminnan kustannuskilpailukyvyyn parantamiseksi ja koivuvanerin tuotannon lisäarvon kasvattamiseksi Suomessa. Heinolan ja Kaukaan vaneritehtaiden sulkemisen myötä parannetaan kannattavuutta, sekä 25 miljoonan investoinnilla UPM kehittää Savonlinnan vaneritehtaastaan maailman tehokkaimman koivuvaneriyksikön. Näillä toimenpiteillä ei ole paljoakaan vaikutusta tuotantokapasiteettiin, ja UPM onkin valmis vastaamaan kysynnän elpymisen myötä asiakkaiden tarpeisiin. (UPM Kymmene 2010, 48.)

3 Maailman- ja Suomen talouden näkymät

Yhdysvaltojen asuntomarkkinoiden hiljenemisen seurauksena, laukesi koko maailmantalouden

pahaan taantumaa suistanut finanssikriisi. Tätä seurasivat mittavat hallitusten elvytysohjelmat, joilla pumpattiin markkinoille valtavat määrät rahaa.

UPM:n toimitusjohtaja Jussi Pesonen arvioi, että toimintaympäristö tulee säilymään haastavana vuonna 2010. Kysynnän elpyminen näyttää olevan käsillä, mutta epävarmaa on, kuinka nopeaa ja voimakasta se tulee olemaan.

Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos (ETLA) arvioi maaliskuun lopulla että maailmantalous elpyy odotetusti. Myös Suomen BKT:n odotetaan nousevan tänä vuonna 1,5% ja 3,5-4% kahtena seuraavana vuonna. Voimakkainta maailmantalouden kasvu on Kiinan johdolla Aasiassa ja Yhdysvalloissakin se on selvästi nopeampaa kuin Euroopassa. Työttömyyden osalta pahinta ei olla vielä nähty ja se tulee ETLA:n mukaan nousemaan reiluun kymmeneen prosenttiin tämän ja seuraavan vuoden aikana.

(ETLA 2010.)

IMF:n tuorein ennuste antaa samansuuntaisen arvion. Maailmantalouden kasvuvauhdiksi se arvioi tänä vuodeksi 4,2% ja seuraavaksi 4,3%. Nopeinta kasvu on Kiinassa jonne IMF ennustaa noin kymmenen prosentin kasvua sekä tälle että ensi vuodelle. Yhdysvaltojen talous kasvaa 3,1% kasvuvauhdillaan nopeammin kuin Eurooppa, jossa kasvu jää IMF:n mukaan yhteen prosenttiin molempina vuonna. Euroalueen sisällä on kuitenkin eroja. Esimerkiksi luottokriisin kanssa kamppailevalle Kreikalle se ennustaa heikompaa kasvua kuin esimerkiksi Saksalle. (IMF 2010.)

4 Toimialan näkymät

Metsäteollisuuden yritykset ovat pitkään painineet kasvavien kustannusten ja toimialan ylipasiteetin kanssa.

UPM:n toimitusjohtaja Jussi Pesonen arvioi maaliskuun lopulla että toimialan kysyntä on elpymässä. Pesonen kertoi yhtiökokouksessa että hieno- ja erikoispaperien hinnat ovat nousseet hyvän kysynnän ja kohonneiden sellukustannusten ansiosta. Myös M-Real ja eteläafrikkalainen Sappi ovat aiemmin antaneet samansuuntaisia arvioita hieno- ja erikoispaperimarkkinoiden elpymisestä. Yhtiökokouksessa Pesonen kertoi että äskettäisen ahtaajalakon vaikutukset jäivät oletettua pienemmäksi.

(Maaseudun Tulevaisuus 2010.)

Arvioidessaan metsäteollisuuden tilaa viime vuoden syksyllä, Pesonen painotti että Suomen metsäteollisuuden tulevaisuuden menestyksessä, kustannuskilpailukyvyllä tulee olemaan suuri merkitys. Maantieteellisestä sijainnista johtuen kuljetuskustannukset ovat suomalaisessa teh-

taassa tuotetussa paperissa korkeammat kuin paikallisessa. Myös kuitu- ja energiakustannukset ovat korkeammat. Muut kustannukset ovat pienemmät, mutta kuitenkin yhteenlaskettuna tulee paperin valmistaminen Suomessa vajaan 30% kalliimmaksi kuin muualla. Etäisyydestä johtuvat lisäkustannukset onkin kurottava kiinni paremmalla tuottavuudella, jos Suomessa aiotaan tulevaisuudessakin valmistaa paperia. (Pesonen 2010.)

