

LAPPEENRANNAN TEKNILLINEN YLIOPISTO

Kauppätieteiden osasto

Talousjohtaminen

**Taluskriisin vaikutus suomalaisten metsäteollisuusyritysten
kannattavuuteen ja vakavaraisuuteen**

**Financial crisis and its effects on Finnish forest companies'
profitability and solvency**

8.5.2013

Juha Vahvanen, 0373471

Sisällysluettelo

1. JOHDANTO.....	2
1.1. TUTKIMUKSEN TAUSTA.....	2
1.2. TUTKIMUKSEN TAVOITTEET, TUTKIMUSONGELMA JA RAJAUKSET.....	2
1.3. TUTKIMUSMENETELMÄ JA –AINEISTO SEKÄ TYÖN RAKENNE.....	3
2. MAKROTALOUDELLINEN VIITEKEHYS.....	4
3. EMPIIRISEN AINEISTON ANALYYSI.....	7
3.1. TILINPÄÄTÖSANALYYSI.....	7
3.2. TILINPÄÄTÖSOIKAISUT.....	8
3.3. ANALYSOITAVAT YRITYKSET.....	9
3.3.1. UPM-Kymmene Oyj.....	9
3.3.2. Stora Enso Oyj.....	10
3.3.3. Metsä Group.....	10
3.4. TUNNUSLUKUANALYYSI.....	11
3.4.1. Liiketulosprosentti.....	11
3.4.2. Nettotulosprosentti.....	13
3.4.3. Koko pääoman tuottoaste.....	14
3.4.4. Sijoitetun pääoman tuottoaste.....	17
3.4.5. Oman pääoman tuottoaste.....	18
3.4.6. Omavaraisuusaste.....	20
3.4.7. Net gearing.....	22
3.4.8. Suhteellinen velkaantuneisuus.....	23
4. JOHTOPÄÄTÖKSET JA YHTEENVETO.....	25
LÄHTEET.....	27
LIITTEET.....	1
LIITE 1. UPM-KYMMENE OYJ:N OIKAISTUT TULOSLASKELMATIEDOT VUOSILTA 2007-2012.....	1
LIITE 2. UPM-KYMMENE OYJ:N TASETIEDOT VUOSILTA 2007-2012.....	2
LIITE 3. STORA ENSO OYJ:N OIKAISTUT TULOSLASKELMATIEDOT VUOSILTA 2007-2012.....	3
LIITE 4. STORA ENSO OYJ:N TASETIEDOT VUOSILTA 2007-2012.....	4
LIITE 5. METSÄ GROUPIN OIKAISTUT TULOSLASKELMATIEDOT VUOSILTA 2007-2012.....	5
LIITE 6. METSÄ GROUPIN TASETIEDOT VUOSILTA 2007-2012.....	6
LIITE 7. UPM- KYMMENEN TILINPÄÄTÖSTUNNUSLUVUT.....	7
LIITE 8. STORA ENSO OYJ:N TILINPÄÄTÖSTUNNUSLUVUT.....	8
LIITE 9. METSÄ GROUPIN TILINPÄÄTÖSTUNNUSLUVUT.....	9

1. Johdanto

1.1. Tutkimuksen tausta

Metsäteollisuus on ollut Suomen kansantalouden kannalta tärkeä toimiala aina 1800-luvun loppupuolelta asti. Vuonna 2012 metsäteollisuuden arvo koko teollisuustuotannosta oli 18 % ja metsäteollisuuden viennin osuus koko viennistä oli 20 % (Metsäteollisuus ry, 2012). Viime vuosikymmenen loppupuolella alkanut maailmanlaajuinen talouskriisi sekä paperintuotannon ylikapasiteetti ovat johtaneet useisiin metsäteollisuuden tehtaiden alasajoihin sekä irtisanomisiin. Julkisuudessa on esitetty spekulatioita siitä, onko suomalaisella metsäteollisuudella tulevaisuutta. Tässä kandidaatintutkielmassa on tarkoitus tutkia talouskriisin vaikutusta suomalaisen metsäteollisuuden kannattavuuteen ja vakavaraisuuteen ja näiden valossa pohtia suomalaisen metsäteollisuuden tulevaisuudennäkymiä, haasteita, mahdollisuuksia ja uhkia.

1.2. Tutkimuksen tavoitteet, tutkimusongelma ja rajaukset

Keskeisenä tutkimusongelmana on viimeisimmän talouskriisin vaikutusten tutkiminen suomalaisen metsäteollisuuden kannalta, tarkemmin ottaen millä tapaa talouskriisi on vaikuttanut metsäyhtiöiden tilinpäätöksellisiin tunnuslukuihin. Tästä voidaan edelleen vetää johtopäätöksiä siitä, miten yleisen taloustilanteen kehittyessä metsäteollisuusyhtiöiden kilpailukyky kehittyi ja onko suomalaisella metsäteollisuudella mahdollisuuksia pysyä maailmanmarkkinoilla määräävässä asemassa kilpailukykyensä puolesta. Tutkimuksen tavoitteena on saada analysoitua tutkimusongelman kannalta relevanttia dataa siinä määrin, että voidaan perustellusti todeta syy-seuraussuhteita talouskriisin ja sen aiheuttaman toimintaympäristön muutoksen sekä yhtiöiden tunnuslukujen välillä sekä muodostaa kokonaiskuva suomalaisen metsäteollisuuden nykytilasta. Tutkielman aihe sijoittuu laskentatoimen, rahoituksen ja kansantaloustieteen aihekokonaisuuksiin.

Jotta tutkielma pysyisi sille annetussa tavoitelaajuudessaan, on syytä tehdä muutamia tarkentavia rajauksia. Ajallisesti tutkimus rajoittuu vuoden 2007 ja

nykypäivän välille eli viimeisimmän talouskriisin vaikutusalueeseen. Koska suomalaisesta metsäteollisuudesta valtaosa on nykyään kolmen suurimman metsäkonsernin, UPM:n, Stora Enson ja Metsä Groupin omistuksessa, on mielekästä rajata tilinpäätösanalyttinen tarkastelu vain näiden yhtiöiden tutkimiseen. Kaikista kolmesta yrityksestä on saatavilla runsaasti julkista IFRS-normit täyttävää informaatiota.

1.3. Tutkimusmenetelmä ja –aineisto sekä työn rakenne

Tutkimus on luonteeltaan kvalitatiivinen ja kuvaileva, sillä se tavoitteena on ymmärtää tutkittavaa aihetta ja kuvailla siihen liittyviä ilmiöitä (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara, 2007, 135, 176) Tutkimus koostuu teoreettisesta ja empiirisestä osasta. Teoriaosassa käydään läpi aihepiirin yleinen viitekehys, jota sovelletaan empiirisen aineiston analysointiin teorian valossa.

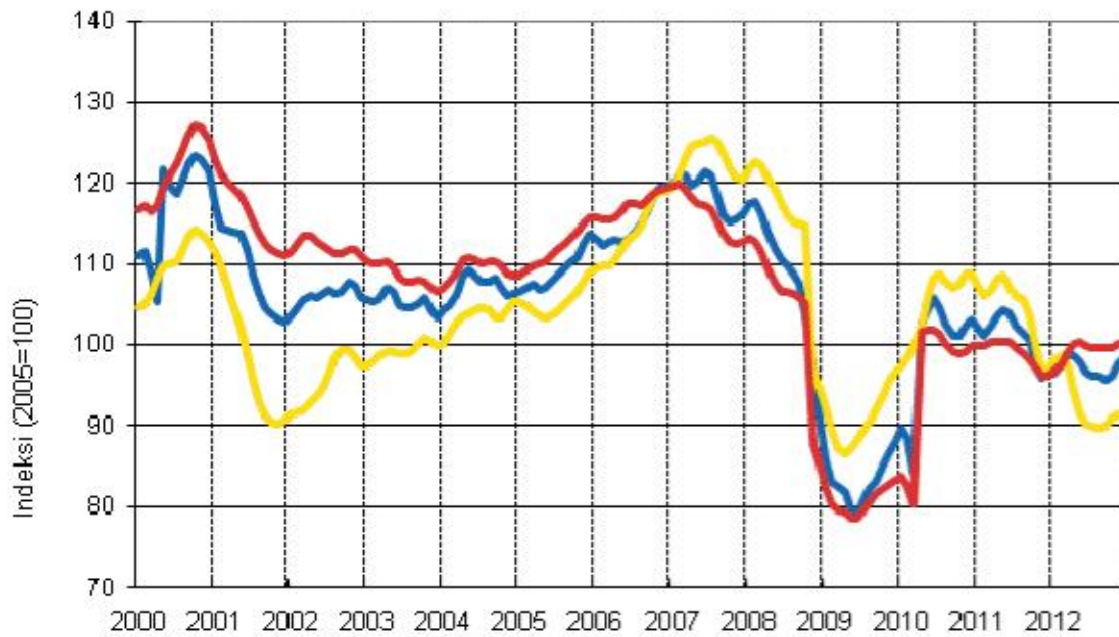
Tutkimuksen empiirisessä osassa käytetään aineistona yrityksistä saatavaa julkista tietoa, kuten tilinpäätöksiä, vuosikertomuksia, osavuosikatsauksia sekä pörssitiedotteita. Myös muuta julkisesti saatavilla olevaa materiaalia, kuten tilastoja käytetään tutkimusaineistona. Tutkimuksen teoriaosassa käytetään lähdemateriaalina yleistä yritystutkimuksellista laskentatoimen, rahoituksen ja strategiatutkimuksen kirjallisuutta.

Tutkimuksen empiirinen osa toteutetaan UPM:n, Stora Enson ja Metsä Groupin tilinpäätöksiä oikaisemalla ja analysoimalla sopivaksi katsottuja tunnuslukuja tutkimuksen empiriaosan pohjaksi sekä käyttämällä toimialatilastoja (vientii- ym. tilastot) sekä muuta saatavilla olevaa julkista materiaalia johtopäätöksiä tehtäessä.

2. Makrotaloudellinen viitekehys

Vuonna 2008 Yhdysvaltojen asuntoluottokriisi laukaisi maailmanlaajuisen talouskriisin, joka on vaikuttanut merkittävästi myös suomalaiseen metsäteollisuuteen. Talouskriisin alkamiseen ja eskaloitumiseen on monissa lähteissä pidetty ns. subprime-luottojen eli alhaisen luottokelpoisuuden omaaville asiakkaille tarkoitettujen asuntoluottojen räjähdysmäistä kasvua. USA:n rahoitusmarkkinoilla subprime-luottojen määrä kasvoi kuusinkertaiseksi vuosien 1996 ja 2006 välillä. Vuonna 2006 subprime-luottojen osuus koko USA:n asuntoluottomarkkinoista oli jo 22 %. Subprime-luottojen moninkertaistuminen vaikutti merkittäväällä tavalla luottohäiriöiden kasvuun asuntoluottomarkkinoilla. Tämän seurauksena kiinteistöjen määrä markkinoilla kasvoi, mikä aiheutti markkinoille tarjontashokin. Tarjontashokki puolestaan johti asuntojen hintojen jyrkkään laskuun vuosina 2007–2008. Tällöin luototusta antaneet pankit eivät enää pystyneet myymään lunastamiaan kiinteistöjä sellaiseen hintaan, jolla olisi pystytty kattamaan luottotappioita. (Basu, 2011) Tämä puolestaan aiheutti pankkien taloudellisen aseman merkittävää heikkenemistä. Investointipankki Lehman Brothersin hakeutuminen konkurssiin syksyllä 2008 johti maailmanlaajuisen rahoitusmarkkinoiden jäätymiseen, jolla oli merkittäviä reaalitaloudellisia vaikutuksia ympäri maailmaa.

Metsäteollisuus on voimakkaasti viennistä riippuvainen toimiala: vuonna 2012 viennin osuus paperin ja kartongin tuotannosta oli yli 90 % ja sellun tuotannosta 82 % (Metsäteollisuus ry, 2012). Näin ollen pienetkin muutokset maailmantalouden tilanteessa heijastuvat myös suomalaiseen metsäteollisuuteen hyvinkin voimakkaasti. Kuvassa 1 on suomalaisen metsäteollisuuden liikevaihtokuvaaja vuosilta 2000-2012.



