

Tuloskasvua luvassa, mutta arvostus arveluttaa

Wärtsilän Q4-raportti tarjosi liikevaihtolukuja lukuun ottamatta neutraalia tai positiivista luettavaa. Tilaukertymän kasvu on hyvässä vauhdissa ja yhtiön markkinanäkymät ovat aiempaa positiivisemmat. Uskomme Wärtsilän pystyvän selvään marginaali-parannukseen 2018-2020 kulukarsintaohjelmien jälkeen ja Marine Solutionsin kapasiteetin käyttöasteen noustessa. Osake on kuitenkin vielä vuosien 2018-2019 kertoimilla melko hintava emmekä perusta suositustamme vuoden 2020 kertoimiinkaan, sillä uskomme Wärtsilän marginaalisykin saavuttavan huippunsa tuolloin. Perustellun nousuvaran puuttuessa säilytämme osakkeen vähennä-suosituksen ennusteidemme myötä hieman kohonneella 58,0 euron tavoitehinnalla. Samalla pidämme kuitenkin riskiä merkittävästä kurssilaskusta pienenä.

Q4:n tilaukset ja marginaalit hyvässä kasvussa

Q4-numeroissa myönteisesti yllättivät 1514 MEURn (+14 %) saadut tilaukset, joissa konsensusodotus oli varovainen 1420 MEUR. Erityisesti Servicesin tilauskasvu (+14 %) ylitti selvästi konsensusodotuksen (+2 %) ja myös Energy Solutionsissa (± 0 %) tilaukertymä ylitti konsensuksen 6 %:lla. Konsernin Q4-liikevaihto laski 7 % vuoden takaisesta jääden 5 % konsensuksesta ja peräti 16 % omasta ennusteestamme. Tämä johtui ennen kaikkea Marine Solutionsin liikevaihtoon 28 %:n laskusta vuoden takaisesta, sillä viime kvartaaleina saadut risteilijämoottoreiden tilaukset eivät ole vielä kypsyneet toimituksiksi. Oikaistu liikevoittomarginaali oli erinomaisella 16,8 %:n tasolla perustuen hyvään liiketoimintamixiin (palvelujen osuus kasvoi 41 %:sta 45 %:iin), vapautuneisiin takuuvarauksiin sekä leveällä rintamalla parantuneisiin marginaaleihin. Laskennallisen veroasteen jäätyä 22 %:iin osui oikaistu osakekohtainen tulos oman ja konsensusennusteen väliin. Osinkoehdotus (1,38 EUR) oli ennakkoarvioiden mukainen.

Kasvanutta optimismia 2018:lle, ennustemuutoksemme kuitenkin pieniä

Wärtsilän markkinakommentit 2018:lle olivat optimistisempia kuin vuosi sitten. Kysynnän arvellaan olevan hyvä (aiemmin: "vankka") Servicesissa ja Energy Solutionsissa ja vankka (aiemmin "vaimea") Marine Solutionsissa. Suhteessa Clarksonin ennusteisiin laivatilauksmarkkinaa koskeva kommentti on varovainen, mutta Wärtsilä sanoi tämän johtuvan yhtiölle tärkeän offshore-markkinan vaisuudesta, jonka ei odoteta korjaantuvan ennen vuotta 2019. Tulosennustemme vuodelle 2018 on laskenut 3 %:lla, mutta noussut 3 %:lla vuosille 2019 ja 2020 Marine Solutionsin liikevaihtoennusteiden muutosten myötä.

Arvostusmielessä rajatapaus, mutta vähennä-suosituksemme säilyy

Arvostus- ja suositusmielessä Wärtsilä on rajatapaus. Parin seuraavan vuoden ajan ennustettu tuloskasvu on ripeää ja esim. PEG-kerroin (P/E jaettuna tuloskasvulla) on houkuttelevan alhainen 1,3x. Toisaalta vuosien 2018 ja 2019 P/E-kertoimet (21x ja 18x) ovat 5-7 % verrokkiryhmän yläpuolella ja samojen vuosien EV/EBITDA-kertoimet (13x ja 11x) jo 28-30 % yli verrokkiryhmän. Koska odotamme Wärtsilän saavuttavan syklin huippumarginaalin vuonna 2020 (13,6 %), ovat myöhempien vuosien alhaisemmat kertoimet hieman harhaanjohtavia. Tämän vuoksi osakkeen vähennä-suositus on edelleen perusteltu, vaikka pidämmekin tällä hetkellä riskiä merkittävästä kurssilaskusta vähäisenä.

