

Hyvää tulosta, mutta haastava arvostus

Toistamme Elisan vähennä-suosituksen ja 33,0 euron tavoitehinnan. Yhtiön Q2-raportti oli markkinaodotuksia parempi ja tulos kasvoi yrityskauppojen vetämänä. Odotamme edelleen yrityskauppojen, mobiilin palveluliikevaihdon kasvun ja toiminnan tehostumisen mahdollistavan Elisalle vakaat tulospäätökset lähivuosisille. Näkemyksemme mukaan Elisan arvostus suhteessa verrokkeihin on kuitenkin edelleen haastava ja vahvan tulospäätöksen jatkuminen vaatisi uusia yritysostoja orgaanisen kasvun ja kannattavuuspotentiaalin ollessa pientä.

Q1-raportti ylitti odotukset

Elisan Q2-liikevaihto nousi 13 % vertailukaudesta ja ylitti sekä meidän että konsensusodotuksen. Liikevaihtoa kasvattivat Anvian, Starmanin ja Santa Monican liitetyt toiminnot sekä mobiilipalveluiden ja digitaalisten palvelujen kasvu. Orgaaninen kasvu oli 4 %. Segmentteittäin katsottuna sekä Kuluttaja-asiakkaat -segmentti että Yritysassiakkaat-segmentti kasvoivat liitettyjen liiketoimintojen ansiosta. Elisan oikaistu käyttökate kasvoi 12 %, mutta käyttökate-% heikkeni puoli prosenttiyksikköä 33,9 %:iin vertailukaudesta. Vertailukelpoinen osakekohtainen tulos kasvoi 0,44 euroon (Q2'16: 0,38 EUR) ja ylitti markkinaodotukset kahdella sentillä. Comptelin myynnistä saadut tuotot paransivat raportoitua osakekohtaista tulosta 0,70 euroon. Nettovelan ja käyttökateen suhdeluku nousi 2,1x:een eli yli yhtiön tavoitetason (2,0x), mutta yhtiö odottaa sen laskevan toisella vuosipuoliskolla.

Kilpailu jatkuu mutta terveenä

Elisa kommentoi tuttuun tapaan kilpailun edelleen olevan tiukkaa, mutta on pysynyt näkemyksemme mukaan terveenä. Mobiililiittymien vaihtuvuus kasvoi aiemmin useamman neljänneksen peräkkäin, mutta laski Q2:lla 18,2 %:iin (Q1'17: 18,5 %). Mobiilin liittymäkanta oli suhteellisen stabiilia ja yhtiö on pystynyt kasvamaan tasaisesti kasvattamalla liittymäkohtaista liikevaihtoa. Näin ollen aikaisemmin keväällä huomioimamme lievästi lisääntynyt kilpailutilanne ei tällä hetkellä näy yhtiön luvuissa negatiivisesti. Pidämme Elisan riskitasoa edelleen toimialan matalimpina. Starman-yritysosto kasvatti pääasiassa kiinteän verkon ja maksu-tv:n asiakkaita, kun taas Santa Monica on ICT-palvelutarjoaja.

Odotettu ohjeistuksen toisto ja iso kuva ennallaan

Yhtiö toisti odotetusti ohjeistuksensa ja arvioi liikevaihdon kasvavan vuodesta 2016 mobiilidatan ja digitaalisten palvelujen vetämänä. Vertailukelpoisen käyttökateen odotetaan olevan myös parempi kuin vuonna 2016. Investointien odotetaan olevan enintään 13 prosenttia liikevaihdon keskipitkän aikavälin tavoitteen (korkeintaan 12 prosenttia) ollessa edelleen voimassa. Olemme lisänneet Santa Monican kaupan ennusteisiin ja tehneet pieniä tarkennuksia. Odotamme liikevaihdon kasvavan 8 % ja käyttökateen kasvavan 8 % kuluvaan vuonna. H2'17:lla ennustamme yhtiön kasvavan noin 7 % ja tästä noin puolen olevan orgaanista kasvua.

