

Tuloskasvu tarjoaa osakkeelle positiivisen ajurin

Tarkistamme Nokian Renkaiden tavoitehinnan 41,0 euroon (aik. 39,0 euroa) ja nostamme suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä). Pidämme eilistä kurssilaskua (-6 %) liioiteltuna ja vahvat kasvunäkymät huomioiden arvostus on mielestämme kohtuullinen.

Nokian Renkaiden Q1-raportti oli mielestämme kokonaisuutena hyvä

Yhtiön Q1-liikevaihto (326 MEUR) ylitti odotuksemme (309 MEUR) Venäjän erittäin vahvan kasvun ansiosta ja kysyntänäkymät kaikilla keskeisillä markkinoilla ovat hyvät. Liikevoitto (59 MEUR) oli jonkin verran odotuksiamme heikompi (63,5 MEUR) johtuen raaka-aineiden negatiivisesta vaikutuksesta bruttomarginaaliin sekä korkeista optioihin liittyvistä kuluista. Yhtiö tarkisti ohjeistustaan ylöspäin liikevaihdon osalta ja odottaa nyt 2017 liikevaihdon kasvavan nykyisillä valuuttakursseilla vähintään 10 % (aik. 5 %) ja liikevoiton kasvavan yli 5 % (aik. vähintään 5 %). Ohjeistuksen noston taustalla oli etenkin ruplan vahvistuminen. Yhtiön kommentit raaka-aineiden hinnoista olivat lievästi negatiivisia ja yhtiö näki marginaalipaineen jatkuvan tulevina kvartaaleina. Mielestämme ohjeistuksen nosto vain liikevaihdon osalta ja varovaiset kommentit alan hintapaineista olivat keskeiset syyt eilisen negatiivisen kurssireaktion taustalla.

Teimme ennusteisiin vain hyvin pieniä muutoksia Q1-raportin jälkeen

Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan 13 %:lla 1570 MEUR:oon (aik. 1530 MEUR) ja ensi vuonna 10 %:lla 1725 MEUR:oon (aik. 1682 MEUR). Liikevaihdon kasvun moottorina toimivat Venäjän elpyminen ja kasvu Pohjois-Amerikassa sekä Keski-Euroopassa. Vahvasta kysynnästä johtuen yhtiö kärsii tällä hetkellä lievästi kapasiteettirajoitteista ja Q1:llä yhtiön tuotanto oli täydessä käytössä. Yhtiö pystyy nostamaan kapasiteettiaan kuluvana vuonna Venäjän uuden tuotantolinjan ja Suomen tehtaan kapasiteetin noston kautta. Kysynnän säilyessä nykyisellä vahvalla tasolla tulee yhtiö lähivuosina kohtaamaan haasteita kapasiteettinsa kanssa, ennen uuden Pohjois-Amerikan tehtaan käynnistymistä (2020 alussa).

Hinnan korotukset tuskin kompensoivat kokonaan raaka-aineiden hintojen nousua

Odotamme liikevoiton kasvavan 13 % kuluvana vuonna 351 MEUR:oon (aik. 362 MEUR) ja ensi vuonna 16 % 407 MEUR:oon (aik. 397 MEUR). Kuluvana vuonna volyymikasvun tuoma kannattavuusparannus hautautuu laskevan bruttomarginaalin alle. Arvioimme toimialan hintakilpailun kiristyvän raaka-aineiden hintojen nousun myötä, kun yhä useampi toimija alkaa kilpailla hinnalla nykyisten erinomaisten kannattavuustasojen rohkaisemana. Näin ollen yhtiö ei pysty täysimääräisesti kompensoimaan tätä hinnan korotuksilla. Tästä huolimatta marginaalit säilyvät erinomaisella tasolla ja Nokian Renkaat on hyvin asemoitunut alan kiristyvään hintakilpailuun. EPS ennusteemme ovat 2,02 euroa (aik. 2,09 euroa) ja 2,35 euroa (aik. 2,28 euroa).

Arvostuskertoimissa ei ole enää merkittävää nousuvaraa

Päivitetyillä ennusteillamme P/E-luvut vuosille 2017 ja 2018 ovat 19x ja 16x. Vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 11x ja 10x. Nokian Renkaat on toimialan selvästi kannattavin yhtiö ja osaketta hinnoitellaan selvällä preemiolla kansainvälisiin verrokkeihin nähden. Pidämme arvostuskertoimia yhtiön korkea laatukin huomioiden melko kireinä, emmekä näe niissä enää merkittävää nousuvaraa. Ennustamamme lähivuosien keskimääräinen yli 10 %:n liikevoiton kasvu yhdessä yli 4 %:n osinkotuoton kanssa pitävät osakkeen tuotto-odotuksen kuitenkin edelleen kohtuullisella tasolla ja tarjoavat näin osakkeelle positiivisen ajurin.

Analytytikot

Sauli Vilen
sauli.vilen@inderes.fi
+358 44 025 8908
Petri Kajaani
petri.kajaani@inderes.fi
+358 50 527 8680



Suositus

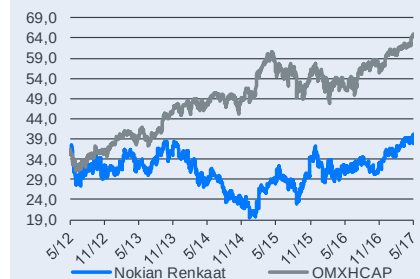
Lisää



Edellinen: Vähennä

Tavoitehinta 41,00 EUR

Edellinen: 39,00



Lähde: Bloomberg

Eiillisen päätös 37,81 EUR

12 kk vaihteluväli 29,93-40,2 EUR

Potentiaali 8,4 %

Ohjeistus

Vuonna 2017, nykyisillä valuuttakursseilla, liikevaihdon odotetaan kasvavan vähintään 10 % ja liikevoiton odotetaan kasvavan yli 5 % vuoteen 2016 verrattuna.

