Tuloskasvu laimenee

Toistamme Cramon vähennä-suosituksen ja laskemme negatiivisten ennustemuutosten myötä osakkeen tavoitehinnan 21,0 euroon (aik. 24,0 euroa). Yhtiön eilen julkistama Q3-tulos parantui lievän liikevaihdon kasvun myötä hieman vertailukauden tasolta, mutta tulos ei yltänyt vakaasta kannattavuuskehityksestä johtuen odotuksiin. Yhtiön näkymissä ei ollut olennaisia muutoksia. Cramon tuloskasvunäkymät vuosille 2017-2018 ovat päämarkkinoiden vahvan vedon vuoksi edelleen hyvät, mutta tulosodotusriman ylittäminen on käynyt yhä haastavammaksi ja vuoden 2019 näkymät ovat hyvin epävarmat. Cramon arvostustaso on laskenut heinäkuun jälkeen jyrkästi ja ero verrokkeihin on leventynyt, mutta toistamme varovaisen näkemyksen osakkeesta, sillä näemme syklin huipun lähestyessä arvostuksessa vain vähän potentiaalia.

Kannattavuuskehitys jäi kauas selvästi odotuksista

Cramon 192 MEUR:n liikevaihto Q3:lla ylitti konsensuksen lievästi, mutta selvästi oman ennusteemme. Yhtiön liikevoitto nousi Q3'16 nähden 4 % 39,3 MEUR:oon, mutta meidän ja konsensuksen ennusteista Cramo jäi 7 % ja 5 % liikevoittotasolla. Tulosta nosti pääasiassa Siirtokelpoiset tilat -segmentin projektitoimitusten merkittävän kasvun myötä odotettua voimakkaampi liikevaihdon kasvu, mutta kone- ja laitevuokraussegmenttien liikevaihto ja liikevoitto jäivät odotuksiemme vastaisesti vertailukauden tasolle. Erityisesti kone-ja laitevuokraus Skandinavian liikevoiton kehitys oli jälleen odotuksiamme laimeampaa, mikä johtui mm. Norjan kiristyneestä hintakilpailusta. Tuloslaskelman alemmilla riveillä ei ollut yllätyksiä. Siten Cramo teki oikaistua EPS:ää Q3:lla 0,66 jääden pari prosenttia markkinaodotuksista.

Positiiviset näkymät odotetusti ennallaan, mutta huolenaiheet lisääntyvät

Cramo ei vuoden alussa annetun linjauksen mukaisesti antanut tulosohjeistusta ja kommentoi ainoastaan, että kone-ja laitevuokrauksen ja siirtokelpoisten tilojen kysynnän odotetaan pysyvän pääosin hyvällä tasolla loppuvuonna. Lisäksi yhtiö kommentoi odottavansa Ruotsin markkinoiden kasvun tasoittuvan ja näkevänsä Suomen ja Norjan markkinoilla kiristyvää kilpailua. Kokonaisuutena yhtiön kommentit kysyntänäkymistä olivat odotetut. Laskimme raportin jälkeen lähivuosien tulosennusteita noin 3-5 %. Odotamme yhä Cramon liikevoiton pysyvän ensi vuonna Siirtokelpoisten tilojen vetämänä lievällä kasvu-uralla, mutta merkittävät positiiviset tulosajurit ovat laantuvasta kysynnästä ja kokonaisuutena erinomaisella tasolla olevasta kannattavuudesta johtuen vähissä.

Arvostus näyttää maltillisella, mutta emme odota laskevaan trendiin käännöstä

Päivitetyillä ennusteillamme vuosien 2017 ja 2018 EV/EBIT-luvut ovat 10-11x tasolla, P/E-luvut noin 11x ja osinkotuotto noin 4,3 %. EV/EBIT-kertoimella mitattuna Cramon arvostustaso on nyt suunnilleen 20 % alle osakkeen 15-vuoden keskiarvon (12,4x) ja noin 20 % verrokkiryhmää matalampi, joten pidämme osakkeen arvostusta jo melko maltillisena. Vuosien 2012-2018e keskimääräiseen 1,24 euron osakekohtaiseen tulokseen suhteutettuna Cramon osake hinnoitellaan yhä haastavalla 16x P/E:llä, mikä korostaa osakkeen korkeaa suhdanneriskiä. Ennakoimme, että markkina ei tule hyväksymään osakkeelle nykyisessä syklin vaiheessa ja ennustelaskujen myötä merkittävästi nykyistä korkeampia arvostuskertoimia ja osakkeen kokonaistuotto (tuloskasvu +osinkotuoto + arvostuskertoimien muutos) tulee jäämään vaatimattomaksi.

