

Syklinen tulostuslähtö lähestyy

Ramirentin Q2-raportti oli kokonaisuutena odotettu, mutta se samalla vahvisti kuvaa syklin kypsymisestä. Tulostuskehitys sai Q2:lla tukea kaikista segmenteistä, mutta kasvu painottui odotuksia voimakkaammin Itä-Eurooppaan. Tulostusohjeistus ja näkymät olivat ennallaan, mutta johdon mukaan tulostuskasvuvauhti hiipuu loppuvuonna. Laskemme ennustemuutosten myötä Ramirentin tavoitehinnan 7,6 euroon (aik. 8,2 euroa) ja toistamme osakkeen vähennä-suosituksen. Osakkeen arvostus on syklin yli katsovaan tulos- ja arvostustasoon nähden neutraalisti hinnoiteltu.

Q2 kokonaisuutena yllätyksetön, joskin tuloksen painopiste poikkesi odotuksista

Q2-liikevaihto kasvoi 7 % vertailukaudesta, kun odotuksissa oli noin 6 %:n liikevaihdon kasvu. Ruotsin (+11 %) ja Itä-Euroopan (+11 %) kasvu oli odotetusti vahvaa ja Norjan (+7 %) kasvu ylitti odotuksemme selvällä marginaalilla. Suomen vaisu, noin 1 %:n kasvu oli kuitenkin pettymys. Kokonaisuutena ripeää kasvua ajoi kaikilla markkinoilla vahvana jatkonut kysyntätilanne ja suuret projektit, mutta Suomessa liikevaihdon kehitystä heikensi kiristynyt kilpailutilanne. Q2-liikevoitto nousi noin 14 % vertailukaudesta 26,6 MEUR:oon ja oli linjassa ennusteisiin nähden. Liikevoiton kasvua tuki yhä vahva markkina, joka mahdollistaa volyyimikasvun, kannattavamman myyntimixin, hintojen korotukset ja kapasiteetin käyttöasteen parantumisen. Lisäksi kustannustehokkuuden parantuminen tuki edelleen tulosta. Segmentteittäin katsottuna tulostuskasvu oli odotuksia vahvempaa Itä-Euroopan ja Norjan liiketoiminnoissa. Keskeisten Ruotsin ja Suomen segmenttien tulostuskasvut jäivät kuitenkin odotuksista, kun myyntimix ei parantunut enää aiempaan tahtiin ja Suomen kilpailutilanne kiristyi.

Ohjeistus ja näkymät ennallaan, mutta merkit syklin käänneestä vahvistuvat

Alkuvuoden vahvan tulostuskasvun myötä Ramirent toisti ennakoitua oikaistun liikevoiton kasvua ennakoivan ohjeistuksen. Myös positiiviset markkinanäkymät loppuvuodelle olivat ennallaan, joskin yhtiö liputti jälleen erityisesti Ruotsin osalta kasvanutta epävarmuutta ja riskitasoa keskipitkällä aikavälillä. Lisäksi yhtiö ennakoii, että tulostuskasvutahti hiipuu H2:lla alkuvuodesta vahvojen vertailukausien takia, mikä ei kuitenkaan ollut odotuksiin nähden yllätyksellinen kommentti. Teimme Q2:n jälkeen ennusteisiimme kokonaisuutena maltillisia muutoksia, mutta siirsimme odottamamme syklisen käänneen painopistettä lisää vuoden 2020 puolelle. Huomioimme nyt ennusteissamme myös siirtokelpoisten tilojen liiketoiminnan myynnin, joka laski noin 3-4 %:lla lähivuosien tulosten ennusteita ja noin 30 MEUR:n myyntitappion vuoksi selvästi vuoden 2018 raportoitua tulosten ennustetta. Odotamme Ramirentiltä yhä voimakasta oikaistun tuloksen kasvua (+23 %) vuodelle 2018, mutta samalla ennakoimme edelleen Ruotsin ja Suomen rakennusmarkkinoiden syklisen käänneen painavan Ramirentin tuloksen noin 30 %:n laskuun vuosina 2019-2020.