Edelleen haastava arvostus

Elisan arvostus suhteessa verrokkeihin ja yhtiön historialliseen arvostustasoon nähden on edelleen haastava. Vakaat näkymät, lievästi paranevat ennusteet ja suhteellisesti matala riskitaso ansaitsevat kyllä korkean arvostuksen, mutta 15 % vertailuryhmää korkeampi vuoden 2017 P/E-kerroin (18,9x vs. verrokkien mediaani 16,5x) eivät tarjoa riittävää tuottopotentiaalia osakkeelle.

Analyttikko

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



Suositus

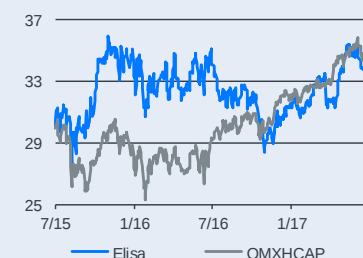
Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintana 33,00 EUR

Edellinen: 33,00



Lähde: Reuters

Ei-lisän päätös 34,39 EUR

12 kk vaihteluväli 28,4-35,53 EUR

Potentiaali -4,0 %

Ohjeistus

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

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto (EBIT)	Liikevoitto-marginaali	Tulos ennen veroja (PTP)	Tulos/osake	Osinko/osake	EV/Liikevaihto	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	Osinko-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	1 768	374	21,2 %	400	2,08	1,55	3,5	10,1	16,3	18,9	4,5 %
2018e	1 805	389	21,6 %	370	1,85	1,60	3,4	9,8	15,6	18,6	4,7 %
2019e	1 827	396	21,7 %	372	1,86	1,60	3,3	9,6	15,2	18,5	4,7 %
Markkina-arvo, MEUR			5489	OPO / osake 2017e, EUR			7,83	CAGR EPS, 2016-2019, %			5 %
Nettovelka 2017e, MEUR			654	P/B 2017e			4,4	CAGR kasvu, 2016-2019, %			4 %
Yritysarvo (EV), MEUR			6148	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			52,3 %	ROE 2017e, %			29,9 %
Taseen koko 2017e, MEUR			2363	Omavaraisuusaste 2017e, %			52,9 %	ROCE 2017e, %			18,4 %

Q2-raportti ylitti odotukset

Liikevaihto kasvoi yrityskauppojen vetämänä

Elisan Q2-liikevaihto nousi 13 % vertailukaudesta ja oli 445 MEUR (Q2'16: 393 MEUR), kun oma ennustemme oli 427 MEUR ja konsensusodotus 432 MEUR. Liikevaihtoa kasvattivat Anvian, Starmanin ja Santa Monican liitetyt toiminnot sekä mobiilipalveluiden ja digitaalisten palvelujen kasvu. Orgaaninen kasvu oli 4 %. Liikevaihdon kasvua heikensivät perinteisen kiinteän verkon käytön ja liittymämäärän väheneminen. Segmentteittäin katsottuna sekä Kuluttaja-asiakkaat -segmentti että Yritysasiakkaat-segmentti kasvoivat liitettyjen liiketoimintojen ansiosta.

Käyttökate nousi, mutta kannattavuus laski hieman

Elisan oikaistu Q2-käyttökate oli 151 MEUR, mikä ylitti vertailukauden (135 MEUR) 12 %:lla ja oli 5 miljoona euroa yli meidän ja 3 miljoona euroa yli konsensusennusteen. Olemme oikaisseet käyttökate 3 MEUR:lla liittyen Starman- ja Santa Monica-kauppoihin. Käyttökateen kasvun taustalla oli edelliskauden tavoin mobiilin palveluliikevaihdon kasvu, Anvian ja nyt myös Starmanin sekä Santa Monican liitetyt toiminnot. Lisäksi Elisan operatiivisen toiminnan tehostuminen paransi käyttökateä. Käyttökatemarginaali oli 33,9 % ja jäi näin ollen lievästi meidän (34,2 %) sekä konsensuksen (34,3 %) ennusteesta. Vertailukelpoinen osakekohtainen tulos oli 0,44

euroa, kun meidän ja konsensuksen odotukset olivat vastaavasti 0,41 ja 0,42 euroa (Q2'16: 0,38 EUR). Comptelin myynnistä saadut tuotot paransivat raportoitua osakekohtaista tulosta 0,70 euroon.

