

Kalmar-pettymys ei muuta näkemystämme

Cargotecin Q2-raportti oli pettymys Kalmarin osalta, johon oli markkinoilla todennäköisesti ladattu eniten odotuksia ja jonka tilaukset pettivät asiakkaiden päätöksenteon venyessä. Toisaalta Hiabin ja MacGregorin suoritukset ylittivät odotukset ja konsernin kannattavuus oli hyvää luokkaa. Kannattavuusennustemme vuosille 2017-2019 ovatkin nousseet ja säilytämme osakkeen lisää-suosituksemme muuttumattomalla 58,0 euron tavoitehinnalla.

Tilaukset ja liikevaihto pettivät, mutta marginaalit eivät

Cargotecin Q2-numeroissa niin saadut tilaukset (800 MEUR; -3 % v/v) kuin liikevaihtokin (845 MEUR; -6 % v/v) jäivät konsensusodotuksista (vastaavasti 821 MEUR ja 871 MEUR). Oikaistu liikevoitto (72 MEUR) oli kuitenkin linjassa nostaen oikaistun liikevoittomarginaalin yli konsensusennusteen (8,5 % vs. 8,1 %). Raportoiduissa luvuissa kertaluonteiset järjestelykulut olivat 11,7 MEUR eli selvästi odotuksia (2,8 MEUR) suuremmat. Positiivisinta tuloksessa oli liikuvan 12 kuukauden bruttomarginaalin nousu 24,7 %:iin Q2'17:llä (Q2'16: 22,7 %). Oikaistu EPS oli hieman odotuksia parempi.

Kalmarin asiakkaat panttasivat päätöksensä, mutta muualla meni hyvin

Divisioonista pahiten petti Kalmar, jonka tilauskertymä (386 MEUR) laski 12 % ja oli reilusti konsensusodotuksen (448 MEUR) alapuolella. Cargotec totesi, että "asiakkaiden kiinnostus satamien automaattioratkaisuja kohtaan jatkui korkeana" mutta että asiakkaat kuitenkin harkitsevat suurempia investointejaan huolellisesti laivanvarustamoiden voimakkaan konsolidaation aiheuttamasta epävarmuudesta johtuen. Viivytyksellä oli pettymys markkinoille, sillä Kalmarin tulevaan menestykseen on luotettu. Sitä vastoin Hiabin vahva vire jatkui tilauskertymän kasvettua 17 %:lla 279 MEUR:oon ja liikevoittomarginaalin oltua kaikkien aikojen korkeimmalla tasolla (15,6%). Myös MacGregorin suoritus oli odotuksia parempi: saadut tilaukset laskivat "vain" 9 % (konsensus: -21 %) ja oikaistu liikevoittomarginaali oli 3,1 % (konsensus: 1,1 %).

Kannattavuusennustemme nosto ja sen taustat

Cargotec säilytti odotusten mukaisesti vanhan ohjeistuksensa vuoden 2017 oikaistun liikevoiton paranemisesta vuoden 2016 tasosta (250 MEUR). Omissa vuosien 2017-2019 ennustemuutoksissamme Kalmarin liikevaihtoon lasku (n. 6 % johtuen asiakkaiden investointipäätösten viivästyksistä) sekä MacGregorin liikevaihtoennusteiden nousu (+18...+35 % luottamuksemme laivanrakentamisen syklinkäänteeseen vahvistuttua) kumoavat euromääräisesti toisensa. Olemme nostaneet vuosien 2017-2019 liikevoittoennusteitamme 5-6 %:lla seuraavista syistä: 1) Hiabin odotuksia korkeampana jatkuva kannattavuus; 2) MacGregorin oikaistun kannattavuuden osoittautuminen ennusteitamme paremmaksi sekä 3) konsernin bruttomarginaalin vahva kehitys.

Osakkeen hinta taas houkutteleva; lisää-suositus säilyy

Q2-raportin jälkeisen kurssilaskun (-6,7 %) ja omien ennusteidemme noston jälkeen Cargotecin osakkeen arvostus on taas houkutteleva vuosien 2017-2018 P/E:n kertoessa 18-23 %:n aliarvostuksesta. Lisää-suosituksemme ja 58,0 euron tavoitehintamme pysyvät.

