

Operatiivinen kehitys on todella vahvaa

Nesteen operatiivinen kehitys oli Q1:llä konsernitasolla odotetun vahvaa ja vertailukelpoinen liikevoitto ylitti odotuksemme korkeamman BTC-verohelpotuksen vuoksi. Segmenttitasolla Uusiutuvien tulokunto löi kuitenkin kaikki odotukset erittäin vahvan lisämarginaalin vuoksi. Tarkistimme marginaaliennusteitamme selvästi ylöspäin, minkä seurauksena liikevoittoennusteemme nousivat merkittävästi. Tätä heijastellen tarkastamme tavoitehintamme 61,0 euroon (aik. 52 euroa) ja nostamme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. myy).

Uusiutuvien tuotteiden tuloskehitys on todella vahvaa

Neste ylsi Q1'18:lla 3629 MEUR:n liikevaihdolla 401 MEUR:n vertailukelpoiseen liikevoittoon, mikä ylitti sekä meidän 385 MEUR:n että konsensuksen 365 MEUR:n ennusteen. Yhtiö kirjasi vertailukelpoiseen liikevoittoon 140 MEUR:n kertaerän viime vuodelle takautuvasti myönnetystä BTC-verohelpotuksesta. Meidän ennusteemme kertaeräksi oli 120 MEUR, joten operatiivisesti tulokunto on ollut konsernitasolla pitkälti odotuksiemme mukaista. Segmenttitasolla Öljytuotteiden kokonaismarginaali ja sitä myöten myös vertailukelpoinen liikevoitto jäivät odotuksistamme. Suhteessa vertailukauteen suurimman loven segmentin tulokseen teki kuitenkin euron selvä vahvistuminen dollaria vastaan. Öljytuotteiden ennusteista jäämistä paikkasi Uusiutuvat tuotteet, jonka operatiivinen kehitys on ollut jälleen erinomaisella tasolla. Uusiutuvien tuotteiden vertailukelpoinen liikevoitto sai merkittävää tukea tuntuvasti nousseesta lisämarginaalista. Lisämarginaalia ovat tukeneet mm. korkeampikatteen 100 %:na toimitettavan uusiutuvan dieselin osuuden kasvu sekä edelleen suotuisampaan suuntaan kehittyneet raaka-ainemix. Alemmille riveille Neste kirjasi odotuksiemme mukaiset rahoituskulut, mutta verojen jäädessä alle odotuksien oli osakekohtaisen tuloksen (1,29 euroa) ennusteiden ylitys vielä operatiivisiakin numeroita suurempi.

Uusiutuvien tuotteiden lisämarginaalin nousu heijastui ennusteisiin merkittävästi

Neste ei anna numeerista ohjausta, mutta yhtiö nosti arviotaan Uusiutuvien tuotteiden lisämarginaalista kuluvalle vuodelle. Yhtiö odottaa nyt lisämarginaalin pysyvän vahvalla tasolla (aik. hyvällä tasolla) vuonna 2018. Q1:llä lisämarginaali nousi reilu 50 % suhteessa Q4'17:n tasoon, joten vaikkakin ohjeistus on melko abstrakti, tarkistimme lisämarginaalin ennusteita selvästi ylöspäin loppuvuoden osalta sekä lähivuosille. Kuluvan vuoden ennusteemme nousivat vertailukelpoisen liikevoiton osalta 8 % ja vuoden 2019 osalta 19 %. Odotamme nyt kuluvalta vuodelta 1301 MEUR:n vertailukelpoista liikevoittoa. Vahvistuneen lisämarginaalin takana on sekä parempi myyntimix että raaka-ainemixin optimointi, mikä laskee yhä yhtiön muuttuvia kustannuksia.

Arvostuskertoimet eivät ole houkuttelevalla tasolla

Erittäin vahvasta operatiivisesta kehityksestä huolimatta emme näe arvostustasoa houkuttelevana ostoilille, kun ennusteidemme mukainen 2018e P/E-kerroin on 16x ja vastaava EV/EBITDA-kerroin on 9,5x. Tasepohjainen P/B-kerroin 3,2x on sekin korkea teollisuusyhtiölle, vaikkakin on huomioitava yhtiön poikkeuksellisen korkea pääoman tuottotaso. Arviomme mukaan pääoman tuottotasossa on kuitenkin pitkässä juoksussa laskupainetta, sillä pitkällä aikavälillä odotamme kilpailutekijöiden heijastuvan myös Uusiutuvien tuotteiden pääoman tuottotasoihin.

