

Kannattavuusongelmat ja korkea arvostus eivät houkuttele

Toistamme Tikkurilan vähennä-suosituksen ja laskemme tavoitehintamme 15,5 euroon (aik. 17,0 euroa). Emme näe tällä hetkellä osakkeessa merkittävää nousuvaraa, sillä ilmoitetut organisaatio- ja rakenneuudistukset yhdistettynä raaka-aineiden nousupaineisiin pitävät arviomme mukaan tulostuksen heikkona vielä pitkään. Osakkeen arvostus on haastava ja tänä keväänä nähtyjen kannattavuusongelmien korjaamisesta ei olla nähty vielä konkreettisia merkkejä.

Tikkurilan alkuvuosi 2017 on ollut heikko

H1-liikevaihto kasvoi 3 % 320 MEUR:oon pääosin Venäjän ruplan vahvistumisen ansiosta, mutta liikevoitto laski samaan aikaan 37 % 25 MEUR:oon (H1'16: 40 MEUR). Iso teema heikon tuloksen taustalla oli korkea kustannustaso, joka johtui kahdesta päätekijästä: 1) raaka-aineiden ja pakkausmateriaalien hintojen noususta ja 2) toiminnanohjausjärjestelmän käyttöönotosta aiheutuneista merkittävästä kuluista ja käynnistysaasteista. Yhtiö arvioi molempien tekijöiden aiheuttavan lisäkustannuksia loppuvuodesta ja maalin valmistuksessa tärkeän titaanidioksidin saatavuusongelmat ja korkea hintataso tulevat jatkumaan yhtiön arvion mukaan vuoden 2018 loppuun asti.

Tuotantokustannusten nousua ei ole pystytty siirtämään hintoihin entiseen malliin

Tikkurila on perinteisesti onnistunut siirtämään tuotantokustannusten nousun omien tuotteidensa hintoihin ja vahva brändiportfolio on auttanut yhtiötä puolustamaan pitkällä aikavälillä 10 %:n liikevoittomarginaalia. H1'17-raportti jäi kuitenkin erittäin heikoksi ja tuotantokustannusten nousu on päässyt selvästi yllättämään yhtiön. Samalla uuden toiminnanohjausjärjestelmän käyttöönotossa esiintyneet ongelmat ja raaka-aineiden saatavuusongelmat ovat heikentäneet toimitusvarmuutta asiakkaille ja tilanteessa hintojen korottaminen on erittäin vaikeaa. Tikkurilan hinnoitteluvoima on viime vuosina ollut koetuksella etenkin Venäjällä, missä kuluttajien alhainen ostovoima on johtanut alempien laatu- ja hintaluokkien maalien suhteellisen kysynnän kasvuun.

Yhtiö on käynnistänyt laajamittaisen tehostamisohjelman

Kannattavuuden parantamiseksi käynnistetyn laajamittaisen tehostamisohjelman tavoitteena on vähintään 30 MEUR:n säästöjen saavuttaminen. Nykyisellä noin 600 MEUR:n liikevaihtotasolla tavoite on mielestämme erittäin kunnianhimoinen, eikä johto ole pystynyt vielä antamaan tarkempia tietoja tavoitteen saavuttamisen aikataulusta tai keinoista. Kyseessä ei ole mikään tavanomainen kulujen leikkausohjelma, vaan johdon mukaan Tikkurilan tulee muuttaa toimintaansa "luita ja ytimiä myöten". Tätä varten on käynnistetty selvitys tulevaisuuden tuotantoverkosta, ja jo ilmoitetun uuden Venäjän tehtaan rakentamisen lisäksi odotamme yhtiön sulkevan lähivuosina joitakin nykyisiä tehtaitaan ja keskittävän toimintojaan merkittävästi paremman kilpailukyvyyn saavuttamiseksi. Koko projekti tulee arviomme mukaan kestämään 2-3 vuotta, minkä aikana odotamme kustannustason pysyvän koholla.