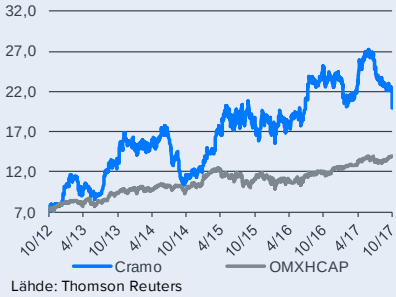
Analyytikko

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

Suositus
Vähennä

Edellinen: Vähennä

Tavoitehinta **21,00 EUR**
Edellinen: 24,00



Lähde: Thomson Reuters

Eilisen päätös	**19,96 EUR**
12 kk vaihteluväli	**19,9-27,5 EUR**
Potentiaali	**5 %**

Ohjeistus

Ei numeerista ohjeistusta

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

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	668	77	11,5 %	64	1,12	0,65	1,8	6,5	15,8	17,1	3,4 %
2016	712	99	13,9 %	87	1,54	0,75	2,0	6,9	14,6	15,4	3,2 %
2017e	730	114	15,6 %	102	1,84	0,85	1,8	5,6	11,4	10,9	4,3 %
2018e	748	117	15,6 %	106	1,88	0,90	1,6	5,0	10,3	10,6	4,5 %
2019e	746	113	15,2 %	104	1,85	0,95	1,6	5,0	10,2	10,8	4,8 %

Markkina-arvo, MEUR	887	OPO / osake 2017e, EUR	12,78	CAGR EPS, 2016-2019, %	6 %
Nettovelka 2017e, MEUR	405	P/B 2017e	1,6	CAGR kasvu, 2016-2019, %	2 %
Yritysarvo (EV), MEUR	1292	Nettovelkaisuusaste 2017e, %	71,3 %	ROE 2017e, %	15,0 %
Taseen koko 2017e, MEUR	1215	Omavaraisuusaste 2017e, %	46,8 %	ROCE 2017e, %	12,0 %

Q3:n liikevoitto-% jäi selvästi odotuksista

Ennustetaulukko	Q3'16	Q3'17	Q3'17e	Q3'17e	Konsensus			Erotus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin		Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	185	192	183	189	183	-	192	5 %	730
Liikevoitto (oikaistu)	37,7	39,3	42,3	41,3	40	-	42	-7 %	114
Tulos ennen veroja	34,9	36,8	40,2	38,8	38	-	40	-8 %	102
EPS (oik.)	0,64	0,66	0,67	0,68	0,66	-	0,71	-2 %	1,83
Liikevaihdon kasvu-%	7,3 %	3,8 %	-0,8 %	2,2 %	-1,0 %	-	3,9 %	4,6 %-yks.	2,5 %
Liikevoitto-% (oik.)	20,4 %	20,5 %	23,1 %	21,9 %	21,9 %	-	22,0 %	-2,6 %-yks.	15,6 %

Lähde: Inderes & Inquiry Financial (konsensus)

Laskimme ennusteita 3-5 %

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	717	730	2 %	740	748	1 %	755	746	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	117	114	-3 %	122	117	-5 %	116	113	-3 %
Liikevoitto	118	114	-3 %	122	117	-5 %	116	113	-3 %
Tulos ennen veroja	106	102	-3 %	111	106	-4 %	106	104	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,86	1,83	-2 %	1,96	1,88	-4 %	1,88	1,85	-1 %
Osakekohtainen osinko	0,85	0,85	0 %	0,90	0,90	0 %	0,95	0,95	0 %

