

Neste

Yhtiöraportti

12/2016

inde
res.

Uusiutuvien arvo jää liian korkeaksi

Nostamme Nesteen tavoitehintamme 33,00 euroon (aik. 30,00 euroa), mutta toistamme myy-suosituksemme osakkeen erittäin korkean arvostuksen vuoksi. Pidämme yhtiön markkina-asemaa Itämeren alueella hyvänä ja Uusiutuvat tuotteet tarjoaa selkeän kasvukomponentin, mutta mielestämme markkina antaa Uusiutuville liian suuren arvon jo nyt.

Vahva markkina-asema ja Uusiutuvien markkinan kasvu

Arvioimme Nesteen markkina-aseman olevan vahva Öljytuotteissa ja Öljyn vähittäismyynnissä Itämeren-alueella, mitä tukee yhtiön kustannustehokas jalostamokokonaisuus Suomessa sekä mahdollisuus hyödyntää Urals- ja Brent-öljylaatujen hintaero. Uusiutuviissa tuotteissa Neste on tällä hetkellä selkeästi markkinan suurin uusiutuviin raaka-aineisiin pohjautuvan polttoaineen tuottaja ja odotamme yhtiön myös hyötävän markkinan kasvusta niin lähivuosina kuin pidemmällä aikavälillä. Uusiutuvien tuotteiden kasvua usealla markkinalla tukee regulaatio, jonka tavoitteena on ilmastomuutoksen hillitseminen. Odotamme kuitenkin pitkällä aikavälillä kilpailun Uusiutuviissa lisääntyvän markkinan kasvaessa. Lisäksi, on syytä huomioida, että polttoaineiden absoluuttinen kulutus ei kasva merkittävästi ja siten uusiutuvien kulutuksen kasvu syö samalla öljypohjaisten polttoaineiden markkinaa yhdessä yleistyvien sähköautojen kanssa.

Odotamme tuloksen olevan paineessa lähivuosina

Lyhyellä tähtämellä emme odota Öljytuotteiden tai Öljyn vähittäismyynnin markkinoilla merkittäviä muutoksia ja odotamme niiden tulosten pysyvän hyvillä nykytasoilla, mikä heijastelee divisioonien tämänhetkisiä markkinatilanteita ja vallitsevia valuuttakursseja. Uusiutuvat tuotteet - divisioona on sen sijaan hyötynyt viime vuosina BTC-verohelpotuksista, jotka loppuvat tähän vuoteen. Odotamme verohelpotusten päättymisen näkyvän yksikön ja siten koko konsernin liikevoitossa. Odotamme yhtiöltä kuluvalta vuodelta 978 MEUR:n vertailukelpoista liikevoittoa, mutta ensi vuonna verohelpotuksen päättymisen painaa vertailukelpoisen liikevoiton 877 MEUR:oon. Vastaavat EPS ennusteemme ovat 2,93 (2016e) ja 2,41 (2017e) euroa.

Arvostus on haastava lähivuosien ennusteiden valossa

Suosimme Nesteen arvostuksessamme yritysarvopohjaisia EV/EBITDA ja EV/EBIT-kertoimia, sillä ne huomioivat Nesteen vahvan taserakenteen. Mielestämme osake on hinnoiteltu absoluuttisesti haastavasti lähivuosien ennusteidemme mukaisten EV/EBITDA- ja EV/EBIT-lukujen valossa. Vuosien 2016 ja 2017 EV/EBITDA-kertoimet ovat 8x ja 9x ja vastaavat EV/EBIT-kertoimet 11x ja 13x. Vuoden 2017 ennusteillamme P/E -luku on myös 16x. Tasepohjainen P/B-luku on 2,7x, mikä on erittäin korkea taso prosessiteollisuuden yhtiölle. Kun vielä huomioidaan Nesteen korkea riskiprofiili, emme pidä kokonaiskuvaavuuden tähtämällä houkuttelevana.

Analyttikot

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



Antti Viljakainen
+358 44 591 2216
antti.viljakainen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Myy

Edellinen: Myy



33,00 EUR

Edellinen: 30,00

Osakekurssi: 38,37 EUR

Potentiaali: -14,0 %

Avainluvut

	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	11131	10908	11216
Liikevoitto (EBIT)	699	1110	877
Nettotulos	557	860	617
EPS	2,84	2,93	2,41
Osinko (EUR)	1,00	1,20	1,25
EV/EBITDA	6,5	8,1	8,9
P/E	12,7	11,4	15,9
P/B	2,3	2,7	2,5
Osinkotuotto-%	3,6 %	3,1 %	3,3 %

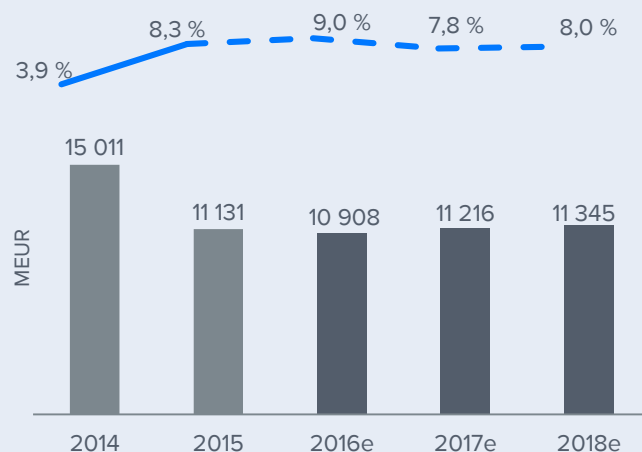
Lähde: Inderes

Kurssikehitys

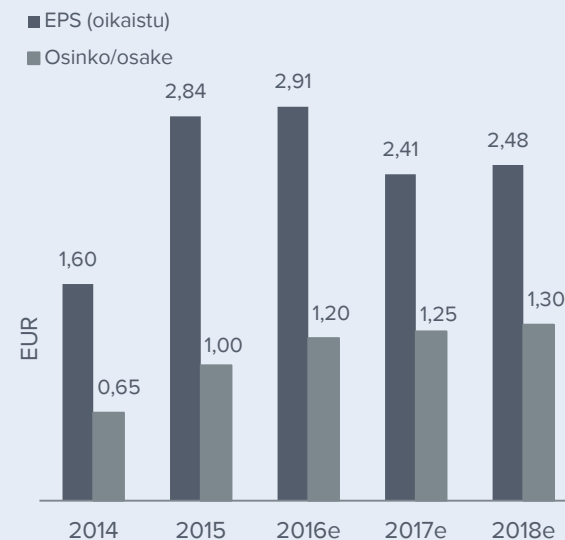


Lähde: Bloomberg

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Osakekohtainen tulos ja osinko



P/E (oik.)

16x
2017e

EV/EBITDA

9x
2017e

P/B

2,5x
2017e

Osinko-%

3,2 %
2017e



Potentiaali

- Uusiutuvien tuotteiden markkinan kasvu
- Investoinnit Uusiutuvien kapasiteetin kasvattamiseen



Riskitekijät

- Jalostusmarginaalit alttiita markkinan heilahtelulle
- Kilpailu Uusiutuvissa tulee lisääntymään pitkällä aikavälillä



Arvostus

- Nykyiset kertoimet korkealla tasolla
- Markkinat hinnoittelevat Uusiutuville liian suurta arvoa

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely	s. 5-8
Potentiaali, kilpailuedut ja riskit	s. 9-11
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 12-14
Öljytuotteet	s. 15-19
Uusiutuvat tuotteet	s. 20-23
Vähittäismyynti	s. 24
Taloudellinen tilanne	s. 25-26
Ennusteet	s. 27-30
Arvonmääritys ja suositus	s. 31-34
Taulukot	s. 35-37
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 38

Yhtiöesittely

Uusiutuviin laajentunut Itämeren alueen öljynjalostaja

Neste on pääasiassa Itämeren alueella toimiva öljynjalostaja, jonka toimitukset kattavat maantieteellisesti myös muun Euroopan ja Pohjois-Amerikan. Nesteen liiketoiminta on perustunut sen lähes 70-vuotisen historian aikana pitkälti öljyn jalostukseen, mutta yhtiö on viime vuosina laajentanut onnistuneesti liiketoimintaansa myös muihin kuin öljypohjaisiin tuotteisiin. Neste tunnettiin pitkään nimellä Neste Oil, mutta alleviivatakseen laajentumista myös muihin tuotteisiin yhtiö lyhensi nimensä vuonna 2015 ja yhtiö tunnetaan nyt nimellä Neste.

Neste jakautuu kolmeen liiketoiminta-alueeseen, jotka ovat Öljytuotteet, Uusiutuvat tuotteet ja Öljyn vähittäismyynti. Liikevaihdolla mitattuna Öljytuotteet edustavat selkeästi suurinta osuutta yhtiön liiketoiminnassa, sillä sen liikevaihto oli 55 % (2015) kokonaisliikevaihdosta. Öljyn vähittäismyynti tuo noin kolmanneksen (2015: 28 %) yhtiön liikevaihdosta ja loput (2015: 17%) tulevat Uusiutuvista tuotteista.

Nesteen täysimääräisesti omistamat jalostamot sijaitsevat Suomessa, Singaporessa ja Rotterdamissa, joiden lisäksi yhtiöllä on osaomistus perusöljylaitoksessa Bahrainissa. Lisäksi yhtiöllä on osaomistus suunnittelu- ja teknologiayritys Neste Jacobsissa (60 %) ja Jacobs Engineeringissä (40%) sekä ruotsalaisessa jalostajassa Nynas AB:ssa. Yhtiön palveluksessa työskentelee noin 5000 työntekijää.

Liiketoiminta-alueet

Liiketoiminta jakautuu kolmeen divisioonaan:

1. Öljytuotteet tarjoaa öljytuotteisiin ja -palveluihin pohjautuvia ratkaisuja öljy-yhtiöille ja poltto- sekä voiteluaineita niitä markkinoiville yhtiöille. Sen tuotevalikoima koostuu mm. bensiineistä, dieselpolttoaineista ja lento- sekä laivaliikenteen polttoaineista. Yksikön päämarkkina-alue on Itämeren alue, mutta se toimittaa myös pienempiä määriä muualle Eurooppaan ja Pohjois-Amerikkaan. Divisioonan vuotuinen jalostuskapasiteetti on 15 miljoonaa tonnia.
2. Uusiutuvat tuotteet -yksikkö myy yhtiön jalostamaa ja sen omaan teknologiaan perustuvaa uusiutuvaa dieseliä sekä muita lopputuotteita, kuten liuottimia ja muoveihin käytettäviä raaka-aineita, jotka syntyvät dieseltuotannon sivutuotteina. Divisioonan kapasiteetti on 2,6 miljoonaa tonnia ja Neste valmistaa uusiutuvaa dieseliä sen kolmella jalostamolla. Yksikön päämarkkinat ovat Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa.
3. Öljyn vähittäismyynti on ennen kaikkea Nesteen jakelukanava sen tuotteiden valikoimalle. Vähittäismyynti suuntautuu niin liikenne- kuin myös lämmityskäyttöön ja sen asiakaskuntaa on mm. ammatti- ja yksityisliikenne sekä teollisuus- ja maatalousasiakkaat. Nesteellä oli vuoden 2015 lopussa 1048 asemaa Suomessa, Luoteis-Venäjällä ja Baltiassa.

Omistajarakenne

Suomen valtio on merkittävä omistaja Nesteessä 50,1 %:n omistusosuudellaan. Viimeisimpien omistajaohjauslinjausten perusteella on odotettavissa, että valtio laskee omistusosuutensa kolmannekseen koko osakekannasta lähitulevaisuudessa, mikä voi aiheuttaa osakkeeseen myyntipainetta lyhyellä aikavälillä. Osakkeenomistajia yhtiöllä on noin 65 000, joista noin 20 % on kotimaisia omistajia ja noin 30 % ulkomaisia. Huolimatta valtion suuresta omistusosuudesta (ts. vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrä rajallinen) on osakkeen likviditeetti erittäin hyvällä tasolla.

Taloudellinen tulos altis markkinoiden heilunnalle

Suurimpia vaikuttajia Nesteen tuloksentekokykyyn ovat jalostusmarginaalit, jotka muodostuvat mm. raaka-aineiden ja lopputuotteiden hintaeroista. Historiallisesti raaka-aineiden hinnat ovat olleet alttiita monille makrotaloudellisille, geopolittisille sekä poliittisille tekijöille ja näin on syytä olettaa olevan myös jatkossa. Lisäksi yhtiön tulos on erittäin herkkä EUR/USD-valuuttakurssille. Siten yhtiö on varsin altis markkinoiden liikkeille ja sykleille, mikä heikentää pidemmän aikavälin näkyvyyttä.

Näkyvyyden rajallisuus heikentää ennustettavuutta ja heijastuu negatiivisesti yhtiölle hyväksyttävään arvostuskertoimiin. Näiden tekijöiden vuoksi painotamme arvonnäilyksessä lähivuosien ennusteita ja annamme pitkän aikavälin ennusteissa vain rajallisen painoarvon.

Neste lyhyesti

Neste on Itämeren alueella toimiva öljynjalostaja, joka on onnistuneesti laajentanut liiketoimintaansa perinteisestä öljytuoteliiketoiminnasta Uusiutuvien polttoaineiden valmistukseen.