Lähde: Tilastokeskus



Kuva 1. Metsäteollisuuden liikevaihtokuvaaja vuosilta 2000–2012. (Tilastokeskus, 2012)

Kuvaajassa näkyy selkeästi vuonna 2008 alkanut maailmanlaajuinen talouskriisi, joka leikkasi metsäteollisuuden liikevaihtoa noin kolmanneksella. Kuvaajasta nähdään myös se, että metsäteollisuuden kokonaisliikevaihdon ja vientiliikevaihdon välillä on merkittävä yhteys. Vuosina 2010 ja 2011 tapahtunut elvytykseen perustuva talouspolitiikka paransi metsäteollisuuden näkymiä hetkellisesti, mutta vuonna 2012 euroalueen velkakriisin laajentuminen on jälleen synkistänyt metsäteollisuuden suhdannetta.

Metsäteollisuuden volyymistä suurin osa on tullut tähän mennessä paperin tuotannosta. Kehittyneissä maissa paperin kulutus on ollut laskusuunnassa. Hujalan (2011, 60–62) tutkimuksessa todettiin, että tietoliikennetekniikka on substituoinut sanomalehti- ja aikakauslehtipaperin kulutusta kehittyneissä maissa. Sama ilmiö on ollut havaittavissa myös kehittyvissä maissa, mutta sen merkitys on ollut pieni verrattuna nopean talouskasvun aiheuttamaan kulutuksen lisääntymiseen.

Metsäteollisuus on kansantaloudellisesti murroksessa oleva toimiala. Vallitsevia trendejä on tällä hetkellä muun muassa maailmantalouden painopisteen siirtyminen Euroopasta ja Pohjois-Amerikasta kehittyville, nopeasti kasvaville markkinoille ja lisääntynyt tietoisuus ja toimenpiteet teollisuuden ympäristövaikutusten minimoimiseksi (Hujala, 2011, 13). Metsäyhtiöt ovat siirtäneet tuotantoaan lähemmäksi kuluttajiaan muun muassa Kiinaan ja Latinalaiseen Amerikkaan. Toinen tuotannon siirtämistä edellä mainittuihin kohteisiin puoltava tekijä on se, että tuotannon raaka-aineena voidaan käyttää nopeasti kasvavaa eukalyptuspuuta. Myös metsäteollisuuden potentiaali ympäristöystävällisemmässä energiantuotannossa esim. hakkuutähteiden tai biopolttoaineiden valmistuksen kautta on merkittävä liiketoiminnan mahdollisuus, joka tulee korostumaan entisestään. Esimerkiksi UPM-Kymmene-konserni on jo tällä hetkellä toiseksi suurin energiantuottaja Suomessa (UPM, 2013, 9).

3. Empiirisen aineiston analyysi

Tutkimuksen empiirisen osan rungon muodostavat kolmen suuren suomalaisen metsäteollisuuskonsernin tilinpäätösdataan perustuva tilinpäätösanalyysi. Tutkimuksessa käytetty tilinpäätösinformaatio on kerätty vuosilta 2007-2012. Kyseinen ajanjakso ulottuu ajasta ennen viimeisimmän talouskriisin alkua aina viimeisimpiin saatavilla oleviin julkisiin tilinpäätöstietoihin. Tätä kirjoitettaessa Metsä Groupin tilinpäätös vuodelta 2012 on vielä alustava ja tilintarkastamaton, mutta se on silti otettu mukaan tutkimukseen.

Tilinpäätösaineisto on kerätty yritysten vuosikertomuksista sekä tilinpäätöstiedotteista. Aineisto on kerätty Microsoft Excel- laskentataulukon, jonka avulla on tehty myös tarvittavat tilinpäätöksen oikaisut analyysiä varten.

3.1. Tilinpäätösanalyysi

Tilinpäätösanalyysi määrittää yrityksen kannattavuuden, rahoituksen ja taloudellisten toimintaedellytysten mittaamiseksi tilinpäätösinformaation pohjalta. Lisäksi tilinpäätösanalyysi tutkii usein tilinpäätösperusteisia tunnuslukuja sekä niiden muutosta ja vertailee kehitystä muihin toimialan yrityksiin tai lukujen kehittymistä pidemmän ajanjakson aikana. Tärkeimpiä analysoitavia suureita ovat kannattavuus, vakavaraisuus ja maksuvalmius. (Niskanen & Niskanen, 2003, 8) Tilinpäätösanalyysin tärkeimpiä käyttäjäryhmiä ovat yrityksen omistajat, sijoittajat, velkojat, tavarantoimittajat, asiakkaat ja viranomaiset.

Yrityksen velvollisuus tuottaa ja julkaista standardoitua tilinpäätösinformaatiota on lakisääteinen ja perustuu kirjanpitolakiin. Tämän lisäksi osakeyhtiöiden tilinpäätöskäytäntöjä säätelee osakeyhtiölaki sekä julkisesti noteerattuja yhtiöitä arvopaperimarkkinalaki (Kallunki & Kytönen, 2007, 15).

Kirjanpitolain säätelemät tilinpäätöskäytännöt ovat verosidonnaisia eli niiden tarkoituksena on selvittää yrityksen verotettava tulo. Kuitenkin vallitsevana trendinä on tilinpäätöskäytäntöjen kehittäminen maailmanlaajuisesti yhtenäisemmäksi sekä sijoittajakeskeisemmäksi. Suomalaiset julkisesti noteeratut osakeyhtiöt ovat velvoitettuja laatimaan konsernitiilinpäätöksensä kansainvälisten IFRS-normien (International Financial Reporting Standards) mukaan 1.1.2005 alkaen. Myös sellaiset yritykset, joiden joukkovelkakirjat ovat julkisen kaupankäynnin kohteena, ovat olleet IFRS-velvollisia vuoden 2007 alusta lähtien. (Yritystutkimusneuvottelukunta, 2006, 1) Tämän tutkimuksen kannalta IFRS-normistot ovat oleellisia, sillä kaikki analysoidut tilinpäätökset ovat IFRS-muotoisia.

3.2. Tilinpäätösoikaisut

Tilinpäätösanalyysin tarkoituksena on tarkastella yritysten pitkän aikavälin kehitystä ja ennustaa tulevaa kehitystä liiketoiminnan kannattavuudessa ja taloudellisessa asemassa sekä vertailla saatuja tuloksia muihin yrityksiin. Tällöin tilinpäätöksistä saatavien tunnuslukujen informaatioarvo ei välttämättä ole paras mahdollinen. Tilinpäätöksissä voi olla merkittäviä kertaluontoisia eriä jotka vääristävät varsinaisen liiketoiminnan tulosta tai tilinpäätöskäytännöt eri yritysten välillä voivat olla hieman poikkeavia. Tämän vuoksi on tarkoituksenmukaista tehdä tilinpäätösoikaisuja ennen varsinaista analyysia. (Kallunki, Lantto & Sahlström, 2008, 117)

Tässä tutkimuksessa oikaisut on tehty pääpiirteittäin seuraavasti:

- Liiketoiminnan muista tuotoista oikaistu satunnaisiksi luokiteltavat tuotot liitetietojen perusteella satunnaisiin tuottoihin tilikauden tuloksen jälkeen
- Liiketoiminnan muista kuluista oikaistu satunnaisiksi luokiteltavat kulut liitetietojen perusteella satunnaisiin kuluihin tilikauden tuloksen jälkeen
- Biologisten hyödykkeiden käyvän arvon muutos ja hakkuut on jaettu liitetietojen perusteella biologisten hyödykkeiden hakkuihin (sisältyy liiketulokseen) ja käyvän arvon muutokseen (tilikauden tuloksen jälkeen). Metsä Groupin tilinpäätöksiä oikaistessa biologisten hyödykkeiden hakkuut ja käyvän arvon muutokset jätettiin oikaisematta, sillä erät olivat kooltaan niin pieniä, että katsottiin ettei se oleellisesti edistä tutkimuksen tarkoituksia.

- Osuus osakkuus- ja yhteisyritysten tuloksesta siirretty eräksi liiketuloksen jälkeen
- Poistoista ja arvonalentumisista oikaistu satunnaiset alaskirjaukset ja alaskirjausten peruutukset liitetietojen perusteella satunnaisiin tuottoihin tai kuluihin
- Tulovero-oikaisu tehty jakamalla tuloverot välittömiin veroihin (ennen nettotulosta) ja laskennallisten verojen muutokseen (nettotuloksen jälkeen)

Oikaisuilla on pyritty saamaan varsinaisen operatiivisen liiketoiminnan tulos esiin tunnuslukuanalyysiä varten. Taseoikaisuja ei ole tehty, sillä IFRS-normisto on huomattavasti suomalaisen kirjanpitolain määrittelemää normistoa tasekeskeisempi ja voidaan hyvin olettaa IFRS-tilinpäätöksen antavan riittävän ja oikean kuvan yrityksen taloudellisesta asemasta (Kallunki et al., 2008, 119)

3.3. Analysoitavat yritykset

3.3.1. UPM-Kymmene Oyj

UPM-Kymmene on yksi maailman johtavia metsäyhtiöitä. Se on paperin ja kartongin valmistusmäärän perusteella maailman toiseksi suurin metsäyhtiö International Paperin jälkeen ja liikevaihdolla mitattuna maailman kuudenneksi suurin metsäyhtiö (Rodden, Rushton, Zhu, Lees & Zhong, 2012). UPM:n tunnuslause "The Biofore Company" on valittu kuvastamaan yhtiön uutta strategiaa, jossa panostetaan metsäteollisuuden liittyvään vihreään teknologiaan, kuten metsäteollisuuden jätteistä tuotettavaan energiaan ja biopolttoaineisiin.

Marketlinen UPM:stä tekemän SWOT-analyysin mukaan UPM:n vahvuuksia on vertikaalisesti hyvin integroitunut organisaatorakenne, laaja puunhankintaverkosto, korkea omavaraisuus energian suhteen sekä laajat panostukset tutkimukseen ja tuotekehitykseen. UPM-konsernilla on muihin tämän tutkimuksen case-yrityksiin verrattuna suhteellisen laaja metsäomistus (yhteensä noin miljoona hehtaaria) ja

merkittävä omistusosuus Pohjolan Voima Oyj:stä, joka on Suomen toiseksi suurin energiantuottaja. UPM:n Kaukaan integraatin yhteydessä olevalla tutkimus- ja tuotekehityslaitoksessa tutkitaan metsäteollisuuden sivutuotteena syntyvän mäntyöljyn jalostamista liikennekäyttökelpoiseksi biodieseliksi. Heikkouksina ja uhkina Marketlinen analyysi pitää mahdollisia pitkäaikaisiin tuotannon keskeytyksiin johtavia työtaisteluita, esimerkkinä kuljetusalan lakko vuonna 2010 sekä useat työnseisaukset, joita on pidetty vastalauseena yhtiön toimeenpanemille uudelleenjärjestelyille. Toinen merkittävä suuri uhka on kovan kilpailun ja paperin kysynnän vähenemisen aiheuttama ylikapasiteetti paperintuotannossa. (Marketline, 2013)

3.3.2. Stora Enso Oyj

Stora Enso muodostui ruotsalaisen Storan ja suomalais-saksalaisen Enso-Gutzeitin fuusioituttua vuonna 1998. Stora Enso on tuotannon määrällä mitattuna maailman kolmanneksi ja liikevaihdolla mitattuna maailman neljänneksi suurin metsäyhtiö (Rodden et al., 2012). Stora Enso ja UPM ovat siis suurin piirtein saman kokoluokan yrityksiä.