Analyytikko

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



Suositus

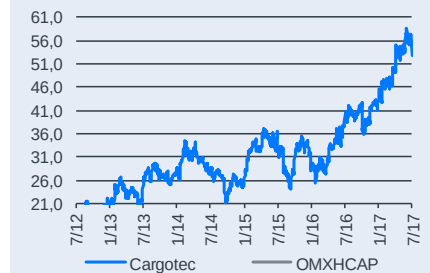
Lisää



Edellinen: Lisää

Tavoitehintana **58,00 EUR**

Edellinen: 58,00



Lähde: Bloomberg

Ei-lisän päätös **52,85 EUR**

12 kk vaihteluväli **34,1-59,25 EUR**

Potentiaali **9,7 %**

Ohjeistus

Cargotecin vuoden 2017 liikevoiton ilman uudelleenjärjestelykuluja arvioidaan paranevan vuodesta 2016 (250,2 MEUR).

Ohjeistusmuutos: **Ennallaan**

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)		%
2015	3 730	213	5,7 %	186	2,21	0,80	0,8	9,3	12,4	13,9	2,3 %
2016	3 514	198	5,6 %	169	1,95	0,95	1,0	10,3	13,7	16,3	2,1 %
2017e	3 408	271	8,0 %	236	2,64	1,15	1,1	10,5	13,5	18,4	2,2 %
2018e	3 562	325	9,1 %	310	3,42	1,30	1,0	9,1	11,4	15,5	2,5 %
2019e	3 831	367	9,6 %	355	3,95	1,35	0,9	8,1	9,8	13,4	2,6 %
Markkina-arvo, MEUR			3419	OPO / osake 2017e, EUR			23,26	CAGR EPS, 2016-2019, %			27 %
Nettovelka 2017e, MEUR			425	P/B 2017e			2,3	CAGR kasvu, 2016-2019, %			3 %
Yritysarvo (EV), MEUR			3849	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			28,2 %	ROE 2017e, %			11,8 %
Taseen koko 2017e, MEUR			3597	Omavaraisuusaste 2017e, %			43,8 %	ROCE 2017e, %			12,5 %

Kalmarin tilaukset Q2-raportin heikoin kohta

Konsernin tilaukset ja liikevaihto jäivät odotuksista

Cargotecin Q2-numeroissa niin saadut tilaukset (800 MEUR; -3 % v/v) kuin liikevaihtokin (844 MEUR; -6 % v/v) jäivät konsensusodotuksista (vastaavasti 821 MEUR ja 871 MEUR). Oikaistu liikevoitto (72 MEUR) oli linjassa nostaen oikaistun liikevoittomarginaalin yli konsensusennusteen (8,5 % vs. 8,1 %). Raportoiduissa luvuissa kertaluonteiset järjestelykulut olivat 11,7 MEUR eli selvästi odotuksia (2,8 MEUR) suuremmat. Oikaistu EPS oli hieman odotuksia parempi.

Divisioonista petti Kalmar, mutta muut paikkasivat

Divisioonista pahiten petti Kalmar, jonka tilauskertymä (386 MEUR) laski 12 % ja oli reilusti konsensusodotuksen (448 MEUR) alapuolella asiakkaiden viivytellessä investointipäätöksiään. Sitä vastoin Hiabin vahva vire jatkui tilauskertymän kasvettua 17 %:lla 279 MEUR:oon ja liikevoittomarginaalin oltua kaikkien aikojen korkeimmalla tasollaan (15,6%). Myös MacGregorin suoritus oli odotuksia parempi: saadut tilaukset laskivat "vain 9 % (konsensus: -21 %) ja oikaistu liikevoittomarginaali oli 3,1 % (konsensus: 1,1 %).

Ennustetaulukko	Q2'16	Q2'17	Q2'17e	Q2'17e	Konsensus	Erotus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	898	844	878	871	847	897	3408
Liikevoitto (oikaistu)	64,8	72	70,1	70,2	67,0	74,0	286
Liikevoitto	62,6	60	65,1	67,4	56,0	72,0	271
Tulos ennen veroja	57,5	51	59,6	61,7	49,0	67,0	236
EPS (oikaistu)	0,55	0,76	0,73	0,75	0,72	0,80	2,87
Osinko/osake							1,15
Liikevaihdon kasvu-%	-4,0 %	-6,0 %	-2,3 %	-3,0 %	-6 %	-0,1 %	-3,0 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	7,2 %	8,5 %	8,0 %	8,1 %	7,9 %	8,2 %	8,4 %

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)

Kannattavuusennustemme ylöspäin vuosille 2017-2019

Kalmarin liikevaihtoennusteen lasku ja MacGregorin nosto kumoavat toisensa

Olemme laskeneet Kalmarin vuosien 2017-2019 liikevaihtoennusteita keksimääriin 6 %:lla asiakkaiden investointien viivästysten takia, mutta nostaneet MacGregorin vuosien 2017-2019 liikevaihtoennusteita 18-35 %:lla aiemmista erittäin konservatiivisista arvioistamme luottamuksemme laivanrakennusaktiviteetin kasvuun kohennuttua. Konsernitasolla mainitut muutokset melko tarkalleen kumoavat toisensa, kuten alla olevasta taulukosta ilmenee.