Lähde: Inderes

Arvostustaso laskenut, mutta syklin yli katsovat kertoimet yhä haastavia

Päivitetyillä ennusteillamme vuosien 2017 ja 2018 EV/EBIT-luvut ovat 10-11x tasolla, P/E-luvut noin 11x ja osinkotuotto noin 4,3 %. EV/EBIT-kertoimella mitattuna Cramon arvostustaso on nyt suunnilleen 20 % alle osakkeen 15-vuoden keskiarvon (12,4x) ja noin 20 % verrokkiryhmää matalampi, joten pidämme osakkeen arvostusta jo melko maltillisena. Vuosien 2012-2018e keskimääräiseen 1,24 euron osakekohtaiseen tulokseen suhteutettuna Cramon osake hinnoitellaan yhä haastavalla 16x P/E:llä, mikä korostaa osakkeen korkeaa suhdanneriskiä. Ennakoimme, että markkina ei tule hyväksymään osakkeelle nykyisessä syklin vaiheessa ja ennustelaskujen myötä merkittävästi nykyistä korkeampia arvostuskertoimia ja osakkeen kokonaistuotto (tuloskasvu +osinkotuoto + arvostuskertoimien muutos) tulee jäämään vaatimattomaksi.

	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
AGGREKO	927	2629	3341	13,2	11,9	5,6	5,3	1,8	1,8	16,1	14,4	3,2	3,3	1,7
ASHTEAD	1938	10678	13497	13,6	11,9	8,0	7,0	3,8	3,4	18,8	16,0	1,3	1,6	5,3
H&E EQUIPMENT	29	868	1537	15,9	15,3	5,9	5,7	1,8	1,8	24,0	23,8	3,3	2,7	3,1
MCGRATH RENTCORP	45	917	1196	16,1	15,2	8,3	8,0	3,2	3,1	23,9	22,1	2,3	2,3	
RAMIRENT	8	883	1262	14,7	13,0	6,3	5,8	1,8	1,7	14,9	13,1	5,2	5,3	2,8
SPEEDY HIRE	51	301	380	18,6	13,9	5,4	5,0	0,9	0,9	24,7	15,4	1,5	2,5	1,5
UNITED RENTALS	144	10353	17196	12,1	10,2	6,6	5,8	3,1	2,7	13,9	11,7			5,2
VP	807	364	473	11,5	10,0	6,3	5,6	1,8	1,6	12,7	10,6	2,4	3,0	2,7
Cramo (Inderes)	**19,96**	**887**	**1292**	**11,4**	**10,3**	**5,6**	**5,0**	**1,8**	**1,6**	**10,9**	**10,6**	**4,3**	**4,5**	**1,6**
Keskiarvo				**14,4**	**12,7**	**6,6**	**6,0**	**2,3**	**2,1**	**18,6**	**15,9**	**2,7**	**3,0**	**3,2**
Mediaani				**14,1**	**12,4**	**6,3**	**5,7**	**1,8**	**1,8**	**17,4**	**14,9**	**2,4**	**2,7**	**2,8**
Erotus-% vrt. mediaani				**-20 %**	**-17 %**	**-10 %**	**-13 %**	**-3 %**	**-10 %**	**-37 %**	**-29 %**	**74 %**	**69 %**	**-44 %**