Öljytuotteet

Uusiutuvat tuotteet

Öljyn vähittäismyynti

11 131 MEUR (15 011 MEUR)

LIKEVAIHTO 2015 (2014)

925 MEUR (8,3 % lv:sta)

VERTAILUKELPOINEN LIIKEVOITTO 2015

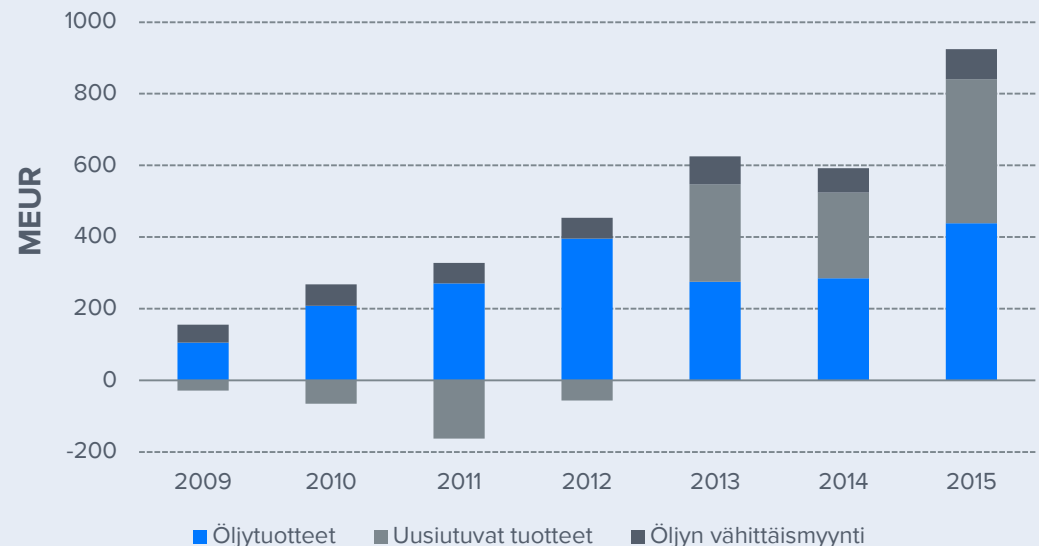
5000
TYÖNTEKIJÄÄ

Maailman johtava
uusiutuvan
korkealaatuisen
biodieselin tuottaja

- Öljytuotteiden kapasiteetti 15 Mt
- Uusiutuvien kapasiteetti 2,6 Mt

- Päämarkkinat Itämeren alueella
- Uusiutuvat globaaleilla markkinoilla

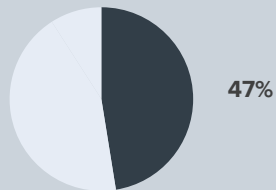
Vertailukelpoinen liikevoitto



Nesteen raportointisegmentit

Öljytuotteet

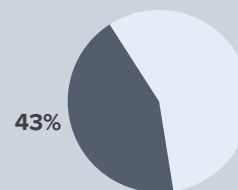
Vertailukelpoinen liikevoitto



- Öljytuotteiden ja niihin liittyvien palvelujen myynti
- Vertailukelpoinen liikevoitto 439 MEUR (2015)
- Päämarkkinat Itämeren alueella
- Laaja tuotevalikoima sisältää bensiinin ja polttoaineiden lisäksi mm. perusöljyt, liuottimet ja nestekaasut

Uusiutuvat tuotteet

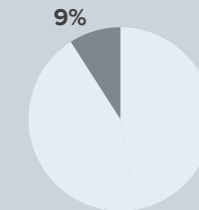
Vertailukelpoinen liikevoitto



- Uusiutuvan biodieselin ja muiden uusiutuvien tuotteiden myynti
- Vertailukelpoinen liikevoitto 402 MEUR (2015)
- Globaalit markkinat
- Maailman johtava uusiutuvan dieselin tuottaja

Öljyn vähittäismyynti

Vertailukelpoinen liikevoitto

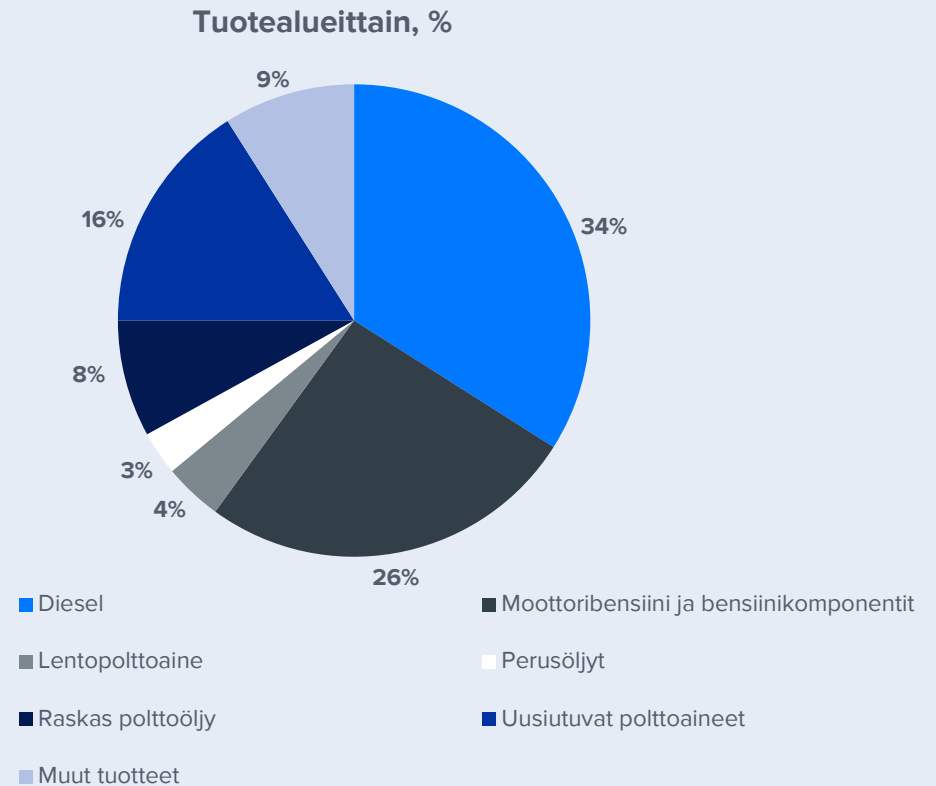
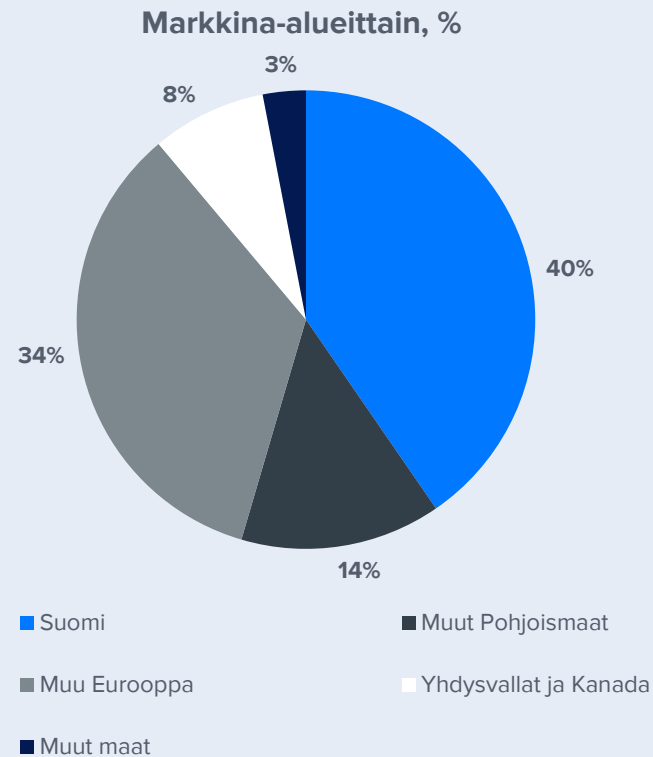


- Lopputuotteiden myynti ja markkinointi mm. yksityisille ja teollisille asiakkaille
- Vertailukelpoinen liikevoitto 84 MEUR (2015)
- Yhteensä 1 048 asemaa Suomessa, Venäjällä ja Baltiassa

Muut

- Nynas AB
- Neste Jacobs
- Jacobs Engineering
- Konsernin hallinnointi

Nesteen myynti omasta tuotannosta (2015)



Potentiaali, kilpailuedut ja riskit

Potentiaali, kilpailuedut ja riskit

Nesteen potentiaali kulminoituu erityisesti Uusiutuvat tuotteet -yksikköön, jonka markkina on selkeästi kasvava ja sisältää pitkällä aikavälillä merkittävää kasvupotentiaalia. Arvioimme myös, että pitkällä aikavälillä Uusiutuvien tuotteiden jakautuminen omaksi yhtiöksi (spin-off) on mahdollista, mikäli Uusiutuvien tuotteiden kasvu selkeästi heikentää öljypohjaisten tuotteiden markkinoita. Toisaalta näemme yhtiön keskimääräistä riskisempänä, mikä johtuu suurelta osin ulkoisista markkinatekijöistä.

Potentiaali ja kilpailuedut:

- **Uusiutuvat tuotteet:** EU:n direktiivit, kansalliset energiastrategiat ja Yhdysvaltojen ympäristöviranomaisten päätökset tähtäävät uusiutuvien polttotuotteiden käytön kasvuun liikenteen energiankäytössä. Nämä säädökset kasvattavat Nesteen Uusiutuvien tuotteiden markkinaa lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä. Kasvupotentiaalia tuovat myös perinteisen liikenteen ulkopuoliset ratkaisut, joihin yhtiö panostaa jatkossa aiempaa enemmän. Neste pyrkii hyödyntämään uusiutuvia tuotteita myös muissa tuotesovelluksissa, kuten muovin-tuotannossa, josta esimerkkinä on yhteistyö IKEAn kanssa. Huomautamme kuitenkin, että liikenteen ulkopuoliset ratkaisut ovat vielä varsin aikaisessa vaiheessa, mutta niiden potentiaali voi olla pitkällä tähtäimellä merkittävä.
- **Taloudellinen liikkumavara:** Nesteen tase on tällä hetkellä vahva, sillä velan osuus kokonaispääomasta on tavoitetason (25 %) alapuolella ja sen omavaraisuusaste on korkea. Taloudellinen liikkumavara mahdollistaa suuretkin investoinnit

kapasiteetin laajennukseen ja vakaan osingon.

- **Vahva markkina-asema:** Öljytuotteiden ja Vähittäismyynnin päämarkkinoilla Itämeren alueella Neste on saavuttanut vahvan markkina-aseman sen tuotteiden laadun ja vahvan markkinapeiton avulla. Uusiutuissa tuotteissa vahva asema perustuu laadun lisäksi markkinoiden suurimpaan tuotanto-kapasiteettiin ja joustavaan sekä kustannus-tehokkaaseen raaka-ainepohjaan. Yhtiö onkin maailman suurin uusiutuvan dieselin tuottaja.
- **Urals-Brent -hintaero:** Neste voi käyttää öljypohjaisten tuotteiden raaka-aineena Urals-raakaöljyä, joka on ollut historiallisesti Brent-laatua halvempaa. Hintaero kasvattaa yhtiön marginaaleja. Sen lisäksi Urals-öljyn käyttö on yhtiölle myös logistisesti halvempaa lyhyempien kuljetusmatkojen vuoksi, mikä kasvattaa kustannushyötyä.

Riskit:

- **Markkinariskit:** jalostusmarginaalit ovat historiallisesti olleet erittäin alttiita hintojen vaihtelulle, emmekä odota tämän muuttuvan. Merkittäviä vaikuttajia marginaalien heiluntaan ovat etenkin raaka-aineiden ja lopputuotteiden hintojenvaihtelu, joka syntyy niiden kysynnän ja tarjonnan muutoksista. EUR/USD-valuuttakurssi on Nesteelle keskeinen tekijä ja +/- 10%:n vaihtelu valuuttaparissa vaikuttaa Nesteen liikevoittoon noin +/- 105-130 MEUR.
- **Poliittinen riski:** Uusiutuvien tuotteiden kysyntä on rakentunut lakisäätöistä velvoitteista sisällyttää uusiutuvaa energiaa liikennekäyttöön. Lakisäätöisiin määräyksiin yhdistyy usein epävarmuus päätösten jatkuvuudesta, mikä taas

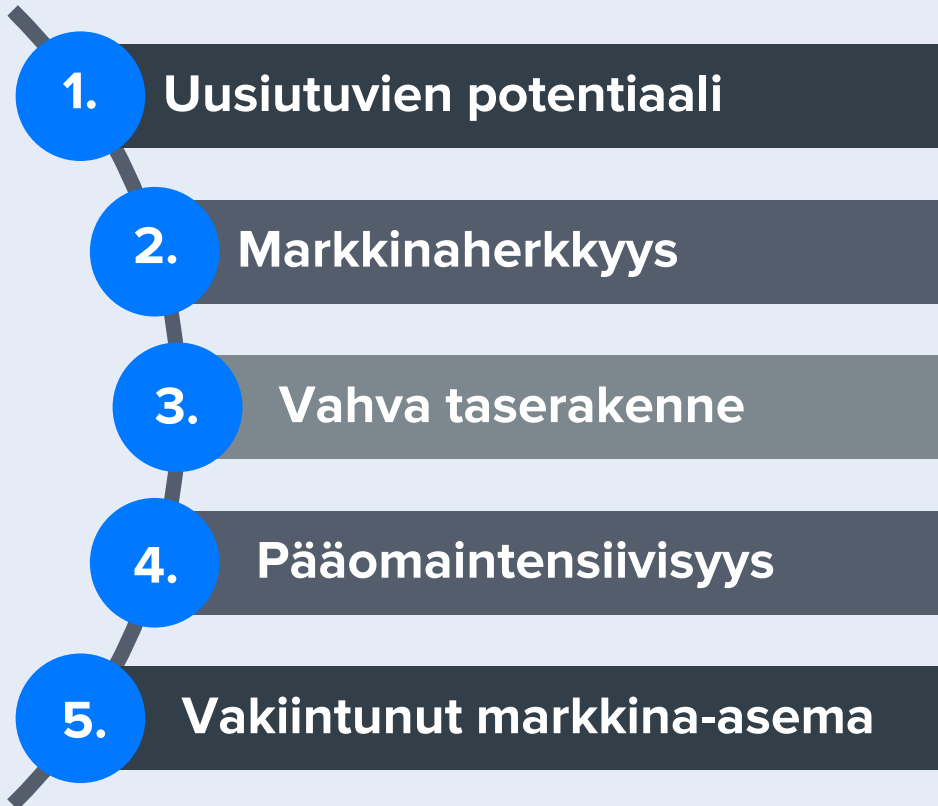
kasvattaa markkinan riskejä. Neste on myös hyötynyt viime vuosina BTC (Blender's Tax Credit) verohelpotuksista USA:ssa, jotka ovat muodostaneet merkittävän osan Uusiutuvien tuloksesta. Myönnettyt verohelpotukset päättyvät nykyisellään tähän vuoteen ja näkyvyys niiden osalta on erittäin heikko.

- **Pääomaintensiivisyys ja jalostamoiden operatiiviset riskit:** jotta Neste pystyy ylläpitämään etumatkansa kilpailijoihin ja tuotantolinjojen korkeat käyttöasteet, joutuu se investoimaan vuosittain merkittävästi sen tuotantolinjojen kilpailukykyyn. Lisäksi, etenkin Porvoon jalostamolla on nähty viime vuosina useampi odottamaton huoltoseisokki, jotka rajoittavat tuotantoa, aiheuttavat kustannuksia ja korostavat yhtiön operatiivista riskiä.
- **Kilpailun lisääntyminen:** Uusiutuvien tuotteiden markkina on vielä aikaisessa vaiheessa ja se on kooltaan erittäin pieni osuus koko nestemäisten polttoaineiden markkinasta. Tästä johtuen markkina ei ole houkuttellut suuria jalostajia mukaan. Markkinan kasvaessa odotamme tarjonnan kuitenkin lisääntyvän ja kasvava kilpailu tulee arviomme mukaan heijastumaan Nesteen markkina-asemaan.