Ensimmäinen kohtalonkysymys tulevaisuuden kannalta on puumarkkinoiden toimivuus. Pesosen mukaan UPM ostaa kaiken puun, joka on taloudellisesti kannattavaa. Esimerkiksi vuoden 2008 hinnoilla tuotanto oli kannattamatonta. Metsien kestävää käyttöä tulisi voida lisätä ja uusia keinoja pitäisi kehittää, kuten esimerkiksi selkeyttää metsäkeskusten ja metsänhoitoyhdistysten työnjakoa ja kasvattaa metsätilakokoa. (Pesonen 2009.)

Toinen kohtalonkysymys on energiapolitiikka. Tämä on tärkeää erityisesti kilpailukyyn ja biometsäteollisuuden syntymisen kannalta. Pesosen mukaan päätöksiä tarvitaan erityisesti teollisuuden energiaverojen poistosta, ydinvoiman lisärakentamisesta sekä metsäteollisuuden vapautumisesta ns. "wind-fall" ja "feed-in" -maksuista. Sähkövero on Suomessa 2,5 % ja sitä ehdotetaan korotettavaksi 7%:iin vuonna 2011. Muihin Euroopan maihin kuten esimerkiksi Ruotsiin, Saksaan ja Iso-Britanniaan verrattuna on se jo nykyisellään huomattavasti korkeampi. Pesonen nostaa esiin myös syöttötariffit, joilla voidaan tuhota biomassan arvoketjun tarjoamat mahdollisuudet. Pesosen mukaan tuet ja tariffit ovat väärä tapa ohjata teollisuuden tulevaisuutta, koska ne vääristävät kilpailua. Yhdysvalloissa tuetaan esimerkiksi selluntuotantoa suhteessa enemmän kuin Suomessa. Pesonen nostaa esille sen kuinka tärkeä koko Suomen kilpailukyky on myös metsäteollisuudelle. Puunhankinnan ja satamien lisäksi kemikaalit, ostopalvelut, energia ja kuljetukset kaikki vaikuttavat. (Pesonen 2009.)

Metsäteollisuuden kannalta raaka-aineeksi kelpaavaa puuta ei saa ohjata suoraan poltettavaksi tukipolitiikalla. Biomassan arvoketjussa puu tulisi ensin ohjata jalostukseen, toiseksi kierrätykseen ja vasta sitten energiakäyttöön. Metsäteollisuus on tietenkin ensisijaisesti kiinnostunut halvan puuraaka-aineen saannista, ja jos suurempi osa puusta ohjataan tuilla suoraan poltettavaksi vähentää tämä saatavan puun määrää. Kysymykseksi nouseekin pystytäänkö puumassan saanti metsäteollisuudelle turvaamaan tulevaisuudessa. (Pesonen 2009.)

Myös Metsäteollisuus Ry:n puheenjohtaja Kari Jordan antoi maaliskuun lopulla lausunnon jossa hän korostaa lisäydinvoiman tärkeyttä. Jordanin mukaan: "Tulevat ydinvoimapäätökset ovat erittäin tärkeitä niin kaikkien suomalaisten tulevaisuuden kuin metsäteollisuuden kilpailukyvynkin kannalta. Suomalaisen hyvinvointiyhteiskunnan rakenteita voidaan ylläpitää vain elpävän talouden ja viennin avulla. Julkisen vallan tärkein tehtävä on tässä tilanteessa luoda kasvun kannustimia ja yritystoiminnan edellytyksiä". Eduskunnan tulevilla päätöksellä lisäydinvoiman rakentamisesta tulee olemaan siis tärkeä merkitys myös suomalaisen metsäteollisu-

den kilpailukyvyllä kansainvälisillä markkinoilla. Samassa lausunnossa Jordan myös toteaa, että taantumasta johtuva metsäteollisuuden tuotannon notkahdus, palaa ennalleen talouden elpyessä.

(Metsäteollisuus 2010.)

5 Yrityksen näkymät

Toimitusjohtaja Jussi Pesonen kertoo vuosikertomuksessa, että monissa liiketominnoissa UPM:llä on edelleen ylikapasiteettia. Pesosen mukaan kustannuskilpailukyvyyn säilyttäminen on ensiarvoisen tärkeää, mutta myös tulevaisuuden kehityslinjoista tulee olla vahva näkemys.