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

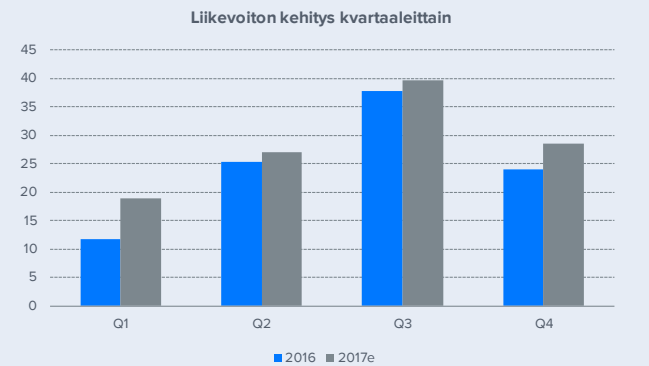
Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	**667,9**	**155,4**	**179,1**	**184,9**	**192,9**	**712,3**	**162,9**	**178,0**	**191,9**	**197,5**	**730,3**	**747,9**	**746,2**
Equipment rental, Scandinavia	*110,9*	*85,7*	*97,1*	*92,3*	*103,7*	*378,8*	*92,2*	*92,9*	*93,2*	*103,0*	*381,3*	*385,1*	*377,4*
Equipment rental, Finland and Eastern Europe	*331,2*	*28,1*	*34,4*	*38,6*	*37,4*	*138,6*	*30,7*	*34,6*	*39,1*	*38,0*	*142,4*	*146,7*	*145,2*
Equipment rental, Central Europe	*70,4*	*13,8*	*20,1*	*23,7*	*20,3*	*77,9*	*14,5*	*23,5*	*21,9*	*20,6*	*80,5*	*83,7*	*85,8*
Equipment rental, Eliminations	*28,3*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Modular space	*50,9*	*28,0*	*27,7*	*30,3*	*31,6*	*117,6*	*25,7*	*27,1*	*37,9*	*36,0*	*126,7*	*133,0*	*138,4*
Eliminations	*-1,0*	*-0,2*	*-0,2*	*-0,1*	*-0,1*	*-0,6*	*-0,1*	*-0,2*	*-0,2*	*-0,1*	*-0,6*	*-0,6*	*-0,6*
Käyttökate	**185,7**	**38,7**	**53,3**	**65,9**	**52,7**	**210,7**	**47,3**	**54,1**	**70,4**	**57,5**	**229,2**	**240,5**	**230,0**
Poistot ja arvonalennukset	-109,0	-27,0	-27,9	-28,2	-28,8	-112,0	-28,4	-27,1	-30,7	-29,0	-115,2	-123,9	-116,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	**76,7**	**11,7**	**25,4**	**37,7**	**23,9**	**98,7**	**18,9**	**27,0**	**39,4**	**28,5**	**113,7**	**116,6**	**113,3**
Liikevoitto	**76,7**	**11,7**	**25,4**	**37,7**	**23,9**	**98,7**	**18,9**	**27,0**	**39,7**	**28,5**	**114,0**	**116,6**	**113,3**
Equipment rental, Scandinavia	*22,4*	*10,2*	*15,4*	*18,4*	*14,7*	*58,7*	*15,2*	*15,9*	*17,4*	*16,5*	*65,0*	*65,5*	*62,3*
Equipment rental, Finland and Eastern Europe	*61,7*	*-1,1*	*4,5*	*9,9*	*4,5*	*17,8*	*1,9*	*5,2*	*11,8*	*6,1*	*25,0*	*25,3*	*24,0*
Equipment rental, Central Europe	*5,4*	*-3,4*	*1,8*	*3,7*	*1,6*	*3,7*	*-2,6*	*2,4*	*3,3*	*2,2*	*5,3*	*6,3*	*6,7*
Equipment rental, Eliminations	*1,9*	*0,0*	*-0,1*	*-0,1*	*0,0*	*-0,2*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Modular space	*6,3*	*7,9*	*7,1*	*7,5*	*8,2*	*30,7*	*6,3*	*6,6*	*8,4*	*8,5*	*29,8*	*31,9*	*33,2*
Eliminations	*0,3*	*-1,9*	*-3,3*	*-1,7*	*-5,1*	*-12,1*	*-2,0*	*-3,2*	*-1,2*	*-4,8*	*-11,1*	*-12,4*	*-12,8*
Nettorahoituskulut	-13,0	-2,8	-2,7	-2,8	-3,5	-11,8	-3,0	-3,1	-2,8	-2,8	-11,7	-10,9	-8,9
Tulos ennen veroja	**63,7**	**8,9**	**22,7**	**34,9**	**20,4**	**86,9**	**15,9**	**23,9**	**36,9**	**25,7**	**102,3**	**105,6**	**104,4**
Verot	-14,1	-1,9	-4,8	-6,7	-5,0	-18,3	-3,3	-5,0	-7,0	-5,4	-20,7	-22,2	-21,9
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	**49,6**	**7,0**	**17,9**	**28,3**	**15,4**	**68,6**	**12,6**	**18,9**	**29,9**	**20,3**	**81,6**	**83,5**	**82,5**
EPS (oikaistu)	**1,12**	**0,16**	**0,40**	**0,64**	**0,35**	**1,54**	**0,28**	**0,42**	**0,66**	**0,46**	**1,83**	**1,88**	**1,85**
EPS (raportoitu)	**1,12**	**0,16**	**0,40**	**0,64**	**0,35**	**1,54**	**0,28**	**0,42**	**0,67**	**0,46**	**1,84**	**1,88**	**1,85**

