

## Hyvää suorituskykyä erityisesti palveluissa

Toistamme Q1'17-tuloksen jälkeen aikaisemman lisää-suosituksemme Technopolikselle ja tarkistamme nousseiden tulosennusteidemme myötä tavoitehintamme 3,50 euroon (aik. 3,40e). Technopoliksen Q1-raportti oli operatiivisesti odotustemme mukainen ja mielestämme kokonaisuutena positiivinen. Nykyisellä tuottotasolla osakkeelle voidaan mielestämme hyväksyä hieman aikaisempaa korkeampi arvostustaso.

### Q1-kasvu oli odotetun vahvaa

Technopoliksen Q1-liikevaihto kasvoi 7,8 %, käyttökate 7,7 % ja operatiivinen tulos 14,6 %. Luvut olivat pitkälti odotustemme mukaisia. Kasvun taustalla olivat palveluliiketoiminnan kasvu, yhtiön laajennushankkeet sekä vuokrausasteen vahvistuminen. Taloudellinen vuokrausaste vahvistui selvästi vertailukauden 92,5 prosentista ja hieman edelliskvartaalin 93,4 prosentista 93,5 prosenttiin. Vuokrausasteet nousivat erityisesti Suomen kiinteistöissä. Kannattavuutta tukivat osaltaan vertailukaudesta pienentyneet kiinteistöjen hoitokulut.

### Positiivista Q1-raportissa oli erityisesti palveluliiketoiminta

Positiivista Q1-raportissa oli erityisesti palveluliiketoiminta, joka kasvoi 15,9 % vertailukaudesta 6,0 MEUR:oon ylittäen hieman 5,4 MEUR:n ennustemme. Myös palveluliiketoiminnan kannattavuus vahvistui 11,7 %:n EBITDA-marginaaliin vertailukauden 7,9 %:ista. Palveluiden osuus yhtiön liikevaihdosta nousi 13,5 %:iin vertailukauden 12,6 %:ista. Yhtiön strategisena tavoitteena on nostaa palveluliiketoiminnan osuus 15 %:iin liikevaihdosta vuoteen 2020 mennessä ja yhtiö on selvästi matkalla kohti tätä tavoitetta.

### Kasvun fokus nyt orgaanisessa kasvussa ja palveluiden kasvussa

Toimitusjohtaja Keith Silverang kertoi Q1-webcastissa yhtiön jatkavan edelleen pienempien, heikosti kehittyvien ja strategiaan huonosti sopivien kiinteistöjen divestointeja Suomessa ja mainitsi mahdollisiksi kohteiksi mm. Oulun ja Jyväskylän. Yhtiö pyrkii kasvamaan jatkossa lähinnä orgaanisilla kasvuhankkeilla sekä palveluliiketoiminnan kasvulla. Valitut yrityskaupat ovat Silverangin mukaan myös mahdollisia, mutta vain jos ne täyttävät sijoituskriteerit ja niiden EPS- ja NAVPS-vaikutukset ovat positiivisia.

### Nykyisellä tuottotasolla osakkeelle voidaan hyväksyä korkeampi arvostustaso

Technopolis odotetusti toisti aikaisemman 2017 ohjeistuksensa Q1-raportissa. Olemme tarkistaneet Q1-raportin myötä aikaisempia Technopoliksen lähivuosien ennusteitamme ylöspäin. Odotamme vuodelta 2017 edelleen 0,37 euron hybridilainan koroilla oikaistua operatiivisia osakekohtaisia tulosta (2016: 0,36 euroa) ja vuodelta 2018 0,37 euron vastaavaa osakekohtaista tulosta (aik. ennuste 0,34e). Oman pääoman tuottoennustemme nousivat noin 8 %:iin vuosina 2017-2018 (aik. n. 7,5 %). Korkeamman tuottotason takia osakkeelle voidaan mielestämme hyväksyä aikaisempaa korkeampi NAV-perusteinen arvostustaso. Technopoliksen osake arvostetaan tällä hetkellä noin 24 % alle NAV:in mikä on aavistuksen alle yhtiön oman pitkän aikavälin historiallisen arvostustason (noin 23 % alle NAV), mutta selvästi suorien verrokkien keskimääräisen tason alapuolella. Technopoliksen ennustamallamme lähivuosien suhteellisen vahvalla 8,0 %:n oman pääoman tuottotasolla sekä arvioimallamme 9-10 %:n oman pääoman tuottovaatimuksella pidämme tälle hetkellä noin 18 %:n (aik. 20 %:n) NAV-alennusta perusteltuna arvostustasona osakkeelle.

#### 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                    | 171         | 89          | 52,2 %       | 64                           | 0,46   | 0,17    | 7,7         | 14,2                     | 14,8 | 8,0 | 4,6 %   |
| 2016                    | 172         | 89          | 51,5 %       | 64                           | 0,36   | 0,12    | 7,9         | 14,7                     | 15,4 | 8,7 | 3,8 %   |
| 2017e                   | 180         | 96          | 53,3 %       | 71                           | 0,37   | 0,12    | 8,0         | 14,3                     | 14,9 | 8,8 | 3,7 %   |
| 2018e                   | 184         | 97          | 53,0 %       | 72                           | 0,37   | 0,12    | 8,3         | 14,9                     | 15,7 | 8,7 | 3,7 %   |
| 2019e                   | 190         | 103         | 54,1 %       | 72                           | 0,37   | 0,12    | 8,2         | 14,4                     | 15,2 | 8,8 | 3,7 %   |
| Markkina-arvo, MEUR     |             |             | 506          | OPO / osake 2017e, EUR       |        |         | 4,67        | CAGR EPS, 2016-2019, %   |      |     | 1 %     |
| Nettovelka 2017e, MEUR  |             |             | 924          | P/B 2017e                    |        |         | 0,7         | CAGR kasvu, 2016-2019, % |      |     | 3 %     |
| Yritysarvo (EV), MEUR   |             |             | 1431         | Nettovelkaisuusaste 2017e, % |        |         | 126,3 %     | ROE 2017e, %             |      |     | 8,1 %   |
| Taseen koko 2017e, MEUR |             |             | 1778         | Omavaraisuusaste 2017e, %    |        |         | 41,2 %      | ROCE 2017e, %            |      |     | 5,7 %   |

