

## Matala arvostustaso tarjoaa riittävän hyvän tuotto-odotuksen

Toistamme Cityconin lisää-suosituksemme ja 1,90 euron tavoitehintamme yhtiön eilisen Q3-raportin jälkeen. Q3-raportti oli meille neutraali ja olemme tehneet sen myötä vain pieniä muutoksia ennusteisiimme. Odotamme edelleen vuosien 2018-2020 jäävän tuloksellisesti välivuosiksi Cityconille, mutta ennustamme yhtiön pystyvän ylläpitämään nykyistä osinkoaan näinä vuosina. Osakkeen arvostustaso on painunut matalaksi ja mielestämme matala arvostustaso yhdessä 7,6 %:n osinkotuoton kanssa tarjoaa riittävän tuotto-odotuksen positiivisen suosituksen perustelemiseksi. Pidämme myös mahdollisena, että Cityconin pääomistaja Gazit-Globe tulee tekemään ostotarjouksen Cityconista nykyistä osakekurssia korkeammalla tasolla.

### Q3-raportti oli meille kokonaisuutena neutraali

Cityconin eilinen Q3-raportti oli meille kokonaisuutena neutraali. Nettovuokratuotto ja operatiivinen liikevoitto laskivat vertailukaudesta divestointien ja valuuttakurssimuutosten takia ja jäivät hieman ennusteestamme. Operatiiviset rahoituskulut ja verot olivat kuitenkin hieman ennustamaamme matalampia ja operatiivinen tulos 36,8 MEUR oli siten täysin ennusteemme (37 MEUR) mukainen. Vertailukelpoisesti kehitys oli tasaista, mutta vaatimatonta. Pro forma vertailukelpoiset nettovuokratuotot kasvoivat tammi-syyskuussa vain 0,8 %. Yhtiö tuttuun tapaan tarkensi kuluvan vuoden ohjeistushaarukkaansa kapeammaksi, mitä olimme odottaneet. Operatiivisen osakekohtaisen tuloksen ohjeistushaarukan keskiarvo säilyi ennallaan 0,1625 eurossa eli ohjeistustarkennus oli siten neutraali.

### Vuodet 2018-2020 jäävät yhtiölle välivuosiksi

Citycon kertoi jatkavansa ydinliiketoimintaan kuulumattomien kiinteistöjen divestointeja ja lähivuosina divesoinnit ovat 200-400 MEUR eli 5-9 % portfolioista. Divestoinneista saatavat varat on tarkoitus käyttää taseen vahvistamiseen ja uusiin kiinteistökehityshankkeisiin. Tässä strategiassa yhtiön kiinteistöportfolion laatu paranee ja kokonaisriskiprofiili laskee. Kuitenkin, vuodet 2018-2020 jäävät yhtiölle tuloksellisesti välivuosiksi, koska divestoitavien kohteiden nettotuotto-% on tyypillisesti korkea ja yhtiön kehityshankkeet valmistuvat pääosin vasta vuosina 2021-2023. Näiden lisäksi pääkaupunkiseudulle ja Tallinnaan on valmistumassa ennätysmäärä uutta liiketilaa lähivuosina ja kasvava tarjonta tulevat arviomme mukaan todennäköisesti painamaan myös Cityconin kauppakeskusten vuokratasoja ja vuokrausasteita. Näin ollen Cityconin operatiivinen EPS ei ennusteessamme (eikä konsensusennusteissa) kasva lainkaan vuosina 2018-2020.

### Arvostustaso on laskenut 6-vuoden pohjalukemiin

Cityconin osake on laskenut vuoden alusta noin 21 % ja osakkeen NAV-perusteinen arvostustaso on 6-vuoden pohjalukemissa. Osake arvostetaan tällä hetkellä noin 36 % alle Q3'18 EPRA NAV:in, mikä on yhtiön keskimääräisen historiallisen arvostustason alapuolella (21 % alle NAV:in). Osake on arvostettu tase- ja tulospohjaisesti myös selvästi kansainvälisten verrokkien alapuolelle. Cityconin osake tarjoaa nykykurssilla noin 7,6 %:n osinkotuoton. Tämä osinko ei ennusteessamme kasva, mutta mielestämme osakkeen matala arvostustaso yhdessä odotetun osingon kanssa tarjoaa riittävän tuotto-odotuksen positiivisen suosituksen perustelemiseksi. Näkemystämme tukee se, että Cityconin pääomistaja Gazit-Globe saattaa lyhyellä aikavälillä tehdä ostotarjouksen yhtiöstä 50 %:n omistusosuuden lähestyessä ja pidämme mahdollisena, että tämän ostotarjouksen taso ylittäisi nykyisen osakekurssin tason.

### Analytikko

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



### Suositus

Lisää



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintana **1,90 EUR**

Edellinen: 1,90



Lähde: Bloomberg

Eilisen päätös **1,71 EUR**

12 kk vaihteluväli **1,667-2,25 EUR**

Potentiaali **11,1 %**

### Ohjeistus

Citycon odottaa operatiivisen liikevoiton muuttuvan -14- -5 MEUR, operatiivisen tuloksen muuttuvan -12- -3 MEUR ja operatiivisen osakekohtaisen tuloksen olevan 0,1575-0,1675 euroa vuonna 2018.

Ohjeistusmuutos: Tarkennus

### 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)	(x)	%
2016	332	199	59,8 %	151	0,17	0,13	12,1	20,3	20,3	13,8	5,6 %
2017	338	201	59,3 %	152	0,17	0,13	11,5	19,5	19,5	12,6	6,0 %
2018e	320	193	60,3 %	147	0,16	0,13	11,0	18,2	18,2	10,4	7,6 %
2019e	333	208	62,5 %	156	0,17	0,13	10,6	17,0	17,0	10,3	7,6 %
2020e	336	212	63,2 %	156	0,17	0,13	10,6	16,8	16,8	10,3	7,6 %
Markkina-arvo, MEUR			1522	OPO / osake 2018e, EUR			2,51			CAGR EPS, 2017-2020, %	-1 %
Nettovelka 2018e, MEUR			2082	P/B 2018e			0,7			CAGR kasvu, 2017-2020, %	0 %
Yritysarvo (EV), MEUR			3514	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			93,0 %			ROE 2018e, %	6,6 %
Taseen koko 2018e, MEUR			4736	Omavaraisuusaste 2018e, %			47,3 %			ROCE 2018e, %	4,6 %

## Q3-raportti oli mielestämme neutraali

### Operatiivinen tulos odotuksiin

Cityconin eilinen Q3-raportti oli mielestämme kokonaisuutena neutraali. Nettovuokratuotto ja operatiivinen liikevoitto jäivät hieman ennusteestämme, mutta operatiiviset rahoituskulut ja verot olivat hieman ennustamaamme matalampia ja operatiivinen tulos 36,8 MEUR oli siten täysin ennusteemme (37 MEUR) mukainen. Yhtiö tuttuun tapaan tarkensi kuluvan vuoden ohjeistushaarukkaansa kapeammaksi, mitä olimme myös odottaneet.