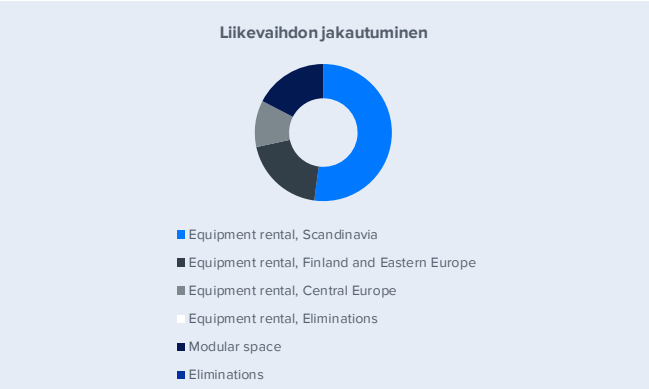
Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	2,5 %	*5,7 %*	*11,0 %*	*7,3 %*	*3,0 %*	6,6 %	*4,8 %*	*-0,6 %*	*3,8 %*	*2,4 %*	2,5 %	2,4 %	-0,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	123,6 %	*46,0 %*	*56,5 %*	*33,6 %*	*-1,6 %*	28,6 %	*61,5 %*	*6,2 %*	*4,2 %*	*19,3 %*	15,1 %	2,6 %	-2,8 %
Käyttökate-%	27,8 %	*24,9 %*	*29,8 %*	*35,7 %*	*27,3 %*	29,6 %	*29,0 %*	*30,4 %*	*36,7 %*	*29,1 %*	31,4 %	32,2 %	30,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	11,5 %	7,5 %	14,2 %	20,4 %	12,4 %	13,9 %	11,6 %	15,1 %	20,5 %	14,4 %	15,6 %	15,6 %	15,2 %
Nettotulos-%	7,4 %	4,5 %	10,0 %	15,3 %	8,0 %	9,6 %	7,7 %	10,6 %	15,6 %	10,3 %	11,2 %	11,2 %	11,1 %

Lähde: Inderes

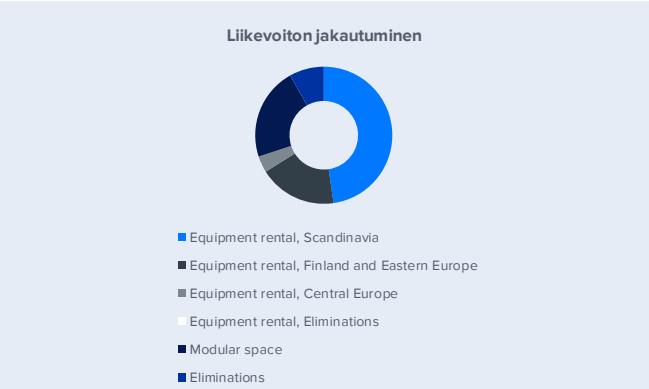
Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