### Analyytikko

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



### Suositus

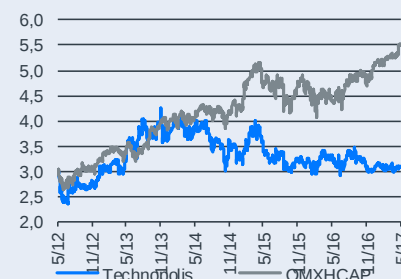
Lisää



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 3,50 EUR

Edellinen: 3,40



Lähde: Bloomberg

Edellinen päätös 3,23 EUR

12 kk vaihteluväli 2,92-3,48 EUR

Potentiaali 8,4 %

### Ohjeistus

Technopolis arvioi liikevaihdon ja käyttökateen nousevan vuodesta 2016 olettaen sijoituskiinteistökannan ja valuuttakurssien säilyvän nykyisellään.

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

## Ennustetaulukko

| 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          | 41,1     | 44,3       | 45,4    | 44,4      | 43,9      | 45,7   | -2 %             | 179,5   |
| Käyttökate           | 21,9     | 23,6       | 23,6    | 23,6      | 22,4      | 24,4   | 0 %              | 99,8    |
| Operatiivinen tulos  | 12,3     | 14,1       | 14,7    | 14,7      | 13,7      | 15,7   | -4 %             | 57,4    |
| EPS, operatiivinen   | 0,10     | 0,09       | 0,09    | 0,09      | 0,09      | 0,10   | 0 %              | 0,37    |
| Osinko/osake         |          |            |         |           |           |        |                  | 0,12    |
| Liikevaihdon kasvu-% | 0,0 %    | 7,8 %      | 10,5 %  | 8,0 %     | 7 %       | 11,2 % | -2,7 %-yks.      | 4,3 %   |
| Käyttökate-%         | 53,3 %   | 53,3 %     | 52,0 %  | 53,2 %    | 51,0 %    | 53,4 % | 1,3 %-yks.       | 55,6 %  |

Lähde: Inderes & Inquiry Financial (konsensus)

## Ennustemuutokset

| Ennustemuutokset               | 2017e | 2017e | Muutos | 2018e | 2018e | Muutos | 2019e | 2019e | Muutos |
|--------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR                     | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      |
| Liikevaihto                    | 180   | 180   | -1 %   | 183   | 184   | 1 %    | 189   | 190   | 0 %    |
| Käyttökate                     | 99,7  | 99,8  | 0 %    | 101,4 | 102,6 | 1 %    | 107,1 | 108,2 | 1 %    |
| Liikevoitto ilman kertaeriä    | 95,7  | 95,7  | 0 %    | 96,2  | 97,5  | 1 %    | 101,7 | 102,8 | 1 %    |
| Liikevoitto                    | 95,7  | 95,7  | 0 %    | 96,2  | 97,5  | 1 %    | 101,7 | 102,8 | 1 %    |
| Tulos ennen veroja             | 70,9  | 70,8  | 0 %    | 66,6  | 71,9  | 8 %    | 69,9  | 72,3  | 3 %    |
| EPS (hybridilainan korot oik.) | 0,37  | 0,37  | 0 %    | 0,34  | 0,37  | 9 %    | 0,34  | 0,37  | 8 %    |
| Osakekohtainen osinko          | 0,12  | 0,12  | 0 %    | 0,12  | 0,12  | 0 %    | 0,12  | 0,12  | 0 %    |

Lähde: Inderes

**Liikevaihto ja EBITDA ennusteet Technopolis**

|                                                | 2016        |             |             |             | 2017e       |             |             |             |
|------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                                                | Q1          | Q2          | Q3          | Q4          | Q1          | Q2e         | Q3e         | Q4e         |
| Vuokrattava pinta-ala, miljoona m <sup>2</sup> | 0,743       | 0,740       | 0,778       | 0,746       | 0,752       | 0,752       | 0,752       | 0,752       |
| Taloudellinen vuokrausaste                     | 92,5%       | 93,4%       | 92,7%       | 93,4%       | 93,5%       | 93,5%       | 94,0%       | 94,0%       |
| Kesk. kuukausivuokra (EUR/m <sup>2</sup> )     | 17,4        | 18,0        | 17,6        | 18,3        | 18,2        | 18,4        | 18,5        | 18,5        |
| <b>Vuokratuotot</b>                            | <b>35,8</b> | <b>37,4</b> | <b>38,1</b> | <b>38,2</b> | <b>38,3</b> | <b>38,8</b> | <b>39,2</b> | <b>39,2</b> |
| Palvelutuotot                                  | 5,2         | 5,8         | 4,9         | 6,5         | 6,0         | 5,8         | 5,9         | 6,4         |
| Palvelutuotto-% liikevaihdosta                 | 13 %        | 13 %        | 11 %        | 15 %        | 14 %        | 13 %        | 13 %        | 14 %        |
| <b>Liikevaihto yhteensä</b>                    | <b>41,1</b> | <b>43,2</b> | <b>43,0</b> | <b>44,7</b> | <b>44,3</b> | <b>44,6</b> | <b>45,1</b> | <b>45,6</b> |
| Kiinteistöjen hoitokulut                       | -10,4       | -9,2        | -9,0        | -10,9       | -10,1       | -9,3        | -8,7        | -11,0       |
| Hoitokulut per neliö kk (EUR/m <sup>2</sup> )  | -4,67       | -4,14       | -3,86       | -4,87       | -4,48       | -4,14       | -3,86       | -4,87       |
| Kiinteät kulut                                 | -10,6       | -10,5       | -8,7        | -11,4       | -10,6       | -10,0       | -9,0        | -11,0       |
| <b>EBITDA</b>                                  | <b>20,1</b> | <b>23,5</b> | <b>25,3</b> | <b>22,4</b> | <b>23,6</b> | <b>25,3</b> | <b>27,4</b> | <b>23,6</b> |