### Divestoinnit ja valuuttakurssit laskivat vuokratuottoja

Citycon divestoi ydinliiketoimintaan kuulumattomia kiinteistöjä noin 320 MEUR:lla vuonna 2017 ja noin 80 MEUR:lla tammi-syyskuussa 2018. Pääasiassa näiden divestointien ja valuuttakurssimuutosten takia Q3'18 nettovuokratuotto laski 8,6 % vertailukaudesta ja jäi konsensusodotuksista ja omasta ennusteestämme. Vertailukelpoisesti kehitys oli tasaista, mutta suhteellisen vaatimatonta, sillä Pro forma vertailukelpoiset nettovuokratuotot kasvoivat vain 0,8 % tammi-syyskuun aikana. Yhtiö itse tavoittelee vertailukelpoisten nettovuokratuottojen kasvua yhden prosenttiyksikön yli kuluttajahintaindeksin, mutta tästä ollaan tänä vuonna todennäköisesti jäämässä. Q3-kaudella taloudellinen vuokrausaste nousi 0,1 %-yksikköä, mutta keskimääräinen neliövuokra laski hieman.

### Kiinteät kulut ja rahoituskulut laskivat selvästi

Myönteistä Q3-raportissa olivat operatiiviset hallinnon kulut, jotka laskivat 22 % vuodentakaisesta ja noin 10 % edelliskvartaalista. Talusjohtaja vihjasi Q3-konferenssipuhelussa, että suurimmat säästöt hallinnon kuluissa on todennäköisesti kuitenkin jo saavutettu, mutta mikäli yhtiö tekee divestointeja, tulevat hallinnon kulut laskemaan samassa suhteessa.

Operatiiviset rahoituskulut laskivat odotetusti kaudella yhtiön rahoitusjärjestelyiden myötä ja korollisten velkojen keskikorko laski 2,36 %:iin (Q1-Q2'18: 2,78 %). Cityconin lainojen keskimääräinen maturiteetti on nyt 5,2 vuotta ja käytännössä 92 % lainoista on korkosuojattuja.

### 2018 ohjeistusta tarkennettiin

Citycon tarkensi tuttuun tapaan kuluvan vuoden ohjeistushaarukkaa kapeammaksi. Operatiivisen tuloksen ohjeistushaarukan keskiarvo säilyi ennallaan 0,1625 eurossa per osake ja ohjeistustarkennus oli siten mielestämme neutraali. Ohjeistus vaikuttaa mielestämme hyvin uskottavalta ja omat ennusteemme ovat sen kanssa yhteneviä.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q3'17	Q3'18	Q3'18e	Q3'18e	Konsensus		Erotus (%)	2018e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Bruttovuokratuotto	63,8	57,8	59,9	-	-	-	-4 %	240,1
Nettovuokratuotto	58,6	53,6	56,0	55,0	54,0	56,0	-4 %	215,8
Operatiivinen EBIT	51,7	47,8	49,7	48,8	48,0	49,7	-4 %	192,8
Operatiivinen tulos	39,3	36,8	37,0	36,9	36,7	37,1	-1 %	146,7
Operatiivinen EPS	0,044	0,041	0,042	0,04	0,03	0,04	-2 %	0,165
Osinko/osake								0,13
Nettovuokrien kasvu-%	3,3 %	-8,6 %	-4,4 %	-6,1 %	-7,8 %	-4,4 %	-4,2 %-yks.	-5,6 %

## Ennustemuutoksemme olivat hyvin pieniä

### Emme edelleenkään odota tulokasvua lähivuosilta

Olemme tehneet vain pieniä muutoksia aikaisempiin ennusteisiimme Q3-raportin jälkeen. Odotamme edelleen Cityconin operatiivisen tuloksen EPS-tulokasvun olevan vuosina 2018-2020 lähes nollassa. Odotamme yhtiön kuitenkin pystyvän ylläpitämään nykyistä osingonmaksuaan tänä aikana.

### Divestoinnit jatkuvat

Yhtiö kertoi jatkavan pienempien ydinliiketoimintaan kuulumattomien kiinteistöjen divestointeja ja tarkoituksena on divestoida noin 200-400 MEUR lähivuosina eli noin 5-9 % Q3'18 lopun kiinteistöportfolion käyvästä arvosta (sis. Kista Gallerian osuus). Divestointineuvotteluja on tällä hetkellä käynnissä ja toimitusjohtaja vihjasi, että ennen vuoden vaihdetta tullaan todennäköisesti jo myymään kohteita. Divestoinneista saatavat varat on tarkoitus käyttää taseen vahvistamiseen ja uusiin kiinteistökehityshankkeisiin. Luototusaste (LTV-%) on tarkoitus laskea 40-45 %:iin (Q3'18: 48,2 %).

Tässä strategiassa yhtiön kiinteistöportfolion laatu paranee ja kokonaisriskiprofiili laskee. Kuitenkin, vuodet 2018-2020 jäävät yhtiölle näkemyksemme mukaan tuloksellisesti välivuosiksi, koska divestoitavien kohteiden nettotuotto-% on tyypillisesti korkea ja yhtiön kehityshankkeet valmistuvat pääosin vasta vuosina 2021-2023. Näin ollen operatiivinen EPS ei ennusteessamme (eikä konsensusennusteissa) kasva lainkaan vuosina 2018-2020.

Pidämme strategiaa pitkällä aikavälillä Cityconille järkevänä. Yhtiön strategian mukaisissa suurissa urbaaneissa kauppakeskuksissa (kuten Iso Omena) on hyvät liikenne yhteydet, mikä takaa korkeat kävijämäärät ja joissain tapauksissa myös alueellisen monopolin. Näissä keskuksissa myös suhteellisesti korkea määrä sellaista vuokrattavaa pinta-alaa, johon verkkokauppa ei vaikuta (kahvilat, ravintolat, toimistot, kuntosalit, julkiset palvelut jne). Esimerkiksi Isossa Omenassa näiden tilojen osuus on yhtiön mukaan noin 37 % vuokratuotoista. Pienempi määrä operoitavia kauppakeskuksia kasvattaa todennäköisesti myös hallinnon tehokkuutta.