Analyytikko

Erkki Vesola
+358 50 5495512
erkki.vesola@inderes.fi



Suositus

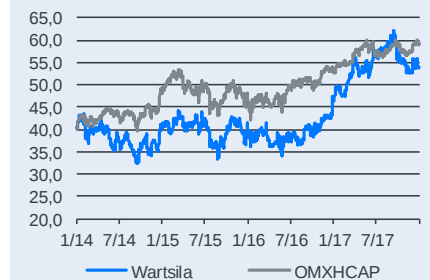
Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 58,00 EUR

Edellinen: 57,00



Lähde: Bloomberg

Eiilisen päätös 55,06 EUR

12 kk vaihteluväli 46,15-62,3 EUR

Potentiaali 5,3 %

Ohjeistus

Vuonna 2018 Wärtsilän palvelujen ja ratkaisujen kysynnän odotetaan paranevan jonkin verran viime vuodesta. Kysynnän odotetaan olevan hyvä Servicesissa, hyvä Energy Solutionsissa ja vankka Marine Solutionsissa.

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	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)		%
2016	4 800	532	11,1 %	479	1,78	1,30	1,8	12,5	15,8	20,9	3,0 %
2017	4 923	552	11,2 %	506	1,95	1,38	2,2	14,6	17,9	24,6	2,6 %
2018e	5 696	723	12,7 %	678	2,61	1,60	2,0	13,0	14,9	21,1	2,9 %
2019e	6 068	818	13,5 %	776	2,99	1,70	1,8	11,0	12,6	18,4	3,1 %
2020e	6 422	876	13,6 %	841	3,24	1,90	1,7	10,2	11,7	17,0	3,5 %
Markkina-arvo, MEUR			10860	OPO / osake 2018e, EUR			13,26	CAGR EPS, 2017-2020, %			18 %
Nettovelka 2018e, MEUR			219	P/B 2018e			4,2	CAGR kasvu, 2017-2020, %			9 %
Yritysarvo (EV), MEUR			11179	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			8,3 %	ROE 2018e, %			20,7 %
Taseen koko 2018e, MEUR			6193	Omavaraisuusaste 2018e, %			47,3 %	ROCE 2018e, %			23,0 %

Liikevaihto alakantissa, mutta kannattavuus hyvä Q4:llä

Marine Solutionsin liikevaihdossa 28 % pudotus

Wärtsilän Q4-liikevaihto kasvoi 3 % sekä Servicesissä että Energy Solutionsissa, mutta laski 28 % Marine Solutionsissa. Viime mainittuun vaikutti offshore-liiketoiminnan vähäisyys sekä se, että aiemmin saadut risteilijämoottoritilaukset eivät vielä realisoituneet toimituksiksi.

Parantunut markkina ja tuotemix tukivat marginaaleja

Q4-tulosta paransivat korkeakatteisen Servicesin kasvanut osuus, takuuvarausten vapautuminen sekä toteutettujen kulukarsintaohjelmien ja selvästi parantuneen markkinan myötä koonneet marginaalit. Raportoitua tulosta rasittivat 18 MEUR:n rakennejärjestelykulut sekä kannustinohjelman 4 MEUR:n kulut. Konserniveroaste oli aiempiin kvartaaleihin verrattuna alhainen 22 %.

Ennustetaulukko	Q4'16	Q4'17	Q4'17e	Q4'17e	Konsensus	Erotus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	1558	1446	1728	1526	1355	- 1799	4923
Liikevoitto (oikaistu)	254	243	255	248	210	- 303	589
Liikevoitto	231	225	234	237	189	- 280	552
Tulos ennen veroja	226	215	218	237	194	- 302	506
EPS (oikaistu)	0,98	0,95	0,92	0,97	0,85	- 1,14	2,14
Osinko/osake	1,30	1,38	1,40	1,39	1,33	- 1,50	1,38
Liikevaihdon kasvu-%	-2,1 %	-7,2 %	10,9 %	-2,0 %	-13 %	- 15,5 %	2,6 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	16,3 %	16,8 %	14,8 %	16,2 %	15,5 %	- 16,9 %	12,0 %

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)

Ennustemuutokset marginaalisia

Odotamme 4-9 %:n tilauskasvua kaikille liiketoiminnoille

Olemme laskeneet vuoden 2018 tulosenennustettamme 3 %:lla, mutta nostaneet vuosien 2019-2020 tulosenennustettamme myös 3 %:lla. Muutosten taustalla on suurimmaksi osaksi viive Marine Solutionsin kasvuennusteissa. Kaikkiaan vuosilta 2018-2020 odottamamme vuotuinen tilauskasvu Energy Solutionsille on 4 %; Marine Solutionsille 9 %, Servicesille 5 % ja konsernille 6 %.

