

Tuloskasvu hyytyy Kiinan mukana

Koneen tilinpäätös ei yltänyt markkinoiden korkeisiin odotuksiin. Q4-tulos oli pääosin linjassa odotuksien kanssa, mutta ohjeistus vuodelle 2017 indikoi tuloskasvun hyytyvän ja oli pettymys. Kiinan markkinakommentit olivat pitkälti odotuksiemme mukaisia, mutta tilaukset jäivät hieman odotuksista ja niiden katetasossa on paineita. Korkea arvostustaso ja tuloskasvun puute ei ole houkutteleva yhdistelmä, joten toistamme vähennä-suosituksemme tavoitehinnalla 42,0 euroa.

Q4-tulos oli odotuksiemme mukainen

Koneen liikevaihto oli Q4:lla 2593 MEUR kasvaen 1,2 %, mikä oli linjassa odotuksiemme kanssa. Liikevaihto laski uusissa laitteissa lähinnä Kiinan heikkouden takia, mutta kasvoi toisaalta huollossa (+6 %) ja modernisaatioissa (+11 %). Liikevoittoprosentti oli erittäin hyvällä 15,1 %:n tasolla ja liikevoitoksi muodostui 392 MEUR (Q3'15: 379 MEUR). Liikevoitto kasvoi Q4:llä vielä kohtuulliset 4 % jatkuen yhtiön hurjaa tulosparannusputkea. Osinkoehdotus oli 1,55 euroa/osake, mikä ylitti hieman ennustemme 1,50 euroa (2015: 1,40 euroa). Tase on ylikapitalisoitunut ja kassavirta vahva, joten osinkovirta jatkuu vahvana ilman merkittäviä yritysostoja.

Ohjeistus indikoi tuloskasvun hyytyvän vuonna 2017

Kone arvioi liikevaihdon kasvun olevan -1 % ja 3 % välillä vertailukelpoisin valuutoin ja liikevoiton olevan 1180-1300 MEUR. Haarukan keskiosa on 1240 MEUR indikoiden liiketuloksen heikentyvän vuonna 2017 (2016: 1293 MEUR), kun odotimme haarukan keskivälin olevan 1,3 miljardin euron tasolla. Monien positiivisten ajureiden vastapainona ovat Kiinan heikko tilauskertymä ja hintapaine, minkä lisäksi raaka-aineet ja T&K-investoinnit painavat kannattavuutta hieman. Olemme laskeneet 2017 ennusteitamme noin 3 % ja odotamme nyt liikevoiton olevan noin 1282 MEUR. Erittäin hyvän näkyvyyden Koneelle antaa 8,6 miljardin euron tilauskanta (+4,7 %) ja vakaa huoltoliiketoiminta. Tilaukset olivat Q4:llä 1839 MEUR jääden hieman odotuksista.

Kiinan epävarmuus edelleen huolena, muuten markkinanäkymät varsin hyvät

Kone odottaa Kiinan markkinan laskevan 0-5 % tilatuissa yksiköissä ja tiukan kilpailun jatkuvan, mikä tuo markkinan rahamääräisen laskun todennäköisesti odottamamme 5-10 %:n haarukan ylälaitaan. Toimitusjohtaja Ehrnroothin mukaan markkina on kuitenkin tervehtynyt ja suurin hinnoittelupaine on mahdollisesti jo ohi, mikä on positiivista. Kaikkien muiden laitemarkkinoiden Kone odottaa kasvavan. Huoltomarkkinan yhtiö odottaa kasvavan voimakkaimmin Aasian ja Tyynenmeren alueella, mutta huollon osuus liikevaihdosta näillä alueilla on vielä pieni. Pidemmälle tulevaisuuteen katsottaessa Kiinan huolto- ja modernisaatiomarkkinan kasvu on yhtiön mielenkiintoisin ajuri. Tässä tärkeää olisi konversioasteen nostaminen myös Kiinassa nykyiseltä noin 50 %:n tasolta. Nyt hieman yli 10 % tulee Kiinan liikevaihdosta huollosta.

