

Yhtiön tervehtyminen jatkuu

Toistamme Lemminkäisen vähennä-suosituksen, mutta nostamme taseen ja liiketoimintarakenteen tervehtymisen myötä tavoitehinnan 12,0 euroon (aik. 11,0). Viime vuosina tutuksi tulleet kertaerät rasittivat jälleen tulosta Q2:lla, mutta operatiivisesti yhtiö kehittyi oikeaan suuntaan. Vaikka vaisuista kasvunäkymistä ja raskaasta rahoitusrakenteesta johtuen arvostustaso ei vielä houkuttele, emme myöskään näe perusteita hinnoitella osaketta merkittävästi alle oikaistun oman pääoman arvon.

Kertaerät rasittivat Q2-tulosta - operatiivinen tulos kehittyi oikeaan suuntaan

Lemminkäisen raportoitu liikevoitto oli Q2:lla noin 8 MEUR:n negatiivisten kertaerien vuoksi odotuksia heikompi, mutta oikaistuna liikevoitto ylitti odotuksemme. Operatiivisesti yhtiön kannattavuus kehittyi edelleen positiiviseen suuntaan ja kertaeristä oikaistu liikevoitto kasvoi noin 30 % vertailukaudesta. Kannattavuusparannuksen pääajureina toimivat eritoten viime vuonna toteutetut tehostustoimet, mutta myös Päällistyksen ja Infraprojektien vahvemmat volyymit tukivat tulosta. Suomen talorankentamisen oikaistu liiketulos ja Venäjän liikevoitto olivat sen sijaan hieman odotuksiamme heikompia, sillä asuntojen myyntivolyymit jäivät odotuksista. Ohjeistus vuodelle 2015 säilyi ennallaan. Yhtiö ennakoii, että liikevaihto ei kasva vuoden 2014 tasosta ja liikevoitto paranee vuoteen 2014 verrattuna.

Päällistyksen näkymät hyvät, mutta talonrakentamisen markkinatilanne vaisu

Yhtiön suurimman segmentin, Päällistyksen näkymät ovat valoisat. Norjassa ja Ruotsissa on käynnissä isoja tiehankkeita ja Suomessa tehdään lähivuosina merkittäviä panostuksia teiden ylläpitoon ja korjaukseen. Pohjoismaissa on tarjousvaiheessa useita isoja infraprojekteja, jotka kiinnostavat Lemminkäistä. Tänä vuonna yhtiö ei ole kuitenkaan vielä voittanut kovin montaa isoja infraprojektia ja yhtiö mukaan kilpailutilanne alalla on ollut kireä. Talonrakentamisen puolella kasvunäkymät ovat vaisumpia. Suomessa yhtiö sulattelee edelleen myyntivarastoaan ja on hyvin varovainen aloituksissa. Venäjällä ei ole epävarman tilanteen vuoksi aloitettu uusia kohteita, joten kasvu tulee jäämään heikoksi lähivuosina.

Ennusteisiin muutoksia yrityskaupoista ja valtion infraelvytyksestä

Lemminkäinen on luopumassa viimeisistä merkittävistä ydintoiminnan ulkopuolisista liiketoiminnoista, Ruotsin talonrakentamisesta ja Norjan teiden huolto- ja ylläpitotoiminnoista. Yritysmyyntit laskevat liikevaihtoa noin 170 MEUR vuositasolla, mutta liikevoittoon vaikutus on arviomme mukaan pieni. Laskimme vuosien 2015-2017 liikevaihtoennusteita 5-10 %, mutta liikevoittoennusteemme säilyvät lähes ennallaan 53-57 MEUR:n tasolla. Ennustetta osakekohtaiseksi tulokseksi nostimme sen sijaan selvästi, koska yhtiön vahva kassavirta laskee rahoituskuluja. Ennustamme nyt vuodelle 2015 0,44 euron raportoitua sekä 0,61 euron oikaistua osakekohtaista tulosta (aik. 0,55 ja 0,47 euroa). Vuoden 2016 ennusteemme on nyt 0,86 euroa (aik. 0,84 euroa). 2015-osinkoennuste on ennallaan 0,15 eurossa.

