

Raaka-aineet uhkaavat hissimyyntin kannattavuutta

Toistamme KONEen osakkeelle antamamme vähennä-suosituksen, mutta laskemme tavoitehinnan 38,0 euroon (aik. 42,0 euroa). Jo Q4-raportissamme kiinnitimme huomiota tulospainotuksen hitauteen ja osakkeen korkeahkoon arvostustasoon. Näiden lisäksi olemme nyt arvioineet tarkemmin raaka-aineiden meneillään olevan hintojen nousun uuslaitemyyntin kannattavuudelle muodostamaa uhkaa.

Kiinan hissimarkkinan kannattavuudella iso merkitys

Arviomme mukaan KONEen viime vuonna toimittamasta 136000 hissistä 65 % meni Kiinaan. Yhtiön uuslaitemyynti Kiinassa on poikkeuksellisen kannattavaa: sen liikevoittomarginaali oli viime vuonna yli konsernin keskiarvon eli arviomme mukaan 16-16,5 % vastaten 31 %:sta koko konsernin liikevoittoa. Uuslaitemyyntin kannattavuus muualla maailmassa oli selvästi alempi eli laskelmiemme mukaan 8,5-8,8 %. Koko uuslaitemyynti toi konsernin liikevoitosta arviolta 47 %. Näin ollen erityisesti Kiinan uuslaitemyyntin merkitys yhtiölle on todella huomattava.

Raaka-ainehinnoista yli 1 %-yksikön marginaalipaine jo loppuvuodelle 2017

Raaka-aineiden hinnannousu tuo uusien hissien myyntin tulospainotukselle ylimääräisen uhkatekijän jo aiemmin esillä olleiden volyyymi- ja hintapaineiden lisäksi. Odotamme tärkeimmille raaka-aineille (tavallinen teräs, ruostumaton teräs, kupari) tälle vuodelle keskimäärin 23 %:n hinnannousua viime vuoteen verrattuna. Ilman hintasuojauksia nousisivat KONEen raaka-ainekustannukset arviomme mukaan vuoden 2016 470 MEUR:sta (5,4 % liikevaihdosta) vuonna 2017 580 MEUR:oon (6,5 % liikevaihdosta) tuoden konsernitasolla reilun 1 %-yksikön marginaalipaineen muiden tekijöiden pysyessä ennallaan. Koska KONE suojaa raaka-aineiden hinnat 2-3 kvartaaliksi eteenpäin, tulevat vaikutukset näkyviin lähestyttäessä loppuvuotta 2017.

Riskiskenaariossamme vuoden 2018 EPS on 15% alle perusennusteen

Arvioidaksemme kaikkien em. tekijöiden yhteisvaikutusta konsernitasolla olemme laatineet voimassa olevan ennustemme rinnalle riskiskenaarion, jossa laiteluoketoiminnan lukuihin Kiinassa vaikuttavat 5 % volyymilasku sekä 2017 että 2018, 5 % vertailukelpoinen hintojen lasku 2017 ja globaalisti keskimäärin 27 % raaka-ainehintojen nousu (2018 vs. 2016), jota ei kyetä siirtämään lopputuotehintoihin. Skenaarion lopputulos on liiketuloksen lasku 12%:lla perusennusteesta 2017 (jolloin jäätäisiin 6 % KONEen ohjeistuksen alalaidan alle) ja 20%:lla vuoden 2018 perusennusteesta. EPS-tasolla vuoden 2018 pudotus olisi 15% perusennusteesta. Laskelman tarkoitus on hahmottaa KONEen tulospainotukseen liittyviä riskejä. Varsinaisiin ennusteisiimme ei ole tullut mainittavia muutoksia.

Osakkeen nykyinen arvostus sekä tulospaino puoltavat varovaisuutta

KONEen osake on vuosien 2017 ja 2018 P/E:llä mitattuna arvostettu lähelle vertailuryhmän keskiarvoa ja lukemat ovat konepajayhtiölle korkeahkot (20x-21x). Näin korkeat kertoimet vaativat mielestämme taakseen tuloskasvua, mitä emme kuitenkaan lähivuosisille näe. Säilyttämme osakkeen vähennä-suosituksen ja laskemme tavoitehinnan 38,0 euroon, jolloin erityisesti EV/EBITDA-kertoimet vuosille 2017 ja 2018 olisivat paremmin linjassa vertailuryhmän kanssa.

Avainluvut

	Liikevaihto MEUR	Liikevoitto (EBIT) MEUR	Liikevoitto- marginaali %	Tulos ennen veroja (PTP) MEUR	Tulos/ osake EUR	Osinko/ osake EUR	EV/ Liikevaihto (x)	EV/ EBITDA (x)	EV/ EBIT (x)	P/E (x)	Osinko- tuotto %
2015	8 647	1 242	14,4 %	1 364	2,01	1,40	2,2	14,0	15,1	19,5	3,6 %
2016	8 784	1 293	14,7 %	1 330	1,99	1,55	2,3	14,3	15,5	21,4	3,6 %
2017e	8 940	1 253	14,0 %	1 278	1,92	1,60	2,1	13,7	14,9	21,0	4,0 %
2018e	9 181	1 315	14,3 %	1 345	2,00	1,70	2,0	13,0	14,1	20,1	4,2 %
2019e	9 458	1 365	14,4 %	1 398	2,08	1,75	1,9	12,4	13,4	19,3	4,3 %
Markkina-arvo, MEUR			20662	OPO / osake 2017e, EUR		5,81		CAGR EPS, 2016-2019, %			1 %
Nettovelka 2017e, MEUR			-1976	P/B 2017e		6,9		CAGR kasvu, 2016-2019, %			2 %
Yritysarvo (EV), MEUR			18664	Nettovelkaisuusaste 2017e, %		-66,2 %		ROE 2017e, %			34,1 %
Taseen kointi 2017e, MEUR			8059	Omavaraisuusaste 2017e, %		50,1 %		ROCE 2017e, %			41,5 %

