

Tulosparannus ei riittänyt markkinoille

Toistamme Cityconin aikaisemman vähennä-suosituksemme ja tarkistamme tavoitehintamme ennustemuutostemme myötä 2,20 euroon (aik. 2,30 euroa). Cityconin Q3-operatiivinen EBIT ja operatiivinen tulos paranivat vertailukaudesta, mutta eivät aivan yltäneet markkinoiden odotuksiin. Olemme hieman laskeneet lähivuosien ennusteitamme tämänpäiväisen Q3-raportin myötä ja pidämme osakkeen nykyistä arvostustasoa neutraalina.

Operatiivinen EBIT ja operatiivinen tulos paranivat, mutta eivät yltäneet odotuksiin

Cityconin Q3-nettovuokratuotto vahvistui vertailukaudesta selvästi 58,6 MEUR:oon (Q3'16: 56,8 MEUR) yhtiön kasvuhankkeiden (mm. Iso-Omenan laajennus), sekä vuokratasojen nousun myötä. Operatiivinen tulos nousi 39,3 MEUR:oon (Q3'16: 38,6 MEUR) ja jäi aavistuksen 39,6 MEUR:n konsensusennusteen alapuolelle. Kasvu johtui pääosin nettovuokratuottojen noususta ja hallinnon kulut sekä operatiiviset rahoituskulut säilyivät lähellä vertailukauden tasoa. Operatiivinen EPS oli 0,044e, kun oma ennustemme oli 0,047e. Citycon toisti aikaisemman 2017 ohjeistuksensa ja odottaa edelleen kuluvalta vuodelta 0,165-0,175e operatiivista osakekohtaista tulosta (2016: 0,170e).

Ruotsin ja Norjan hyvä suorituskyky paikkasi Suomen heikkoutta

Yhtiön kiinteistöjen operatiivinen suorituskyky jatkoi tänä vuonna nähtyä tuttua kehitystä; Suomen kiinteistöjen vertailukelpoiset nettovuokratuotot laskivat voimakkaasti (-6,5 %), mutta Ruotsin (+7,2 %), Norjan (+4,7 %) kiinteistöjen vahva kehitys kompensoi tämän laskun. Kokonaisuutena yhtiön vertailukelpoiset nettovuokratuotot nousivat kauden aikana (Kista Galleria huomioon otettuna) 1,1 % mikä oli arviomme mukaan suhteellisen hyvä saavutus huomioiden matala inflaatioympäristö. Taloudellinen vuokrausaste oli lähes edelliskvartaalin tasolla 96,2 % (Q2'17: 96,3 %) mikä on arviomme mukaan suhteellisen korkea taso.

Olemme hieman laskeneet kuluvan vuoden ja lähivuosien ennusteitamme

Olemme Q3-raportin myötä laskeneet Cityconin lähivuosien ennusteitamme noin 2-3 %:lla. Odotamme Cityconilta nyt 0,172 euron operatiivista osakekohtaista tulosta vuodelta 2017 (2016: 0,170e, aikaisempi ennuste 0,175e) ja 0,173 euron operatiivista osakekohtaista tulosta vuodelta 2018 (aik. ennuste 0,178e). 2017 ennusteemme ovat yhtiön ohjeistushaarukan puolella välissä. Mielestämme ohjeistus on realistinen.

Pidämme nykyistä arvostustasoa neutraalina

Cityconin osake arvostetaan tällä hetkellä noin 23 % alle Q3'17 NAV:in ja odotettu osinkotuotto on ennusteillamme noin 6,1 %. Osinkotuotto on absoluuttisesti korkea, mutta yhtiön osakekohtainen osinko ei ole viime vuosina kasvanut (2012-2016 osakekohtainen osinko paikallaan ja laskenut) emmekä ennusta siihen keskipitkällä aikavälillä kasvua, minkä takia pelkkä korkea osinkotuotto ei mielestämme itsessään riitä perustelemaan positiivista suositusta osakkeelle. Pidämme nykyisellä tuottotasolla ja arvioimallamme tuottovaatimuksella noin 15-20 %:n NAV-alennusta tällä hetkellä perusteltuna arvostustasona Cityconille ja osakkeen arvostustaso on näkemyksemme mukaan kokonaisuutena neutraali. Tavoitehintamme perustuu 20 %:n NAV-alennukseen.

Analyytikko

Jesse Kinnunen
+358 50 373 8027
jesse.kinnunen@inderes.fi



Suositus

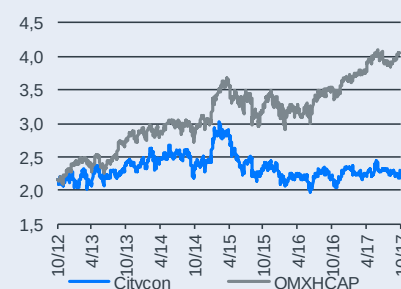
Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 2,20 EUR

Edellinen: 2,30



Lähde: Bloomberg

Eiilisen päätös 2,14 EUR

12 kk vaihteluväli 2,046-2,502 EUR

Potentiaali 2,7 %

Ohjeistus

Citycon odottaa operatiivisen liikevoiton muuttuvan -1-9 MEUR, operatiivisen tuloksen muuttuvan -4-5 MEUR ja operatiivisen osakekohtaisen tuloksen olevan 0,165-0,175 euroa vuonna 2017.