Erinomainen liiketoimintamalli ja osinkovirta tukevat korkeaa arvostusta

2017e P/E on edelleen korkea 21x, mutta kassavirtatehokkaan liiketoimintamallin ja ylikapitalisoituneen taseen takia EV/EBITDA on 14x ja EV/EBIT 15x. Nämäkin ovat toki absoluuttisesti korkeita, mutta ne ovat jo alhaisempia kuin verrokeilla ja Koneella historiallisesti. Tämä toki selittyy pääosin heikoilla tuloskasvunäkymillä, mutta Koneelle kertoimet ovat kuitenkin siedettäviä nykytilanteessa. Lisäksi osinkotuotto on nyt noin 3,6 % ja kasvaa arviomme mukaan lähivuosina 4 %:n tasolle.

Analyytikko

Juha Kinnunen
+358 40 778 1368
juha.kinnunen@inderes.fi



Suositus

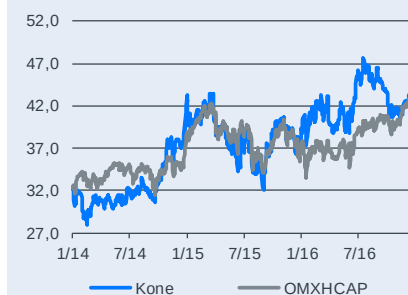
Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 42,00 EUR

Edellinen: 42,00



Ei-lisän päätös 42,53 EUR

12 kk vaihteluväli 37,02-47,89 EUR

Potentiaali -1,2 %

Ohjeistus

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

Ohjeistusmuutos: Uusi ohjeistus

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	8 647	1242	14,4 %	1364	2,01	1,40	2,2	14,0	15,1	19,5	3,6 %
2016	8 784	1 293	14,7 %	1 330	1,99	1,55	2,3	14,3	15,5	21,4	3,6 %
2017e	8 872	1 282	14,4 %	1 307	1,96	1,60	2,2	14,3	15,5	21,7	3,8 %
2018e	8 960	1 299	14,5 %	1 328	1,98	1,70	2,2	14,0	15,2	21,5	4,0 %
2019e	9 140	1325	14,5 %	1356	2,02	1,75	2,1	13,6	14,8	21,1	4,1 %
Markkina-arvo, MEUR			21849	OPO / osake 2017e, EUR			5,85	CAGR EPS, 2016-2019, %			0 %
Nettovelka 2017e, MEUR			-1954	P/B 2017e			7,3	CAGR kasvu, 2016-2019, %			1 %
Yritysarvo (EV), MEUR			19873	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			-65,0 %	ROE 2017e, %			34,7 %
Taseen koko 2017e, MEUR			8048	Omavaraisuusaste 2017e, %			50,6 %	ROCE 2017e, %			42,3 %

Tuloskehitys linjassa odotuksien kanssa

Neutraali Q4-tulos

Koneen liikevaihto oli Q4:lla 2593 MEUR kasvaen 1,2 %, mikä oli linjassa odotuksiemme kanssa. Liikevaihto laski uusissa laitteissa lähinnä Kiinan heikkouden takia, mutta kasvoi toisaalta huollossa (+6 %) ja modernisaatioissa (+11 %). Kehitys eri alueilla jatkoi odotuksien mukaisesti aikaisempaa trendiä. Liikevoittoprosentti oli erittäin hyvällä 15,1 %:n tasolla ja liikevoitoksi muodostui 392 MEUR (Q3'15: 379 MEUR). Liikevoitto kasvoi Q4:llä vielä kohtuulliset 4 % jatkaen yhtiön hurjaa tulospurannusputkea.

Osinko hieman odotuksia suurempi

Osinkoehdotus oli 1,55 euroa/osake, mikä ylitti hieman ennustemme 1,50 euroa (2015: 1,40 euroa). Tase on ylikapitalisoitunut (korollinen nettovelka -1688 MEUR) ja kassavirta vahva, joten osinkovirta jatkuu vahvana ilman merkittäviä yritysostoja.