Ohjeistusmuutos: Noussut

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2015	1 360	296	21,8 %	274	1,80	1,50	3,1	11,1	14,2	18,4	4,5 %
2016	1 391	311	22,3 %	299	1,85	1,53	3,3	11,4	14,6	19,1	4,3 %
2017e	1 570	351	22,4 %	342	2,02	1,60	3,1	11,0	14,0	18,7	4,2 %
2018e	1 725	407	23,6 %	397	2,35	1,70	2,9	10,1	12,4	16,1	4,5 %
2019e	1 866	431	23,1 %	421	2,48	1,80	2,7	9,2	11,8	15,2	4,8 %
Markkina-arvo, MEUR			5161	OPO / osake 2017e, EUR			11,18	CAGR EPS, 2016-2019, %			10 %
Nettovelka 2017e, MEUR			-232	P/B 2017e			3,4	CAGR kasvu, 2016-2019, %			10 %
Yritysarvo (EV), MEUR			4929	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			-15,2 %	ROE 2017e, %			18,5 %
Taseen koko 2017e, MEUR			2103	Omavaraisuusaste 2017e, %			72,6 %	ROCE 2017e, %			26,2 %

Hyvä startti vuoteen

Venäjä elpyy odotuksia voimakkaammin

Nokian Renkaiden Q1-liikevaihto kasvoi 18 % vertailukaudesta 326 MEUR:oon ja ylitti konsensuksen 312 MEUR:n ennusteen selvästi (Inderes 309 MEUR). Myynnin odotettua parempi kehitys johtui jälleen Venäjästä, missä liikevaihto kasvoi 56 %. Myyntivolyymit Venäjällä ovat olleet selvästi odotuksiamme paremmat ja tämä johtuu ennen kaikkea tyhjistä varastotasosta. Näin ollen osa kasvusta on tulkittavissa kertaluonteiseksi ja yhtiö varoittelee Venäjän markkinan maltillisista näkymistä. Kasvumarkkinat eli Pohjois-Amerikka ja Keski-Eurooppa kasvoivat odotetusti hyvin 9 % ja 19 %.

Kokonaisuutena markkinatilanne on jatkunut suotuisana tai parantunut kaikilla yhtiön päämarkkinoilla. Venäjällä uusien autojen myynti on maaliskuussa kääntynyt selvään kasvuun ja matalien varastotasojen myötä myös loppuvuoden näkymä on hyvä. Keski-Euroopassa yhtiö saa entistä enemmän vetoapua talouden elpymisestä.

Bruttokate oli hieman odotuksiamme heikompi (45,8 % vs. 46,5 %) johtuen nousseista raaka-aineiden hinnoista, mitä yhtiön hinnankorotukset ja parantunut tuottavuus eivät riittäneet täysimääräisesti kompensoimaan. Yhtiö on jatkanut Q1:llä hinnankorotuksia ja se odottaa niiden vaikutuksen näkyvän numeroissa asteittain tulevina kvartaaleina. Ottaen huomioon raaka-aineiden hintojen nousun jyrkän kulmakertoimen, pidämme todennäköisenä, että bruttokate pysyy paineessa myös tulevina kvartaaleina. Liikevoitto oli 58,9 MEUR ja se jäi markkinoiden 62,4 MEUR:n ennusteesta (Inderes 63,5 MEUR). Bruttomarginaalin laskun lisäksi myös yhtiön hallintokulut olivat odotuksiamme korkeammat johtuen noin 6 MEUR:n kulukirjauksista (Q1'16: 2,7 MEUR) optioihin liittyen. Luottotappiot jatkoivat odotetusti laskuaan ja Q1:llä yhtiön nettoluottotappiot olivat 0,1 MEUR positiiviset, kun yhtiö sai perittyä takaisin hieman aiempia luottotappioita. EPS oli lopulta 0,33 euroa jääden markkinan 0,36 euron ennusteesta.

Keskeinen huomiomme raportissa keskittyi numeroiden lisäksi johdon kommentteihin raaka-aineiden noususta sekä alan hinnoittelusta tähän liittyen. Alan marginaalit ovat tällä hetkellä kautta linjan erinomaisella tasolla johtuen pitkään laskeneista raaka-ainehinnoista ja mielestämme yhtiön kommentit viittasivat selvästi siihen, että yhä useampi toimija vaikuttaa olevan halukas kilpailemaan hinnalla ja hinnoittelukuri pitää yhä heikommin. Esimerkiksi suuret rengasyhtiöt eivät ole ajaneet läpi ilmoittamia hintojen korotuksia ja ovat jättäneet korotukset

selvästi ilmoittamia pienemmiksi. Mielestämme on selvää, että alan marginaalit tulevat laskemaan nykyiseltä erinomaiselta tasolta. Nokian Renkaat on kuitenkin erinomaisesti positioitunut tähän kiristyvään hintakilpailuun johtuen yhtiön hyvässä kunnossa olevasta tuoteportfoliosta, erittäin tehokkaasta tuotannosta ja keskittymisestä korkean lisäarvon renkaisiin. Odotammekin yhtiön kärsivän selvästi keskimääräistä vähemmän marginaalieroosiota.

Ohjeistusta nostettiin hieman yllättäen

Nokian Renkaat tarkisti hieman yllättäen ohjeistustaan ylöspäin. Yhtiö odottaa nyt liikevaihdon kasvavan nykyisillä valuuttakursseilla vähintään 10 % (aikaisemmin vähintään 5 %:lla) ja liikevoiton yli 5 %:lla (aik. vähintään +5 %). Liikevaihdon kasvuohteistuksen nostaminen johtuu näkemyksemme mukaan ennen kaikkea ruolan voimakkaasta elpymisestä. Liikevoitto-ohjeistuksen jättäminen ennalleen kertoo mielestämme alan marginaalipaineista ja epävarmuudesta liittyen raaka-ainehintojen kehitykseen. Yhtiön johto totesi tulospöytä, että mikäli raaka-ainehinnat vakiintuvat nykytasolle, on yhtiöllä hyvät edellytykset ylittää nykyinen liikevoitto-ohjeistus. Lähtökohtaisesti pidämme liikevoitto-ohjeistusta suhteellisen varovaisena ja oma ennustemme liikevoiton kasvulle vuonna 2017 on 13 %. Pidämme mahdollisena, että yhtiö tulee tarkistamaan ohjeistustaan ylöspäin vuoden jälkipuoliskolla, kun näkyvyys raaka-ainehintoihin paranee.