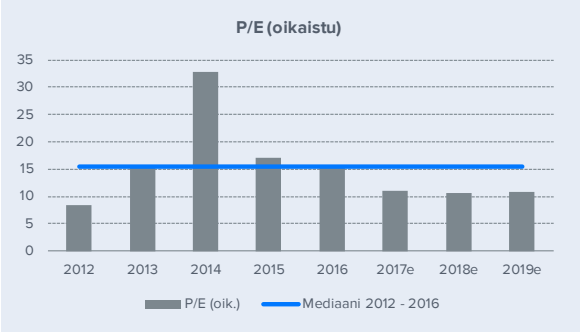


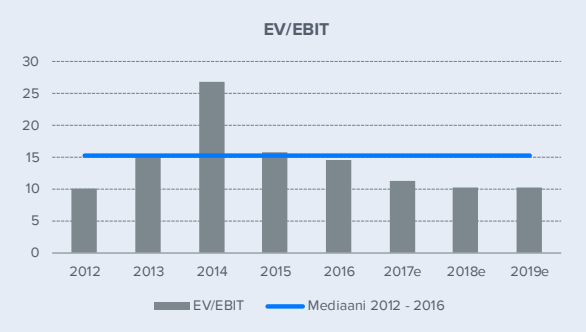
Lähde: Inderes

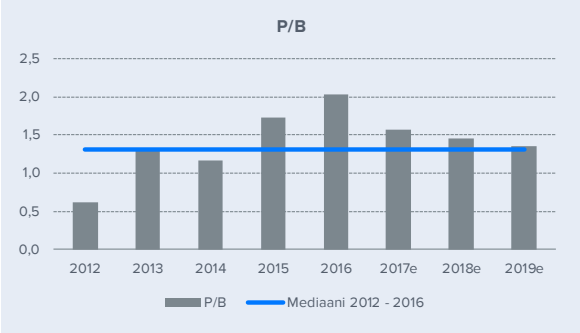
Arvostus

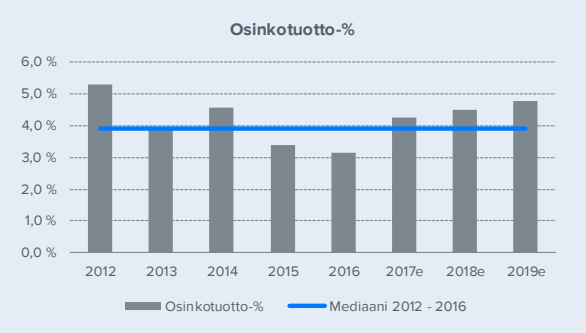
Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	7,9	15,4	12,1	19,1	23,8	20,0	20,0	20,0
Markkina-arvo	328	653	527	847	1057	887	887	887
Yritysarvo (EV)	652	1020	921	1215	1444	1292	1196	1159
P/E (oik.)	8,5	15,3	32,9	17,1	15,4	10,9	10,6	10,8
P/E	8,5	15,3	32,9	17,1	15,4	10,9	10,6	10,8
P/Kassavirta	3,9	10,6	17,7	17,5	30,1	36,1	6,2	10,5
P/B	0,6	1,3	1,2	1,7	2,0	1,6	1,4	1,4
P/S	0,5	1,0	0,8	1,3	1,5	1,2	1,2	1,2
EV/Liikevaihto	0,9	1,6	1,4	1,8	2,0	1,8	1,6	1,6
EV/EBITDA	3,6	5,9	6,8	6,5	6,9	5,6	5,0	5,0
EV/EBIT	10,1	15,3	26,8	15,8	14,6	11,4	10,3	10,2
Osinko/tulos (%)	44,9 %	59,6 %	149,6 %	58,0 %	48,6 %	46,3 %	47,9 %	51,2 %
Osinkotuotto-%	5,3 %	3,9 %	4,6 %	3,4 %	3,2 %	4,3 %	4,5 %	4,8 %

Lähde: Inderes

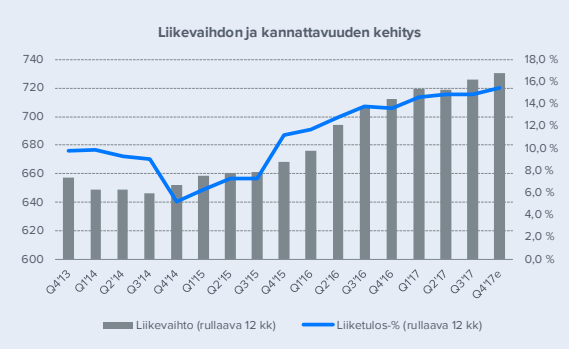


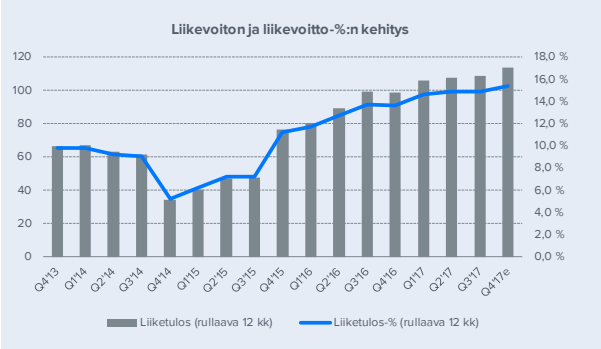






Tulostrendi (rullaava 12 kk)