Avainluvut

	Liikevaihto MEUR	Liikevoitto (EBIT) MEUR	Liikevoitto- marginaali %	Tulos ennen veroja (PTP) MEUR	Tulos/ osake EUR	Osinko/ osake EUR	EV/ Liikevaihto (x)	EV/ EBITDA (x)	EV/ EBIT (x)	P/E (x)	Osinko- tuotto %
2016	11 690	1155	9,9 %	1075	3,67	1,30	0,9	7,5	10,2	11,8	3,6 %
2017	13 217	1171	8,9 %	1094	3,56	1,70	1,1	9,5	12,8	16,0	3,2 %
2018e	14 257	1321	9,3 %	1243	4,10	2,10	1,1	9,5	12,3	15,7	3,3 %
2019e	13 989	1299	9,3 %	1222	3,96	2,25	1,2	9,5	12,4	15,9	3,6 %
2020e	14 162	1344	9,5 %	1265	4,10	2,35	1,1	9,1	12,0	15,3	3,7 %
Markkina-arvo, MEUR		16078		OPO / osake 2018e, EUR		19,37		CAGR EPS, 2017-2020, %			5 %
Nettovelka 2018e, MEUR		-91		P/B 2018e		3,2		CAGR kasvu, 2017-2020, %			2 %
Yritysarvo (EV), MEUR		16051		Nettovelkaisuusaste 2018e, %		-1,8 %		ROE 2018e, %			22,5 %
Taseen koko 2018e, MEUR		9148		Omavaraisuusaste 2018e, %		54,3 %		ROCE 2018e, %			21,5 %

Analyttikko

Petri Gostowski
+358 40 821 5982
petri.gostowski@inderes.fi



Suositus

Vähennä



Edellinen: Myy

Tavoitehintana **61,00 EUR**

Edellinen: 52,00



Lähde: Reuters

Eiilisen päätös **62,90 EUR**

12 kk vaihteluväli **33,93-63,7 EUR**

Potentiaali **-3,0 %**

Ohjeistus

Neste odottaa Uusiutuvien tuotteiden lisämarginaalin pysyvän vahvalla tasolla vuonna 2018. Öljytuotteiden viitemarginaali on noussut alkuvuoden matalalta tasolta ja vahvan kysynnän odotetaan edelleen tukevan sen kehitystä.

Ohjeistusmuutos: **Uusi ohjeistus**

Uusiutuvien tuotteiden tuloskehitys on todella vahvaa

Lisämarginaalin merkittävä nousu vahvisti Uusiutuvien tulokuntoa

Uusiutuvat tuotteet-segmentti ylsi Q1'18:lla 296 MEUR:n vertailukelpoiseen liikevoittoon, mikä ylitti meidän 259 MEUR:ssa olleen ennusteen selvästi. Yhtiö kirjasi Q1'18:lle 140 MEUR:n kertatuoton takautuvasti vuodelle 2017 myönnetystä BTC-verohelpotuksesta Yhdysvalloissa. Toinen merkittävä tekijä segmentin erinomaisen vertailukelpoisen liikevoiton taustalla oli merkittävästi noussut lisämarginaali, joka nousi tasolle 384 \$/t Q1'17:n tasosta 254 \$/t tasosta (nousua 51 %) ja ylitti selvästi ennusteamme. Vahvistuneen lisämarginaalin taustalla on yhtiön myyntimixin parantuminen korkeamman katetason ja 100 %:n uusiutuvan dieselin myynnin osuuden kasvun ansiosta. Lisäksi lisämarginaali on saanut tukea raaka-ainemixin optimoinnin kautta, mikä käytännössä tarkoittaa, että aikaisempaa suurempi osuus segmentin käyttämisestä raaka-aineista on muodostunut alhaisemman kustannustason jätteistä ja tähteistä.

Kokonaisuutena kvartaali oli erinomainen Uusiutuville tuotteilla ja lisämarginaalin merkittävä vahvistuminen nostaa odotuksia jälleen tulevaisuuden suhteen. Vahvan raportin Uusiutuvien osalta kruunasi se, että Neste tarkensi Uusiutuvien tuotteiden nimelliskapasiteetin 2,7 miljoonaan tonniin (aik. 2,6 miljoonaa tonnia) raportin yhteydessä. Tämä heijastelee pullonkaulojen poistamiseen tähtäävien investointien ensimmäisiä konkreettisia vaikutuksia ja luo tilaa lähivuosien volyymikasvulle.

Uusiutuvien tuotteiden erinomainen suoritus hautasi konsernitasolla alleen Öljytuotteiden maltillisen ennusteidemme alituksen. Öljytuotteiden vertailukelpoinen liikevoitto laski odotuksiamme enemmän suhteessa vertailukauteen, minkä takana oli hieman odotuksiamme enemmän laskenut kokonaisjalostusmarginaali ja edelleen matalaksi jäänyt viitejalostusmarginaali. Positiivista segmentin kehityksessä oli kuitenkin yhtiön strategisten investointien heijastuminen segmentin lisämarginaaliin, joka kohosi 6,1 \$/bbl tasolle ja ylitti yhtiön tavoitteleman tason 5,5 \$/bbl selvästi.