Vihdoin päätös kolmannelta tehtaasta

Yhtiö ilmoitti myös raportin yhteydessä viimein rakentavansa uuden kolmannen tehtaan Yhdysvaltoihin. Rakennustyöt alkavat 2018 ja tehdas alkaa tuottaa renkaita 2020 alussa. Tehdaspäätös tulee jopa hieman myöhässä, sillä yhtiöllä oli kapasiteetti täyskäytössä jo Q1:llä. Kokonaisinvestointi on 360 MUSD ja vuotuinen kapasiteetti 4 miljoonaa rengasta (konsernin nykyinen kapasiteetti 20 miljoonaa rengasta). Tehtaan sijainti on odotettu, sillä yhtiö on jo aiemmin vihjailut tehtaan perustamisesta Yhdysvaltoihin. Tehtaan rakentamiskustannus (noin 330 MEUR) on korkeampi, mitä yhtiö 2015 CMD:n yhteydessä kertoi (noin 250 MEUR) ja yhtiöllä ei ollut selkeää selitystä kohonneelle hinnalle. Tästä huolimatta tehtaan rakentaminen on mielestämme ehdottoman järkevää ja looginen askel yhtiön kasvutarinassa. Yhtiön erinomaiset marginaalit huomioiden, tulee myös uuden tehtaan pääoman tuotto lähtökohtaisesti olemaan korkea.

Ennustetaulukko	Q1'16	Q1'17	Q1'17e	Q1'17e	Konsensus		Erotus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	276	326	309	312	303	- 329	5 %	1570
Liikevoitto	50,5	58,9	63,5	62,4	57,0	- 75,0	-7 %	351,2
Tulos ennen veroja	48,5	58,9	61,5	59,9	56,0	- 68,0	-4 %	342,2
EPS	0,29	0,33	0,37	0,36	0,30	- 0,42	-10 %	2,02
Liikevaihdon kasvu-%	-2,0 %	18,2 %	12,1 %	13,1 %	9,9 %	- 19,3 %	6 %-yks.	12,8 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	18,3 %	18,1 %	20,5 %	20,0 %	18,8 %	- 22,8 %	-2,5 %-yks.	22,4 %

Lähde: Inderes & Inquiry Financial (konsensus)

Kasvunäkymät ovat hyvät

Ei oleellisia muutoksia ennusteissa

Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan 13 %:lla 1570 MEUR:oon (aik. 1530 MEUR) ja ensi vuonna 10 %:lla 1725 MEUR:oon (aik. 1682 MEUR). Liikevaihdon kasvun moottorina toimivat Venäjän elpyminen ja kasvu Pohjois-Amerikassa sekä Keski-Euroopassa. Vahvasta kysynnästä johtuen yhtiö kärsii tällä hetkellä lieviä kapasiteettirajoitteista ja Q1:llä yhtiön tuotanto oli täydessä käytössä. Yhtiö pystyy nostamaan kapasiteettiaan kuluvaan vuonna Venäjän uuden tuotantolinjan ja Suomen tehtaan kapasiteetin noston kautta. Kysynnän säilyessä nykyisellä vahvalla tasolla tulee yhtiö lähivuosina kohtaamaan haasteita kapasiteettinsa kanssa, ennen uuden Pohjois-Amerikan tehtaan käynnistymistä (2020 alussa).

Odotamme liikevoiton kasvavan 13 % kuluvaan vuonna 351 MEUR:oon (aik. 362 MEUR) ja ensi vuonna 16 % 407 MEUR:oon (aik. 397 MEUR). Kuluvaan vuonna volyymikasvun tuoma kannattavuusparannus hautautuu laskevan bruttomarginaalin alle. Arvioimme toimialan hintakilpailun kiristyvän raaka-aineiden hintojen nousun myötä, kun yhä useampi toimija alkaa kilpailla hinnalla nykyisten erinomaisten kannattavuustasojen rohkaisemana. Näin ollen yhtiö ei pysty täysimääräisesti kompensoimaan tätä hinnan korotuksilla. Myös Suomen tehtaan suuremmat volyymit tulevat heikentämään yhtiön marginaaleja ja ruplan vahvistuminen nostaa yhtiön euromääräisiä kustannuksia Venäjän tehtaalla.

Lievästi heikentyvästä bruttomarginaalista huolimatta kannattavuus säilyy erinomaisella tasolla, sillä yhtiön kiinteät kulut kasvavat liikevaihtoa hitaammin ja etenkin luottotappiot supistuvat merkittävästi 2015-2016 nähdyltä poikkeukselliselta tasolta. EPS ennusteemme ovat 2,02 euroa (aik. 2,09 euroa) ja 2,35 euroa (aik. 2,28 euroa).

Kassavirta riittää hyvin osinkoihin ja kasvuinvestointeihin

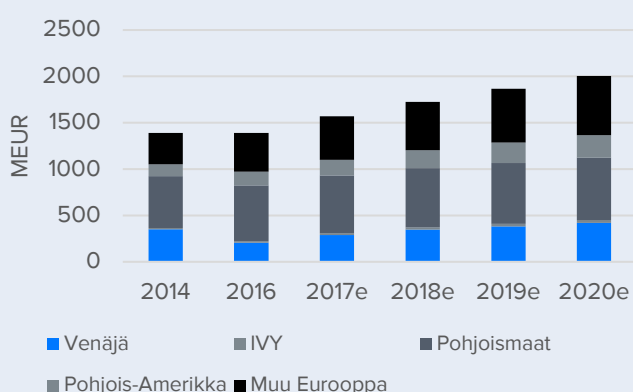
Nokian Renkaiden investointitaso tulee vuosien 2017-2019 olemaan selvästi normaalia korkeampi, kun yhtiö investoi uuteen testirengasrataan (Espanja), uuteen tuotantolinjaan Venäjällä ja uuteen tehtaaseen (USA). Arvioimme vuotuisen investointitarpeen olevan tällä aikavälillä noin 235 MEUR per vuosi, kun yhtiön ylläpitoinvestoinnit ovat noin 100 MEUR:n tasoa. Vahvan kassavirran ansiosta (2017-2019e operatiivinen kassavirta 385 MEUR/v) yhtiöllä ei ole ongelmia rahoittaa investointia omalla pääomalla ja nykyisillä investointi- sekä osinkoennusteillamme yhtiön nettovelkaantumisaste säilyy negatiivisena. Kassavirran puolesta yhtiöllä ei ole esteitä säilyttää osinkoaan kasvu-uralla. Olemme pitäneet osinkoennusteemme muuttumattomina ja odotamme tasaista osingonkasvua myös lähivuosina.