Suurempien yritysostojen suhteen odotus voi olla pitkä, jos Toshiba tilanne ei avaa tilaisuutta. Toshiba vaikeudet voivat lopulta ajaa yhtiön pakkomyynnteihin, jolloin Kone voisi olla kiinnostunut ostamaan Toshiba Elevator and Building System Corporationin, josta yhtiö omistaa jo 19,9 % aikaisemman strategisen yhteistyön kautta. Kyseessä on mielenkiintoinen mahdollisuus ja luottamuksemme yhtiön kykyyn tehdä omistaja-arvon kannalta järkeviä ratkaisuja on vahva. Muuten yhtiö on jatkanut pieniä yritysostoja, joilla se on lähinnä vahvistanut huoltokantaansa.

Ennustetaulukko	Q4'15	Q4'16	Q4'16e	Q4'16e	Konsensus	Erotus (%)	2016
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Toteutunut
Liikevaihto	2562	2593	2589	2601	2524	- 2780	8784
Liikevoitto	379	392	394	383	361	- 396	1293
Tulos ennen veroja	475	389	398	389	351	- 408	1330
EPS	0,71	0,58	0,59	0,57	0,50	- 0,61	1,99
Osinko/osake	1,40	1,55	1,50	1,51	1,40	- 1,61	1,55
Liikevaihdon kasvu-%	18,3 %	1,2 %	1,1 %	1,5 %	-1,5 %	- 8,5 %	1,6 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	14,8 %	15,1 %	15,2 %	14,7 %	14,3 %	- 14,2 %	14,7 %

Lähde: Inderes & SME Direkt (konsensus)

Marginaaleissa painetta, laskimme hieman ennusteita

Ohjeistus lievä pettymys

Oleellisin asia raportissa oli ohjeistus, joka oli lievä pettymys. Kone arvioi liikevaihdon kasvun olevan -1 % ja 3 % välillä vertailukelpoisin valuuttakurssein ja liikevoiton olevan 1180-1300 MEUR (tammikuun valuuttamuuntokursseilla). Haarakan keskiosa on 1240 MEUR indikoiden liiketuloksen heikentyvän vuonna 2017 (2016: 1293 MEUR). Odotimme haarakan keskivälin olevan 1,3 miljardin euron tasolla, joten kyseessä on lievä pettymys. Monien positiivisten ajureiden vastapainona ovat nyt Kiinan heikko tilauskertymä ja hintapaine, minkä lisäksi raaka-aineet ja T&K-investoinnit painavat kannattavuutta hieman. Raaka-aineiden hintakehitys on viime vuosina ollut positiivinen ajuri ja helpottanut muuta hintapainetta, mutta nyt tilanne on toinen. Erityisesti Kiinassa kohoavien kustannuksien siirtäminen hintoihin tulee olemaan haastavaa, joten yhtiön täytyy pystyä jälleen nostamaan tuottavuuttaan.

Uudet tilaukset olivat Q4:llä 1839 MEUR jääden hieman odotuksista. Yhtiö vaikuttaa menettäneen Kiinassa markkinaosuutta (tilaukset -5 %) samalla, kun myös tilauskannan katetaso on laskenut. Tämä on luonnollisesti huono signaali, mutta yhden neljänneksen perusteella ei kannata tehdä liian suuria johtopäätöksiä. Erittäin hyvän näkyvyyden Koneelle antaa 8,6 miljardin euron tilauskanta (+4,7 %) ja vakaa huolto liiketoiminta, joten tulokseen liittyvä epävarmuus on

lopulta pieni ja tukee hyväksyttävää arvostusta. Olemme laskeneet 2017 ennusteitamme noin 3 % ja odotamme nyt liikevoiton olevan noin 1282 MEUR. Lähivuosisien ennusteisiin teimme vain tarkistuksia (taulukko seuraavalla sivulla).