Valtio omistajana ei näy yhtiössä

Näkemyksemme mukaan Suomen valtio ei ole harjoittanut omistajaohjausta yhtiössä, eikä mielestämme ole perusteltua odottaa poliittisten perusteiden vaikuttavan Nesteen johtamiseen valtio-neuvoston kanslian enemmistö-omistuksesta huolimatta. Siten valtion omistusosuus ei ole mielestämme merkittävä riskiä kasvattava tekijä eikä vaikuta olennaisesti arvioomme yhtiön arvosta.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Uusiutuvien polttoaineiden kasvupotentiaali
- Vahva tase
- Vahva markkina-asema Itämeren alueella
- Uusiutuvien uudet tuotesovellukset

Riskit

- Markkinoiden alttius hintojen vaihtelulle
- Pääomaintensiivisyys
- Operatiiviset riskit
- Poliittinen riski
- Kilpailun kiristyminen Uusiutuvisissa tuotteissa

Liiketoiminnan riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso

Korkea riskitaso



1 Liikevaihto	Markkinan syklisyys		1	Kysyntä sidoksissa talouden kehitykseen
	Liikevaihdon jatkuvuus	1		Uusiutuvat tuotteet tukee jatkuvuutta
	Liikevaihdon hajautuminen	1		Asiakaskunta laajasti hajautunut
2 Kannattavuus	Kapasiteetin joustavuus		2	Merkittävät kiinteät kustannukset
	Kustannusten skaalautuvuus		2	Vahvasti riippuvainen käyttöasteesta
3 Pääoman sitoutuminen	Operatiivinen rahavirta		3	Korkea käyttöpääoman määrä
	Pääoma-intensiivisyys		3	Korkeat investointitasot ja pääomatarve

Arvio Nesteen liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Itämeren alue keskiössä

Nesteen strategian keskiössä Öljytuotteissa ja Öljyn vähittäismyynnissä on Itämeren alue ja sen tavoitteena on olla alueen johtava toimija. Olennaisena osana strategiaa ovat toisaalta laadukkaat tuotteet ja yhtäältä vahva markkina-asema. Tukkukaupassa (Öljytuotteet) korostuu laadun lisäksi yhtiön onnistuminen myynnissä ja markkinoinnissa sekä jakelu- ja toimitus-prosesseissa. Myynnin ja markkinoinnin kannalta avainasemassa on etenkin Öljyn vähittäismyynti, jossa asemien määrä ja markkina-asema ovat olennaisia tekijöitä. Vahva näkyvyys tukee yhtiön brändiä ja laaja asemaverkosto turvaa volyymien pysymisen korkealla tasolla, mikä on olennaista kustannuksien skaalautuvuuden kannalta.

Kypsien liiketoimintojen strategiaan linkittyä vahvasti jalostamoiden keskeinen sijainti, jonka ansiosta raaka-aineiden ja lopputuotteiden kuljetusmatkat eivät ole kustannuksien kannalta liian pitkiä. Maantieteellisen positioitumisen ja prosessiosaamisen ansiosta Neste hyötyy Urals-öljyn halvemmasta hinnasta suhteessa muihin raakaöljyihin. Pidämme fokuksittumista Itämeren alueelle positiivisena vahvan markkina-aseman ja Urals-öljyn hintahyödyn vuoksi, mutta samalla Neste on kuitenkin entistä riippuvaisempi alueen yleisestä talouden kehityksestä.

Uusiutuville tuotteilla kaksi päämarkkinaa

Regulaatio on synnyttänyt toistaiseksi Uusiutuville tuotteille kaksi markkinaa ja Neste toimittaa uusiutuvia tuotteita etenkin Euroopan ja Pohjois-Amerikan markkinoille. Nesteellä on johtava asema liikenteeseen suuntautuvan uusiutuvan dieselin markkinoilla. Yhtiön seuraava strateginen tavoite on laajentua liikenteen ulkopuolisiin tuotteisiin ja muodostaa niistä merkittävää liiketoimintaa vuoteen 2020 mennessä.

Yhtiön tavoittelema 20 %:n osuus Uusiutuvien tuotteiden liikevaihdosta (arviolta noin 500-600 MEUR) on tarkoitus saavuttaa mm. biopohjaisilla kemikaaleilla ja biomuoveilla. Näemme tälläkin saralla Nesteellä mahdollisuuksia, mutta kehityksen tässä vaiheessa näkyvyys niiden osalta on vielä erittäin rajallinen ja siten potentiaalinen kokoluokan arvioiminen on vielä ennenaikaista.

Nesteen pitkän aikavälin kilpailukyvyyn kannalta on olennaista, että yhtiö kykenee hyödyntämään sen etumatkan Uusiutuville tuotteissa ennen kuin kilpailu kiristyy. Merkittävät kumppanuudet auttavat säilyttämään asiakaskunnan ja turvaavat kysynnän suotuisan kasvunäkymän, kun tarjonta Uusiutuvien kasvumarkkinoilla todennäköisesti lisääntyy. Samalle ne tukevat yhtiön markkina-asemaa.

Taloudelliset tavoitteet

Nesteen kolme keskeistä taloudellista tavoitetta ovat:

- **Taserakenne:** Velan osuus kokonaispääomasta 25-50 %.
- **Kannattavuus:** Keskimääräisen sijoitetun pääoman tuotto verojen jälkeen (ROACE-%) 15 %.
- **Osingonjako:** Osinko vähintään 40 % vertailukelpoisesta tilikauden voitosta.

Velkaantuneisuuden alaraja saavutettu

Q3'16:n lopussa Nesteen velan osuus kokonaispääomasta laski tavoitellun tason alarajalle (Q3'16 21,4 %), mikä mahdollistaa nettovelan kasvattamisen Uusiutuvien tulevan kapasiteetinlaajennusohjelman rahoittamiseksi. Nykyennusteilla yhtiön vapaa operatiivinen kassavirta riittää kuitenkin kattamaan useammalle vuodelle jakaantuvan investointiohjelman

kustannukset, emmekä odota nettovelan kasvavan sen myötä merkittävästi. Velkaantumisen leveä tavoitehaitari kuvaa yhtiön varautumista syklisyyden myötä väistämättä jossain vaiheessa edessä oleviin tuloksellisesti heikompiin vuosiin, mikä on mielestämme positiivista. Toimialan pääomavaltaisuuden vuoksi velkavipua kannattaa kuitenkin olla, sillä se parantaa yhtiön oman pääoman tuottoa. Siten mielestämme yhtiön ei ole syytä laskea velkatasoa nykyisen tavoitetason alarajan alapuolelle pysyvästi.

Kannattavuus hyvällä tasolla

Pidämme Nesteen tavoittelemaa 15 %:n ROACE-%:n tasoa erittäin hyvänä prosessiteollisuuden yhtiölle. Q3'16:n lopussa ROACE-% oli edeltävältä 12 kk:n ajalta 18,6 %, joka ylittää kovan tavoitetason selkeästi. Toimialan syklisyydestä johtuen odotamme ROACE-%:n olevan kuitenkin herkkä toimintaympäristön muutoksille ja se todennäköisesti vaihtelee tulevana vuosina melko voimakkaasti markkinasykliin mukana. Näin ollen sijoittajien tulee mielestämme tarkastella sen kehitystä yli ajan. Esimerkiksi viimeisen 5 vuoden keskiarvo on selvästi tavoitetason alla 9,1 %:ssa.

Korotettu osingonjakotavoite

Nesteen pääomamarkkinapäivän (2016) yhteydessä korotama osingonjakotavoite kuvastaa mielestämme ensinnäkin yhtiön vahvaa taloudellista tilannetta ja toisaalta halua profiloitua vahvaksi osingonmaksajaksi. Liiketoiminnan pääomaintensiivisyydestä ja tulevista investoinneista huolimatta odotamme yhtiön kykenevän pitämään osingonjakosuhteen asetetulla 40 %:n tasolla kestävästi yli ajan. Uskomme yhtiön pyrkivän pitämään osingon tasaisella nousukäyrällä, jonka sen vahva tase mahdollistaa, vaikka tulos heikkenisikin hieman lähivuosina.

Strategia yhteenveto

Strategiset ajurit

Itämeren alueen johtava toimija

Globaali kasvu uusiutuviissa

Strategiset toimenpiteet

- Lisämarginaalin parantaminen tehostamistoimilla ja investoinneilla
- Oman asemaverkoston hyödyntäminen myyntikanavana
- Liiketoiminnan kehittäminen liikennekäytön ulkopuolisissa uusiutuviissa tuotteissa
- Uudet merkittävät kumppanuudet

Taloudelliset tavoitteet

- Velan osuus kokonaispääomasta 25-50 %
- Keskimääräisen sijoitetun pääoman tuotto verojen jälkeen (ROACE-%) 15 %
- Osinko vähintään 40 % vertailukelpoisesta tilikauden voitosta

➤ Nesteellä on erittäin vahva asema Itämeren markkinoilla

➤ Uusiutuviissa tuotteissa yhtiö on markkinajohtaja

➤ Hyvä track-record lisämarginaalin kasvattamisesta

➤ Asemaverkoston markkina-asema on vahva ja odotamme sen säilyvän

➤ Merkittäviä kumppanuuksia on julkistettu viime vuosina

➤ Velan osuus tavoitetason alapuolella

➤ Kannattavuuden säilyttäminen tavoitetasolla haastavin tavoite

➤ Vahva tase tukee osinkotavoitteita

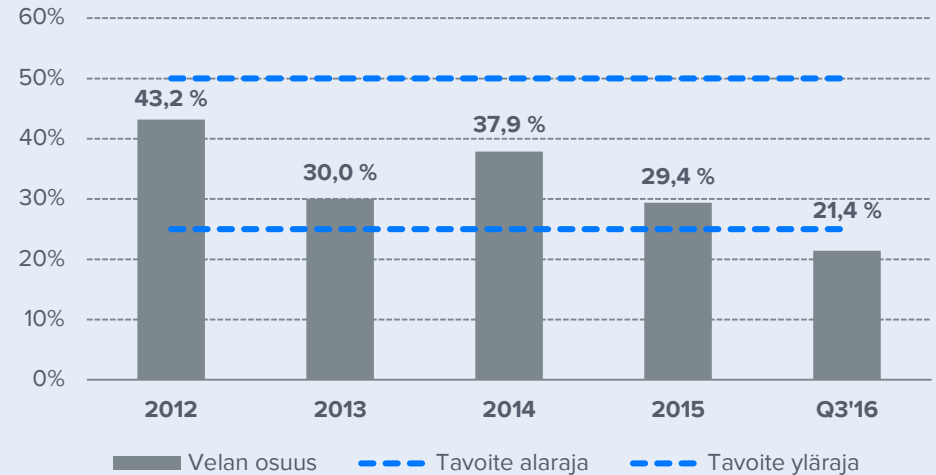
Taloudelliset tavoitteet yhteenveto

Velan osuus kokonaispääomasta
25-50 %

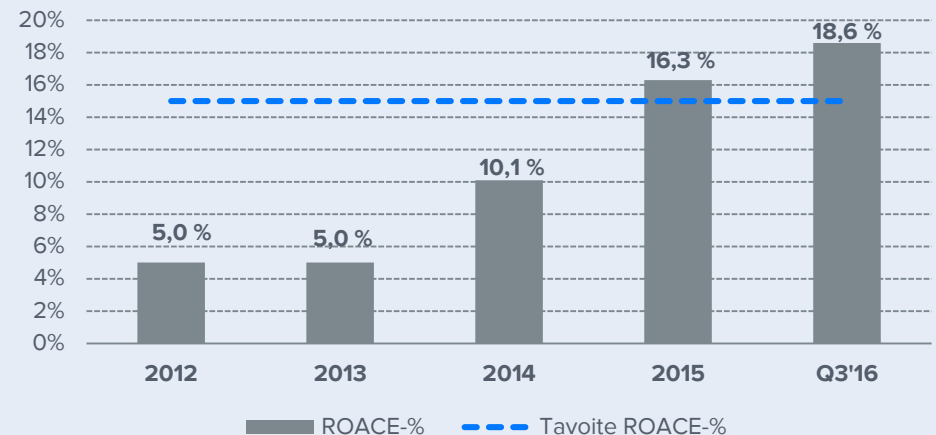
Keskimääräisen sijoitetun pääoman
tuotto verojen jälkeen (ROACE-%)
pitkällä aikavälillä vähintään 15 %

Osinko vähintään 40 %
vertailukelpoisesta tilikauden voitosta

Velan osuus koko pääomasta



ROACE-%



Öljytuotteet (1/4)

Perinteinen öljynjalostus

Neste on 15 miljoonan tonnin vuosittaisella kapasiteetillaan Itämeren alueella merkittävä öljynjalostaja. Sen laaja tuotevalikoima sisältää bensiinin ja dieselpolttoaineiden lisäksi mm. perusöljyjä, liuottimia, nestekaasuja ja bitumeja. Yhtiön öljytuotteet jalostetaan Porvoon ja Naantalin jalostamoilla sekä yhteistyöyrityksessä Bahrainissa.

Nesteen öljynjalostuksen kilpailuetuna on mielestämme sen mahdollisuus käyttää raaka-aineenaan halvempaa Venäjän Urals-öljyä. Neste pystyy tuottamaan erilaisista öljyalaaduista lopputuotteita ilman, että niiden laatu kärsii. Lisäksi Nesteen jalostamoiden sijoittuminen maantieteellisesti mahdollistaa Urals- ja Brent-laatuojen välillä tyypillisesti vallitsevan hintaeron hyödyntämisen (10v. keskiarvo noin 2,2 \$/bbl). Hintaero johtuu lähinnä Urals-laadun fyysisistä ominaisuuksista, joiden takia Urals-laadun jalostaminen on hieman Brentiä vaikeampaa ja kalliimpaa. Urals-laadun käyttäminen jalostuksessa on siten sekä logistisesti että hintatasoltaan edullisempaa. Vuoden 2015 aikana Urals-öljyn osuus jalostamoiden kokonaissyötöstä oli noin 60 %, joka on pitkällä aikavälillä odottamamme minimisuhde. Teknisesti suurempi %-osuus on mahdollista, mutta se vaatii tuotannon optimointia laatuojen erilaisten ominaisuuksien vuoksi.

Monen tekijän summa

Öljytuotteet-divisioona on erittäin altis markkinoiden vaihtelulle, joka heijastuu liiketoimintaan raakaöljyn ja lopputuotteiden hintojen sekä kysynnän ja tarjonnan kautta. Neste hyötyy Urals- ja Brent-öljyalaatuojen hintaerosta ja eron kasvaminen olisi positiivista, sillä sen myötä raaka-ainekustannukset painuisivat kilpailijoita

alhaisemmalla tasolle. Polttoaineiden kulutus on sidoksissa talouden kehitykseen ja kasvava taloudellinen aktiviteetti lisää kysyntää Nesteen tuotteille ja siten nostaa hintoja, kun tarjonta ei lisäännä vastaavalla tahdilla lyhyellä aikavälillä.