Kilpailu jatkuu näkemyksemme mukaan terveenä

Yhtiö kommentoi tuttuun tapaan, että kilpailuympäristö on ollut tiukka vuosineljänneksen aikana. Mobiililiittymien vaihtuvuus laski kuitenkin pitkästä aikaa 18,2 %:iin viime neljänneksen 18,5 %:sta. Lisäksi mobiilin liittymäkohtainen ARPU nousi 17,7 euroon edellisen neljänneksen 17,2 eurosta. Markkinoihin liittyen yhtiö kommentoi myös älypuhelinmarkkinoiden ja datapalveluiden käytön jatkuneen suotuisana.

Nettovelan ja käyttökateen suhdeluku nousi 2,1x:een Q1'17:n 1,9x:sta ja on hieman yli yhtiön tavoitetaso (2,0x). Elisa odottaa nettovelan ja käyttökateen suhdeluvun kuitenkin laskevan vuoden toisella puoliskolla.

Yritysjärjestelyihin liittyen yhtiö kommentoi integraatioiden (Anvia, Santa Monica ja Starman) sujuvan suunnitelmien mukaan. Yhtiö odottaa Starmanista 4-6 MEUR:n synergioita ja Santa Monicasta 4-5 MEUR vuoteen 2019 mennessä.

Ennustetaulukko	Q2'16	Q2'17	Q2'17e	Q2'17e	Konsensus	Erotus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes
Liikevaihto	393	445	427	432	424 - 437		4 %
Käyttökate	134	148	143	145	135 - 151		4 %
Käyttökate (oikaistu)	135	151	146	148	138 - 154		4 %
Liikevoitto	81	92	87	87	-		6 %
Tulos ennen veroja*	75	84	82	84	79 - 93		3 %
EPS*	0,38	0,44	0,41	0,42	0,41 - 0,47		7 %
Liikevaihdon kasvu-%	0,8 %	13,2 %	8,5 %	9,9 %	7,9 % - 11,2 %		4,7 %-yks.
Käyttökate-% (oik.)	34,4 %	33,9 %	34,2 %	34,3 %	32,5 % - 35,2 %		-0,2 %-yks.
Lähde: Inderes & Elisa (konsensus)				* oikaistu Comptel myynnillä			

Pieniä ennustemuutoksia

Lisäsimme Santa Monica-kaupan ennusteisiin

Olemme lisänneet Santa Monican kaupan ennusteisiin, mikä nosti liikevaihtoa vajaan 1 %:n. Teimme lisäksi pieniä tarkennuksia liikevaihtoon ja poistotasoihin. Odotamme liikevaihdon kasvavan ja käyttökateen kasvavan 8 % kuluva vuonna.

Vuosina 2018-2019 odotamme liikevaihdon kasvavan 2 % ja 1 %. Odotamme käyttökate-%:n pysyvän viime vuoden tasolla 34,4 %:ssa vuosina 2017-2019. Näin ollen odotamme tuloskasvun pääasiassa tulevan liikevaihdon kasvun kautta. Organisen kasvun ollessa matalaa vaatisi nykyisen tuloskasvuvauhdin ylläpitäminen edelleen uusia yritysostoja