### Emme odota Cityconin vuokrausasteiden tai vuokratasojen nousevan merkittävästi vuonna 2019

Suomessa pääkaupunkiseudulle on valmistunut kuluvana vuonna ja valmistuu ensi vuoteen mennessä ennätysmäärä uutta liikelaita. Esimerkiksi Catella arvioi vuoden alussa, että rakenteilla on uutta liikelaita 247 000 neliötä, jotka valmistuvat

pääosin kuluvan vuoden ja vuoden 2019 aikana. Määrä on huomattava, sillä KTI:n mukaan pääkaupunkiseudulla oli liikelaita noin 3,9 miljoonaa neliötä vuonna 2017. Uusi tarjonta tulee todennäköisesti kiristämään kauppakeskusten välistä kilpailua ja painamaan myös Cityconin pääkaupunkiseudun kauppakeskusten vuokratasoja ja vuokrausasteita.

Tallinnassa on tällä hetkellä rakenteilla ja suunnitteilla huomattava määrä liikelaita. Tänä vuonna valmistuu vuoden lopussa 55 000 vuokrattavan neliön (liikelaita) Mall of Tallinn -kauppakeskus, minkä lisäksi ensi vuonna valmistuu 13 000 neliön laajennus Ülemiste Cityyn. Näiden lisäksi Tallinnaan on suunnitteilla 150 000 neliön lattiapinta-alan Porto Franco -keskus. Nämä hankkeet tulevat arviomme mukaan väistämättä vaikuttamaan myös Cityconin Tallinnan kauppakeskuksiin. Tallinnassa oli Ober-Hausen mukaan noin 610 300 neliometriä kauppakeskuspinta-alaa vuoden 2017 lopussa.

Cityconin Ruotsin, Norjan ja Tanskan markkinatilanteesta emme ole yhtä huolestuneita kuin Suomen ja Viron. Viime vuonna Norjassa Cityconin vertailukelpoiset nettovuokratuotot kasvoivat 7,6 % ja Ruotsi & Tanska -alueella 3,1 %. Tänä vuonna Q1-Q3 aikana kehitys on ollut maltillisempaa, mutta silti myönteistä (Norja: +0,1 % ja Ruotsi & Tanska: +2,4 %). Norjassa JLL ennusti syyskuussa 2018 liikelaitojen vuokrien Oslossa jatkavan maltillista kasvua lähivuosina ja vajaakäyttöasteen pysyvän matalana. Tukholmassa JLL ennusti liikelaitojen vuokratasojen kasvavan hieman parhailla paikoilla.

Suomi ja Viro vastasivat syyskuun lopussa noin 41 % Cityconin kiinteistöportfoliosta ja odotamme näiden alueiden kiinteistöjen painavan koko Cityconin vertailukelpoisen nettotuottojen vuotuisen kasvun matalaksi vuosina 2019-2020.

### Odotamme yhtiön jatkavan 0,13 euron osingolla

Ennustamme Cityconin edelleen maksavan 0,13 euron osakekohtaisen osingon vuosittain vuosilta 2018-2020. Osingonjakosuhte säilyy näinä vuosina ennusteessamme 78-79 %:n tasolla suhteessa operatiiviseen tulokseen ja tämä taso pitäisi arviomme mukaan olla mahdollista ylläpitää huomioiden se, että yhtiön lähivuosien investointitarpeet pystytään kattamaan pääosin divestoinneilla. Osinko maksetaan tuloksesta pois lukien käyvän arvon muutokset. Huomautamme kuitenkin, että vuonna 2016 Citycon laski osinkoaan 0,15 eurosta 0,13 euroon ja osingon laskeminen ei siis olisi yhtiölle poikkeuksellista. Emme pidä tällä hetkellä osingon laskua todennäköisenä.

Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	322	320	-1 %	331	333	0 %	334	336	0 %
Käyttökate	194	193	-1 %	208	208	0 %	213	212	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	194	193	-1 %	208	208	0 %	213	212	0 %
Liikevoitto	194	193	-1 %	208	208	0 %	213	212	0 %
Tulos ennen veroja	147	147	-1 %	156	156	0 %	157	156	0 %
Operatiivinen EPS	0,164	0,165	1 %	0,166	0,166	0 %	0,167	0,167	0 %
Osakekohtainen osinko	0,13	0,13	0 %	0,13	0,13	0 %	0,13	0,13	0 %