Arvostus yli syklin katsoviin mittareihin nähden neutraali

Vahva tulostuskasvu on laskenut Ramirentin lyhyen aikavälin arvostuskertoimet mataliksi (FY'18 oik. P/E ja EV/EBIT noin 10x), mutta yli syklin normalisoituun tulokseen (2011-2020e EBIT n. 78 MEUR) ja arvostuskertoimiin (EV/EBIT 2009-2018 kesk. n. 14x) nähden nykyinen arvostustaso on neutraali (EV/EBIT 14x). Lähes 6 %:iin yltävä osinkotuotto ja takavuosisista parantunut operatiivinen suorituskyky antavat tukea osakkeelle, mutta syklin käänneen luoman epävarmuuden vuoksi emme näe arvostustasossa nousuvaraa.

Analyttikko

Petri Aho
+358 50 340 2986
petri.aho@inderes.fi



Suositus

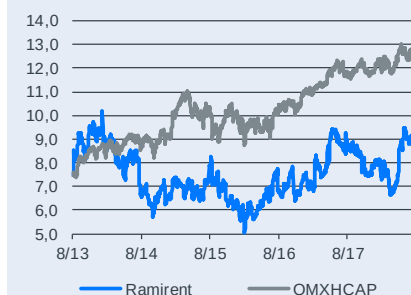
Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 7,60 EUR

Edellinen: 8,00



Lähde: Thomson Reuters

Ei-lisän päätös 7,31 EUR

12 kk vaihteluväli 6,52-9,62 EUR

Potentiaali 4,0 %

Ohjeistus

Ramirent arvioi, että vuoden 2018 vertailukelpoinen EBIT paranee vuodesta 2017.

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

Katso Q2-tulosjulkistus webcast:



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)	%
2016	665	38	5,8 %	28	0,20	0,40	1,7	6,0	19,3	18,7	5,4 %
2017	724	89	12,3 %	77	0,59	0,44	1,6	5,7	13,0	13,0	5,6 %
2018e	747	80	10,8 %	70	0,52	0,44	1,5	4,8	9,9	9,8	6,0 %
2019e	721	94	13,0 %	84	0,63	0,44	1,4	4,8	11,2	11,6	6,0 %
2020e	703	78	11,0 %	69	0,51	0,44	1,4	5,2	13,1	14,2	6,0 %
Markkina-arvo, MEUR			786	OPO / osake 2018e, EUR			2,93				-4 %
Nettovelka 2018e, MEUR			308	P/B 2018e			2,5				-1 %
Yritysarvo (EV), MEUR			1094	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			97,8 %				18,0 %
Taseen koko 2018e, MEUR			850	Omavaraisuusaste 2018e, %			37,1 %				12,6 %

Q2-tulos kokonaisuutena odotuksien mukainen - tulokasvu painottui segmenttitasolla odotettua vahvemmin Itä-Eurooppaan

Ennustetaulukko	Q2'17	Q2'18	Q2'18e	Q2'18e	Konsensus	Erotus (%)	2018
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	174	186	185	185	182	186	747
Liikevoitto (oikaistu)	19,8	26,6	27,2	26,6	25	27	110,4
Tulos ennen veroja	16,2	23,9	23,7	23,3	21	24	70,0
EPS (oik.)	0,12	0,18	0,17	0,17	0,16	0,19	0,75
Liikevaihdon kasvu-%	2,8 %	7,1 %	6,4 %	6,3 %	4,5 %	6,8 %	3,2 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	11,4 %	14,3 %	14,7 %	14,4 %	13,6 %	14,6 %	14,8 %

Lähde: Inderes & Inquiry Financial (konsensus)

Liikevaihto	2017Q2	2018Q2	2018Q2e	Erotus (%)
MEUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Tot. vs. Inderes
Suomi	46,3	46,8	48,6	-4 %
Ruotsi	63,2	70,2	69,5	1 %
Norja	27,9	29,9	27,9	7 %
Tanska	9,8	10,0	9,7	3 %
Itä-Eurooppa	27,1	29,8	29,8	0 %
Segmenttien välinen	-0,2	-0,3	-0,3	0 %