Olenainen tekijä yhtiön kannalta on myös EUR/USD-valuuttapari, sillä dollarin vahvistuminen tukee Nesteen tulosta, kun merkittävä osa sen mynnistä on dollareissa ja vastaavasti huomattava osa kuluista euroissa. Yhtiö kuitenkin parantaa ennustettavuutta ja vähentää valuutan heilahteluiden vaikutusta suojaamalla tulevia kassavirtojaan johdannaisilla.

Kilpailukykyinen jalostamokokonaisuus

Öljynjalostuksessa tuotannon volyymit ovat keskiössä ja kasvavat tuotantomäärät laskevat tuotettujen määrien yksikkökustannuksia. Siten myös jalostamoiden käytettävyys on olennaisessa osassa tehokkuuden kannalta.

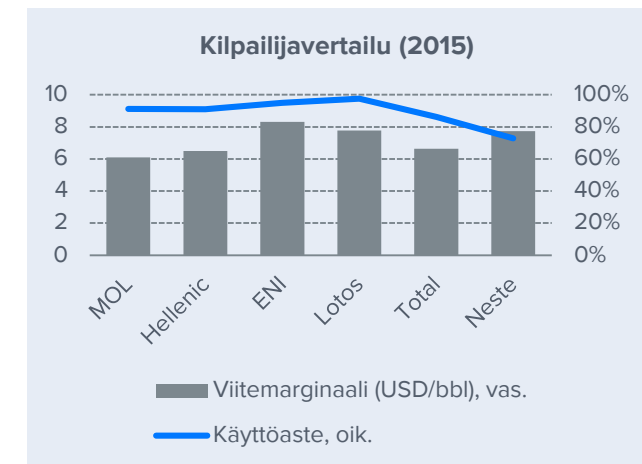
Öljytuotteissa pääroolissa on Porvoon jalostamo, joka on suuri, moderni ja kompleksi yksikkö. Tästä syystä Porvoon on Euroopan kolmen kustannustehokkaimman jalostamon joukossa. Sen sijaan Naantalin jalostamo on vanha ja arvioimme sen kustannustehokkuuden olevan heikolla tasolla, mikä heikentää koko divisioonan tehokkuutta. Neste on kuitenkin kertonut muokkaavansa Naantalista osan Porvoon jalostamoja ja ensi vuoden loppuun mennessä Porvoon ja Naantalin on tarkoitus muodostaa yksi jalostamokokonaisuus. Yhdistämisen tarkoitus on parantaa yhdistettyä tehokkuutta kun Naantali toimittaa syöttöaineita Porvoolle, johon jalostus lopputuotteiksi keskittyy.

Uskomme järjestelyn vaikuttavan positiivisesti muodostettavan kokonaisuuden tehokkuuteen ja

näkyvän parantuneena kustannustehokkuutena. Arvioimme, että Porvoon jalostamolle saavutettavissa oleva ja vaadittava käyttöaste on noin 85-90 %, mikä on ollut viimeisien vuosien keskimääräinen taso 4-5 vuoden välein pidettävistä suurseisokeista oikaistuna.

Viitemarginaali on hyvällä tasolla

Kun Öljytuotteiden viitemarginaalia verrataan verokkiryhmään nähdään, että Neste ylsi viime vuonna vertailuryhmään nähden erittäin hyvälle tasolle (2015 7,74 USD/bbl). Viitemarginaalia kasvatti alhaisella tasolla ollut öljyn hinta. Positiivisesti viitemarginaaliin vaikutti myös lopputuotteiden hyvä kysyntä, mikä takasi, etteivät lopputuotteiden hinnat laskeneet samassa suhteessa raaka-aineen hinnan mukana. Lisäksi jalostusmarginaalia tuki öljyn hinnan laskun myötä pienentyneen energiakustannukset, sillä jalostamo käyttää osan raakaöljystä omissa prosesseissaan (ns. saantotappio).



Öljytuotteet (2/4)

Kysyntä ja tarjonta kohtuullisessa tasapainossa Euroopassa

Nesteen öljynjalostuksen kilpailukenttä Euroopassa on laaja. Euroopan alueen kysyntä/tarjonta-tilanne on kuitenkin nykyisellään kohtuullisen tasapainossa, mitä tukee nykyinen marginaalien taso. Tämän hetkiselällä viitemarginaalilla lähes 50 % Euroopan kapasiteetista ei tee positiivista kassavirtaa ja pitkällä aikavälillä tällä on kapasiteettia vähentävä vaikutus.

Nesteen kannalta on kuitenkin positiivista, että sen päämarkkinat ovat Itämeren alueella, jossa se on vahvan brändin, hyvän jakeluverkoston ja vähäisemmän kilpailun ansiosta saanut vahvan markkina-aseman. Vuosien 2014-2015 aikana noin 65 % öljytuotteiden myynnistä suuntautui Itämeren alueen markkinoille, kun taas muualle Eurooppaan myynnistä suuntautui vain noin 25 %.

Itämeren markkinalla on korkeat vaatimukset tuotteiden laadun suhteen (esim. talvilaadut), mikä turvaa Nesteen asemaa markkinalla. Arvioimme kuitenkin, että merkittävä globaali ylikapasiteetti heijastuisi Euroopan tarjontaan ja sitä kautta myös hintoihin ja marginaaleihin. Vaikka Itämeren alue on erillään Euroopan markkinasta (suurilla tankkereilla ei pääsyä matalalle Itämerelle) arvioimme, että isommat häiriöt globaalissa tai Euroopan markkinatasapainossa näkyisivät myös Itämeren alueen hinnoissa, mikäli ne jatkuisivat pidempään.

Globaali kysyntä isossa kuvassa

Globaalisti nestemäisten polttoaineiden kysyntä on vahvasti sidoksissa yleiseen talouden kehitykseen ja sitä tukee yksityisellä puolella ihmisten hyvinvoinnin kasvu ja sitä kautta tulojen lisääntyminen sekä yritysaktiiviteetti. Siten on

luonnollista, että globaali kulutuksen kasvu tulee niiltä alueilta, joissa talous kasvaa. Toisaalta autojen vähenevä polttoaineen kulutus per kilometri laskee kysyntää, vaikka autojen absoluuttinen määrä kasvaisi.

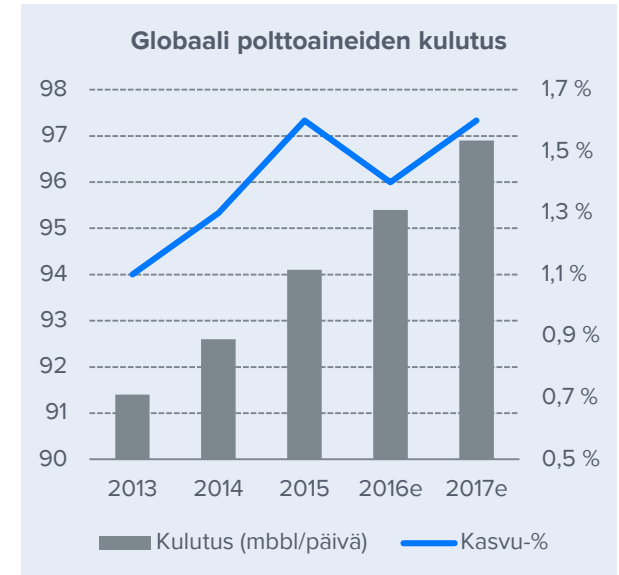
Maailman nestemäisten polttoaineiden kulutus oli vuonna 2015 noin 94 miljoonan barrelin päiväkohtaisella tasolla, ja sen arvioidaan kasvavan noin 1,3-1,5 miljoonalla barrelilla seuraavan kahden vuoden aikana (kasvua noin 1,5 %). Suurinta kulutus on vahvasti kasvavassa Aasiassa, missä se on noin 46 miljoonaa barrelia päivässä. Aasiaa seuraa Pohjois-Amerikka ja Eurooppa noin 24 ja 14 miljoonan barrelin päiväkulutuksella.

Kysynnän kasvua ajaa tulevana vuosina edelleen Aasia, mutta markkinoiden kysynnän kasvu on hidastunut selvästi vuoden 2010 erittäin korkealta lähes 3 miljoonan barrelin tasolta. Vuosien 2011-2015 aikana kysyntä on kasvanut Aasiassa noin 0,4-1,3 miljoonan barrelin päiväkohtaisista vauhtia. Kasvun odotetaan olevan vuosien 2017 ja 2018 aikana noin 0,8-0,9 miljoonan barrelin tasolla.

2010-luvulla Pohjois-Amerikan kysynnän kasvu on ollut noin 0,4 miljoonan barrelin tasolla ja sen odotetaan hidastuvan kuluvan ja ensi vuoden aikana 0-0,2 miljoonan barrelin tasolle. Euroopassa kasvu on ollut viime vuosina negatiivista, mikä heijastelee heikkoa BKT:n kasvua. Vuosien 2010 ja 2014 välisenä aikana kysyntä on laskenut noin 0-0,5 miljoonaa barrelia päivätasolla. Kuluvan vuoden kasvuennuste on vain noin 0,1 miljoonan barrelin tasolla ja kasvun odotetaan olevan negatiivista jälleen ensi vuonna.

Globaalisti kasvu siis lepää erittäin suurelta osin Aasian kasvun varassa, sillä Lähi-idässä ja Afrikassa kasvu on verkkaisista (noin 0,1-0,25 miljoonaa

barrelia päivätasolla). Itämeren alueen kehitys on arvioimme mukaan kohtalaisen vakaata väestönkasvusta huolimatta, sillä kaupungistuminen ja ajoneuvojen paraneva tehokkuus vähentävät polttoaineiden kulutusta.



Lähde: Neste

Öljytuotteet (3/4)

Jalostuskapasiteetti lisääntyy etenkin Aasiassa ja Lähi-idässä

Globaali polttoaineiden tarjonta on noin 96 miljoonaa barrelia päivätasolla. Tarjontaa lisää etenkin Kiinan kasvava kapasiteetti yhdessä Lähi-idän kanssa, joka pyrkii kasvattamaan korkeamman jalostusarvon tuotteiden määrää tuotannossaan. Kuluvan ja seuraavan viiden vuoden aikana Aasian kapasiteetin odotetaan kasvavan 3,5 miljoonan barrelin verran päivätasolla. Suurimpana yksittäisenä tuotantokapasiteetin kasvattajana on Kiina, jossa kasvun odotetaan olevan jopa 2,2 miljoonaa barrelia. Lähi-idän kapasiteetin lisäys on vuoden 2021 loppuun mennessä noin 2,3 miljoonaa barrelia ja Amerikan alueen lisäys noin 1,2 miljoonaa barrelia.

Keskipitkän aikavälin keskimääräinen noin 1,4 miljoonan barrelin päivätason kapasiteetin lisäys on linjassa lähivuosien odotetun 1,3-1,5 miljoonan barrelin kysynnän kasvuennusteen kanssa. Arvioimme, että lyhyellä aikavälillä kysyntä ja tarjonta tulevat olemaan kohtuullisessa tasapainossa.

Öljytuotteiden marginaalit

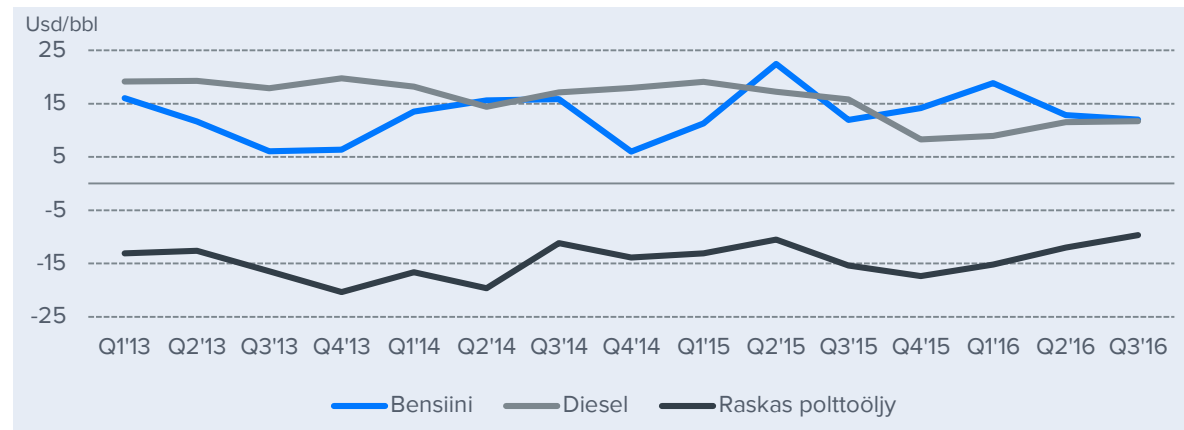
Öljytuotteiden viitemarginaali on myös osin riippuvainen myyntimixistä, sillä divisioonan myynti jakaantuu laajaan tuotevalikoimaan. Bensiinillä, dieselillä ja raskaalla polttoöljyllä on eri tuotemarginaalit, joiden vaikutus yksikön viitemarginaaliin on riippuvainen kunkin tuotteen myyntimäärän suhteesta yksikön kokonaismyymintimäärään.

Lisämarginaalia parantavana tekijänä huomioidaan Itämeren alueen markkinoiden tuotteiden hintapreemio, sillä viitemarginaali perustuu

Rotterdamin hintoihin (ei talvilaatuja). Lisäksi lisämarginaaliin huomioidaan todelliset muuttuvat kustannukset (tuotannosta ja rahdista) ja Contango-varastointien vaikutus. Neste voi valmistaa tuotteita varastoihinsa ja myydä ne tulevaisuudessa, kun futuurihinta ylittää spot-hinnan sen jälkeen kun myös varastointikustannukset on huomioitu.

Sijoittajien tulee mielestämme tarkastella yksikön saavuttamia marginaalitasoja kokonaismarginaalien kautta, sillä Neste pystyy paikkaamaan alhaista viitemarginaalia tuotannon tehokkuudella, joka nostaa lisämarginaalia ja siten myös kokonaisjalostusmarginaalia.