Hyvä tulos heijastui rahavirtaan, tase jatkaa vahvistumista odotetusti

Huolimatta merkittävästä käyttöpääoman sitoutumisesta (149 MEUR) yhtiön liiketoiminnan nettorahavirta kohosi erinomaiselle tasolle 323 MEUR:oon ja investoinnitkin (90 MEUR) huomioiva vapaa rahavirta oli hyvällä tasolla 233 MEUR:ssa. Myös yhtiön tase on jatkanut vahvan tuloskehityksen myötä vahvistumistaan ja yhtiön omavaraisuusaste oli kvartaalin lopulla 58 %:ssa ja velkaantumisaste on laskenut 4 %:iin. Yhtiöllä on näin ollen kaikki edellytykset jatkaa tuntuvaan osingonkorotusta huolimatta merkittävästä investoinnista Uusiutuvien tuotteiden lisäkapasiteettiin, josta yhtiön on tarkoitus tehdä lopullinen investointipäätös kuluvan vuoden loppuun mennessä.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q1'17	Q1'18	Q1'18e	Q1'18e	Erotus (%)	2018
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	3071	3629	3286	3337	10 %	14257
Käyttökate (vertailukelpoinen)	360	499	484	457	3 %	1715
Liikevoitto (vertailukelpoinen)	203	401	385	365	4 %	1301
EPS (vertailukelpoinen)	0,56	1,29	1,17	1,16	10 %	4,02
Liikevaihdon kasvu-%	33,1 %	18,2 %	7,0 %	8,7 %	11,2 %-yks.	7,9 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	6,6 %	11,0 %	11,7 %	10,9 %	-0,7 %-yks.	9,1 %

Lähde: Inderes & Neste IR (konsensus)

Nostimme tuloseennusteita selvästi raportin jälkeen

Vahvempi lisämarginaali nostaa tulosodotuksia tuntuvasti

Teimme vahvan Q1-raportin jälkeen merkittäviä ennustemuutoksia loppuvuodelle ja lähivuosille. Käytännössä ennustemuutokset kuitenkin rajoittuvat koskemaan vain Uusiutuvia tuotteita pientä hienosäätöä lukuun ottamatta.

Nostimme Uusiutuvien tuotteiden lisämarginaaliennusteita koko vuoden osalta tuntuvasti vahvan Q1-lukeman ja ohjeistuksen noston jälkeen. Neste tarkensi Q2:lle ja H2:lle osuvien Rotterdamin ja Singaporen huoltoseisakkien vaikutusta ja arvioi niiden EBIT-vaikutusten olevan 50 MEUR (Q2) ja 80 MEUR (H2) ja vastaavasti. Huoltoseisakit olivat jo tiedossa, mutta tarkensimme ennusteita niiden osalta yhtiön ohjeistuksen mukaisiksi. Kokonaisuutena ennustetarkistusten ja Q1:n ennusteiden ylityksen jälkeen koko vuoden vertailukelpoisen liikevoiton ennustemme nousi 8 % 1301 MEUR:oon.

Volyymikasvu oli jo ennusteissa

Lyhyellä ja keskipitkällä tähtäimellä kasvava Uusiutuvien tuotteiden kapasiteetti oli jo ennusteissamme ja odotamme pullonkaulojen poistoon tähtäävien investointien nostavan segmentin kapasiteettia ja sitä kautta volyymeja lähivuosina. Arviomme mukaan Uusiutuvien tuotteiden kysyntä on erinomaisella tasolla ja Nesteellä ei ole ongelmaa myydä täyttä kapasiteettia markkinoille jatkossakaan. Näin ollen myös lähivuosien ennustemuutokset koostuvat pääasiassa tarkistuksista lisämarginaalin tasoon. Odotamme nyt ensi vuodelta 1299 MEUR:n vertailukelpoista liikevoittoa (aik. 1029 MEUR)

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2018e			2019e			2020e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	13480	14257	6 %	13264	13989	5 %	13474	14162	5 %
Käyttökate	1596	1715	7 %	1498	1702	14 %	1542	1774	15 %
Liikevoitto (vertailukelpoinen)	1200	1301	8 %	1095	1299	19 %	1135	1344	18 %
Liikevoitto	1200	1321	10 %	1095	1299	19 %	1135	1344	18 %
Tulos ennen veroja	1121	1243	11 %	1018	1222	20 %	1056	1265	20 %
EPS (vertailukelpoinen)	3,63	4,02	11 %	3,30	3,96	20 %	3,42	4,10	20 %
Osakekohtainen osinko	1,85	2,10	14 %	1,95	2,25	15 %	2,00	2,35	18 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet eivät ole houkuttelevalla tasolla