Analyttikko

Erkki Vesola
+358 50 549 5512
erkki.vesola@inderes.fi

Suositus

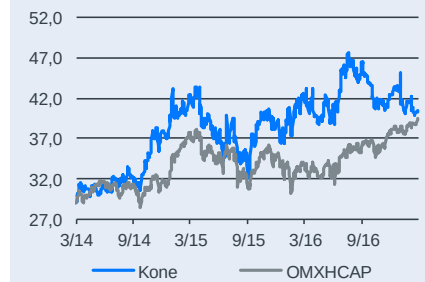
Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintana 38,00 EUR

Edellinen: 42,00



Lähde: Bloomberg

Eiilisen päätös 40,22 EUR

12 kk vaihteluväli 38,52-47,89 EUR

Potentiaali -6 %

Ohjeistus

Vuonna 2017 KONEen liikevaihdon kasvun arvioivan olevan -1 % ja 3 % välillä vertailukelpoinen valuuttakurssin verrattuna vuoteen 2016. Liikevoiton arvioidaan olevan 1180-1300 MEUR olettaen, että valuuttojen muuntokurssit pysyisivät suunnilleen tammikuun 2017 keskimääräisellä tasolla.

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

Kiina ja kannattavuuspaineet

Kiinan uusien hissien markkina elintärkeä KONEelle

KONEen Q4-raportti (27.1.2017) vahvisti tiedot Kiinan hissimarkkinan ajurien kääntymisestä negatiiviseksi viime vuoden aikana. KONE on indikoinut, että koko vuonna 2016 yhtiön tilaukset Kiinassa laskivat 14-16%:lla verrattuna vuoteen 2015. Likimääräisesti lasku johtui kolmesta yhtä suuresta tekijästä: 1) kappalemääräisten tilauksien 5 %:n lasku; 2) vertailukelpoisten tuotteiden 5 %:n hinnanlasku ja 3) KONEen tuotemixin heikentyminen eli myytävän tuoteportfolion keskihinnan 5 %:n lasku.

Kiinan uusien hissien ja liukuportaiden markkina on KONEelle elintärkeä, sillä Kiina vastasi viime vuonna 30 %:sta konsernin liikevaihtoa oltuaan n. 2,6-2,7 miljardia euroa. Tästä summasta 90 % oli uusien hissien ja liukuportaiden myyntiä. Arvelemme KONEen toimittaneen viime vuonna Kiinassa 88 000 hissiä eli 65 % kaikista toimituksista (136 000 kpl).

Viime vuoden hissimarkkinan lasku Kiinassa saa jatkoa tänä vuonna

Kiinan hissimarkkinoiden viime vuoden 5 %:n volyymilaskun tilauksissa uskotaan jatkuvan tänä vuonna samalla tasolla. Yksi keskeinen laskun selittäjä on sosiaalisen asuntotuotannon aloitusmäärien pudotus: vuosien 2016-2020 viisivuotis-suunnitelmassa aloitusmäärä on 20 miljoonaa asuntoa, kun vielä 2011-2015 viisivuotissuunnitelmassa vastaava luku oli 36 miljoonaa asuntoa. Nykyiseen viisivuotissuunnitelmaan tosin kuuluu kaupungistumistavoitteen nosto 56,2%:sta 60%:iin, mutta niissä kaupungeissa joihin olisi eniten muuttohalukkuutta (ns. tier 1- ja tier 2 -kaupungit) ei ole enää juuri tilaa uudisrakentamiselle. Tämän vuoksi Kiinassa keskitytään rakentamaan juna- ja metroyhteyksiä pienempiin kaupunkeihin, joista käsin käydään töissä tier 1- ja tier 2 -kaupungeissa.

Kiinan keskuspankki on asuntojen hintojen nousun hillitsemiseksi myös nostanut korkojaan ja ohjeistanut pankkeja kiristämään asuntoluotoksensa ehtoja. Keskuspankin mottona on, että "asunto on asumista, ei spekulointia varten".

Raaka-ainehintojen nousua ei ehkä mahdollista kokonaan siirtää lopputuotteisiin

Viime aikojen selvä trendi on hissien valmistuksessa käytettävien raaka-aineiden hintojen nousu, mitä KONE pitää lyhyellä tähtämellä suurimpana uhkana kannattavuudelle. Vaikka raaka-ainekustannukset kokonaisuutena vastaavat vain noin 5 %:sta KONEen liikevaihtoa, on niiden osuus hissien valmistuskustannuksista arviomme mukaan selvästi korkeampi, noin 13-14 %.