(UPM Kymmene 2010.) Yhtiökokouksessa toimitusjohtaja kertoi, että vaikka jatkuva parantaminen ja kustannustehokkuus ovatkin tärkeitä, suuria rakenteellisia muutoksia ei ole näköpiirissä, ja yritys tulee keskittymään entistä enemmän uusiin strategiaan aloitteisiin ja vahvuksiensa hyödyntämiseen.

(UPM Kymmene 2010.)

Yksi merkittävä strateginen suuntaviiva yrityksellä on jo selvillä. Tulevaisuudessa UPM pyrkii tulemaan merkittäväksi biopolttoaineiden valmistajaksi. Tämän hankkeen onnistuminen on uskoakseni yrityksen tulevaisuuden kannalta erittäin tärkeä. Biopolttoaineet muodostavat lupaavat ja kasvavat markkinat ja niistä varmasti riittää sopiva siivu myös UPM:lle. (UPM Kymmene 2010.)

Suomessa alkuvuodesta ollut ahtaajalakko aiheutti myös UPM:lle taloudellisia menetyksiä, jotka kustannukset kohdistuvat maaliskuuhuhtikuun tulokseen. Tappiot jäävät kuitenkin ennustettua pienemmäksi, eli alle kolmen miljoonan euron per päivä. (UPM Kymmene 2010.) Pidemmällä aikavälillä katsottuna lakolla ei siis ole suurtakaan vaikutusta UPM:n tulokseen.

UPM:n itsensä mukaan sen tulevaisuuden pitkän aikavälin menestystekijöitä ovat osaavat ihmiset, tulevaisuuteen suuntaava tutkimus- ja kehitystyö, sekä hyvä ympäristösuorituskyky. (UPM Kymmene 2009, 51.)

Puukuidun saatavuuteen ja sitä mukaa myös hintaan kohdistuu bioenergiatukiaisten takia paineita tulevaisuudessa. Onkin odotettavissa että puukuidun hinta jonkin verran kasvaa, vaikka energiapaketin vastapainoksi varmasti kehitetäänkin muita keinoja helpottaa puun saantia.

Uusi osavuosisikatsaus keroo tammi-maaliskuun liikevaihdon kasvaneen UPM:llä 10% vertailukauden liikevaihdosta. Myös kannattavuus on parantunut selvästi. Syynä on toimitusmäärien kasvu, sekä alemmat puun ja energian hinnat. Pesonen ennustaa kaikkien liiketoimintojen kysynnän kasvavan edellisvuodesta. Liikevoiton Pesonen ennustaa kasvavan selvästi edellis-

vuodesta.

(UPM Kymmene 2010. Pörssitiedote.)

5.1 Energia

Energia liiketoiminta on ollut UPM:lle kannatavaa myös viime vuosina. Jos Teollisuuden Voiman (TVO) ydinvoimalahakemus hyväksytään eduskunnassa, on se myönteinen päätös UPM:n energialiiketoiminnan tulevaisuuden kannalta. Hieman lyhyemmällä tähtämellä se kasvattaa kuluja investointien muodossa, joten tässä arvonmäärityksessä sillä ei vielä ole suurta merkitystä. Kahden uuden ydinvoimaluvan hyväksyminen kuitenkin vaikuttaisi tulevaisuuden energiahintaodotusten muodossa Metsäteollisuuden päätöksiin siitä, mihin siirtää tuotantoaan. Uusimman osavuotiskatsauksen mukaan kuluvan vuoden sähköntuotannon odotetaan pysyvän suunnilleen samassa kuin edellisenä vuonna. Tästä eteenpäin se uskoakseni nousee jonkin verran. Kustannustehokkuutta pystytään parantamaan varmasti myös energian tuotannossa, joten tulevien vuosien liikevoitot kasvavat siksi hieman edellisistä vielä kysynnän kasvun lisäksi. Tulevaisuuden odotukset kohdistuvat energialiiketoiminnan tiimoilta biopolttoaineisiin. Näiden markkinapotentiaali on suuri, ja vaikka UPM ei mahdollisesti tulisikaan olemaan aivan markkinoiden terävintä kärkeä alalla, uskon että biopolttoaineet muodostavat vuodesta 2013 alkaen ison osan yrityksen tulevaisuuden tuotoista. Ennustan että Energialiiketoiminta tulee tulevaisuudessa nousemaan erittäin kannattavaksi toiseksi puujalaksi UPM Kymmenen liiketoiminnassa, paperin ohella. Biopolttoaineet muodostavat yritykselle mahdollisuuden kasvaa. Pitkälti tämän ansiosta yrityksen tuottojen kasvuodotukset vuodesta 2012 eteenpäin, on arvioitu alla löytyvissä arvonmääritysmalleissa näin positiivisiksi. Ilman biopolttoaineita UPM:n tuloksissa ei voisi odottaa vastaavaa kasvuvauhtia tulevaisuudessa.