Öljytuotteiden tuotemarginaalit



Lähde: Neste

Globaalin kapasiteetin kasvuennusteet

	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Yhteensä
Aasia	22	624	340	432	584	1480	3482
Lähi-Itä	316	52	50	705	453	755	2331
Amerikka	221	155	350	123	40	280	1169
Africa	30	-	106	120	650	60	966
Eurooppa	-222	140	264	-	-	-	182
							8130

Lähde: Bloomberg

Öljytuotteet (4/4)

Vastaavasti käyttöaste on riippuvainen kysynnästä, ellei yhtiö pyri kasvattamaan varastojaan tilanteessa, jossa kysyntä ei vastaa täyden kapasiteetin tuotantotasoa. Lisäksi käyttöasteeseen vaikuttavat huolto- ja tuotantoseisokit, jotka alentavat tuotantolinjojen käyttöasteita. Hyötysuhde kuvastaa Nesteen operatiivisen toiminnan tehokkuutta ja esimerkiksi tuotantoprosessin energia-tehokkuuden paraneminen vaikuttaa kustannuksia alentavasti, mikä kasvattaa vastaavasti saavutettua marginaalia.

Raakaöljyn hinta heiluttaa liikevaihtoa ja IFRS-liikevoittoa

Nesteen öljynjalostuksen liikevaihto on heilahdellut viime vuosina voimakkaasti raakaöljyn hinnan heiluttaessa lopputuotteiden hintoja ja odotamme tämän jatkuvan tulevaisuudessa. Nesteen öljynjalostuksen liikevaihto ehti jo lähes tuplaantua vuoden 2009 7 631 MEUR:n tasolta vuoteen 2012 mennessä (13 764 MEUR), mutta laski vuonna 2015 lähes vuoden 2009 tasolle (2015: 7 467 MEUR). Liikevaihdon heilahtelu ei kuitenkaan näy yksi yhteen vertailukelpoisessa liikevoitossa ja sijoittajien kannalta on olennaista arvioida divisioonaa myyntivolyyymien ja etenkin sen vertailukelpoisen liikevoiton kautta.

Öljytuotteiden tuotantomäärät ovat olleet viime vuosina keskimäärin 12 000-14 000 tonnia, joista noin 80-85 % on tuotettu Porvoon jalostamolla. Keskitisleet (diesel, lentopetroli ja lämmitysöljy) muodostavat selkeästi suurimman osuuden myyntivolyyymeista (45-50 %), mitä seuraa kevyet tisleet (benssiini, benssiinikomponentit ja nestekaasu), joiden osuus on noin 35 %. Loput, noin 15-20 % myynnistä jakaantuu raskaan polttoöljyn, perusöljyjen ja muiden tuotteiden kesken. Yksikön

kannalta keskeisimmät tuotteet ovat keskitisleet ja kevyet tisleet.

Kokonaismarginaalien muutos +/- 1 dollarilla heijastuu Nesteen vertailukelpoiseen ja IFRS-liikevoittoon keskimäärin noin +/- 105:llä miljoonalla dollarilla ilman johdannaisilla tehtyjä suojauksia. Vertailukelpoiseen liikevoittoon raaka-öljyn hinnan vaihteluiden vaikutus on maltillinen, kunhan hinta ei nouse erittäin korkealle tasolle. Esimerkiksi yli tason 100 USD/bbl ylittävät raaka-öljyn hinnat heijastuisivat jo negatiivisesti kysyntään ja siten volyymeihin. Sen sijaan raportoituun IFRS-liikevoittoon raakaöljyn hinnan muutosten vaikutus on varaston arvon muutosten takia +/- 10 dollarin/bbl muutoksella keskimäärin noin +/- 70 miljoonaa dollaria.

Marginaalien ja liikevoiton kehitys

Vertailukelpoisen liikevoiton (ei sis. varastovoittoa/tappioita) kehitys on myös vaihdellut huomattavasti viimeisten vuosien aikana. Vuotta 2015 edeltänyt huipputaso oli vuoden 2012 396 MEUR:n vertailukelpoinen liikevoitto, jolloin viitejalostusmarginaali oli erittäin korkealla tasolla (7,39 USD/bbl). Tämä johtui alhaisista varastotasosta ja useiden muiden tuottajien tuotantoseisokeista. Viitemarginaali palautui seuraavina vuosina selkeästi alhaisemmalle tasolle varastotasojen ja tuotantojen normalisoituessa (2013 ja 2014 noin 4,40 USD/bbl), mikä näkyi selkeästi alhaisempana vertailukelpoisena liikevoittona. Vuosien 2013 ja 2014 vertailukelpoinen liikevoitto oli 275 MEUR ja 285 MEUR. Näin ollen kehitys on ollut varsin volatiilista, mutta tehokkuutensa ja markkina-asemansa ansiosta Öljytuotteet pystyy kohtuullisen hyvälle liikevoittotasolle myös heikommassa markkinassa.

Tuotanto (1000 tonnia)



Lähde: Neste

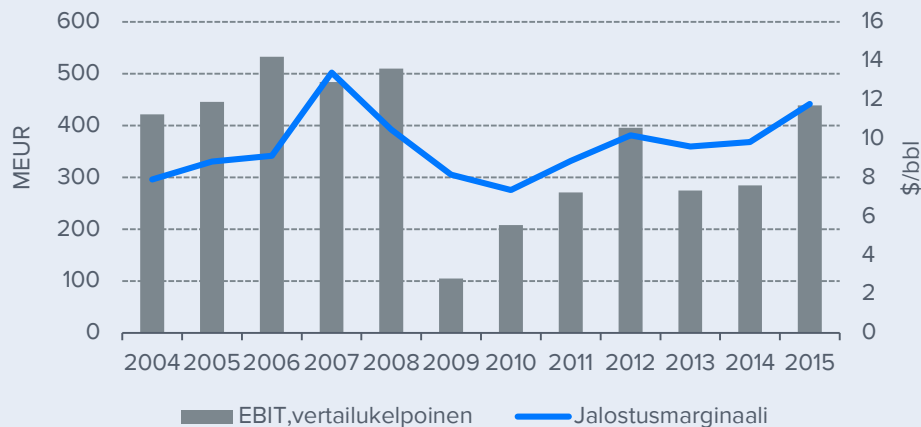
Historiallinen kehitys



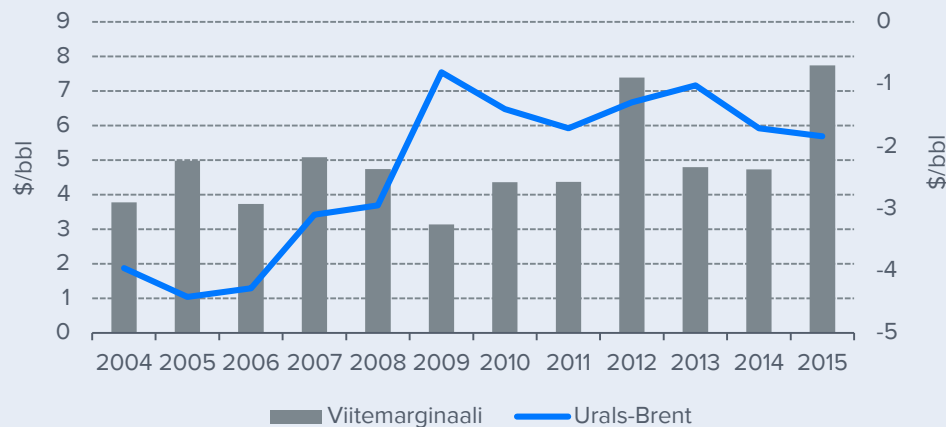
Lähde: Neste

Öljytuotteet yhteenveto

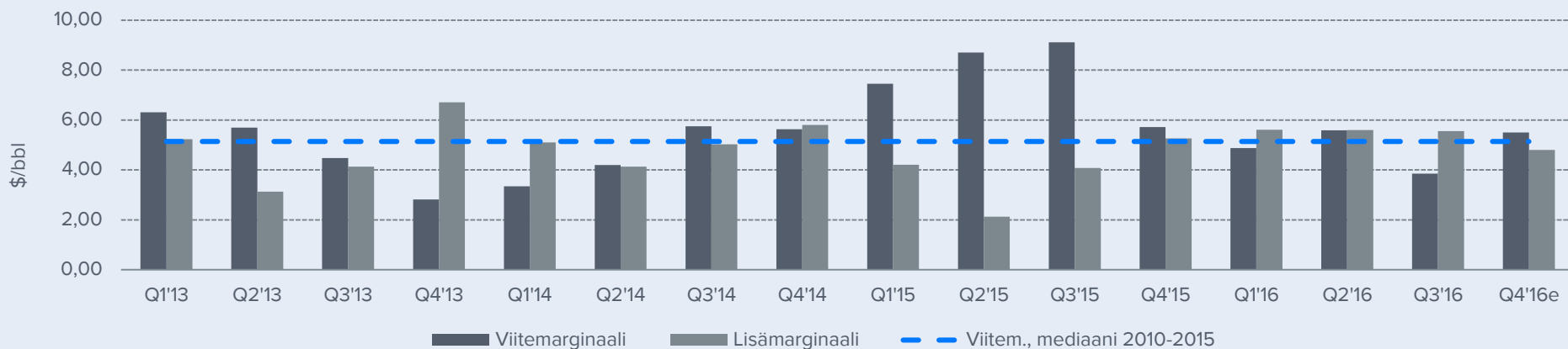
Liikevoitto ja kokonaisjalostusmarginaali



Viitemarginaali ja Urals-Brent-hintaero



Öljytuotteiden marginaalit



Uusiutuvat tuotteet (1/3)

Uusiutuvat tulevaisuuden tuotteina

Nesteen Uusiutuvat tuotteet on 2,6 miljoonan tonnin vuosittaisella kapasiteetilla maailman suurin vetykäsittelyksi kasviöljyksi luokitellun uusiutuvan dieselin (HVO) tuottaja. Neste tuottaa uusiutuvaa dieseliä sen kolmella jalostamolla Porvoossa, Rotterdamissa sekä Singaporessa. Odotamme yhtiön kasvattavan jo olemassa olevaa kapasiteettia joko Rotterdamin tai Singaporen jalostamolla osana yhtiön vuoden 2017 ensimmäisellä neljänneksellä esiteltävää kapasiteetin kasvattamisohjelmaa. Perinteiseen liikenteeseen kohdistuvien lopputuotteiden lisäksi Neste on jo laajentanut tarjoamaansa kattamaan lentoliikenteen ja lisäksi kehittää uusia tuotesovelluksia biopohjaisista kemikaaleista sekä muoveista.

Globaalit markkinat

Uusiutuvan dieselin tuottajien pienen lukumäärän ja toisaalta kapasiteetin niukkuuden vuoksi Uusiutuville on haastavaa muodostaa verokiryhmää. Nesteen nykyinen noin 2,6 miljoonan tonnin tuotanto on arvioimme mukaan noin 60 % koko maailman tämän hetkisestä korkealaatuisen biodieselin tuotannosta (bioetanoli pohjaista biopolttoainekapasiteettia on huomattavasti enemmän). Kilpailijoiden (mm. Diamond Green Diesel, TOTAL ja ENI) kapasiteetti on huomattavasti pienempää ja niiden toiminta on pääsääntöisesti paikallista. Markkinan pienen koon vuoksi arvioimme, että se ei ole suurille jalostajille vielä tarpeeksi houkutteleva. Markkinan tulisi kasvaa merkittävästi nykyisestä, jotta se houkuttelisi alan suurimpia toimijoita mukaan kilpailuun.

Uusiutuvien tuotteiden markkinaa ajaa pitkälti regulaatio. Uusiutuvan dieselin hinnat ovat korkeampia kuin perinteisen dieselin, joten ilman

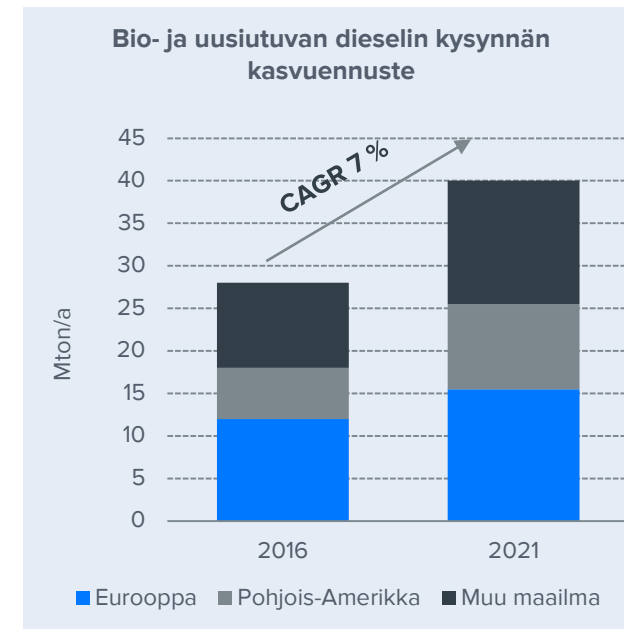
regulaatiota olennaista kysyntää tuskin syntyisi. Vuonna 2009 voimaan tullut EU:n uusiutuvan energian direktiivi velvoittaa jäsenmaita kasvattamaan uusiutuvan energian osuutta liikenteessä. Direktiivin tavoite on, että vuoteen 2020 mennessä 10 % energiasta liikennekäytössä olisi uusiutuvaa energiaa. Suomella on direktiivin lisäksi kansallinen tavoite, joka on kaksinkertainen (20 %) EU:n direktiiviin nähden. Tällä hetkellä kulutuksesta noin 6-7 % pohjautuu uusiutuviin tuotteisiin, joten uusiutuvien markkinalla on noin 50 %:n kasvumahdollisuus lähivuosina.

Vastaavasti Yhdysvaltojen ympäristöviranomaisen EPA:n vaatimukset vuosittaisesta uusiutuvien polttoaineiden tuotannosta ovat synnyttäneet uusiutuvien tuotteiden markkinat USA:ssa. EPA:n vaatimukset koskevat paikallisia jalostajia ja polttoaineen jakelijoita, jotka joutuvat määräyksen täyttämiseen sisällyttämään polttoainejalosteisiin uusiutuvia tuotteita. Kuluvalla vuodelle EPA:n kiintiö kasvoi noin 25 % ja ensi vuodelle vahvistettu taso kasvattaa markkinaa edelleen lähes 20 %:lla. Nesteen myynti Yhdysvaltoihin suuntautuu pääsääntöisesti Kaliforniaan, jossa markkina on muuta maata edellä. Logistisesti Kalifornia sopii Nesteelle hyvin, sillä maantieteellisesti Singaporen jalostamo on laivamatkan päässä Yhdysvaltojen länsirannikosta.

