

Kilpailu on kovaa, mutta odotamme kannattavuuden säilyvän hyvänä

Matkapuhelinnumeroiden siirtomäärät indikoivat mobiiliiliittymien vaihtuvuuden säilyneen korkealla myös Q4:lla. Ennustamme Elisan kannattavuuden kuitenkin säilyneen hyvänä niin Q4:lla kuin myös jatkossa. Toistamme näkemyksemme ja odotamme edelleen yrityskauppojen, mobiilin palveluliikevaihdon kasvun ja toiminnan tehostumisen mahdollistavan Elisalle vakaat tulostulokset lähivuosille kilpailun kiristymisestä huolimatta. Elisan markkina asema on vahva, sen riskitaso on sektorin matalimmasta päästä ja hyväksymme yhtiölle pienen arvostuspreemion suhteessa verrokkeihin. Näkemyksemme mukaan osakkeen arvostus suhteessa verrokkeihin on tällä hetkellä neutraali ja näin ollen toistamme Elisan vähennä-suosituksen ja 33,0 euron tavoitehinnan.

Kilpailu on kovaa, mutta odotamme kannattavuuden säilyvän vahvana

Teleoperaattorit ovat pidemmän aikaa kertoneet kilpailun olevan kovaa ja H2'17:lla se on kiristynyt entisestään. Mobiiliiliittymien vaihtuvuus kasvoi Q3:lla selvästi (Elisa Q3'17: 23,4 % vs. Q2'17: 18,2 %). Mobiiliiliittymien vaihtuvuutta veti Q3:lla roaming-hinnoittelun muutos ja ulkopuolisten jakelukanavien lisääntynyt käyttö, pääosin Telian liittymillä. Elisa reagoi kuitenkin nopeasti hintakilpailuun ja pystyi puolustamaan kuluttaja-asiakkaiden liittymäkantaa Suomessa ja yhtiön kannattavuus säilyi edelleen hyvällä tasolla. Telia kommentoi Q3:lla taas Suomen kampanjoiden olleen kalliita yhtiölle ja punnitsevana niiden jatkoa. Numpacin matkapuhelinnumeroiden siirtomäärät Q4:ltä indikoivat vaihtuvuuden jatkuneen yleisesti korkeana myös Q4:lla. Arvioimme teleoperaattoreiden kuitenkin tiedostavan toistensa reagoivan nopeasti hintakilpailuun ja mahdollisen hintakilpailun tulevan kaikille kalliiksi. Näin ollen emme odota laajempaa hintakilpailua ja odotamme Elisan ja muiden operattoreiden kannattavuuden myös jatkossa säilyvän hyvänä Suomessa.

Odotamme käyttökatteen nousevan viime vuodesta

Ennustamme konsensuksen tavoin Elisan vuoden 2018 liikevaihdon ja käyttökatteen nousevan noin 3 % vuodesta 2017. Odotamme Elisan liikevaihdon kasvavan 1825 MEUR:oon ja käyttökatteen 623 MEUR:oon vuonna 2018. Arvioimme kuitenkin Elisan olevan varovainen ja ohjeistavan vuoden 2018 liikevaihdon ja käyttökatteen pysyvän vuoden 2017 tasolla. Keskipitkällä aikavälillä Elisa pystyy jatkamaan matalaa tuloskasvua nykyisillä liiketoiminnoillaan ja 5G:hen siirtymisellä. Pidemmällä aikavälillä arvioimme teleoperaattoreiden kuitenkin joutuvan löytämään kokonaan uusia liiketoimintoja kasvun ylläpitämiseksi, kuten esimerkiksi uutta palvelutarjontaa.