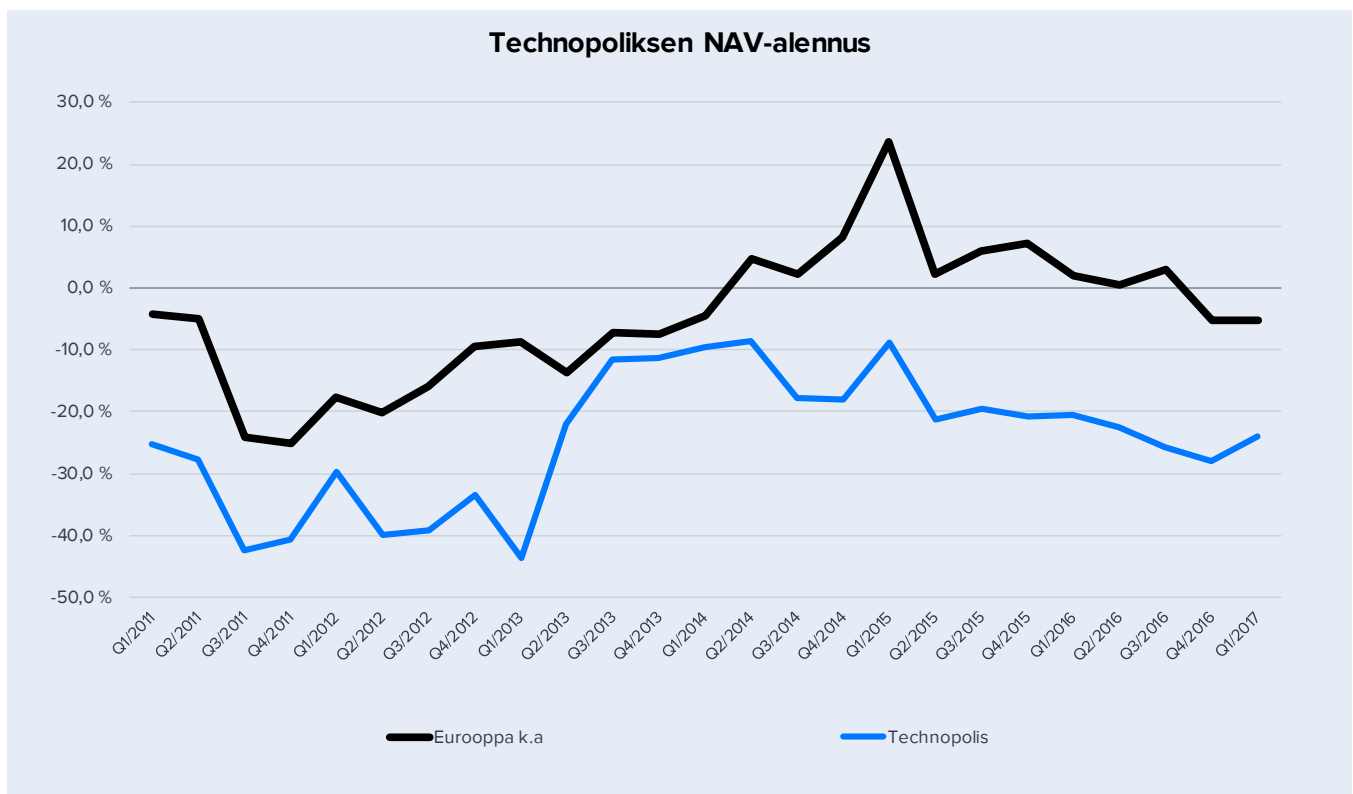
Huomio: Ylläolevassa ennustemallissa esitetyt historialliset luvut eivät välttämättä ole vertailukelpoisia yhtiön raportointien historiallukujen kanssa.