Nesteen uusiutuvan dieselin jalostamoilla on sekä Euroopan direktiivin vaatimat sertifiointit että Yhdysvaltojen EPA-hyväksyntä, joten vaatimustasojen nousu on sille positiivista. Lisäksi Nesteen uusiutuvan dieselin korkealaatuisuuden vuoksi sitä voidaan sekoittaa fossiiliseen dieseliin missä suhteessa tahansa, joten Nesteen itse kehittämä NexBtl on erittäin kilpailukykyinen tuote suhteessa moniin kilpailijoihin. Tämä tukee sen

kysyntää, kun taas perinteisen biodieselin maksimi on 7 % moottorien teknisten vaatimusten takia.

Markkinoiden vahvan kasvun ansiosta arvioimme, että Nesteellä on kaikki edellytykset myydä koko kapasiteettinsa ongelmitta lähivuosina ja jopa optimoida jossain määrin myyntiä jalostusmarginaalien kehityksen mukaan. Näin ollen ennen kapasiteetin laajennusohjelman valmistusta yhtiö on tuotantorajoitteinen, sillä merkittävimmät pullonkaulat nykyisiltä tuotantolinjoilta on jo avattu vuosina 2013-2016. Siten Uusiutuvien polttoaineiden näkymät ovat lyhyellä tähtämellä varsin vahvat.



Lähde: Neste

Uusiutuvat tuotteet (2/3)

Panostukset tutkimukseen ja kehitykseen ovat tuoneet etumatkaa

Verokkiryhmän puute heijastelee Nesteen etumatkaa uusiutuviin tuotteisiin ja sen lähimpien kilpailijoiden kapasiteetit ovat huomattavasti alhaisemmalla tasolla. Nesteenkin läpikäymä tuotekehitys- ja etenkin raskas ylösajovaihe tulee arviomme mukaan heijastumaan myös kilpailijoiden pyrkimykseen laajentua biopolttoaineiden markkinoille. Toisaalta myöskään takeita niiden teknologioiden tehokkuudesta ja toimivuudesta ei ole vielä nähty. Nesteen teknologiat mahdollistavat laajan raaka-ainepohjan käytön (esim. palmuöljy, eläinrasvat, jätteen jne.), minkä ansiosta yhtiö kykenee optimoimaan tuotantoa raaka-aineiden hintojen ja saatavuuden mukaan ja siten saavuttamaan korkean lisämarginaalin. Optimoinnin tehokkuutta kasvattaa lisäksi globaalisti toimiva toimitusketju, jollaista tiettyihin alueisiin tai raaka-aineisiin fokuusoituneilla kilpailijoille ei ole.

Uusiutuvat keskeisin arvoajuri

Nesteen etumatka uusiutuvien tuotteiden kehityksessä perustuu sen pitkäjänteisiin tutkimus- ja investointipanostuksiin. Porvoon, Singaporen ja Rotterdamin biojalostamoiden yhteenlasketut investointikustannukset olivat noin 1,5 miljardia euroa, joten toimiala on varsin pääomaintensiivinen ja liiketoimintaan murtautuminen vaatii suurehkoja investointeja.

Nesteellä on korkealaatuista osaamista Uusiutuviin tuotteisiin ja yhtiö on onnistunut kasvattamaan niiden tarjoamaa viimeisten vuosien aikana myös perinteisen tieliikenteen ulkopuolelle esimerkiksi lentoliikenteeseen. Ilmastonmuutos on noussut merkittäväksi teemaksi maailmassa viimeisten vuosien aikana ja hiilidioksidipäästöjen

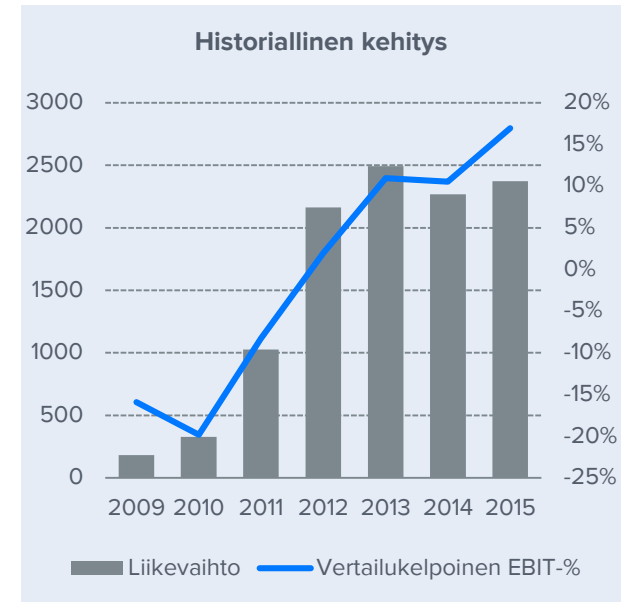
alentaminen on keino ehkäistä ilmastonmuutosta. On kuitenkin huomioitava, että samalla ne vähentävät öljypohjaisten tuotteiden kysyntää. Uusiutuvalle dieselille voidaan saavuttaa huomattavia kasviuonekaasuvähennyksiä verrattuna fossiilipohjaiseen dieseliin, mikä on selkeä kilpailuetu. Näemme laajentumisen tieliikenteen ulkopuolelle ja merkittävien globaalien yritysten sekä jopa kokonaisten osavaltioiden halun osallistua ilmastonmuutoksen hillitsemiseen Nesteelle mahdollisuutena.

Uusiutuvat jo merkittävä osa kokonaisuutta

Uusiutuvat tuotteet on kasvanut merkittäväksi osaksi koko konsernia ja suurin kasvuharppaus tuli 2012, kun yksikkö yli kaksinkertaisti liikevaihtonsa, minkä taustalla oli isolta osin Rotterdamin yksikön valmistuminen loppuvuodesta 2011.

Rotterdamin yksikön nykyinen noin miljoonan tonnin vuosittainen kapasiteetti on reilu kolmannes koko divisioonan kapasiteetista.

Raskas ylösajovaihe näkyy yksikön liikevoiton kehityksessä ja se olikin aloitettuaan tappiollinen usean vuoden ajan. Uusiutuvien liikevoitto-% oli negatiivinen aina vuoteen 2012 asti, minkä jälkeen se on viime vuosina ollut noin 15 %:n tasolla käyttöasteiden ja marginaalien nousun ansiosta. Uusiutuvien tuotteiden potentiaaliksi on olennaista huomioida, että liiketoiminta-alueen osuus vertailukelpoisesta liikevoitosta on konsernitasolla ollut viime vuosina noin 40 %:n tasolla. Absoluuttisella tasolla divisioonan vertailukelpoinen liikevoitto on kasvanut vuoden 2009 -30 MEUR:n tasolta noin 400 MEUR:n tasolle vuonna 2015.



Lähde: Neste

Uusiutuvat tuotteet (3/3)

BTC-verohelpotus loppuu vuoteen 2016

Loppuvuodesta 2015 Yhdysvaltojen hallitus myönsi BTC-verohelpotuksen (Blender's Tax Credit) polttoaineen jakelijoille, mutta nykyisellään helpotus päättyy kuluvaan vuoteen ja ainakin vielä näkyvyys sen jatkon osalta on heikko. BTC on verokannustin, jonka tarkoitus on edistää uusiutuvan polttoaineen käyttöä helpottamalla EPA:n biomandaattien saavuttamista ja sillä on merkittävä vaikutus biopolttoaineiden tuottajien kannattavuuteen.

Verohelpotus oli viime vuonna noin dollari per jalostuksessa käytetty uusiutuva dieselgallona, joten sen vaikutus toimijoiden kannattavuuteen on ollut merkittävä. Nesteen myynti Yhdysvaltoihin oli vuonna 2015 noin 200 miljoonaa gallonaa, joten arvioimme verohelpotuksen parantaneen vuoden vertailukelpoista liikevoittoa reilulla 150 MEUR:lla.

BTC-verohelpotus päättyy kuluvaan vuoteen, emmekä siten sisällytä sitä ennusteisiimme. On kuitenkin huomioitava, että paikalliset toimijat USA:ssa kohtaavat suuria haasteita ilman verohelpotuksia ja verotuen poistuminen vaarantaisi niiden kannattavuuden. Mikäli verohelpotuksia ei tule jatkossa, arvioimme sen pienentävän biopolttoaineiden tarjontaa (myyntihintoja tukeva vaikutus) ja nostavan RINien (Renewable Identification Number) hintoja. Uusiutumattomien tuottajat joutuvat ostamaan RINejä, joita taas vastaavasti syntyy, kun uusiutuvia polttoaineita tuotetaan. Siten niiden merkittävä hinnannousu parantaisi uusiutuvien tuottajien kannattavuutta. Näin ollen arvioimmekin, että BTC-verotuen poistuminen ei iskisi täysimääräisesti Uusiutuvien tulokseen vaan markkinamekanismit kompensoisivat osan menetyksistä.

Merkittäviä kumppanuuksia globaalisti

Ilmastonmuutos ja kasvava huoli ilmaston lämpenemisestä kasvattavat pyrkimyksiä vähentää kasvihuonepäästöjä, mikä näkemyksemme mukaan tarjoaa Nesteelle merkittävän mahdollisuuden Uusiutuvien tuotteiden kysynnän kasvuun. Viimeisimpinä esimerkkeinä tästä ovat mm. yhtiön yhteistyö IKEAn ja UPS:n kanssa. UPS on globaalisti toimiva logistiikkayritys, joka on ottanut käyttöön Nesteen uusiutuvan NEXTBTL-dieselin ajoneuvoissaan Yhdysvalloissa. Muita merkittäviä jo solmittuja kumppanuuksia on mm. yhteistyö Googlen sekä Kalifornian osavaltion kanssa ja Oslon lentokentän ryhtyminen tarjoamaan Nesteen uusiutuvaa lentopolttoainetta.

Nesteen toimitussopimukset ovat kuitenkin tyypillisesti lyhyille ajanjaksoille ja Neste toimittaa Uusiutuvia tuotteita paikallisille jakelijoille, jotka myyvät ne eteenpäin. Arvioimme, että kilpailun lisääntyminen voi vaarantaa sopimusten jatkuvuuden.

Kapasiteetin kasvattaminen toivottavaa

Odotamme Nesteen kertovan ensi vuoden kapasiteetin laajennusohjelman yhteydessä Uusiutuvien tuotantokapasiteetin kasvattamisesta. Suhtaudumme positiivisesti ennustamaamme kapasiteetin kasvattamiseen ja pidämme sitä tärkeänä etumatkan säilyttämisen kannalta. Kilpailu Uusiutuvissa tulee väistämättä kasvamaan jo lyhyellä aikavälillä ja Nesteen on tärkeää onnistua vahvistamaan asemaansa. Onnistuakseen tässä yhtiön tulee mielestämme onnistua solmimaan lisää merkittäviä toimitussopimuksia samalla kun se kasvattaa tuotantokapasiteettiaan.

Odotamme Nesteen laajentavan kapasiteettia yhdellä sen olemassa olevista jalostamoista (nk.

Brownfield-investointi), sillä sen jalostamot Rotterdamissa ja Singaporessa on suunniteltu siten, että niissä on vielä tilaa lisäkapasiteetille. Lisäksi laajentaminen jo olemassa olevan kapasiteetin yhteyteen mahdollistaa synergiahyödyt, jalostamolle on jo olemassa viranomaisluvat ja se on nopeampi toteuttaa, jolloin investointi on kokonaisuutena myös edullisempi. Kokonaan uuden jalostamon rakennuttaminen (nk. Greenfield-investointi) olisi muun muassa lupa-asioiden takia huomattavasti hitaampi prosessi ja jalostamon vaatiman infran rakentaminen veisi lisäksi enemmän aikaa, mikä olisi yhtiölle negatiivista.

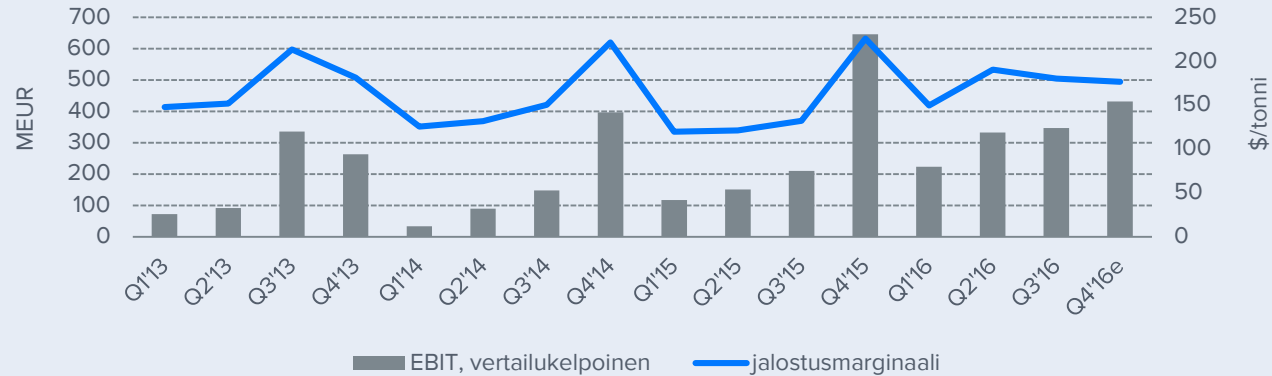
Lisämarginaalin kehitys

Verohelpotusten lisäksi Nesteen Uusiutuvien globaalin hankintaverkoston tehokkuus on kasvattanut yksikön lisämarginaalia viime vuosina. Nesteen teknologiaosaamisen turvin se pystyy hyödyntämään yhä laajempaa raaka-ainemixiä uusiutuvan dieselin tuotannossa, minkä myötä globaalisti operoiva hankintaorganisaatio pystyy hyödyntämään raaka-aineiden suhteellisia hintaeroja tehokkaasti.