5.2 Sellu

Sellu liiketoiminta on Frey Bentosin tehtaan hankinnan myötä melko hyvässä iskussa. Kiinteät kustannukset ovat pienet ja tuotantokapasiteettia löytyy. Paljon riippuu seuraavina vuosina siis siitä, kuinka UPM:n pitkäaikaiset asiakkaat toipuvat taantumasta. Sellumarkkinoilla UPM ei ole markkinajohtajan asemassa ja kilpailu on kovaa. Uusien asiakkaiden löytäminen voisi taten olla hankalaa. Markkinaosuuden kasvua ei ole odotettavissa, joten tuotot kasvavat samaa vauhtia toimialan kasvun kanssa. Puun hinta todennäköisesti kohoaa tulevina vuosina, mutta UPM:n alhaisten kiinteiden kustannusten ja tehokkaan tuotannon ansiosta kannattavuus ei lähde laskuun.

5.3 Metsä ja sahat

Tärkein tehtävä metsä ja sahat liiketoiminnalla on turvata konsernin puunsaantia. UPM:llä on

meneillään jonkinasteista tuotekehittelyä myös tämän liiketoiminta-alueen tiimoilta, joten on mahdollista että se pystyy kasvattamaan hieman markkinaosuuttaan. Suuria kasvuodotuksia tai -näkyviä ei kuitenkaan ole, ja ennustan että tuloskehitys jää melko vaatimattomaksi.

5.4 Paperi

Paperiliiketoiminnan menestyksen avain on se, pystyykö UPM kehittämään toimintaansa kustannustehokkaammaksi. Tuotantokustannusten, erityisesti kuljetuskustannusten, karsimiseksi on odotettavissa että tuotantoa karsitaan Suomesta. Toinen vaihtoehto olisi vähentää henkilöstökuluja, mutta on erittäin epätodennäköistä että Metsäteollisuus pääsisi tästä tyydyttävään sopimukseen Paperiliiton kanssa. Uskon että johto onnistuu parantamaan toiminnan tehokkuutta kohtalaisesti. Taantumana aikana UPM on jo karsinut kiinteitä kustannuksiaan ja tämä parantaa kannattavuutta talouden kasvun jatkuessa. Puukuidun hinta nousee todennäköisesti jonkin verran, johtuen hallituksen bioenergiapakettista, jossa puuta käytetään entistä enemmän suoraan biopolttoaineena. Tämä syö hieman kannattavuutta, ja tuloskehitys tulee jäämään vain tyydyttävälle tasolle. Lyhyellä tähtäimellä paperin kysyntä kasvaa, mutta pääsytään laskusuhdanteen aiheuttamasta vähäisestä kysynnästä normaalitasolle, sen kysyntä vähenee hitaasti tulevaisuudessa. Biopolttoaineet täyttävät tyhjiötä UPM:n tuloksessa, jota paperin aleneva kysyntä tulevaisuudessa synnyttää.

5.5 Tarrat

Tarraliiketoiminnalla tulee lähivuosina olemaan selvästi positiivinen vaikutus konsernin tulokseen. Kasvuvauhdiksi ennustan seuraaville vuosille noin 10 %. Vuoden 2010 lopun kasvu on vieläkin nopeampaa. Kasvu on toimialalla aiempinakin vuosina ollut bruttokansantuotteen kasvua nopeampaa, ja UPM:n vahva asema markkinoilla antaa sille hyvän mahdollisuuden tarrata vahvasti kiinni tuotoista, talouden jatkaessa kasvuaan. Kannattavuus tulee olemaan hyvä, ja jos maailmantalous lähtee kasvamaan ennustettua nopeammin, se näkyy nopeasti myös tarrojen kysynnän kasvuna. Myös onnistuminen erityisesti Aasian markkinaosuuden kasvattamisessa parantaisi tämän tuoteryhmän tulosta entisestään. UPM on jo tehnyt tarvittavat investoinnit ja on tämän liiketoiminta-alueensa osalta valmis kysynnän kasvuun. Pidemmällä tähtäimellä kasvuvauhti hiipuu, mutta seuraavan 3-4 vuoden aikana se tulee olemaan hyvää.