Liikevoittomarginaalit vähitellen kohti tavoitetta

Odotuksemme liikevoittomarginaaleiksi ovat käytännössä ennallaan, mutta saivat lisätukea Wärtsilän kommentista, jonka mukaan ”ei ole syytä, miksi tavoiteltua 14 %:n liikevoittomarginaalia ei saavutettaisi parissa vuodessa”. Itse uskomme Wärtsilän yltävän 13,6 %:n marginaaliin 2020, minkä jälkeen marginaali kääntyy hitaaseen laskuun syklin taittuessa.

Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	5735	5696	-1 %	5942	6068	2 %	6265	6422	3 %
Käyttökate	865	833	-4 %	926	946	2 %	984	1008	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	749	723	-3 %	795	818	3 %	850	876	3 %
Liikevoitto	742	723	-3 %	795	818	3 %	850	876	3 %
Tulos ennen veroja	698	678	-3 %	756	776	3 %	818	841	3 %
EPS (ilman kertaeriä)	2,69	2,61	-3 %	2,88	2,99	4 %	3,14	3,24	3 %
Osakekohtainen osinko	1,60	1,60	0 %	1,70	1,70	0 %	1,90	1,90	0 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet pääosin korkeita

Ristiriitaisia signaaleja eri kertoimilla

Arvostus- ja suositusmielessä Wärtsilä on rajatapaus. Parin seuraavan vuoden ajan ennustettu tuloskasvu on ripeää ja esim. PEG-kerroin (P/E jaettuna tuloskasvulla) on houkuttelevan alhainen 1,3x. Toisaalta vuosien 2018 ja 2019 P/E-kertoimet (21x ja 18x) ovat 5-7 % verrokkiryhmän yläpuolella ja samojen vuosien EV/EBITDA-kertoimet (13x ja 11x) jo 28-30 % yli verrokkiryhmän. Osinkotuotto on kohtuullinen vajaa 3 %.

Perusteltu nousuvara edelleen pieni, vähennä-suositus säilyy

Koska odotamme Wärtsilän saavuttavan syklin huippumarginaalin vuonna 2020 (13,6 %), ovat myöhempien vuosien alhaisemmat kertoimet hieman harhaanjohtavia. Tämän vuoksi osakkeen vähennä-suositus on edelleen perusteltu, vaikka pidämme tällä hetkellä riskiä merkittävästä kurssilaskusta vähäisenä. Tavoitehintamme nousee 58,0 (57,0) euroon linjassa ennustemuutostemme kanssa. Wärtsilän 8.3. kokoontuvalle yhtiökokoukselle tullaan ehdottamaan osakkeiden splittaamista suhteessa 1:2., mikä on positiivista osakkeen likviditeetille.

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Wartsila Oyj Abp	55,06	10595	11074	15,4	13,5	13,1	11,6	20,3	17,6	2,8	3,0	3,9
Siemens AG	122	102845	120128	13,3	12,1	10,3	9,1	16,5	14,9	3,2	3,3	2,2
ABB Ltd	25,95	48819	51847	14,3	12,7	11,3	10,1	19,4	17,7	2,9	3,0	3,9
Alstom SA	35,35	7838	8253	13,2	9,3	9,4	7,0	19,7	18,8	1,3	1,5	2,0
Hyundai Heavy Industries Co Lt	139000,00	7231	8372	668,2	19,5	14,8	9,7	134,9	29,3	0,2	0,3	0,8
Mitsubishi Heavy Industries Ltd	4102,00	10261	19119			5,6	4,9	16,1	13,3	2,9	2,9	0,7
Doosan Heavy Industries & Co	17000,00	1361	11711	8,6	7,6	5,8	5,2	11,9	9,9	3,4	3,3	0,6
Bharat Heavy Electricals Ltd	100	4659	3292	52,8	13,4	19,7	8,9	39,7	22,4	1,1	1,3	1,1
Toshiba Corp	17,30	15037	20229			3,8	6,5	62,5	64,8		0,0	15,4
Caterpillar Inc	163,03	78569	100090	13,8	11,9	10,5	9,3	17,8	15,5	1,9	2,1	4,9
General Electric Co	16,14	111548	170988	23,0	22,7	14,7	17,4	16,5	15,3	3,0	3,1	1,8
Mitsui Engineering & Shipbuildir	1937,00	1194	3504			9,3	7,5	40,5	14,5	1,5	1,7	0,6
Babcock & Wilcox Enterprises I	6,50	231	367	23,6	9,9	8,4	5,6	43,3	12,2			1,2
Shanghai Electric Group Co Ltd	3,18	10992	8930	3,4		2,8		17,0	21,3	1,1	1,9	0,7
Rolls-Royce Holdings PLC	872,00	18045	23531	21,3	16,5	10,0	8,2	29,5	19,2	1,5	1,7	5,4
Wartsila (Inderes)	55,06	10860	11179	14,9	12,6	13,0	11,0	21,1	18,4	2,9	3,1	4,2
Keskiarvo				72,6	13,6	10,0	8,6	33,7	20,4	2,1	2,1	3,0
Mediaani				14,8	12,7	10,0	8,6	19,7	17,6	1,9	2,0	1,8
Erotus-% vrt. mediaani				1 %	-1 %	30 %	28 %	7 %	5 %	50 %	57 %	137 %