Hyväksyttävä arvostustaso on noussut, mutta nousuvara on jo käytetty

Ennusteillamme P/E-luvut vuosille 2018 ja 2019 ovat noin 16x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 9,5x. Mielestämme arvostuskertoimet ovat absoluuttisesti korkeat ja ne heijastelevat jo täysimääräisesti yhtiölle suotuisaa toimintaympäristöä ja hyvää tuloskuntoa. Arvostuskertoimet ovat myös yli Nesteelle hyväksytyjen historiallisten arvostuskertoimien (P/E noin 12x ja EV/EBITDA noin 8x), mutta mielestämme arvostuskertoimien nousua voi pitää perusteltuna. Nykyisistä liiketoimintasegmenteistä Uusiutuville tuotteille voidaan hyväksyä Öljytuotteita selvästi korkeammat arvostuskertoimet paremman kannattavuuden ja tulevaisuuden näkymien vuoksi. Kun Uusiutuvien tuotteiden kontribuutio Nesteen vertailukelpoiseen liikevoittoon on noussut merkittävimmäksi, on mielestämme myös perusteltua, että yhtiölle hyväksyttävät arvostuskertoimet nousevat heijastelemaan tätä muutosta. Nykyiseltä tasolta kertoimissa ei kuitenkaan mielestämme ole enää nousuvara. Uusiutuvien tuotteiden suhteellisesti suuren tuloskontribuution vuoksi suhteellinen arvostus ei käytännössä tarjoa minkäänlaista

vertailukohtaa Nesteelle, sillä verrokkiryhmän toimijoilla ei ole vastaavanlaista liiketoimintaa tässä mittakaavassa.

Myös osien summa -laskelmamme indikoi Uusiutuville tuotteille selkeästi hyväksymäämme tasoa korkeampaa arvostusta. Laskelmassa annamme Öljytuotteille, Uusiutuville tuotteille ja Marketing & Services divisioonille erilliset arvostuskertoimet. Käytämme Marketing & Services divisioonalle vähittäiskaupanalan vertailuryhmän mukaista kerrointa 9x (EV/EBITDA). Vastaavasti Öljytuotteille hyväksymme maltillisen preemion suhteessa verrokkiryhmään sen vahvan Itämeren alueen markkina-aseman ja erinomaisen track-recordin myötä. Käyttämämme EV/EBITDA 6,5x kerroin edustaa noin 20 %:n preemiota verrokkiryhmän keskimääräiseen kertoimeen. Kun huomioidaan myös osakkuusyhtiöt, konsernikulut ja nettovelat jää Uusiutuvien tuotteiden EV/EBITDA-kertoimeksi nykyarvostuksella noin 14x. Tämä on mielestämme selkeästi yli hyväksyttävän tason, ja kuvastaa osakekurssiin ladattuja korkeita odotuksia.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	
Neste	62,90	16128	14217	12,4	12,4	9,5	9,8	1,1	1,0	17,3	18,6	2,8	2,8	3,3
Total	51,91	137518	149839	9,0	8,6	5,3	5,0	0,9	0,9	12,6	12,2	4,9	5,1	1,4
ENI	16,17	58765	68776	6,8	6,6	3,8	3,6	0,9	0,8	16,0	16,1	5,1	5,2	1,2
Koc Holding	13,94	7131	12848							7,0	5,9	3,8	4,9	1,5
Tupras	105,40	5325	6770	7,9	7,1	7,0	6,2	0,6	0,5	7,6	7,1	10,7	11,6	2,5
MOL	2980,00	7808	10092	8,2	6,6	4,2	3,6	0,6	0,5	8,2	7,1	3,6	3,5	1,1
Statoil	206,20	71041	79013	5,7	5,7	3,6	3,4	1,3	1,3	15,1	14,8	3,6	3,7	2,0
Valero Energy	110,71	38517	41750	10,9	9,5	7,5	6,9	0,5	0,5	15,2	12,6	2,9	3,2	2,1
Saras	1,93	1836	1715	8,2	7,3	4,4	4,1	0,2	0,2	11,7	10,5	4,0	5,2	1,6
Hellenic Petro	8,30	2537	4547	7,8	8,1	5,8	5,9	0,5	0,5	8,6	9,4	4,6	4,8	1,0
PKN Orlen	89,96	9103	9682	6,9	6,9	4,8	4,7	0,4	0,4	8,4	8,7	3,5	3,7	1,1
Motor-oil Hellas	19,14	2120	2363	5,7	5,9	4,5	4,6	0,3	0,3	8,4	9,0	6,0	6,3	1,9
Lotos	55,66	2434	3019	8,4	7,1	5,6	4,8	0,5	0,5	8,9	7,7	2,0	2,6	0,9
Neste (Inderes)	62,90	16078	16051	12,3	12,4	9,5	9,5	1,1	1,2	15,7	15,9	3,3	3,6	3,2
Keskisarvo				8,2	7,6	5,5	5,2	0,6	0,6	11,2	10,7	4,4	4,8	1,7
Mediaani				8,0	7,1	5,1	4,8	0,6	0,5	8,9	9,4	3,8	4,8	1,5
Erotus-% vrt. mediaani				54 %	75 %	87 %	99 %	103 %	136 %	76 %	68 %	-12 %	-25 %	117 %