Osake on oikein hinnoiteltu

Elisan markkina-asema on vahva, sen riskitaso on sektorin matalimmasta päästä ja hyväksymme yhtiölle pienen arvostuspreemion suhteessa verrokkeihin. Elisan P/E-kerroin vuosille 2017-2018 on noin 17,5x ja lievästi yli sektorin mediaanin ja arvostus on näin ollen neutraali. Näkemyksemme mukaan, korkeamman arvostuksen hyväksyminen vaatisi nykyisen vahvan tuloskasvun ylläpitämistä, joka taas edellyttäisi uusia omistaja-arvoa luovia yritysostoja orgaanisen kasvun ja kannattavuuden ollessa jo sektorin parasta tasoa. Hyvä noin 5 %:n osinkotuotto rajaa taas toisaalta mahdollista kurssilaskua.

Analyttikko

Joni Grönqvist
+358 40 515 3113
joni.gronqvist@inderes.fi



Suositus Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehinta 33,00 EUR

Edellinen: 33,00



Lähde: Reuters

Eiisen päätös 32,26 EUR

12 kk vaihteluväli 30,42-36,94 EUR

Potentiaali 2,3 %

Ohjeistus

Elisa arvioi liikevaihdon ja vertailukelpoisen käyttökatteen olevan parempi kuin vuonna 2016. Yhtiö odottaa investointien olevan enintään 13 % liikevaihdosta keskipitkän aikavälin tavoitteen, korkeintaan 12 % ollessa edelleen voimassa.

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	1 569	312	19,9 %	291	1,53	1,40	4,1	11,9	20,0	21,9	4,0 %
2016	1 636	339	20,7 %	320	1,61	1,50	3,7	10,7	17,8	18,9	4,8 %
2017e	1 778	377	21,2 %	404	2,10	1,60	3,3	9,7	15,5	17,5	5,0 %
2018e	1 825	389	21,3 %	368	1,85	1,65	3,2	9,4	15,0	17,4	5,1 %
2019e	1 847	401	21,7 %	373	1,86	1,70	3,1	9,2	14,5	17,3	5,3 %
Markkina-arvo, MEUR			5149	OPO / osake 2017e, EUR			7,85				5 %
Nettovelka 2017e, MEUR			747	P/B 2017e			4,1				4 %
Yritysarvo (EV), MEUR			5900	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			59,5 %				30,1 %
Taseen koko 2017e, MEUR			2509	Omavaraisuusaste 2017e, %			50,0 %				17,9 %

Ennustemuutokset

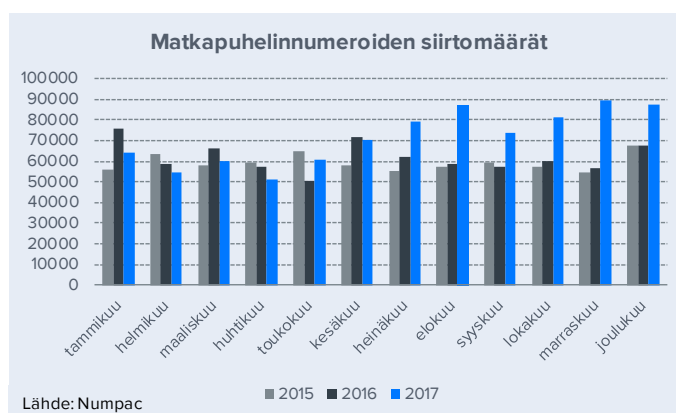
Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1778	1778	0 %	1824	1825	0 %	1846	1847	0 %
Käyttökate	606,6	606,6	0 %	621,5	623,3	0 %	628,8	633,3	1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	380,0	380,0	0 %	388,0	389,3	0 %	400,8	401,0	0 %
Liikevoitto	377,5	377,5	0 %	388,0	389,3	0 %	400,8	401,0	0 %
Tulos ennen veroja	403,4	403,6	0 %	366,0	368,3	1 %	372,9	373,2	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,83	1,84	0 %	1,83	1,85	1 %	1,86	1,86	0 %
Osakekohtainen osinko	1,60	1,60	0 %	1,65	1,65	0 %	1,70	1,70	0 %