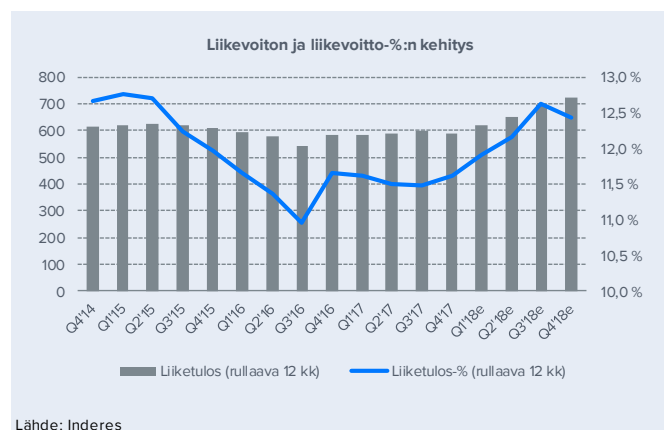
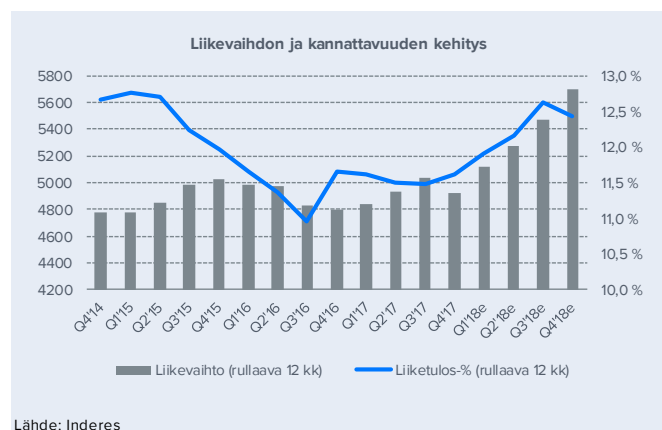
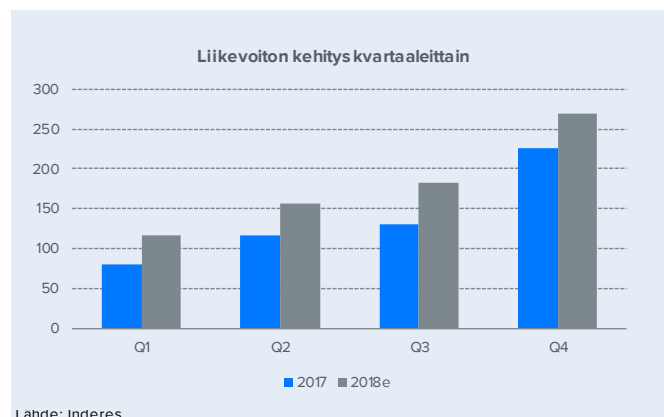
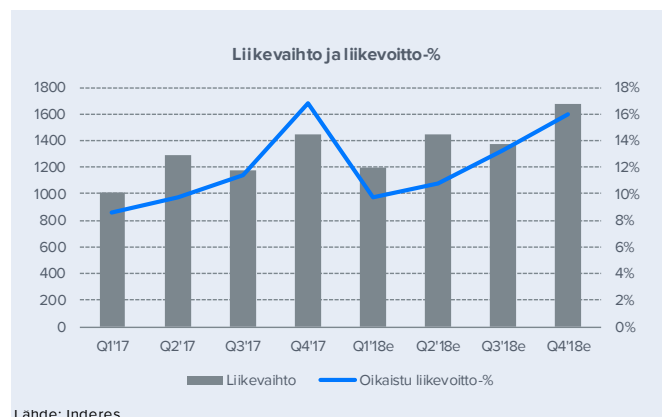
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	4800	1007	1292	1178	1446	4923	1200	1447	1374	1675	5696	6068	6422
Energy Solutions	943	239	412	324	426	1401	312	442	386	486	1626	1766	1841
Marine Solutions	1667,0	279,0	334,0	328,0	366,0	1307,0	309,6	368,3	373,1	427,0	1478,0	1563,7	1727,0
Services	2190,0	490,0	545,0	526,0	654,0	2215,0	578,8	637,4	614,6	761,8	2592,6	2738,3	2853,6
Käyttökate	675	113	146	161	267	687	144	183	210	296	833	946	1008
Poistot ja arvonalennukset	-143	-33	-29	-31	-42	-135	-28	-28	-28	-28	-110	-128	-132
Liikevoitto ilman kertaeriä	583	86	126	134	243	589	117	156	182	269	723	818	876
Liikevoitto	532	80	117	130	225	552	117	156	182	269	723	818	876
Nettorahoituskulut	-53	-6	-14	-16	-10	-46	-11	-11	-11	-11	-45	-42	-36
Tulos ennen veroja	479	74	103	114	215	506	105	144	171	257	678	776	841
Verot	-123	-17	-28	-29	-48	-122	-25	-35	-41	-62	-163	-186	-202
Vähemmistöosuudet	-4	-1	0	0	2	1	0	0	0	1	1	1	1
Nettotulos	352	55	76	85	169	385	80	110	130	196	515	591	640
EPS (oikaistu)	2,04	0,31	0,43	0,45	0,95	2,14	0,41	0,56	0,66	0,99	2,61	2,99	3,24
EPS (raportoitu)	1,78	0,28	0,38	0,43	0,86	1,95	0,41	0,56	0,66	0,99	2,61	2,99	3,24