Ennusteemme eivät pidä sisällään mahdollista neljännen tehtaan rakentamista. Mielestämme on mahdollista, että yhtiö joutuu aloittamaan neljännen tehtaan rakentamisen vielä ennen kolmannen tehtaan valmistumista. Käytännössä tämä neljäs tehdas rakennettaisiin todennäköisesti Serbiaan ja se palvelisi ennen kaikkea Euroopan markkinaa. Yhtiön kapasiteetti on tällä hetkelle täynnä ja kysynnän pysyessä nykyisellä hyvällä tasolla, tulee yhtiö kohtaamaan jatkuvia haasteita kapasiteettinsa kanssa ennen uuden tehtaan valmistumista. Yhdysvaltojen tehtaan valmistuessa tätä tehdasta voidaan luonnollisesti laajentaa merkittävästi, mutta renkaiden kuljettaminen Yhdysvalloista Eurooppaan ei ole pitkällä aikavälillä järkevää (kuljetuskustannukset yms.). Nyt rakennettava kolmas tehdas tarjoaa hyvää indikaatiota mahdollisen neljännen tehtaan kustannuksista ja kokoluokasta. Yhtiöllä olisi tarvittaessa mahdollisuus investoida myös neljanteen tehtaaseen ilman, että sen taloudellinen asema oleellisesti heikkenisi.

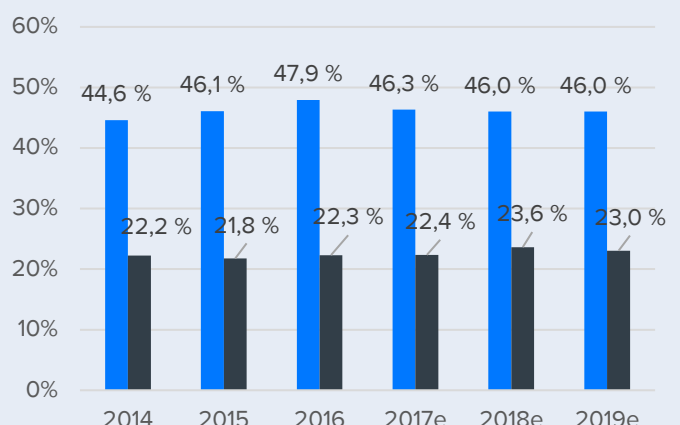
Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	1530	1570	3 %	1682	1725	3 %	1836	1866	2 %
Liikevoitto	362,1	351,2	-3 %	397,1	407,2	3 %	435,2	431,2	-1 %
Tulos ennen veroja	351,1	342,2	-3 %	385,1	397,2	3 %	423,2	421,2	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	2,09	2,02	-4 %	2,28	2,35	3 %	2,49	2,48	0 %
Osakekohtainen osinko	1,60	1,60	0 %	1,70	1,70	0 %	1,80	1,80	0 %

Lähde: Inderes

Liikevaihdon kehitys markkina-alueiden välillä



Liikevoitto ja bruttomarginaali -%



Tuloskasvu ja osinko tarjoavat positiivisen ajurin osakkeelle

Suhteellinen arvostustaso laskenut selvästi

Päivitetyillä ennusteillamme P/E-luvut vuosille 2017 ja 2018 ovat 19x ja 16x. Vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 11x ja 10x. Nokian Renkaat on toimialan selvästi kannattavin yhtiö ja osaketta hinnoitellaan selvällä preemiolla kansainvälisiin verrokkeihin nähden. EV/EBITDA ja P/E-kertoimilla vuosien 2017-2018 keskimääräinen preemio on noin 65 %. Preemio on supistunut selvästi viimeisen 6kk aikana ja johtuen pääosin verrokiryhmän arvostuskertoimien kohoamisesta. Näin ollen Nokian Renkaiden arvostustaso on muuttunut suhteellisesti aiempaa houkuttelevaksi.

Tästä huolimatta pidämme nykyisiä arvostuskertoimia yhtiön korkea laatukin huomioiden melko kireinä, emmekä näe niissä enää merkittävää nousuvaraa. Ennustamamme lähivuosisien keskimääräinen yli 10 %:n liikevoiton kasvu yhdessä yli 4 %:n osinkotuoton kanssa pitävät osakkeen tuotto-odotuksen kuitenkin edelleen kohtuullisella tasolla ja tarjoavat näin osakkeelle positiivisen ajurin.

Osinkotuotto antaa turvaa

Osinkotuotto on isoista kasvuinvestoinneista huolimatta erittäin turvallinen ja yhtiön lupaus säilyttää osinko vähintään 1,45 eurossa antaa selkeää tukea osakkeelle. Odotamme osingon kasvavan hitaasti lähivuosisina ja yhtiön fokus pääoman allokoinnissa tulee olemaan uudessa tehtaassa. Yhtiön erinomaisesta kassavirran generointikyvystä johtuen tase pysyy läpi investointivaiheen vahvana ja yhtiö säilyy nettovelattomana. Tätä taustaa vasten yhtiöllä olisi mahdollisuuksia kasvattaa osingonjakoaan odotuksiamme voimakkaammin, mutta johtuen yhtiön historiallisesti erittäin konservatiivisesta taseen käytöstä, odotamme taseen säilyvän ylikapitalisoituna myös jatkossa. Vaikka ylikapitalisoitunut tase pienentääkin yhtiön riskiprofiilia, heikentää se samalla oman pääoman tuottoa ja pitkällä aikavälillä yhtiön olisi omistaja-arvon maksimoimiseksi saatava tase tehokkaampaan käyttöön. Ottaen huomioon yhtiön poikkeukselliset marginaalit ja pienentynyt maantieteellinen riskiprofiili, ei koko toiminnan rahoittaminen pelkällä omalla pääomalla ole mielestämme järkevää. Emme kuitenkaan odota tähän suuria muutoksia lähitulevaisuudessa.