Lähde: Inderes

Matkapuhelinnumeroiden siirtomäärät

Siirtomäärät indikoivat vaihtuvuuden pysyneen korkealla

Numpac:n tietojen mukaan matkapuhelinnumeroiden siirtomäärät ovat pysyneet korkealla myös Q4:lla. Matkapuheluiden siirtomäärät kasvoivat Q3:lla 40 % ja Q4:lla 44 %. Arvioimme suurimman osan numeroiden vaihdoksista tulleen uuden roaming-hinnoittelun myötä ja jakautuvan suhteellisen tasaisesti operaattoreiden välillä. Koska eri operaattoreiden liittymien hinnat ovat suhteellisen lähellä toisiaan, emme odota suuria markkinaosuusmuutoksia. Samalla odotamme myös kannattavuuksien säilyneen hyvällä tasolla. Jos matkapuhelinnumeroiden siirtomääriä ajaisi laajempi hintakilpailu, olisi tämä arvioimme mukaan haitallista useiden operaattoreiden kannattavuuksille, olettaen että nämä vastaisivat hintakilpailuun. Suurimpina uhkina operattoreille näemme juuri hintakilpailun sekä lisäksi myös regulaation.



Arvostuskertoimet

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Tele2	97,10	5006	6287	19,2	15,6	9,2	8,5	2,0	2,0	24,2	19,7	4,8	4,6	2,9
Telia	37,75	16732	25122	15,1	12,9	7,5	7,4	2,4	2,4	14,4	14,2	5,9	5,8	1,7
Telenor	186,30	29018	34151	13,5	12,7	7,4	7,4	2,9	2,9	17,1	17,1	4,4	4,6	5,3
BT	270,85	30666	43184	9,2	11,0	4,8	5,7	1,5	1,8	10,1	9,9	5,4	5,8	3,6
Proximus	27,15	9281	11158	13,8	13,3	6,3	6,2	1,9	2,0	17,0	16,3	5,5	5,5	3,1
DNA	15,85	2120	2480	19,4	17,2	8,9	8,6	2,7	2,7	23,0	20,9	4,1	4,6	3,4
Orange Belgium	17,00	1041	1370	17,3	17,2	5,0	4,8	1,2	1,1	18,1	18,3	4,0	4,3	1,8
Swisscom	519,40	22971	29815	16,3	17,3	8,3	8,4	3,1	3,1	17,1	18,0	4,2	4,2	3,7
Telecom Austria	8,22	5464	7731	17,1	15,9	6,1	5,9	2,0	1,9	14,9	15,9	2,5	2,9	2,0
TDC	38,90	4272	7046	18,0	15,9	7,0	6,5	2,9	2,7	15,9	14,6	2,7	3,0	1,4
Iliad	202,50	12041	13829	17,2	17,5	7,9	7,7	2,9	2,8	26,8	26,2	0,3	0,4	3,5
Deutsche Telecom	14,41	70125	131789	13,8	12,6	6,1	5,9	1,8	1,8	16,5	14,7	4,7	4,8	2,3
Talktalk Telecom	131,60	1474	2437	14,8	16,1	8,5	8,7	1,4	1,3	12,3	20,3	10,5	5,3	9,1
KPN	2,83	11968	18536	19,7	18,5	7,7	7,6	2,8	2,8	22,6	21,5	4,4	4,7	3,4
Elisa (Inderes)	32,26	5149	5900	15,5	15,0	9,7	9,4	3,3	3,2	17,5	17,4	5,0	5,1	4,1
Keskiarvo				16,0	15,3	7,2	7,1	2,3	2,2	17,9	17,7	4,5	4,3	3,4
Mediaani				16,7	15,9	7,5	7,4	2,2	2,2	17,0	17,6	4,4	4,6	3,3
Erotus-% vrt. mediaani				-7 %	-6 %	30 %	27 %	50 %	46 %	3 %	-1 %	14 %	12 %	25 %