Arvostus saa tukea tasearvosta

Ennusteillamme Lemminkäisen 2015e ja 2016e P/E-luvut ovat 20x ja 13x sekä 2015e osinkotuotto hieman yli 1%:n. Vuoden 2015 P/B (oikaistu) ja EV/liikevaihto-kertoimet ovat 1x ja 0,2x. Arvostustaso näyttää taseeseen suhteutettuna kohtuulliselta, mutta heikon suhdanteen ja matalakatteiseen liiketoimintaan painottuvan tilauskannan takia tuloskasvu- ja pääoman tuottopotentiali ei nouse vielä kukaan kovin houkuttelevaksi.

Avainluvut											
	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2013	2 020	-89	-4,4 %	-116	-3,97	0,00	0,3	14,5	-173,6	-11,9	0,0 %
2014	2 045	36	1,8 %	-2	-0,67	0,00	0,2	4,6	8,3	442,1	0,0 %
2015e	1 844	54	2,9 %	31	0,44	0,15	0,2	4,3	7,0	19,5	1,3 %
2016e	1 709	53	3,1 %	34	0,86	0,25	0,2	4,5	7,5	13,9	2,1 %
2017e	1 850	57	3,1 %	40	1,10	0,30	0,2	4,6	7,1	10,9	2,5 %
Markkina-arvo, MEUR		279		OPO / osake 2015e, EUR			16,91	CAGR EPS, 2014-2017, %			-218 %
Nettovelka 2015e, MEUR		129		P/B 2015e			0,7	CAGR kasvu, 2014-2017, %			-3 %
Yritysarvo (EV), MEUR		408		Nettovelkaisuusaste 2015e, %			32,8 %	ROE 2015e, %			2,5 %
Taseen koko 2015e, MEUR		1198		Omavaraisuusaste 2015e, %			34,5 %	ROCE 2015e, %			7,2 %

Analytiikko

Petri Aho
+358 50 340 2986
petri.aho@inderes.fi



Suositus

Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehinta 12,00 EUR

Edellinen: 11,00



Ellisen päätös **12,00 EUR**

12 kk vaihteluväli **9,52-13,1 EUR**

Potentiaali **0,0 %**

Ohjeistus

Liikevaihto ei kasva vuoden 2014 tasosta. Liikevoitto kasvaa vuoteen 2014 verrattuna.

Ohjeistusmuutos: **Ennallaan**

Toteuma vrt. Ennusteet

Ennustetaulukko	Q2'14	Q2'15	Q2'15e	Erotus (%)	2015e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	511	492	493	0 %	1844
Käyttökate	26,2	26,2	32,1	-18 %	91,0
Liikevoitto (oikaistu)	14,8	21,6	20,5	5 %	58,0
Liikevoitto	14,8	15,6	20,5	-24 %	54,0
Tulos ennen veroja	7,3	10,1	13,5	-25 %	31,3
EPS (oikaistu)	0,12	0,31	0,35	-10 %	0,61
Liikevaihdon kasvu-%	8,5 %	-3,6 %	-3,4 %	-0,2 %-yks.	-9,8 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	2,9 %	4,4 %	4,2 %	0,2 %-yks.	3,1 %