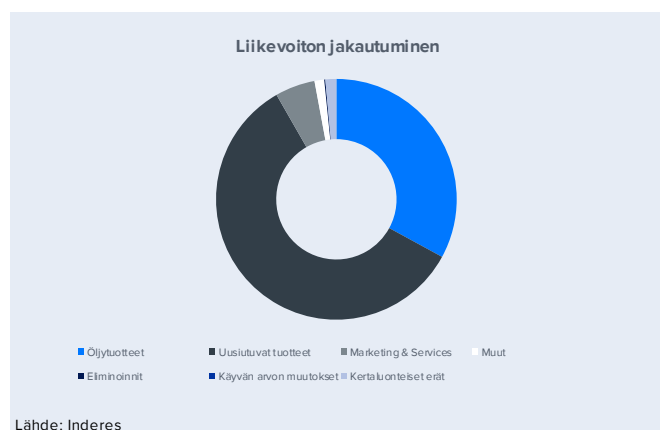
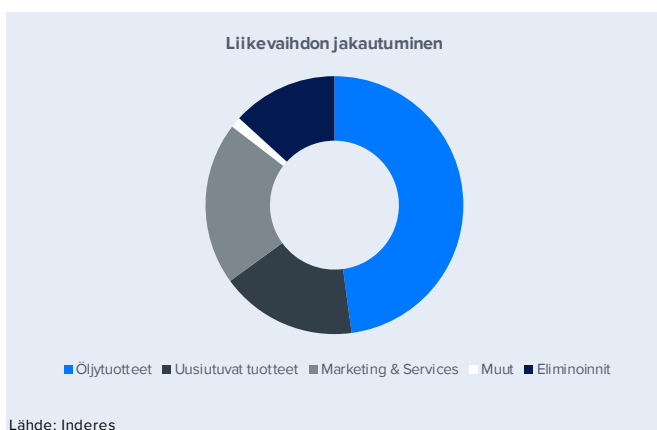
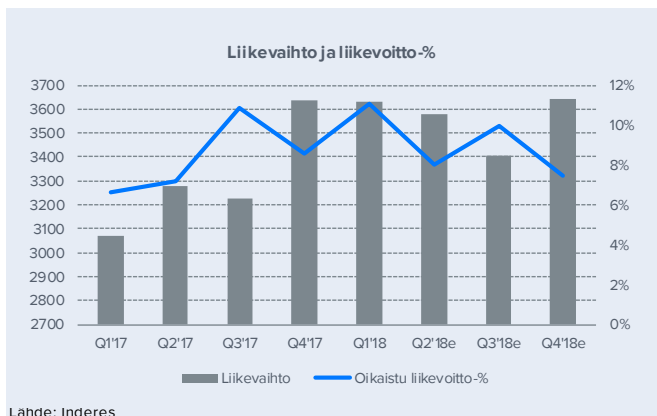
Lähde: Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	11690	3071	3280	3229	3637	13217	3629	3579	3406	3644	14257	13989	14162
Öljytuotteet	7395	2009	2080	2045	2356	8490	2453	2401	2124	2304	9282	9097	9116
Uusiutuvat tuotteet	2690	699	828	793	923	3243	759	803	862	895	3319	3380	3489
Marketing & Services	3552	948	952	986	1026	3912	996	950	990	1025	3961	3850	3875
Muut	294	55	57	57	68	237	65	65	70	60	260	262	262
Eliminoinnit	-2241	-639	-638	-652	-737	-2666	-645	-640	-640	-640	-2565	-2600	-2580
Käyttökate	1521	360	356	433	392	1542	518	387	439	371	1715	1702	1774
Poistot ja arvonalennukset	-366	-89	-92	-92	-98	-371	-98	-99	-99	-99	-395	-403	-430
Liikevoitto ilman kertaeriä	983	203	236	351	311	1101	401	288	340	272	1301	1299	1344
Liikevoitto	1155	271	264	341	294	1171	421	288	340	272	1321	1299	1344
Öljytuotteet	453	126	122	159	88	495	99	114	121	114	448	443	432
Uusiutuvat tuotteet	469	80	101	171	210	561	296	158	199	147	799	794	850
Marketing & Services	90	11	20	26	11	68	13	19	25	16	73	76	74
Muut	-23	-17	-6	-1	0	-24	-9	-3	-3	-3	-18	-10	-10
Eliminoinnit	-6	3	0	-4	1	0	2	-1	-2	-1	-2	-3	-2
Käyvän arvon muutokset	162	66	11	-7	0	70	0	0	0	0	0	0	0
Kertaluonteiset erät	10	2	16	-2	-16	0	20	0	0	0	20	0	0
Nettorahoituskulut	-79	-35	-24	-9	-9	-77	-24	-24	-15	-15	-78	-77	-79
Tulos ennen veroja	1075	236	240	332	285	1094	397	264	325	257	1243	1222	1265
Verot	-133	-35	-40	-63	-42	-180	-50	-45	-55	-44	-194	-208	-215
Vähemmistöosuudet	-4	-1	-1	-1	0	-3	0	-1	-1	-1	-2	-2	-2
Nettotulos	938	201	198	268	243	911	347	218	269	213	1047	1012	1048
EPS (oikaistu)	3,10	0,56	0,68	1,09	1,00	3,33	1,28	0,85	1,05	0,83	4,02	3,96	4,10
EPS (raportoitu)	3,66	0,78	0,77	1,05	0,95	3,56	1,35	0,85	1,05	0,83	4,10	3,96	4,10