Tärkeimmät raaka-aineet ovat tavallinen teräs (noin 50 %:n osuus raaka-ainekustannuksista), ruostumaton teräs (noin 20 %) ja kupari (noin 10 %) loppujen jakautuessa useiden materiaalien kesken, joista tärkein on alumiini. Isot hintaheilahtelut ovat tyypillisiä näille kaikille. Vuodelle 2017 odotamme hiiliteräksen markkinahintaan 25-35 %:n nousua alueesta riippuen (nousuodotus saa tukea Q4'16-Q1'17:llä nähdyistä nopeasta hintojen noususta), ruostumattoman teräksen hintaan 15 %:n nousua sekä kuparin hintaan 20 %:n ja alumiinin hintaan 10 %:n nousua. Kaikkiaan odotamme hissien raaka-ainekustannuksiin

23 %:n nousua vuodelle 2017 ja edelleen 3 %:n nousua vuodelle 2018, pois lukien hintasuojauksen vaikutukset. Koska KONEella on tapana suojata raaka-ainekustannukset 6-9 kuukauden ajaksi, tulee ko. hintamuutosten vaikutus esiin 2-3 neljänneksen viiveellä. Ilman hintasuojauksia nousisivat KONEen raaka-ainekustannukset arviomme mukaan vuoden 2016 470 MEUR:sta (5,4 % liikevaihdosta) vuoden 2017 580 MEUR:oon (6,5% liikevaihdosta) eli kyseessä olisi konsernitasolla reilun 1%-yksikön marginaalipaine muiden tekijöiden pysyessä ennallaan.

Seuraava esimerkki kuvaa Kiinan hintapaineiden (esimerkissä 5 %:n hinnanlasku) ja kohoavien raaka-ainekustannusten yhteisvaikutusta KONEen hissivalmistuksen kannattavuuteen Kiinassa. Vertailukohtana käytetään muuta maailmaa, jossa emme odota normaalia poikkeavia hintapaineita mutta jossa tietenkin kasvaneilla raaka-ainekuluilla on samanlainen negatiivinen vaikutus kuin Kiinassa. Suojauksen takia olemme huomioineet raaka-ainekustannusten nousun keskimäärin 7,5 kuukauden viiveellä. On myös huomioitava, että Kiinan markkina poikkeaa kate rakenteeltaan merkittävästi KONEen muista markkinoista. Keskeistä on uuslaitemyynnin hyvä kannattavuus sekä suhteessa koko konsernin kannattavuuteen että ennen kaikkea uuslaitemyynnin keskimääräiseen kannattavuuteen muualla maailmassa.

Esimerkki hintojen laskun ja raaka-ainekustannusten nousun kannattavuusvaikutuksesta Kiinassa

Kiina, TEUR/kpl	2016	2017e	2018e
Hissin hinta	27,0	25,7	25,7
Raaka-ainekustannukset	-3,7	-4,1	-4,6
Muut valmistuskustannukset	-8,6	-8,6	-8,6
Asennuskustannukset	-7,6	-7,6	-7,6
Yleiskustannukset	-2,7	-2,7	-2,7
Kate	4,4	2,7	2,2

Vuosimuutos	2017e	2018e
Hissin hinta	-5 %	0 %
Raaka-ainekustannukset	9 %	13 %
Muut valmistuskustannukset	0 %	0 %
Asennuskustannukset	0 %	0 %
Yleiskustannukset	0 %	0 %
Kate	-38 %	-20 %

Kustannusrakenne	2016	2017e	2018e
Hissin hinta	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Raaka-ainekustannukset	-13,9 %	-15,9 %	-18,0 %
Muut valmistuskustannukset	-31,7 %	-33,4 %	-33,4 %
Asennuskustannukset	-28,0 %	-29,5 %	-29,5 %
Yleiskustannukset	-10,1 %	-10,6 %	-10,6 %
Kate	16,4 %	10,7 %	8,6 %

Lähde: Inderes, KONE

Esimerkki raaka-ainekustannusten nousun kannattavuusvaikutuksesta muualla maailmassa

Muu maailma, TEUR/kpl	2016	2017e	2018e
Hissin hinta	50,2	50,2	50,2
Raaka-ainekustannukset	-6,4	-7,0	-7,9
Muut valmistuskustannukset	-18,0	-18,0	-18,0
Asennuskustannukset	-17,6	-17,6	-17,6
Yleiskustannukset	-3,8	-3,8	-3,8
Kate	4,4	3,8	2,9

Vuosimuutos	2017e	2018e
Hissin hinta	0 %	0 %
Raaka-ainekustannukset	9 %	13 %
Muut valmistuskustannukset	0 %	0 %
Asennuskustannukset	0 %	0 %
Yleiskustannukset	0 %	0 %
Kate	-13 %	-24 %

Kustannusrakenne	2016	2017e	2018e
Hissin hinta	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Raaka-ainekustannukset	-12,8 %	-13,9 %	-15,8 %
Muut valmistuskustannukset	-35,9 %	-35,9 %	-35,9 %
Asennuskustannukset	-35,0 %	-35,0 %	-35,0 %
Yleiskustannukset	-7,6 %	-7,6 %	-7,6 %
Kate	8,7 %	7,6 %	5,7 %

Lähde: Inderes

On huomattava, että yo. esimerkit ovat huomattavasti yksinkertaistettuja, kun oletamme muiden kustannustekijöiden pysyvän ennallaan ja ennen kaikkea KONEen olevan kykenemätön siirtämään kohonneita raaka-ainekustannuksia miltään osin lopputuotteiden hintoihin. Näillä oletuksilla muutokset KONEen uuslaitemyynnin kannattavuudessa olisivat joka tapauksessa rajuja: Kiinassa hissikohtainen kate putoaisi kahdessa vuodessa (2018 vs. 2016) 50%:lla ja muualla maailmassakin 34%:lla.