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	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2015	296	175	59,3 %	132	0,17	0,15	13,1	22,0	22,0	13,9	6,3 %
2016	332	199	59,8 %	151	0,17	0,13	12,1	20,3	20,3	13,8	5,6 %
2017e	337	202	60,0 %	154	0,17	0,13	11,7	19,5	19,5	12,5	6,1 %
2018e	349	213	60,9 %	162	0,17	0,13	11,4	18,6	18,6	12,4	6,1 %
2019e	351	217	61,8 %	163	0,17	0,13	11,4	18,4	18,4	12,3	6,1 %
Markkina-arvo, MEUR			1906	OPO / osake 2017e, EUR			2,64	CAGR EPS, 2016-2019, %			1 %
Nettovelka 2017e, MEUR			2125	P/B 2017e			0,8	CAGR kasvu, 2016-2019, %			2 %
Yritysarvo (EV), MEUR			3941	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			90,5 %	ROE 2017e, %			6,6 %
Taseen koko 2017e, MEUR			4904	Omavaraisuusaste 2017e, %			47,9 %	ROCE 2017e, %			4,6 %

Pääoman kierrätys jatkuu

Lähivuosien tuottotaso pienenee, mutta riskiprofiili laskee

Citycon kertoi Q3-raportissa jatkavansa divestointistrategiaansa, jossa se myy pienempiä ydinliiketoimintaan kuulumattomia kiinteistöjä pois ja investoi varat uusiin kehityshankkeisiin ja yrityskauppoihin. Tämän vuoden aikana Citycon on toteuttanut ja sopinut divestointeja noin 330 MEUR:n edestä. Yhtiön strategiana on jatkaa kiinteistöportfolion laadun kasvattamista divestoinnilla arviolta 5-10 % koko portfoliosta ja investoinnilla 150-200 MEUR vuosittain uusiin hankkeisiin. Divestoinneilla on myös tavoitteena vahvistaa Cityconin tasetta kohti 40-45 %:n velkaantuneisuusastetavoitetta (Q3'17: 47,5 %).

Käytännössä Citycon myy pieniä, heikompileatuksia ja sijainniltaan ei-haluttuja nettotuotolla mitattuna 6-8 %:n tuottavia kiinteistöjä ja investoi nämä varat suuriin, urbaaneihin laadukkaisiin kiinteistöhankeisiin, joissa nettotuottotaso (YOC) on 5,5-6,5 % (1,50 % yli tuottovaatimuksen). Tällaisia hankkeita ovat esimerkiksi Lippulaiva Espoossa ja Liljeholmstorget Ruotsissa. Näillä toimenpiteillä, sekä nettovuokratuoton kasvulla Citycon tavoittelee 15-25 %:n EPRA EPS:n kasvua vuoteen 2022 mennessä.

Omat Cityconin ennusteemme ovat toistaiseksi varovaisuuden takia yhtiön oman 2022 tavoitteen alapuolella ja ennustamme vain 6 %:n EPRA EPS-kasvua vuoteen 2022 mennessä. Pidämme kuitenkin Cityconin tavoittelemaa 15-25 %:n kasvua mahdollisena erityisesti, mikäli yhtiön toimintaympäristön talouskehitys jatkuu myönteisenä ja jos yhtiö onnistuu uusissa hankinnoissaan ja hankkeissaan.

Odottavan aika on pitkä

Pidämme pienempien kiinteistökohteiden myyntiä nykyisessä markkinatilanteessa järkevänä ja suhtaudumme Cityconin strategiaan kokonaisuutena pitkällä tähtäimellä myönteisesti. Kuitenkin, nykyisessä strategiassa Cityconin operatiivinen osakekohtainen tulos ja osakekohtainen osinko eivät arviomme mukaan merkittävästi kasva lähivuosina mm. koska velkavipu pienenee ja divestointien jälkeen portfolioon jää keskimäärin matalammin tuottavia kiinteistöjä. Lisäksi yhtiön suunnittelemien merkittävien kehityshankkeiden (n. 750 MEUR ilmoitettu) valmistuminen ajoittuu pääosin vasta vuosille 2020-2023. Näiden takia arvioimme vuosien 2018-2019 jäävän Cityconille osittaisiksi välivuosiksi.