	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
Nokian Tyres plc	37,81	5139	4852	13,8	12,5	10,8	9,8	3,1	2,9	18,4	16,7	4,3	4,5	3,3
Cooper Tire & Rubber Co	38,15	1817	1820	6,6	5,8	4,5	4,1	0,6	0,6	10,6	9,0	1,1	0,8	1,6
Goodyear Tire & Rubber Co	35,21	8127	12885	8,0	6,7	5,5	5,0	0,9	0,8	8,8	7,0	1,1	1,2	1,6
Bridgestone Corp	4702,00	31251	29217			5,5	5,1	1,0	1,0	12,6	11,4	3,0	3,2	1,5
Sumitomo Rubber Industries Ltd	16,54	4386	5741			6,2	5,5	0,8	0,8	13,2	11,1	2,7	2,9	1,1
Toyo Tire & Rubber Co Ltd	1970,00	2048	2855			4,5	4,1	0,9	0,8	9,2	7,8	2,3	2,4	1,5
Yokohama Rubber Co Ltd	2213,00	3067	5375			7,7	7,0	1,0	1,0	11,6	10,3	2,3	2,6	1,0
Compagnie Generale des Etabliss	118,50	21338	22801	8,2	7,5	5,4	5,0	1,0	1,0	12,8	11,4	2,8	3,2	1,8
Continental AG	201,00	40201	43523	9,0	8,3	6,4	5,9	1,0	1,0	12,5	11,4	2,3	2,6	2,4
Cheng Shin Rubber Ind. Co Ltd	62,40	6163	7004	13,1	11,7	7,7	7,2	1,8	1,7	14,7	13,9	4,9	5,1	2,1
Nexen Tire Corp	13850,00	1115	1611	8,4	7,7	5,4	5,0	1,0	0,9	8,7	7,5	0,6	0,7	1,0
Apollo Tyres Ltd	244,65	1777	2082	9,5	8,8	7,5	6,8	1,1	1,0	11,6	11,1	0,9	0,9	1,7
MRF Ltd	68639,90	4153	4222	10,5	9,3	9,9	8,5	2,1	1,8	17,8	14,5	0,1	0,1	
Kumho Tire Co Inc	7990,00	1024	3145	19,8	15,5	9,2	7,8	1,2	1,1	22,7	13,2	0,2	0,2	1,1
Hankook Tire Worldwide Co Ltd	20300,00	1532	1224	5,5	5,3	5,2	5,0	1,9	1,8	7,6	7,2	1,5	1,5	0,6
Nokian Renkaat (Inderes)	37,81	5161	4929	14,0	12,4	11,0	10,1	3,1	2,9	18,7	16,1	4,2	4,5	3,4
Keskiarvo				10,2	9,0	6,8	6,1	1,3	1,2	12,9	10,9	2,0	2,1	1,6
Mediaani				9,0	8,3	6,2	5,5	1,0	1,0	12,5	11,1	2,3	2,4	1,6
Erotus-% vrt. mediaani				55 %	49 %	78 %	82 %	214 %	206 %	50 %	45 %	85 %	87 %	116 %