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1727	1768	2 %	1756	1805	3 %	1778	1827	3 %
Käyttökate	589,8	606,6	3 %	612,8	620,3	1 %	617,9	627,4	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	371,2	376,8	2 %	380,5	389,4	2 %	387,0	396,0	2 %
Liikevoitto	368,2	374,3	2 %	380,5	389,4	2 %	387,0	396,0	2 %
Tulos ennen veroja	345,9	400,2	16 %	359,7	370,2	3 %	361,2	372,4	3 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,76	1,82	3 %	1,80	1,85	3 %	1,80	1,86	3 %
Osakekohtainen osinko	1,55	1,55	0 %	1,60	1,60	0 %	1,60	1,60	0 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Tele2	91,40	4822	6186	22,1	17,3	8,9	7,9	1,8	1,7	25,8	20,9	4,5	4,6	2,7
Telia	38,78	17523	25709	13,5	12,0	7,9	7,5	2,5	2,4	13,5	13,0	5,4	5,3	1,7
Telenor	142,70	22626	29428	11,1	11,1	6,3	6,4	2,3	2,4	15,8	14,0	5,6	5,8	4,3
Deutsche Telecom	15,84	74948	134044	14,8	13,6	6,0	5,9	1,8	1,8	17,5	15,6	4,2	4,5	2,5
Mobile Telesystems	236,40	6894	10230	7,5	7,1	4,0	3,9	1,6	1,5	6,9	6,4	11,0	11,3	3,4
Rostelecom	66,22	2647	5404	8,5	8,0	3,6	3,4	1,1	1,1	10,7	8,7	8,0	8,7	0,6
Swisscom	466,10	21775	28949	16,2	16,6	7,8	7,8	2,8	2,8	16,6	16,9	4,7	4,6	3,3
Telecom Austria	6,91	4562	7002	14,6	13,3	5,5	5,2	1,7	1,7	14,2	13,5	2,9	3,1	1,8
TDC	37,73	4095	7100	17,5	16,5	6,7	6,5	2,7	2,7	14,4	13,1	2,8	3,0	1,4
Talktalk Telecom	188,20	2052	2990	14,8	17,2	8,5	9,0	1,4	1,4	16,5	20,7	7,8	3,9	12,2
Orange Polska	5,25	1622	3320	53,1	38,6	4,7	4,5	1,2	1,2				1,8	0,7
KPN	2,89	12276	19667	19,6	18,2	7,4	7,3	2,7	2,7	25,5	22,9	4,3	4,6	3,4
Iliad	211,15	12401	14048	23,5	18,3	8,3	7,9	3,0	2,8	28,7	27,6	0,2	0,2	3,7
DNA	13,83	1818	2151	17,8	15,2	7,9	7,5	2,4	2,3	19,0	17,2	4,5	5,0	3,2
Elisa (Inderes)	34,39	5489	6148	16,3	15,6	10,1	9,8	3,5	3,4	18,9	18,6	4,5	4,7	4,4
Keskiarvo				18,2	15,9	6,7	6,5	2,1	2,0	17,3	16,2	5,1	4,8	3,2
Mediaani				15,5	15,8	7,1	6,9	2,1	2,0	16,5	15,6	4,5	4,6	2,9
Erotus-% vrt. mediaani				5 %	-1 %	43 %	42 %	69 %	66 %	15 %	19 %	0 %	1 %	51 %