Ennustetaulukko	Q3'16	Q3'17	Q3'17e	Q3'17e	Konsensus		Erotus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Bruttovuokratuotto	61,9	63,8	66,9	66,0	65,1	67,0	-5 %	259,3
Nettovuokratuotto	56,8	58,6	62,1	60,4	58,1	62,1	-6 %	229,2
Operatiivinen EBIT	50,2	51,7	55,5	53,0	50,9	55,5	-7 %	202,3
Operatiivinen tulos	38,6	39,3	41,5	39,6	29,0	41,5	-5 %	153,0
Operatiivinen EPS	0,043	0,044	0,047	0,040	0,03	0,05	-6 %	0,172
Osinko/osake								0,13
Nettovuokrien kasvu-%	-4,9 %	3,2 %	9,3 %	6,3 %	2,3 %	9,3 %	-6,2 %-yks.	1,9 %
Liikevoitto-% (oper.)	61,9 %	62,4 %	64,0 %	-	-	-	-1,6 %-yks.	60,0 %

Ennustemuutokset

Laskemme hieman lähivuosien ennusteitamme

Olemme laskeneet kuluvaan vuoteen ja lähivuosien ennusteitamme 2-3 %:lla Q3-raportin myötä. Ennusteemme perustuvat vakaisiin vuokrausasteisiin, lievästi vahvistuviin vuokratasoihin sekä Q3'17 tason kiinteisiin operatiivisiin hallinnon kuluihin lähivuosina. 2017 ennusteemme ovat Cityconin ohjeistuksen mukaisia ja ovat yhtiön ohjeistushaarukan puolella välissä.

MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	344	337	-2 %	355	349	-2 %	357	351	-2 %
Käyttökate	207	202	-2 %	217	213	-2 %	221	217	-2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	207	202	-2 %	217	213	-2 %	221	217	-2 %
Liikevoitto	207	202	-2 %	217	213	-2 %	221	217	-2 %
Tulos ennen veroja	132	132	0 %	151	151	0 %	159	154	-3 %
Operatiivinen EPS	0,175	0,172	-2 %	0,178	0,173	-3 %	0,179	0,174	-3 %
Osakekohtainen osinko	0,13	0,13	0 %	0,13	0,13	0 %	0,13	0,13	0 %

Lähde: Inderes

EPRA operating profit estimates

	2016				2017e			
Gross leasable area, million sq.m.	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4e
Finland	0,47	0,42	0,45	0,45	0,44	0,43	0,41	0,41
Norway	0,42	0,42	0,43	0,43	0,43	0,45	0,44	0,44
Sweden	0,22	0,23	0,23	0,23	0,22	0,22	0,22	0,22
Baltic	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12
Total	1,23	1,19	1,22	1,23	1,20	1,22	1,20	1,20
Implicit rent (EUR/sq.m.)								
Finland	18,6	19,6	18,3	19,4	19,8	20,4	20,2	20,2
Norway	16,6	16,7	16,9	17,4	19,3	17,3	17,1	17,1
Sweden	17,5	17,6	17,5	17,1	18,5	18,0	18,6	18,6
Baltic	19,3	18,0	17,7	18,2	18,1	18,5	17,2	17,2
Economic occupancy rate-%								
Finland	93,9%	94,0%	92,7%	92,8%	92,4%	93,6%	93,3%	93,6%
Norway	98,7%	98,7%	98,4%	98,7%	98,7%	98,6%	98,7%	98,7%
Sweden	95,7%	96,1%	96,7%	97,2%	97,1%	97,2%	96,4%	97,0%
Baltic	99,2%	99,2%	99,3%	99,5%	98,3%	97,8%	98,2%	98,2%
Gross rental income, MEUR								
Finland	24,4	23,2	22,7	24,0	23,9	24,7	23,4	23,5
Norway	20,7	20,9	21,3	22,3	24,3	23,0	22,5	22,5
Sweden	11,3	11,6	11,5	11,3	11,6	11,3	11,6	11,6
Baltic	6,9	6,4	6,3	6,5	6,4	6,5	6,3	6,3
Total	63,3	62,2	61,9	64,1	66,1	65,4	63,9	63,9
Service Charge Income, MEUR	20,1	20,2	19,2	20,9	20,4	19,4	19,0	19,0
Turnover, MEUR	83,4	82,4	81,1	85,0	86,5	84,8	82,9	82,9
Property oper. Exp., (EUR/sq.m.)	-7,5	-7,0	-6,5	-7,8	-8,3	-6,8	-6,7	-7,8
Property oper. expenses, MEUR	-27,7	-25,1	-23,8	-28,8	-29,6	-24,9	-23,9	-28,0
Other expenses from leasing, MEUR	-0,5	-0,3	-0,6	-0,3	-0,3	-0,6	-0,5	-0,3
Net rental income, MEUR	55,2	57,0	56,8	55,9	56,6	59,4	58,6	54,6
Administrative expenses, MEUR	-7,5	-7,3	-7,1	-6,3	-6,8	-6,9	-7,1	-7,0
Other oper. Income/expen., MEUR	0,2	0,8	0,6	0,3	0,5	0,2	0,3	0,0
EPRA Operating profit, MEUR	47,9	50,5	50,2	49,9	50,3	52,7	51,7	47,6

Note: Historical rental income and EPRA operating profit figures above are not directly comparable with the ones reported by the company. The difference arises from flexibility in reporting standards, rounding and the use of average figures in the rental levels.