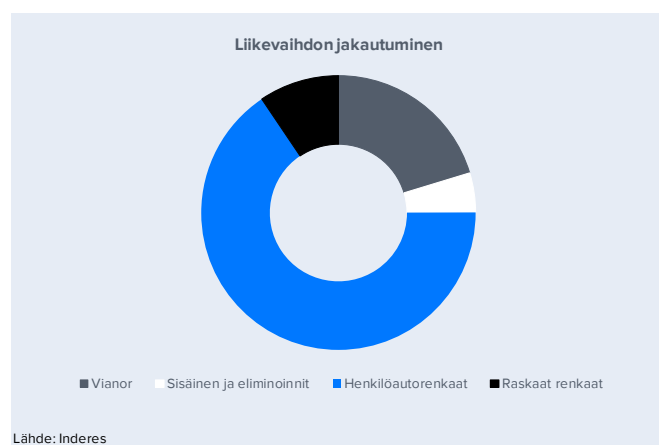
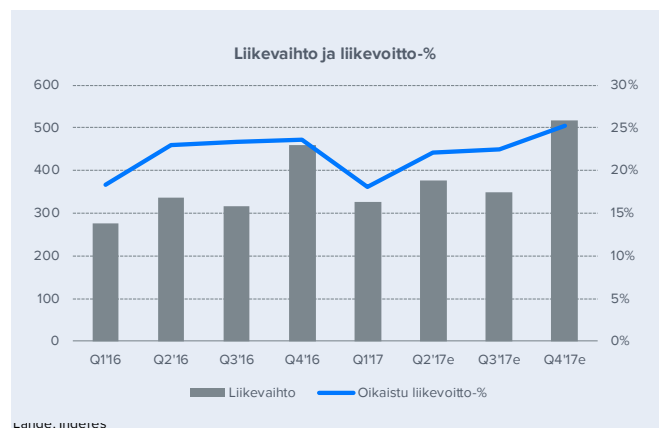
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	1360,1	275,8	337,5	317,1	460,7	1391,1	325,9	377,1	349,7	517,1	1569,8	1725,3	1865,7
<i>Vianor</i>	327,6	53,8	89,4	66,7	124,9	334,8	56,3	93,9	70,0	131,1	351,4	365,4	380,0
<i>Sisäinen ja eliminoinnit</i>	-74,3	-18,0	-20,8	-21,4	-19,9	-80,1	-18,2	-21,0	-21,0	-20,5	-80,7	-82,0	-83,0
<i>Henkilöautorenkaat</i>	951,5	202,4	230,2	234,5	314,0	981,1	248,0	263,6	261,5	362,7	1135,7	1272,0	1392,8
<i>Raskaat renkaat</i>	155,3	37,6	38,7	37,3	41,7	155,3	39,8	40,6	39,2	43,8	163,4	169,9	175,9
Käyttökate	378,5	69,4	98,1	95,2	132,5	395,2	82,2	106,3	102,4	155,6	446,5	502,2	550,0
Poistot ja arvonalennukset	-82,6	-18,9	-20,6	-21,2	-24,0	-84,7	-23,3	-23,0	-24,0	-25,0	-95,3	-95,0	-118,8
Liikevoitto ilman kertaerä	295,9	50,5	77,5	74,0	108,5	310,5	58,9	83,3	78,4	130,6	351,2	407,2	431,2
Liikevoitto	295,9	50,5	77,5	74,0	108,5	310,5	58,9	83,3	78,4	130,6	351,2	407,2	431,2
<i>Vianor</i>	-1,9	-14,7	5,5	-6,7	7,8	-8,1	-15,8	2,3	-7,0	13,8	-6,7	0,0	1,9
<i>Sisäinen ja eliminoinnit</i>	-16,4	-6,0	1,2	-9,8	-0,8	-15,4	-6,9	-2,0	-5,0	-3,0	-16,9	-16,0	-16,0
<i>Henkilöautorenkaat</i>	285,5	62,3	64,7	84,4	94,4	305,8	75,9	76,4	83,9	112,4	348,7	394,3	413,7
<i>Raskaat renkaat</i>	28,7	8,9	6,1	6,1	7,1	28,2	5,7	6,5	6,5	7,4	26,1	28,9	31,7
Nettorahoituskulut	-21,8	-2,0	-2,8	-4,8	-2,1	-11,7	0,0	-3,0	-3,0	-3,0	-9,0	-10,0	-10,0
Tulos ennen veroja	274,1	48,5	74,7	69,2	106,4	298,8	58,9	80,3	75,4	127,6	342,2	397,2	421,2
Verot	-33,5	-8,6	-13,5	-9,7	-15,1	-46,9	-13,6	-14,5	-14,3	-24,3	-66,6	-75,5	-80,0
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	240,6	39,9	61,2	59,5	91,3	251,9	45,3	65,8	61,1	103,4	275,6	321,7	341,2
EPS (oikaistu)	1,80	0,29	0,45	0,44	0,67	1,85	0,33	0,48	0,45	0,76	2,02	2,35	2,48
EPS (raportoitu)	1,80	0,29	0,45	0,44	0,67	1,89	0,33	0,48	0,45	0,76	2,02	2,35	2,48

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	-2,1 %	-2,0 %	-2,3 %	2,0 %	9,1 %	2,3 %	18,2 %	11,7 %	10,3 %	12,2 %	12,8 %	9,9 %	8,1 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	-4,2 %	4,6 %	-3,8 %	2,2 %	14,7 %	4,9 %	16,6 %	7,5 %	5,9 %	20,4 %	13,1 %	15,9 %	5,9 %
<i>Käyttökate-%</i>	27,8 %	25,2 %	29,1 %	30,0 %	28,8 %	28,4 %	25,2 %	28,2 %	29,3 %	30,1 %	28,4 %	29,1 %	29,5 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	21,8 %	18,3 %	23,0 %	23,3 %	23,6 %	22,3 %	18,1 %	22,1 %	22,4 %	25,3 %	22,4 %	23,6 %	23,1 %
<i>Nettotulos-%</i>	17,7 %	14,5 %	18,1 %	18,8 %	19,8 %	18,1 %	13,9 %	17,5 %	17,5 %	20,0 %	17,6 %	18,6 %	18,3 %

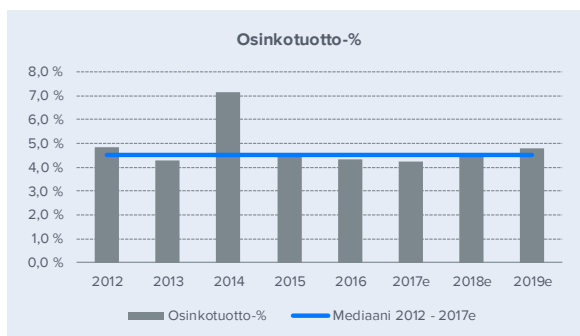
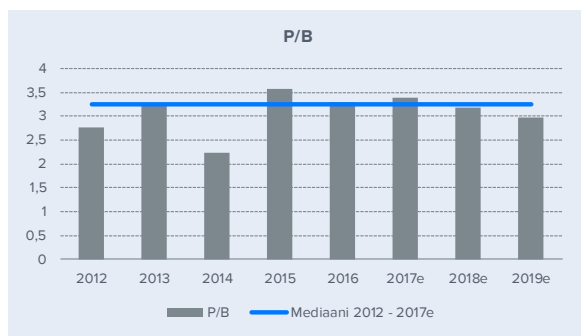
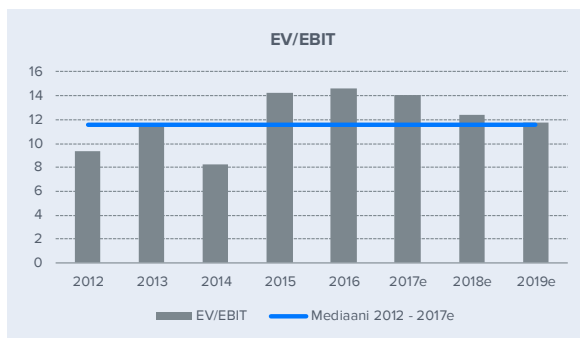
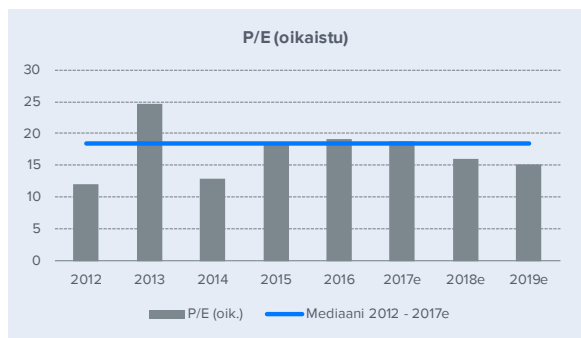
Lähde: Inderes