Riskiskenaarion toteutuminen leikkaisi 15 % vuoden 2018 EPS:stä

Kiinan uuslaitemarkkinan kannattavuushaasteiden arvioinnissa on huomioitava seuraavat seikat:

- Kiinassa sekä KONEen uuslaitemyynnin että huolto- ja modernisaatiotoiminnan kannattavuus liikevoittoprosentilla mitattuna on konsernin keskiarvon yläpuolella eli arviomme mukaan 16,3-17,3 % kun konsernin vastaava luku oli viime vuonna 14,7 %.
- KONEen mukaan yhtiön huolto- ja modernisaatioliiketoiminnan kannattavuus Kiinassa on koko konsernin huolto- ja modernisaatioliiketoiminnan kanssa samalla tasolla.
- Em. seikkojen ja julkistettujen koko konsernin lukujen perusteella KONEen uuslaitemyynnin kannattavuus Kiinan ulkopuolella oli viime vuonna arviolta 8,5-8,8 %.
- Johtopäätöksemme on, että KONEen uuslaitemyynti Kiinassa toi viime vuonna 51 % koko konsernin uuslaitemyynnin liikevaihdosta ja 66 % vastaavasta

liiketuloksesta. Koko konsernin luvuissa Kiinan uuslaitemyynti vastasi viime vuonna 28 %:sta liikevaihtoa ja 31 %:sta liiketulosta. Näin ollen Kiinan uuslaitemyynnin volyymi- ja kannattavuuspaineiden merkitystä ei voi vähätellä.

Seuraavassa taulukossa on esitetty tämänhetkinen ennustemme KONEelle, joka on vuoden 2017 osalta linjassa yhtiön antaman ohjeistuksen kanssa. Perusennustemme lähtee 1,8 %:n liikevaihdon kasvusta (KONE ohjeistus: -1%...+3 %) ja 1253 MEUR:n liikevoitosta (marginaali 14,0 %), kun KONE ohjeistaa 1180-1300 MEUR:n liikevoittoa (marginaali 13,6-14,4 %). Olemme myös esittäneet riskiskenaarion, jossa laiteliiketoiminnan lukuihin Kiinassa vaikuttavat edellä esitetyllä tavalla 5 %:n volyymilasku, 5 %:n vertailukelpoinen hintojen lasku ja keskimäärin 23 %:n raaka-ainehintojen nousu, jota ei kyetä siirtämään hintoihin. Raaka-ainehintojen nousu luonnollisesti vaikuttaa laiteliiketoiminnan lukuihin myös muualla maailmassa.

Lopputulema on, että raaka-aineiden hintasuojauskset hidastavat riskiskenaarion toteutumista vielä 2017 (liiketuloksen lasku 12 % perusennusteesta), mutta jo tällöin liikevoitto jäisi reilut 6 % KONEen ohjeistuksen alalaidan alle (1106 MEUR vs. 1180 MEUR). Riskiskenaarion täysimääräinen toteutuminen 2018 merkitsisi liikevoittoon jo 20 %:n pudotusta (-269 MEUR) perusennusteesta. Liikevoiton laskun osatekijöistä merkittävin olisi kohonneet raaka-ainekustannukset (48 %). Kiinan hissihintojen laskun osuus olisi 37 % ja Kiinan hissivolymymien laskun osuus 16 %.

Riskiskenaariossa vuoden 2017 osakekohtainen tulos laskisi 9%:lla (2018: -15%) perusennusteesta ja olisi 13% (2018: 14%) alle vuoden 2016 toteutuneen tason. Lasku olisi merkittävä lähinnä siitä näkökulmasta että tätä isompi KONEen osakekohtaisen tuloksen lasku tapahtui viimeksi 2007 (-23%).

KONE 2017e-2018e: Perusennuste ja riskiskenario

Liikevaihto, MEUR	Perusennuste			Riskiskenario		Eroitus, % / %-yks.	
	2016	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e
Kiina							
Laiteliiketoiminta	2 430	2 377	2 444	2 253	2 140	-5 %	-12 %
Huolto + modernisaatio	293	304	311	304	311	0 %	0 %
Muu maailma							
Laiteliiketoiminta	2 363	2 409	2 441	2 409	2 441	0 %	0 %
Huolto + modernisaatio	3 698	3 849	3 986	3 849	3 986	0 %	0 %
KONE-konserni							
Laiteliiketoiminta	4 793	4 787	4 885	4 662	4 581	-3 %	-6 %
Huolto + modernisaatio	3 991	4 153	4 296	4 153	4 296	0 %	0 %
Yhteensä	8 784	8 940	9 181	8 816	8 878	-1 %	-3 %
Liikevoitto, MEUR							
	2016	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e
Kiina							
Laiteliiketoiminta	397	367	386	241	184	-34 %	-52 %
Huolto + modernisaatio	51	50	52	50	52	0 %	0 %
Muu maailma							
Laiteliiketoiminta	206	205	207	183	140	-11 %	-32 %
Huolto + modernisaatio	641	632	669	632	669	0 %	0 %
KONE-konserni							
Laiteliiketoiminta	602	571	593	424	324	-26 %	-45 %
Huolto + modernisaatio	691	682	721	682	721	0 %	0 %
Yhteensä	1 293	1 253	1 315	1 106	1 046	-12 %	-20 %
Liikevoitto-%							
	2016	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e
Kiina							
Laiteliiketoiminta	16,3 %	15,4 %	15,8 %	10,7 %	8,6 %	-4,7 %	-7,2 %
Huolto + modernisaatio	17,3 %	16,4 %	16,8 %	16,4 %	16,8 %	0,0 %	0,0 %
Muu maailma							
Laiteliiketoiminta	8,7 %	8,5 %	8,5 %	7,6 %	5,7 %	-0,9 %	-2,8 %
Huolto + modernisaatio	17,3 %	16,4 %	16,8 %	16,4 %	16,8 %	0,0 %	0,0 %
KONE-konserni							
Laiteliiketoiminta	12,6 %	11,9 %	12,1 %	9,1 %	7,1 %	-2,8 %	-5,1 %
Huolto + modernisaatio	17,3 %	16,4 %	16,8 %	16,4 %	16,8 %	0,0 %	0,0 %
Yhteensä	14,7 %	14,0 %	14,3 %	12,5 %	11,8 %	-1,5 %	-2,5 %
Tulos ennen veroja, MEUR							
	2016	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e
KONE-konserni							
EPS, oikaistu	1,99	1,92	2,00	1,74	1,71	-9 %	-15 %
P/E	21,4	21,0	20,1	23,2	23,6		