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	5,0 %	33,1 %	12,0 %	6,4 %	6,3 %	13,1 %	18,1 %	9,1 %	5,5 %	0,2 %	7,9 %	-1,9 %	1,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	6,2 %	16,1 %	-16,4 %	33,1 %	18,5 %	12,0 %	97,3 %	21,9 %	-3,2 %	-12,3 %	18,2 %	-0,1 %	3,4 %
Käyttökate-%	13,0 %	11,7 %	10,9 %	13,4 %	10,8 %	11,7 %	14,3 %	10,8 %	12,9 %	10,2 %	12,0 %	12,2 %	12,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	8,4 %	6,6 %	7,2 %	10,9 %	8,5 %	8,3 %	11,0 %	8,0 %	10,0 %	7,5 %	9,1 %	9,3 %	9,5 %
Nettotulos-%	8,0 %	6,5 %	6,0 %	8,3 %	6,7 %	6,9 %	9,6 %	6,1 %	7,9 %	5,8 %	7,3 %	7,2 %	7,4 %

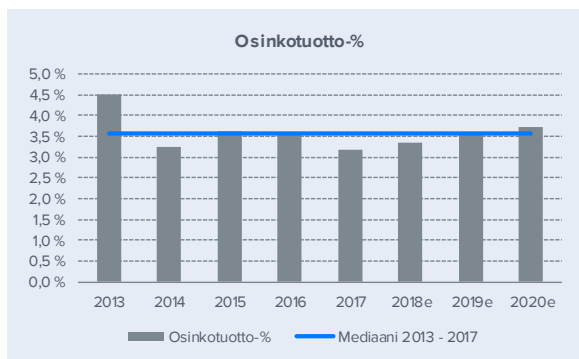
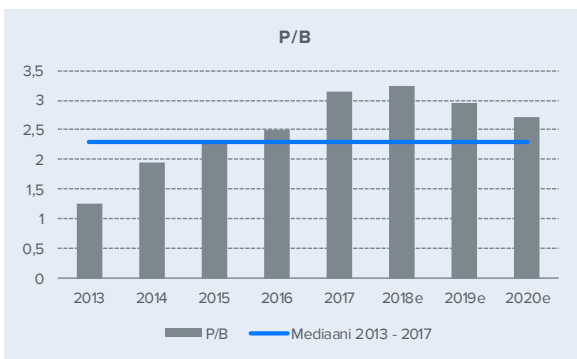
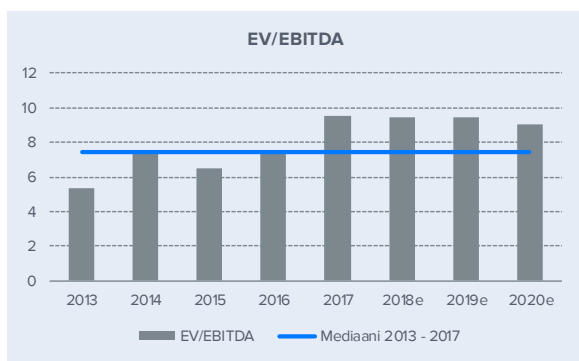
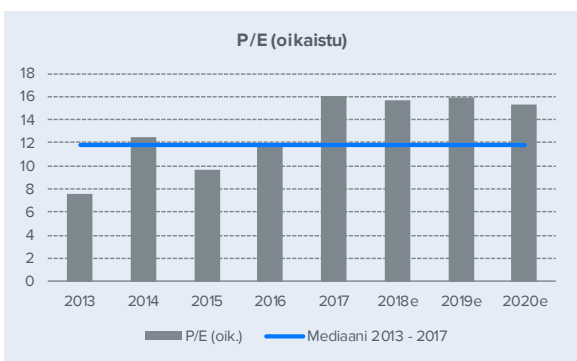
Lähde: Inderes