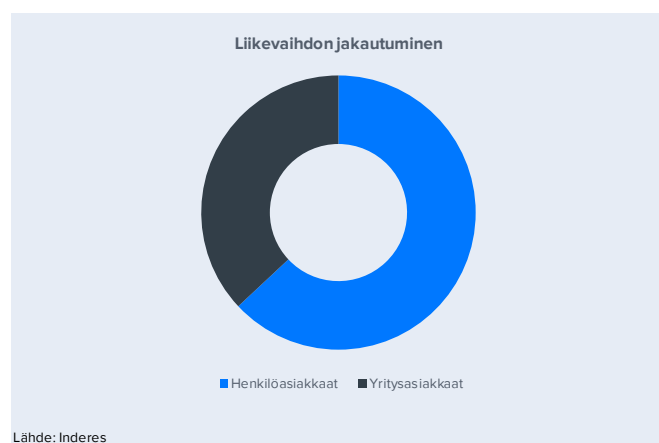
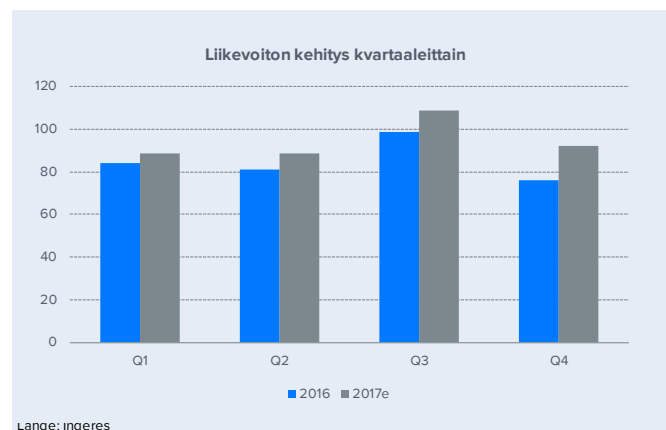
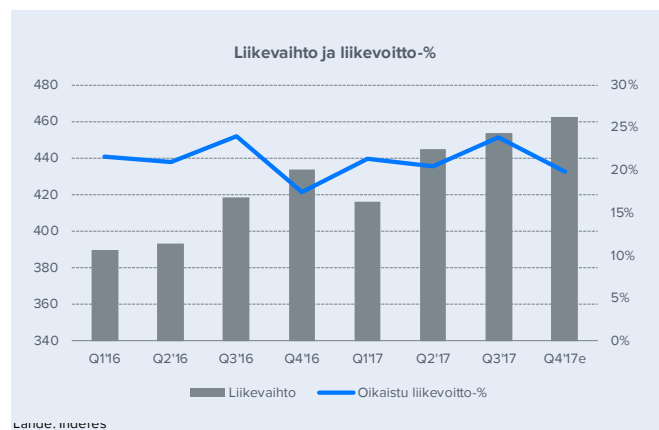
Lähde: Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	1569	390	393	419	434	1636	416	445	454	463	1778	1825	1847
Henkilöasiakkaat	983	244	246	268	272	1030	261	278	291	290	1120	1156	1173
Yritysasiakkaat	586	146	147	150	162	606	155	167	162	173	657	669	674
Käyttökate	533	137	134	154	139	563	144	148	165	150	607	623	633
Poistot ja arvonalennukset	-221	-53	-53	-56	-63	-224	-55	-59	-57	-58	-229	-234	-232
Liikevoitto ilman kertaeriä	322	84	83	101	76	343	89	91	109	92	380	389	401
Liikevoitto	312	84	81	98	76	339	89	88	109	92	377	389	401
Henkilöasiakkaat	222	53	52	63	44	211	58	61	68	56	243	251	290
Yritysasiakkaat	91	32	30	36	32	129	31	27	40	36	135	139	111
Nettorahoituskulut	-24	-6	-5	-5	-2	-18	-4	40	-5	-5	26	-21	-28
Tulos ennen veroja	291	77	75	93	74	320	84	129	104	87	404	368	373
Verot	-47	-14	-15	-18	-15	-63	-16	-17	-19	-17	-68	-72	-75
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0	-1	-1
Nettotulos	243	63	60	75	59	258	69	112	85	70	335	296	298
EPS (oikaistu)	1,59	0,40	0,39	0,48	0,37	1,64	0,43	0,44	0,53	0,44	1,84	1,85	1,86
EPS (raportoitu)	1,53	0,40	0,38	0,47	0,37	1,61	0,43	0,70	0,53	0,44	2,10	1,85	1,86