Arvostus on yhtiön historiallisen tason ja verrokkiryhmän yläpuolella

Ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2017 ja 2018 ovat 23x ja 18x. Vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 19x ja 15x. Tulospohjaiset arvostuskertoimet ovat Tikkurilan historiallisen tason yläpuolella ja noin 5-25 % kansainvälisen verrokkiryhmän yläpuolella. Osake ei saa mielestämme tällä hetkellä tukea korkeasta tulospohjaisesta arvostuksesta, mutta kohtalaisen vahvan taseen ja rahavirran turvin yhtiö pystyy pitämään yllä nykykurssiin nähden noin 5,0 %:n osinkotuottoa, joka on kaksinkertainen verrokkiryhmään nähden.

Analyytikko

Petri Kajaani
 +358 50 527 8680
 petri.kajaani@inderes.fi



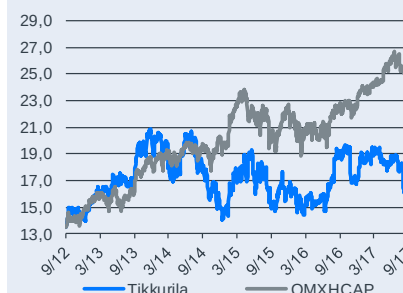
Suositus Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 15,50 EUR

Edellinen: 17,00



Lähde: Bloomberg

Ei-lisän päätös 15,75 EUR

12 kk vaihteluväli 15,35-19,76 EUR

Potentiaali -1,6 %

Ohjeistus

Tikkurila arvioi tilikauden 2017 liikevaihdon olevan viime vuoden tasolla ja oikaistun liikevoiton jäävän vuoden 2016 tasosta. Vuoden 2016 liikevaihto oli 572 MEUR ja oikaistu liikevoitto 54,0 MEUR.

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2015	584	62	10,6 %	53	0,94	0,80	1,3	9,9	12,8	18,4	5,0 %
2016	572	53	9,3 %	57	1,01	0,80	1,6	12,6	16,4	18,3	4,3 %
2017e	584	41	7,0 %	39	0,68	0,75	1,3	12,9	18,7	23,1	4,8 %
2018e	601	53	8,8 %	49	0,88	0,80	1,3	10,9	14,7	17,9	5,1 %
2019e	618	59	9,6 %	55	0,99	0,83	1,3	9,8	13,1	16,0	5,3 %
Markkina-arvo, MEUR			695	OPO / osake 2017e, EUR			4,61	CAGR EPS, 2016-2019, %			-1 %
Nettovelka 2017e, MEUR			72	P/B 2017e			3,4	CAGR kasvu, 2016-2019, %			3 %
Yritysarvo (EV), MEUR			766	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			35,2 %	ROE 2017e, %			14,6 %
Taseen koko 2017e, MEUR			416	Omavaraisuusaste 2017e, %			48,9 %	ROCE 2017e, %			14,3 %

Ennustemuutokset

Teimme päivityksen yhteydessä vain pieniä negatiivisia muutoksia lähivuosien ennusteisiimme. Tikkurila laski heinäkuussa tilikauden 2017 ohjeistustaan ja yhtiö arvioi vuoden 2017 liikevaihdon olevan viime vuoden tasolla ja oikaistun liikevoiton jäävän vuoden 2016 tasosta. Vuoden 2016 liikevaihto oli 572 MEUR ja oikaistu liikevoitto 54,0 MEUR (EBIT: 9,4 %). Odotamme liikevaihdon kasvavan 2 % tasolle 584 MEUR ja oikaistun liikevoiton laskevan 41 MEUR:oon (EBIT: 7,0 %).

Olemme laskeneet Tikkurilan tulosenusteitamme noin 30 % vuoden alusta, joten tänä vuonna 17 % laskeneesta osakekurssista huolimatta arvostuskertoimet ovat edelleen korkeammalla tasolla kuin tähän vuoteen lähdetessä. Tästä syystä pysymme edelleen suositukssessamme negatiivisella puolella ja jäämme odottamaan konkreettisia merkkejä yhtiön kannattavuuskäänteestä.