## 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        |
| Hufvudstaden                  | 141,00      | 3151          | 3726        | 23,0         | 25,8         | 26,7         | 25,6         | 19,0           | 18,3         | 30,8         | 28,1         | 2,5            | 2,5        | 1,1          |
| Fabege                        | 154,60      | 2663          | 4987        | 35,3         | 27,7         | 31,5         | 28,2         | 21,7           | 20,0         | 28,7         | 24,5         | 2,8            | 2,9        | 1,0          |
| Klövern                       | 9,34        | 1377          | 3872        | 17,8         | 18,2         | 18,5         | 18,3         | 11,6           | 11,5         | 11,6         | 10,8         | 4,7            | 4,9        | 0,6          |
| Sponda                        | 4,17        | 1417          | 3268        | 19,4         | 18,3         | 19,5         | 18,2         | 12,6           | 12,1         | 12,4         | 11,5         | 4,7            | 4,7        | 0,8          |
| Wihlborgs                     | 175,60      | 1395          | 3210        | 19,2         | 18,4         | 19,9         | 19,0         | 14,3           | 13,7         | 12,6         | 11,9         | 3,5            | 3,7        | 1,1          |
| <b>Technopolis (Inderes)</b>  | <b>3,23</b> | <b>506</b>    | <b>1431</b> | <b>14,9</b>  | <b>15,7</b>  | <b>14,3</b>  | <b>14,9</b>  | <b>8,0</b>     | <b>8,3</b>   | <b>8,8</b>   | <b>8,7</b>   | <b>3,7</b>     | <b>3,7</b> | <b>0,7</b>   |
| <b>Keskiarvo</b>              |             |               |             | <b>23,0</b>  | <b>21,7</b>  | <b>23,2</b>  | <b>21,9</b>  | <b>15,9</b>    | <b>15,1</b>  | <b>19,2</b>  | <b>17,3</b>  | <b>3,6</b>     | <b>3,8</b> | <b>0,9</b>   |
| <b>Mediaani</b>               |             |               |             | <b>19,4</b>  | <b>18,4</b>  | <b>19,9</b>  | <b>19,0</b>  | <b>14,3</b>    | <b>13,7</b>  | <b>12,6</b>  | <b>11,9</b>  | <b>3,5</b>     | <b>3,7</b> | <b>1,0</b>   |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b> |             |               |             | <b>-23 %</b> | <b>-14 %</b> | <b>-28 %</b> | <b>-21 %</b> | <b>-44 %</b>   | <b>-39 %</b> | <b>-30 %</b> | <b>-26 %</b> | <b>6 %</b>     | <b>0 %</b> | <b>-32 %</b> |

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

## Arvostus NAV:iin

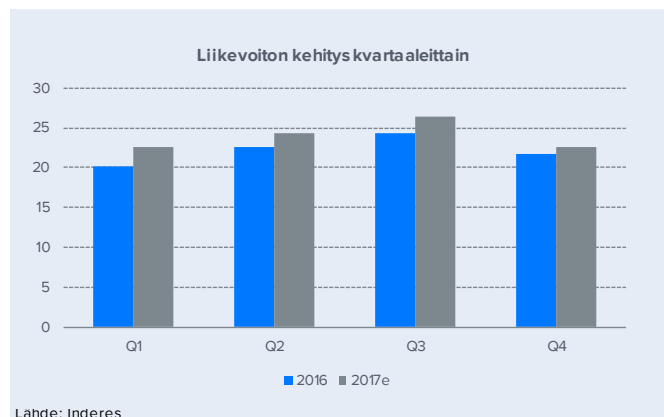


## Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

| Tuloskehitys kvartaalitasolla       | 2015         | Q1'16       | Q2'16       | Q3'16       | Q4'16       | 2016         | Q1'17       | Q2'17e      | Q3'17e      | Q4'17e      | 2017e        | 2018e        | 2019e        |
|-------------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Liikevaihto</b>                  | <b>170,6</b> | <b>41,1</b> | <b>43,2</b> | <b>44,6</b> | <b>43,2</b> | <b>172,1</b> | <b>44,3</b> | <b>44,6</b> | <b>45,1</b> | <b>45,6</b> | <b>179,5</b> | <b>183,9</b> | <b>189,9</b> |
| <i>Technopolis</i>                  | <i>170,6</i> | <i>41,1</i> | <i>43,2</i> | <i>44,6</i> | <i>43,2</i> | <i>172,1</i> | <i>44,3</i> | <i>44,6</i> | <i>45,1</i> | <i>45,6</i> | <i>179,5</i> | <i>183,9</i> | <i>189,9</i> |
| <b>Käyttökate</b>                   | <b>93,0</b>  | <b>21,1</b> | <b>23,4</b> | <b>25,3</b> | <b>22,8</b> | <b>92,6</b>  | <b>23,6</b> | <b>25,3</b> | <b>27,4</b> | <b>23,6</b> | <b>99,8</b>  | <b>102,6</b> | <b>108,2</b> |
| Poistot ja arvonalennukset          | -3,9         | -1,0        | -0,9        | -1,0        | -1,1        | -4,0         | -1,1        | -1,0        | -1,0        | -1,0        | -4,1         | -5,2         | -5,4         |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>  | <b>89,1</b>  | <b>20,1</b> | <b>22,5</b> | <b>24,3</b> | <b>21,7</b> | <b>88,6</b>  | <b>22,5</b> | <b>24,3</b> | <b>26,4</b> | <b>22,6</b> | <b>95,7</b>  | <b>97,5</b>  | <b>102,8</b> |
| <b>Operatiivinen liikevoitto</b>    | <b>89,1</b>  | <b>20,1</b> | <b>22,5</b> | <b>24,3</b> | <b>21,7</b> | <b>88,6</b>  | <b>22,5</b> | <b>24,3</b> | <b>26,4</b> | <b>22,6</b> | <b>95,7</b>  | <b>97,5</b>  | <b>102,8</b> |
| <i>Technopolis</i>                  | <i>89,1</i>  | <i>20,1</i> | <i>22,5</i> | <i>24,3</i> | <i>21,7</i> | <i>88,6</i>  | <i>22,5</i> | <i>24,3</i> | <i>26,4</i> | <i>22,6</i> | <i>95,7</i>  | <i>97,5</i>  | <i>102,8</i> |
| Nettorahoituskulut                  | -24,9        | -5,3        | -5,9        | -6,9        | -6,2        | -24,3        | -6,3        | -6,2        | -6,2        | -6,2        | -24,9        | -25,6        | -30,5        |
| <b>Tulos ennen veroja</b>           | <b>64,2</b>  | <b>14,8</b> | <b>16,6</b> | <b>17,4</b> | <b>15,5</b> | <b>64,3</b>  | <b>16,2</b> | <b>18,1</b> | <b>20,2</b> | <b>16,4</b> | <b>70,8</b>  | <b>71,9</b>  | <b>72,3</b>  |
| Verot                               | -3,5         | -0,7        | -1,7        | -2,5        | -1,0        | -5,9         | -0,5        | -1,3        | -1,4        | -1,1        | -4,3         | -5,7         | -6,5         |
| Vähemmistöosuudet                   | -5,7         | -1,8        | -0,9        | -1,2        | -1,8        | -5,7         | -1,6        | -0,6        | -0,6        | -0,6        | -3,5         | -2,5         | -2,5         |
| <b>Operatiivinen tulos</b>          | <b>49,4</b>  | <b>12,3</b> | <b>14,0</b> | <b>13,7</b> | <b>7,1</b>  | <b>47,1</b>  | <b>14,1</b> | <b>16,2</b> | <b>18,1</b> | <b>9,0</b>  | <b>57,4</b>  | <b>58,0</b>  | <b>57,7</b>  |
| <b>Operatiivinen EPS (oikaistu)</b> | <b>0,46</b>  | <b>-</b>    | <b>-</b>    | <b>-</b>    | <b>-</b>    | <b>0,36</b>  | <b>0,09</b> | <b>0,10</b> | <b>0,12</b> | <b>0,06</b> | <b>0,37</b>  | <b>0,37</b>  | <b>0,37</b>  |