5.6 Vaneri

Vaneriliiketoiminnan heikko tulos viime vuonna johtui taantumasta. Jos ja kun talous lähtee taas kasvuun, nousee myös tämän liiketoiminta-alueen tulos. Tänä vuonna päästään melkein plussan puolelle, ja ensi vuonna parannusta voidaan odottaa vielä enemmän. Vaneri on jälkisyklinen tuote, joten se lähtee hieman hitaammin nousuun kuin jotkut muut liiketoiminta-

alueet.

5.7 SWOT-analyysi

Vahvuudet:

Vahva asema monilla yritykselle tärkeällä markkinalla, suuri tuotantokapasiteetti, tulevaisuuteen suuntautunut strategia, laajalle levittäytynyt liiketoiminta sekä vahva osaaminen.

Heikkoudet:

Tehottomuus ja ylikapasiteetti,

Mahdollisuudet:

Biopolttoaineet, markkinaosuuden kasvattaminen eri liiketoiminta-alueilla, uudet ratkaisut, tarralaminaatit.

Uhat:

Paperin kysynnän lasku, puun ja muiden tuotannon tekijöiden hinnan nousu, tuotekehitysprosessin epäonnistuminen, maailmantalouden uusi lasku

6 UPM-Kymmenen arvonmääritys

Tuloskehityksen ennakoimisen helpottamiseksi jokaisen liiketoiminta-alueen kehitys ennustettiin erikseen. Näistä syntyneiden koko konsernin vuosituottojen avulla laskettiin malleilla UPM:n osakkeen nykyarvo. Ennusteiden aikajänne on 13 vuotta. Kolme ensimmäistä vuotta on ennustettu tarkemmin, ja tämän jälkeen kasvuvauhdiksi on arvioitu kiinteä 6%.

6.1 Arvonmääritys osinkoperusteista mallia käyttäen

Osinkoperusteisella mallilla laskettuna osakkeen hinnaksi tuli 11,93 euroa. UPM:n osingonmaksun perusteena on maksaa vähintään kolmasosa operatiivisilla investoinneilla vähennettyä liiketoiminnan nettokassavirrasta.

Osinko oli monta vuotta 0,75 euroa per osake ja uskon että talouden ja tuloksien parantuessa yritys maksaa suurinpiirtein samansuuruista osinkoa parin vuoden säteellä. Yrityksellä olisi varmasti varaa maksaa suurempaakin osinkoa, mutta koska se ei ennenkään ole suuresti poikennut linjastaan uskon että 0,85 euroa voisi olla melko realistinen arvio vuosina 2011 ja 2012.

Diskonttaus korkona käytettiin CAP-mallilla laskettua oman pääoman tuottoastetta. Markkinoi-

den pitkän aikavälin keskimääräinen riskipreemio otettiin Kallunki, Niemelän kirjasta Uusi tilinpäätösanalyysi.

6.2 Arvonmääritys kassavirtaperusteista mallia käyttäen

Kassavirtaperusteisella mallilla laskettuna sain osakkeen hinnaksi 14,65 euroa. Ennusteen mukaan UPM:n liikevoitto kasvaa selvästi viime vuodesta kasvaen loppuvuonna vielä alkuvuotta enemmän. Seuraavana kahtena vuotena liikevoitto jatkaa samalla kasvu-uralla. Kertaluonteiset erät (250-300 euroa per vuosi) on ennustettu katsoen aikaisempia tuloksia.

Kassavirtaan vaikuttavat huomattavasti liikevoiton lisäksi myös investoinnit. UPM pyrkii tehostamaan toimintaansa ja pienentävän käyttöpääomaansa. Tämä varmasti onnistuu jonkin aikaa, mutta kysynnän kasvaessa voi käydä niin että tehostaminen jää lyhytaikaiseksi.

UPM tulee varmasti investoimaan uusiin ratkaisuihin, erityisesti biopolttoaineisiin, tulevana vuosina. Investointien ennustetaan kasvavan erityisesti vuonna 2012 vaikka tänä vuonna ne todennäköisesti vähenevätkin.