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	586	584	0 %	608	601	-1 %	628	618	-2 %
Käyttökate	61,2	59,4	-3 %	72,6	71,2	-2 %	81,1	79,0	-3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	42,7	40,9	-4 %	54,2	52,9	-2 %	61,0	59,2	-3 %
Liikevoitto	42,7	40,9	-4 %	54,2	52,9	-2 %	61,0	59,2	-3 %
Tulos ennen veroja	40,5	38,7	-4 %	50,3	49,1	-2 %	56,8	55,1	-3 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,71	0,68	-5 %	0,90	0,88	-2 %	1,02	0,99	-3 %
Osakekohtainen osinko	0,80	0,75	-6 %	0,83	0,80	-4 %	0,86	0,83	-3 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet

Arvostus on yhtiön oman historiallisen tason ja kansainvälisen verrokkiryhmän yläpuolella

Ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2017 ja 2018 ovat 23x ja 18x. Vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 19x ja 15x. Tulospohjaiset arvostuskertoimet ovat Tikkurilan historiallisen tason yläpuolella ja noin 5-25 % kansainvälisen verrokkiryhmän yläpuolella.

Osake ei saa mielestämme tällä hetkellä tukea korkeasta tulospohjaisesta arvostuksesta, mutta kohtalaisen vahvan taseen ja rahavirran turvin yhtiö pystyy pitämään yllä nykykurssiin nähden noin 5,0 %:n osinkotuottoa, joka on kaksinkertainen verrokkiryhmään nähden.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Tikkurila (konsensus)	15,75	695	852	22,1	15,3	15,1	11,6	1,4	1,4	25,2	16,7	4,7	5,0	3,5
PPG Industries Inc	104,59	22624	25243	13,9	12,8	11,3	10,7	2,0	2,0	17,1	15,3	1,6	1,7	5,1
Sherwin-Williams Co	343,62	27070	36596	19,4	15,6	16,7	13,3	2,9	2,5	22,9	19,2	1,0	1,0	11,4
RPM International Inc	49,24	5545	7015	14,8	13,4	12,3	11,2	1,7	1,6		17,1	2,4	2,5	4,7
Akzo Nobel NV	78,00	19670	22060	13,8	13,2	9,9	9,7	1,5	1,5	17,9	17,0	2,7	3,0	3,0
BASF SE	82,24	75719	92096	12,3	12,0	7,8	7,6	1,5	1,4	14,5	14,0	3,8	3,9	2,3
Axalta Coating Systems Ltd	29,47	6044	8997	18,3	15,9	11,4	10,4	2,4	2,3	22,6	18,8	0,0	0,1	4,7
Tikkurila (Inderes)	15,75	695	766	18,7	14,7	12,9	10,9	1,3	1,3	23,1	17,9	4,8	5,1	3,4
Keskiarvo				16,4	14,0	12,1	10,6	1,9	1,8	20,0	16,9	2,3	2,5	5,0
Mediaani				14,8	13,4	11,4	10,7	1,7	1,6	20,3	17,0	2,4	2,5	4,7
Erotus-% vrt. mediaani				26 %	10 %	13 %	3 %	-22 %	-19 %	14 %	6 %	99 %	104 %	-27 %