Ennustemuutokset

Ennustemuutokset	2015e	2015e	Muutos	2016e	2016e	Muutos	2017e	2017e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1938	1844	-5 %	1910	1709	-10 %	1988	1850	-7 %
Käyttökate	94	91	-3 %	89	87	-1 %	89	88	-2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	53	58	9 %	53	53	0 %	57	57	1 %
Liikevoitto	55	54	-2 %	53	53	0 %	57	57	1 %
Tulos ennen veroja	31	31	1 %	34	34	0 %	40	40	1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,47	0,61	32 %	0,84	0,86	2 %	1,10	1,10	0 %
Osakekohtainen osinko	0,15	0,15	0 %	0,25	0,25	0 %	0,30	0,30	0 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	EUR	MEUR	MEUR	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e
Skanska	19,18	8056	8173	12,2	11,3	0,5	0,5	16,5	15,7	4,2	4,4	3,2
NCC	27,23	2947	3930	12,3	11,9	0,6	0,6	13,4	12,8	5,1	5,5	2,9
Veidekke	10,12	1354	1422	11,3	9,6	0,5	0,5	13,9	12,0	4,9	5,6	3,9
PEAB	6,89	2041	2618	12,6	11,4	0,6	0,6	13,7	12,4	4,4	4,7	2,2
YIT	5,47	696	1283	13,9	12,0	0,8	0,7	12,9	10,6	4,5	5,6	1,1
SRV Yhtiöt	3,63	133	363	15,8	12,1	0,5	0,5	11,2	8,5	3,9	4,9	0,6
Lemminkäinen (Inderes)	12,00	279	408	7,0	7,5	0,2	0,2	19,5	13,9	1,3	2,1	0,7
Keskiarvo				13,0	11,4	0,6	0,5	13,6	12,0	4,5	5,1	2,3
Mediaani				12,4	11,7	0,5	0,5	13,6	12,2	4,5	5,2	2,6
Erotus-% vrt. mediaani				-43 %	-36 %	-59 %	-55 %	44 %	14 %	-72 %	-60 %	-72 %