6.3 Tulokset ja johtopäätökset

Tulokset poikkeavat toisistaan, mutta ovat molemmat selvästi nykyistä osakkeen hintaa korkeammat. Erityisesti kassavirtaperusteinen malli poikkeaa selvästi 14,65 euron hinnallaan UPM:n osakkeen hinnasta 10,33 euroa (päätöskurssi 11.5.2010).

Laskelmat perustuvat tekstissä mainittuihin oletuksiin tulevasta kehityksestä. Jos esimerkiksi maailmantalouden kehitys ei olisikaan odotetunlainen, vaikuttaisi se näihinkin tuloksiin negatiivisesti.

UPM:n osake on tämän arvonmääritysprosessin mukaan ostamisen arvoinen sekä keskipitkällä, että pitkällä aikavälillä.

Lähteet

Copeland T., Koller T. & Murrin J. 2000. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. 3rd edition. New York: John Wiley & Sons.

ETLA 2010. Maailmantalous elpyy odotetusti. Viitattu 28.4.2010.
<http://www.etla.fi/index.php?action=news&id=192>

IMF 2010. World Economic Outlook. Viitattu 28.4.2010.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/index.htm>

Kallunki J-P., Lontto A-M. & Sahlström P. 2008. Tilinpäätösanalyysi IFRS- maailmassa. Helsinki: Talentum.

Kallunki J-P. & Niemelä J. 2004. Uusi yrityksen arvonmääritys. Helsinki: Talentum.

Maaseudun Tulevaisuus 2010, UPM näkee elpymisen merkkejä. Viitattu 2.4.2010.
http://www.maaseuduntulevaisuus.fi/uutiset/online_uutiset/12/fi_FI/upm_nakee_elpymisen_merkkeja/

McClure. Digging into the dividend discount model. Viitattu 30.3.2010.
<http://www.investopedia.com/articles/fundamental/04/041404.asp>

Metsäteollisuus 2010. Metsäteollisuus tarvitsee ydinvoimaa. Viitattu 8.4.2010.
<http://www.metsateollisuus.fi/juurinyt/Tiedotteet/Sivut/Mets%C3%A4teollisuustarvitseeydinvoimaa.aspx>

Penman S. 2001. Financial Statement Analysis & Security Valuation. New York: McGraw-Hill.

Pesonen J 2009. UPM - Näkökulma metsäteollisuuden tulevaisuuteen. Viitattu 7.4.2010.
http://www.elinkeinoneuvosto.fi/uploads/Elinkeinoneuvosto/UPM%20Jussi%20Pesonen_Metsateollisuuden%20tulevaisuus%202009_Final.pdf

Pesonen J. 2009. Onko metsätalous iskussa kun talous kääntyy? Viitattu 7.4.2010.
[http://w3.upm-kymmene.com/upm/internet/cms/upmma.nsf/lupgraphics/Kauppakamari%20Forum_Jussi%20Pesonen%202009%20FINAL_for%20web.pdf/\\$file/Kauppakamari%20Forum_Jussi%20Pesonen%202009%20FINAL_for%20web.pdf](http://w3.upm-kymmene.com/upm/internet/cms/upmma.nsf/lupgraphics/Kauppakamari%20Forum_Jussi%20Pesonen%202009%20FINAL_for%20web.pdf/$file/Kauppakamari%20Forum_Jussi%20Pesonen%202009%20FINAL_for%20web.pdf)

UPM Kymmene 2010. Pörssitiedote. Viitattu 30.4.2010
<http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/tiedotteet/porssitiedote.jsp?id=201004280075&comid=UPM>

UPM Kymmene Oyj 2010. Vuosikertomus 2009. Viitattu 6.4.2010.
http://www.upm-kymmene.com/downloads/compinfo/UPM_AR_09_fi_full_online.pdf

UPM Kymmene 2010. Yrityksen kotisivut. Viitattu 30.4.2010.
<http://www.upm.com/fi>

Veranen J 1996. Tuottoa vaativat omistajat. Porvoo: WSOY.