Kiinan volyymit laskevat, mutta hintaeroosio hidastuu

Toinen näkymiin liittyvä merkittävä tekijä oli arvio Kiinan uuslaitemarkkinan kehityksestä. Kone odottaa Kiinan markkinan laskevan 0-5 % tilatuissa yksiköissä ja tiukan kilpailun jatkuvan, mikä tuo markkinan rahamääräisen laskun todennäköisesti odottamamme 5-10 %:n haarakan ylälaitaan. Toimitusjohtaja Ehrnroothin mukaan markkina on kuitenkin tervehtynyt ja suurin hinnoittelupaine on mahdollisesti jo ohi, mutta epävarmuus jatkuu. Kaikkien muiden laitemarkkinoiden Kone odottaa kasvavan. Huoltomarkkinan yhtiö odottaa kasvavan voimakkaammin Aasian ja Tyynenmeren alueella, mutta huollon osuus liikevaihdosta näillä alueilla on vielä pieni. Pidemmälle tulevaisuuteen katsottaessa Kiinan huolto- ja modernisaatiomarkkinan kasvu on yhtiön mielenkiintoisin ajuri. Tässä tärkeää olisi konversioasteen (takuusta huoltosopimukseen) nostaminen myös selvästi Kiinassa nykyiseltä noin 50 %:n tasolta. Nyt ilmeisesti hieman yli 10 % Kiinan liikevaihdosta tulee huollosta, mutta kasvu on luonnollisesti vahvaa.

Ennustemuutokset	2016e	2016	Muutos	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Tot.	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	8780	8784	0 %	8941	8872	-1 %	9031	8960	-1 %
Käyttökate	1399	1397	0 %	1428	1392	-2 %	1420	1415	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	1295	1293	0 %	1318	1282	-3 %	1309	1299	-1 %
Liikevoitto	1295	1293	0 %	1318	1282	-3 %	1309	1299	-1 %
Tulos ennen veroja	1339	1330	-1 %	1342	1307	-3 %	1338	1328	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)	2,01	1,99	-1 %	2,00	1,96	-2 %	1,98	1,98	0 %
Osakekohtainen osinko	1,50	1,55	3 %	1,60	1,60	0 %	1,70	1,70	0 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet ovat korkeita, mutta perusteltuja yhtiölle

Arvostus on mielestämme neutraali

Vuoden 2017 ennusteilla P/E on edelleen korkea 21x, mutta kassavirtatehokkaan liiketoimintamallin ja ylikapitalisoituneen taseen takia EV/EBITDA on 14x ja EV/EBIT 15x. Nämäkin ovat absoluuttisesti korkeita, mutta ne ovat jo alhaisempia kuin monilla verrokeilla ja Koneella historiallisesti. Tämä toki selittyy pääosin heikoilla tulokasvunäkymillä, mutta erittäin laadukkaalle Koneelle kertoimet ovat kuitenkin mielestämme perusteltuja nykytilanteessa. Lisäksi osinkotuotto on nyt noin 3,6 % ja kasvaa arviomme mukaan lähivuosina 4 %:n tasolle. Taso antaa osakkeelle jo tiettyä tukea ja mielestämme se on pitkälläkin aikavälillä kestävä, joten merkittävää laskuvaraa emme näe ilman merkittäviä markkinamuutoksia. Kiina on mielestämme edelleen merkittävä riski, vaikka tilanne näyttää nyt stabiloituneen ainakin väliaikaisesti. Vuonna 2016 noin 30 % Koneen liikevaihdosta tuli Kiinasta ja tämäkin tasapainottuu hiljalleen, jos markkinakehitys on lähivuosina odotuksiemme mukainen.

Strategiapäivitys ei muuta isoa kuvaa

Kone julkisti eilen myös uudistetun strategian, joka ei kuitenkaan tarjonnut paljoa uutta konkreettisesti. Yhtiö toisti taloudelliset tavoitteensa, jotka ovat markkinoita nopeampi kasvu, 16 %:n liikevoittomarginaali ja parantunut käyttöpääoman kierto. Kasvun suhteen olemme luottavaisia ja pääoman käytön suhteen Kone on mielestämme jo erinomaisella tasolla. Pitkällä aikavälillä 16 %:n liikevoittomarginaali on myös realistinen. Lyhyellä tähtäimellä tasoa ei arviomme mukaan tulla saavuttamaan, eikä yhtiö pyrikään optimoimaan lyhyen tähtäimen kannattavuutta vaan pitkän aikavälin arvonluontia