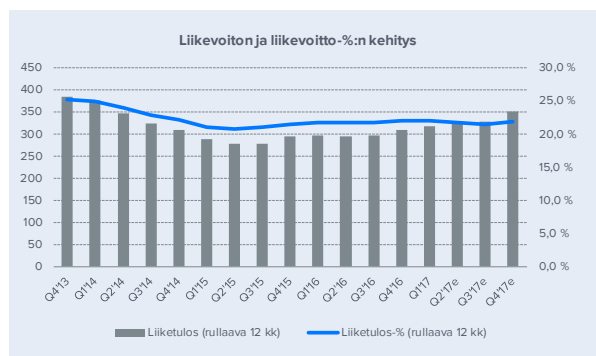
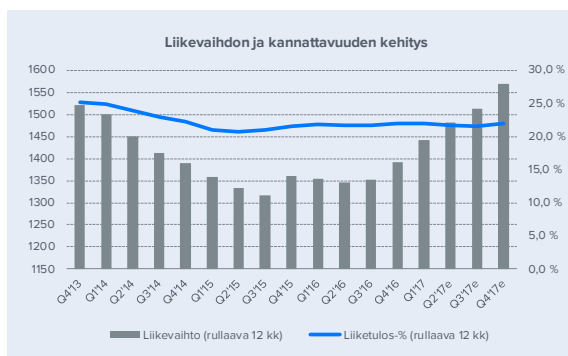
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	30,10	34,00	20,29	33,10	35,42	37,81	37,81	37,81
Markkina-arvo	3972	4532	2708	4419	4812	5161	5161	5161
Yritysarvo (EV)	3895	4476	2543	4209	4525	4929	5052	5077
P/E (oik.)	12,0	24,7	13,0	18,4	19,1	18,7	16,1	15,2
P/E	12,0	24,7	13,0	18,4	19,1	18,7	16,1	15,2
P/Kassavirta	22,4	17,1	5,0	16,3	39,2	32,3	49,7	23,9
P/B	2,8	3,3	2,2	3,6	3,3	3,4	3,2	3,0
P/S	2,5	3,0	1,9	3,2	3,5	3,3	3,0	2,8
EV/Liikevaihto	2,4	2,9	1,8	3,1	3,3	3,1	2,9	2,7
EV/EBITDA	7,8	9,3	6,4	11,1	11,4	11,0	10,1	9,2
EV/EBIT	9,4	11,6	8,2	14,2	14,6	14,0	12,4	11,8
Osinko/tulos (%)	57,8 %	105,3 %	92,8 %	83,2 %	82,5 %	79,2 %	72,4 %	72,5 %
Osinkotuotto-%	4,8 %	4,3 %	7,1 %	4,5 %	4,3 %	4,2 %	4,5 %	4,8 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

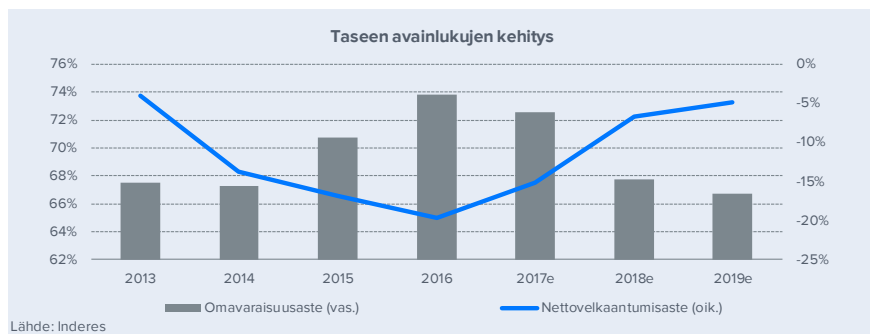


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	615	600	690	784	954
Liikearvo	73	79	87	87	87
Aineettomat oikeudet	20	19	37	59	60
Käyttöomaisuus	503	485	542	615	784
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	1	1	1
Muut pitkäaikaiset varat	10	9	10	10	10
Laskennalliset verosaamiset	9	8	12	12	12
Vaihtuvat vastaavat	1182	1155	1286	1319	1449
Varastot	288	271	304	330	362
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	453	454	469	518	569
Likvidit varat	440	429	513	471	518
Taseen loppusumma	1797	1755	1976	2103	2404

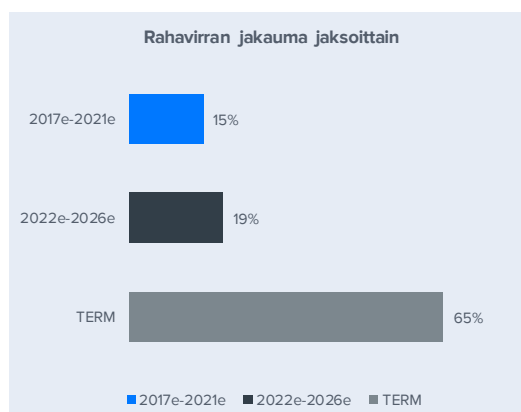
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	1209	1242	1458	1526	1629
Osakepääoma	25	25	25	25	25
Kertyneet voittovarot	1115	1429	1526	1593	1697
Omat osakkeet	-9	-9	-10	-10	-10
Uudelleenarvostusrahasto	-104	-386	-264	-264	-264
Muu oma pääoma	181	181	181	181	181
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	307	228	189	273	408
Laskennalliset verovelat	27	26	51	51	51
Varaukset	0	1	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	275	200	137	221	357
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	5	2	1	1	1
Lyhytaikaiset velat	282	285	329	304	366
Lainat rahoituslaitoksilta	0	20	89	18	52
Lyhytaikaiset korottomat velat	260	262	236	283	311
Muut lyhytaikaiset velat	22	3	4	4	4
Taseen loppusumma	1797	1755	1976	2103	2404