| 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>          | 5,5 %  | -0,2 % | -9,8 %  | 12,1 % | 3,6 %  | 0,9 %  | 7,8 %  | 3,2 %  | 1,0 %  | 5,5 %  | 4,3 %  | 2,4 %  | 3,2 %  |
| <i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i> | 6,7 %  | -4,7 % | -17,0 % | 19,1 % | 5,9 %  | -0,6 % | 11,9 % | 7,8 %  | 8,5 %  | 4,2 %  | 8,0 %  | 1,8 %  | 5,5 %  |
| <i>Käyttökate-%</i>                  | 54,5 % | 51,3 % | 54,2 %  | 56,7 % | 52,8 % | 53,8 % | 53,3 % | 56,6 % | 60,7 % | 51,8 % | 55,6 % | 55,8 % | 57,0 % |
| <i>Oikaistu liikevoitto-%</i>        | 52,2 % | 48,9 % | 52,1 %  | 54,5 % | 50,2 % | 51,5 % | 50,8 % | 54,4 % | 58,5 % | 49,6 % | 53,3 % | 53,0 % | 54,1 % |
| <i>Nettotulos-%</i>                  | 29,0 % | 29,9 % | 32,4 %  | 30,7 % | 16,4 % | 27,4 % | 31,8 % | 36,3 % | 40,2 % | 19,8 % | 32,0 % | 31,5 % | 30,4 % |

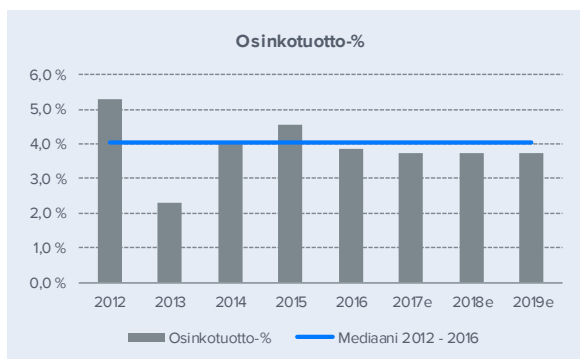
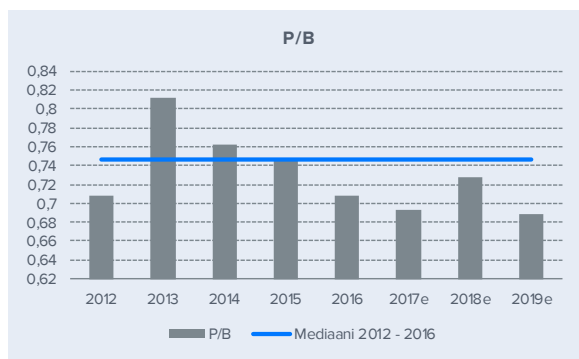
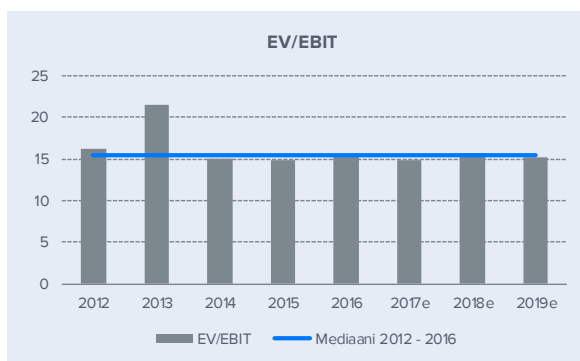
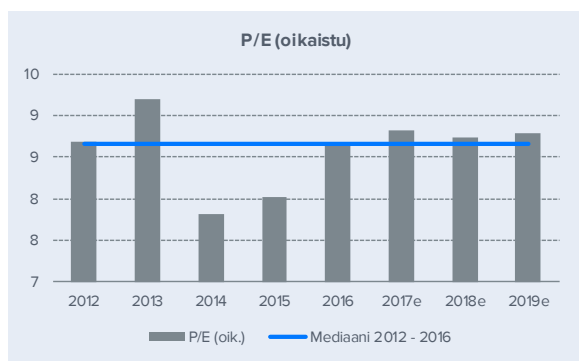
Lähde: Inderes