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18e	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	-4,6 %	4,1 %	8,0 %	9,2 %	-7,2 %	2,6 %	19,2 %	12,0 %	16,6 %	15,8 %	15,7 %	6,5 %	5,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-4,7 %	2,4 %	3,3 %	8,5 %	-4,1 %	1,0 %	35,6 %	23,4 %	35,9 %	10,5 %	22,7 %	13,2 %	7,1 %
Käyttökate-%	14,1 %	11,2 %	11,3 %	13,6 %	18,5 %	14,0 %	12,0 %	12,6 %	15,3 %	17,7 %	14,6 %	15,6 %	15,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	12,1 %	8,5 %	9,8 %	11,4 %	16,8 %	12,0 %	9,7 %	10,7 %	13,3 %	16,0 %	12,7 %	13,5 %	13,6 %
Nettotulos-%	7,3 %	5,5 %	5,9 %	7,2 %	11,7 %	7,8 %	6,7 %	7,6 %	9,5 %	11,7 %	9,0 %	9,7 %	10,0 %

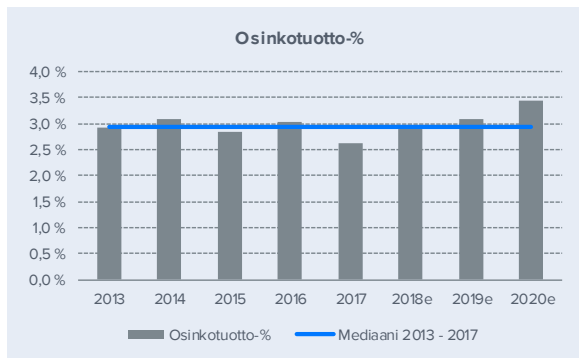
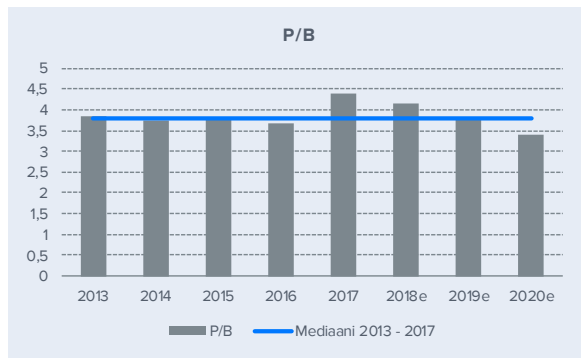
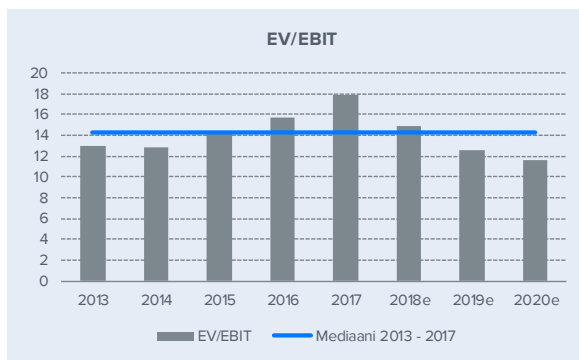
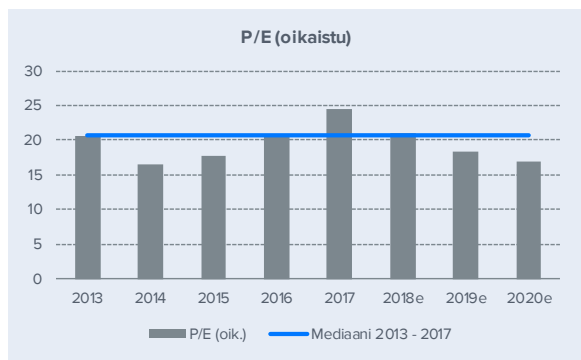
Lähde: Inderes