Lähde: Inderes

Liikevoitto	2017Q2	2018Q2	2018Q2e	Erotus (%)
MEUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Tot. vs. Inderes
Suomi	6,3	6,5	7,0	-8 %
Ruotsi	8,1	10,4	12,5	-17 %
Norja	1,7	2,5	2,2	12 %
Tanska	0,2	0,7	1,2	-40 %
Itä-Eurooppa	5,9	8,2	6,7	22 %
Segmenttien välinen	-2,2	-1,7	-2,5	-34 %

Lähde: Inderes

Ennustamme edelleen syklistä tuloskäännettä vuosille 2019-2020

Liiketoimintakauppa ja syklin käänteen ajoittuminen muuttaa ennusteita

Teimme Q2:n jälkeen ennusteisiimme kokonaisuutena maltillisia muutoksia, mutta siirsimme odottamamme syklisen käänteen painopistettä lisää vuoden 2020 puolelle. Huomioimme nyt ennusteissamme myös siirtokelpoisten tilojen liiketoiminnan myynnin, joka laski noin 3-4 %:lla lähivuosien tulosenusteita ja noin 30 MEUR:n myyntitappion vuoksi selvästi vuoden 2018 raportoitua tulosenustetta.

Odotamme Ramirentilta yhä voimakasta oikaistun tuloksen kasvua (+23 %) vuodelle 2018, mutta samalla ennakoimme edelleen Ruotsin ja Suomen rakennusmarkkinoiden syklisen käänteen painavan Ramirentin tuloksen noin 30 %:n laskuun vuosina 2019-2020.

Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	762	747	-2 %	745	721	-3 %	739	703	-5 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	111	110	-1 %	93	94	1 %	84	78	-8 %
Liikevoitto	111	80	-28 %	93	94	1 %	84	78	-8 %
Tulos ennen veroja	100	70	-30 %	83	84	1 %	75	69	-8 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,73	0,75	2 %	0,61	0,63	4 %	0,55	0,51	-7 %
Osakekohtainen osinko	0,48	0,44	-8 %	0,48	0,44	-8 %	0,48	0,44	-8 %
Lähde: Inderes									

Arvostus linjassa pitkän aikavälin yli syklin katsoviin mittareihin

Yli syklin katsovaan tulokseen nähden arvostustaso on neutraali

Vahva tulokasvu on laskenut Ramirentin lyhyen aikavälin arvostuskertoimet mataliksi (FY'18 oik. P/E ja EV/EBIT noin 10x), mutta yli syklin normalisoituun tulokseen (2011-2020e EBIT n. 78 MEUR) ja arvostuskertoimiin (EV/EBIT 2009-2018 kesk. n. 14x) nähden nykyinen arvostustaso on neutraali (EV/EBIT 14x). Lähes 6 %:iin yltävä osinkotuotto ja takavuosista parantunut operatiivinen suorituskyky antavat tukea osakkeelle, mutta syklin käänteen luoman epävarmuuden vuoksi emme näe arvostustasossa nousuvaraa.