Marketlinen SWOT-analyysin mukaan Stora Enson vahvuuksina ja mahdollisuuksina nähdään laaja maantieteellinen levinneisyys sekä vahva markkina-asema eri puolilla maailmaa, myös kehittyvillä markkinoilla, joilla Stora Enso on saanut jalansijaa strategisten kumppanuuksien kautta. Heikkouksina ja uhkina nähdään suuret eläkevelvoitteet sekä ulkomaiset valuuttapositiot, jotka voivat vaikuttaa yllättävällä tavalla yhtiön kannattavuuteen olosuhteiden muuttuessa. Myös Stora Ensoa rasittaa kova kilpailu ja paperintuotannon ylikapasiteetti. (Marketline, 2012)

3.3.3. Metsä Group

Metsä Group (ent. Metsäliitto Osuuskunta) on tutkimuksen case-yrityksistä ainoa, jonka konsernin emoyhtiö ei ole julkisesti noteerattu osakeyhtiö, vaan osuuskunta. Tämä asettaa omat haasteensa tutkimukselle. Esim. koko konsernia koskevia pörssitiedotteita ei ole saatavilla. Metsä Group jakautuu viiteen eri liiketoiminta-

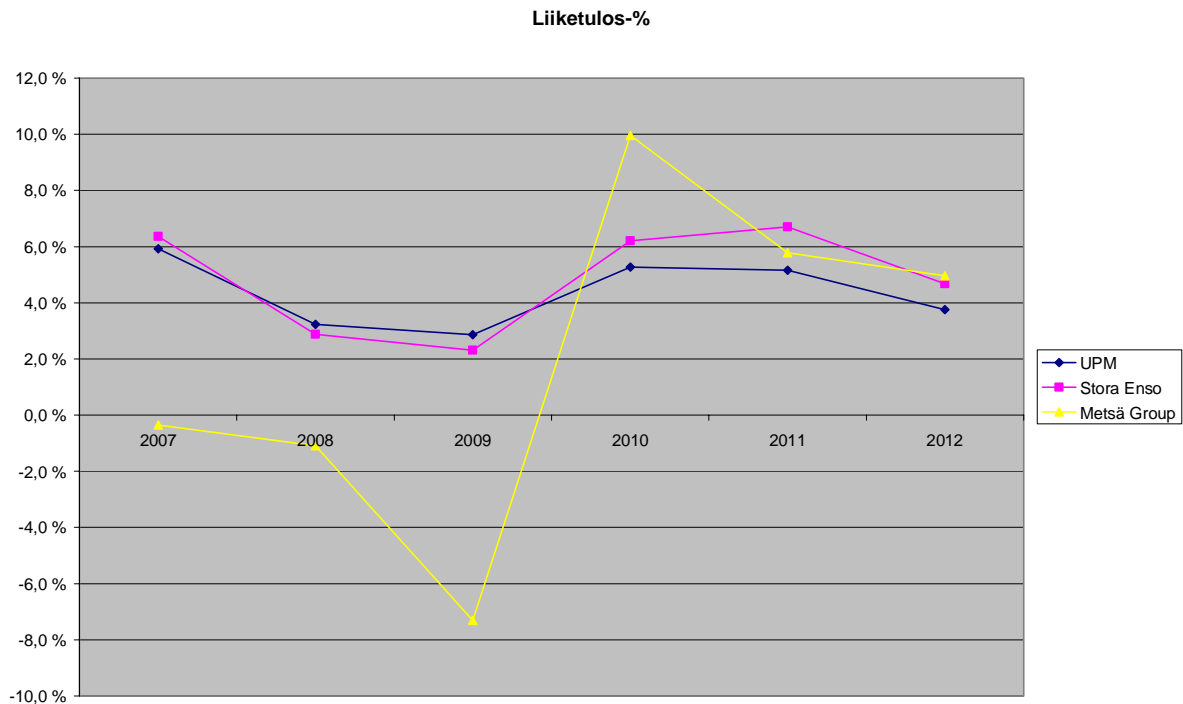
aluetta harjoittaviin tytäryhtiöihin: Metsä Board (entinen M-real, kartonki), Metsä Tissue (pehmopaperit), Metsä Fibre (ent. Metsä Botnia, sellu), Metsä Wood (puutuotteet) ja Metsäliitto Puunhankinta (metsänhoito ja puunhankinta). Metsä Groupin tytäryhtiö Metsä Board on maailman johtavia toimijoita pahvisten kuluttajapakkausten markkinoilla (Helander, 2012). Konzernina Metsä Group on tuotannoltaan maailman 27:nneksi suurin ja liikevaihdoltaan 12:nneksi suurin metsäyhtiö (Rodden et al., 2012)

3.4. Tunnuslukuanalyysi

Tunnusluvut ovat tärkeässä roolissa yritysten taloudellisten tavoitteiden konkretisoinnissa. Tunnuslukujen avulla yrityksen tilinpäätösinformaatiota hyödyntävät sidosryhmät voivat tutkia yritysten tunnuslukujen kehittymistä yli ajan (aikasarja-analyysi) tai vertailla muihin saman toimialan yrityksiin samana ajankohtana (poikkileikkausanalyysi). Tässä tutkimuksessa käytetään molempia analyysitapoja tutkittaessa kahdeksaa tilinpäätösperusteista kannattavuuden ja vakavaraisuuden tunnuslukua. (Kallunki et al., 2008, 113-114)

3.4.1. Liiketulosprosentti

Liiketulos on virallisen IFRS-tilinpäätöslaskelman ensimmäinen välitulos. Se kertoo varsinaisen liiketoiminnan tuloksen ennen rahoituseriä ja veroja. Oikaistua tuloslaskelmaa analysoitaessa liiketulokseen eivät sisälly satunnaiset erät eivätkä laskennalliset arvonmuutokset. Liiketulosprosentti on liiketuloksen prosentuaalinen osuus yrityksen liikevaihdosta. Liiketulosprosentti on todettu käyttökelpoiseksi tunnusluvuksi sekä aikasarja- että poikkileikkausanalyysissä sekä jopa vertailussa eri toimialojen kesken. (Yritystutkimusneuvottelukunta, 2005, 56)



Kuva 2. UPM-Kymmenen, Stora Enson ja Metsä Groupin oikaistut liiketulosprosentit vuosilta 2007–2012.

Kuvasta 2 nähdään, että UPM:n ja Stora Enson liiketulosprosentit ovat seuranneet toisiaan koko tarkastelujakson ajan. Metsä Groupin liiketulos on ollut tappiollinen jo ennen pahinta taantumaa, mutta vuonna 2009 Metsä Group on tehnyt raskasta tappiota. Sitten tulos on parantunut voitolliseksi ja samoihin lukemiin kuin UPM:llä ja Stora Ensolla.

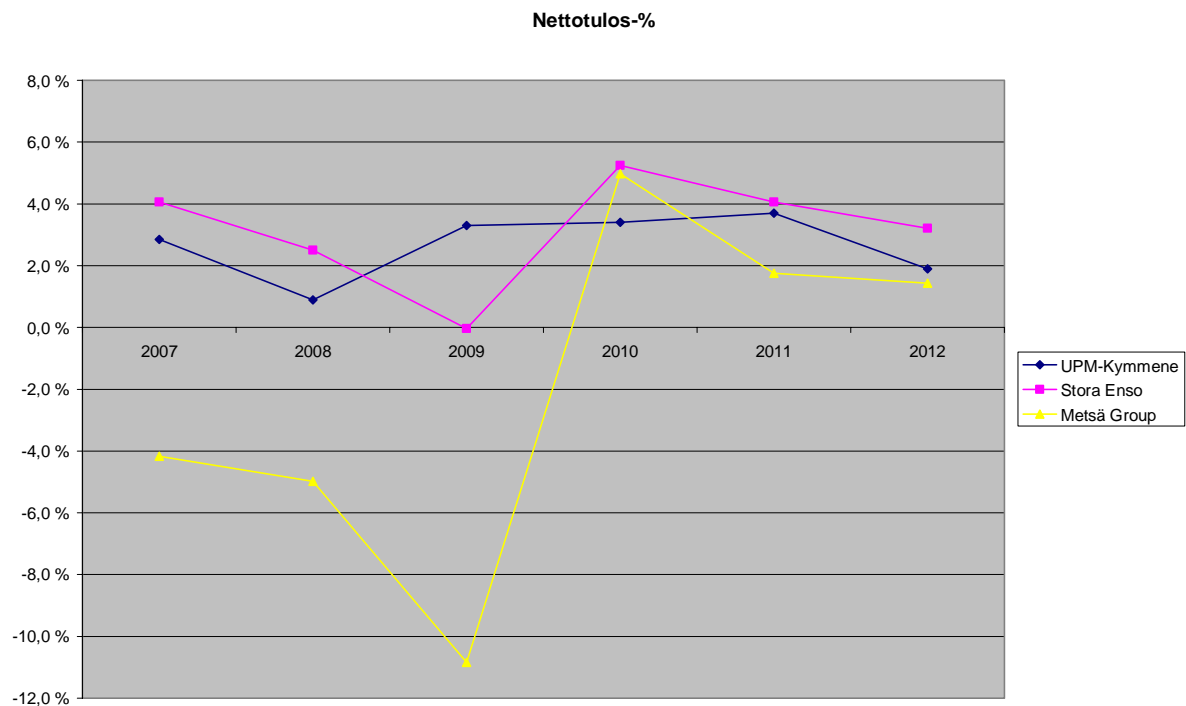
Yritystutkimusneuvottelukunnan (2005, 56) mukaan liiketulosprosentille on annettu seuraavat viitearvot:

- yli 10 % hyvä
- 5-10% tyydyttävä
- alle 5 % heikko

UPM- Kymmenen ja Stora Enson liiketulosprosentit olivat ennen finanssikriisiä tyydyttävällä tasolla. Finanssikriisin aikaan liiketulosprosentit olivat heikkoja kaikilla case-yrityksillä, etenkin raskaasti tappiota tehneellä Metsä Groupilla. Sitten tunnusluvun arvo on parantunut kaikilla yrityksillä tyydyttävän rajamaille.

3.4.2. Nettotulosprosentti

Nettotulosprosentti kertoo yrityksen lopullisen rahoituserien ja verojen jälkeisen tuloksen osuuden liikevaihdosta. Nettotulokselle ei ole määritelty tarkkoja viitearvoja, mutta pitkällä aikavälillä nettotuloksen on oltava positiivinen, jotta liiketoimintaa voitaisiin pitää kannattavana. Nettotuloksen riittävyteen vaikuttaa mm. yrityksen pääomarakenne ja voitonjakopolitiikka. (Yritystutkimusneuvottelukunta, 2005, 57)



Kuva 3. UPM- Kymmenen, Stora Enson ja Metsä Groupin oikaistut nettotulosprosentit vuosilta 2007-2012.

Kuvan 3 perusteella UPM-Kymmenen ja Stora Enson nettotulosprosentit ovat pysyneet nollan yläpuolella koko tarkastelujakson ajan. Metsä Groupin nettotulosprosentti on ollut puolestaan nollan alapuolella aina vuoteen 2010 asti, paikoitellen jopa alle -10% vuonna 2009, jonka jälkeen se on seurannut muiden case-yritysten nettotulosprosentin arvoa ollen vuonna 2012 noin kahden prosentin luokkaa.

3.4.3. Koko pääoman tuottoaste

Edellä esitellyt tunnusluvut liikevoittoprosentti ja nettotulosprosentti suhteuttavat liiketoiminnasta saatavaa tuloa liiketoiminnan rahamääräiseen laajuuteen eli liikevaihtoon. Kokonaisvaltaista analyysiä tehtäessä on kuitenkin tarkoituksenmukaista tutkia liiketoiminnasta saatavan tulon suhdetta myös liiketoiminnan vaatimaan pääomaan. Tällöin saadaan selville se korkotuotto, minkä liiketoimintaan sijoitettu pääoma tuottaa.

Tuloslaskelmasta saatava nettotulos on kertyvä suure, joka muodostuu koko tilikauden aikana, kun taas taseen loppusumma on kuvaus vain yhden päivän taloudellisesta asemasta. Näin ollen tilinpäätöspäivän taloudellista asemaa kuvaava taseen loppusumma ei välttämättä kerro koko totuutta tilikauden aikana vallinneesta keskimääräisestä taloudellisesta tilasta. Yritystutkimusneuvottelukunta suosittelee, että keskimääräinen pääoma voidaan approksimoida laskemalla keskiarvo taseen loppusummista kahdelta peräkkäiseltä tilikaudelta. Samaa tekniikkaa käytetään myös laskettaessa tunnuslukuja oman pääoman ja sijoitetun pääoman tuotolle. (Yritystutkimusneuvottelukunta, 2005, 58)