Useita positiivisia marginaaliajureita

Olemme nostaneet vuosien 2017-2019 liikevoittoennusteitamme 5-6 %:lla perustuen seuraaviin seikkoihin: 1) Hiabin odotuksia korkeampana jatkuva kannattavuus; 2) MacGregorin uudelleenjärjestelykuluilla oikaistun kannattavuuden osoittautuminen ennusteitamme paremmaksi sekä 3) konsernin bruttomarginaalin vahva kehitys (liukuvan 12 kuukauden keskiarvon nousu 24,7 %:iin Q2'17:llä 22,7 %:sta Q2'16:lla). Emme ole toistaiseksi muuttaneet vanhoja osingonjakoennusteitamme.

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	3372	3408	1 %	3546	3562	0 %	3819	3831	0 %
Käyttökate	341	353	3 %	388	405	4 %	425	443	4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	264	286	8 %	308	325	5 %	350	367	5 %
Liikevoitto	256	271	6 %	308	325	5 %	350	367	5 %
Tulos ennen veroja	231	236	2 %	293	310	6 %	337	355	5 %
EPS (ilman kertaeriä)	2,69	2,87	7 %	3,23	3,42	6 %	3,75	3,95	5 %
Osakekohtainen osinko	1,15	1,15	0 %	1,30	1,30	0 %	1,35	1,35	0 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet puoltavat lisää-suosituksen säilyttämistä

Osakkeen kerroinarvostus taas houkutteleva

Q2-raportin jälkeisen kurssilaskun (-6,7 %) ja omien ennusteidemme noston jälkeen Cargotecin osakkeen arvostus on taas houkutteleva. Vuosien 2017-2018 P/E-kertoimilla (18,4x ja 15,5x) aliarvostus suhteessa verrokkiryhmään on 18-23 % ja samojen vuosien EV/EBITDA:llakin (10,5x ja 9,1x) 9-10 %. Odottamamme nopea tuloskasvu (keskimäärin 12,7 % p.a. 2017-2019) pitää PEG-kertoimen (so. P/E jaettuna tuloskasvulla) erittäin houkuttelevalla 1,2x:n tasolla.

Lisää-suositus ja 58,0 euron tavoitehintaa pysyvät

Paranevan tulostulokseen sekä houkuttelevan arvostuksen perusteella säilytämme osakkeen lisää-suosituksemme sekä 58,0 euron tavoitehintamme. Ennusteidemme nosto antaisi eväitä tavoitehinnankin nostolle, mutta emme aivan vielä näe perusteltua arvoa (so. vertailuryhmän mediaanin tasolla olevia kertoimia) realistisena tavoitteena vaan odotamme lisää näyttöjä Cargotecin tuloksentekokyvystä.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Cargotec Oyj	52,85	2916	3572	15,1	12,5	11,7	10,0	18,1	15,4	2,1	2,5	2,3
Konecranes Abp	40,64	2998	3565	12,5	16,1	13,3	10,7	30,9	20,0	2,7	2,7	2,6
Wartsila Oyj Abp	58,15	11470	11771	18,3	15,6	15,3	13,1	25,0	21,6	2,3	2,5	4,7
Metso Oyj	30,92	4649	4598	14,7	12,8	12,3	10,9	23,9	20,5	3,3	3,6	3,2
ABB Ltd	23,24	45810	46401	13,1	11,6	10,3	9,3	19,2	17,0	3,2	3,3	3,6
Alfa Laval AB	189,60	8319	9263	19,2	16,9	14,4	13,0	24,1	22,6	2,3	2,3	3,8
Sandvik AB	132,70	17413	20423	14,1	12,5	10,5	9,6	18,3	16,6	2,5	2,8	3,8
AB SKF	173,80	8280	9722	12,0	10,9	9,5	8,9	14,6	13,7	3,5	3,7	2,7
Palfinger AG	42,00	1579	2166	14,4	11,6	10,3	8,7	18,4	15,3	1,7	2,2	2,5
Terex Corp	38,97	3292	3665	23,4	15,3	16,6	12,3	39,3	22,0	0,8	0,8	2,8
Deere & Co	126,12	35089	61960	19,6	5,3	13,3	4,0	19,8	17,6	1,9	2,0	4,9
Caterpillar Inc	107,63	55186	80270	21,7	16,5	12,8	11,4	24,4	18,9	2,9	2,9	4,2
Rolls-Royce Holdings PLC	928,57	19066	26301	18,7	20,4	10,6	10,7	26,2	29,3	1,3	1,4	6,9
Mitsubishi Heavy Industries Ltd	456,30	11943	19697			5,7	5,2	16,0	14,0	2,6	2,7	0,9
IHI Corp	379,00	4548	6605			9,4	7,3	135,9	22,0		1,4	1,9
Cargotec (Inderes)	52,85	3419	3849	13,5	11,4	10,5	9,1	18,4	15,5	2,2	2,5	2,3
Keskiarvo				16,7	13,7	11,7	9,7	30,3	19,1	2,4	2,5	3,4
Mediaani				15,1	12,8	11,7	10,0	23,9	18,9	2,4	2,5	3,2
Erotus-% vrt. mediaani				-11 %	-11 %	-10 %	-9 %	-23 %	-18 %	-9 %	-2 %	-30 %