Lähde: Inderes

**EPRA operating profit estimates**

	2017				2018e			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4e
<b>Gross leasable area, million sq.m.</b>								
Finland	0,44	0,43	0,41	0,35	0,35	0,34	0,34	0,34
Norway	0,43	0,45	0,44	0,43	0,43	0,41	0,41	0,41
Sweden & Denmark	0,22	0,22	0,22	0,25	0,24	0,24	0,27	0,27
Baltic	0,12	0,12	0,12	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
<b>Total</b>	<b>1,20</b>	<b>1,22</b>	<b>1,20</b>	<b>1,14</b>	<b>1,13</b>	<b>1,09</b>	<b>1,12</b>	<b>1,12</b>
<b>Implicit rent (EUR/sq.m.)</b>								
Finland	19,8	20,4	20,2	22,5	20,9	21,0	-	22,0
Norway	19,3	17,3	17,1	17,0	16,9	18,0	17,5	18,0
Sweden & Denmark	18,5	18,0	18,6	17,4	18,3	17,3	15,3	18,0
Baltic	18,1	18,5	17,2	18,8	18,6	17,8	-	18,0
<b>Economic occupancy rate-%</b>								
Finland	92,4%	93,6%	93,3%	93,0%	93,6%	93,9%	-	94,0%
Norway	98,7%	98,6%	98,7%	98,4%	98,2%	98,0%	97,9%	98,0%
Sweden & Denmark	97,1%	97,2%	96,4%	96,3%	96,5%	96,4%	95,8%	96,0%
Baltic	98,3%	97,8%	98,2%	97,6%	96,8%	99,4%	-	99,0%
<b>Gross rental income, MEUR</b>								
Finland	23,9	24,7	23,4	22,3	20,8	20,4	19,8	21,4
Norway	24,3	23,0	22,5	21,7	21,6	21,6	20,8	21,5
Sweden & Denmark	11,6	11,3	11,6	12,5	12,7	12,0	11,8	13,9
Baltic	6,4	6,5	6,3	5,6	5,5	5,4	5,4	5,4
<b>Total</b>	<b>66,1</b>	<b>65,4</b>	<b>63,9</b>	<b>62,1</b>	<b>60,7</b>	<b>59,4</b>	<b>57,8</b>	<b>62,2</b>
<b>Service Charge Income, MEUR</b>	<b>20,4</b>	<b>19,4</b>	<b>19,0</b>	<b>21,9</b>	<b>19,9</b>	<b>18,9</b>	<b>19,0</b>	<b>21,9</b>
<b>Turnover, MEUR</b>	<b>86,5</b>	<b>84,8</b>	<b>82,9</b>	<b>84,0</b>	<b>80,6</b>	<b>78,3</b>	<b>76,8</b>	<b>84,1</b>
<b>Property oper. Exp., (EUR/sq.m.)</b>	<b>-8,3</b>	<b>-6,8</b>	<b>-6,7</b>	<b>-8,6</b>	<b>-8,0</b>	<b>-7,1</b>	<b>-6,6</b>	<b>-8,6</b>
Property oper. expenses, MEUR	-29,6	-24,9	-23,9	-29,5	-27,1	-23,4	-22,2	-28,9
Other expenses from leasing, MEUR	-0,3	-0,6	-0,5	-0,6	-0,2	-0,7	-0,9	-0,6
<b>Net rental income, MEUR</b>	<b>56,6</b>	<b>59,4</b>	<b>58,6</b>	<b>53,9</b>	<b>53,3</b>	<b>54,3</b>	<b>53,6</b>	<b>54,6</b>
Administrative expenses, MEUR	-6,8	-6,9	-7,1	-8,2	-6,2	-6,2	-5,6	-5,6
Other oper. Income/expen., MEUR	0,5	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	-0,2	0,2
<b>EPRA Operating profit, MEUR</b>	<b>50,3</b>	<b>52,7</b>	<b>51,7</b>	<b>45,9</b>	<b>47,4</b>	<b>48,4</b>	<b>47,8</b>	<b>49,2</b>

Note: Historical rental income and EPRA operating profit figures above are not directly comparable with the ones reported by the company. The difference arises from e.g. rounding and the use of average figures in the rental levels.

## Näemme arvostustasossa nousuvaraa

### Arvostustaso on laskenut 6-vuoden pohjalukemiin

Cityconin osake on laskenut vuoden alusta noin 21 % ja osakkeen NAV-perusteinen arvostustaso on 6-vuoden pohjalukemissa. Osake arvostetaan tällä hetkellä noin 36 % alle Q3'18 EPRA NAV:in, mikä on selvästi yhtiön keskimääräisen historiallisen arvostustason alapuolella (8-vuoden mediaani on noin 21 % alle NAV:in). Arvostus on kuitenkin tällä mittarilla mitattuna lähellä verrokkiryhmää, sillä valitsemamme verrokkiryhmän keskimääräinen NAV-alennus viimeisimpiin Q2'18 NAV-arvoihin on tällä hetkellä noin 33 %.

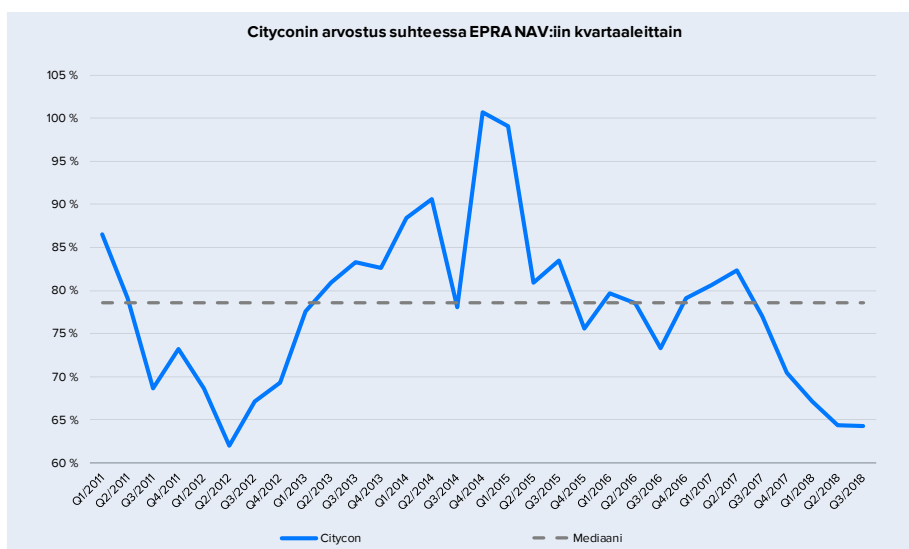
Operatiivisesta tuloksesta laskettu P/E-kerroin on kuluvalle vuodelle ja lähivuosille noin 10x. Tämä kerroin on absoluuttisesti ja suhteellisesti matala, mutta on huomioitava, että ennusteessamme yhtiön osakekohtainen tulos ei kasva vuosina 2018-2020 ja korkeaa P/E-kerrointa ei tällöin voi mielestämme perustella yhtiölle. Näin ollen verrokkeja matalampi P/E-kerroin on mielestämme perusteltu Cityconille.