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset

Perusennustemme muutokset olemme esittäneet alla olevassa taulukossa.

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	8872	8940	1 %	8960	9181	2 %	9140	9458	3 %
Käyttökate	1392	1361	-2 %	1415	1426	1 %	1442	1480	3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	1282	1253	-2 %	1299	1315	1 %	1325	1365	3 %
Liikevoitto	1282	1253	-2 %	1299	1315	1 %	1325	1365	3 %
Tulos ennen veroja	1307	1278	-2 %	1328	1345	1 %	1356	1398	3 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,96	1,92	-2 %	1,98	2,00	1 %	2,02	2,08	3 %
Osakekohtainen osinko	1,60	1,60	0 %	1,70	1,70	0 %	1,75	1,75	0 %

Lähde: Inderes

Arvostustaso täysi ja kannattavuusriskit kasvussa; tavoitehintaa alas

KONEen osake on P/E:llä mitattuna arvostettu lähelle vertailuryhmän keskiarvoa ja lukemat ovat konepajayhtiölle korkeat (20x-21x). Huolimatta erittäin vahvasta taseesta ja kassavirrasta KONEen EV/EBITDA-kerroin on yllättäen vertailuryhmän keskiarvoa korkeampi. Sitä vastoin osinkotuotolla mitattuna KONEen osake erottuu edukseen.

Huomioiden voimassa olevien ennusteidemme kasvaneet riskit alaspäin sekä osakkeen nykyennusteidemme nojalla täyden (P/E) tai vaativan (EV/EBITDA) arvostustason vertailuryhmään nähden, säilytämme osakkeen vähennä-suosituksen. Emme myöskään näe lyhyellä tähtäimellä erityisiä positiivisia

kurssiajureita, jollaisia voisivat olla myönteiset uutiset Kiinan rakennusmarkkinoilta tai iso yritysosto (kuten Toshiba hissi- ja liukuporrasliiketoiminta).

Laskemme tavoitehinnan 38,0 euroon (aik. 42,0 euroa), jolloin vuosien 2017 ja 2018 EV/EBITDA-kertoimet (vastaavasti 12,9x ja 12,2x) olisivat paremmin linjassa vertailuryhmän kanssa. P/E-luvut olisivat vastaavasti 20x ja 19x.

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Kone	40,22	21163	20807	15,2	14,4	14,1	13,4	20,8	20,0	4,0	4,1	7,0
Schindler	190,30	19036	17176	15,2	13,5	13,6	12,1	24,2	22,3	1,7	1,9	6,3
Assa Abloy	178,80	20907	23001	17,4	15,8	15,4	14,0	22,5	20,7	1,8	1,9	3,8
United Technologies	111,95	83024	100684	12,5	11,6	10,2	9,5	17,1	16,0	2,5	2,6	3,2
Daikin Industries	10955,00	26785	29154	15,1	13,5	11,6	10,3	20,9	18,7	1,1	1,2	2,9
Honeywell	125,12	88049	93812	13,2	12,1	11,6	10,7	17,8	16,3	2,1	2,4	4,3
Kone (Inderes)	40,22	20662	18664	14,9	14,1	13,7	13,0	21,0	20,1	4,0	4,2	6,9
Keskiarvo				14,8	13,5	12,7	11,7	20,6	19,0	2,2	2,4	4,6
Mediaani				15,1	13,5	12,6	11,4	20,9	19,3	2,0	2,2	4,1
Erotus-% vrt. mediaani				-2 %	4 %	9 %	14 %	1 %	4 %	102 %	95 %	70 %

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

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	8647	1748	2273	2170	2593	8784	1777	2260	2252	2651	8940	9181	9458
Group	8647	1748	2273	2170	2593	8784	1777	2260	2252	2651	8940	9181	9458
Käyttökate	1342	247	374	358	418	1397	237	351	358	415	1361	1426	1480
Poistot ja arvonalennukset	-100	-26	-26	-27	-26	-104	-27	-27	-27	-27	-108	-111	-114
Liikevoitto ilman kertaeriä	1242	221	349	331	392	1293	210	324	331	388	1253	1315	1365
Liikevoitto	1242	221	349	331	392	1293	210	324	331	388	1253	1315	1365
Group	1242	221	349	331	392	1293	210	324	331	388	1253	1315	1365
Nettorahoituskulut	122	21	12	6	-3	36	6	6	6	6	24	28	31
Tulos ennen veroja	1364	243	361	338	389	1330	216	330	338	394	1278	1345	1398
Verot	-311	-55	-84	-78	-91	-308	-50	-76	-78	-91	-294	-316	-328
Vähemmistöosuudet	-21	0	-2	4	-1	1	0	0	0	0	0	0	0
Nettotulos	1032	188	274	264	297	1024	167	254	260	303	984	1029	1070
EPS (oikaistu)	2,01	0,37	0,53	0,51	0,58	1,99	0,32	0,49	0,51	0,59	1,92	2,00	2,08
EPS (raportoitu)	2,01	0,37	0,53	0,51	0,58	1,99	0,32	0,49	0,51	0,59	1,92	2,00	2,08