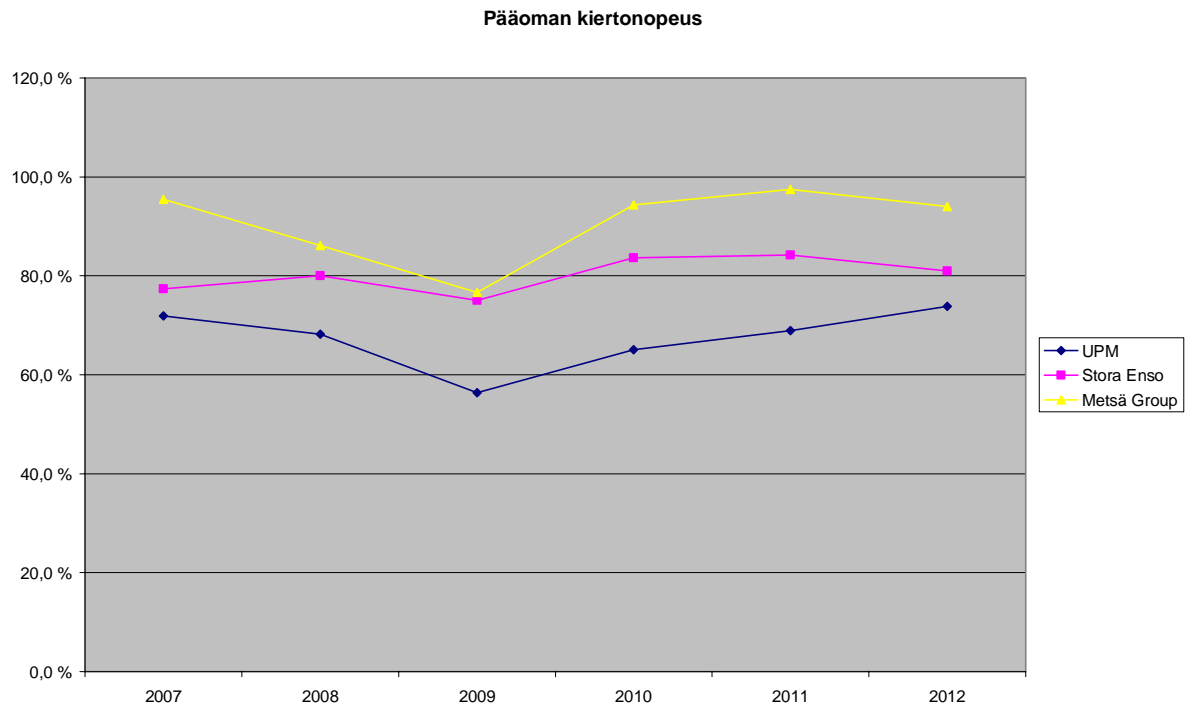
Koko pääoman tuottoaste eli nettotuloksen ja koko pääoman suhde voidaan pilkkoa kahteen erilliseen komponenttiin, jolloin saadaan ns. DuPontin kaava (Niskanen & Niskanen, 2003, 137):

$$\text{Koko pääoman tuottoaste} = \frac{\text{Nettotulos}}{\text{Liikevaihto}} * \frac{\text{Liikevaihto}}{\text{Taseen loppusumma}}$$

Kaava 1. Koko pääoman tuottoasteen jako komponentteihin (DuPontin kaava)

DuPontin kaavan ensimmäinen komponentti on nettotulosprosentti eli yksinkertainen kannattavuusmittari. Toinen komponentti on puolestaan yrityksen pääoman käytön tehokkuutta mittaava pääoman kiertonopeus (total asset turnover). Toisin sanoen ensimmäinen komponentti kertoo yritykseen jäävän osuuden liikevaihdosta ja toinen komponentti mittaa yrityksen kykyä luoda liikevaihtoa olemassa olevalla pääomalla. Suoran kannattavuuden parantamisen (esimerkiksi myyntikatteita nostamalla) lisäksi

pääoman tuottoastetta voi parantaa myös pääoman käyttöä tehostamalla, esimerkiksi pienentämällä varastotasoja ja sitä kautta nopeuttamalla varastojen kiertonopeutta tai nopeuttamalla myyntisaamisten kiertoa. (Penman, 2007, 382)



Kuva 4. UPM-Kymmeneen, Stora Enson ja Metsä Groupin pääoman kiertonopeudet vuosina 2007-2012.

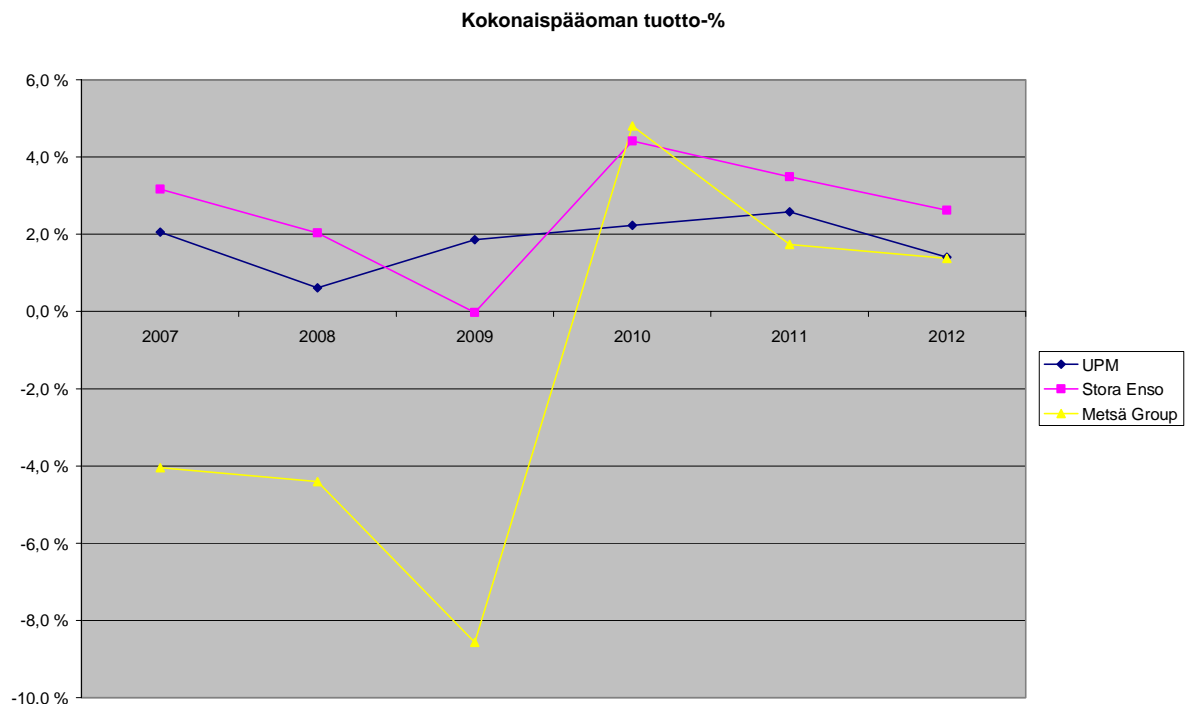
Kuvasta 4 huomataan, että kaikilla yrityksillä pääoman kiertonopeus on hieman notkahtanut pahimman talouskriisin aikaan, mutta on sittemmin palannut kriisiä edeltävälle tasolle. Tämä on luonnollista, sillä suhdannemuutosten vaikutus liikevaihtoon tapahtuu nopeasti, kun taas taserakenteen muutokset tapahtuvat pidemmällä aikavälillä.

Kolmesta tutkimuksen kohteena olevasta yrityksestä Metsä Groupin pääoman käyttö näyttäisi olevan tehokkainta kiertonopeustunnusluvulla mitattuna. Metsä Group pystyy Stora Ensoon verrattuna noin 10 prosenttiyksikköä ja UPM-Kymmeneen verrattuna noin 20 prosenttiyksikköä nopeampaan pääoman kiertoon. Tähän voi olla syynä se, että talouskriisi koetteli Metsä Groupia ja sen kannattavuutta huomattavasti kovemmin kuin kilpailijoita, minkä takia Metsä Group on joutunut toimeenpanemaan hyvinkin voimakkaita säästö- ja tehostamisohjelmia.

DuPontin kaavan etuna on se, että se ottaa huomioon yritysten erilaiset pääomarakenteet ja pääoman käytön sekä esittää koko pääoman tuottoasteen havainnollistavassa muodossa (Niskanen & Niskanen, 2003, 139)

Yritystutkimusneuvottelukunta (2005, 59) on määritellyt koko pääoman tuottoasteelle seuraavat ohjearvot:

- yli 10 % hyvä
- 5 – 10 % tyydyttävä
- alle 5 % heikko



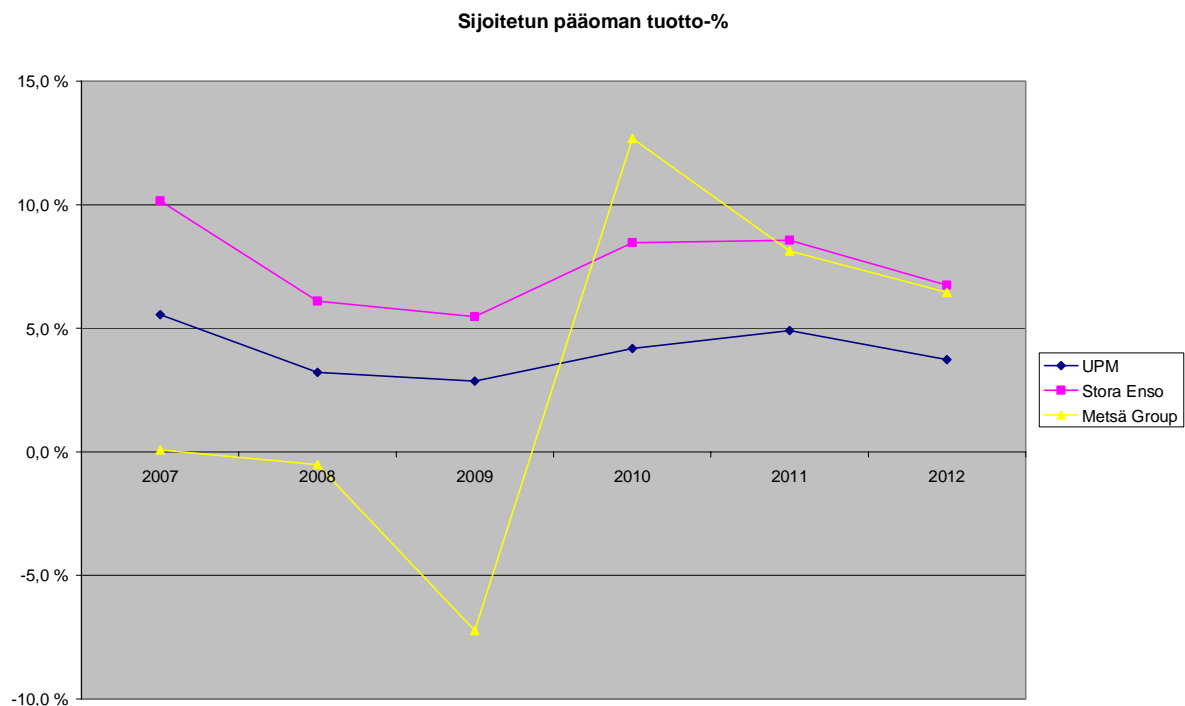
Kuva 5. UPM-Kymmenen, Stora Enson ja Metsä Groupin kokonaispääoman tuottoaste vuosina 2007-2012.

Kun tarkastellaan yhtiöiden kokonaispääoman tuottoasteita kuvasta 5, voidaan todeta, että ne ovat Yritystutkimusneuvottelukunnan ohjearvojen mukaan heikkoja. UPM-Kymmenen ja Stora Enson pääoman tuottoasteet ovat pysyneet nollassa tai sen yläpuolella koko tarkasteluajanjakson aikana, mutta Metsä Groupin koko pääoman tuotto on ollut reilusti negatiivinen vuoteen 2010 asti.

3.4.4. Sijoitetun pääoman tuottoaste

Sijoitetun pääoman tuotto (return on investment, ROI tai return on capital employed, ROCE) poikkeaa edellä kuvatusta koko pääoman tuottoasteesta siten, että se kuvaa sekä oman että vieraan pääoman ehtoisesti sijoittavan sijoittajan saamaa korkotuottoa. Tunnuslukua laskettaessa huomioidaan niin yrityksen oman pääoman ehtoisen sijoittajan saama tuotto (nettotulos) sekä vieraan pääoman ehtoisen sijoittajan saama tuotto (yrityksen rahoituskulut) verovaikutuksella oikaistuna. Tunnusluvun nimittäjässä on yritykseen sijoitettu tuottoa vaativa pääoma eli oma pääoma ja korolliset velat. Ostovelkoja ja muita korottomia velkoja ei huomioida tunnuslukua laskettaessa (vrt. koko pääoman tuotto).

Sijoitetun pääoman tuottoasteen vähimmäisvaatimuksena on, että se ylittää pitkällä aikavälillä yrityksen keskimääräisen rahoituskustannuksen. (Kallunki et al., 2008, 133)



Kuva 6. UPM-Kymmenen, Stora Enson ja Metsä Groupin sijoitetun pääoman tuottoaste vuosina 2007-2012.