### Suosituksemme perustuu korkeaan osinkoon ja absoluuttisesti matalaan arvostustasoon

Cityconin osake tarjoaa nykykurssilla noin 7,6 %:n osinkotuoton. Tämä osinko ei ennusteessamme kasva, mutta mielestämme osakkeen nykyinen matala NAV-perusteinen arvostustaso yhdessä odotetun osingon kanssa tarjoaa riittävän tuotto-odotuksen positiivisen suosituksen perustelemiseksi. Näkemystämme tukee se, että näemme myös Cityconin suhteellisessa arvostustasossa pientä nousuvaraa ja siihen, että Cityconin pääomistaja Gazit-Globe saattaa lyhyellä aikavälillä tehdä ostarjouksen yhtiöstä ja pidämme mahdollisena, että tämän ostarjouksen taso ylittäisi nykyisen osakekurssin. Käsittelemme tätä mahdollisuutta raportin seuraavassa kappaleessa.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
HAMMERSON PLC	441,90	3943	7658	20,6	21,0	20,5	21,1	17,4	18,1	14,6	14,6	5,9	6,1	0,6
EUROCOMMERCIAL	31,02	1547	3251	20,3	19,5	20,4	19,6	15,4	14,8	12,9	12,8	7,1	7,0	0,8
WERELDHAVE NV	30,67	1243	3038	14,9	14,1	16,3	16,3	12,9	12,8	9,2	9,4	8,2	8,2	0,7
OLAV THON	142,00	1614	3909	14,3	12,8	14,2	12,6	8,5	7,5	12,0	10,7	1,7	1,8	0,6
ATRIUM LJUN-B	153,60	1939	3680	16,5	23,6	24,6	23,6	16,0	15,3	17,6	16,3	3,1	3,3	1,0
ATRIUM EUROPEAN	3,73	1418	2350	12,0	13,1	13,9	14,6	13,2	12,3	11,5	11,0	7,8	8,1	0,7
DEUTSCHE EUROSHOP	27,56	1698	3068	16,9	16,9	16,2	16,2	14,2	14,8	11,3	11,1	5,4	5,6	0,7
UNIBAIL RODAMCO	161,96	22541	52692	21,7	18,2	22,5	19,2	20,1	16,6	12,9	12,3	7,0	7,2	0,8
<b>Citycon (Inderes)</b>	<b>1,71</b>	<b>1522</b>	<b>3514</b>	<b>18,2</b>	<b>17,0</b>	<b>18,2</b>	<b>17,0</b>	<b>11,0</b>	<b>10,6</b>	<b>10,4</b>	<b>10,3</b>	<b>7,6</b>	<b>7,6</b>	<b>0,68</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>17,2</b>	<b>17,4</b>	<b>18,6</b>	<b>17,9</b>	<b>14,7</b>	<b>14,0</b>	<b>12,8</b>	<b>12,3</b>	<b>5,8</b>	<b>5,9</b>	<b>0,73</b>
<b>Mediaani</b>				<b>16,7</b>	<b>17,5</b>	<b>18,4</b>	<b>17,8</b>	<b>14,8</b>	<b>14,8</b>	<b>12,4</b>	<b>11,7</b>	<b>6,4</b>	<b>6,5</b>	<b>0,71</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>9 %</b>	<b>-3 %</b>	<b>-1 %</b>	<b>-4 %</b>	<b>-26 %</b>	<b>-28 %</b>	<b>-17 %</b>	<b>-12 %</b>	<b>18 %</b>	<b>16 %</b>	<b>-5 %</b>

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



#### Cityconin verrokkiryhmä 18.10.2018

Verrokki	NAVPS*	Osake	P/NAV
Unibail-Rodamco	216,1	162,0	0,75
Hammerson	776,0	441,9	0,57
Eurocommercial	44,8	31,0	0,69
Wereldhave	48,9	30,7	0,63
Olav Thon	285,0	142,0	0,50
Atrium European Real Estate	5,1	3,7	0,73
Atrium Ljunberg	182,1	153,6	0,84
Deutsche Euroshop	43,0	27,6	0,64
<b>Keskiarvo</b>			<b>0,67</b>
<b>Mediaani</b>			<b>0,67</b>

\*Q2'18 lopun EPRA NAV per osake

## Gazit-Globe saattaa tehdä ostotarjouksen Cityconista

### Yritysosto-optio tukee positiivista näkemystämme

Cityconin Israelilainen pääomistaja Gazit-Globe on viime aikoina lisännyt omistustaan Cityconissa. Vuoden 2017 lopussa Gazit omisti noin 44,6 % Cityconista ja omistus kasvoi noin 47,7 %:iin syyskuun 2018 loppuun mennessä. Mikäli omistus ylittäisi 50 %, tulisi Gazitin tehdä käsityksemme mukaan arvopaperimarkkinalain mukainen pakollinen ostotarjous kaikista Cityconin osakkeista. Tämä vaatisi vielä noin 20 miljoonan osakkeen ostoja eli noin 36 MEUR:n edestä ostoja nykykurssilla. Kuluvan vuoden ostovauhdilla tämä raja ylittyisi ensi vuoteen mennessä.

Gazitilla olisi taseensa puolesta mahdollista hankkia Citycon kokonaan itselleen. Gazit-Globe -konsernilla oli viime kesäkuun lopussa noin 2,8 miljardin dollarin (noin 2,4 miljardin euron) edestä käteistä ja käyttämättömiä luottolimiittejä ja konsernin velkaantuneisuusaste (LTV-%) oli noin 52 %, mikä ei ole korkea taso kiinteistösijoitusyhtiölle. Gazitin omistusosuus Cityconista oli Cityconin mukaan syyskuussa noin 425 miljoonaa osaketta eli noin 47,7 %. Lopun 52,3 %:n eli noin 465 miljoonan osakkeen hankkiminen esimerkiksi Cityconin 2,66 euron Q3'18 osakekohtaisen EPRA NAV:in hintaan tarkoittaisi karkeasti noin 1,2 miljardin euron investointia.

Gazit luokittelee Citycon-sijoituksensa ”Mid Stage Investments”-luokkaan ja käsityksemme mukaan sen tavoitteena on tässä luokassa kehittää omistuksiaan ja kasvattaa niiden arvoa pitkäjänteisesti. Gazit sijoitti Cityconiin alun perin vuonna 2004 ja hankki tuolloin 33 %:n omistuksen. Tämän jälkeen Gazit on vähitellen kasvattanut omistustaan. Vuonna 2016 Gazit tarkensi strategiaansa ja uuden strategian myötä sen tarkoitus on kasvattaa suoraan omistettujen kiinteistösijoitusten määrää kiinteistöportfoliossaan. Tähän strategiaan voisi sopia Cityconin ostaminen kokonaan itselleen. Tällä hetkellä on vaikea sanoa olisiko Gazit valmis ostamaan koko Cityconin itselleen merkittävällä preemiolla nykykurssiin. Viimeisen vuoden Gazit on kuitenkin ostanut Cityconin osakkeita selvästi nykykurssia korkeammalla tasolla ja pidämme siksi todennäköisenä, että Gazit jatkaa ostojaan Cityconin nykyisellä kurssitasolla ja 50 %:n raja tulee siten ylittymään.

Arvopaperimarkkinalaki säätelee tarjousvastikkeen tasoa pakollisissa ostotarjouksissa ja tarjouksen täytyy pääsääntöisesti olla vähintään tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävän

kuuden kuukauden aikana kohdearvopaperista maksama hinta. Tästä hinnasta voidaan poiketa vain erityisestä syystä. Gazit hankki Cityconin osakkeita viimeksi syyskuussa 1,834 euron hintaan ja sitä ennen mm. kesäkuussa hieman tätä korkeampaan 1,864 euron hintaan. Käytännössä 1,864 euroa muodostaisi siis todennäköisen lattia, mikäli Gazit tekisi ostotarjouksen 11.12.2018 mennessä eli 6 kk tähän hintaan ostamisesta. Vastaavasti 1,834 euroa muodostaisi lattia tarjoukselle mikä tehtäisiin 12.12.2018-18.3.2019 välillä. 1,834 euroa tarkoittaisi noin 7 %:n nousuvaraa nykykurssiin ja 1,864 noin 8 %:n vastaavaa nousuvaraa.