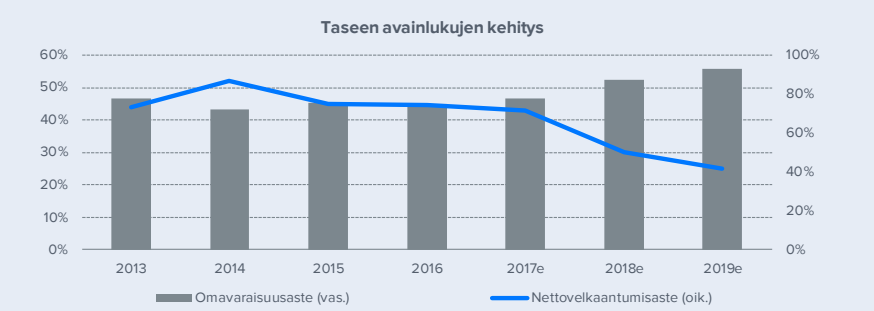


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	**889**	**939**	**997**	**1050**	**1001**
Liikearvo	149	151	148	148	148
Aineettomat oikeudet	76	68	63	62	62
Käyttöomaisuus	626	687	751	803	755
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	4	3	7	7	7
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	19	17	14	15	15
Laskennalliset verosaamiset	14	13	14	14	14
Vaihtuvat vastaavat	**159**	**147**	**159**	**165**	**167**
Varastot	10	9	9	10	10
Muut lyhytaikaiset varat	15	4	5	5	5
Myyntisaamiset	129	130	136	142	144
Likvidit varat	6	4	9	7	7
Taseen loppusumma	**1048**	**1086**	**1156**	**1215**	**1168**

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	**455**	**491**	**520**	**568**	**614**
Osakepääoma	25	25	25	25	25
Kertyneet voittovarat	140	173	213	261	307
Omat osakkeet	-8	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	-25	-7	-45	-45	-45
Muu oma pääoma	323	300	327	327	327
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	**376**	**377**	**438**	**413**	**336**
Laskennalliset verovelat	68	71	75	68	68
Varaukset	1	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	294	294	348	330	253
Vaihtovelkakirjalainat	9	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	4	13	15	15	15
Lyhytaikaiset velat	**217**	**218**	**198**	**234**	**218**
Lainat rahoituslaitoksilta	97	78	48	82	63
Lyhytaikaiset korottomat velat	115	136	148	150	153
Muut lyhytaikaiset velat	5	4	2	2	2
Taseen loppusumma	**1048**	**1086**	**1156**	**1215**	**1168**