Arvostuskertoimet

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
HAMMERSON PLC	542,50	4820	9127	22,7	22,2	22,6	22,3	20,4	20,2	17,7	16,8	4,7	5,0	0,7
EUROCOMMERCIAL CVA	36,62	1787	3218	18,1	21,1	21,5	21,4	16,0	16,5	16,0	15,0	5,8	5,9	0,9
WERELDHAVE NV	39,00	1568	3228	17,2	17,0	17,3	17,1	14,0	13,9	11,4	11,2	7,9	8,0	0,8
OLAV THON EIENDO	162,50	1847	4184	15,6	14,9	15,2	14,7	13,3	10,7	13,9	13,4		1,5	0,8
ATRIUM LJUN-B SH	144,30	1940	3754	23,7	23,0	23,2	22,8	15,1	14,7	18,2	15,8	2,9	3,1	1,0
CASTELLUM AB	134,70	3829	7679	19,7	20,3	21,4	20,3	14,2	13,5	13,0	13,3	3,9	4,1	1,1
SPONDA OYJ	4,99	1693	3604	21,8	20,8			13,9	13,4	16,1	15,6	4,0	4,1	0,9
DEUTSCHE EUROSHO	31,97	1878	3400	17,9	17,5	17,9	17,3	16,0	15,4	14,1	14,1	4,5	4,7	0,9
Citycon (Inderes)	2,14	1906	3941	19,5	18,6	19,5	18,6	11,7	11,4	12,5	12,4	6,1	6,1	0,8
Keskiarvo				19,6	19,6	19,9	19,4	15,3	14,8	15,0	14,4	4,8	4,5	0,9
Mediaani				18,9	20,5	21,4	20,3	14,6	14,3	15,1	14,5	4,5	4,4	0,9
Erotus-% vrt. mediaani				3 %	-9 %	-9 %	-8 %	-20 %	-20 %	-17 %	-15 %	34 %	38 %	-6 %

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

Arvostus suhteessa NAV:iin

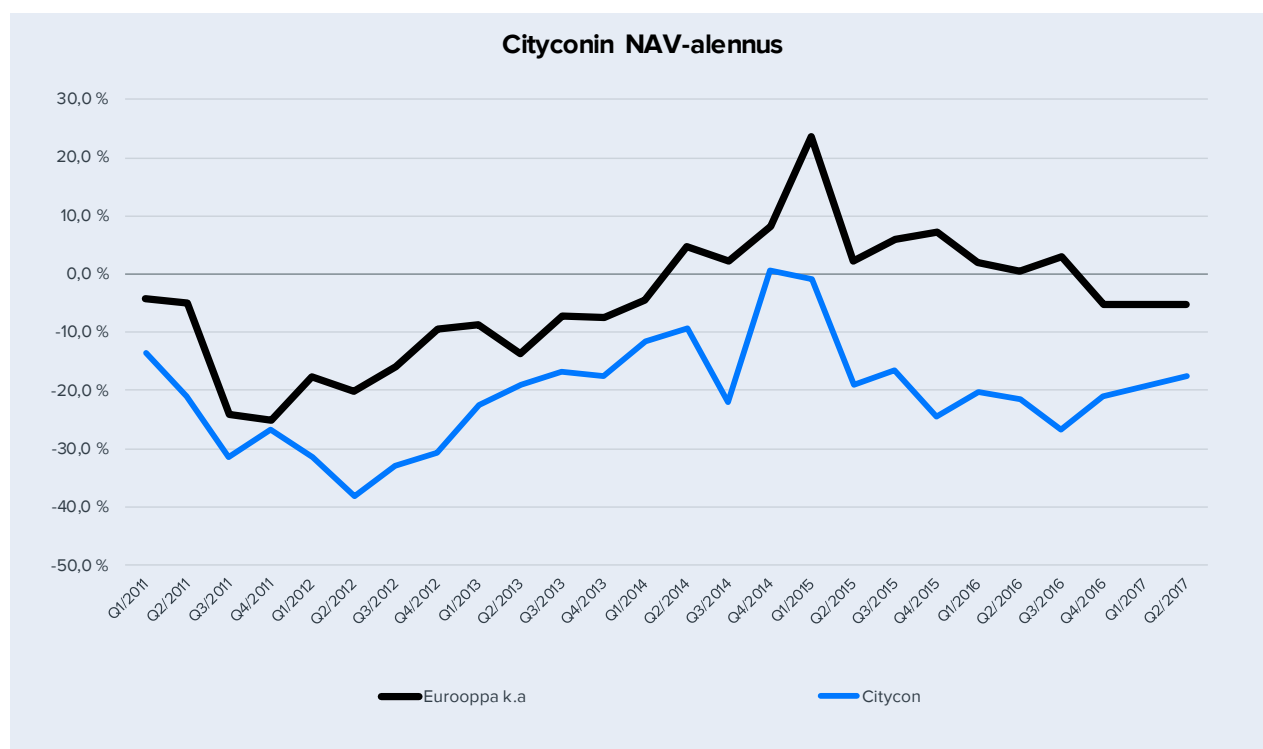
Pidämme nykyistä NAV-alennusta neutraalina

Cityconin osake arvostetaan tällä hetkellä noin 23 % alle Q3'17 NAV:iin. Nykyinen arvostustaso on Cityconin oman pitkän aikavälin keskiarvon mukainen, sillä yhtiön viimeisen 6-vuoden aikana NAV-alennus on ollut keskimäärin 21 %. Tämän lisäksi Cityconin osakkeen tämänhetkinen arvostusero Eurooppalaiseen verrokkiryhmään (-18 %) on lähes pitkän aikavälin keskiarvon mukainen (pitkän aikavälin k.a noin -16 %).