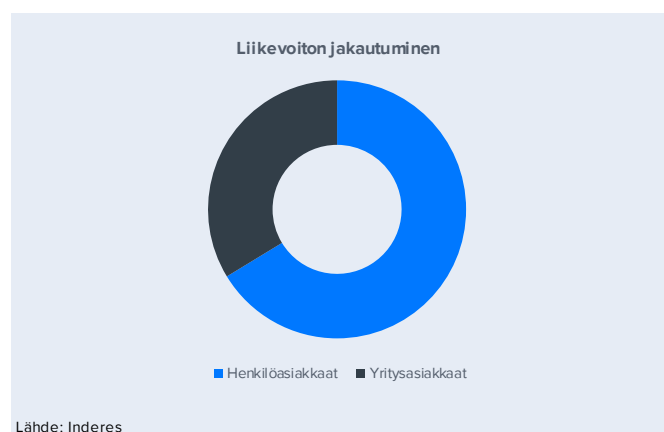
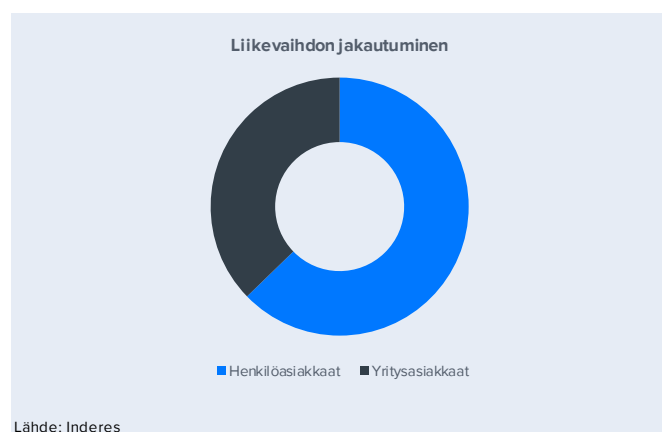
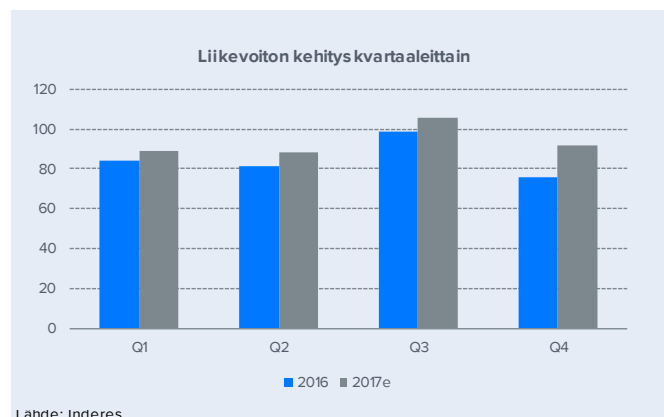
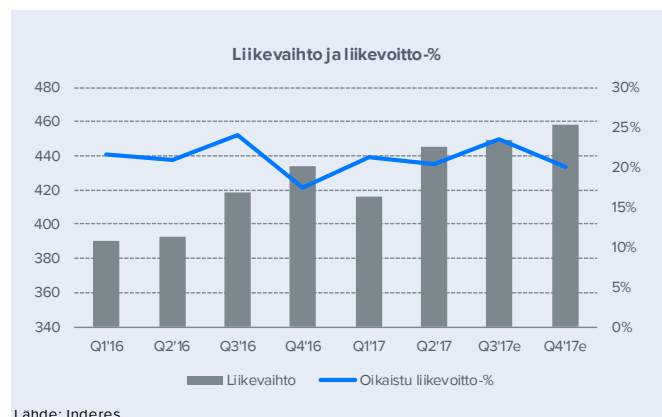
Lähde: Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	1569	390	393	419	434	1636	416	445	449	458	1768	1805	1827
Henkilöasiakkaat	983	244	246	268	272	1030	261	278	283	287	1110	1136	1153
Yritysi asiakkaat	586	146	147	150	162	606	155	167	166	171	659	669	673
Käyttökate	533	137	134	154	139	563	144	148	165	151	607	620	627
Poistot ja arvonalennukset	-221	-53	-53	-56	-63	-224	-55	-59	-59	-59	-232	-231	-231
Liikevoitto ilman kertaeriä	322	84	83	101	76	343	89	91	106	92	377	389	396
Liikevoitto	312	84	81	98	76	339	89	88	106	92	374	389	396
Henkilöasiakkaat	222	53	52	63	44	211	58	61	70	59	248	280	285
Yritysi asiakkaat	91	32	30	36	32	129	31	27	36	33	126	109	111
Nettorahoituskulut	-24	-6	-5	-5	-2	-18	-4	40	-5	-5	26	-19	-24
Tulos ennen veroja	291	77	75	93	74	320	84	129	101	87	400	370	372
Verot	-47	-14	-15	-18	-15	-63	-16	-17	-20	-17	-69	-74	-74
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	81	70	331	295	297
EPS (oikaistu)	1,59	0,40	0,39	0,48	0,37	1,64	0,43	0,44	0,51	0,44	1,82	1,85	1,86
EPS (raportoitu)	1,53	0,40	0,38	0,47	0,37	1,61	0,43	0,70	0,51	0,44	2,08	1,85	1,86