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

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

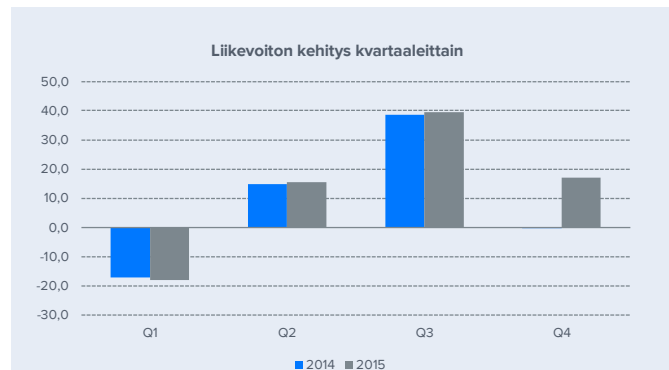
Tuloskehitys kvartaalitasolla	2013	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15e	Q4'15e	2015e	2016e	2017e
Liikevaihto	2020,2	279,1	510,6	646,5	608,3	2044,5	289,6	492,2	562,0	500,0	1843,8	1709,3	1850,4
<i>Suomen talonrakentaminen</i>	592,9	115,9	135,2	121,9	166,0	539,0	131,3	127,0	110,0	130,0	498,3	448,5	470,9
<i>Päällystys</i>	1279,2	60,0	243,8	367,5	236,2	907,5	64,4	258,8	355,0	230,0	908,2	930,9	1024,0
<i>Venäjän toiminnot</i>	164,5	16,0	34,1	64,0	82,0	196,1	18,6	17,4	25,0	70,0	131,0	65,5	78,6
<i>Infraprojektit</i>	-16,4	59,6	75,5	77,5	73,4	286,0	58,9	65,7	70,0	68,0	262,6	249,5	261,9
<i>Muut toiminnot</i>	0,0	35,5	41,1	32,3	70,3	179,2	16,4	23,3	2,0	2,0	43,7	15,0	15,0
<i>Konsernieliminointi</i>	0,0	-7,9	-19,1	-16,7	-19,6	-63,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	-43,9	-9,5	26,2	52,9	9,9	79,4	-12,9	26,2	52,1	25,6	91,0	87,5	87,9
<i>Poistot ja arvonalennukset</i>	-39,4	-6,1	-9,8	-12,1	-8,0	-36,0	-3,6	-9,0	-11,0	-7,0	-30,6	-28,6	-26,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	-3,5	-17,2	14,8	38,7	16,0	52,2	-20,1	21,6	39,5	17,0	58,0	53,3	56,9
Liikevoitto	-89,2	-17,2	14,8	38,7	-0,1	36,2	-18,1	15,6	39,5	17,0	54,0	53,3	56,9
<i>Suomen talonrakentaminen</i>	5,0	6,1	5,9	0,3	-3,0	9,3	7,3	-3,5	2,5	3,5	9,8	15,7	16,5
<i>Päällystys</i>	-13,1	-20,1	14,3	32,8	5,2	32,2	-27,0	15,2	35,0	5,5	28,7	31,7	35,8
<i>Venäjän toiminnot</i>	-0,3	-1,4	0,4	10,6	10,2	19,7	1,1	1,4	2,0	8,5	13,0	5,2	3,9
<i>Infraprojektit</i>	-80,8	1,9	-0,3	4,1	1,5	7,2	0,8	4,3	2,0	1,5	8,6	8,7	9,2
<i>Muut toiminnot</i>	0,0	-3,7	-5,5	-9,1	-13,9	-32,2	-0,3	-1,8	-2,0	-2,0	-6,1	-8,0	-8,5
<i>Nettorahoituskulut</i>	-26,7	-7,1	-7,5	-15,6	-8,2	-38,4	-5,7	-5,5	-6,5	-5,0	-22,7	-19,5	-16,5
Tulos ennen veroja	-115,9	-24,3	7,3	23,2	-7,9	-1,7	-23,8	10,1	33,0	12,0	31,3	33,8	40,4
<i>Verot</i>	24,0	4,2	-2,0	-7,1	1,6	-3,3	4,2	-5,2	-6,6	-2,6	-10,2	-7,8	-9,3
<i>Vähemmistöosuudet</i>	-0,2	-0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Nettotulos	-92,1	-22,0	2,8	13,2	-9,5	-15,5	-22,4	1,2	24,3	7,2	10,3	20,0	25,5
EPS (oikaistu)	-1,01	-0,95	0,12	0,57	0,28	0,02	-1,05	0,31	1,04	0,31	0,61	0,86	1,10

Tunnusluvut	2013	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15e	Q4'15e	2015e	2016e	2017e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	-10,9 %	5,3 %	8,5 %	-8,2 %	4,8 %	1,2 %	3,8 %	-3,6 %	-13,1 %	-17,8 %	-9,8 %	-7,3 %	8,3 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	-107,0 %	-53,3 %	-223,3 %	-38,3 %	-192,2 %	-1591,4 %	16,9 %	45,9 %	2,2 %	6,6 %	11,1 %	-8,1 %	6,8 %
<i>Käyttökate-%</i>	-2,2 %	-3,4 %	5,1 %	8,2 %	1,6 %	3,9 %	-4,5 %	5,3 %	9,3 %	5,1 %	4,9 %	5,1 %	4,8 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	-0,2 %	-6,2 %	2,9 %	6,0 %	2,6 %	2,6 %	-6,9 %	4,4 %	7,0 %	3,4 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %
<i>Nettotulos-%</i>	-4,6 %	-7,9 %	0,5 %	2,0 %	-1,6 %	-0,8 %	-7,7 %	0,2 %	4,3 %	1,4 %	0,6 %	1,2 %	1,4 %