Pitkän aikavälin arvostustaso



Lähde: Thomson Reuters

Verrokkiyhtiöiden arvostustaso

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	
Aggreko	861,0	2457	3156	13,2	12,5	5,5	5,3	1,7	1,7	17,2	16,0	3,3	3,3	1,5
Ashtead Group	2410	13076	15750	13,6	12,2	8,1	7,3	3,9	3,5	17,8	14,6	1,3	1,6	4,6
Cramo	17,8	794	1253	9,9	10,1	5,1	5,0	1,6	1,6	8,8	9,2	5,1	5,3	1,3
H&E Equipment Services	35,8	1101	2034	15,0	13,8	6,1	5,7	2,0	1,8	17,8	15,7	3,2	3,2	3,6
Herc Holdings	30,0	57	309	17,9	12,8	4,3	3,9	0,8	0,8	26,7	6,4			
McGrath Rentcorp	58,0	1207	1470	16,0	14,9	8,9	8,5	3,5	3,4	20,2	18,9	2,3	2,3	
Speedy Hire	61,8	361	427	13,5	11,5	5,3	5,0	1,0	1,0	15,1	12,9	2,5	3,1	1,5
United Rentals	151,9	10823	18617	10,5	9,7	5,8	5,4	2,8	2,6	9,5	8,5			3,7
VP	1135,0	508	698	14,6	12,2	7,7	6,6	2,1	1,7	13,7	11,4	2,3	2,8	3,0
Ramirent (Inderes)	7,31	786	1094	9,9	11,2	4,8	4,8	1,5	1,4	9,8	11,6	6,0	6,0	2,5
Keskiarvo				13,8	12,2	6,3	5,9	2,2	2,0	16,3	12,6	2,9	3,1	2,7
Mediaani				13,6	12,2	5,8	5,4	2,0	1,7	17,2	12,9	2,5	3,1	3,0
Erotus-% vrt. mediaani				-27 %	-8 %	-18 %	-12 %	-25 %	-16 %	-43 %	-10 %	142 %	94 %	-18 %

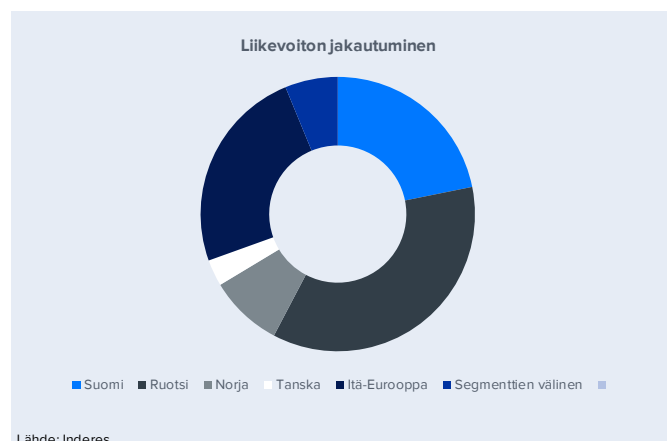
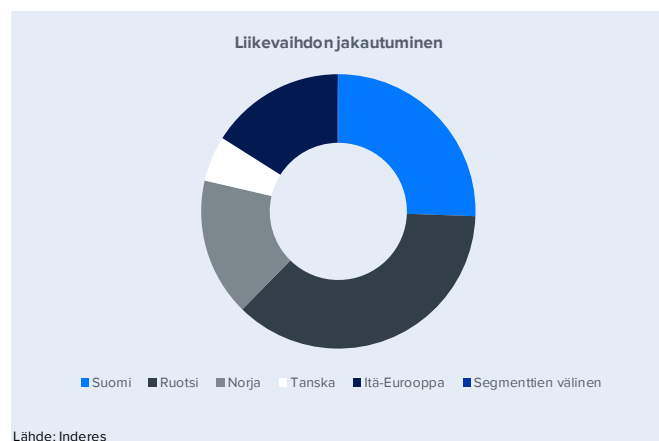
Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	665,1	164,6	174,1	184,7	200,3	723,7	176,0	186,4	185,7	198,7	746,8	721,2	702,9
<i>Suomi</i>	180,4	42,8	46,3	49,9	52,5	191,5	44,7	46,8	50,9	53,3	195,7	189,8	185,1
<i>Ruotsi</i>	237,0	60,4	63,2	64,4	72,3	260,3	68,6	70,2	67,6	75,2	281,6	271,8	263,6
<i>Norja</i>	120,2	29,0	27,9	29,1	35,2	121,2	28,0	29,9	30,8	35,9	124,7	125,9	127,2
<i>Tanska</i>	41,7	10,0	9,8	10,0	11,2	41,0	9,3	10,0	10,3	11,4	41,0	41,8	42,3