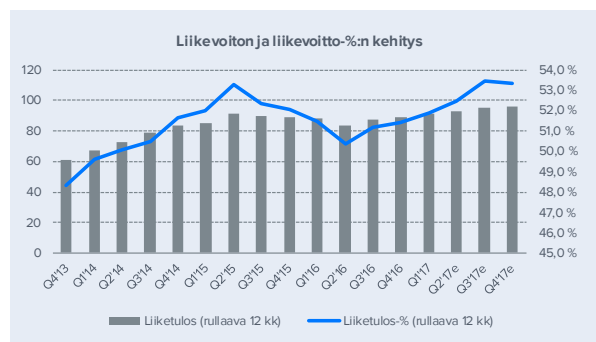
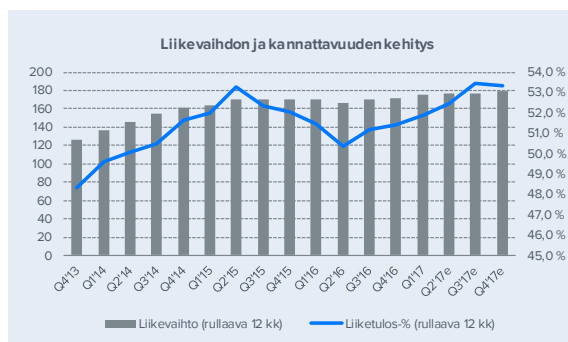
## Arvostus

| Arvostustaso     | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017e  | 2018e  | 2019e  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi      | 3,77   | 4,35   | 3,70   | 3,73   | 3,13   | 3,23   | 3,23   | 3,23   |
| Markkina-arvo    | 264    | 462    | 393    | 396    | 491    | 506    | 506    | 506    |
| Yritysarvo (EV)  | 868    | 1315   | 1253   | 1321   | 1365   | 1431   | 1534   | 1562   |
| P/E (oik.)       | 8,7    | 9,2    | 7,8    | 8,0    | 8,7    | 8,8    | 8,7    | 8,8    |
| P/E              | 8,9    | 9,2    | 7,8    | 8,0    | 8,7    | 8,8    | 8,7    | 8,8    |
| P/Kassavirta     | -4,2   | -1,2   | 3,4    | -51,1  | -14,6  | 37,9   | 31,8   | 24,6   |
| P/B              | 0,7    | 0,8    | 0,8    | 0,7    | 0,7    | 0,7    | 0,7    | 0,7    |
| P/S              | 2,5    | 3,7    | 2,4    | 2,3    | 2,9    | 2,8    | 2,8    | 2,7    |
| EV/Liikevaihto   | 8,1    | 10,4   | 7,7    | 7,7    | 7,9    | 8,0    | 8,3    | 8,2    |
| EV/EBITDA        | 15,7   | 20,6   | 14,4   | 14,2   | 14,7   | 14,3   | 14,9   | 14,4   |
| EV/EBIT          | 16,3   | 21,6   | 15,0   | 14,8   | 15,4   | 14,9   | 15,7   | 15,2   |
| Osinko/tulos (%) | 47,0 % | 26,2 % | 31,7 % | 36,6 % | 39,9 % | 32,8 % | 32,4 % | 32,6 % |
| Osinkotuotto-%   | 5,3 %  | 2,3 %  | 4,1 %  | 4,6 %  | 3,8 %  | 3,7 %  | 3,7 %  | 3,7 %  |

Lähde: Inderes



## Tulostrendi (rullaava 12 kk)

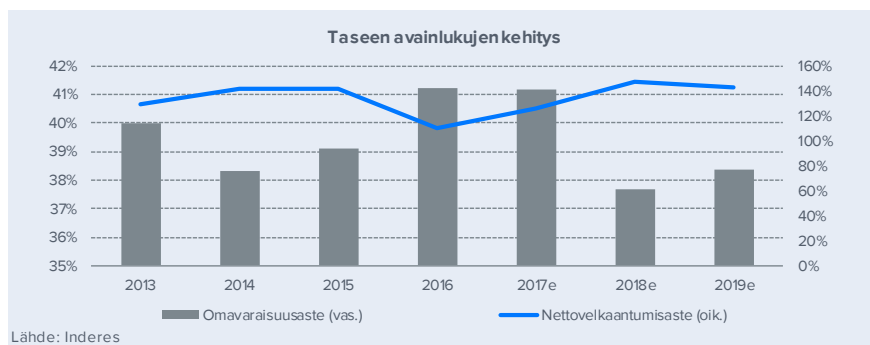


## Tase ja kassavirtalaskelma

### Tase

| Vastaavaa (MEUR)               | 2014        | 2015        | 2016        | 2017e       | 2018e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>1460</b> | <b>1507</b> | <b>1685</b> | <b>1757</b> | <b>1827</b> |
| Liikearvo                      | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| Aineettomat oikeudet           | 7           | 5           | 6           | 6           | 6           |
| Käyttöomaisuus                 | 1424        | 1478        | 1657        | 1727        | 1797        |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| Muut sijoitukset               | 11          | 7           | 7           | 7           | 7           |
| Muut pitkäaikaiset varat       | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| Laskennalliset verosaamiset    | 18          | 16          | 17          | 17          | 17          |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>43</b>   | <b>56</b>   | <b>140</b>  | <b>21</b>   | <b>21</b>   |
| Varastot                       | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 15          | 56          | 12          | 12          | 12          |
| Myyntisaamiset                 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| Likvidit varat                 | 28          | 0           | 128         | 9           | 9           |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>1503</b> | <b>1562</b> | <b>1825</b> | <b>1778</b> | <b>1848</b> |