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	17,9 %	3,4 %	2,8 %	-0,6 %	1,2 %	1,6 %	1,6 %	-0,5 %	3,8 %	2,2 %	1,8 %	2,7 %	3,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	19,9 %	4,5 %	7,2 %	1,6 %	3,6 %	4,2 %	-5,2 %	-7,1 %	0,1 %	-1,1 %	-3,1 %	4,9 %	3,9 %
Käyttökate-%	15,5 %	14,1 %	16,5 %	16,5 %	16,1 %	15,9 %	13,3 %	15,5 %	15,9 %	15,6 %	15,2 %	15,5 %	15,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	14,4 %	12,7 %	15,3 %	15,3 %	15,1 %	14,7 %	11,8 %	14,3 %	14,7 %	14,6 %	14,0 %	14,3 %	14,4 %
Nettotulos-%	11,9 %	10,7 %	12,1 %	12,2 %	11,5 %	11,7 %	9,4 %	11,2 %	11,6 %	11,4 %	11,0 %	11,2 %	11,3 %

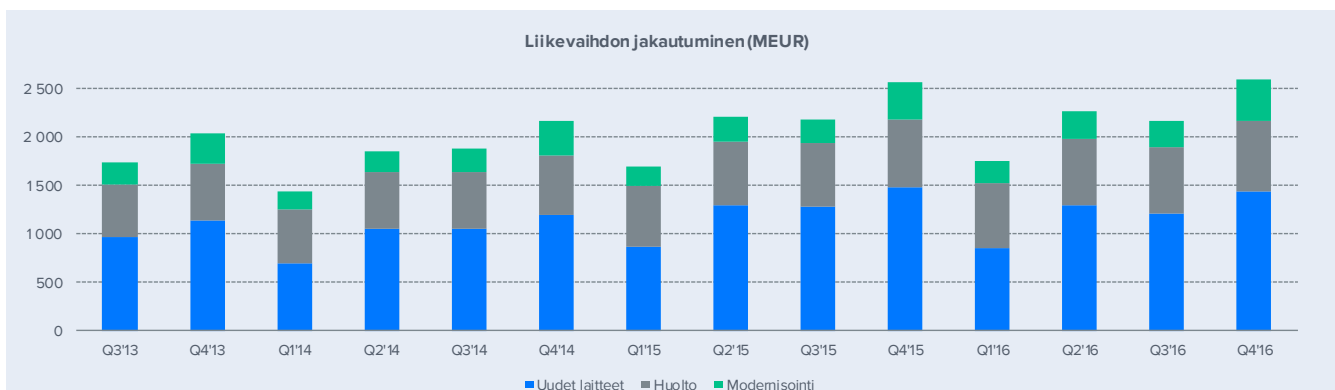
Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

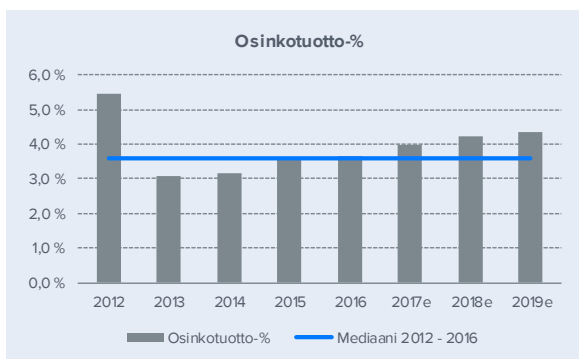
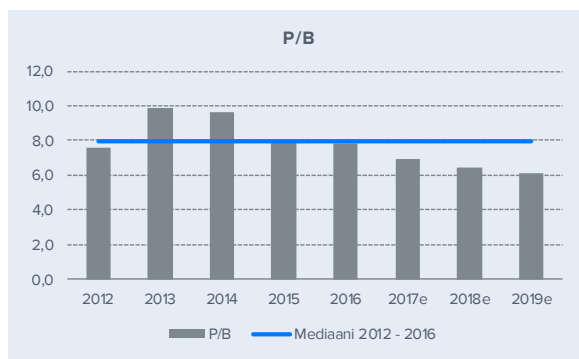
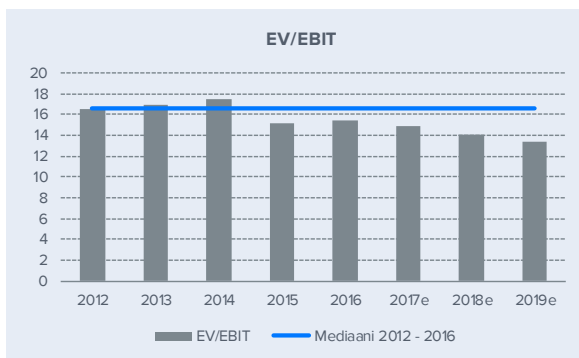
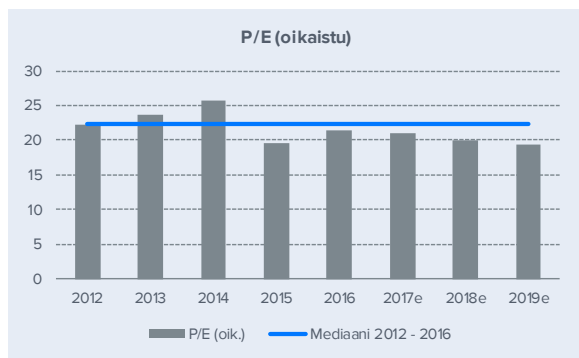