Liitteet

						Ennuste	Ennuste	Ennuste	Ennuste +/- %
Konsernin tuloskehitys	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2012->
Liikevaihto +	9348	10022	10035	9461	7719				
Liiketoiminnan kulut -	8092	8514	8650	8407	6774				
Poistot ja arvonalentumiset -	1130	-1138	-1224	1225	-779	-745	-695	-676	
Liikevoitto	318	536	483	24	135	245	622	831	6 %
Liikevoitto ilman kertaluonteisia eriä	558	725	835	513	270	495	872	1131	
Rahoituskulut, netto +/-	-147	-185	-191	-202	62	0	-100	-181	
Verot +/-	4	-29	-211	21	-18	-63,7	-188	-263	
Tilikauden voitto/tappio	261	338	81	-180	169	181	334	386,9	
Osinko per osake, EUR	0,75	0,75	0,75	0,4	0,45				

Liite 1: Yrityksen tuloskehitys

Tuloskehitys segmentteittäin							Ennuste	Ennuste	Ennuste
Energia	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
Liikevaihto (sisäinen ja ulkoinen)			379	478	472	472	480	482	
Poistot ja arvonalentumiset				-6	-6	-6	-6	-7	
Liikevoitto ilman kertaluonteisia eriä			95	175	162	155	185	187	
Sellu	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
Liikevaihto (sisäinen ja ulkoinen)			808	944	653	750	900	954	
Poistot ja arvonalentumiset				-128	-85	-85	-85	-85	
Liikevoitto ilman kertaluonteisia eriä			188	148	-127	-20	150	190	
Metsä ja sahat	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
Liikevaihto (sisäinen ja ulkoinen)			2039	1920	1337	1650	1850	2010	
Poistot ja arvonalentumiset				-56	-34	-34	-34	-34	
Liikevoitto ilman kertaluonteisia eriä			214	-23	22	40	110	190	
Paperi	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
Liikevaihto (sisäinen ja ulkoinen)	6636	7350	7516	6761	5591	6200	6700	7150	
Poistot ja arvonalentumiset	-908	-1031	-1097	-967	-578	-550	-500	-480	
Liikevoitto ilman kertaluonteisia eriä	272	501	392	250	346	350	390	400	
Tarrat	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
Liikevaihto (sisäinen ja ulkoinen)	859	987	1022	956	942	1010	1150	1240	
Poistot ja arvonalentumiset	-30	-32	-33	-39	-37	-35	-35	-35	
Liikevoitto ilman kertaluonteisia eriä	41	61	47	2	43	40	100	114	
Vaneri	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
Liikevaihto (sisäinen ja ulkoinen)			591	491	291	320	550	570	
Poistot ja arvonalentumiset				-21	-27	-23	-23	-23	
Liikevoitto ilman kertaluonteisia eriä			50	25	-51	-20	-43	50	
Muu toiminta	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
Liikevaihto (sisäinen ja ulkoinen)									
Poistot ja arvonalentumiset				-8	-12	-12	-12	-12	
Liikevoitto ilman kertaluonteisia eriä				-64	-125	-50	-20	0	
Liikevoitto yhteensä ilman kertaluonteisia eriä				513	270	495	872	1131	

Liite 2: Liiketoiminta-alueiden tuloskehitys

			Ennuste	Ennuste	Ennuste	Ennuste
			2010	2011	2012	2012->
Kassavirtalaskelma	2008	2009				
Liikevoitto	24	135	245	622	831	
Rahoituskulut +/-	-202	62	0	-100	-181	
Verot +/-	21	-18	-63,7	-187,7	-263,1	
Poistot +	1225	779	745	695	676	
Käyttöpääomainvestoinnit +/-	-576	221	100	0	-100	
Bruttoinvestoinnit +/-	437	-687	0	-200	-450	
Muut erät +/-			0	0	0	
Vapaa kassavirta	929	492	1026	829,3	512,9	6 %
UPM:n markkina-arvo/milj. EUR	7620,15					
UPM:n markkina-arvo/EUR	7620150000					
Osakkeiden lukumäärä	519970088					
Yhden osakkeen hinta	14,6549776					

CAPM	
Beeta 12kk	1,34
Riskitön tuotto	4 %
Markkinoiden pitkän aikavälin riski-preemio	4,50 %
Oman pääoman tuottovaatimus	10,03 %

Liite 3: Vapaan kassavirran malli ja oman pääoman tuottovaatimus

Osinkoperusteinen malli	2005	2006	2007	2008	2009	Ennuste	Ennuste	Ennuste	Ennuste
						2010	2011	2012	+/- %
Osinko per osake EUR	0,75	0,75	0,75	0,4	0,45	0,65	0,85	0,9	6 %
Osakkeen arvo	11,93								
UPM:n markkina-arvo EUR	6200922188								

Liite 4: Osinkoperusteinen malli