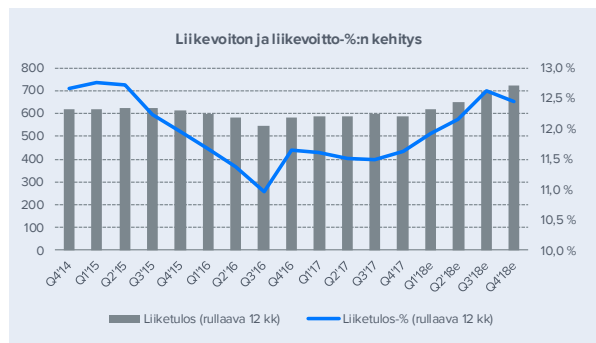
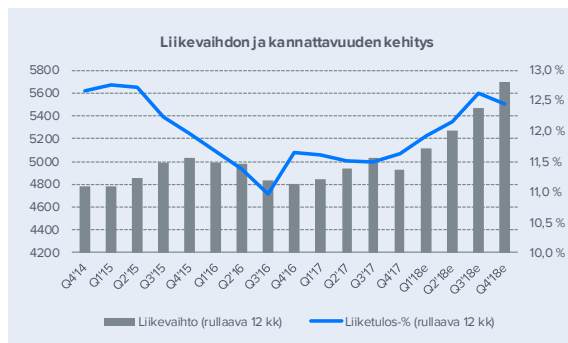
Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	35,77	37,09	42,15	42,68	52,60	55,06	55,06	55,06
Markkina-arvo	7055	7316	8314	8418	10375	10860	10860	10860
Yritysarvo (EV)	7485	7578	8859	8699	10720	11179	10927	10670
P/E (oik.)	20,7	16,6	17,7	20,9	24,6	21,1	18,4	17,0
P/E	21,9	18,6	18,7	23,9	26,9	21,1	18,4	17,0
P/Kassavirta	9,8	15,7	-155,1	15,4	39,9	33,3	18,5	17,8
P/B	3,8	3,7	3,8	3,7	4,4	4,2	3,8	3,4
P/S	1,5	1,5	1,7	1,8	2,1	1,9	1,8	1,7
EV/Liikevaihto	1,6	1,6	1,8	1,8	2,2	2,0	1,8	1,7
EV/EBITDA	10,7	10,7	11,9	12,5	14,6	13,0	11,0	10,2
EV/EBIT	13,0	12,8	14,3	15,8	17,9	14,9	12,6	11,7
Osinko/tulos (%)	64,4 %	57,6 %	53,3 %	72,8 %	70,7 %	61,2 %	56,8 %	58,6 %
Osinkotuotto-%	2,9 %	3,1 %	2,8 %	3,0 %	2,6 %	2,9 %	3,1 %	3,5 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