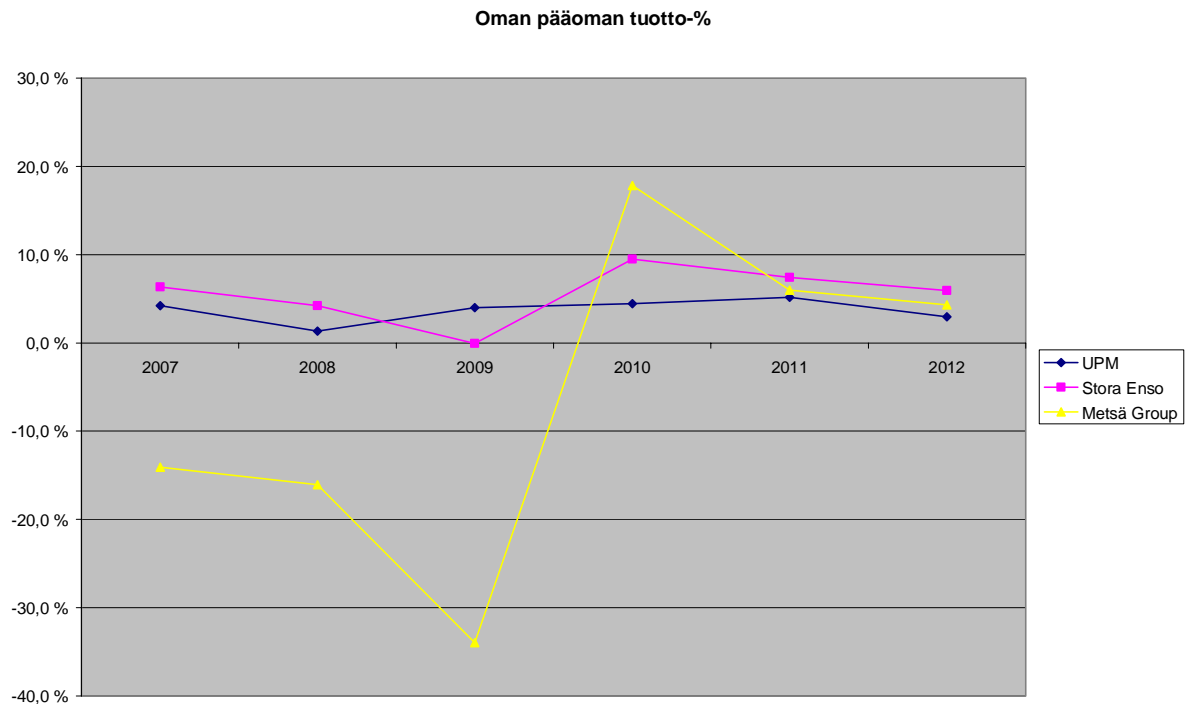
Taluskriisin aiheuttama notkahdus kannattavuudessa näkyy myös tarkasteltaessa sijoitetun pääoman tuottolukuja. Kehitys parempaan päin on kuitenkin nähtävissä kolmen viimeisen vuoden ajalta. Vuonna 2011 UPM-Kymmeneen keskimääräinen velkakustannus oli noin 3 % (Korpeinen, 2012) ja Metsä Groupin vastaava luku ensimmäisen vuosineljänneksen jälkeen vuonna 2012 oli 6,1 %, joten sijoitetun pääoman tuotto on ollut kyseisenä aikana hieman, muttei kovinkaan merkittävästi keskimääräistä velkakustannusta korkeampi.

3.4.5. Oman pääoman tuottoaste

Oman pääoman tuottoaste kuvaa tunnuslukuna parhaiten oman pääoman ehtoisen sijoittajan eli yleensä osakkeenomistajan sijoitukselleen saamaa tuottoa. Oman pääoman tuotto määritellään yksinkertaisesti nettotuloksen ja oman pääoman keskiarvon välisenä suhteena.

Oman pääoman tuottoon liittyy keskeisesti käsite velkaantumisen vipuvaikutus. Velkaantumisen vipuvaikutuksella tarkoitetaan sitä, että mikäli yrityksen sijoitetun pääoman tuottoaste on korkeampi kuin keskimääräinen vieraan pääoman kustannus, korkeampi velkaantumisaste kasvattaa vastaavasti oman pääoman tuottoastetta eli omistajan sijoitukselleen saamaa tuottoa. Vipuvaikutus toimii myös toisin päin: mikäli sijoitetun pääoman tuotto jää alle keskimääräisen rahoituskustannuksen, oman pääoman tuotto laskee velkaantumisasteen kasvaessa korkokulujen lisääntyneen osuuden vuoksi. (Kallunki et al., 2008, 138)

Sopivan pääomarakenteen määrittäminen yritykselle ei ole yksiselitteistä, ja siihen vaikuttavat useat eri tekijät. Oma pääoma toimii puskurina, joka pienentää yrityksen rahoituksellista riskiä. Taloudellisesti epävarmoina aikoina, jolloin liiketoiminnan tuotot ovat pienempiä, suuren velkaisuusasteen aiheuttamat maksuvelvoitteet voivat olla merkittävä konkurssiriskin aiheuttaja. Toisaalta vieraan pääoman ehtoinen rahoitus on edullisempaa kuin oman pääoman ehtoinen rahoitus, mikä saa aikaan jo edellä mainitun velkaantumisen vipuvaikutuksen. Vieraan pääoman korkokulut ovat myös verotuksessa vähennyskelpoisia toisin kuin omalle pääomalle maksetut osingot.



Kuva 7. UPM-Kymmenen, Stora Enson ja Metsä Groupin oman pääoman tuottoasteet vuosilta 2007-2012.

Oman pääoman tuoton tavoitetaso riippuu sijoittajien asettamasta oman pääoman tuottovaatimuksesta, johon vaikuttaa merkittävästi sijoitukseen liittyvä riski (Yritystutkimusneuvottelukunta, 2005, 60). Oman pääoman sijoituksen riskin mittaamiselle ja kvantifioinnille on useita eri mittareita. Eräs yleisimmin käytetyistä sijoituksen riskin ja tuoton välisen suhteen teorioista on CAPM (capital asset pricing model) CAPM määrittelee osakkeen tuottovaatimuksen ja osakeriskin välisen yhteyden kaavan 2 mukaan seuraavasti:

$$(2) \quad r_i = r_f + \beta (r_m - r_f) \quad , \text{ jossa}$$

r_i = oman pääoman tuottovaatimus

r_f = riskitön korkotuotto

β = beetakerroin, osakkeen tuotto-odotuksen ja markkinaportfolion tuotto-odotuksen kovarianssin sekä markkinaportfolion tuoton keskihajonnan suhde ts. kertoo kuinka paljon osakkeen tuotto-odotus muuttuu kun markkinaportfolion tuotto-odotus muuttuu yhdellä yksiköllä

r_m = markkinaportfolion tuotto-odotus

(Sharpe, Alexander & Bailey, 1999, 235)

Taulukko 1. UPM-Kymmene ja Stora Enson oman pääoman tuottovaatimus CAPM:n avulla laskettuna.

	Beta	Riskitön korko	Markkinariskipreemio	Tuottovaatimus
UPM-Kymmene	1,21	0,41 %	6,00 %	7,67 %
Stora Enso	1,28	0,41 %	6,00 %	8,09 %

Taulukossa 1 on laskettu UPM-Kymmene ja Stora Enson oman pääoman tuottovaatimus käyttäen CAPM-mallin arvopaperimarkkinasuoran kaavaa. Laskelmassa on käytetty riskittömänä korkokantana Suomen valtion viiden vuoden viitelainan korkoa 15.4.2013 (Suomen Pankki, 2013), markkinariskipreemiona Fernandezin, Aguirreamalloan ja Corresin (2013, 3) määrittelemää Suomen arvopaperimarkkinoiden keskimääräistä riskipreemiota ja beta-kertoimina Kauppalehden (2013a, 2013b) internet-palvelusta haettuja beta-kertoimia UPM-Kymmenelle ja Stora Ensolle. Kolmas case-yritys Metsä Group ei ole taulukossa mukana, sillä konsernin emoyhtiö ei ole julkisesti noteerattu eikä siitä täten ole saatavilla beta-kerrointa. Taulukon mukaan lasketut oman pääoman tuottovaatimukset ovat noin 8 prosentin luokkaa. Vuonna 2012 UPM-Kymmeneen oman pääoman tuotto on ollut 3,0 % ja Stora Enson vastaava luku 5,9 % joten voidaan todeta, että case-yritysten oman pääoman tuotto on ollut heikompaa kuin mitä CAPM-mallin mukaan sen pitäisi vastaavan riskitason sijoituksella olla.

3.4.6. Omavaraisuusaste

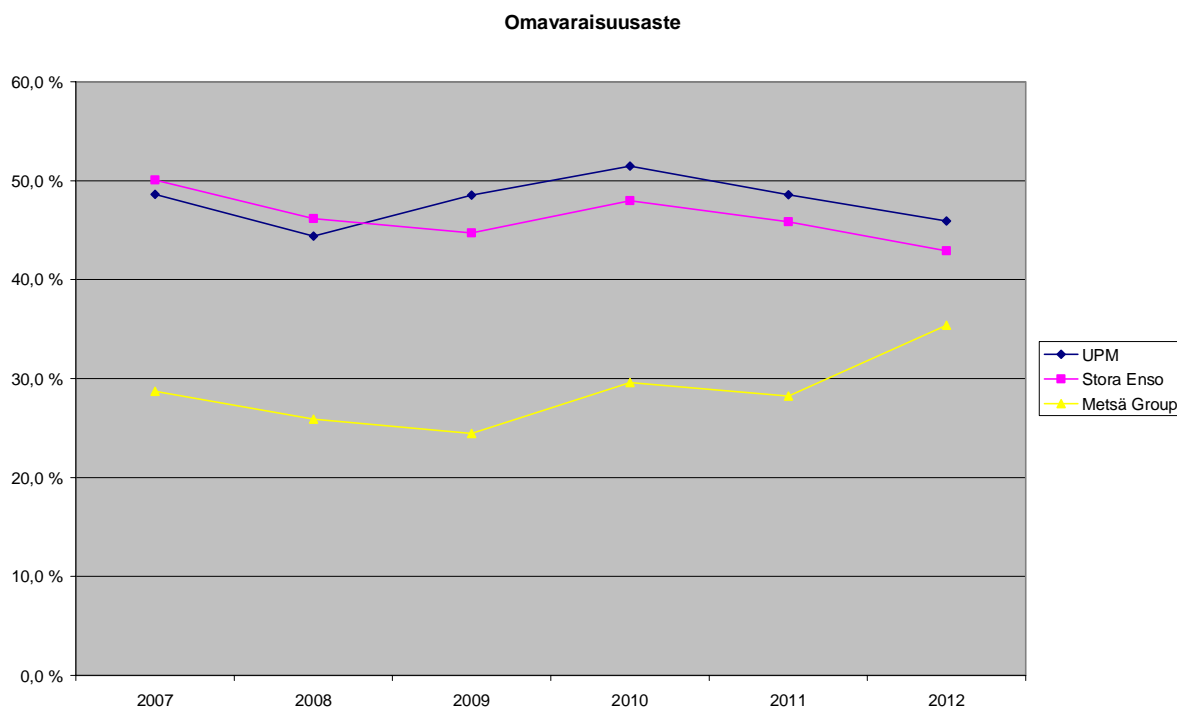
Omavaraisuusaste on yleisimmin käytetty vakavaraisuuden mittari. Se kuvaa yksinkertaisesti oman pääoman osuutta yrityksen koko pääomasta.

Toimiala ja liiketoiminnan luonne on merkittävä tekijä määritettäessä sopivaa pääomarakennetta yritykselle. Pääomavaltaisessa perusteellisuudessa, kuten konepaja-, metsä- ja kaivosteollisuudessa korkeampi velkaisuus on hyväksyttävämpää, kun taas yrityksissä, joiden toiminta perustuu pitkälti

tutkimukseen ja tuotekehitykseen tai palvelujen tuotantoon (esim. lääketeollisuus ja IT-alan yritykset) oman pääoman osuuden yrityksen rahoitusrakenteesta tulisi olla merkittävästi suurempi.

Yritystutkimusneuvottelukunta (2005, 62) on määritellyt omavaraisuusasteelle seuraavat ohjearvot:

yli 40 % hyvä
20-40% tyydyttävä
alle 20 % heikko



Kuva 8. UPM-Kymmenen, Stora Enson ja Metsä Groupin omavaraisuusasteet vuosilta 2007-2012.