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Kone	42,63	22431	22075	15,8	14,9	14,7	13,9	21,6	20,7	3,7	3,9	7,4
Schindler	185,20	18591	17078	14,8	13,2	13,1	11,8	23,8	21,9	1,8	1,9	6,1
Assa Abloy	170,20	20039	22350	16,3	14,8	14,4	13,2	21,2	19,5	1,8	2,0	3,7
United Technologies	110,16	85069	102733	13,0	12,3	10,5	9,9	16,8	15,7	2,5	2,7	3,1
Daikin Industries	11450,00	27424	30062	15,7	14,0	12,1	10,7	22,4	20,1	1,1	1,2	3,0
Honeywell	117,84	84225	90834	12,8	11,8	11,2	10,2	16,7	15,4	2,3	2,6	4,0
Kone (Inderes)	42,53	21849	19873	15,5	15,2	14,3	14,0	21,7	21,5	3,8	4,0	7,3
Keskiarvo				14,7	13,5	12,7	11,6	20,4	18,9	2,2	2,4	4,6
Mediaani				15,2	13,6	12,6	11,3	21,4	19,8	2,1	2,3	3,8
Erutus-% vrt. mediaani				2 %	12 %	13 %	24 %	1 %	9 %	82 %	75 %	89 %

Lähde: Bloomberg / 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	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	8647	1748	2273	2170	2593	8784	1759	2291	2196	2626	8872	8960	9140
Group	8647	1748	2273	2170	2593	8784	1759	2291	2196	2626	8872	8960	9140
Käyttökate	1342	247	374	358	418	1397	247	368	357	419	1392	1415	1442
Poistot ja arvonalennukset	-100	-26	-26	-27	-26	-104	-27	-27	-28	-28	-110	-116	-117
Liikevoitto ilman kertaeriä	1242	221	349	331	392	1293	220	341	329	391	1282	1299	1325
Liikevoitto	1242	221	349	331	392	1293	220	341	329	391	1282	1299	1325
Group	1242	221	349	331	392	1293	220	341	329	391	1282	1299	1325
Nettorahoituskulut	122	21	12	6	-3	36	6	6	6	6	24	27	29
Tulos ennen veroja	1364	243	361	338	389	1330	226	348	336	397	1307	1328	1356
Verot	-311	-55	-84	-78	-91	-308	-52	-80	-77	-91	-301	-312	-318
Vähemmistöosuudet	-21	0	-2	4	-1	1	0	0	0	0	0	0	0
Nettotulos	1032	188	274	264	297	1024	174	268	259	306	1006	1017	1038
EPS (oikaistu)	2,01	0,37	0,53	0,51	0,58	1,99	0,34	0,52	0,50	0,60	1,96	1,98	2,02
EPS (raportoitu)	2,01	0,37	0,53	0,51	0,58	1,99	0,34	0,52	0,50	0,60	1,96	1,98	2,02

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

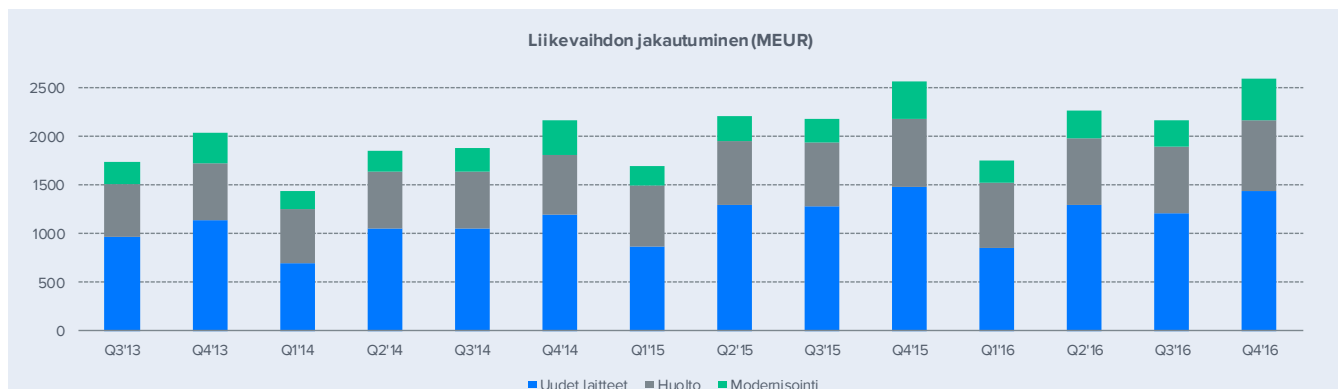
Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