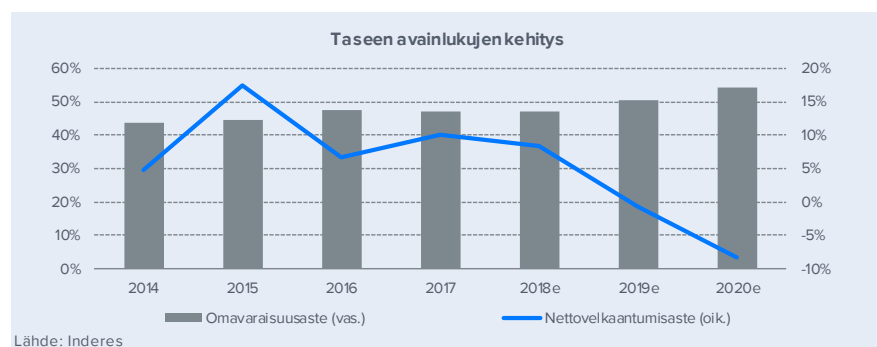


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	1979	1908	2104	2207	2234
Liikearvo	1103	1112	1237	1237	1237
Aineettomat oikeudet	125	113	167	188	194
Käyttöomaisuus	418	394	338	387	407
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	89	84	83	83	83
Muut sijoitukset	45	33	29	29	29
Muut pitkäaikaiset varat	42	31	127	127	127
Laskennalliset verosaamiset	157	141	123	157	157
Vaihtuvat vastaavat	3374	3274	3330	3845	4065
Varastot	1200	1042	1051	1310	1396
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	1840	1760	1900	2022	2124
Likvidit varat	334	472	379	513	546
Taseen loppusumma	5589	5391	5607	6193	6409

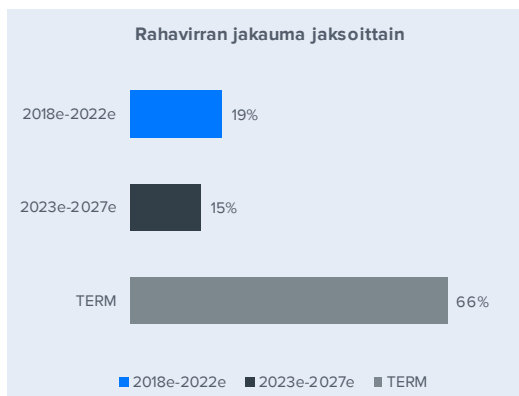
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	2201	2288	2372	2615	2890
Osakepääoma	336	336	336	336	336
Kertyneet voittovarot	1916	2032	2156	2399	2674
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	61	61	61	61	61
Muu oma pääoma	-112	-141	-181	-181	-181
Vähemmistöosuus	41	34	24	24	24
Pitkäaikaiset velat	1103	1090	1099	1128	960
Laskennalliset verovelat	102	93	102	64	64
Varaukset	269	250	261	261	261
Lainat rahoituslaitoksilta	492	520	517	584	416
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	240	227	219	219	219
Lyhytaikaiset velat	2244	1979	2112	2426	2535
Lainat rahoituslaitoksilta	232	108	102	148	107
Lyhytaikaiset korottomat velat	2012	1871	2010	2279	2427
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	5589	5391	5607	6193	6409



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	552,0	722,8	818,2	876,2	882,6	883,9	892,7	894,0	892,0	923,2	950,9	
+ Kokonaispoistot	135,0	110,1	127,6	132,1	136,0	138,1	120,8	110,5	112,4	130,6	135,2	
- Maksetut verot	-95,0	-235,4	-186,2	-201,7	-205,0	-206,4	-208,8	-208,9	-207,6	-214,2	-220,3	
- verot rahoituskuluista	-14,0	-13,6	-13,3	-11,9	-10,5	-10,0	-10,3	-10,7	-11,0	-11,7	-12,3	
+ verot rahoitustuotoista	2,9	2,7	3,2	3,4	3,7	4,4	4,9	5,0	4,5	4,3	4,4	
- Käyttöpääoman muutos	-10,0	-112,8	-38,4	-63,7	-46,2	-42,1	-56,0	-48,8	-47,2	-48,9	-43,4	
Operatiivinen kassavirta	570,9	473,8	711,1	734,3	760,5	767,8	743,2	741,1	743,1	783,4	814,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-314,0	-147,4	-122,5	-123,9	-117,3	-116,4	-124,3	-122,3	-226,6	-158,3	-159,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	259,9	326,3	588,6	610,4	643,3	651,4	618,9	618,9	516,5	625,1	654,8	
+/- 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	259,9	326,3	588,6	610,4	643,3	651,4	618,9	618,9	516,5	625,1	654,8	15854,8
Diskontattu vapaa kassavirta		306,1	514,8	497,7	489,0	461,8	409,0	381,3	296,7	334,8	327,0	7918,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		11936,6	11630,5	11115,8	10618,1	10129,0	9667,3	9258,3	8876,9	8580,2	8245,4	7918,3
Velaton arvo DCF		11936,6										
- Korolliset velat												
+ Rahavarat												
- Vähemmistöosuus												
- Osinko/pääomapalautus												
Oman pääoman arvo DCF												
Oman pääoman arvo DCF per osake												