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

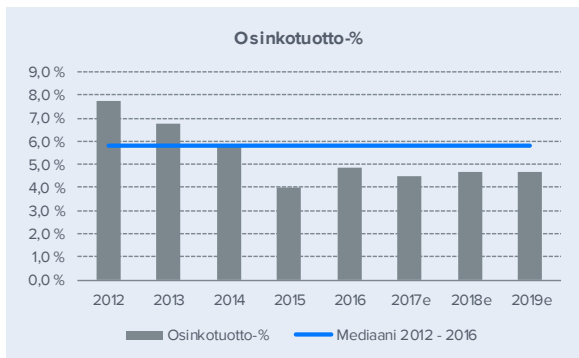
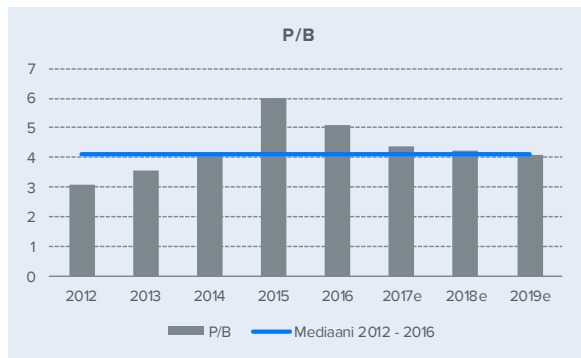
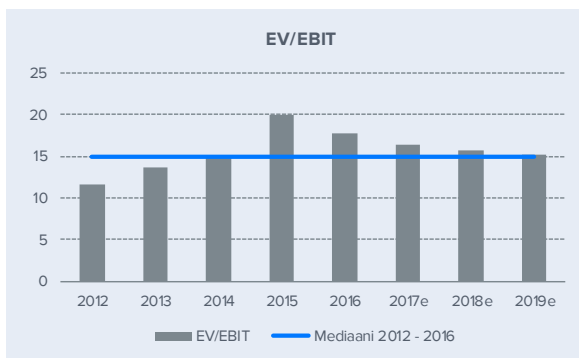
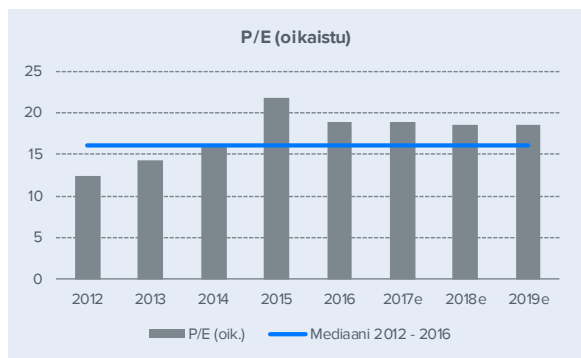
Lähde: Inderes



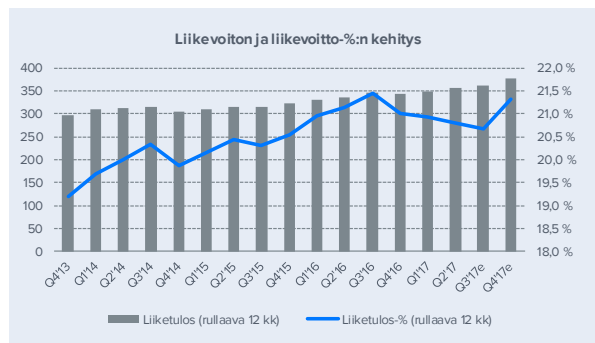
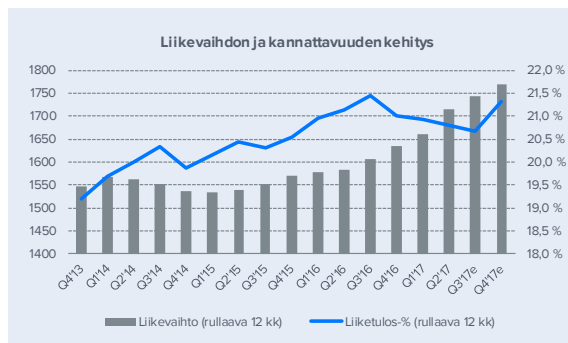
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	16,73	19,26	22,61	34,79	30,93	34,39	34,39	34,39
Markkina-arvo	2625	3069	3603	5548	4936	5489	5489	5489
Yritysarvo (EV)	3472	4047	4560	6462	6091	6148	6088	6035
P/E (oik.)	12,4	14,4	16,0	21,9	18,9	18,9	18,6	18,5
P/E	12,6	15,6	16,0	22,8	19,2	16,6	18,6	18,5
P/Kassavirta	14,9	32,4	17,7	21,6	neg.	10,2	17,0	16,7
P/B	3,1	3,6	4,1	6,0	5,1	4,4	4,2	4,1
P/S	1,7	2,0	2,3	3,5	3,0	3,1	3,0	3,0
EV/Liikevaihto	2,2	2,6	3,0	4,1	3,7	3,5	3,4	3,3
EV/EBITDA	6,9	8,0	8,8	11,9	10,7	10,1	9,8	9,6
EV/EBIT	11,6	13,6	15,0	20,0	17,8	16,3	15,6	15,2
Osinko/tulos (%)	98,0 %	105,4 %	93,6 %	91,7 %	93,0 %	74,7 %	86,5 %	86,0 %
Osinkotuotto-%	7,8 %	6,7 %	5,8 %	4,0 %	4,8 %	4,5 %	4,7 %	4,7 %