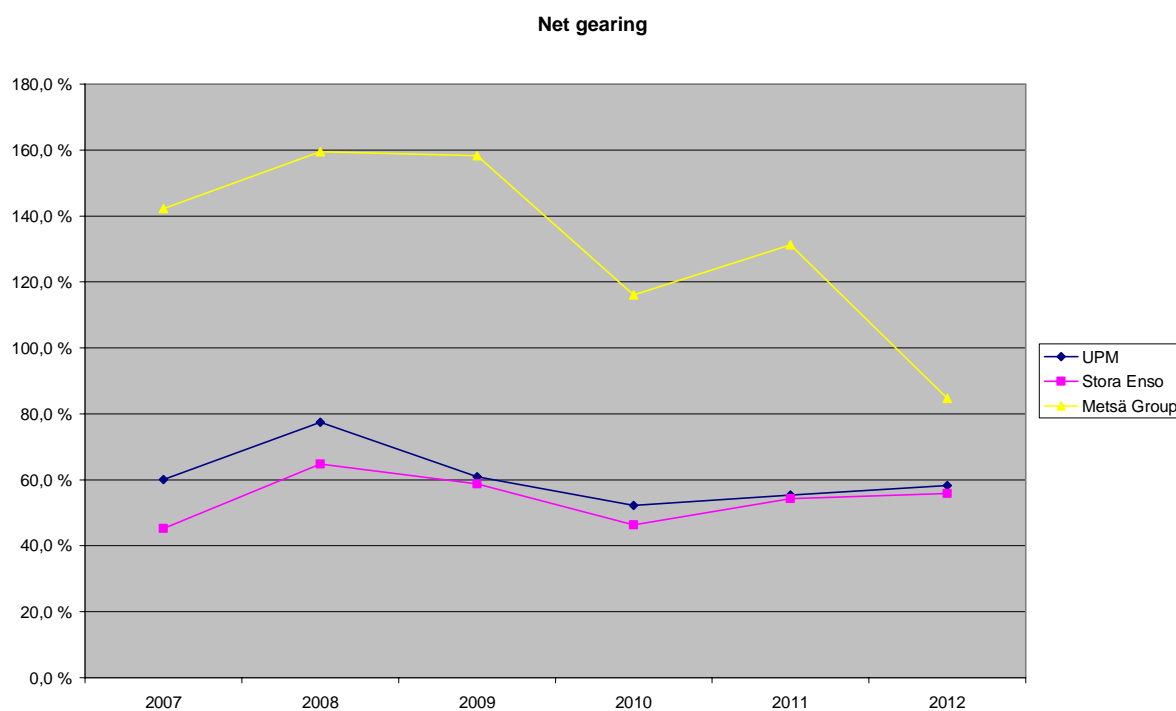
UPM-Kymmenen ja Stora Enson vakavaraisuus on omavaraisuusasteen perusteella tarkasteltuna hyvällä tasolla koko tarkasteluajanjaksolla. Metsä Groupin omavaraisuus on ollut alemmalla tasolla vuosina 2007-2009, mutta on sittemmin kohonnut noin 35 prosentin tasolle. Yritystutkimusneuvottelukunnan antamien

ohjearvojen mukaan Metsä Groupinkin omavaraisuusaste on ollut tyydyttävää tasoa, ottaen huomioon toimialan pääomavaltaisuus.

3.4.7. Net gearing

Net gearing eli nettovelkaantumisaste on toinen hyvin yleisesti käytetty vakavaraisuuden mittari. Net gearing on suhdeluku, joka suhteuttaa yrityksen rahoitukselliset nettovelat omaan pääomaan. Tunnusluvun osoittajassa on yrityksen korollinen vieras pääoma vähennettynä likvidillä rahoitusomaisuudella ja nimittäjässä on oma pääoma. Gearing-prosentti mittaa yrityksen velan suhdetta omaan pääomaan tilanteessa, jossa yritys käyttäisi ensin koko rahoitusomaisuutensa korollisten velkojen lyhentämiseen. (Kallunki et al., 2008, 143)

Yritystutkimusneuvottelukunnan ohjearvona net gearingille pidetään alle yhtä eli sataa prosenttia. Mikäli tunnusluku on negatiivinen johtuen negatiivisesta omasta pääomasta, yrityksen vakavaraisuutta voidaan pitää heikkona. (Yritystutkimusneuvottelukunta, 2005, 63)

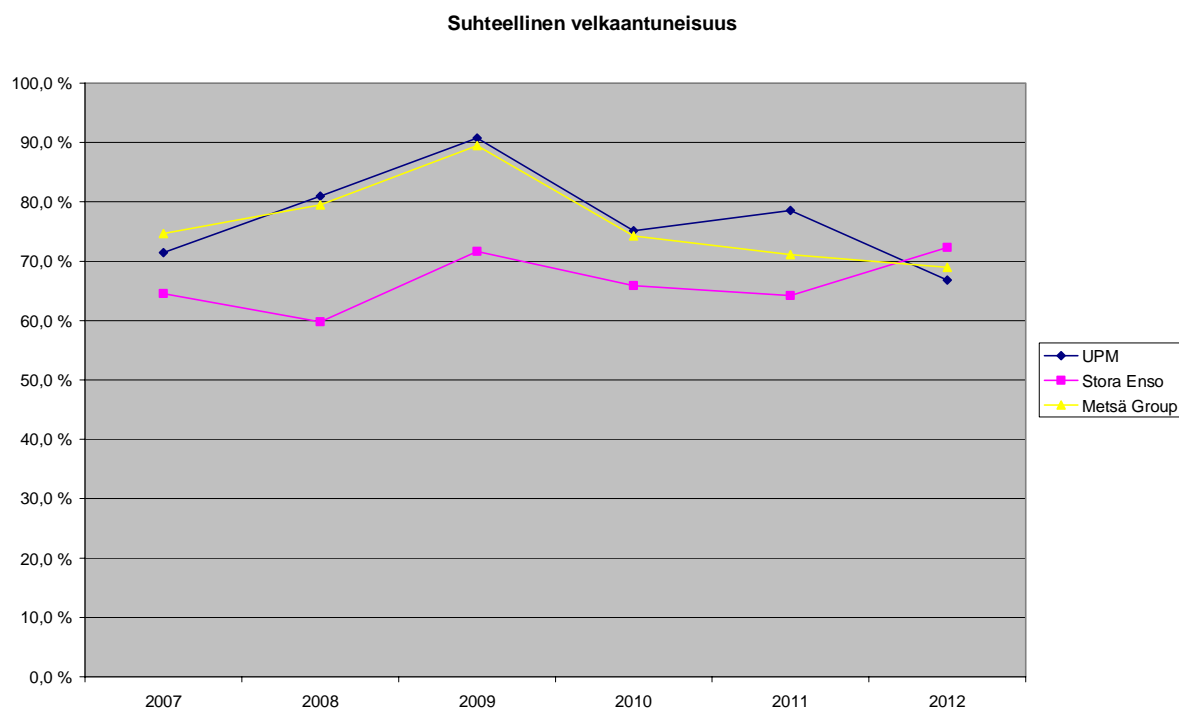


Kuva 9. UPM-Kymmene, Stora Enson ja Metsä Groupin net gearing- prosentit vuosilta 2007-2012.

Kuvasta nähdään, että UPM-Kymmene ja Stora Enson nettovelkaantumisaste on ollut erittäin hyvällä tasolla koko tarkasteluajanjakson ajan. Metsä Groupilla on puolestaan ollut huomattavasti nettovelkaa jo ennen pahinta talouskriisiä ja vuosina 2008-2009 net gearing- prosentti oli jo huolestuttavan korkealla noin 160 %:ssa. Kysynnän elpyminen ja siitä seuraava kannattavuuden parantuminen rakennejärjestelyjen seurauksena laski kuitenkin velkaantumista merkittävästi ja net gearing on jo saatu laskemaan alle sadan prosentin.

3.4.8. Suhteellinen velkaantuneisuus

Suhteellinen velkaantuneisuus suhteuttaa taseen velat liikevaihtoon. Suhteellinen velkaisuus on käyttökelpoinen vertailutunnusluku vain saman toimialan sisällä, sillä eri toimialoilla pääoman kyky tuottaa liikevaihtoa on merkittävästi erilainen (Niskanen & Niskanen, 2003, 132)



Kuva 10. UPM-Kymmene, Stora Enson ja Metsä Groupin suhteelliset velkaantuneisuusasteet vuosilta 2007-2012.

Yritystutkimusneuvottelukunta (2005, 62) määrittelee suhteelliselle velkaantumiselle tuotannollista toimintaa harjoittaville yrityksille seuraavat suuntaa antavat ohjearvot:

- alle 40 % hyvä
- 40 % - 80 % tyydyttävä
- yli 80 % heikko

Ohjearvojen mukaan kaikkien UPM-Kymmene ja Metsä Groupin vakavaraisuus on suhteellisella velkaantuneisuudella mitattuna vuosina 2008-2009 laskenut heikoksi mutta on sittemmin noussut takaisin tyydyttävälle tasolle. Ohjearvojen luotettavuutta kohtaan voidaan esittää kritiikkiä, sillä metsäteollisuudessa pääoman määrä on suurempi ja kiertonopeus hitaampaa kuin keskimäärin teollisuudessa, joten Yritystutkimusneuvottelukunnan ohjearvot saattavat antaa liian huonon kuvan case-yritysten vakavaraisuudesta.

4. Johtopäätökset ja yhteenveto

Tutkimuksen perusteella voidaan todeta, että suomalaisen metsäteollisuuden jo ennen talouskriisiä heikentynyt kannattavuus notkahti maailmantalouden romahtaessa vuosina 2008-2009. Viennistä riippuvaisena toimialana metsäteollisuus on hyvin herkkä suhdannekehitykselle myös tulevaisuudessa. Erityisesti tärkeiden vientialueiden (euromaat, Iso-Britannia, Kiina) talouskehitys on tärkeässä roolissa metsäteollisuuden tulevaisuuden kannalta.

Euroopan tällä hetkellä hyvin epävakaa taloustilanne on huolenaiheena metsäteollisuudelle. Euroalueen osuus metsäteollisuuden viennistä vuonna 2011 oli 39,6 % ja kasvuodotukset lähivuosille Euroopan alueella ovat lähestulkoon nollassa (Metsäntutkimuslaitos, 2012, 11). Myös epävakaassa makrotaloudellisessa ympäristössä tapahtuvat nopeat ja odottamattomat valuuttakurssien muutokset voivat olla lähitulevaisuuden merkittävä riskitekijä.

Suomalaisten metsäteollisuusyhtiöiden vakavaraisuustilanne on tällä hetkellä tutkimustulosten mukaan hyvää tasoa. Metsä Groupin ongelmana ollut velkaantuminen on saatu pysäytettyä ja vakavaraisuus saatu palautettua tyydyttävälle tasolle. Yhtiöt ovat kestäneet hyvin talouskriisin ja sopeutumaan toimialan rakennemuutokseen vähintäänkin tyydyttävästi.

On varsin todennäköistä, että laskusuunnassa ollut hieno-, sanomalehti- ja aikakauslehtipaperin kysyntä ei enää palaa ennalleen. Tällöin toimialaa vaivaava ylikapasiteetti ei tule lähiaikoina helpottamaan. Tämä puolestaan johtaa rakennejärjestelyiden jatkumiseen metsäteollisuudessa myös tulevaisuudessa, jotta kannattavuus saadaan ylläpidettyä.

Perinteisen paperintuotannon kannattavuuden ja volyymien pudotessa metsäyhtiöiden täytyy löytää uusia innovaatioita kaupallistettavaksi sekä kehittää jo olemassa olevia kannattavampia liiketoimintasegmenttejä. Tällaisia ovat mm. UPM-Kymmene energia-, biopolttoaine- ja tarraliiketoiminta sekä Stora Enson

kuluttajapakkaus- ja puutuoteliiketoiminta. Nämä ovat olleet viime vuosina volyymiltaan vielä varsin pieniä, mutta kannattavimpia liiketoimintasegmenttejä.