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	2,2 %	2,5 %	0,8 %	6,1 %	7,4 %	4,2 %	6,6 %	13,3 %	8,4 %	6,6 %	8,7 %	2,7 %	1,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	5,7 %	10,7 %	4,8 %	11,7 %	-2,4 %	6,4 %	5,4 %	10,2 %	8,0 %	21,3 %	10,8 %	2,5 %	3,0 %
Käyttökate-%	33,9 %	35,1 %	34,0 %	36,8 %	32,0 %	34,4 %	34,6 %	33,2 %	36,4 %	32,4 %	34,1 %	34,2 %	34,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	20,5 %	21,6 %	21,0 %	24,0 %	17,5 %	21,0 %	21,3 %	20,4 %	23,9 %	19,9 %	21,4 %	21,3 %	21,7 %
Nettotulos-%	15,5 %	16,2 %	15,4 %	18,0 %	13,6 %	15,7 %	16,5 %	25,2 %	18,6 %	15,1 %	18,9 %	16,2 %	16,1 %

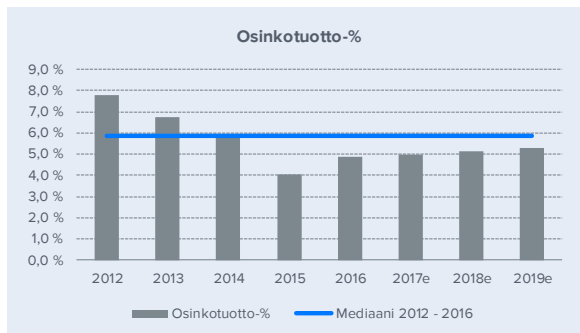
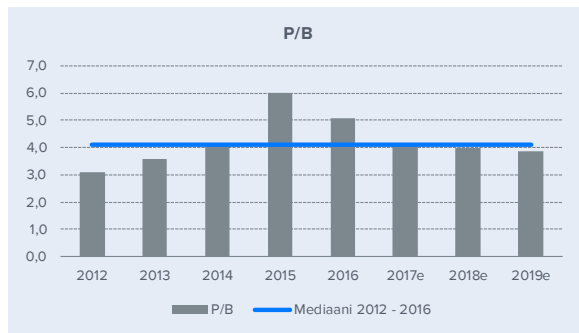
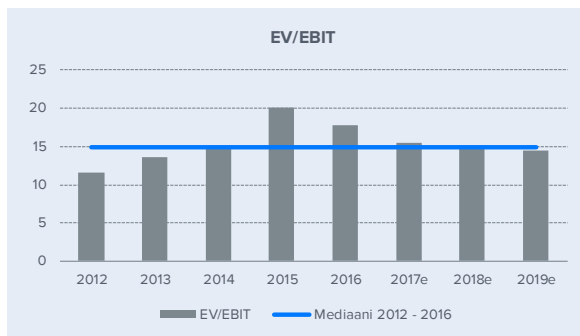
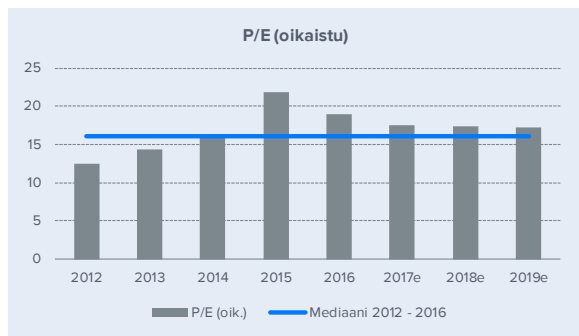
Lähde: Inderes