<i>Itä-Eurooppa</i>	55,8	22,8	27,1	31,5	29,6	111,0	25,7	29,8	34,3	31,7	121,5	123,9	117,7
<i>Segmenttien välinen</i>	-4,4	-0,4	-0,2	-0,2	-0,5	-1,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,2	0,0	0,0
Käyttökate	169,0	42,6	48,2	61,5	53,1	205,4	51,2	56,6	63,5	27,0	198,2	217,2	193,8
Poistot ja arvonalennukset	-130,7	-28,1	-28,4	-29,6	-30,1	-116,1	-29,3	-30,0	-29,0	-29,5	-117,8	-123,7	-116,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	58,9	14,5	19,9	32,0	24,3	90,6	21,8	26,6	34,5	27,5	110,4	93,6	77,6
Liikevoitto	38,3	14,5	19,9	32,0	23,0	89,3	21,8	26,6	34,5	-2,5	80,4	93,6	77,6
<i>Suomi</i>	22,7	3,5	6,3	8,9	6,6	25,3	5,1	6,5	9,3	6,8	27,7	24,7	22,2
<i>Ruotsi</i>	22,2	7,8	8,1	10,4	10,1	36,4	11,7	10,4	12,2	11,3	45,6	38,0	31,6
<i>Norja</i>	-1,5	0,8	1,7	2,9	3,3	8,7	1,2	2,5	3,5	3,8	11,0	11,3	10,8
<i>Tanska</i>	1,8	0,5	0,2	0,5	1,3	2,5	1,0	0,7	1,1	1,1	4,0	3,8	3,6
<i>Itä-Eurooppa</i>	3,8	2,8	5,9	9,1	5,7	23,5	5,1	8,2	10,6	7,0	30,8	27,3	21,2
<i>Segmenttien välinen</i>	-17,7	-0,9	-2,2	0,1	-2,8	-5,8	-2,2	-1,7	-1,5	-2,5	-7,9	-8,0	-8,2
<i>Kertaluonteiset erät</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,3	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-10,2	-3,6	-3,6	-1,6	-3,5	-12,4	-2,5	-2,8	-1,7	-3,4	-10,4	-10,0	-8,6
Tulos ennen veroja	28,1	10,9	16,2	30,3	19,4	76,9	19,3	23,8	32,8	-5,9	70,0	83,6	69,0
Verot	-6,3	-2,4	-3,6	-5,8	-1,7	-13,5	-4,1	-4,3	-6,6	1,2	-13,8	-15,9	-13,8
Vähemmistöosuudet	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	21,5	8,5	12,7	24,5	17,7	63,4	15,2	19,5	26,2	-4,7	56,2	67,7	55,2
EPS (oikaistu)	0,39	0,08	0,12	0,23	0,18	0,60	0,14	0,18	0,24	0,18	0,75	0,63	0,51
EPS (raportoitu)	0,20	0,08	0,12	0,23	0,16	0,59	0,14	0,18	0,24	-0,04	0,52	0,63	0,51