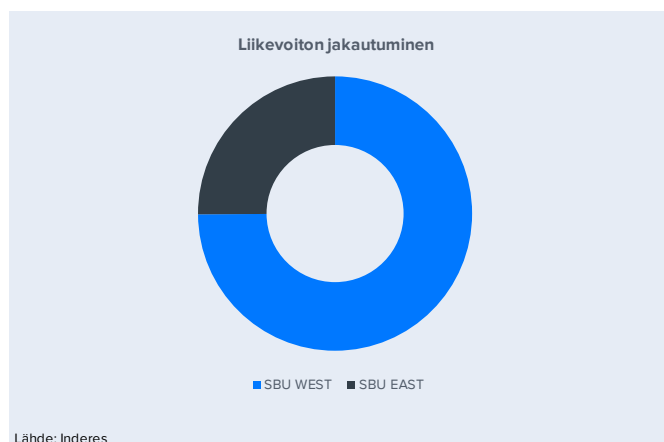
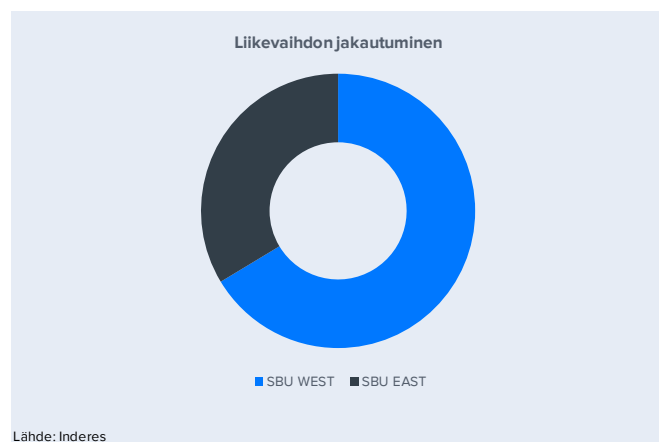
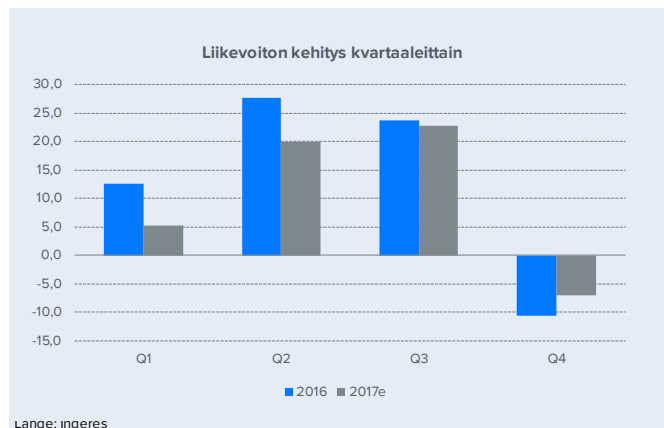
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	584,1	130,4	179,3	158,0	104,2	572,0	137,1	183,2	159,1	104,3	583,6	601,2	617,7
SBU WEST	395,3	99,6	123,5	104,9	67,2	395,2	99,0	117,9	103,9	66,5	387,3	391,2	395,1
SBU EAST	188,9	30,8	55,9	53,1	37,0	176,8	38,1	65,2	55,2	37,7	196,3	210,0	222,6
Muut	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	79,0	17,3	30,9	27,9	-6,3	69,8	9,6	25,4	27,1	-2,7	59,4	71,2	79,0
Poistot ja arvonalennukset	-17,3	-4,8	-3,3	-4,2	-4,4	-16,7	-4,4	-5,4	-4,4	-4,3	-18,5	-18,3	-19,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	58,9	12,5	28,4	23,7	-10,6	54,0	5,2	20,0	22,7	-7,0	40,9	52,9	59,2
Liikevoitto	61,7	12,5	27,6	23,7	-10,7	53,1	5,2	20,0	22,7	-7,0	40,9	52,9	59,2
SBU WEST	53,2	14,3	22,1	18,5	-9,8	45,1	7,1	15,5	17,7	-6,0	34,3	42,6	47,0
SBU EAST	13,6	-0,6	6,8	6,1	0,3	12,6	-1,0	6,4	6,1	0,0	11,5	14,5	16,5
Muut	-5,1	-1,2	-1,3	-0,9	-1,2	-4,6	-0,9	-1,9	-1,0	-1,0	-4,8	-4,2	-4,3
Nettorahoituskulut	-9,3	1,1	1,1	-0,1	1,8	3,9	2,1	-3,7	-0,5	-0,4	-2,5	-3,8	-4,1
Tulos ennen veroja	52,8	13,6	28,9	23,7	-8,8	57,4	7,3	16,4	22,3	-7,3	38,7	49,1	55,1
Verot	-11,3	-3,6	-5,0	-5,0	0,7	-12,9	-1,8	-3,9	-4,6	1,5	-8,7	-10,4	-11,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	41,5	10,0	23,9	18,6	-8,1	44,5	5,5	12,5	17,8	-5,8	30,0	38,7	43,5
EPS (oikaistu)	0,88	0,23	0,56	0,42	-0,18	1,03	0,13	0,28	0,40	-0,13	0,68	0,88	0,99
EPS (raportoitu)	0,94	0,23	0,54	0,42	-0,18	1,01	0,13	0,28	0,40	-0,13	0,68	0,88	0,99