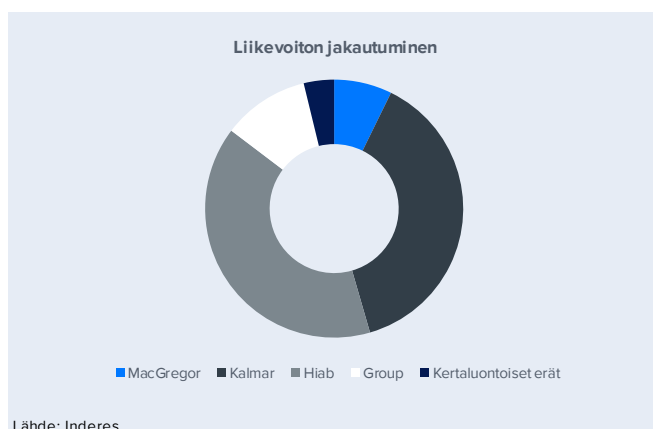
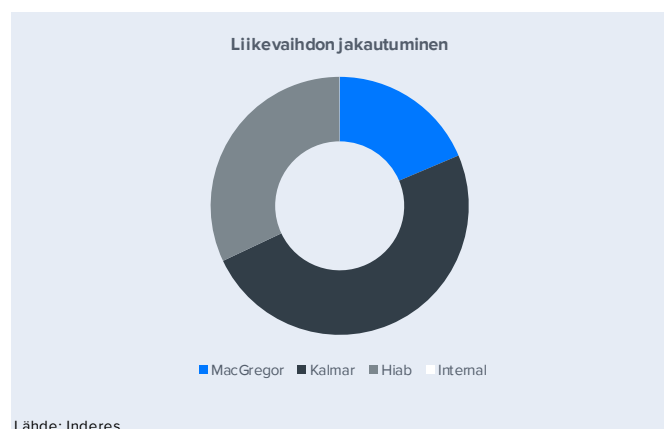
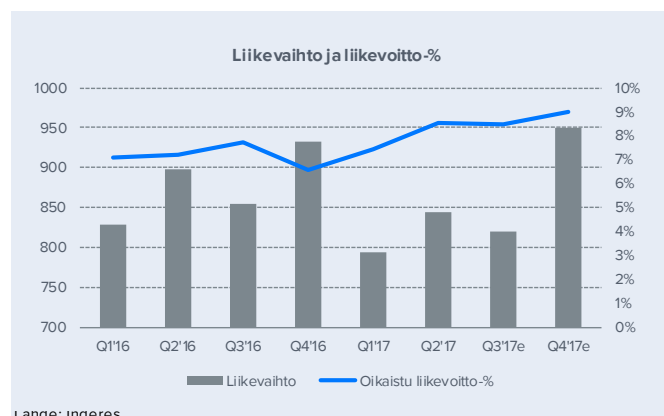
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	3729,5	828,3	898,3	854,4	933,0	3514,0	794,0	844,0	820,3	949,4	3407,7	3561,5	3831,1
MacGregor	1139,0	216,0	195,0	169,0	198,0	778,0	160,0	160,0	145,2	169,9	635,1	621,2	713,8
Kalmar	1663,0	367,0	420,0	436,0	477,0	1700,0	364,0	403,0	414,0	502,0	1683,0	1800,8	1944,9
Hiab	928,0	246,0	283,0	250,0	257,0	1036,0	270,0	282,0	261,1	277,5	1090,6	1139,6	1172,5
Intenal	-0,5	-0,7	0,3	-0,6	1,0	0,0	0,0	-1,0	0,0	0,0	-1,0	0,0	0,0
Käyttökate	289,6	75,6	83,2	79,6	44,2	282,5	74,0	78,1	92,7	107,8	352,5	405,1	443,1
Poistot ja arvonalennukset	-76,5	-17,9	-20,6	-23,4	-22,9	-84,8	-17,7	-17,8	-23,3	-22,3	-81,1	-80,1	-75,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	230,7	58,5	64,8	65,9	61,0	250,2	59,2	72,0	69,4	85,5	286,0	325,0	367,4
Liikevoitto	213,1	57,7	62,6	56,2	21,3	197,7	56,3	60,3	69,4	85,5	271,4	325,0	367,4
MacGregor	30,1	9,2	5,3	2,9	0,5	17,9	2,4	4,9	4,8	15,8	27,9	37,8	56,1
Kalmar	129,9	25,6	31,9	36,3	41,5	135,3	27,9	33,2	38,1	47,8	147,0	171,8	197,5
Hiab	100,5	32,4	41,8	32,9	32,9	140,0	39,6	44,0	35,5	33,9	153,0	157,4	155,7
Group	-29,7	-8,7	-14,1	-6,2	-13,9	-42,9	-10,7	-10,1	-9,0	-12,0	-41,8	-42,0	-42,0
Kertaluontoiset erät	-17,6	-0,8	-2,3	-9,8	-39,7	-52,5	-2,9	-11,7	0,0	0,0	-14,6	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-26,9	-6,8	-5,1	-9,6	-7,2	-28,6	-8,3	-9,0	-9,0	-9,0	-35,3	-15,1	-11,9
Tulos ennen veroja	186,2	50,9	57,5	46,6	14,2	169,1	48,0	51,3	60,4	76,5	236,1	309,9	355,5
Verot	-43,3	-11,7	-17,1	-13,1	-1,9	-43,8	-11,4	-13,9	-17,8	-22,6	-65,7	-88,3	-99,5
Vähemmistöosuudet	0,1	0,0	0,1	0,1	0,5	0,7	0,2	0,1	0,0	0,0	0,3	-0,5	-0,5
Nettotulos	143,0	39,2	40,5	33,6	12,7	126,0	36,8	37,5	42,6	53,9	170,8	221,1	255,5
EPS (oikaistu)	2,49	0,62	0,66	0,67	0,81	2,76	0,61	0,76	0,66	0,83	2,87	3,42	3,95
EPS (raportoitu)	2,21	0,61	0,63	0,52	0,20	1,95	0,57	0,58	0,66	0,83	2,64	3,42	3,95