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	4,6 %	12,7 %	2,8 %	9,1 %	11,0 %	8,8 %	6,9 %	7,1 %	0,5 %	-0,8 %	3,2 %	-3,4 %	-2,5 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	8,9 %	202,1 %	33,0 %	59,5 %	27,0 %	53,8 %	50,4 %	33,7 %	7,9 %	13,3 %	21,8 %	-15,2 %	-17,0 %
<i>Käyttökate-%</i>	25,4 %	25,9 %	27,7 %	33,3 %	26,5 %	28,4 %	29,1 %	30,3 %	34,2 %	13,6 %	26,5 %	30,1 %	27,6 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	8,9 %	8,8 %	11,4 %	17,3 %	12,1 %	12,5 %	12,4 %	14,3 %	18,6 %	13,8 %	14,8 %	13,0 %	11,0 %
<i>Nettotulos-%</i>	3,2 %	5,1 %	7,3 %	13,3 %	8,9 %	8,8 %	8,6 %	10,5 %	14,1 %	-2,4 %	7,5 %	9,4 %	7,9 %

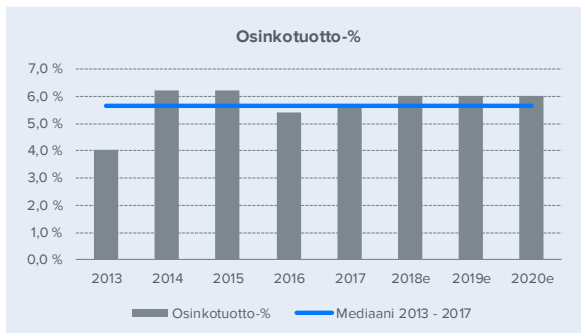
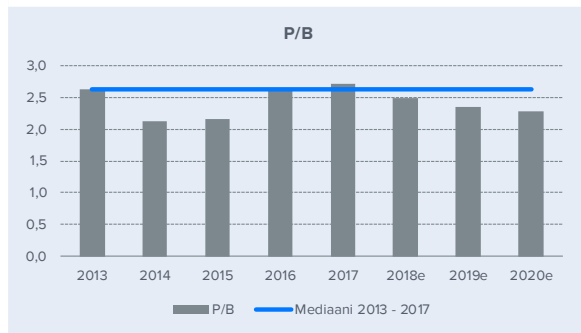
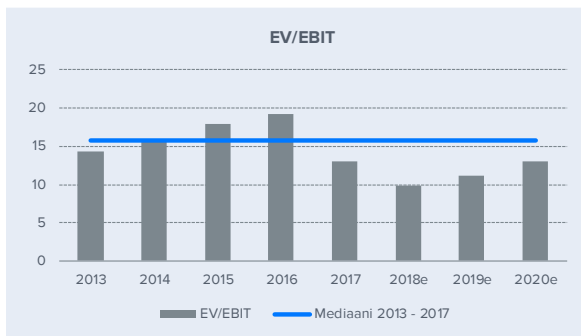
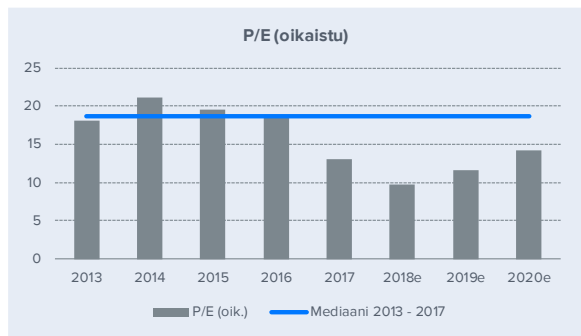
Lähde: Inderes



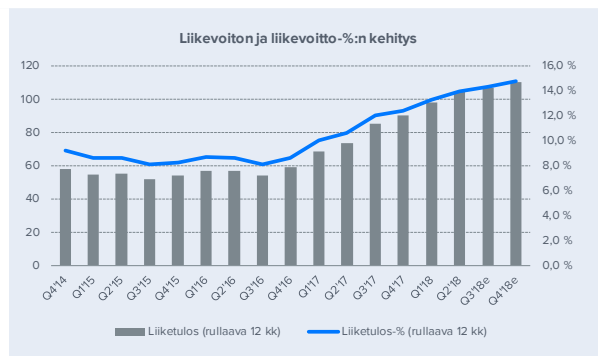
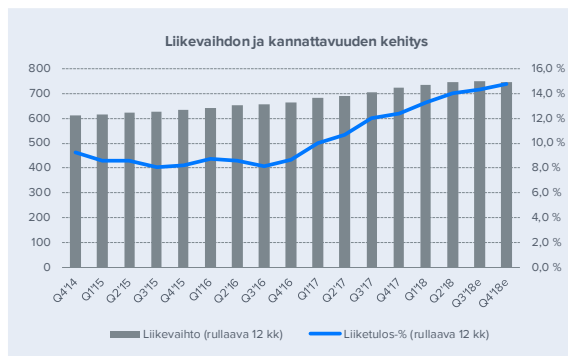
Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	9,15	6,45	6,45	7,39	7,81	7,31	7,31	7,31
Markkina-arvo	976	689	689	789	840	786	786	786
Yritysarvo (EV)	1183	917	970	1135	1178	1094	1045	1014
P/E (oik.)	18,1	21,1	19,6	18,7	13,0	9,8	11,6	14,2
P/E	18,1	21,1	17,7	36,6	13,3	14,0	11,6	14,2
P/Kassavirta	8,7	12,2	-619,8	-80,2	12,1	8,9	7,5	9,2
P/B	2,6	2,1	2,2	2,7	2,7	2,5	2,3	2,3
P/S	1,5	1,1	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1
EV/Liikevaihto	1,8	1,5	1,5	1,7	1,6	1,5	1,4	1,4
EV/EBITDA	6,1	5,5	5,9	6,0	5,7	4,8	4,8	5,2
EV/EBIT	14,4	15,8	17,9	19,3	13,0	9,9	11,2	13,1
Osinko/tulos (%)	73,1 %	131,2 %	109,7 %	198,3 %	74,7 %	84,3 %	70,0 %	85,7 %
Osinkotuotto-%	4,0 %	6,2 %	6,2 %	5,4 %	5,6 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