Lähde: Inderes

Arvostus

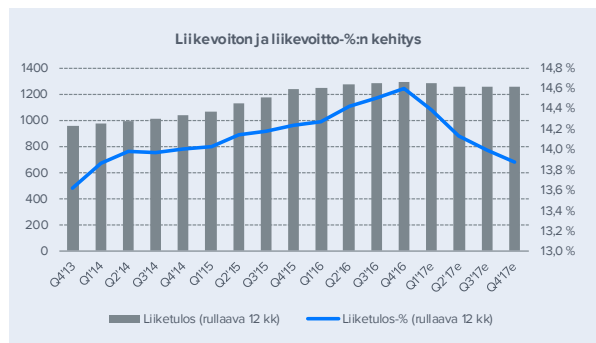
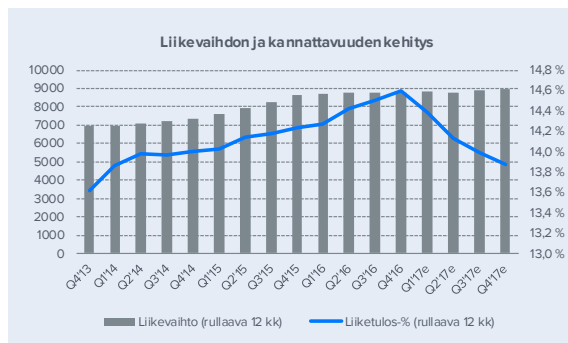
Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	27,90	32,42	37,82	39,17	42,57	40,22	40,22	40,22
Markkina-arvo	14251	16679	19429	20123	21869	20662	20662	20662
Yritysarvo (EV)	13629	16205	18752	18788	19991	18664	18508	18303
P/E (oik.)	22,3	23,8	25,7	19,5	21,4	21,0	20,1	19,3
P/E	23,7	23,8	25,7	19,5	21,4	21,0	20,1	19,3
P/Kassavirta	21,4	19,1	24,9	19,5	22,7	23,1	21,7	19,6
P/B	7,6	9,8	9,6	8,0	7,8	6,9	6,5	6,1
P/S	2,3	2,4	2,6	2,3	2,5	2,3	2,3	2,2
EV/Liikevaihto	2,2	2,3	2,6	2,2	2,3	2,1	2,0	1,9
EV/EBITDA	15,0	15,7	16,2	14,0	14,3	13,7	13,0	12,4
EV/EBIT	16,6	17,0	17,5	15,1	15,5	14,9	14,1	13,4
Osinko/tulos (%)	129,4 %	73,3 %	81,3 %	69,7 %	77,7 %	83,4 %	84,7 %	83,9 %
Osinkotuotto-%	5,5 %	3,1 %	3,2 %	3,6 %	3,6 %	4,0 %	4,2 %	4,3 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

Tulostrendi (rullaava 12 kk)

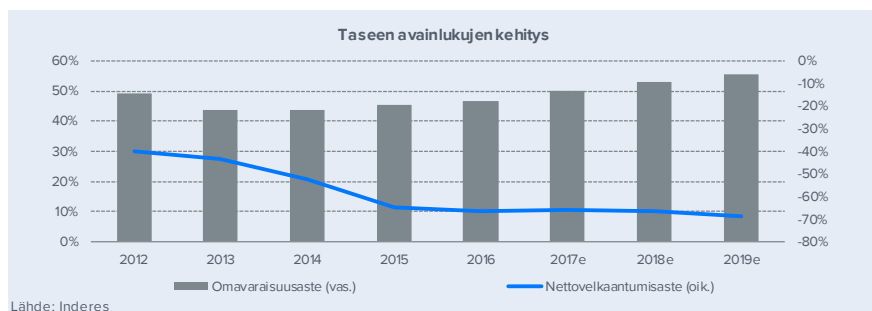


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	2169	2361	2489	2541	2530
Liikearvo	1209	1307	1372	1372	1372
Aineettomat oikeudet	262	272	293	343	321
Käyttöomaisuus	317	345	368	371	381
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	5	7	7	7	7
Muut sijoitukset	108	123	130	130	130
Muut pitkäaikaiset varat	6	8	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	263	300	318	318	318
Vaihtuvat vastaavat	4191	5144	5463	5518	5764
Varastot	1212	1327	1374	1395	1432
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	1700	1914	2003	1967	2020
Likvidit varat	1279	1903	2086	2156	2312
Taseen loppusumma	6360	7506	7951	8059	8294

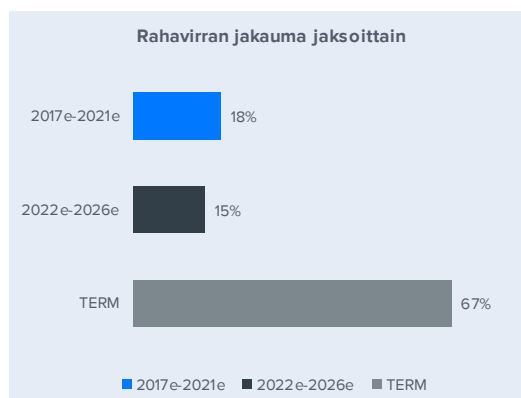
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	2018	2531	2796	2985	3193
Osakepääoma	66	66	66	66	66
Kertyneet voittovarot	1704	2465	2730	2919	3127
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	100	0	0	0	0
Muu oma pääoma	148	0	0	0	0
Vähemmistöosuus	45	45	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	458	516	717	544	544
Laskennalliset verovelat	111	141	154	154	154
Varaukset	138	174	183	183	183
Lainat rahoituslaitoksilta	31	33	203	30	30
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	179	169	177	177	177
Lyhytaikaiset velat	3840	4414	4439	4531	4557
Lainat rahoituslaitoksilta	163	204	26	150	150
Lyhytaikaiset korottomat velat	3676	4210	4413	4381	4407
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	6360	7506	7951	8059	8294