Lähde: Inderes



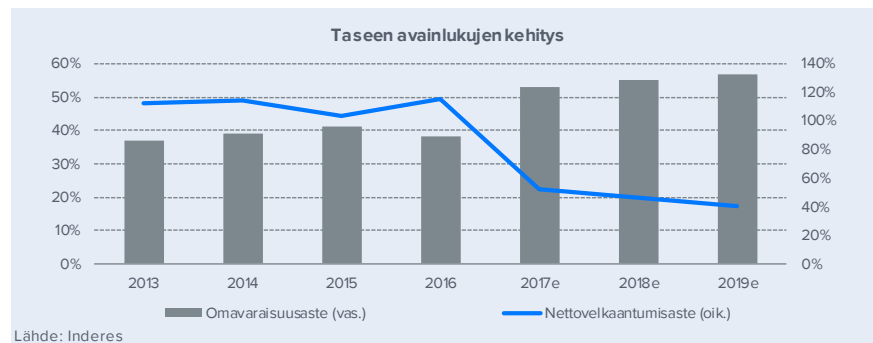
Tulostrendi (rullaava 12 kk)



Tase ja kassavirtalaskelma

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	1816	1829	1894	1892	1877
Liikearvo	832	830	880	880	880
Aineettomat oikeudet	137	0	0	0	0
Käyttöomaisuus	692	812	874	871	857
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	49	60	0	0	0
Muut sijoitukset	20	30	41	41	41
Muut pitkäaikaiset varat	72	74	75	75	75
Laskennalliset verosaamiset	14	23	25	25	25
Vaihtuvat vastaavat	428	418	639	471	481
Varastot	53	55	55	59	61
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	333	334	539	371	379
Likvidit varat	41	29	45	41	42
Taseen loppusumma	2243	2247	2533	2363	2359

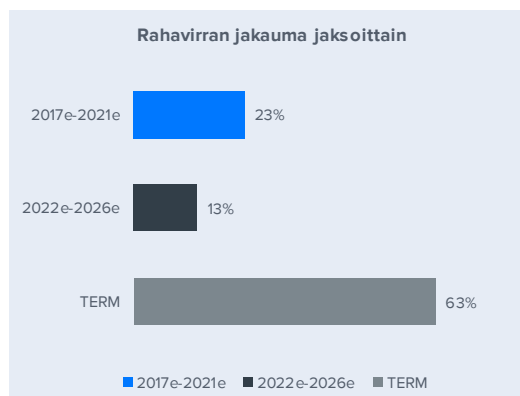
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	879	926	971	1250	1298
Osakepääoma	83	83	83	83	83
Kertyneet voittovarot	468	499	534	670	717
Omat osakkeet	-148	-146	-143	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	476	489	497	497	497
Vähemmistöosuus	1	1	1	1	1
Pitkäaikaiset velat	889	757	913	734	687
Laskennalliset verovelat	21	23	29	29	29
Varaukset	3	9	6	6	6
Lainat rahoituslaitoksilta	818	686	827	649	601
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	46	40	51	51	51
Lyhytaikaiset velat	476	564	649	379	374
Lainat rahoituslaitoksilta	225	305	341	46	35
Lyhytaikaiset korottomat velat	246	256	308	333	340
Muut lyhytaikaiset velat	6	3	0	0	0
Taseen loppusumma	2244	2247	2533	2363	2359