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	-5,5 %	-2,1 %	-0,1 %	-5,9 %	0,7 %	-2,1 %	5,1 %	2,1 %	0,7 %	0,1 %	2,0 %	3,0 %	2,7 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	-8,3 %	-17,9 %	-1,1 %	-9,1 %	-4,8 %	-8,3 %	-58,4 %	-29,6 %	-4,0 %	-33,8 %	-24,2 %	29,3 %	11,8 %
<i>Käyttökate-%</i>	13,5 %	13,3 %	17,2 %	17,6 %	-6,0 %	12,2 %	7,0 %	13,9 %	17,1 %	-2,6 %	10,2 %	11,8 %	12,8 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	10,1 %	9,6 %	15,8 %	15,0 %	-10,1 %	9,4 %	3,8 %	10,9 %	14,3 %	-6,7 %	7,0 %	8,8 %	9,6 %
<i>Nettotulos-%</i>	7,1 %	7,7 %	13,3 %	11,8 %	-7,8 %	7,8 %	4,0 %	6,8 %	11,2 %	-5,6 %	5,1 %	6,4 %	7,0 %

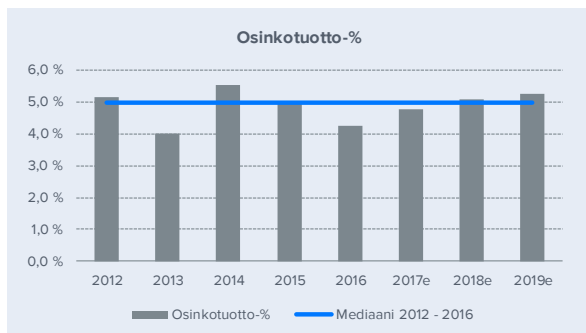
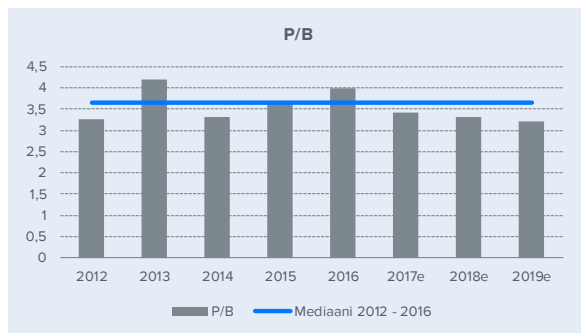
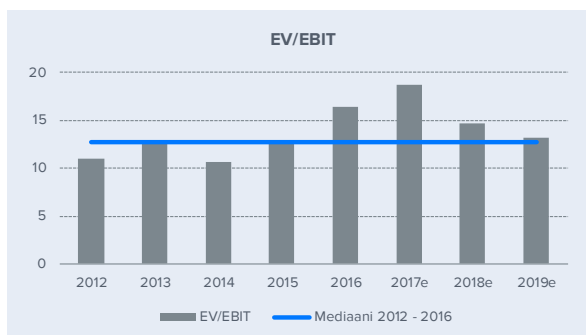
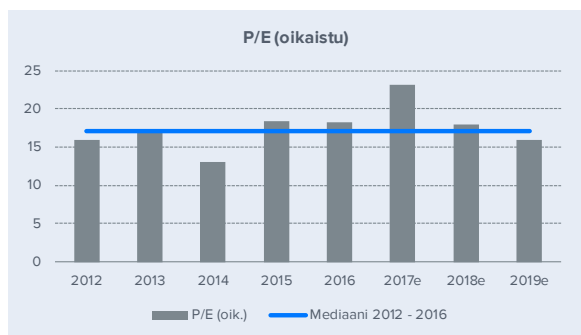
Lähde: Inderes