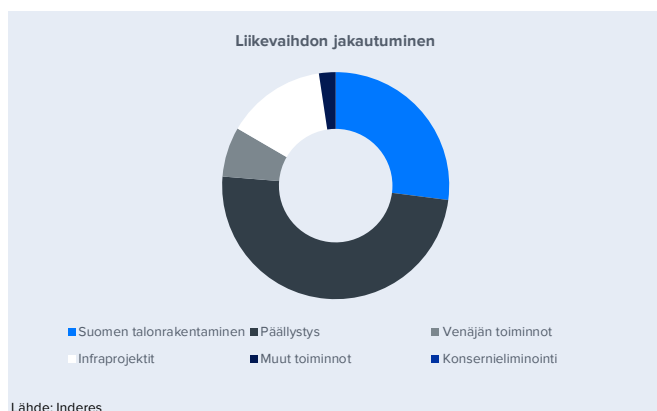
Lähde: Inderes



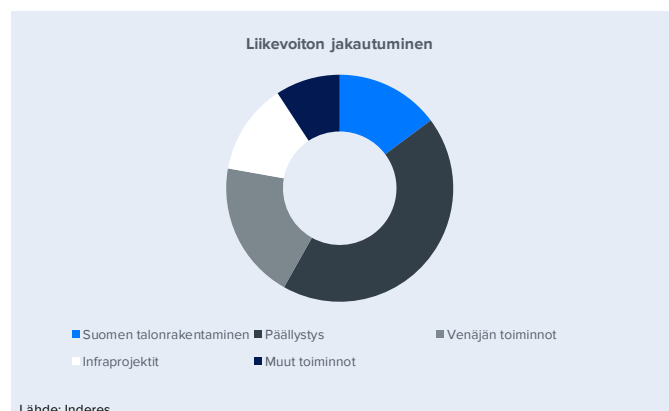
Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

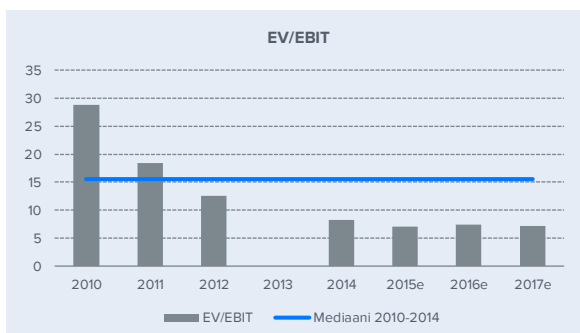
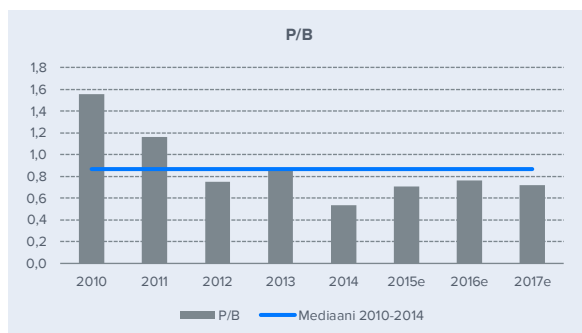
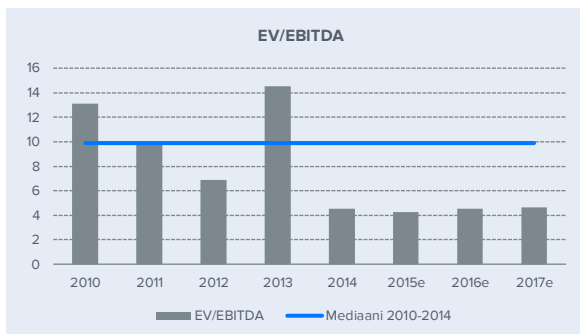
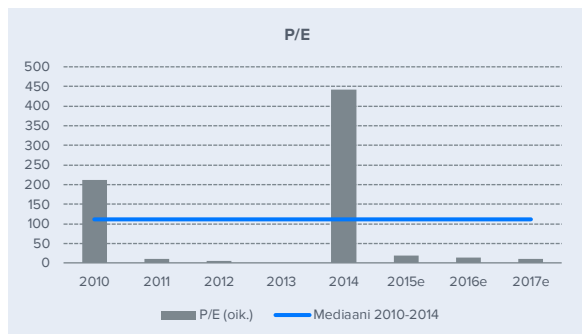