Huomioiden arvioimamme 6,5-6,7 %:n osakkeen lähivuosien oman pääoman tuotto ja noin 8-8,5 prosentin oman pääoman tuottovaatimus, pidämme noin 15-20 %:n NAV-alennusta tällä hetkellä perusteltuna arvostustasona osakkeelle. Mielestämme nykyinen taseperusteinen arvostustaso on ennustamallamme tuottotasolla tällä hetkellä neutraali.

Spondan transaktio ei näkemyksemme mukaan tue Cityconin arvostustasoa suoraan

Yhdysvaltalainen Blacstone osti julkisella vapaaehtoisella ostotarjouksella Cityconin verrokin Spondan arvostustasolla, joka heijasti IFRS-nettovarallisuutta (IFRS NAV). Emme pidä Cityconia kovin todennäköisenä yrityskauppakohteena, sillä yhtiön suurimmat osakkeenomistajat Gazit-Globe (n. 44 %:n omistus) ja CPP Investment Board (15 %:n omistus) ovat arviomme mukaan pitkän aikavälin strategisia omistajia ja olisivat tuskin valmiita luopumaan omistuksestaan Spondan ostotarjousta vastaavalla arvostustasolla. Spondan ostotarjous ei siten arviomme mukaan suoraan tue tällä hetkellä Cityconin arvostustasoa.

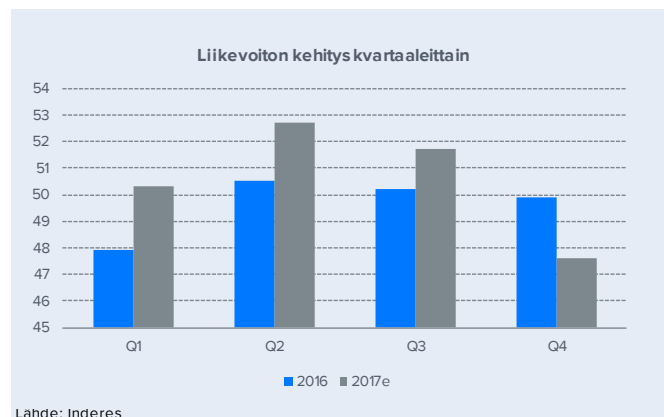
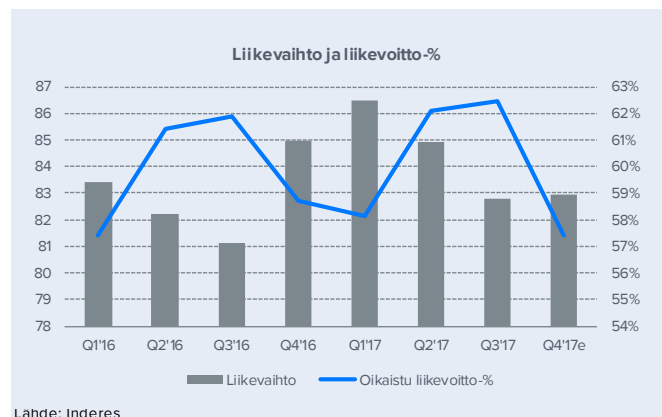


Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	295,6	83,4	82,2	81,1	85,0	331,7	86,5	84,9	82,8	82,9	337,1	348,9	350,7
<i>Total</i>	<i>295,6</i>	<i>83,4</i>	<i>82,2</i>	<i>81,1</i>	<i>85,0</i>	<i>331,7</i>	<i>86,5</i>	<i>84,9</i>	<i>82,8</i>	<i>82,9</i>	<i>337,1</i>	<i>348,9</i>	<i>350,7</i>
Käyttökate	175,4	47,9	50,5	50,2	49,9	198,5	50,3	52,7	51,7	47,6	202,3	212,6	216,7
Poistot ja arvonalennukset	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
Liikevoitto ilman kertaeriä	175,4	47,9	50,5	50,2	49,9	198,5	50,3	52,7	51,7	47,6	202,3	212,6	216,7
Liikevoitto	175,4	47,9	50,5	50,2	49,9	198,5	50,3	52,7	51,7	47,6	202,3	212,6	216,7
<i>Total</i>	<i>175,4</i>	<i>47,9</i>	<i>50,5</i>	<i>50,2</i>	<i>49,9</i>	<i>198,5</i>	<i>50,3</i>	<i>52,7</i>	<i>51,7</i>	<i>47,6</i>	<i>202,3</i>	<i>212,6</i>	<i>216,7</i>
Nettorahoituskulut	-46,2	-13,0	-12,6	-13,1	-13,0	-51,7	-14,0	-13,4	-13,6	-13,5	-54,5	-55,9	-59,7
Tulos ennen veroja	131,8	35,8	38,7	38,7	38,0	151,2	38,1	40,9	39,5	35,2	153,7	162,2	163,0
Verot	0,1	0,2	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-6,3	-6,3
Vähemmistöosuudet	-1,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,4	-2,0	-2,0
Nettotulos	130,8	36,0	38,6	38,6	37,9	151,1	38,3	40,9	39,3	34,5	153,0	153,9	154,7
EPS (oikaistu)	0,17	0,04	0,04	0,04	0,04	0,17	0,04	0,05	0,04	0,04	0,17	0,17	0,17