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoitettu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	0,95
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskiton korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	7,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,3 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	5030	4800	4923	5696	6068
EBITDA	711	675	687	833	946
EBITDA-marginaali (%)	14,1	14,1	14,0	14,6	15,6
EBIT	587	532	552	723	818
Voitto ennen veroja	553	479	506	678	776
Nettovoitto	444	352	385	515	591
Kertaluontoiset erät	-25	-51	-37	0	0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	5589	5391	5607	6193	6409
Oma pääoma	2242	2322	2396	2639	2914
Liikearvo	1103	1112	1237	1237	1237
Korolliset velat	724	628	619	732	523

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	711	675	687	833	946
Nettokäyttöpääoman muutos	-275	97	-10	-113	-38
Operatiivinen kassavirta	329	643	571	474	711
Vapaa kassavirta	-54	545	260	326	589

Yhtiökuvaus
Wärtsilä on kansainvälisesti johtava merenkulun ja energiamaarkkinoiden voimaratkaisujen toimittaja, joka tukee asiakasyrityksiä tuotteiden koko elinkaaren ajan. Wärtsilä maksimoi alusten ja voimalaitosten ympäristötehokkuuden ja taloudellisuuden keskittymällä teknologisiin innovaatioihin ja kokonaishyötysuhteeseen. Vuonna 2017 Wärtsilän liikevaihto oli 4,923 miljardia euroa ja henkilöstömäärä noin 18000. Yrityksellä on yli 200 toimipistettä yli 80 maassa eri puolilla maailmaa.

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	2,25	1,78	1,95	2,61	2,99
EPS oikaistu	2,38	2,04	2,14	2,61	2,99
Operat. kassavirta per osak	1,67	3,26	2,89	2,40	3,61
Tasearvo per osake	11,16	11,60	12,03	13,26	14,65
Osinko per osake	1,20	1,30	1,38	1,60	1,70
Voitonjako, %	53	73	71	61	57
Osinkotuotto, %	2,8	3,0	2,6	2,9	3,1

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	18,7	23,9	26,9	21,1	18,4
P/B	3,8	3,7	4,4	4,2	3,8
P/Liikevaihto	1,7	1,8	2,1	1,9	1,8
P/CF	25,2	13,1	18,2	22,9	15,3
EV/Liikevaihto	1,8	1,8	2,2	2,0	1,8
EV/EBITDA	12,5	12,9	15,6	13,4	11,6
EV/EBIT	15,1	16,4	19,4	15,5	13,4

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Invaw Invest AB	17,7 %
Fiskars Oyj Abp	5,5 %
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma	5,2 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	1,7 %
Kansaneläkelaitos	1,0 %
Svenska Litteratursällskapet i Finland	0,8 %

Suositteluhistoria, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
15.5.2015	Vähennä	40,00 €	39,84 €
28.9.2015	Vähennä	35,00 €	34,08 €
26.10.2015	Vähennä	35,00 €	37,39 €
28.1.2016	Vähennä	38,00 €	38,36 €
22.4.2016	Vähennä	38,00 €	39,85 €
29.7.2016	Vähennä	37,00 €	38,90 €
13.10.2016	Vähennä	37,00 €	40,08 €
26.10.2016	Vähennä	37,00 €	39,32 €
30.1.2017	Vähennä	45,00 €	47,40 €
26.4.2017	Vähennä	54,00 €	55,65 €
20.7.2017	Vähennä	57,00 €	58,15 €
26.10.2017	Vähennä	57,00 €	57,60 €
31.1.2018	Vähennä	58,00 €	55,06 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden 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 laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>