Cityconin muut suuret pääomistajat (CPP Investment Board 15 % omistus ja Ilmarinen 7 % omistus) olisivat arviomme mukaan tuskin valmiita luopumaan Cityconin omistuksestaan halvalla mikäli ostotarjous tulisi ja näiden tahojen omistus arviomme mukaan myös osaltaan suojaa yksityissijoittajan asemaa Cityconissa. Nämä tahot todennäköisesti vaatisivat Cityconista vähintään saman arvostustason, millä Blacstone osti vuonna 2017 Spondan (IFRS NAV). Tämä arvo olisi Cityconille 2,42 euroa per osake (Q3'18 arvo). Arvostustaso, millä kaupat todennäköisesti myös syntyisivät olisi vastaava arvostustaso millä Technopolis ostettiin tänä vuonna eli EPRA NAV, mikä oli Cityconille syyskuun lopussa 2,66 euroa.

Kokonaisuutena Gazitin ostotarjous Cityconista yli nykyisen kurssitason on mielestämme mahdollinen lyhyellä aikavälillä ja Cityconin osakkeeseen liitty siten yritysosto-optio, jonka arvo on positiivinen. Emme anna tälle optiolle merkittävää arvoa, mutta se tukee positiivista näkemystämme Cityconin osakkeesta.

## Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<b>Liikevaihto</b>	<b>331,7</b>	<b>86,5</b>	<b>84,9</b>	<b>82,8</b>	<b>84,0</b>	<b>338,2</b>	<b>80,6</b>	<b>78,3</b>	<b>76,7</b>	<b>84,1</b>	<b>319,7</b>	<b>333,0</b>	<b>335,9</b>
<i>Total</i>	331,7	86,5	84,9	82,8	84,0	338,2	80,6	78,3	76,7	84,1	319,7	333,0	335,9
<b>Käyttökate</b>	<b>198,5</b>	<b>50,3</b>	<b>52,7</b>	<b>51,7</b>	<b>45,8</b>	<b>200,5</b>	<b>47,4</b>	<b>48,4</b>	<b>47,8</b>	<b>49,2</b>	<b>192,8</b>	<b>208,1</b>	<b>212,3</b>
Poistot ja arvonalennukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Liikevoitto ilman kertaerää</b>	<b>198,5</b>	<b>50,3</b>	<b>52,7</b>	<b>51,7</b>	<b>45,8</b>	<b>200,5</b>	<b>47,4</b>	<b>48,4</b>	<b>47,8</b>	<b>49,2</b>	<b>192,8</b>	<b>208,1</b>	<b>212,3</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>198,5</b>	<b>50,3</b>	<b>52,7</b>	<b>51,7</b>	<b>45,8</b>	<b>200,5</b>	<b>47,4</b>	<b>48,4</b>	<b>47,8</b>	<b>49,2</b>	<b>192,8</b>	<b>208,1</b>	<b>212,3</b>
<i>Total</i>	198,5	50,3	52,7	51,7	45,8	200,5	47,4	48,4	47,8	49,2	192,8	208,1	212,3
Nettorahoituskulut	-51,7	-14,0	-13,4	-13,6	-13,4	-54,4	-13,1	-13,0	-12,7	-12,9	-51,7	-58,1	-62,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>151,2</b>	<b>38,1</b>	<b>40,9</b>	<b>39,5</b>	<b>33,8</b>	<b>152,3</b>	<b>35,8</b>	<b>36,6</b>	<b>36,6</b>	<b>37,7</b>	<b>146,7</b>	<b>156,1</b>	<b>156,3</b>
Verot	0,0	0,2	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,0	-0,2	0,0	-6,0	-6,0
Vähemmistöosuudet	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-2,0	-2,0
<b>Nettotulos</b>	<b>151,1</b>	<b>38,3</b>	<b>40,9</b>	<b>39,3</b>	<b>33,8</b>	<b>152,3</b>	<b>36,1</b>	<b>36,4</b>	<b>36,8</b>	<b>37,4</b>	<b>146,7</b>	<b>148,1</b>	<b>148,3</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,17</b>	<b>0,04</b>	<b>0,05</b>	<b>0,04</b>	<b>0,04</b>	<b>0,17</b>	<b>0,04</b>	<b>0,04</b>	<b>0,04</b>	<b>0,04</b>	<b>0,16</b>	<b>0,17</b>	<b>0,17</b>