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	20,5 %	38,8 %	36,5 %	-5,7 %	-4,8 %	12,2 %	3,7 %	3,3 %	2,1 %	-2,4 %	1,6 %	3,5 %	0,5 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	17,1 %	37,2 %	34,3 %	-8,2 %	3,5 %	13,2 %	5,0 %	4,4 %	3,0 %	-4,6 %	1,9 %	5,1 %	1,9 %
<i>Käyttökate-%</i>	59,3 %	57,4 %	61,4 %	61,9 %	58,7 %	59,8 %	58,2 %	62,1 %	62,4 %	57,4 %	60,0 %	60,9 %	61,8 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	59,3 %	57,4 %	61,4 %	61,9 %	58,7 %	59,8 %	58,2 %	62,1 %	62,4 %	57,4 %	60,0 %	60,9 %	61,8 %
<i>Nettotulos-%</i>	44,2 %	43,2 %	47,0 %	47,6 %	44,6 %	45,6 %	44,3 %	48,2 %	47,5 %	41,6 %	45,4 %	44,1 %	44,1 %

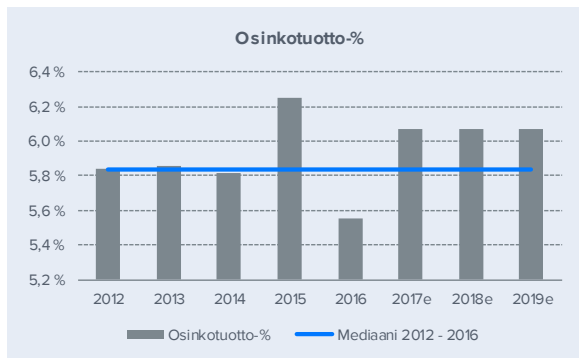
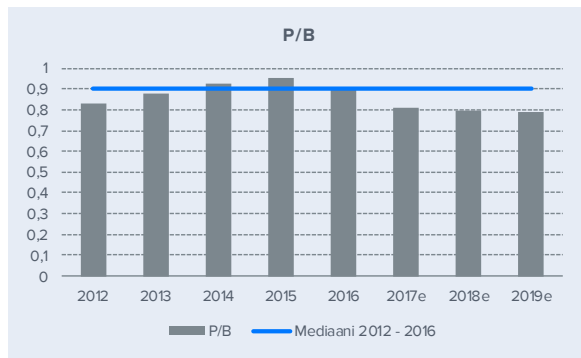
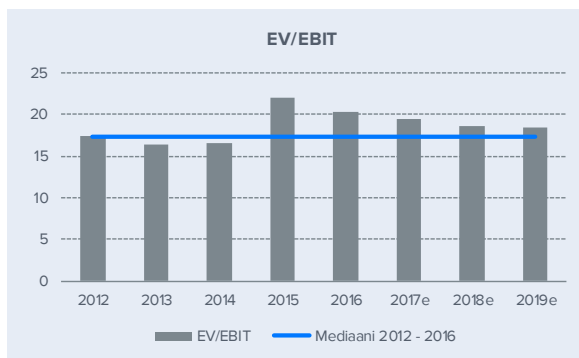
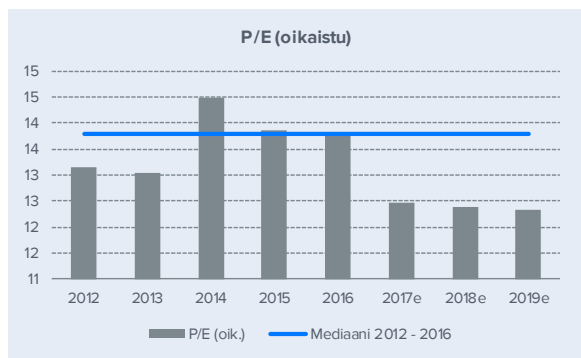
Lähde: Inderes