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	11,1 %	-6,8 %	-4,0 %	-7,9 %	-4,5 %	-5,8 %	-4,1 %	-6,0 %	-4,0 %	1,8 %	-3,0 %	4,5 %	7,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	54,5 %	11,8 %	11,7 %	-3,5 %	17,0 %	8,4 %	1,3 %	11,1 %	5,3 %	40,1 %	14,3 %	13,6 %	13,0 %
Käyttökate-%	7,8 %	9,1 %	9,3 %	9,3 %	4,7 %	8,0 %	9,3 %	9,3 %	11,3 %	11,4 %	10,3 %	11,4 %	11,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	6,2 %	7,1 %	7,2 %	7,7 %	6,5 %	7,1 %	7,5 %	8,5 %	8,5 %	9,0 %	8,4 %	9,1 %	9,6 %
Nettotulos-%	3,8 %	4,7 %	4,5 %	3,9 %	1,4 %	3,6 %	4,6 %	4,4 %	5,2 %	5,7 %	5,0 %	6,2 %	6,7 %

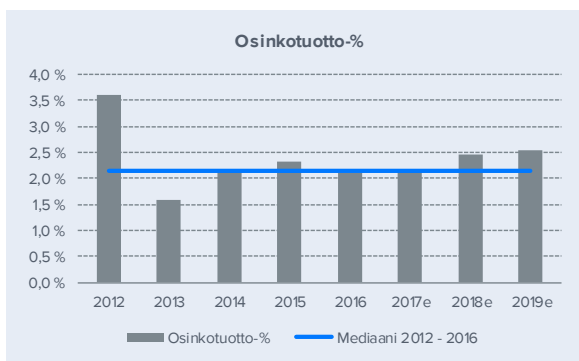
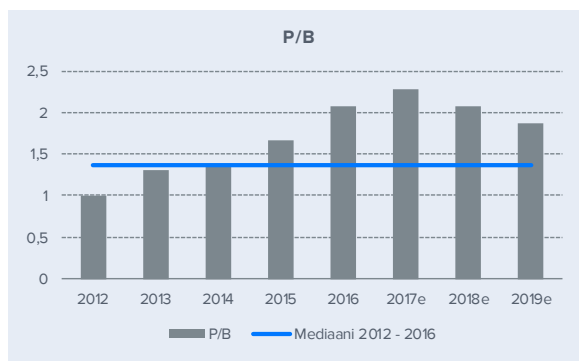
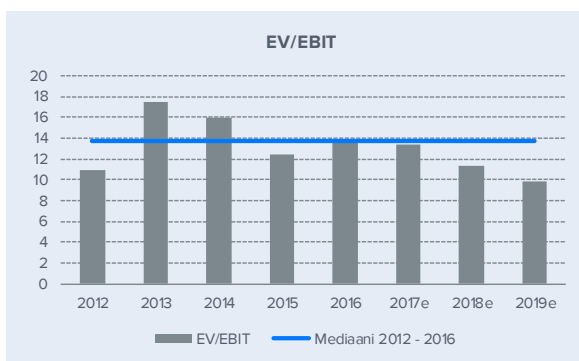
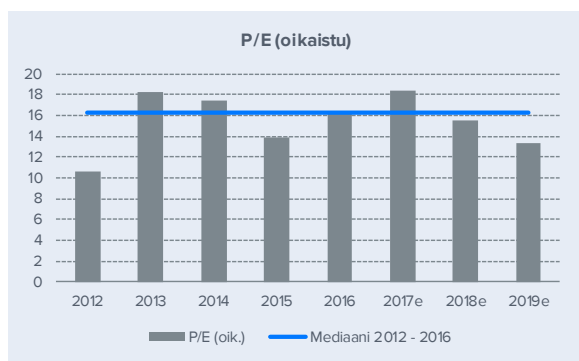
Lähde: Inderes



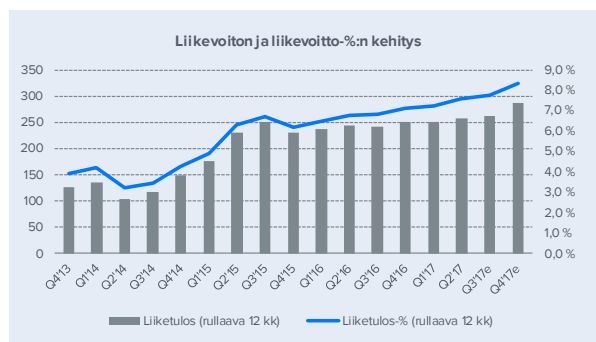