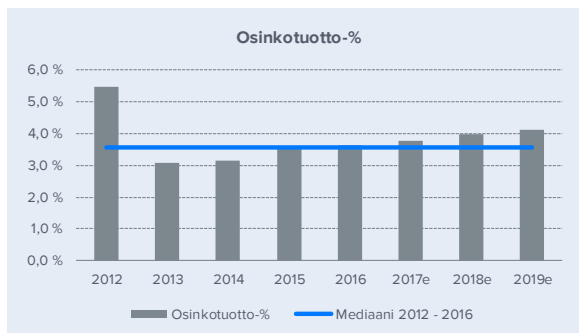
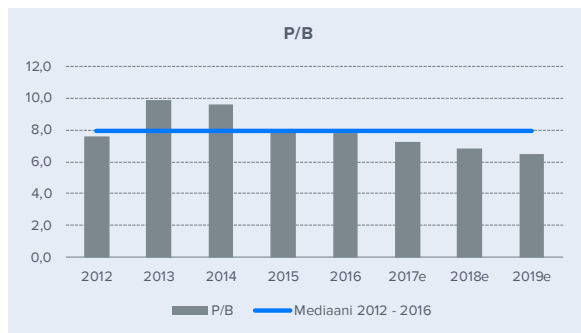
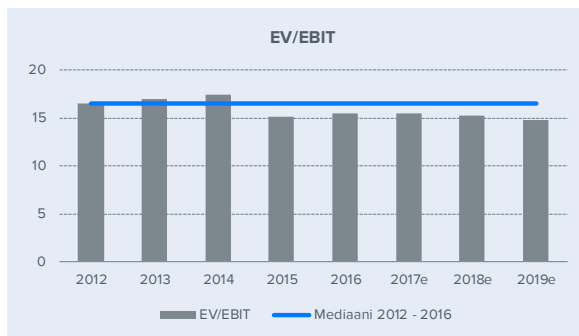
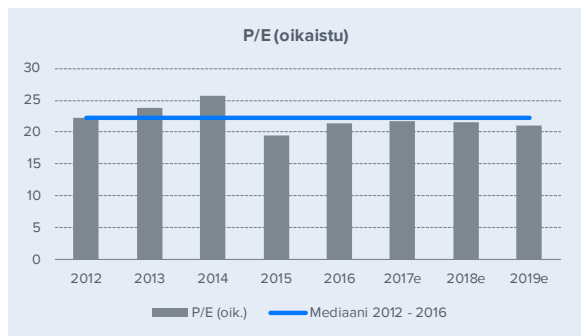


Lähde: Inderes

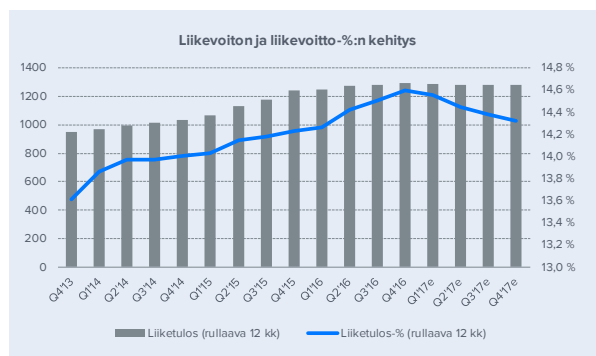
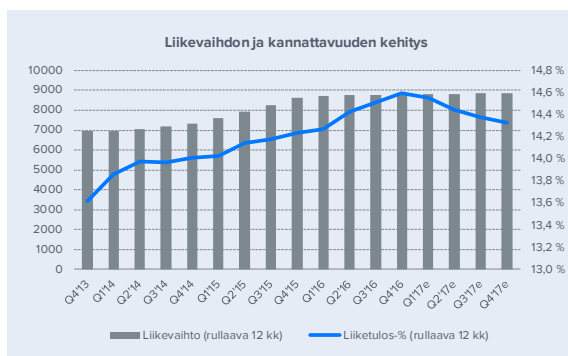
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	27,90	32,42	37,82	39,17	42,57	42,53	42,53	42,53
Markkina-arvo	14251	16679	19429	20123	21869	21849	21849	21849
Yritysarvo (EV)	13629	16205	18752	18788	19991	19873	19813	19644
P/E (oik.)	22,3	23,8	25,7	19,5	21,4	21,7	21,5	21,1
P/E	23,7	23,8	25,7	19,5	21,4	21,7	21,5	21,1
P/Kassavirta	21,4	19,1	24,9	19,5	22,7	25,0	25,4	21,5
P/B	7,6	9,8	9,6	8,0	7,8	7,3	6,8	6,5
P/S	2,3	2,4	2,6	2,3	2,5	2,5	2,4	2,4
EV/Liikevaihto	2,2	2,3	2,6	2,2	2,3	2,2	2,2	2,1
EV/EBITDA	15,0	15,7	16,2	14,0	14,3	14,3	14,0	13,6
EV/EBIT	16,6	17,0	17,5	15,1	15,5	15,5	15,2	14,8
Osinko/tulos (%)	129,4 %	73,3 %	81,3 %	69,7 %	77,7 %	81,6 %	85,8 %	86,5 %
Osinkotuotto-%	5,5 %	3,1 %	3,2 %	3,6 %	3,6 %	3,8 %	4,0 %	4,1 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