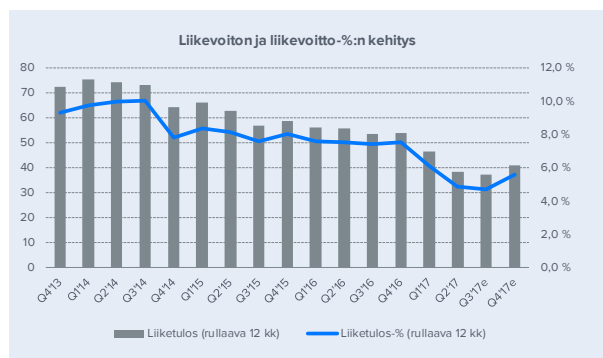
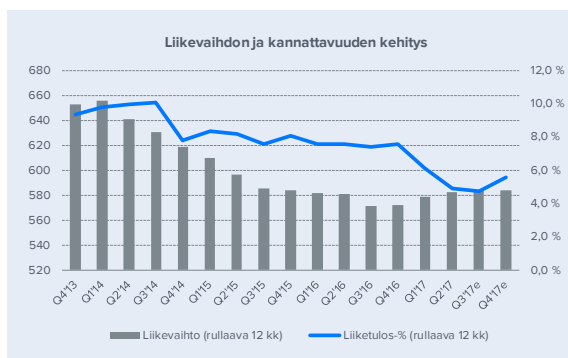
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	14,72	19,90	14,49	16,11	18,81	15,75	15,75	15,75
Markkina-arvo	649	876	638	711	830	695	695	695
Yritysarvo (EV)	730	924	685	757	888	766	780	778
P/E (oik.)	16,0	17,2	13,1	18,4	18,3	23,1	17,9	16,0
P/E	16,0	17,5	13,2	17,1	18,7	23,1	17,9	16,0
P/Kassavirta	14,3	11,5	9,9	15,0	55,1	29,1	30,5	17,3
P/B	3,3	4,2	3,3	3,6	4,0	3,4	3,3	3,2
P/S	1,0	1,3	1,0	1,2	1,5	1,2	1,2	1,1
EV/Liikevaihto	1,1	1,4	1,1	1,3	1,6	1,3	1,3	1,3
EV/EBITDA	8,0	9,7	8,0	9,9	12,6	12,9	10,9	9,8
EV/EBIT	11,0	12,7	10,7	12,8	16,4	18,7	14,7	13,1
Osinko/tulos (%)	82,4 %	70,3 %	73,0 %	85,0 %	79,4 %	110,2 %	91,1 %	84,2 %
Osinkotuotto-%	5,2 %	4,0 %	5,5 %	5,0 %	4,3 %	4,8 %	5,1 %	5,3 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