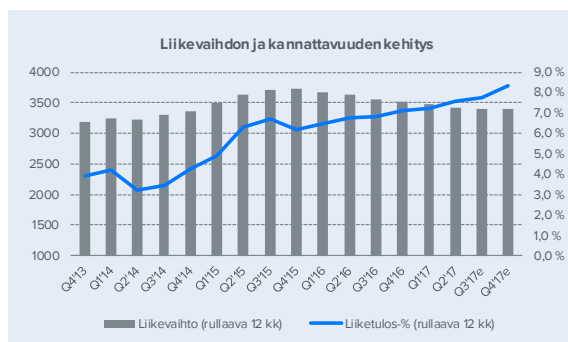
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	19,95	26,37	25,55	34,50	44,85	52,85	52,85	52,85
Markkina-arvo	1224	1618	1646	2229	2901	3419	3419	3419
Yritysarvo (EV)	1718	2204	2394	2860	3438	3849	3696	3600
P/E (oik.)	10,6	18,2	17,5	13,9	16,3	18,4	15,5	13,4
P/E	13,7	29,6	23,0	15,6	23,0	20,0	15,5	13,4
P/Kassavirta	-26,0	-51,6	-51,7	13,8	15,1	17,7	14,4	18,1
P/B	1,0	1,3	1,4	1,7	2,1	2,3	2,1	1,9
P/S	0,4	0,5	0,5	0,6	0,8	1,0	1,0	0,9
EV/Liikevaihto	0,5	0,7	0,7	0,8	1,0	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	7,5	10,8	10,4	9,3	10,3	10,5	9,1	8,1
EV/EBIT	10,9	17,4	16,0	12,4	13,7	13,5	11,4	9,8
Osinko/tulos (%)	49,4 %	46,9 %	49,5 %	36,1 %	48,7 %	43,5 %	38,0 %	34,2 %
Osinkotuotto-%	3,6 %	1,6 %	2,1 %	2,3 %	2,1 %	2,2 %	2,5 %	2,6 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