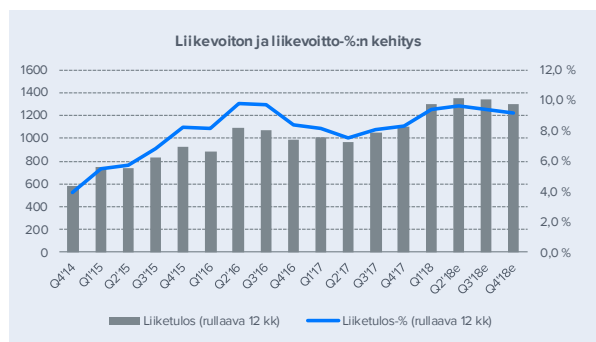
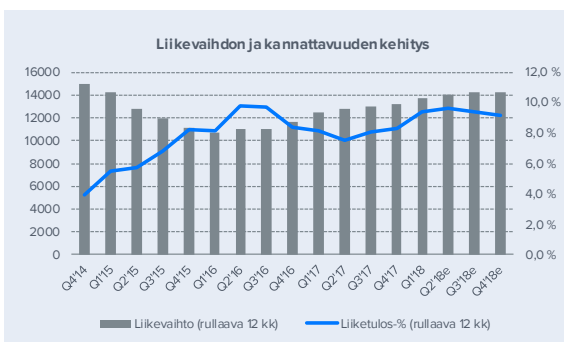
Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	14,37	20,06	27,63	36,50	53,35	62,90	62,90	62,90
Markkina-arvo	3685	5143	7062	9330	13637	16078	16078	16078
Yritysarvo (EV)	4956	6800	8399	10068	14049	16051	16127	16088
P/E (oik.)	7,6	12,5	9,7	11,8	16,0	15,7	15,9	15,3
P/E	7,0	90,3	12,7	9,9	15,0	15,4	15,9	15,3
P/Kassavirta	4,6	-87,2	14,7	9,7	20,6	16,3	30,9	23,7
P/B	1,3	1,9	2,3	2,5	3,1	3,2	3,0	2,7
P/S	0,2	0,3	0,6	0,8	1,0	1,1	1,1	1,1
EV/Liikevaihto	0,3	0,5	0,8	0,9	1,1	1,1	1,2	1,1
EV/EBITDA	5,3	7,4	6,5	7,5	9,5	9,5	9,5	9,1
EV/EBIT	8,2	11,7	9,1	10,2	12,8	12,3	12,4	12,0
Osinko/tulos (%)	31,9 %	292,6 %	45,9 %	35,4 %	47,7 %	51,3 %	56,8 %	57,3 %
Osinkotuotto-%	4,5 %	3,2 %	3,6 %	3,6 %	3,2 %	3,3 %	3,6 %	3,7 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

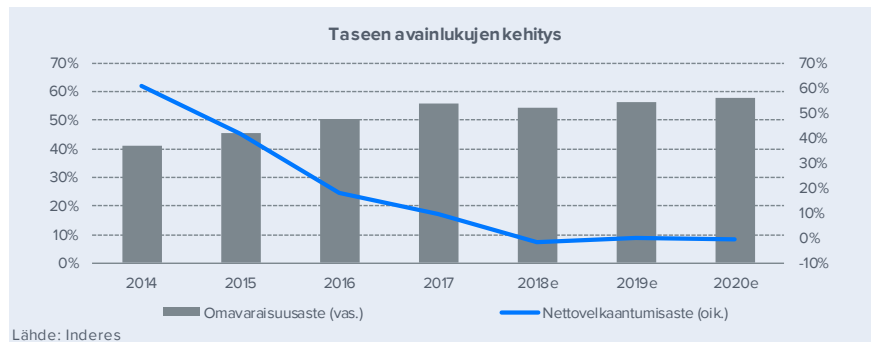


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	4091	4157	4264	4291	4854
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	71	87	100	71	70
Käyttöomaisuus	3745	3747	3856	3911	4476
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	220	216	213	213	213
Muut sijoitukset	10	55	51	51	51
Muut pitkäaikaiset varat	16	14	9	9	9
Laskennalliset verosaamiset	29	39	35	35	35
Vaihtuvat vastaavat	2702	3286	3529	4857	4835
Varastot	1090	1416	1563	1697	1679
Muut lyhytaikaiset varat	146	48	86	86	86
Myyntisaamiset	870	1034	1097	1183	1161
Likvidit varat	596	788	783	1891	1910
Taseen loppusumma	6793	7443	7793	9148	9690

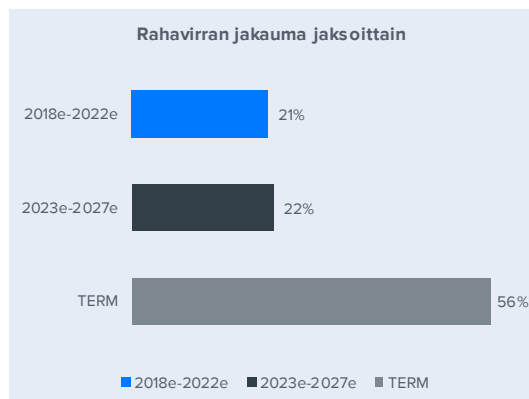
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	3104	3755	4338	4970	5446
Osakepääoma	40	40	40	40	40
Kertyneet voittovarot	3044	3693	4298	4910	5386
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	0	0	0	0	0
Vähemmistöosuus	20	22	0	20	20
Pitkäaikaiset velat	1878	1565	1504	1873	1973
Laskennalliset verovelat	265	246	269	269	269
Varaukset	39	53	55	55	55
Lainat rahoituslaitoksilta	1449	1117	1032	1400	1500
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	125	149	148	149	149
Lyhytaikaiset velat	1811	2123	1951	2304	2271
Lainat rahoituslaitoksilta	438	354	163	400	400
Lyhytaikaiset korottomat velat	1307	1565	1679	1796	1763
Muut lyhytaikaiset velat	66	204	108	108	108
Taseen loppusumma	6793	7443	7793	9148	9690