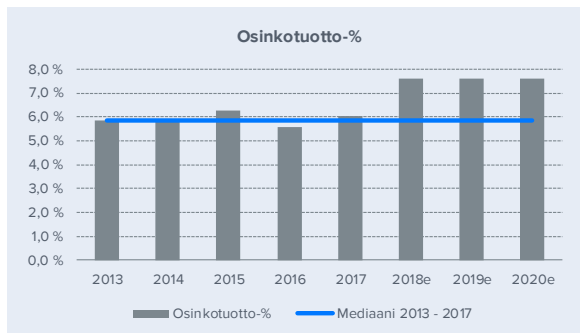
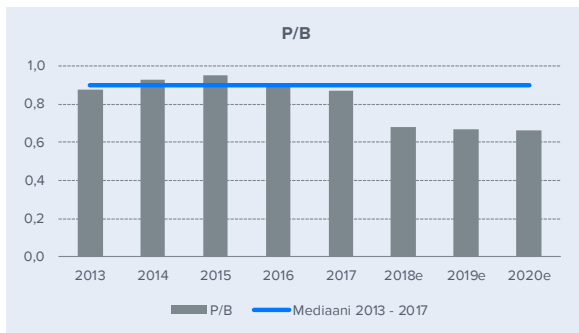
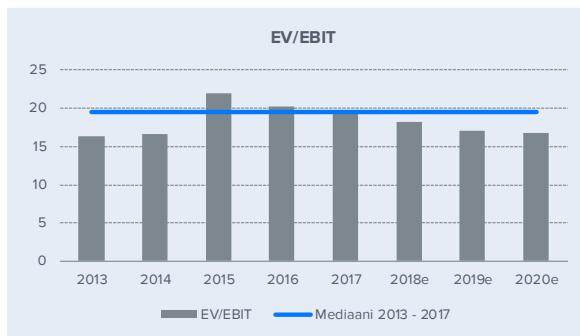
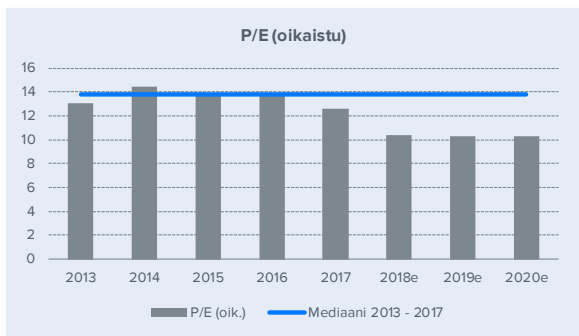
Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	12,2 %	3,7 %	3,3 %	2,1 %	-1,2 %	2,0 %	-6,8 %	-7,8 %	-7,4 %	0,1 %	-5,5 %	4,2 %	0,9 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	13,2 %	5,0 %	4,4 %	3,0 %	-8,2 %	1,0 %	-5,8 %	-8,2 %	-7,5 %	7,4 %	-3,8 %	8,0 %	2,0 %
<i>Käyttökate-%</i>	59,8 %	58,2 %	62,1 %	62,4 %	54,5 %	59,3 %	58,8 %	61,8 %	62,3 %	58,5 %	60,3 %	62,5 %	63,2 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	59,8 %	58,2 %	62,1 %	62,4 %	54,5 %	59,3 %	58,8 %	61,8 %	62,3 %	58,5 %	60,3 %	62,5 %	63,2 %
<i>Nettotulos-%</i>	45,6 %	44,3 %	48,2 %	47,5 %	40,2 %	45,0 %	44,8 %	46,5 %	48,0 %	44,4 %	45,9 %	44,5 %	44,2 %

Lähde: Inderes

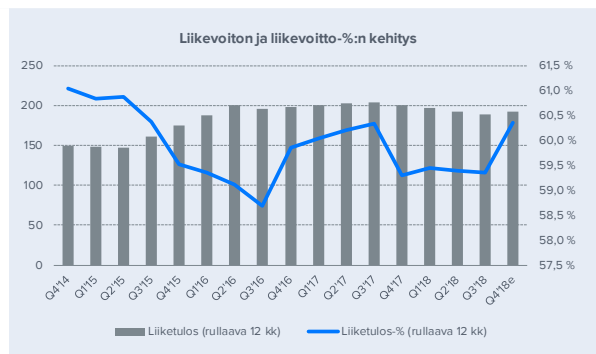
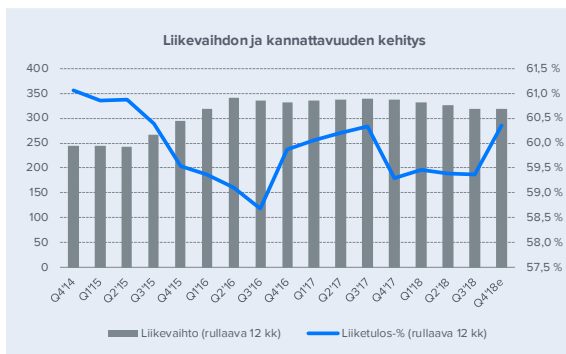
## Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	2,56	2,58	2,40	2,34	2,16	1,71	1,71	1,71
Markkina-arvo	1130	1531	2136	2083	1921	1522	1522	1522
Yritysarvo (EV)	2446	2493	3862	4025	3903	3514	3540	3567
P/E (oik.)	13,0	14,5	13,9	13,8	12,6	10,4	10,3	10,3
P/E	13,0	14,5	13,9	13,8	12,6	10,4	10,3	10,3
P/Kassavirta	4,1	10,2	-1,8	-24,9	4,8	9,8	10,7	10,5
P/B	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	0,7	0,7	0,7
P/S	4,5	6,2	7,2	6,3	5,7	4,8	4,6	4,5
EV/Liikevaihto	9,8	10,2	13,1	12,1	11,5	11,0	10,6	10,6
EV/EBITDA	16,4	16,6	22,0	20,3	19,5	18,2	17,0	16,8
EV/EBIT	16,4	16,6	22,0	20,3	19,5	18,2	17,0	16,8
Osinko/tulos (%)	76,3 %	89,3 %	102,1 %	76,6 %	76,0 %	78,9 %	78,1 %	78,0 %
Osinkotuotto-%	5,9 %	5,8 %	6,3 %	5,6 %	6,0 %	7,6 %	7,6 %	7,6 %

Lähde: Inderes



## Tulostrendi (rullaava 12 kk)



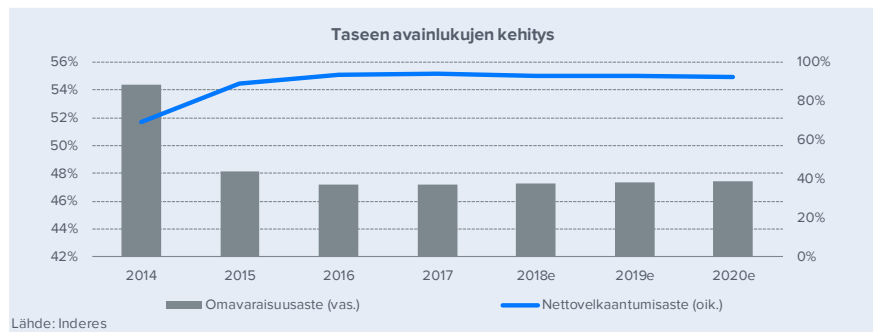


## Tase ja kassavirtalaskelma

### Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>4575</b>	<b>4763</b>	<b>4609</b>	<b>4668</b>	<b>4728</b>
Liikearvo	172	173	153	153	153
Aineettomat oikeudet	0	0	0	0	0
Käyttöomaisuus	4092	4338	4183	4243	4303
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	269	219	228	228	228
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	33	30	40	33	33
Laskennalliset verosaamiset	10	3	4	10	10
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>89</b>	<b>138</b>	<b>69</b>	<b>68</b>	<b>70</b>
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	8	83	27	14	14
Myyntisaamiset	53	39	32	38	39
Likvidit varat	28	16	10	16	17
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>4664</b>	<b>4901</b>	<b>4678</b>	<b>4736</b>	<b>4798</b>