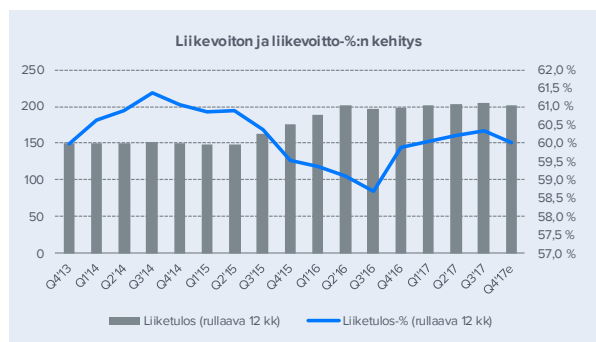
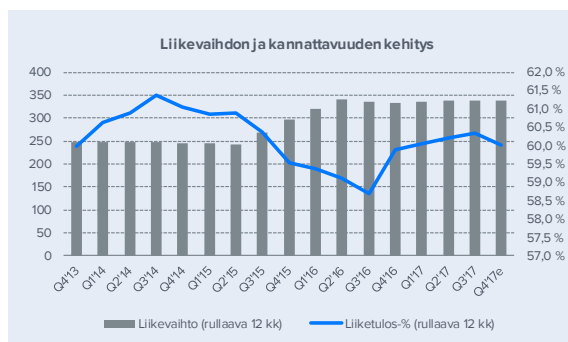
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	2,57	2,56	2,58	2,40	2,34	2,14	2,14	2,14
Markkina-arvo	840	1130	1531	2136	2083	1906	1906	1906
Yritysarvo (EV)	2359	2446	2493	3862	4025	3941	3961	3982
P/E (oik.)	13,1	13,0	14,5	13,9	13,8	12,5	12,4	12,3
P/E	13,1	13,0	14,5	13,9	13,8	12,5	12,4	12,3
P/Kassavirta	87,6	4,1	10,2	-1,8	-24,9	9,5	13,0	12,8
P/B	0,8	0,9	0,9	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8
P/S	3,5	4,5	6,2	7,2	6,3	5,7	5,5	5,4
EV/Liikevaihto	9,9	9,8	10,2	13,1	12,1	11,7	11,4	11,4
EV/EBITDA	17,4	16,4	16,6	22,0	20,3	19,5	18,6	18,4
EV/EBIT	17,4	16,4	16,6	22,0	20,3	19,5	18,6	18,4
Osinko/tulos (%)	76,7 %	76,3 %	89,3 %	102,1 %	76,6 %	75,6 %	75,2 %	74,8 %
Osinkotuotto-%	5,8 %	5,9 %	5,8 %	6,3 %	5,6 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

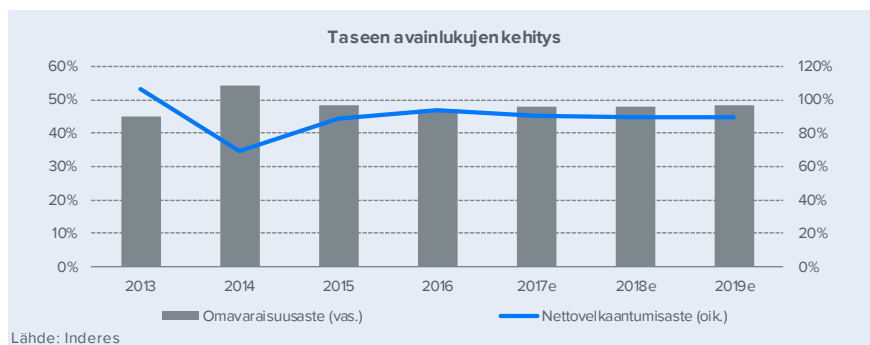


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	2965	4575	4763	4833	4893
Liikearvo	0	172	173	173	173
Aineettomat oikeudet	0	0	0	0	0
Käyttöomaisuus	2769	4092	4338	4398	4458
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	183	269	219	219	219
Muut sijoitukset	2	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	6	33	30	33	33
Laskennalliset verosaamiset	6	10	3	10	10
Vaihtuvat vastaavat	72	89	138	71	73
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	7	8	83	14	14
Myyntisaamiset	30	53	39	40	41
Likvidit varat	34	28	16	17	17
Taseen loppusumma	3037	4664	4901	4904	4966

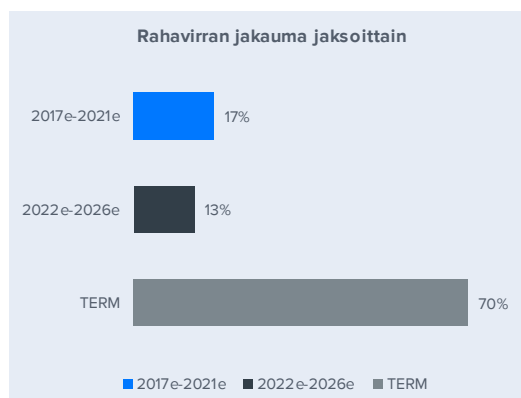
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	1651	2246	2311	2349	2387
Osakepääoma	260	260	260	260	260
Kertyneet voittovarot	426	508	691	728	766
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	-7	-8	0	0	0
Muu oma pääoma	972	1486	1361	1361	1361
Vähemmistöosuus	2	0	1	0	0
Pitkäaikaiset velat	1231	2156	2203	2179	2197
Laskennalliset verovelat	130	292	312	312	312
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	1095	1855	1887	1863	1881
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	7	9	4	4	4
Lyhytaikaiset velat	154	263	386	376	382
Lainat rahoituslaitoksilta	83	168	290	278	281
Lyhytaikaiset korottomat velat	71	95	96	97	101
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	3037	4664	4901	4904	4966