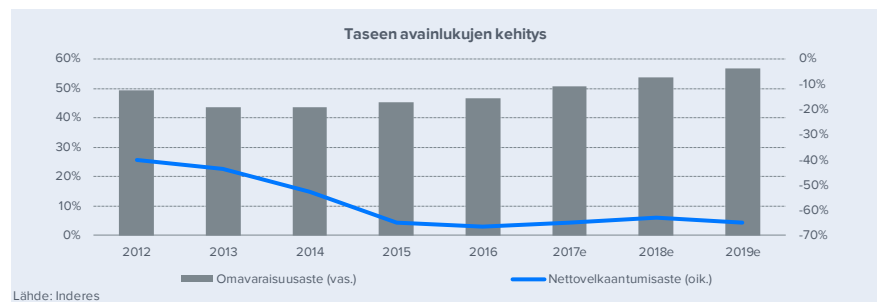


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	2169	2361	2489	2543	2598
Liikearvo	1209	1307	1372	1372	1372
Aineettomat oikeudet	262	272	293	343	394
Käyttöomaisuus	317	345	368	373	376
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	5	7	7	7	7
Muut sijoitukset	108	123	130	130	130
Muut pitkäaikaiset varat	6	8	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	263	300	318	318	318
Vaihtuvat vastaavat	4191	5144	5463	5505	5600
Varastot	1212	1327	1374	1419	1434
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	1700	1914	2003	1952	1971
Likvidit varat	1279	1903	2086	2134	2195
Taseen loppusumma	6360	7506	7951	8048	8198

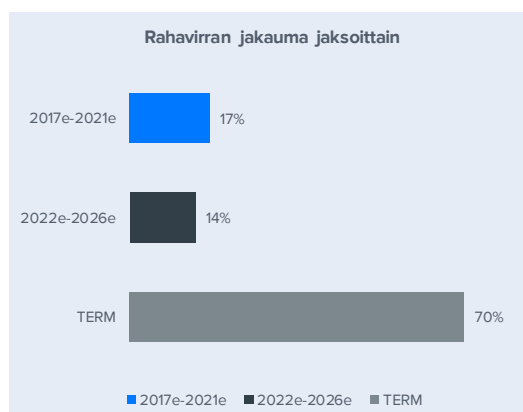
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	2018	2531	2796	3007	3203
Osakepääoma	66	66	66	66	66
Kertyneet voittovarot	1704	2465	2730	2941	3137
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	100	0	0	0	0
Muu oma pääoma	148	0	0	0	0
Vähemmistöosuus	45	45	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	458	516	717	544	544
Laskennalliset verovelat	111	141	154	154	154
Varaukset	138	174	183	183	183
Lainat rahoituslaitoksilta	31	33	203	30	30
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	179	169	177	177	177
Lyhytaikaiset velat	3840	4414	4439	4497	4451
Lainat rahoituslaitoksilta	163	204	26	150	150
Lyhytaikaiset korottomat velat	3676	4210	4413	4347	4301
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	6360	7506	7951	8048	8198