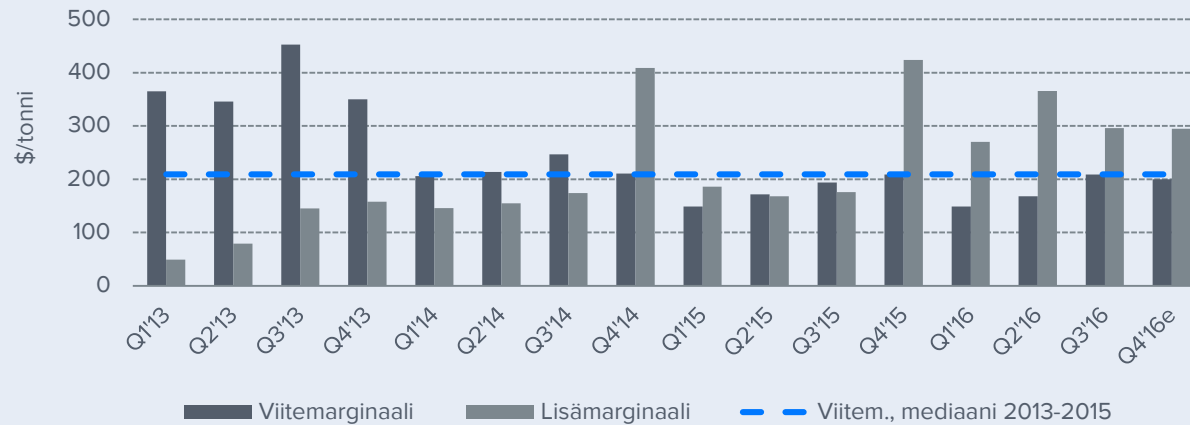
Yksikön kilpailukyvyyn kannalta raaka-ainemixin joustavuus on tärkeää, sillä se mahdollistaa kustannusten optimoinnin markkinatilanteen mukaan. Satokausien onnistuminen vaikuttaa esimerkiksi perinteisten raaka-aineiden, kuten palmuöljyn, hintakehitykseen ja siten marginaaleihin. Laajentuneen raaka-ainepohjansa ansiosta Neste on aikaisempaa immuunimpi yksittäisten raaka-aineiden hintojen vaihtelulle. Arvioimme, että Neste pyrkii vielä laajentamaan raaka-ainepohjaa jätteiden kautta, minkä ansiosta yhtiön on mahdollista yltää yhä korkeampaan lisämarginaaliin tulevaisuudessa.

Uusiutuvat tuotteet yhteenveto

Liikevoitto ja jalostusmarginaali



Uusiutuvien tuotteiden marginaalit



Vähittäismyynti

Vakaa öljyn vähittäismyynti

Öljyn vähittäismyynti on Nesteelle vakaata liiketoimintaa, jolla se tavoittaa niin yksityisen kuin ammattiliikenteen, maatalouden ja teollisuuden toimijat sekä lämmitysasiakkaat. Lisäksi asema-verkosto toimii yhtiölle tärkeänä markkinointikanavana, joten liiketoiminta on mielestämme olennainen osa konsernin strategiaa. Sen 1048 (tilanne 2015 lopussa) aseman päämarkkinat ovat Suomessa, Itämeren alueella ja Luoteis-Venäjällä.

Nesteellä suurin osuus kotimarkkinoista

Suomessa kilpailukenttä jakaantuu pääosin kuuden kilpailijan kesken (GT Retail lopetti toimintansa 2016 ja ainakin osa asemista jatkaa eri ketjujen alla), joista Neste on suurin asemien lukumäärällä mitattuna. Nesteen noin 800 aseman verkosto on lähes kolmannes Suomen markkinasta. Samalla mittarilla yhtiön suurimmat kilpailijat kotimaassa ovat ABC ja Teboil, jotka yhdessä muodostavat noin 40 %:n osuuden Suomen markkinasta.

Nesteen markkina-asemaa Suomessa tukee sen vahva brändi ja kotimaisuus. Kuluttajien silmissä asemien kokonaisvaltaiset palvelut ja tuotetarjoamat ovat avainasemassa ja siten asiakkaiden voittaminen vaatii, että asemien tarjonta on kattavaa. Asemien houkuttelevuutta Neste pyrkii kasvattamaan yhteistyöllä K-kauppojen ja ravintolapalveluita tarjoavien yhtiöiden kanssa, mikä on olennaista niiden kamppaillessa ABC:n (S-ryhmä) kanssa kokonaisvaltaisen tarjoaman osalta. Mielestämme Nesteen positio vähittäismarkkinalla on vahva, emmekä odota sen markkina-asemaan oleellisia muutoksia lähivuosina.

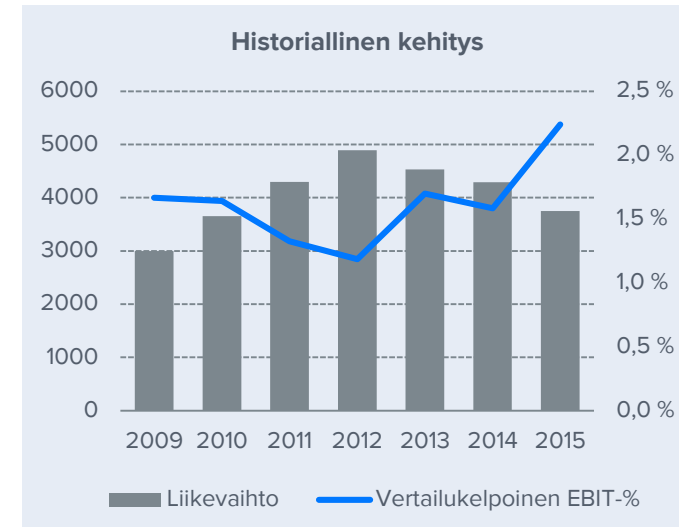
Arviomme mukaan Nesteellä on myös vahva asema Baltian maiden vähittäismyyntimarkkinoilla, mutta Luoteis-Venäjän ja Baltian asemien osuus yhtiön

koko verkostosta on vain noin 25 %, joten yksittäisten maiden osuudet jäävät varsin alhaisiksi kokonaiskuvan osalta. Markkina Venäjällä on huomattavasti pirstaloituneempi ja paikallisilla toimijoilla on vahva asema vähittäismyynnissä. Neste positioituu Venäjällä selkeästi premium-segmenttiin laadun ja hinnan osalta, mikä arviomme mukaan nostaa sen kannattavuutta maassa. Venäjän osuus yksikön liikevaihdosta oli vuonna 2015 vain noin 7 % ja muiden Baltian maiden noin 22 %, mikä tukee näkemystämme yksittäisten, Suomen ulkopuolisten, maiden varsin rajallisista osuuksista kokonaisuudessa.

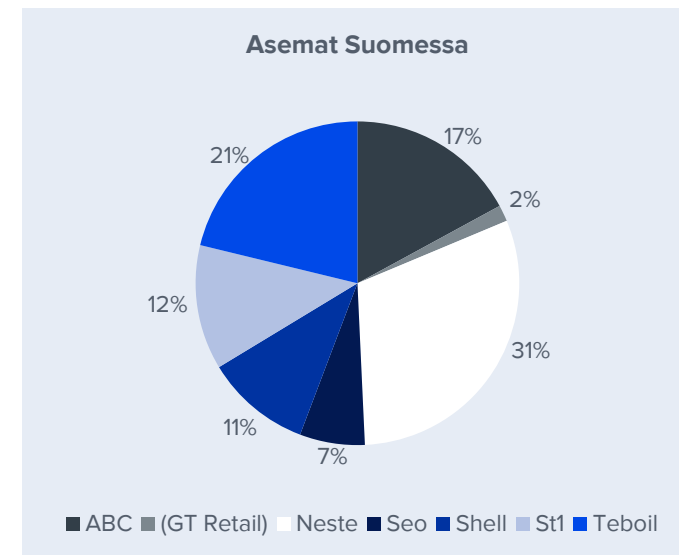
Kannattavuustason vuoksi vaikutus konsernitulokseen on rajallinen

Vähittäismyynti on liikevoitto-%:n tasolla alhaisen marginaalin liiketoimintaa ja sen osuus konsernin liikevoitosta oli vuonna 2015 noin 12 %. Huolimatta korkeasta suhteellisesta osuudesta koko konsernin liikevaihdosta (2015: 34%) matala yksinumeroinen liikevoitto-% rajaa yksikön tuloksen vaikuttavuutta. Vähittäismyynnin liikevoitto-% on ollut viime vuosina vajaan 1,5 %:n ja reilun 2 %:n välillä, mikä tarkoittaa noin 60-80 MEUR liikevoittoa. Arviomme merkittävimpien kilpailijoiden ABC:n, Teboilin ja St1:n liikevoitto-%:n olevan karkeasti samalla tasolla kuin Nesteellä, joka kuvastaa sitä, että alalla on vaikea rakentaa kokoluokan lisäksi merkittäviä kilpailuetuja ja kasvattaa marginaaleja kilpailijoihin verrattuna.

Koska vähittäismyynti sitoo erittäin vähän pääomaa, yltää se kuitenkin korkeaan sidotun pääoman tuottotasoon ja on siten Nesteelle erittäin kannattavaa liiketoimintaa. Vuonna 2015 yksikön sidotun pääoman tuotto-% oli 39 %. Näemme myös laajan asemaverkoston roolin tärkeänä etenkin yrityksen volyymien, jakelun, markkinoinnin ja brändin vahvistamisen kannalta yksikön rajallisesta tulosvaikutuksesta huolimatta.



Lähde: Neste



Lähde: Öljy- ja biopolttoaineala ry, tilanne 31.12.2015

Taloudellinen tilanne

Tuloskehitys

Nesteen liikevaihdon kehitys 2010-luvulla on ollut ailahtelevaa, mikä on toimialan yrityksille tyypillistä raaka-aineiden ja myyntihintojen heilunnan vuoksi. Sijoittajien kannalta olennaisempia mittareita liiketoiminnan kehitykselle ovat tulosrivit ja pääoman tuottoa mittaavat tunnusluvut. Nesteen vertailukelpoinen liikevoitto on kasvanut heikon 2011 vuoden 178 MEUR:n tasolta vuoden 2015 ennätystasolle 925 MEUR:oon. Suurimpana ajurina kehitykselle on ollut Uusiutuvien tuotteiden nouseminen kannattavaksi divisioonaksi siirryttäessä investointivaiheesta tuotannon ylösajoon ja myynnin vakiintumiseen. Vastaava positiivinen kehitys on näkynyt ROACE-%:ssa, joka on kehittynyt vuoden 2011 2,6 %:sta vuoden 2015 hyvälle 16,3 %:n tasolle.

Yhtiön kiinteät kustannukset ovat olleet viime vuosina noin 650-700 MEUR:n tasolla (noin 4-6 % liikevaihdosta) ja suurin osa kuluista muodostuukin tuotannon raaka-aineista. Odotamme kiinteiden kustannusten nousevan hieman laajennusohjelman myötä, mutta niiden vaikutus jää kokonaiskuvan kannalta rajalliseksi. Olennaisempaa on seurata yhtiön kustannustehokkuutta yhtiön saavuttamien lisämarginaalien kautta, sillä niihin heijastuu yhtiön operatiivisen suorituskyvyn kehittyminen.

Tase ja rahoitusasema

Taseen varoista merkittävä osa koostuu aineellisista hyödykkeistä, jotka Q3'16:n lopussa olivat 3715 MEUR. Aineelliset hyödykkeet koostuvat pääosin jalostamoista, muista tuotantolaitoksista sekä varastosäiliöistä ja pidämme niiden kirjanpitoarvoa oikeana, eikä niihin mielestämme kohdistu alaskirjausriskiä. Pitkäaikaisiin varoihin ei sisälly muita merkittäviä eriä taseen kokoluokka huomioiden.

Q3'16:n lopussa lyhytaikaisista varoista lähes 50 % muodostui vaihto-omaisuudesta. 1316 MEUR:n vaihto-omaisuuserän arvo vaihtelee raaka-aineiden ja lopputuotteiden hintojen mukana. Niistä aiheutuvat varastovoitot tai -tappiot Neste kirjaa IFRS-liikevoittoon, mutta niillä ei ole kassavirtavaikutusta. Toisena käyttöpääomaa sitovana eränä lyhytaikaisissa varoissa olivat 913 MEUR:n saamiset, joiden arvioimme olevan kurantti yhtiön asiakaskunta huomioiden. Yhdessä suuren varaston arvon kanssa tämä osoittaa merkittävän käyttöpääoman sitoutumisen liiketoiminnan pyrittämiseen. Kvartaalin lopun rahavarat olivat 523 MEUR, mitä pidämme hyvänä tasona, kun huomioidaan yhtiön kassavirta ja liiketoiminnan koko. Nesteen maksuvalmius on mielestämme vahva, mitä tukee lisäksi liiketoiminnan hyvä tila.

Pitkäaikaista korollista velkaa Nesteellä oli 1120 MEUR, jonka lisäksi lyhytaikaista korollista velkaa oli 366 MEUR. Ostovelat 1303 MEUR olivat noin 43 % suuremmat kuin saamiset, mikä parantaa yhtiön nettokäyttöpääomaa. Verovelkojen, varauksien, eläkevelvoitteiden ja johdannaisten osuus taseen 3367 MEUR:n veloista oli noin 17 %. Taseen loppusumma oli Q3'16:n lopussa 6896 MEUR.

Tase kunnossa ennen laajennusohjelmaa

Kokonaisuutena katsauskauden lopussa Nesteen tase oli vahva, sillä omavaraisuusaste oli 51,3. Velan osuus kokonaispääomasta oli 21,4 %, mikä on alle yhtiön tavoitetason alarajan (25 %). Siten yhtiön taloudellinen tilanne on erinomaisella pohjalla ajatellen vuoden 2017 Q1:llä ilmoitettavaa Uusiutuvien kapasiteetin laajennusohjelmaa, jonka rahoittamiseen yhtiöllä on varaa lisätä velkaansa alhaisen velkaantumisen takia. Q3'16:n lopussa Nesteen korollisen nettovelan ja vertailukelpoisen käyttökateen suhde oli vain 0,7x, mitä voi myös pitää hyvin alhaisena tasona.

Kassavirta ja osinko

Nesteen operatiivinen kassavirta on ollut viime vuosina vahva, mutta prosessiteollisuudelle tyypilliseen tapaan liiketoiminta vaatii myös jatkuvia investointeja. Vuoden kolmannen neljänneksen lopussa käyttökate (IFRS) oli 1125 MEUR (2015:1057 MEUR) ja tästä vapaa rahavirta 567 MEUR (2015: 480 MEUR), mikä kuvastaa korkeita investointitarpeita ja myös käyttöpääomaerien heiluntaa. Vuoden 2016 investointien Neste odottaa olevan 450 MEUR:n tasolla (Q3'16: 291 MEUR).