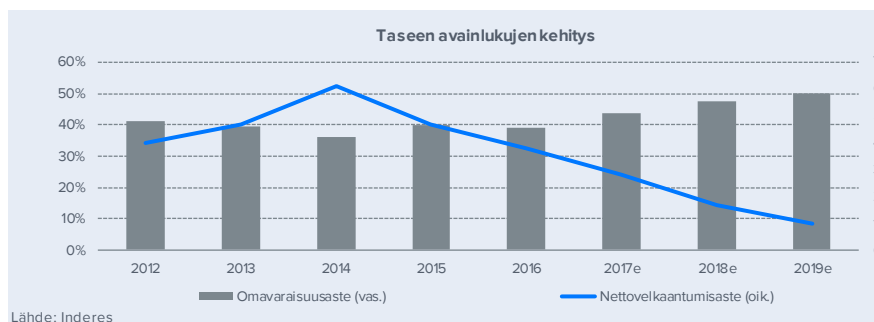


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	1862	1902	1963	1932	1912
Liikearvo	963	976	1025	1025	1025
Aineettomat oikeudet	284	272	290	276	268
Käyttöomaisuus	303	306	309	292	279
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	105	117	123	123	123
Muut sijoitukset	13	12	7	7	7
Muut pitkäaikaiset varat	16	35	25	25	25
Laskennalliset verosaamiset	178	184	185	185	185
Vaihtuvat vastaavat	1791	1669	1773	1664	1738
Varastot	691	655	647	613	641
Muut lyhytaikaiset varat	25	37	46	46	46
Myyntisaamiset	870	801	807	767	801
Likvidit varat	205	176	273	239	249
Taseen loppusumma	3652	3571	3736	3597	3650

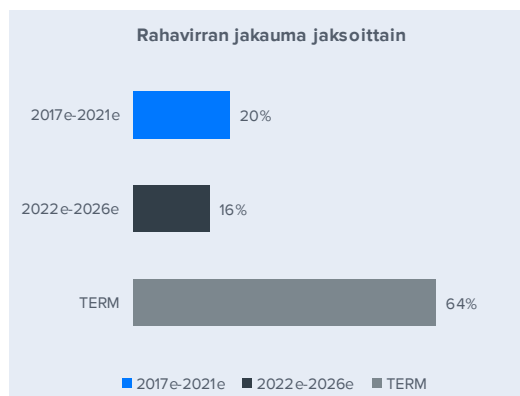
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	1209	1339	1395	1504	1651
Osakepääoma	64	64	64	64	64
Kertyneet voittovarot	965	1080	1151	1261	1407
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	180	195	180	180	180
Vähemmistöosuus	5	2	2	2	2
Pitkäaikaiset velat	1042	1053	1011	858	752
Laskennalliset verovelat	78	72	73	72	72
Varaukset	105	99	150	150	150
Lainat rahoituslaitoksilta	753	734	640	488	382
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	107	148	148	148	148
Lyhytaikaiset velat	1396	1176	1328	1232	1245
Lainat rahoituslaitoksilta	193	69	165	176	141
Lyhytaikaiset korottomat velat	1203	1108	1163	1056	1104
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	3652	3571	3736	3597	3650