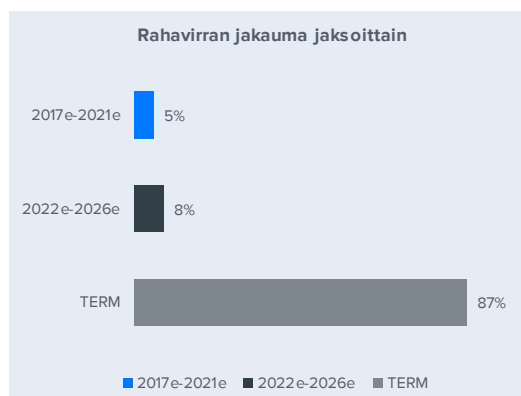
| Vastattavaa (MEUR)             | 2014        | 2015        | 2016        | 2017e       | 2018e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>516</b>  | <b>531</b>  | <b>693</b>  | <b>731</b>  | <b>696</b>  |
| Osakepääoma                    | 97          | 97          | 97          | 97          | 97          |
| Kertyneet voittovarot          | 142         | 166         | 191         | 229         | 269         |
| Omat osakkeet                  | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| Uudelleenarvostusrahasto       | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| Muu oma pääoma                 | 277         | 268         | 405         | 405         | 331         |
| Vähemmistöosuus                | 60          | 80          | 60          | 0           | 0           |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>695</b>  | <b>760</b>  | <b>867</b>  | <b>917</b>  | <b>1014</b> |
| Laskennalliset verovelat       | 35          | 34          | 38          | 38          | 38          |
| Varaukset                      | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 660         | 727         | 826         | 879         | 976         |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 0           | 0           | 3           | 0           | 0           |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>232</b>  | <b>191</b>  | <b>206</b>  | <b>129</b>  | <b>137</b>  |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 182         | 139         | 134         | 54          | 60          |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 50          | 52          | 72          | 75          | 77          |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>1503</b> | <b>1562</b> | <b>1825</b> | <b>1778</b> | <b>1848</b> |



### DCF-laskelma

| Kassavirtalaskelma (MEUR)                      | 2016         | 2017e         | 2018e         | 2019e         | 2020e         | 2021e         | 2022e         | 2023e         | 2024e         | 2025e         | 2026e         | TERM          |
|------------------------------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Liikevoitto</b>                             | <b>88,6</b>  | <b>95,7</b>   | <b>97,5</b>   | <b>102,8</b>  | <b>106,0</b>  | <b>111,2</b>  | <b>113,6</b>  | <b>116,0</b>  | <b>118,4</b>  | <b>119,6</b>  | <b>123,2</b>  |               |
| + Kokonaispoistot                              | 4,0          | 4,1           | 5,2           | 5,4           | 4,7           | 4,8           | 5,0           | 5,2           | 5,4           | 5,5           | 5,7           |               |
| - Maksetut verot                               | -2,4         | -4,3          | -5,7          | -6,5          | -9,3          | -9,4          | -10,3         | -11,2         | -11,4         | -11,5         | -11,9         |               |
| - verot rahoituskuluista                       | -2,2         | -1,5          | -2,0          | -2,7          | -4,5          | -5,1          | -5,6          | -6,2          | -6,3          | -6,5          | -6,6          |               |
| + 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                         | 63,6         | 3,2           | 1,8           | 2,5           | 0,4           | 3,2           | 3,3           | 3,4           | 3,6           | 2,8           | 2,9           |               |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>                | <b>151,6</b> | <b>97,2</b>   | <b>96,7</b>   | <b>101,4</b>  | <b>97,3</b>   | <b>104,8</b>  | <b>106,0</b>  | <b>107,2</b>  | <b>109,6</b>  | <b>110,0</b>  | <b>113,3</b>  |               |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.            | 2,6          | -2,6          | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0           |               |
| - Bruttoninvestoinnit                          | -182,1       | -75,6         | -75,2         | -75,2         | -75,0         | -75,3         | -75,3         | -75,3         | -75,3         | -75,2         | -42,8         |               |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>          | <b>-27,9</b> | <b>19,0</b>   | <b>21,5</b>   | <b>26,2</b>   | <b>22,3</b>   | <b>29,5</b>   | <b>30,7</b>   | <b>31,9</b>   | <b>34,3</b>   | <b>34,8</b>   | <b>70,5</b>   |               |
| +/- Muut                                       | -5,6         | -5,6          | -5,6          | -5,6          | -5,6          | -5,6          | -5,6          | -5,6          | -5,6          | -5,6          | -5,6          |               |
| Vapaa kassavirta                               | -33,5        | 13,4          | 15,9          | 20,6          | 16,7          | 23,9          | 25,1          | 26,3          | 28,7          | 29,2          | 64,9          | 2164,8        |
| Diskontattu vapaa kassavirta                   |              | 7,3           | 14,4          | 17,6          | 13,4          | 18,1          | 18,0          | 17,7          | 18,2          | 17,5          | 36,7          | 1223,0        |
| <b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b> |              | <b>1407,5</b> | <b>1394,7</b> | <b>1380,2</b> | <b>1362,6</b> | <b>1349,2</b> | <b>1331,1</b> | <b>1313,1</b> | <b>1295,3</b> | <b>1277,1</b> | <b>1259,6</b> | <b>1223,0</b> |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                        |              | <b>1407,5</b> |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| - Korolliset velat                             |              | -959,8        |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| + Rahavarat                                    |              | 128,0         |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| - Vähemmistöosuus                              |              | -0,2          |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| - Osinko/pääomapalautus                        |              | -18,8         |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>                   |              | <b>556,7</b>  |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>         |              | <b>3,55</b>   |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |