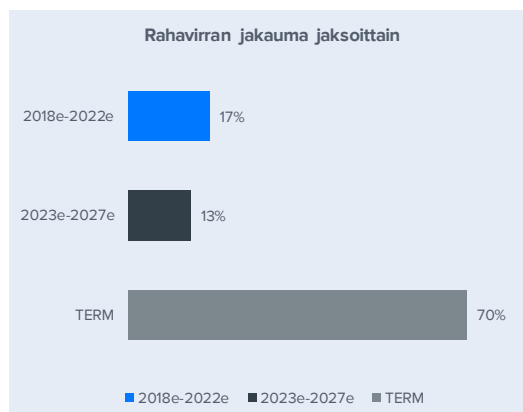
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
<b>Oma pääoma</b>	<b>2246</b>	<b>2311</b>	<b>2207</b>	<b>2238</b>	<b>2271</b>
Osakepääoma	260	260	260	260	260
Kertyneet voittovarot	508	691	694	725	757
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	-8	0	-1	-1	-1
Muu oma pääoma	1486	1361	1255	1255	1255
Vähemmistöosuus	0	1	1	0	0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>2156</b>	<b>2203</b>	<b>2266</b>	<b>2132</b>	<b>2155</b>
Laskennalliset verovelat	292	312	301	301	301
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	1855	1887	1959	1825	1848
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	9	4	6	6	6
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>263</b>	<b>386</b>	<b>204</b>	<b>365</b>	<b>372</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	168	290	125	273	276
Lyhytaikaiset korottomat velat	95	96	79	92	96
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>4664</b>	<b>4901</b>	<b>4678</b>	<b>4736</b>	<b>4798</b>



### DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>200,5</b>	<b>192,8</b>	<b>208,1</b>	<b>212,3</b>	<b>215,8</b>	<b>218,4</b>	<b>221,0</b>	<b>225,4</b>	<b>222,5</b>	<b>227,0</b>	<b>232,6</b>	
+ Kokonaispoistot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Maksetut verot	-12,5	-6,0	-6,0	-6,0	-6,1	-7,7	-9,4	-11,1	-9,6	-9,8	-12,7	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	-2,3	-2,5	-2,5	-3,2	-3,8	-4,7	-8,2	-8,4	-10,5	
+ 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	46,1	21,0	2,3	0,5	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,6	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>234,1</b>	<b>207,8</b>	<b>202,1</b>	<b>204,3</b>	<b>208,4</b>	<b>208,7</b>	<b>208,9</b>	<b>210,9</b>	<b>205,9</b>	<b>210,1</b>	<b>211,0</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	164,5	-53,2	-60,0	-60,0	-60,0	-60,0	-60,0	-60,0	-60,0	-60,0	-26,1	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>400,3</b>	<b>154,6</b>	<b>142,1</b>	<b>144,3</b>	<b>148,4</b>	<b>148,7</b>	<b>148,9</b>	<b>150,9</b>	<b>145,9</b>	<b>150,1</b>	<b>184,9</b>	
+/- Muut	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	400,3	154,7	142,1	144,3	148,4	148,7	148,9	150,9	145,9	150,1	184,9	4757,4
Diskontattu vapaa kassavirta		152,8	131,8	125,7	121,3	114,2	107,4	102,2	92,8	89,6	103,7	2668,8
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>	<b>3810,2</b>	<b>3657,5</b>	<b>3525,7</b>	<b>3400,1</b>	<b>3278,7</b>	<b>3164,6</b>	<b>3057,2</b>	<b>2955,0</b>	<b>2862,1</b>	<b>2772,5</b>	<b>2668,8</b>	
<b>Velaton arvo DCF</b>	<b>3810,2</b>											
- Korolliset velat		-2083,9										
+ Rahavarat		10,1										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-115,7										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>	<b>1710,5</b>											
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>	<b>1,92</b>											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	40,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,3 %
Yrityksen Beta	0,95
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	4,0 %
Oman pääoman kustannus	8,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	6,5 %



## Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	295,6	331,7	338,2	319,7	333,0
EBITDA	175,4	198,5	200,5	192,8	208,1
EBITDA-marginaali (%)	59,3	59,8	59,3	60,3	62,5
EBIT	175,4	198,5	200,5	192,8	208,1
Voitto ennen veroja	131,8	151,2	152,3	146,7	156,1
Nettovoitto	130,8	151,1	152,3	146,7	148,1
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	4664,4	4900,9	4678,0	4735,6	4797,8
Oma pääoma	2245,5	2312,2	2208,5	2238,3	2270,6
Liikearvo	171,5	173,4	153,3	153,3	153,3
Korolliset velat	2023,2	2176,8	2083,9	2098,2	2124,3

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	175,4	198,5	200,5	192,8	208,1
Nettokäyttöpääoman muutos	0,7	-60,2	46,1	21,0	2,3
Operatiivinen kassavirta	334,1	165,8	234,1	207,8	202,1
Vapaa kassavirta	-1183,3	-83,8	400,3	154,7	142,1

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,17	0,17	0,17	0,16	0,17
EPS oikaistu	0,17	0,17	0,17	0,16	0,17
Operat. kassavirta per osake	0,44	0,19	0,26	0,23	0,23
Tasearvo per osake	2,97	2,60	2,48	2,51	2,55
Osinko per osake	0,15	0,13	0,13	0,13	0,13
Voitonjako, %	102	77	76	79	78
Osinkotuotto, %	6,3	5,6	6,0	7,6	7,6

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	16,3	13,8	12,6	10,4	10,3
P/B	1,0	0,9	0,9	0,7	0,7
P/Liikevaihto	7,2	6,3	5,7	4,8	4,6
P/CF	6,4	12,6	8,2	7,3	7,5
EV/Liikevaihto	13,1	12,1	11,5	11,0	10,6
EV/EBITDA	22,0	20,3	19,5	18,2	17,0
EV/EBIT	22,0	20,3	19,5	18,2	17,0

## Suositus historia, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
09/02/2017	Vähennä	2,30 €	2,23 €
20/04/2017	Vähennä	2,30 €	2,22 €
13/07/2017	Vähennä	2,30 €	2,29 €
19/10/2017	Vähennä	2,20 €	2,14 €
08/02/2018	Vähennä	2,00 €	1,91 €
20/04/2018	Lisää	2,00 €	1,82 €
12/07/2018	Lisää	1,90 €	1,73 €
19/10/2018	Lisää	1,90 €	1,71 €

## 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 suosituksin 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 sijoittajaviestinnän ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>