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	1293	1253	1315	1365	1389	1411	1431	1451	1469	1485	1530	
+ Kokonaispoistot	104	108	111	114	118	122	126	130	134	138	142	
- Maksetut verot	-313	-294	-316	-328	-334	-347	-353	-359	-363	-368	-379	
- verot rahoituskuluista	-7	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	
+ verot rahoitustuotoista	15	7	8	9	9	10	11	12	12	13	13	
- Käyttöpääoman muutos	67	-17	-64	29	33	34	138	38	38	38	39	
Operatiivinen kassavirta	1160	1056	1053	1188	1214	1228	1352	1270	1288	1305	1344	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	17	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoinvestoinnit	-212	-161	-100	-135	-142	-147	-151	-155	-159	-164	-168	
Vapaa operatiivinen kassavirta	965	895	953	1052	1071	1081	1201	1115	1129	1141	1176	
+/- Muut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	965	895	953	1052	1071	1081	1201	1115	1129	1141	1176	29798
Diskontattu vapaa kassavirta		849	844	871	828	780	810	702	664	627	603	15289
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	22866	22017	21173	20303	19475	18695	17885	17183	16519	15892	15289	
Velaton arvo DCF	22866											
- Korolliset velat												-229
+ Rahavarat												2086
-Vähemmistöosuus												0
-Osinko/pääomapalautus												0,0
Oman pääoman arvo DCF												24745
Oman pääoman arvo DCF per osake												48,17

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	24,0 %
Tavoitettu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	0,90
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	7,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,1 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	7335	8647	8784	8940	9181
EBITDA	1120	1342	1397	1361	1426
EBITDA-marginaali (%)	15,3	15,5	15,9	15,2	15,5
EBIT	1036	1242	1293	1253	1315
Voitto ennen veroja	1016	1364	1330	1278	1345
Nettovoitto	756	1032	1024	984	1029
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	6360	7506	7951	8059	8294
Oma pääoma	2062	2576	2796	2985	3193
Liikearvo	1209	1307	1372	1372	1372
Korolliset velat	194	237	229	180	180

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	1120	1342	1397	1361	1426
Nettokäyttöpääoman muutos	179	204	67	-17	-64
Operatiivinen kassavirta	1013	1256	1160	1056	1053
Vapaa kassavirta	780	1029	965	895	953

Yhtiökuvaus
KONE kuuluu alansa johtaviin yrityksiin ja tarjoaa asiakkailleen edistyksellisiä hissejä, liukuportaita ja automaattiovia sekä monipuolisia ratkaisuja niiden huoltoon ja modernisointiin. Vuonna 2016 KONEen liikevaihto oli 8,8 miljardia euroa ja henkilöstömäärä vuoden lopussa yli 52 000. Yhtiön B-sarjan osake noteerataan NASDAQ OMX Helsinki Oy:ssä. (Lähde: Kone.com)

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	1,47	2,01	1,99	1,92	2,00
EPS oikaistu	1,47	2,01	1,99	1,92	2,00
Operat. kassavirta per osak	1,97	2,44	2,26	2,06	2,05
Tasearvo per osake	3,93	4,93	5,44	5,81	6,22
Osinko per osake	1,20	1,40	1,55	1,60	1,70
Voitonjako, %	81	70	78	83	85
Osinkotuotto, %	3,2	3,6	3,6	4,0	4,2

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	25,7	19,5	21,4	21,0	20,1
P/B	9,6	8,0	7,8	6,9	6,5
P/Liikevaihto	2,6	2,3	2,5	2,3	2,3
P/CF	19,2	16,0	18,9	19,6	19,6
EV/Liikevaihto	2,6	2,2	2,3	2,1	2,0
EV/EBITDA	16,7	14,0	14,3	13,7	13,0
EV/EBIT	18,1	15,1	15,5	14,9	14,1

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Herlin Antti	22,0 %
Poltina Oy	3,3 %
Wipunen varainhallinta Oy	3,1 %
Riikantorppa Oy	3,0 %
Koneen Säätiö	3,0 %
KONE Oyj	2,5 %

Suosittelushistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
23.4.2015	Vähennä	40,00 €	41,10 €
2.7.2015	Vähennä	36,00 €	36,60 €
20.7.2015	Vähennä	38,00 €	38,39 €
23.10.2015	Vähennä	38,00 €	37,90 €
29.1.2016	Vähennä	38,00 €	38,80 €
22.4.2016	Vähennä	38,00 €	40,47 €
20.7.2016	Vähennä	42,00 €	44,63 €
26.10.2016	Vähennä	42,00 €	43,40 €
27.1.2017	Vähennä	42,00 €	42,53 €
23.3.2017	Vähennä	38,00 €	40,22 €

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 sijoituspäätöstensä 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 sijoitusuusituksia 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 omistuosuuksia 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/>