| Pääoman kustannus (WACC)            |        |
|-------------------------------------|--------|
| Vero-% (WACC)                       | 20,0 % |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E) | 60,0 % |
| Vieraan pääoman kustannus           | 5,0 %  |
| Yrityksen Beta                      | 1,10   |
| Markkinoiden riski-premio           | 4,75 % |
| Likviditeettipremio                 | 0,00 % |
| Riskiton korko                      | 4,0 %  |
| Oman pääoman kustannus              | 9,2 %  |
| Pääoman keskim. kustannus (WACC)    | 6,1 %  |



## Tiivistelmä

| Tuloslaskelma         | 2014  | 2015  | 2016  | 2017e | 2018e |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto           | 161,7 | 170,6 | 172,1 | 179,5 | 183,9 |
| EBITDA                | 87,3  | 93,0  | 92,6  | 99,8  | 102,6 |
| EBITDA-marginaali (%) | 54,0  | 54,5  | 53,8  | 55,6  | 55,8  |
| EBIT                  | 83,5  | 89,1  | 88,6  | 95,7  | 97,5  |
| Voitto ennen veroja   | 63,3  | 64,2  | 64,3  | 70,8  | 71,9  |
| Operatiivinen tulos   | 50,3  | 49,4  | 47,1  | 57,4  | 58,0  |
| Kertaluontoiset erät  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |

| Tase              | 2014   | 2015   | 2016   | 2017e  | 2018e  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Taseen loppusumma | 1502,9 | 1562,1 | 1825,1 | 1777,6 | 1847,8 |
| Oma pääoma        | 575,6  | 610,8  | 752,7  | 731,7  | 696,7  |
| Liikearvo         | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    |
| Korolliset velat  | 842,6  | 865,5  | 959,8  | 932,9  | 1036,3 |

| Kassavirta                | 2014  | 2015  | 2016  | 2017e | 2018e |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EBITDA                    | 87,3  | 93,0  | 92,6  | 99,8  | 102,6 |
| Nettokäyttöpääoman muutos | 11,0  | -38,9 | 63,6  | 3,2   | 1,8   |
| Operatiivinen kassavirta  | 93,1  | 50,3  | 151,6 | 97,2  | 96,7  |
| Vapaa kassavirta          | 115,5 | -7,8  | -33,5 | 13,4  | 15,9  |

| Osakekohtaiset luvut        | 2014 | 2015 | 2016 | 2017e | 2018e |
|-----------------------------|------|------|------|-------|-------|
| EPRA EPS raportoitu         | 0,53 | 0,52 | 0,40 | 0,40  | 0,41  |
| EPRA EPS oikaistu           | 0,47 | 0,46 | 0,36 | 0,37  | 0,37  |
| Operat. kassavirta per osak | 0,88 | 0,47 | 1,16 | 0,62  | 0,62  |
| Tasearvo per osake          | 4,86 | 5,00 | 5,32 | 4,67  | 4,44  |
| Osinko per osake            | 0,15 | 0,17 | 0,12 | 0,12  | 0,12  |
| Voitonjako, %               | 32   | 37   | 40   | 33    | 32    |
| Osinkotuotto, %             | 4,1  | 4,6  | 3,8  | 3,7   | 3,7   |

| Tunnusluvut    | 2014 | 2015 | 2016 | 2017e | 2018e |
|----------------|------|------|------|-------|-------|
| P/E            | 7,8  | 8,0  | 10,4 | 8,8   | 8,7   |
| P/B            | 0,8  | 0,7  | 0,7  | 0,7   | 0,7   |
| P/Liikevaihto  | 2,4  | 2,3  | 2,9  | 2,8   | 2,8   |
| P/CF           | 4,2  | 7,9  | 3,2  | 5,2   | 5,2   |
| EV/Liikevaihto | 7,7  | 7,7  | 7,9  | 8,0   | 8,3   |
| EV/EBITDA      | 14,4 | 14,2 | 14,7 | 14,3  | 14,9  |
| EV/EBIT        | 15,0 | 14,8 | 15,4 | 14,9  | 15,7  |

## Suositus historia, viimeiset 12 kk

| Päivämäärä | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 12.5.2015  | Vähennä  | 4,10 €  | 3,89 €      |
| 22.6.2015  | Vähennä  | 3,80 €  | 3,68 €      |
| 21.8.2015  | Vähennä  | 3,80 €  | 3,68 €      |
| 30.10.2015 | Vähennä  | 3,80 €  | 3,66 €      |
| 6.2.2016   | Vähennä  | 3,80 €  | 3,66 €      |
| 11.5.2016  | Vähennä  | 3,80 €  | 3,71 €      |
| 29.8.2016  | Vähennä  | 3,80 €  | 3,84 €      |
| 7.9.2016   | Vähennä  | 3,40 €  | 3,45 €      |
| 31.10.2016 | Lisää    | 3,40 €  | 3,17 €      |
| 5.2.2017   | Lisää    | 3,40 €  | 3,03 €      |
| 4.5.2017   | Lisää    | 3,50 €  | 3,23 €      |

## Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin 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 laatiineilla 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 laatieneen 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/>