Lähde: Inderes

Arvostus

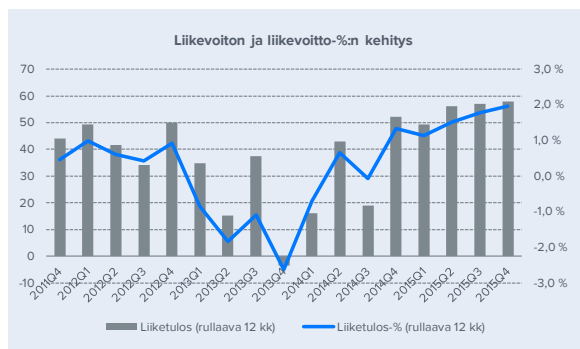
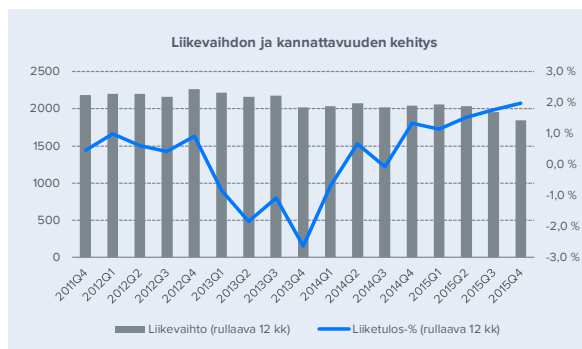
Arvostustaso	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Osakekurssi	22,00	17,46	12,08	12,08	9,52	12,00	12,00	12,00
Markkina-arvo	511	405	281	281	221	279	279	279
Yritysarvo (EV)	868	813	627	608	434	408	397	407
P/E (oik.)	212,8	11,4	6,2	neg.	442,1	19,5	13,9	10,9
P/Kassavirta	-12,7	-16,9	2,7	-95,8	2,5	2,1	3,9	29,4
P/B	1,6	1,2	0,8	0,9	0,5	0,7	0,8	0,7
P/S	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	13,1	9,9	6,9	14,5	4,6	4,3	4,5	4,6
EV/EBIT	28,8	18,5	12,5	neg.	8,3	7,0	7,5	7,1
Osinko/tulos (%)	819 %	28 %	26 %	0 %	0 %	34 %	29 %	27 %
Osinkotuotto-%	1,9 %	2,4 %	4,2 %	0,0 %	0,0 %	1,3 %	2,1 %	2,5 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

Tulostrendi (rullaava 12 kk)

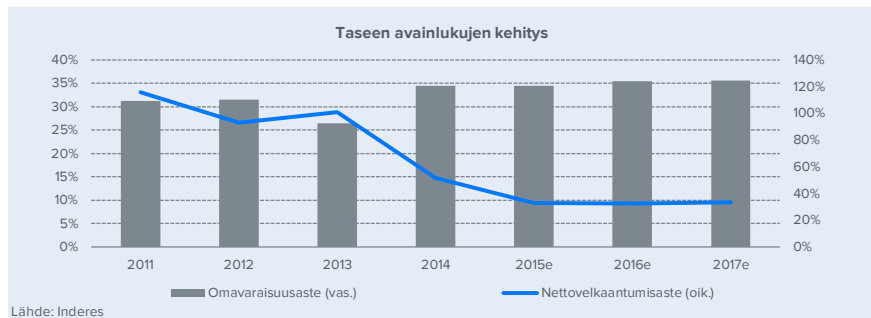


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2012	2013	2014	2015e	2016e
Pysyvät vastaavat	344	362	308	270	252
Liikearvo	77	80	54	54	54
Aineettomat oikeudet	27	29	20	17	13
Käyttöomaisuus	201	201	181	151	141
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	10	9	7	7	7
Muut sijoitukset	6	1	3	3	3
Muut pitkäaikaiset varat	1	4	1	1	1
Laskennalliset verosaamiset	24	39	42	38	34
Vaihtuvat vastaavat	960	980	950	928	841
Varastot	494	504	524	447	419
Muut lyhytaikaiset varat	0	4	2	2	2
Myyntisaamiset	371	391	290	258	239
Likvidit varat	94	81	134	221	181
Taseen loppusumma	1304	1343	1258	1198	1093