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	1171	1321	1299	1344	1390	1488	1533	1579	1610	1478	1493	
+ Kokonaispoistot	371	395	403	430	464	475	483	483	482	477	471	
- Maksutut verot	-153	-194	-208	-215	-223	-240	-247	-256	-262	-240	-242	
- verot rahoituskuluista	-13	-12	-13	-14	-14	-14	-14	-13	-12	-12	-12	
+ verot rahoitustuotoista	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	
- Käyttöpääoman muutos	-230	-103	6	-28	-22	-34	-35	-36	-25	-25	-13	
Operatiivinen kassavirta	1146	1406	1488	1518	1596	1676	1720	1757	1794	1678	1697	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoinvestoinnit	-485	-421	-967	-840	-636	-555	-486	-481	-425	-416	-439	
Vapaa operatiivinen kassavirta	663	986	521	677	960	1122	1234	1276	1369	1263	1258	
+/- Muut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	663	986	521	677	960	1122	1234	1276	1369	1263	1258	18848
Diskontattu vapaa kassavirta		937	460	555	730	791	808	775	772	661	611	9156
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		16256	15319	14859	14304	13575	12783	11975	11200	10429	9768	9156
Velaton arvo DCF		16256										
- Korolliset velat		-1195										
+ Rahavarat		783										
-Vähemmistöosuus		-65										
-Osinko/pääomapalautus		-435										
Oman pääoman arvo DCF		15344,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		60,03										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoitettu velkaantumisaste D/(D+E)	30,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,5 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,7 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	11131	11690	13217	14257	13989
EBITDA	1057	1521	1542	1715	1702
EBITDA-marginaali (%)	9	13	12	12	12
EBIT	699	1155	1171	1321	1299
Voitto ennen veroja	634	1075	1094	1243	1222
Nettovoitto	557	938	911	1047	1012
Kertaluontoiset erät	-227	172	70	20	0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	6793	7443	7793	9148	9690
Oma pääoma	3104	3755	4338	4970	5446
Liikearvo	0	0	0	0	0
Korolliset velat	1887	1471	1195	1800	1900

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	1057	1521	1542	1715	1702
Nettokäyttöpääoman muutos	-94	4	-230	-103	6
Operatiivinen kassavirta	800	1354	1146	1406	1488
Vapaa kassavirta	480	965	663	986	521

Yhtiökuvaus
Neste on korkealaatuisiin puhtaamman liikenteen polttoaineisiin keskittyvä jalostus- ja markkinointiyhtiö, joka valmistaa kaikkia tärkeimpiä öljytuotteita. Yhtiö on myös maailman johtava uusiutuvista raaka-aineista valmistetun dieselin toimittaja. Nesteen liikevaihto vuonna 2015 oli 11,7 miljardia euroa, ja sen palveluksessa työskentelee noin 5 000 henkilöä. Nesteen osake on listattu NASDAQ OMX Helsingissä.

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	2,18	3,67	3,56	4,10	3,96
EPS oikaistu	2,84	3,10	3,33	4,02	3,96
Operat. kassavirta per osake	3,13	5,30	4,48	5,50	5,82
Tasearvo per osake	12,07	14,60	16,97	19,37	21,23
Osinko per osake	1,00	1,30	1,70	2,10	2,25
Voitonjako, %	46	35	48	51	57
Osinkotuotto, %	3,6	3,6	3,2	3,3	3,6

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	12,7	9,9	15,0	15,4	15,9
P/B	2,3	2,5	3,1	3,2	3,0
P/Liikevaihto	0,6	0,8	1,0	1,1	1,1
P/CF	8,8	6,9	11,9	11,4	10,8
EV/Liikevaihto	0,8	0,9	1,1	1,1	1,2
EV/EBITDA	7,94849	6,61794	9,11315	9,35765	9,47519
EV/EBIT	12,0	8,7	12,0	12,2	12,4

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Valtioneuvoston kanslia	50,1 %
Keskinäinen eläkevaluutusyhtiö Ilmarinen	1,8 %
Kansaneläkelaitos	1,0 %
Valtion Eläkerahasto	0,7 %
Keskinäinen Työeläkevaikutusyhtiön Varma	0,7 %
Kurikan Kaupunki	0,6 %

Suositteluhistoria, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
2.12.2016	Myy	33,00 €	38,36 €
18.1.2017	Vähennä	33,00 €	32,96 €
8.2.2017	Lisää	33,00 €	31,15 €
30.3.2017	Vähennä	34,00 €	36,81 €
28.4.2017	Vähennä	35,00 €	36,09 €
4.8.2017	Vähennä	35,00 €	35,12 €
20.9.2017	Vähennä	35,50 €	35,98 €
27.10.2017	Lisää	49,00 €	46,00 €
9.1.2018	Myy	49,00 €	54,72 €
8.2.2018	Myy	49,00 €	57,02 €
12.2.2018	Myy	52,00 €	57,76 €
27.4.2018	Vähennä	61,00 €	62,90 €

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 neuvonantaja. 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 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/>