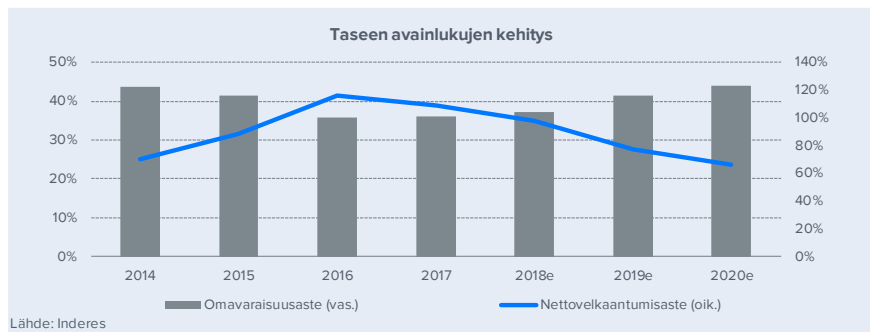


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	632	686	703	696	663
Liikearvo	140	138	135	115	115
Aineettomat oikeudet	46	30	24	24	24
Käyttöomaisuus	426	495	525	538	505
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	4	8	8	8	8
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	15	14	11	11	11
Laskennalliset verosaamiset	1	1	1	1	1
Vaihtuvat vastaavat	138	144	153	154	149
Varastot	16	11	13	11	11
Muut lyhytaikaiset varat	4	7	3	3	3
Myyntisaamiset	118	124	131	138	133
Likvidit varat	1	2	7	2	2
Taseen loppusumma	771	830	856	850	812

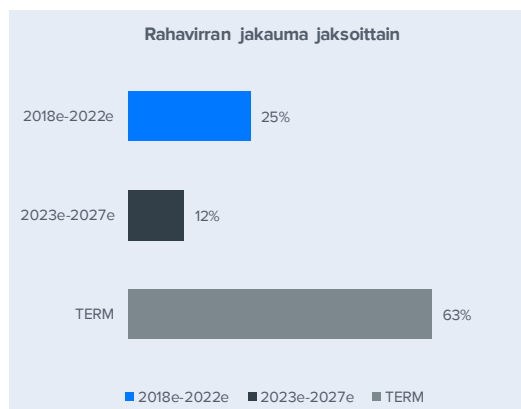
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	319	298	310	315	336
Osakepääoma	25	25	25	25	25
Kertyneet voittovarot	181	159	168	177	198
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	-1	0	0	0	0
Muu oma pääoma	114	114	116	113	113
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	262	260	252	349	305
Laskennalliset verovelat	49	47	48	60	55
Varaukset	2	1	3	2	2
Lainat rahoituslaitoksilta	183	187	175	250	210
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	28	25	27	37	37
Lyhytaikaiset velat	189	273	294	185	171
Lainat rahoituslaitoksilta	98	160	170	61	51
Lyhytaikaiset korottomat velat	88	109	117	119	115
Muut lyhytaikaiset velat	4	4	7	5	5
Taseen loppusumma	771	830	856	850	812