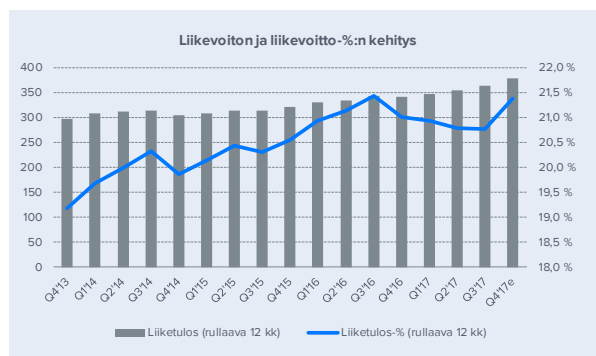
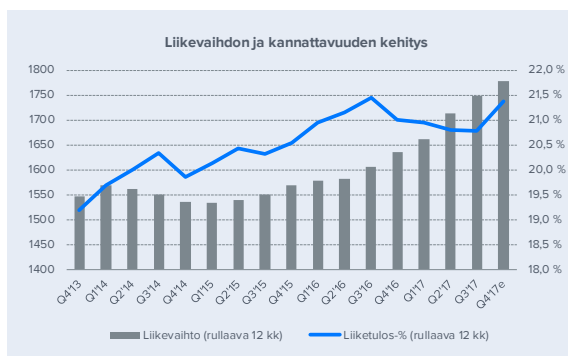
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	16,73	19,26	22,61	34,79	30,93	32,26	32,26	32,26
Markkina-arvo	2625	3069	3603	5548	4936	5149	5149	5149
Yritysarvo (EV)	3472	4047	4560	6462	6091	5900	5847	5804
P/E (oik.)	12,4	14,4	16,0	21,9	18,9	17,5	17,4	17,3
P/E	12,6	15,6	16,0	22,8	19,2	15,4	17,4	17,3
P/Kassavirta	14,9	32,4	17,7	21,6	neg.	11,6	15,8	15,6
P/B	3,1	3,6	4,1	6,0	5,1	4,1	4,0	3,9
P/S	1,7	2,0	2,3	3,5	3,0	2,9	2,8	2,8
EV/Liikevaihto	2,2	2,6	3,0	4,1	3,7	3,3	3,2	3,1
EV/EBITDA	6,9	8,0	8,8	11,9	10,7	9,7	9,4	9,2
EV/EBIT	11,6	13,6	15,0	20,0	17,8	15,5	15,0	14,5
Osinko/tulos (%)	98,0 %	105,4 %	93,6 %	91,7 %	93,0 %	76,2 %	89,1 %	91,2 %
Osinkotuotto-%	7,8 %	6,7 %	5,8 %	4,0 %	4,8 %	5,0 %	5,1 %	5,3 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