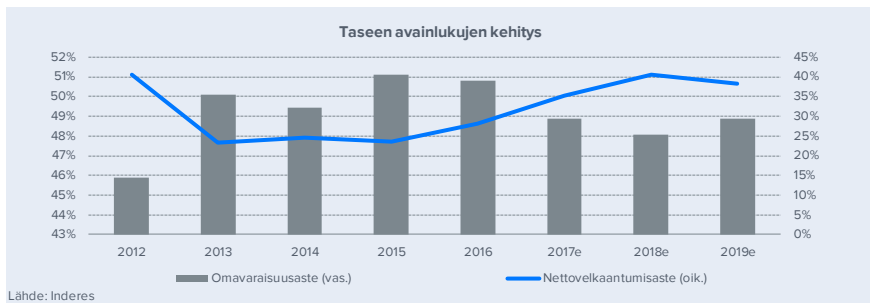


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	197	192	207	211	224
Liikearvo	72	72	72	72	72
Aineettomat oikeudet	18	19	31	32	36
Käyttöomaisuus	90	89	88	90	99
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1	1	1	1	1
Muut sijoitukset	3	1	1	1	1
Muut pitkäaikaiset varat	4	3	7	7	7
Laskennalliset verosaamiset	8	7	7	7	7
Vaihtuvat vastaavat	193	189	204	205	211
Varastot	74	78	80	82	84
Muut lyhytaikaiset varat	1	1	1	1	1
Myyntisaamiset	93	93	104	105	108
Likvidit varat	26	17	19	18	18
Taseen loppusumma	390	381	410	416	435

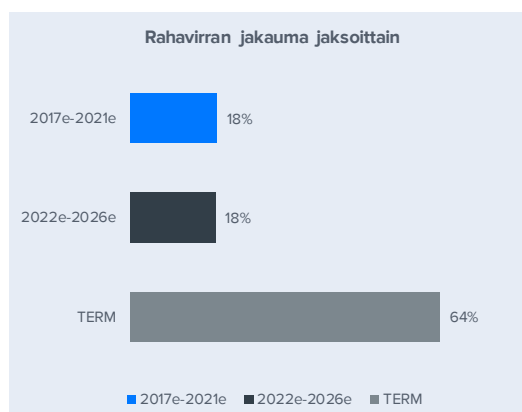
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	193	195	209	203	209
Osakepääoma	35	35	35	35	35
Kertyneet voittovarot	157	162	170	165	171
Omat osakkeet	-2	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	-40	-42	-37	-37	-37
Muu oma pääoma	42	40	40	40	40
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	97	83	82	98	109
Laskennalliset verovelat	8	7	6	6	6
Varaukset	0	1	1	1	1
Lainat rahoituslaitoksilta	60	50	50	65	76
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	28	26	26	26	26
Lyhytaikaiset velat	101	103	119	115	117
Lainat rahoituslaitoksilta	13	13	27	24	27
Lyhytaikaiset korottomat velat	87	90	92	91	90
Muut lyhytaikaiset velat	0	1	0	0	1
Taseen loppusumma	390	381	410	416	435



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	53,1	40,9	52,9	59,2	61,4	64,3	65,6	66,9	68,3	69,6	71,0	
+ Kokonaispoistot	16,7	18,5	18,3	19,8	20,4	20,8	19,9	19,7	20,1	20,5	20,9	
- Maksetut verot	-14,3	-8,7	-10,4	-11,6	-12,1	-12,8	-13,2	-13,5	-13,9	-14,2	-14,5	
- verot rahoituskuluista	0,9	-0,6	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-10,5	-3,5	-6,3	-2,8	1,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3	
Operatiivinen kassavirta	46,0	46,7	53,7	63,7	69,8	69,5	69,6	70,3	71,7	73,2	74,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-30,7	-22,8	-31,0	-23,6	-23,3	-17,2	-19,4	-22,4	-22,9	-23,3	-23,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	15,1	23,8	22,7	40,2	46,5	52,3	50,2	47,9	48,8	49,8	50,8	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	15,1	23,8	22,7	40,2	46,5	52,3	50,2	47,9	48,8	49,8	50,8	1037,1
Diskontattu vapaa kassavirta	23,3	20,8	34,3	37,1	39,0	35,0	31,2	29,8	28,4	27,1	552,2	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	858,2	834,9	814,1	779,8	742,6	703,6	668,6	637,4	607,6	579,2	552,2	
Velaton arvo DCF	858,2											
- Korolliset velat	-77,2											
+ Rahavarat	18,7											
- Vähemmistöosuus	0,0											
- Osinko/pääomapalautus	-35,3											
Oman pääoman arvo DCF	764,6											
Oman pääoman arvo DCF per osake	17,33											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskiton korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	7,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,0 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	618,4	584,1	572,0	583,6	601,2
EBITDA	84,7	79,0	69,8	59,4	71,2
EBITDA-marginaali (%)	13,7	13,5	12,2	10,2	11,8
EBIT	63,7	61,7	53,1	40,9	52,9
Voitto ennen veroja	63,3	52,8	57,4	38,7	49,1
Nettovoitto	48,3	41,5	44,5	30,0	38,7
Kertaluontoiset erät	-0,5	2,8	-0,9	0,0	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	389,8	381,4	410,3	416,0	434,8
Oma pääoma	192,7	195,0	208,6	203,3	208,9
Liikearvo	72,5	71,9	72,3	72,3	72,3
Korolliset velat	73,1	63,0	77,2	89,1	103,0