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	89,3	80,4	93,6	77,6	86,9	80,0	82,4	84,8	87,4	90,0	92,2	
+ Kokonaispoistot	116,1	117,8	123,7	116,1	109,9	112,0	116,2	120,5	125,0	129,7	134,4	
- Maksetut verot	-13,5	-13	-20,9	-18,0	-15,7	-14,9	-15,3	-15,5	-15,7	-16,1	-16,5	
- verot rahoituskuluista	-2,2	-2,0	-1,9	-1,7	-1,7	-1,9	-2,0	-2,3	-2,7	-2,8	-2,8	
+ 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	8,0	-5,6	1,0	0,7	-0,1	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-0,8	
Operatiivinen kassavirta	197,7	189,3	195,5	174,8	179,4	174,3	180,4	186,7	193,1	199,8	206,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	4,5	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-133,0	-110,7	-90,9	-89,2	-118,9	-130,2	-135,1	-140,1	-145,3	-150,0	-147,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	69,2	88,0	104,6	85,6	60,4	44,1	45,3	46,5	47,8	49,8	58,7	
+/- 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	69,2	88,0	104,6	85,6	60,4	44,1	45,3	46,5	47,8	49,8	58,7	1509,2
Diskontattu vapaa kassavirta		85,9	95,8	73,6	48,8	33,4	32,3	31,1	30,0	29,4	32,5	836,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	1329,2	1243,3	1147,5	1073,8	1025,0	991,6	959,3	928,2	898,1	868,7	836,2	
Velaton arvo DCF	1329,2											
- Korolliset velat		-344,8										
+ Rahavarat		6,9										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-47,3										
Oman pääoman arvo DCF	943,9											
Oman pääoman arvo DCF per osake	8,77											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	55,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,5 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	635,7	665,1	723,7	746,8	721,2
EBITDA	168,0	169,0	205,4	198,2	217,2
EBITDA-marginaali (%)	26,4	25,4	28,4	26,5	30,1
EBIT	57,9	38,3	89,3	80,4	93,6
Voitto ennen veroja	46,8	28,1	76,9	70,0	83,6
Nettovoitto	38,9	21,5	63,4	56,2	67,7
Kertaluontoiset erät	3,8	-20,6	-1,3	-30,0	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	770,7	830,1	856,0	850,1	812,1
Oma pääoma	319,1	297,6	309,5	315,5	335,8
Liikearvo	139,7	138,5	134,7	114,7	114,7
Korolliset velat	281,4	347,4	344,8	310,7	261,5

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	168,0	169,0	205,4	198,2	217,2
Nettokäyttöpääoman muutos	-20,3	16,5	8,0	-5,6	1,0
Operatiivinen kassavirta	135,9	175,5	197,7	189,3	195,5
Vapaa kassavirta	-1,1	-9,8	69,2	88,0	104,6

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,36	0,20	0,59	0,52	0,63
EPS oikaistu	0,33	0,39	0,60	0,75	0,63
Operat. kassavirta per osake	1,27	1,64	1,84	1,76	1,82
Tasearvo per osake	2,99	2,79	2,88	2,93	3,12
Osinko per osake	0,40	0,40	0,44	0,44	0,44
Voitonjako, %	110	198	75	84	70
Osinkotuotto, %	6,2	5,4	5,6	6,0	6,0

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	17,7	36,6	13,3	14,0	11,6
P/B	2,2	2,7	2,7	2,5	2,3
P/Liikevaihto	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1
P/CF	5,1	4,5	4,2	4,2	4,0
EV/Liikevaihto	1,5	1,7	1,6	1,5	1,4
EV/EBITDA	5,8	6,7	5,7	5,5	4,8
EV/EBIT	16,7	29,6	13,2	13,6	11,2

Suositus historia, viimeiset 12 kk

10.5.2017	Vähennä	8,00 €	8,42 €
24.5.2017	Myy	8,00 €	9,41 €
3.8.2017	Vähennä	8,30 €	8,71 €
9.11.2017	Vähennä	8,40 €	8,19 €
4.12.2017	Vähennä	7,70 €	7,44 €
9.2.2018	Vähennä	7,70 €	8,24 €
11.5.2018	Vähennä	8,00 €	8,49 €
9.8.2017	Vähennä	7,60 €	7,31 €

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 omistussuosuuksia 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/>