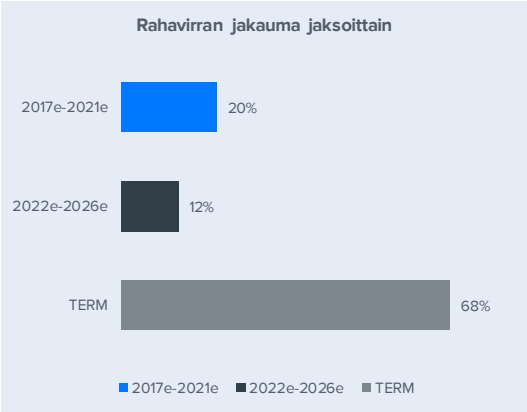


Lähde: Inderes

DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	**98,7**	**114,0**	**116,6**	**113,3**	**113,7**	**114,3**	**113,7**	**112,9**	**112,0**	**110,9**	**114,2**	
+ Kokonaispoistot	112,0	115,2	123,9	116,7	117,5	121,6	125,1	128,8	132,6	137,1	141,8	
- Maksetut verot	-14,0	-27,9	-22,2	-21,9	-22,2	-21,8	-21,7	-21,6	-21,5	-21,3	-22,0	
- verot rahoituskuluista	-2,5	-2,4	-2,3	-1,9	-1,7	-2,2	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	
+ 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	3,6	-6,2	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	**197,8**	**192,8**	**217,8**	**206,2**	**207,4**	**211,9**	**214,9**	**218,0**	**221,0**	**224,7**	**232,0**	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-164,7	-168,2	-75,6	-122,0	-144,5	-145,0	-149,4	-153,8	-162,8	-168,4	-170,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	**35,2**	**24,6**	**142,2**	**84,3**	**62,9**	**66,9**	**65,6**	**64,1**	**58,2**	**56,3**	**61,6**	
+/- 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	35,2	24,6	142,2	84,3	62,9	66,9	65,6	64,1	58,2	56,3	61,6	1990,2
Diskontattu vapaa kassavirta		24,3	132,5	73,9	52,0	52,0	48,0	44,3	37,8	34,4	35,5	1146,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		**1681,8**	**1657,4**	**1524,9**	**1451,0**	**1399,1**	**1347,0**	**1299,0**	**1254,7**	**1216,9**	**1182,4**	**1146,9**
Velaton arvo DCF		**1681,8**										
- Korolliset velat		-396,1										
+ Rahavarat		9,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-33,3										
Oman pääoman arvo DCF		**1261,4**										
Oman pääoman arvo DCF per osake		**28,38**										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	50,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,2 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	651,8	667,9	712,3	730,3	747,9
EBITDA	135,5	185,7	210,7	229,2	240,5
EBITDA-marginaali (%)	20,8	27,8	29,6	31,4	32,2
EBIT	34,3	76,7	98,7	114,0	116,6
Voitto ennen veroja	21,5	63,7	86,9	102,3	105,6
Nettovoitto	16,0	49,6	68,6	81,6	83,5
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	1047,7	1085,9	1155,8	1214,6	1168,2
Oma pääoma	455,0	490,7	519,7	567,9	613,6
Liikearvo	149,5	151,1	148,0	148,0	148,0
Korolliset velat	391,1	371,9	396,1	412,4	316,7

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	135,5	185,7	210,7	229,2	240,5
Nettokäyttöpääoman muutos	-12,9	29,5	3,6	-6,2	1,8
Operatiivinen kassavirta	107,1	201,6	197,8	192,8	217,8
Vapaa kassavirta	29,8	48,5	35,2	24,6	142,2

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	0,37	1,12	1,54	1,84	1,88
EPS oikaistu	0,37	1,12	1,54	1,83	1,88
Operat. kassavirta per osake	2,46	4,55	4,45	4,34	4,90
Tasearvo per osake	10,44	11,07	11,69	12,78	13,80
Osinko per osake	0,55	0,65	0,75	0,85	0,90
Voitonjako, %	150	58	49	46	48
Osinkotuotto, %	4,6	3,4	3,2	4,3	4,5

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	32,9	17,1	15,4	10,9	10,6
P/B	1,2	1,7	2,0	1,6	1,4
P/Liikevaihto	0,8	1,3	1,5	1,2	1,2
P/CF	4,9	4,2	5,3	4,6	4,1
EV/Liikevaihto	1,4	1,8	2,0	1,8	1,6
EV/EBITDA	6,8	6,5	6,9	5,6	5,0
EV/EBIT	26,8	15,8	14,6	11,3	10,3

Suositushistoria, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
26.10.2016	Vähennä	23,00 €	23,23 €
8.2.2016	Vähennä	22,00 €	21,21 €
2.5.2017	Vähennä	24,00 €	23,90 €
8.6.2017	Vähennä	26,50 €	26,35 €
27.7.2017	Vähennä	25,50 €	24,81 €
9.10.2017	Vähennä	24,00 €	22,99 €
26.10.2017	Vähennä	21,50 €	19,96 €

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 prosenttieroon. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmääritysmenetelmät 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. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: http://www.inderes.fi/research-disclaimer/