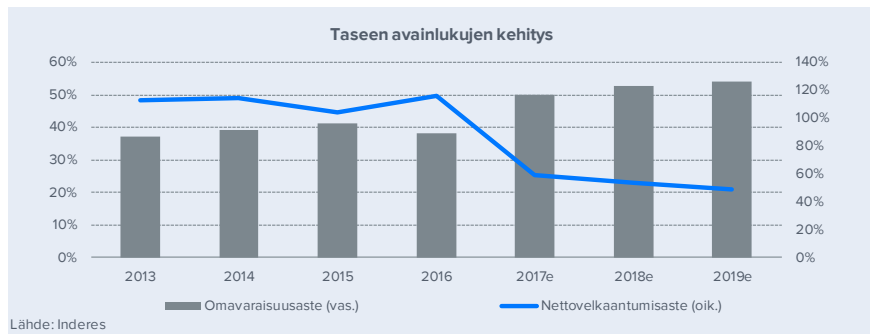


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	1816	1829	1894	1988	1973
Liikearvo	832	830	880	1000	1000
Aineettomat oikeudet	137	0	0	0	0
Käyttöomaisuus	692	812	874	845	830
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	49	60	0	0	0
Muut sijoitukset	20	30	41	41	41
Muut pitkäaikaiset varat	72	74	75	77	77
Laskennalliset verosaamiset	14	23	25	25	25
Vaihtuvat vastaavat	428	418	639	522	487
Varastot	53	55	55	60	61
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	333	334	539	373	383
Likvidit varat	41	29	45	89	42
Taseen loppusumma	2243	2247	2533	2509	2459

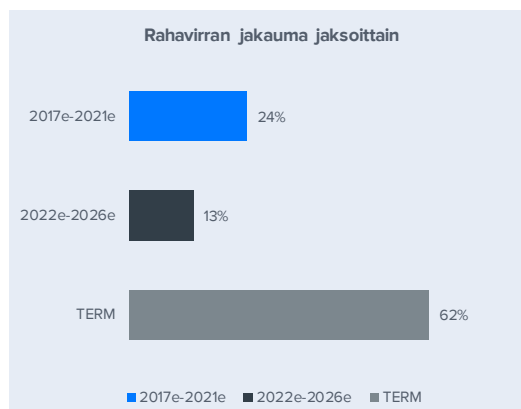
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	879	926	971	1254	1294
Osakepääoma	83	83	83	83	83
Kertyneet voittovarot	468	499	534	673	714
Omat osakkeet	-148	-146	-143	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	476	489	497	497	497
Vähemmistöosuus	1	1	1	1	1
Pitkäaikaiset velat	889	757	913	847	767
Laskennalliset verovelat	21	23	29	29	29
Varaukset	3	9	6	6	6
Lainat rahoituslaitoksilta	818	686	827	762	682
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	46	40	51	51	51
Lyhytaikaiset velat	476	564	649	408	398
Lainat rahoituslaitoksilta	225	305	341	74	54
Lyhytaikaiset korottomat velat	246	256	308	334	343
Muut lyhytaikaiset velat	6	3	0	0	0
Taseen loppusumma	2244	2247	2533	2509	2459



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	339,3	377,5	389,3	401,0	407,3	361,6	347,7	333,3	318,4	303,0	307,5	
+ Kokonaispoistot	223,8	229,1	234,0	232,3	229,4	233,4	237,3	241,2	245,0	245,2	248,9	
- Maksetut verot	-58,1	-68,4	-71,8	-74,6	-76,1	-66,9	-63,9	-60,9	-57,9	-54,7	-55,6	
- verot rahoituskuluista	-3,6	4,2	-4,4	-5,7	-5,5	-5,6	-5,8	-5,9	-6,0	-6,1	-6,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Käyttöpääoman muutos	-156,5	187,8	-2,6	-1,2	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	
Operatiivinen kassavirta	345,0	730,5	544,8	551,9	553,6	521,1	513,9	506,2	498,1	485,9	493,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	8,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-347,1	-322,4	-219,0	-221,7	-243,7	-247,4	-251,1	-254,9	-245,6	-258,3	-262,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	6,6	408,1	325,8	330,2	309,9	273,7	262,8	251,3	252,5	227,6	231,0	
+/- Muut	-7,0	36,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,4	444,6	325,8	330,2	309,9	273,7	262,8	251,3	252,5	227,6	231,0	6354,3
Diskontattu vapaa kassavirta	481,7	310,2	298,9	266,7	223,9	204,4	185,8	177,5	152,1	146,7	4036,2	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	6447,6	6002,4	5692,2	5393,3	5126,6	4902,7	4698,3	4512,5	4335,1	4183,0	4036,2	
Velaton arvo DCF	6447,6											
- Korolliset velat		-1168,5										
+ Rahavarat		44,5										
- Vähemmistöosuus		-4,1										
- Osinko/pääomapalautus		-239,4										
Oman pääoman arvo DCF	5080,1											
Oman pääoman arvo DCF per osake	31,83											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	35,0 %
Vieraan pääoman kustannus	2,8 %
Yrityksen Beta	0,80
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	6,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	5,2 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	1535,2	1569,3	1635,7	1777,6	1825,1
EBITDA	519,6	532,5	563,1	606,6	623,3
EBITDA-marginaali (%)	33,8	33,9	34,4	34,1	34,2
EBIT	304,9	312,0	339,3	377,5	389,3
Voitto ennen veroja	277,6	290,5	320,1	403,6	368,3
Nettovoitto	224,8	243,4	257,5	378,7	295,5
Kertaluontoiset erät	0,0	-10,4	-3,6	-2,5	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	2243,4	2246,6	2532,9	2509,4	2459,1
Oma pääoma	878,6	925,9	971,3	1254,0	1294,2
Liikearvo	831,5	830,1	879,8	999,8	999,8
Korolliset velat	1042,9	991,2	1168,5	835,5	736,1