Pellervon taloustutkimus ennustaa metsäteollisuuden talousennusteessaan paperin kysynnän pienenemistä kahtena seuraavana vuonna merkittävien vientimaiden heikon taloustilanteen sekä painetun median käytön pysyvän vähenemisen takia. Markkinahintojen ennallaan pitäminen vaatii siis tuotannon pienentämistä ja paperikoneiden sulkemista eri puolilla Eurooppaa myös jatkossa. Sellumarkkinoiden oletetaan kasvavan entisestään ja markkinahintojen ja sitä kautta myös kannattavuuden pysyvän korkeana. Sahateollisuuden kannattavuus on parantumassa. Tähän vaikuttaa rakentamisen kasvu kehittyvillä vientimarkkinoilla, euron heikkeneminen Ruotsin kruunuun nähden ja vientihintojen nousu. (Pellervon taloustutkimus, 2013)

Suomalaisen metsäteollisuuden kannattavuus ja vakavaraisuus kärsi talouskriisistä hetkellisesti, mutta on palautunut vuoden 2012 loppuun mennessä jotakuinkin talouskriisiä edeltävälle tasolle. Tulevaisuuden kehitys on silti epävarmaa, sillä maailmantalouden tilanne on monin paikoin kriittinen etenkin metsäteollisuuden tärkeiden vientimaiden osalta eikä toimialan kannattavuus ole yltänyt hyvälle tasolle ennen talouskriisiääkään. Toisaalta talouskriisi on pakottanut yrityksiä tehostamaan toimintaansa ja toteuttamaan välttämättömiä rakennejärjestelyjä kannattavuuden ylläpitämiseksi. Rakennejärjestelyiden toteuttaminen murroksessa elävällä toimialalla on viime kädessä ainoa vaihtoehto paremman tulevaisuuden takaamiseksi.

Lähteet

Basu, Kaushik. (2011) A simple model of the financial crisis of 2007-2009, with implications for the design of a stimulus package. Indian Growth and Development Review, Vol. 4 Iss: 1, pp.5 – 21. Emerald Group Publishing Ltd.

Fernandez, P., Aguirreamalloa, J., Corres, L. (2013) Market Risk Premium used in 82 countries in 2012. IESE Business School, Madrid.

Helander, M. (2012) Strategic cornerstones and opportunities of Metsä Board. [Esitys, 19.9.2012] [Verkkodokumentti] [Viitattu 16.3.2013]

Saatavilla:

<http://www.metsaboard.com/materialarchive/Material%20Archive/Other%20IR%20presentations/2012/CMD-2012-CEO-Mikko-Helander.pdf>

Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. (2007) Tutki ja kirjoita. 13. uud. p. Helsinki, Kustannusosakeyhtiö Tammi.

Hujala, M. (2011) Structural dynamics in global pulp and paper industry. Väitöskirja, Lappeenranta, Lappeenrannan teknillinen yliopisto, kauppatieteiden osasto. Acta Universitatis Lappeenrantaensis 455.

Kallunki, J-P., Lantto A-M. & Sahlström P. (2008) Tilinpäätösanalyysi IFRS-maailmassa. Helsinki, Talentum.

Kallunki, J-P., Kytönen E. (2007). Uusi tilinpäätösanalyysi. Helsinki, Talentum.

Kauppalehti (2013a) Osaketieto, UPM-Kymmene Oyj. [Verkkodokumentti] [Viitattu 16.4.2013]

Saatavilla: <http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/osake/?klid=1135>

Kauppalehti (2013b) Osaketieto, Stora Enso Oyj. [Verkkodokumentti] [Viitattu 16.4.2013]

Saatavilla: <http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/osake/?klid=1036>

Korpeinen, T. (2012) Strong cash flow and balance sheet. [Esiteys, Lontoo, 12.6.2012.] [Verkkodokumentti] [Viitattu 16.4.2013]

Saatavilla:

<http://www.upm.com/EN/INVESTORS/Documents/Company%20Presentation%20-%20November%202012.pdf>

Marketline (2013) SWOT Analysis of UPM-Kymmene Corporation. London, Marketline.

Marketline (2012) SWOT Analysis of Stora Enso Plc. London, Marketline.

Metsä Group (2013) Tilinpäätöstiedote 2012. Helsinki, Metsä Group.

Metsä Group (2012) Vuosikertomus 2011. Helsinki, Metsä Group.

Metsäliitto (2011) Vuosikertomus 2010. Helsinki, Metsäliitto.

Metsäliitto (2010) Vuosikertomus 2009. Helsinki, Metsäliitto.

Metsäliitto (2009) Vuosikertomus 2008. Helsinki, Metsäliitto.

Metsäliitto (2008) Vuosikertomus 2007. Helsinki, Metsäliitto.

Niskanen, J., Niskanen, M. (2003). Tilinpäätösanalyysi. Helsinki, Edita.

Metsäntutkimuslaitos (2012) Metsäsektorin suhdannekatsaus 2012-2013. Vantaa, Metsäntutkimuslaitos.

Metsäteollisuus ry (2012) Metsäteollisuuden tilastopalvelu. [Verkkodokumentti] [Viitattu 17.3.2013]

Saatavilla:

<http://www.metsateollisuus.fi/tilastopalvelu2/tilastokuviot/Metsateollisuus/Forms/AllItems.aspx>

Pellervon taloustutkimus (2013) PTT-ennuste – metsäsektori 1/2013.
[Verkkodokumentti] [Viitattu 14.4.2013]

Saatavilla: http://www.ptt.fi/site/?lan=1&mode=tiedotteet&tiedote_id=1571

Penman, S. (2007) Financial statement analysis and security valuation. 3rd edition.
New York, McGraw-Hill & Irwin Company.

Rodden, G., Rushton, M., Zhu, A., Lees, R., Zhong, L. (2012) The PPI Top 100, Pulp
& Paper International, September 2012

Sharpe, W., Alexander, G., Bailey, J. (1999) Investments. Upper Saddle River, NJ,
Prentice Hall.

Stora Enso (2013) Vuosikertomus 2012. Helsinki, Stora Enso.

Stora Enso (2012) Vuosikertomus 2011. Helsinki, Stora Enso.

Stora Enso (2011) Vuosikertomus 2010. Helsinki, Stora Enso.

Stora Enso (2010) Vuosikertomus 2009. Helsinki, Stora Enso.

Stora Enso (2009) Vuosikertomus 2008. Helsinki, Stora Enso.

Stora Enso (2008) Vuosikertomus 2007. Helsinki, Stora Enso.

Suomen Pankki (2013) Suomen valtion viitelainojen korot. [Verkkodokumentti]
[Viitattu 16.4.2013.]

Saatavilla:

http://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/korot/pages/tilastot_arvopaperimarkkinat_velkaperit_viitelainojen_korot.fi.aspx

Tilastokeskus (2013) Teollisuuden liikevaihtokuvaaja. [Verkkodokumentti] [Viitattu 17.3.2013] Saatavilla: http://www.stat.fi/til/tlv/2013/01/tlv_2013_01_2013-04-15_fi.pdf

UPM (2013) Vuosikertomus 2012. Helsinki, UPM.

UPM (2012) Vuosikertomus 2011. Helsinki, UPM.

UPM (2011) Vuosikertomus 2010. Helsinki, UPM.

UPM (2010) Vuosikertomus 2009. Helsinki, UPM.

UPM (2009) Vuosikertomus 2008. Helsinki, UPM.

UPM (2008) Vuosikertomus 2007. Helsinki, UPM.

Yritystutkimusneuvottelukunta (2005) Yritystutkimuksen tilinpäätösanalyysi. Helsinki, Gaudeamus.

Liitteet

Liite 1. UPM-Kymmene Oyj:n oikaistut tuloslaskelmatiedot vuosilta 2007-2012.

UPM- Kymmene Oyj OIKAISTU TULOSLASKELMA, miljoonaa euroa, IFRS	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Liikevaihto	10438	10068	8924	7719	9461	10035
Liiketoiminnan muut tuotot	39	86	35	12	70	42
Valmiiden ja keskeneräisten tuotteiden varastojen muutos	15	-1	49	-112	-76	75
Biologisten hyödykkeiden hakuut	-98	-98	-102	-82	-88	-116
Materiaalit ja palvelut	-6904	-6476	-5524	-4570	-5880	-6052
Henkilöstökulut	-1369	-1362	-1232	-1242	-1406	-1509
Liiketoiminnan muut kulut	-959	-865	-908	-749	-910	-1057
EBITDA	1162	1352	1242	976	1171	1418
Poistot ja arvonalentumiset	-769	-828	-770	-755	-863	-821
Liikevoitto/tappio (EBIT)	393	524	472	221	308	597
Osuus osakkuus- ja yhteisyritysten tuloksesta	-14	-4	8	48	62	43
Rahoitustuotot	49	71	1	62	2	0
Rahoituskulut	-105	-113	-121	-10	-227	-191
Voitto ennen veroja	323	478	360	321	145	449
Tuloverot	-125	-102	-55	-66	-60	-162
Tilikauden tulos	198	376	305	255	85	287
Biologisten hyödykkeiden käyvän arvon muutos	143	162	251	99	138	195
Laskennallisten verojen muutos	277	142	-19	48	81	-49
Satunnaiset tuotot	69	116	46	35	13	158
Satunnaiset kulut	-1941	-339	-22	-172	-497	-510
Kokonaistulos	-1254	457	561	265	-180	81

Liite 2. UPM-Kymmene Oyj:n tasetiedot vuosilta 2007-2012.

UPM-Kymmene Oyj OIKAISTU TASE, miljoonaa euroa, IFRS	2012	2011	2010	2009	2008	2007
VASTAAVAA						
Pitkäaikaiset varat						
Liikearvo	222	1022	1022	1017	933	1163
Muut aineettomat käyttöomaisuushyödykkeet	357	458	424	423	403	392
Aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet	4846	6242	5860	6192	5688	6179
Biologiset hyödykkeet	1476	1513	1430	1293	1133	1095
Osuudet osakkuus- ja yhteisyrityksissä	589	717	573	553	1263	1193
Sijoitukset	186	299	355	342	135	130
Rahoitusvarat	431	415	323	263	361	82
Pitkäaikaiset verosaamiset	686	508	359	287	258	284
Muut pitkäaikaiset varat	250	238	211	211	201	121
Lyhytaikaiset varat						
Vaihto-omaisuus	1377	1429	1299	1112	1354	1342
Myyntisaamiset ja muut lyhytaikaiset saamiset	1984	2003	1661	1446	1686	1717
Tuloverosaamiset	21	26	26	28	24	18
Rahavarat	468	495	269	438	330	237
Myytäväinä olevat varat		24			12	
VASTAAVAA YHTEENSÄ	12893	15389	13812	13605	13781	13953
VASTATTAVAA						
Emoyhtiön omistajille kuuluva oma pääoma						
Osakepääoma	890	890	890	890	890	890
Omat osakkeet	-2	-2	0	0	0	
Suoraan omaan pääomaan kirjatut nettotulot						
Muuntoerot	151	161	55	-164	-295	-158
Arvonmuutos- ja muut rahastot	139	129	90	141	130	193
Sijoitetun vapaan oman pääoman rahasto	1207	1199	1145	1145	1145	1067
Kertyneet voittovarot	3520	5084	4913	4574	4236	4778
Määräysvallattomien omistajien osuus	16	16	16	16	14	13
Oma pääoma yhteensä	5921	7477	7109	6602	6120	6783
Pitkäaikaiset velat						
Laskennalliset verovelat	597	675	629	608	658	745
Eläkevelvoitteet	476	490	424	418	408	441
Varaukset	205	326	150	191	191	171
Korolliset velat	3521	3750	3649	4164	4534	3384
Muut pitkäaikaiset velat	144	79	70	51	42	12
Lyhytaikaiset velat						
Lyhytaikaiset korolliset velat	396	883	330	300	537	931
Ostovelat ja muut lyhytaikaiset korottomat velat	1564	1671	1417	1206	1258	1443
Tuloverovelat	69	38	34	65	33	43
Velat yhteensä	6972	7912	6703	7003	7661	7170
VASTATTAVAA YHTEENSÄ	12893	15389	13812	13605	13781	13953

Liite 3. Stora Enso Oyj:n oikaistut tuloslaskelmatiedot vuosilta 2007-2012.

Stora Enso Oyj OIKAISTU TULOSLASKELMA, miljoonaa euroa, IFRS	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Liikevaihto	10815	10965	10297	8945	11029	11849
Liiketoiminnan muut tuotot	78	209	67	131	120	88
Valmiiden ja keskeneräisten tuotteiden varastojen muutos	-7	32	64	-201	-78	81
Biologisten hyödykkeiden hakkuut	-5	-5	-3	-2	-9	-19
Materiaalit ja palvelut	-7970	-8017	-7462	-6298	-7943	-8185
Henkilöstökulut	-1361	-1394	-1375	-1350	-1669	-1713
Liiketoiminnan muut kulut	-458	-487	-409	-481	-444	-556
EBITDA	1093	1302	1179	745	1006	1545
Poistot ja arvonalentumiset	-583	-553	-536	-534	-686	-786
Liikevoitto/tappio (EBIT)	510	749	643	210	320	759
Osuus osakkuus- ja yhteisyritysten tuloksesta	108	118	113	112	8	341
Rahoitustuotot	128	43	92	209	357	162
Rahoituskulut	-336	-381	-193	-489	-454	-584
Voitto ennen veroja	410	528	655	43	230	678
Tuloverot	-61	-75	-111	-46	50	-193
Tilikauden tulos	350	454	544	-3	280	485
Lopetetut toiminnot					4	-225
Biologisten hyödykkeiden käyvän arvon muutos			-1	-2	-9	26
Laskennallisten verojen muutos	69	-4	-46	55	165	186
Satunnaiset tuotot	191		346	42		266
Satunnaiset kulut	-121	-107	-73	-970	-1115	-950
Kokonaistulos	490	342	769	-878	-675	-212

Liite 4. Stora Enso Oyj:n tasetiedot vuosilta 2007-2012.