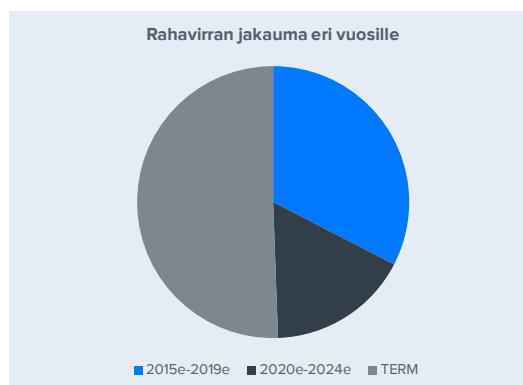
Vastattavaa (MEUR)	2012	2013	2014	2015e	2016e
Oma pääoma	372	323	412	393	366
Osakepääoma	34	34	34	34	34
Kertyneet voittovarot	263	226	170	181	197
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	5	0	-22	-25	-25
Muu oma pääoma	71	64	230	203	160
Vähemmistöosuus	0	1	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	259	98	184	206	206
Laskennalliset verovelat	25	13	16	16	16
Varaukset	13	20	28	28	28
Lainat rahoituslaitoksilta	208	61	140	150	150
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	13	4	1	13	13
Lyhytaikaiset velat	672	920	661	599	521
Lainat rahoituslaitoksilta	232	346	208	200	150
Lyhytaikaiset korottomat velat	428	565	441	387	359
Muut lyhytaikaiset velat	12	9	12	12	12
Taseen loppusumma	1304	1343	1258	1198	1093



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TERM
Liikevoitto	36,2	54,0	53,3	56,9	61,3	60,2	61,7	63,0	64,2	65,5	66,8	
+ Kokonaispoistot	43,2	37,0	34,2	31,0	32,7	34,4	35,5	36,4	37,1	37,8	38,6	
- Maksetut verot	-4,4	-6,2	-3,8	-5,3	-6,7	-5,9	-8,3	-8,6	-8,8	-10,1	-10,9	
- verot rahoituskuluista	-10,2	-4,8	-4,5	-3,8	-3,5	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,2	
+ verot rahoitustuotoista	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-37,6	55,0	18,9	-24,7	-17,2	-10,2	-8,8	-7,2	-7,3	-7,5	-7,6	
Operatiivinen kassavirta	29,3	135,0	98,1	54,2	66,7	75,2	76,8	80,3	81,8	82,4	83,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	5,1	11,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	13,0	-3,0	-20,6	-39,1	-41,3	-39,6	-39,9	-40,0	-40,8	-41,6	-42,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	47,4	143,4	77,5	15,1	25,4	35,6	37,0	40,3	41,1	40,9	41,3	
+/- Muut	41,8	-10,7	-6,0	-5,6	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	89,2	132,7	71,5	9,5	24,0	35,6	37,0	40,3	41,1	40,9	41,3	694,5
Diskontattu vapaa kassavirta		117,9	64,1	7,9	18,4	25,3	24,3	24,5	23,1	21,3	19,9	334,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	692,0	563,4	499,3	491,5	473,0	447,7	423,4	398,9	375,8	354,6	334,6	
Velaton arvo DCF	692,0											
- Korolliset velat		-347,8										
+ Rahavarat		134,2										
- Vähemmistöosuus		-0,1										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF	478,4											
Oman pääoman arvo DCF per osake	20,60											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	40,0 %
Vieraan pääoman kustannus	7,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,80 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,1 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2012	2013	2014	2015e	2016e
Liikevaihto	2267,5	2020,2	2044,5	1843,8	1709,3
EBITDA	91,1	-43,9	79,4	91,0	87,5
EBITDA-marginaali (%)	4,0	-2,2	3,9	4,9	5,1
EBIT	50,1	-89,2	36,2	54,0	53,3
Voitto ennen veroja	30,2	-115,9	-1,7	31,3	33,8
Nettovoitto	45,0	-92,1	7,5	10,3	20,0
Kertaluontoiset erät	0,0	-85,7	-16,0	-4,0	0,0