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	519,6	532,5	563,1	606,6	623,3
Nettokäyttöpääoman muutos	-27,1	5,0	-156,5	187,8	-2,6
Operatiivinen kassavirta	432,4	478,4	345,0	730,5	544,8
Vapaa kassavirta	203,4	256,7	-0,4	444,6	325,8

Yhtiökuvaus
Elisa on tietoliikenne-, ICT- ja online-palveluyritys, jonka asiakkaana on 2,3 miljoonaa kuluttajaa, yritystä ja julkishallinnon organisaatiota. Elisa tarjoaa palveluita viestimiseen ja viihtymiseen, sekä työvälineitä organisaatioiden toiminnan ja tuottavuuden parantamiseen. Suomessa Elisa on mobiiliyhteyksien ja kiinteiden laajakaistaliittymien markkinajohtaja.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	1,41	1,53	1,61	2,10	1,85
EPS oikaistu	1,41	1,59	1,64	1,84	1,85
Operat. kassavirta per osake	2,71	3,00	2,16	4,58	3,41
Tasearvo per osake	5,51	5,80	6,08	7,85	8,10
Osinko per osake	1,32	1,40	1,50	1,60	1,65
Voitonjako, %	94	92	93	76	89
Osinkotuotto, %	5,8	4,0	4,8	5,0	5,1

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	16,0	22,8	19,2	15,4	17,4
P/B	4,1	6,0	5,1	4,1	4,0
P/Liikevaihto	2,3	3,5	3,0	2,9	2,8
P/CF	8,3	11,6	14,3	7,0	9,5
EV/Liikevaihto	3,0	4,1	3,7	3,3	3,2
EV/EBITDA	8,8	12,1	10,8	9,7	9,4
EV/EBIT	15,0	20,7	18,0	15,6	15,0

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Solidium Oy	10,0 %
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma	4,0 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	1,2 %
Valtion Eläkerahasto	0,8 %
Helsingin Kaupunki	0,7 %

Suositus historia, viimeiset 12 kk

Suositus historia, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
3.2.2016	Myy	24,00 €	33,88 €
22.4.2016	Myy	27,00 €	33,53 €
31.5.2016	Myy	29,00 €	33,57 €
18.7.2016	Myy	29,00 €	34,11 €
20.10.2016	Myy	29,00 €	31,69 €
28.11.2016	Vähennä	29,00 €	29,95 €
20.12.2016	Vähennä	29,50 €	30,50 €
31.1.2017	Vähennä	30,00 €	31,20 €
31.3.2017	Vähennä	31,50 €	33,11 €
20.4.2017	Vähennä	31,50 €	31,83 €
9.6.2017	Vähennä	33,00 €	34,69 €
17.7.2017	Vähennä	33,00 €	34,39 €
19.10.2017	Vähennä	33,00 €	34,58 €
12.1.2017	Vähennä	33,00 €	32,26 €

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 osavuositarkastusten 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. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>