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	1293	1282	1299	1325	1369	1404	1388	1443	1446	1503	1553	
+ Kokonaispoistot	104	110	116	117	119	124	129	134	139	145	151	
- Maksetut verot	-313	-301	-312	-318	-329	-345	-342	-356	-357	-371	-384	
- verot rahoituskuluista	-7	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	
+ verot rahoitustuotoista	15	7	8	8	9	9	10	11	11	12	12	
- Käyttöpääoman muutos	67	-60	-80	18	37	38	40	41	43	44	38	
Operatiivinen kassavirta	1160	1037	1030	1148	1203	1229	1223	1272	1281	1332	1369	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	17	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoinvestoinnit	-212	-164	-171	-132	-150	-156	-163	-169	-176	-183	-183	
Vapaa operatiivinen kassavirta	965	872	859	1016	1052	1072	1060	1103	1105	1149	1186	
+/- Muut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	965	872	859	1016	1052	1072	1060	1103	1105	1149	1186	32545
Diskontattu vapaa kassavirta	819	753	832	805	766	708	687	643	625	602	16528	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	23767	22948	22195	21363	20558	19792	19085	18397	17754	17130	16528	
Velaton arvo DCF	23767											
- Korolliset velat		-229										
+ Rahavarat		2086										
- Vähemmistöosuus		0										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF	25646											
Oman pääoman arvo DCF per osake	49,92											

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



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	7335	8647	8784	8872	8960
EBITDA	1120	1342	1397	1392	1415
EBITDA-marginaali (%)	15,3	15,5	15,9	15,7	15,8
EBIT	1036	1242	1293	1282	1299
Voitto ennen veroja	1016	1364	1330	1307	1328
Nettovoitto	756	1032	1024	1006	1017
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	6360	7506	7951	8048	8198
Oma pääoma	2062	2576	2796	3007	3203
Liikearvo	1209	1307	1372	1372	1372
Korolliset velat	194	237	229	180	180

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	1120	1342	1397	1392	1415
Nettokäyttöpääoman muutos	179	204	67	-60	-80
Operatiivinen kassavirta	1013	1256	1160	1037	1030
Vapaa kassavirta	780	1029	965	872	859

Yhtiökuvaus
KONE kuuluu alansa johtaviin yrityksiin ja tarjoaa asiakkailleen edistyksellisiä hissejä, liukuportaita ja automaattiovia sekä monipuolisia ratkaisuja niiden huoltoon ja modernisointiin. Vuonna 2014 KONEen liikevaihto oli 7,3 miljardia euroa ja henkilöstömäärä vuoden lopussa yli 47 000. Yhtiön B-sarjan osake noteerataan NASDAQ OMX Helsinki Oy:ssä. (Lähde: Kone.com)

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	1,47	2,01	1,99	1,96	1,98
EPS oikaistu	1,47	2,01	1,99	1,96	1,98
Operat. kassavirta per osake	1,97	2,44	2,26	2,02	2,00
Tasearvo per osake	3,93	4,93	5,44	5,85	6,23
Osinko per osake	1,20	1,40	1,55	1,60	1,70
Voitonjako, %	81	70	78	82	86
Osinkotuotto, %	3,2	3,6	3,6	3,8	4,0

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

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

Suositus historia, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
30.1.2015	Vähennä	38,00 €	40,35 €
23.4.2015	Vähennä	40,00 €	41,10 €
2.7.2015	Vähennä	36,00 €	36,60 €
20.7.2015	Vähennä	38,00 €	38,39 €
23.10.2015	Vähennä	38,00 €	37,90 €
29.1.2016	Vähennä	38,00 €	38,80 €
22.4.2016	Vähennä	38,00 €	40,47 €
20.7.2016	Vähennä	42,00 €	44,63 €
26.10.2016	Vähennä	42,00 €	43,40 €
27.1.2017	Vähennä	42,00 €	42,53 €

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 kuuden kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin 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 laatiineilla 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:llä ei ole omistuksia kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiineen 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/>