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	198,5	202,3	212,6	216,7	218,8	225,8	228,5	231,2	235,8	232,7	238,6	
+ Kokonaispoistot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Maksetut verot	27,5	-7,7	-6,3	-6,3	-6,2	-6,5	-8,2	-10,0	-11,8	-10,4	-13,5	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,1	-2,2	-2,4	-2,5	-2,6	-3,2	-3,9	-4,7	-8,2	-10,4	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-60,2	70,0	2,0	0,3	0,1	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,7	
Operatiivinen kassavirta	165,8	264,5	206,1	208,4	210,2	217,9	218,3	218,5	220,6	215,4	216,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-4,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-244,9	-63,0	-60,0	-60,0	-60,0	-60,0	-60,0	-60,0	-60,0	-60,0	-12,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-83,8	201,5	146,1	148,4	150,2	157,9	158,3	158,5	160,6	155,4	203,5	
+/- 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	-83,8	201,5	146,1	148,4	150,2	157,9	158,3	158,5	160,6	155,4	203,5	5236,0
Diskontattu vapaa kassavirta	199,0	135,5	129,2	122,8	121,3	114,2	107,4	102,1	92,9	114,2	2937,8	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	4176,4	3977,4	3841,9	3712,7	3589,8	3468,5	3354,4	3247,0	3144,8	3052,0	2937,8	
Velaton arvo DCF	4176,4											
- Korolliset velat		-2176,8										
+ Rahavarat		15,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-115,7										
Oman pääoman arvo DCF		1989,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,24										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoitettu velkaantumisaste D/(D+E)	40,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,3 %
Yrityksen Beta	0,95
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskiton korko	4,0 %
Oman pääoman kustannus	8,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,5 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	245,3	295,6	331,7	337,1	348,9
EBITDA	149,8	175,4	198,5	202,3	212,6
EBITDA-marginaali (%)	61,1	59,3	59,8	60,0	60,9
EBIT	149,8	175,4	198,5	202,3	212,6
Voitto ennen veroja	100,9	131,8	151,2	153,7	162,2
Nettovoitto	99,7	130,8	151,1	153,0	153,9
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	3037,2	4664,4	4900,9	4903,8	4965,8
Oma pääoma	1652,6	2245,5	2312,2	2348,7	2386,9
Liikearvo	0,0	171,5	173,4	173,4	173,4
Korolliset velat	1177,6	2023,2	2176,8	2141,6	2162,0

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	149,8	175,4	198,5	202,3	212,6
Nettokäyttöpääoman muutos	-14,9	0,7	-60,2	70,0	2,0
Operatiivinen kassavirta	211,1	334,1	165,8	264,5	206,1
Vapaa kassavirta	149,4	-1183,3	-83,8	201,5	146,1

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	0,18	0,17	0,17	0,17	0,17
EPS oikaistu	0,18	0,17	0,17	0,17	0,17
Operat. kassavirta per osak	0,38	0,44	0,19	0,30	0,23
Tasearvo per osake	2,95	2,97	2,60	2,64	2,68
Osinko per osake	0,15	0,15	0,13	0,13	0,13
Voitonjako, %	89	102	77	76	75
Osinkotuotto, %	5,8	6,3	5,6	6,1	6,1

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	15,4	16,3	13,8	12,5	12,4
P/B	0,9	1,0	0,9	0,8	0,8
P/Liikevaihto	6,2	7,2	6,3	5,7	5,5
P/CF	7,3	6,4	12,6	7,2	9,2
EV/Liikevaihto	10,2	13,1	12,1	11,7	11,4
EV/EBITDA	16,6	22,0	20,3	19,5	18,6
EV/EBIT	16,6	22,0	20,3	19,5	18,6

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
29.10.2015	Lisää	2,60 €	2,41 €
12.2.2016	Lisää	2,40 €	2,07 €
29.4.2016	Lisää	2,40 €	2,21 €
15.7.2016	Lisää	2,40 €	2,20 €
3.10.2016	Lisää	2,40 €	2,27 €
21.10.2016	Lisää	2,40 €	2,17 €
18.12.2016	Lisää	2,45 €	2,29 €
9.2.2017	Vähennä	2,30 €	2,23 €
20.4.2017	Vähennä	2,30 €	2,22 €
13.7.2017	Vähennä	2,30 €	2,29 €
19.10.2017	Vähennä	2,20 €	2,14 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

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

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

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n 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/>