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	339,3	374,3	389,4	396,0	402,2	357,6	362,9	349,0	354,2	339,6	344,7	
+ Kokonaispoistot	223,8	232,3	230,9	231,4	232,3	239,0	244,9	245,9	247,6	246,8	250,5	
- Maksetut verot	-58,1	-68,8	-74,0	-74,5	-76,1	-67,2	-68,2	-65,4	-66,5	-63,6	-64,6	
- verot rahoituskuluista	-3,6	4,3	-4,0	-4,9	-4,5	-4,5	-4,6	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	
+ verot rahoitustuotoista	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Käyttöpääoman muutos	-156,5	188,3	-2,0	-1,2	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,7	
Operatiivinen kassavirta	345,0	730,6	540,4	547,0	552,6	523,5	533,7	523,5	529,4	516,8	524,5	
+ 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	-229,9	-216,6	-219,2	-241,0	-244,7	-248,3	-252,0	-244,6	-259,8	-263,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	6,6	500,7	323,8	327,8	311,5	278,9	285,3	271,4	284,7	257,0	260,9	
+/- 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	537,2	323,8	327,8	311,5	278,9	285,3	271,4	284,7	257,0	260,9	7175,9
Diskontattu vapaa kassavirta	561,3	300,8	289,4	261,5	222,5	216,5	195,7	195,2	167,5	161,6	4446,4	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	6982,1	6457,3	6156,5	5867,0	5605,5	5383,0	5166,5	4970,8	4775,6	4608,0	4446,4	
Velaton arvo DCF	6982,1											
- Korolliset velat	-1168,5											
+ Rahavarat	44,5											
-Vähemmistöosuus	-4,4											
-Osinko/pääomapalautus	-239,4											
Oman pääoman arvo DCF	5614,3											
Oman pääoman arvo DCF per osake	35,17											

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	1768,4	1804,9
EBITDA	519,6	532,5	563,1	606,6	620,3
EBITDA-marginaali (%)	33,8	33,9	34,4	34,3	34,4
EBIT	304,9	312,0	339,3	374,3	389,4
Voitto ennen veroja	277,6	290,5	320,1	400,2	370,2
Nettovoitto	224,8	243,4	257,5	374,9	295,2
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	2363,3	2358,7
Oma pääoma	878,6	925,9	971,3	1250,2	1298,0
Liikearvo	831,5	830,1	879,8	879,8	879,8
Korolliset velat	1042,9	991,2	1168,5	694,9	635,6

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	519,6	532,5	563,1	606,6	620,3
Nettokäyttöpääoman muutos	-27,1	5,0	-156,5	188,3	-2,0
Operatiivinen kassavirta	432,4	478,4	345,0	730,6	540,4
Vapaa kassavirta	203,4	256,7	-0,4	537,2	323,8

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 mobiiliiliittymien ja kiinteiden laajakaistaliittymien markkinajohtaja.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	1,41	1,53	1,61	2,08	1,85
EPS oikaistu	1,41	1,59	1,64	1,82	1,85
Operat. kassavirta per osake	2,71	3,00	2,16	4,58	3,39
Tasearvo per osake	5,51	5,80	6,08	7,83	8,13
Osinko per osake	1,32	1,40	1,50	1,55	1,60
Voitonjako, %	94	92	93	75	87
Osinkotuotto, %	5,8	4,0	4,8	4,5	4,7

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

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 %

Suositteluhistoria, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
16.7.2015	Myy	21,00 €	30,15 €
16.10.2015	Myy	22,00 €	32,35 €
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 €

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 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 omistusosuuksia 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/>