Tase	2012	2013	2014	2015e	2016e
Taseen loppusumma	1303,6	1342,6	1257,7	1198,0	1093,3
Oma pääoma	372,8	324,0	412,5	392,8	366,3
Liikearvo	77,0	80,1	53,8	53,8	53,8
Korolliset velat	440,3	407,6	347,8	350,0	300,0

Kassavirta	2012	2013	2014	2015e	2016e
EBITDA	91,1	-43,9	79,4	91,0	87,5
Nettokäyttöpääoman muutos	9,1	101,4	-37,6	55,0	18,9
Operatiivinen kassavirta	84,6	49,0	29,3	135,0	98,1
Vapaa kassavirta	104,9	-2,9	89,2	132,7	71,5

Yhtiökuvaus
Lemminkäinen on vaativan infrarakentamisen ja talonrakentamisen osaja Pohjois-Euroopassa ja yksi markkina-alueensa suurimmista pääillystajistä. Vuonna 2014 Lemminkäisen liikevaihto oli noin 2,0 miljardia euroa ja yhtiön palveluksessa on noin 5 600 ammattilaista. Lemminkäinen Oyj:n osake on noteerattu NASDAQ OMX Helsinki Oy:ssä.

Osakekohtaiset luvut	2012	2013	2014	2015e	2016e
EPS	1,94	-3,97	-0,67	0,44	0,86
EPS oikaistu	1,94	-1,01	0,02	0,61	0,86
Operat. kassavirta per osake	3,64	2,11	1,26	5,82	4,23
Tasearvo per osake	16,03	13,92	17,76	16,91	15,77
Osinko per osake	0,60	0,00	0,00	0,15	0,25
Voitonjako, %	26	0	0	34	29
Osinkotuotto, %	4,2	0,0	0,0	1,3	2,1

Tunnusluvut	2012	2013	2014	2015e	2016e
P/E	6,2	neg.	neg.	27,2	13,9
P/B	0,8	0,9	0,5	0,7	0,8
P/Liikevaihto	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
P/CF	3,3	5,7	7,5	2,1	2,8
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	6,9	neg.	5,5	4,5	4,5
EV/EBIT	12,5	neg.	12,0	7,5	7,5

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Pnt Group Oy	18,7 %
Pentti Heikki kuolinpesä	9,7 %
Forsten Noora	9,5 %
Pentti Olavi	8,7 %
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma	4,7 %

Suositus historia, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27.3.2014	Vähennä	13,00 €	13,10 €
5.5.2014	Vähennä	14,00 €	14,00 €
10.7.2014	Lisää	15,00 €	13,40 €
1.8.2014	Vähennä	15,00 €	14,30 €
25.8.2014	Vähennä	13,00 €	13,50 €
10.10.2014	Vähennä	11,50 €	11,40 €
4.11.2014	Vähennä	11,50 €	11,40 €
14.1.2015	Vähennä	10,50 €	10,30 €
6.2.2015	Vähennä	11,00 €	10,50 €
8.5.2015	Vähennä	11,00 €	11,00 €
3.8.2015	Vähennä	12,00 €	11,90 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

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

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittävää omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy:llä ei ole omistuksia kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>