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	84,7	79,0	69,8	59,4	71,2
Nettokäyttöpääoman muutos	2,0	-3,1	-10,5	-3,5	-6,3
Operatiivinen kassavirta	71,9	62,4	46,0	46,7	53,7
Vapaa kassavirta	64,6	47,2	15,1	23,8	22,7

Yhtiökuvaus
Tikkurila tarjoaa kattavan valikoiman kauppa- ja rakennusmaaleja pintojen suojaamisen ja kaunistamiseen sekä kuluttajille että ammattilaisille. Tärkeimmät markkinat ovat Venäjä, Ruotsi, Suomi ja Puola, ja ne muodostavat noin 80 prosenttia liikevaihdosta. Tikkurila on markkinajohtaja Suomessa, Ruotsissa, Venäjällä ja Baltiassa. Tikkurila keskittyy korkeamman laatu- ja hintaluokan maaleihin, joita tuotetaan yhdeksässä maassa.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	1,10	0,94	1,01	0,68	0,88
EPS oikaistu	1,11	0,88	1,03	0,68	0,88
Operat. kassavirta per osake	1,63	1,42	1,04	1,06	1,22
Tasearvo per osake	4,38	4,42	4,73	4,61	4,74
Osinko per osake	0,80	0,80	0,80	0,75	0,80
Voitonjako, %	73	85	79	110	91
Osinkotuotto, %	5,5	5,0	4,3	4,8	5,1

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	13,2	17,1	18,7	23,1	17,9
P/B	3,3	3,6	4,0	3,4	3,3
P/Liikevaihto	1,0	1,2	1,5	1,2	1,2
P/CF	8,9	11,4	18,0	14,9	12,9
EV/Liikevaihto	1,1	1,3	1,6	1,3	1,3
EV/EBITDA	8,1	9,6	12,7	12,9	10,9
EV/EBIT	10,8	12,3	16,7	18,7	14,7

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Oras Invest Oy	18,1 %
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma	5,7 %
Mandatum Henkivakuutusosakeyhtiö	3,7 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	3,3 %
Keskinäinen Vakuutusyhtiö Kaleva	1,5 %
ODIN Finland	1,2 %

Suositteluhistoria, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
6.11.2015	Lisää	18,00 €	16,50 €
10.2.2016	Lisää	17,50 €	15,30 €
5.8.2016	Lisää	19,00 €	17,71 €
31.8.2016	Vähennä	19,00 €	19,11 €
31.10.2016	Vähennä	17,50 €	18,19 €
15.12.2016	Vähennä	17,50 €	17,66 €
10.2.2017	Vähennä	18,00 €	18,65 €
2.5.2017	Vähennä	18,00 €	18,20 €
13.6.2017	Vähennä	17,50 €	18,41 €
7.8.2017	Vähennä	17,00 €	18,05 €
5.9.2017	Vähennä	15,50 €	15,75 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

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

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

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 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 ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistussuosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen 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/>