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	310,5	351,2	407,2	431,2	466,4	502,5	527,6	548,8	570,7	562,3	576,3	
+ Kokonaispoistot	84,7	95,3	95,0	118,8	133,0	135,4	134,6	134,0	133,4	132,9	132,5	
- Maksetut verot	-26,9	-66,6	-75,5	-80,0	-86,7	-97,4	-103,2	-108,4	-113,4	-112,0	-115,1	
- verot rahoituskuluista	-16,7	-21,2	-20,9	-20,9	-20,9	-4,3	-3,7	-2,8	-2,5	-2,5	-2,5	
+ verot rahoitustuotoista	14,9	19,5	19,0	19,0	19,0	1,3	1,3	1,5	1,7	2,1	2,4	
- Käyttöpääoman muutos	-73,2	-28,3	-56,0	-31,9	-28,5	-61,3	-37,1	-31,2	-32,4	-25,3	-21,7	
Operatiivinen kassavirta	293,3	349,8	368,8	436,2	482,2	476,0	519,6	541,8	557,5	557,5	571,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-169,0	-190,0	-265,0	-220,0	-150,0	-130,0	-130,0	-130,0	-130,0	-130,0	-133,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	122,8	159,8	103,8	216,2	332,2	346,0	389,6	411,8	427,5	427,5	438,3	
+/- 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	122,8	159,8	103,8	216,2	332,2	346,0	389,6	411,8	427,5	427,5	438,3	8187,7
Diskontattu vapaa kassavirta		151,9	91,3	176,2	250,7	241,8	252,1	246,8	237,3	219,7	208,6	3896,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	5973,2	5821,3	5729,9	5553,8	5303,0	5061,2	4809,1	4562,3	4325,0	4105,3	3896,7	
Velaton arvo DCF	5973,2											
- Korolliset velat		-225,8										
+ Rahavarat		513,2										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-207,9										
Oman pääoman arvo DCF	6052,7											
Oman pääoman arvo DCF per osake	44,34											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	19,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,05
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,0 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	1389,1	1360,1	1391,1	1569,8	1725,3
EBITDA	398,6	378,5	395,2	446,5	502,2
EBITDA-marginaali (%)	28,7	27,8	28,4	28,4	29,1
EBIT	308,8	295,9	310,5	351,2	407,2
Voitto ennen veroja	261,3	274,1	298,8	342,2	397,2
Nettovoitto	208,5	240,6	251,9	275,6	321,7
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	1797,1	1754,9	1975,7	2102,8	2403,5
Oma pääoma	1208,5	1241,6	1458,4	1526,1	1629,5
Liikearvo	73,3	79,2	86,5	86,5	86,5
Korolliset velat	274,7	219,6	225,8	238,9	408,3

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	398,6	378,5	395,2	446,5	502,2
Nettokäyttöpääoman muutos	117,7	-0,6	-73,2	-28,3	-56,0
Operatiivinen kassavirta	444,2	342,3	293,3	349,8	368,8
Vapaa kassavirta	539,8	270,6	122,8	159,8	103,8

Yhtiökuvaus
 Nokian Renkaat keskittyy ainoana rengasvalmistajana maailmassa tuotteisiin ja palveluihin, jotka helpottavat ihmisten turvallista liikkumista pohjoisissa olosuhteissa. Innovatiivisia renkaita henkilö- ja kuorma-autoihin sekä raskaisiin työkoneisiin markkinoidaan pääosin alueilla, joissa on lunta, metsää ja vuodenaikojen vaihtelusta johtuvat vaativat ajo-olosuhteet. Nokian Renkaat omistaa Vianor-rengasketjun, johon kuuluu yli 1 400 myyntipistettä 27 maassa.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	1,56	1,80	1,85	2,02	2,35
EPS oikaistu	1,56	1,80	1,85	2,02	2,35
Operat. kassavirta per osake	3,33	2,56	2,16	2,56	2,69
Tasearvo per osake	9,05	9,30	10,73	11,18	11,89
Osinko per osake	1,45	1,50	1,53	1,60	1,70
Voitonjako, %	93	83	83	79	72
Osinkotuotto, %	7,1	4,5	4,3	4,2	4,5

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	13,0	18,4	19,1	18,7	16,0
P/B	2,2	3,6	3,3	3,4	3,2
P/Liikevaihto	1,9	3,2	3,5	3,3	3,0
P/CF	6,1	12,9	16,4	14,8	14,0
EV/Liikevaihto	1,8	3,1	3,3	3,1	2,9
EV/EBITDA	6,4	11,1	11,4	11,0	10,1
EV/EBIT	8,2	14,2	14,6	14,0	12,4

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Bridgestone	14,7 %
Varma	2,8 %
Ilmarinen	2,1 %
Odin Norden	0,8 %
Valtion Eläkerahasto	0,6 %
Schweizerische Nationalbank	0,6 %

Suosituksistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
15.5.2015	Vähennä	30,00 €	31,35 €
12.8.2015	Lisää	30,00 €	27,60 €
30.10.2015	Vähennä	34,00 €	33,86 €
18.11.2015	Vähennä	34,00 €	33,60 €
5.2.2016	Myy	30,00 €	33,90 €
29.2.2016	Vähennä	30,00 €	30,40 €
12.5.2016	Vähennä	30,00 €	31,81 €
9.8.2016	Vähennä	32,00 €	32,88 €
1.11.2016	Lisää	36,00 €	32,80 €
1.1.2017	Lisää	38,00 €	35,43 €
2.2.2017	Lisää	39,00 €	36,63 €
20.3.2017	Vähennä	39,00 €	39,18 €
4.5.2017	Lisää	41,00 €	37,81 €

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 esittäjensä 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 esittäjensä 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 sijoitusuusituksia 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 omistuosuuksia 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/>