Stora Enso Oyj OIKAISTU TASE, miljoonaa euroa, IFRS	2012	2011	2010	2009	2008	2007
VASTAAVAA						
Pitkäaikaiset varat						
Liikearvo	226	224	215	208	208	503
Muut aineettomat käyttöomaisuushyödykkeet	74	101	94	97	145	164
Aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet	5049	4943	5067	4700	5414	6477
Biologiset hyödykkeet	222	213	191	153	134	89
Osuudet osakkuus- ja yhteisyrityksissä	1965	1913	1744	1481	1043	1155
Sijoitukset	547	722	958	850	1109	1423
Rahoitusvarat	134	125	127	160	130	127
Pitkäaikaiset verosaamiset	143	122	111	156	75	64
Muut pitkäaikaiset varat	23	27	37	30	16	23
Lyhytaikaiset varat						
Vaihto-omaisuus	1458	1529	1475	1282	1694	1993
Myyntisaamiset ja muut lyhytaikaiset saamiset	1985	1936	1907	1584	1834	2291
Tuloverosaamiset	19	6	2	2	25	34
Rahavarat	1850	1139	1111	890	416	971
VASTAAVAA YHTEENSÄ	13694	12999	13037	11593	12241	15311
VASTATTAVAA						
Emoyhtiön omistajille kuuluva oma pääoma						
Osakepääoma	1342	1342	1342	1342	1342	1342
Omat osakkeet	-10	-10	-10	-10	-10	-10
Suoraan omaan pääomaan kirjatut nettotulot	343	498	852	668	334	960
Muuntoerot	-10	32	104	-195	-444	-116
Arvonmuutos- ja muut rahastot	77	77	77	77	2276	2276
Sijoitetun vapaan oman pääoman rahasto	633	633	633	2042		
Kertyneet voittovarot	3410	3301	3206	1200	2095	3140
Määräysvallattomien omistajien osuus	92	87	52	58	57	72
Oma pääoma yhteensä	5876	5960	6255	5183	5651	7666
Pitkäaikaiset velat						
Laskennalliset verovelat	344	401	423	364	278	582
Eläkevelvoitteet	462	333	321	305	299	327
Varaukset	142	148	149	180	202	136
Korolliset velat	4341	3339	3259	2898	3008	3355
Muut pitkäaikaiset velat	12	32	62	43	29	53
Lyhytaikaiset velat						
Lyhytaikaiset korolliset velat	793	1034	752	1038	1068	1087
Ostovelat ja muut lyhytaikaiset korottomat velat	1686	1679	1697	1473	1602	1971
Tuloverovelat	39	74	120	108	105	135
Velat yhteensä	7818	7039	6782	6411	6590	7645
VASTATTAVAA YHTEENSÄ	13694	12999	13037	11593	12241	15311

Liite 5. Metsä Groupin oikaistut tuloslaskelmatiedot vuosilta 2007-2012.

Metsäliitto-konserni						
OIKAISTU TULOSLASKELMA, miljoonaa euroa, IFRS	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Liikevaihto	5001	5346	5377	4837	6434	7669
Liiketoiminnan muut tuotot	77	84	128	156	165	136
Valmiiden ja keskeneräisten tuotteiden varastojen muutos	-13	52	40	-112	-28	80
Biologisten hyödykkeiden hakuut						
Materiaalit ja palvelut	-3462	-3770	-3599	-3131	-4345	-5068
Henkilöstökulut	-710	-738	-729	-797	-893	-1126
Liiketoiminnan muut kulut	-392	-386	-370	-817	-923	-1012
EBITDA	501	588	847	136	410	679
Poistot ja arvonalentumiset	-249	-274	-299	-501	-482	-706
Liikevoitto/tappio (EBIT)	252	314	548	-365	-72	-27
Osuus osakkuus- ja yhteisyritysten tuloksesta	5	4	-15	-16	6	12
Rahoitustuotot	2	11	5	28	36	20
Rahoituskulut	-110	-142	-142	-173	-277	-247
Voitto ennen veroja	149	187	396	-526	-307	-242
Tuloverot	-76	-92	-122	-15	-22	-83
Tilikauden tulos	73	95	274	-541	-329	-325
Biologisten hyödykkeiden käyvän arvon muutos						
Laskennallisten verojen muutos	44	34	-8	26	82	60
Satunnaiset tuotot		11	45	197	74	55
Satunnaiset kulut	-14	-297	-95	-23	-338	
Kokonaistulos	103	-157	216	-341	-511	-210

Liite 6. Metsä Groupin tasetiedot vuosilta 2007-2012.

Metsäliitto-konserni OIKAISTU TASE, miljoonaa euroa, IFRS	2012	2011	2010	2009	2008	2007
VASTAAVAA						
Pitkäaikaiset varat						
Liikearvo	534	529	503	493	176	319
Muut aineettomat käyttöomaisuushyödykkeet	239	232	242	245	88	70
Aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet	2073	2129	2281	2428	2958	4021
Biologiset hyödykkeet	8	8	8	7	103	83
Osuudet osakkuus- ja yhteisyrityksissä	67	70	80	98	139	133
Sijoitukset	356	368	338	356	493	377
Rahoitusvarat	17	13	14	11	234	40
Pitkäaikaiset verosaamiset	60	62	63	58	61	46
Muut pitkäaikaiset varat			4	2		
Lyhytaikaiset varat						
Vaihto-omaisuus	725	781	798	669	943	1132
Myyntisaamiset ja muut lyhytaikaiset saamiset	719	735	843	753	956	1289
Tuloverosaamiset		34	39	42	52	47
Rahavarat	519	330	451	560	696	477
Myytäväinä olevat omaisuuserät	21	7	8	9		
VASTAAVAA YHTEENSÄ	5338	5298	5672	5731	6899	8034
VASTATTAVAA						
Emoyhtiön omistajille kuuluva oma pääoma	1388					
Osakepääoma		573	539	484	585	574
Omat osakkeet						
Suoraan omaan pääomaan kirjatut nettotulot						
Muuntoerot		29	25	9	-5	-7
Arvonmuutos- ja muut rahastot		240	278	251	195	178
Sijoitetun vapaan oman pääoman rahasto						
Kertyneet voittovarot		293	312	184	329	583
Määräysvallattomien omistajien osuus	500	360	524	471	682	978
Oma pääoma yhteensä	1888	1495	1678	1399	1786	2306
Pitkäaikaiset velat						
Laskennalliset verovelat	320	362	409	382	328	404
Eläkevelvoitteet	116	123	115	122	131	195
Varaukset	35	45	48	76	111	83
Korolliset velat	1161	1854	1927	1976	2854	3010
Muut pitkäaikaiset velat	35	32	36	134	26	50
Lyhytaikaiset velat						
Lyhytaikaiset korolliset velat	958	439	471	798	690	747
Ostovelat ja muut lyhytaikaiset korottomat velat	824	936	950	823	962	1192
Tuloverovelat		12	38	16	12	47
Velat yhteensä	3449	3803	3994	4327	5114	5728
VASTATTAVAA YHTEENSÄ	5337	5298	5672	5726	6900	8034

Liite 7. UPM- Kymmenen tilinpäätöstunnusluvut.

UPM-Kymmene Oyj	2012	2011	2010	2009	2008	2007
EBITDA-%	11,1 %	13,3 %	13,9 %	12,6 %	12,3 %	14,1 %
Liiketulos-%	3,8 %	5,2 %	5,3 %	2,9 %	3,2 %	5,9 %
Nettotulos-%	1,9 %	3,7 %	3,4 %	3,3 %	0,9 %	2,8 %
Rahoituserien jälkeinen tulos-%	3,1 %	4,7 %	4,0 %	4,2 %	1,5 %	4,5 %
Kokonaispääoman tuotto-%	1,4 %	2,6 %	2,2 %	1,9 %	0,6 %	2,0 %
Sijoitetun pääoman tuotto-%	3,7 %	4,9 %	4,2 %	2,9 %	3,2 %	5,5 %
Oman pääoman tuotto-%	3,0 %	5,2 %	4,4 %	4,0 %	1,3 %	4,2 %
Omavaraisuusaste	45,9 %	48,6 %	51,5 %	48,5 %	44,4 %	48,6 %
Suhteellinen velkaantuneisuus	66,8 %	78,6 %	75,1 %	90,7 %	81,0 %	71,4 %
Net gearing	58,3 %	55,3 %	52,2 %	61,0 %	77,5 %	60,1 %
DuPont-analyysi:						
Nettotulos/liikevaihto	1,9 %	3,7 %	3,4 %	3,3 %	0,9 %	2,8 %
Liikevaihto/koko pääoma	73,8 %	69,0 %	65,1 %	56,4 %	68,2 %	71,9 %

Liite 8. Stora Enso Oyj:n tilinpäätöstunnusluvut.

Stora Enso Oyj	2012	2011	2010	2009	2008	2007
EBITDA-%	10,0 %	11,7 %	11,4 %	8,2 %	9,0 %	12,9 %
Liiketulos-%	4,7 %	6,7 %	6,2 %	2,3 %	2,9 %	6,4 %
Nettotulos-%	3,2 %	4,1 %	5,2 %	0,0 %	2,5 %	4,1 %
Rahoituserien jälkeinen tulos-%	3,8 %	4,7 %	6,3 %	0,5 %	2,1 %	5,7 %
Kokonaispääoman tuotto-%	2,6 %	3,4 %	4,4 %	0,0 %	2,0 %	3,1 %
Sijoitetun pääoman tuotto-%	6,7 %	8,6 %	8,5 %	5,5 %	6,1 %	10,2 %
Oman pääoman tuotto-%	5,9 %	7,4 %	9,5 %	-0,1 %	4,2 %	6,3 %
Omavaraisuusaste	42,9 %	45,8 %	48,0 %	44,7 %	46,2 %	50,1 %
Suhteellinen velkaantuneisuus	72,3 %	64,2 %	65,9 %	71,7 %	59,8 %	64,5 %
Net gearing	55,9 %	54,3 %	46,4 %	58,8 %	64,8 %	45,3 %
DuPont-analyysi:						
Nettotulos/liikevaihto	3,2 %	4,1 %	5,2 %	0,0 %	2,5 %	4,1 %
Liikevaihto/koko pääoma	81,0 %	84,2 %	83,6 %	75,1 %	80,1 %	77,4 %

Liite 9. Metsä Groupin tilinpäätöstunnusluvut.

Metsä Group	2012	2011	2010	2009	2008	2007
EBITDA-%	9,9 %	10,8 %	15,4 %	2,7 %	6,2 %	8,7 %
Liiketulos-%	5,0 %	5,8 %	10,0 %	-7,3 %	-1,1 %	-0,3 %
Nettotulos-%	1,4 %	1,7 %	5,0 %	-10,8 %	-5,0 %	-4,2 %
Rahoituserien jälkeinen tulos-%	2,9 %	3,4 %	7,2 %	-10,5 %	-4,7 %	-3,1 %
Kokonaispääoman tuotto-%	1,4 %	1,7 %	4,7 %	-8,3 %	-4,3 %	-4,0 %
Sijoitetun pääoman tuotto-%	6,4 %	8,1 %	12,7 %	-7,2 %	-0,5 %	0,1 %
Oman pääoman tuotto-%	4,3 %	6,0 %	17,8 %	-34,0 %	-16,1 %	-14,1 %
Omavaraisuusaste	35,4 %	28,2 %	29,6 %	24,4 %	25,9 %	28,7 %
Suhteellinen velkaantuneisuus	69,0 %	71,1 %	74,3 %	89,5 %	79,5 %	74,7 %
Net gearing	84,7 %	131,3 %	116,0 %	158,3 %	159,5 %	142,2 %
DuPont-analyysi:						
Nettotulos/liikevaihto	1,4 %	1,7 %	5,0 %	-10,8 %	-5,0 %	-4,2 %
Liikevaihto/koko pääoma	94,0 %	97,5 %	94,3 %	76,6 %	86,2 %	95,5 %