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	197,7	271,4	325,0	367,4	384,2	393,0	400,2	405,7	409,4	411,2	425,2	
+ Kokonaispoistot	84,8	81,1	80,1	75,7	81,4	85,7	90,0	94,1	98,1	101,8	105,2	
- Maksetut verot	-44,3	-66,7	-88,3	-99,5	-101,4	-104,4	-106,8	-108,6	-110,1	-111,1	-115,4	
- verot rahoituskuluista	-7,9	-10,5	-5,1	-4,2	-3,3	-2,9	-3,0	-3,2	-3,4	-3,6	-3,6	
+ verot rahoitustuotoista	0,5	0,7	0,8	0,9	1,0	1,3	1,7	2,3	2,9	3,6	4,2	
- Käyttöomaimen muutos	48,5	-32,6	-14,6	-25,6	-19,5	-19,1	-18,4	-17,6	-16,6	-15,5	-16,0	
Operatiivinen kassavirta	279,3	243,4	297,8	314,6	342,4	353,6	363,7	372,6	380,3	386,5	399,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	51,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-138,2	-50,0	-60,0	-125,8	-113,4	-117,0	-120,2	-123,0	-125,4	-127,2	-131,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	192,6	193,4	237,8	188,8	229,0	236,6	243,5	249,6	254,9	259,3	268,1	
+/- 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	192,6	193,4	237,8	188,8	229,0	236,6	243,5	249,6	254,9	259,3	268,1	5888,9
Diskontattu vapaa kassavirta		186,8	212,4	156,0	175,0	167,2	159,2	151,0	142,6	134,2	128,4	2819,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	4432,2	4245,4	4032,9	3876,9	3701,9	3534,7	3375,5	3224,5	3081,9	2947,7	2819,3	
Velaton arvo DCF	4432,2											
- Korolliset velat		-805,2										
+ Rahavarat		273,2										
- Vähemmistöosuus		-5,0										
- Osinko/pääomapalautus		-61,4										
Oman pääoman arvo DCF	3833,8											
Oman pääoman arvo DCF per osake	59,26											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	26,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskiton korko	4,0 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,1 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	3358,0	3729,5	3514,0	3407,7	3561,5
EBITDA	207,8	289,6	282,5	352,5	405,1
EBITDA-marginaali (%)	6,2	7,8	8,0	10,3	11,4
EBIT	126,6	213,1	197,7	271,4	325,0
Voitto ennen veroja	98,2	186,2	169,1	236,1	309,9
Nettovoitto	71,4	143,0	126,0	170,8	221,1
Kertaluontoiset erät	-22,7	-17,6	-52,5	-14,6	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	3652,3	3570,7	3736,3	3596,8	3649,7
Oma pääoma	1213,8	1341,7	1397,2	1506,6	1653,4
Liikearvo	962,9	976,4	1024,5	1024,5	1024,5
Korolliset velat	946,4	802,7	805,2	663,7	522,2

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	207,8	289,6	282,5	352,5	405,1
Nettokäyttöpääoman muutos	47,6	-2,9	48,5	-32,6	-14,6
Operatiivinen kassavirta	204,9	226,0	279,3	243,4	297,8
Vapaa kassavirta	-31,9	161,7	192,6	193,4	237,8

Yhtiökuvaus
Cargotec on maailman johtava lastinkäsittelyratkaisujen toimittaja. Sen tuotteita käytetään laivoissa, satamissa, terminaleissa, jakelukeskuksissa, raskaassa teollisuudessa ja ajoneuvojen kuormankäsittelyssä. Cargotecissa on kolme liiketoimintaa, MacGregor, Kalmar ja Hiab, jotka ovat alansa tunnettuja markkinajohtajia. Cargotecilla on toimintaa yli 100 maassa, joista omaa henkilöstöä 48 maassa.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	1,11	2,21	1,95	2,64	3,42
EPS oikaistu	1,46	2,49	2,76	2,87	3,42
Operat. kassavirta per osak	3,18	3,50	4,32	3,76	4,60
Tasearvo per osake	18,76	20,73	21,56	23,26	25,52
Osinko per osake	0,55	0,80	0,95	1,15	1,30
Voitonjako, %	49	36	49	44	38
Osinkotuotto, %	2,2	2,3	2,1	2,2	2,5

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	23,0	15,6	23,0	20,0	15,5
P/B	1,4	1,7	2,1	2,3	2,1
P/Liikevaihto	0,5	0,6	0,8	1,0	1,0
P/CF	8,0	9,9	10,4	14,0	11,5
EV/Liikevaihto	0,7	0,8	1,0	1,1	1,0
EV/EBITDA	11,5	9,9	12,2	10,9	9,1
EV/EBIT	18,9	13,4	17,4	14,2	11,4

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Wipunen varainhallinta Oy	14,1 %
Mariatorp Oy	12,3 %
Pivosto Oy	10,5 %
Koneen Säätiö	3,0 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	1,5 %
Valtion Eläkerahasto	1,3 %

Suosittelushistoria, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
11.2.2015	Lisää	34,00 €	30,79 €
29.4.2015	Lisää	40,00 €	35,60 €
22.7.2015	Lisää	37,00 €	32,50 €
21.9.2015	Osta	33,00 €	25,74 €
22.10.2015	Lisää	34,00 €	30,40 €
1.12.2015	Lisää	38,00 €	34,80 €
11.2.2016	Osta	32,00 €	26,55 €
7.3.2016	Lisää	32,00 €	27,97 €
2.5.2016	Vähennä	34,00 €	33,00 €
21.7.2016	Vähennä	37,00 €	38,50 €
25.10.2016	Vähennä	37,00 €	36,76 €
9.2.2017	Vähennä	43,00 €	43,92 €
26.4.2017	Lisää	58,00 €	52,70 €
20.7.2017	Lisää	58,00 €	52,85 €

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 sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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