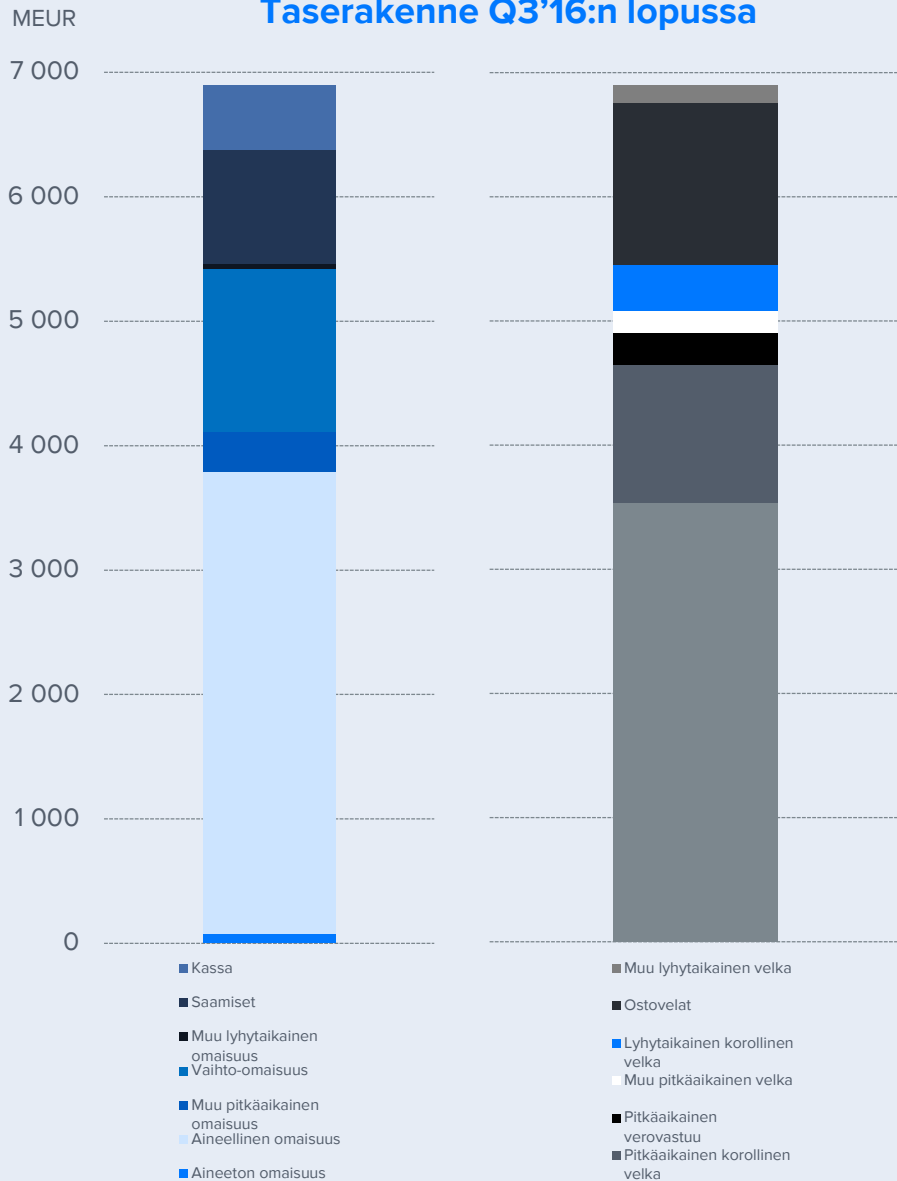
Käyttöpääoman muutos vaikuttaa Nesteen rahavirtaan etenkin tilanteissa, joissa yhtiö rakentaa keskimääräistä suurempaa lopputuotevarastoa, jotta se pystyy turvaamaan toimitukset asiakkaille huolto- ja tuotantoseisokkien aikana. Kuluvan vuoden viimeiselle kvartaalille ajoittuvan aikaistetun Porvoon jalostamon huoltoseisokin vuoksi yhtiö kasvatti varastojaan hieman Q3:lla. Vaikutus näkyi korkeammassa käyttöpääoman määrässä, mikä alensi liiketoiminnan nettorahavirtaa vertailukautta enemmän (Q3'16 271 MEUR vs. Q3'15 131 MEUR).

Rahavirta on kuitenkin hyvällä tasolla liiketoiminnan kehittyessä positiivisesti ja odotamme tätä myös tulevilta vuosilta. Huolimatta suurista investointi- ja huoltotarpeista nykyinen rahavirta yhdessä vahvan taseen kanssa mahdollistaa Nesteen noin 40 %:n osingonjakosuhtetavoitteen.

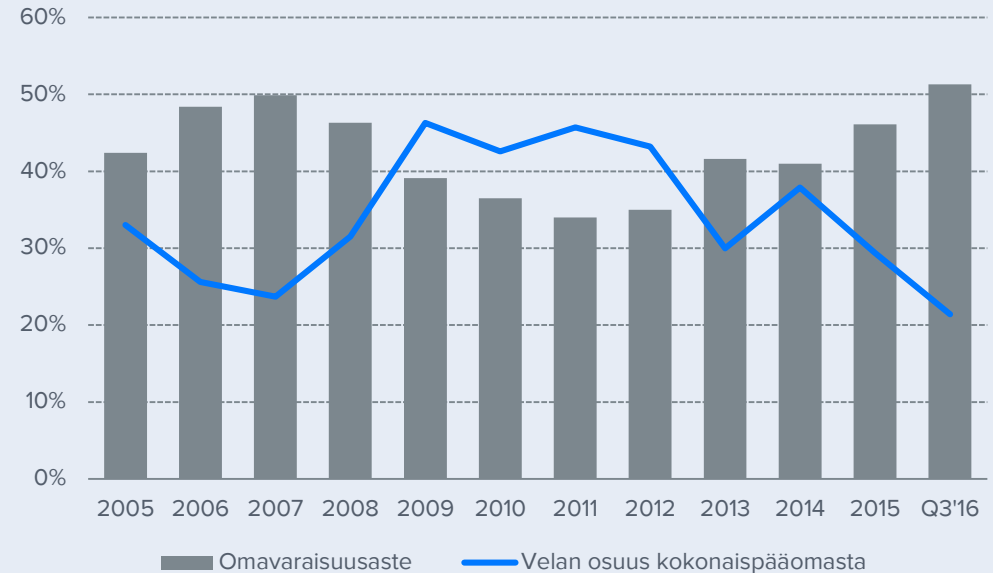
Odotamme yhtiön investointien pysyvän keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä ilman laajennusohjelman investointikustannuksia noin 400-450 MEUR:n tasolla. Vuositasolla arvioimme laajennusohjelman kuitenkin kasvattavan vuosien 2017-2019 investointeja lisäksi noin 150-300 MEUR:n verran, kun huomioidaan investoinnin suuruusluokka noin (600-700 MEUR).

Taloudellinen tilanne yhteenveto

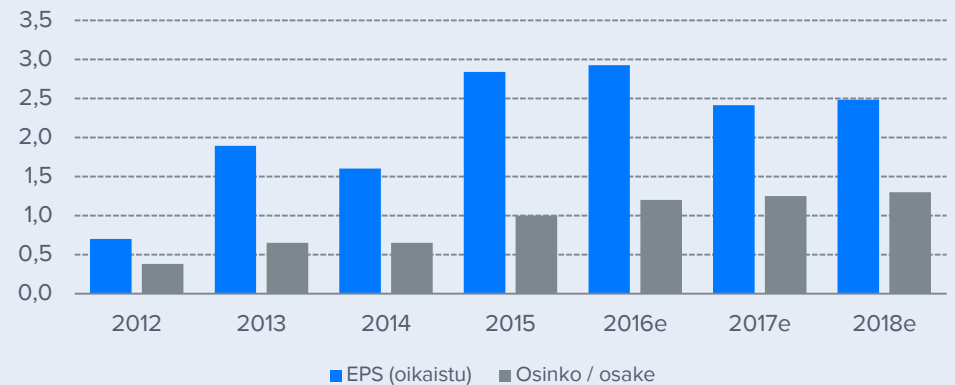
Taserakenne Q3'16:n lopussa



Taseen tunnuslukujen kehitys



Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennusteet (1/2)

Huoltoseisokista huolimatta loppuvuosi on hyvä

Odotamme Nesteen tekevän Q4:llä 2622 MEUR:n liikevaihdolla 337 MEUR:n käyttökateen ja 257 MEUR:n liikevoiton.

Öljytuotteilta odotamme kausiluonteisesti heikkomman viimeisen kvartaalin osalta 1 691 MEUR:n liikevaihtoa ja 89 MEUR:n liikevoittoa. Liikevaihdon odotamme laskevan vertailukaudesta, mikä johtuu Q4:lle ajoittuvasta ja suunniteltua aikaisemmin alkaneesta Porvoon huoltoseisokista. Liikevoittoennusteemme on lähes vertailukauden (Q4'15: 91 MEUR) tasolla, sillä suotuisa EUR/USD-valuuttaparin kehitys heijastuu divisioonan liikevoittoon ja kompensoi huoltoseisokin kustannusvaikutusta ja volyymien pientä laskua.

Uusiutuvien tuotteiden Q4:n liikevaihdon ennusteemme on 679 MEUR. Takautuvasti koko vuodelta tulleet BTC-verohelpotukset näkyivät vertailukauden liikevoitossa ja siten Q4'16-ennuste on liikevoiton osalta selkeästi alhaisempi 154 MEUR (Q4'15: 231 MEUR). Kun vuoden 2015 Q4:lle osuneiden verohelpotusten vaikutus jätetään huomioimatta, on vuoden viimeinen neljännes Uusiutuville tuotteille ennätyskellisen hyvä. Positiivista kehitystä edesauttaa erittäin korkealle tasolla noussut lisämarginaali, jota tukee laajan raaka-ainemixin tuoma kustannushyöty.

Odotamme Öljyn vähittäismyyntin noudattavan normaalia kausiluonteisuutta ja tehneen Q4:llä 890 MEUR:n liikevaihdolla 17 MEUR:n liikevoiton. Yksikön liikevaihtoon ja liikevoittoon heijastuu vuoden viimeisellä neljänneksellä polttoaineiden talviaikaan vähenevä kysyntä.

Osakkuusyhtiöt ja konsernin hallinnon sisältämä Muut-yksikkö on odotuksiemme mukaan viimeisellä kvartaalilla lähellä break-even-tasoa (-2 MEUR) ja siten koko vuoden osalta yksikön liikevoitto on -27 MEUR.

Q3'16 lopussa rahoituskulut olivat 75 MEUR ja ne muodostuivat etenkin korkokuluista ja johdannaisten käypään arvoon arvostamisesta. Emme odota Q4:n rahoituskuluihin yllätyksiä ja siten koko vuoden rahoituskulujen odotamme olevan 100 MEUR. Efektiivisen verokannan odotamme nousevan hieman viime vuoden tasolta, jolloin kertaluontoiset erät laskivat verokantaa, ja olevan noin 15 %. Q4'16 EPS:n odotamme siten olevan 0,71 euroa. Koko vuoden osalta odotamme oikaistun EPS:n nousevan 9 sentillä viime vuodesta 2,93 euroon, mutta raportoidun EPS:n 3,36 euroon varaston arvoon liittyvien kertaerien ansiosta. Vahvan taseen turvin odotamme Nesteen nostavan kuluvalta vuodelta maksettavan osingon 1,20 euroon ensi keväänä.

BTC-verohelpotusten loppuminen heijastuu vuoden 2017 ennusteisiin

Odotamme liiketoimintaympäristön jatkuvan suotuisana Nesteelle myös vuonna 2017. Naantalin Q3:lle suunniteltu huoltoseisokki heikentää divisioonan koko vuoden suorituskykyä, mutta muutos kohti yhtä jalostamaa (Porvoo) pienentää Naantalin vaikutusta koko divisioonaan ja lisäksi yhtiön pitäisi pystyä hyödyntämään dollarin vahvistuminen, kun spot-kurssi ja valuuttasuojastusot ovat kehittyneet yhtiön kannalta suotuisasti.

Odotamme Öljytuotteiden marginaalien pysyvän keskimäärin kuluvan vuoden tasolla ja yhtiön pystyvän ylläpitämään vahvaa lisämarginaalia myös ensi vuonna. Kun lisäksi odotamme volyymien pysyvän kuluvan vuoden tasolla heijastuu Naantalin huoltoseisokin kuluja kasvattava vaikutus yhtiön tulokseen. Odotamme Öljytuotteilta 7262 MEUR:n liikevaihdolla 435 MEUR:n liikevoittoa.

Uusiutuvien tuotteiden volyymien odotamme paranevan ensi vuonna, kun jalostamot yltävät ilman huoltoseisokkeja lähes täyden tuotantokapasiteetin volyymitasoihin. Uusiutuviin tuotteisiin kohdistuu regulaation tukemana vahvaa kysyntää, mitä Nesteen erittäin vahva markkina-asema tukee entisestään. Siten odotamme Uusiutuvien tuotteiden liikevaihdon kasvavan 2594 MEUR:oon.

Uusiutuvien tuotteiden lisämarginaaliin kohdistuu ensi vuonna painetta, kun verohelpotukset Yhdysvaltojen osalta loppuvat, mutta odotamme niiden paikkautuvan osittain viitemarginaalien ja RINien hinnan nousulla ja siten BTC:n loppuminen ei heijastu täysin yksikön tulokuntoon. Ennusteemme ensi vuoden liikevoiton osalta on 370 MEUR, johon myös heijastuu positiivisesti vahvistunut dollari.

Vähittäismyynti säilyy myös ensi vuonna hyvällä tasolla, sillä odotamme Nesteen säilyttävän vahvan asemansa Suomen markkinoilla ja Venäjän ruplan oikeansuuntainen kehitys tukee yksikön tulosta. Odotamme Nesteen jatkavan asemaverkoston kasvattamista verkkaisella tahdilla ja uusien asemien avautuminen tukee lievästi yksikön myyntiä.

Ennusteet (2/2)

Positiivisia ajureita heijastellen odotamme Vähittäismyynnin yltävän ensi vuonna 3 580 MEUR:n liikevaihdolla 86 MEUR:n liikevoittoon.

Vuoden 2017 liikevaihtoennusteemme konsernitason sijaan on siten 11 216 MEUR ja liikevoittoennusteemme on 877 MEUR, joka vastaa 7,8 %:n liikevoittomarginaalia. Rahoituskulujen odotamme kasvavan hieman uuden linjaston investoinnin johdosta, sillä odotamme yhtiön rahoittavan investoinnin osittain velkarahalla yhtiön alhaisen velkaantuneisuuden vuoksi. Verokannan odotamme myös nousevan nykyiseltä alhaiselta tasolta ja tasoittuvan lähemmäs 20 %:n tasoa. 104 MEUR:n nettorahoituskulujen ja 155 MEUR:n verojen jälkeinen nettotulosennusteemme on 617 MEUR, joka tarkoittaa 2,41 euron osakekohtaista tulosta. Osittain velalla rahoitettavasta investoinnista huolimatta odotamme Nesteen nostavan osinkoaan 1,25 euron tasoon vuodelta 2017, sillä vahva tuloskunto pitää nettovelkaantumisasiaan edelleen 30 %:n tasolla. Odotamme öljyn hinnan pysyvän lyhyellä tähtämällä nykyisellä tasolla (45-50 \$/bbl), mitä ennusteemme heijastelevat.

Uusi tuotantolinja ei heijastu numeroihin vielä 2018

Odotamme Öljytuotteiden yltävän pieneen käyttöasteparannukseen vuonna 2018, kun jalostamoiden yhdistämisen tehokkuusvaikutus saadaan ulosmitattua täysin. Käyttöasteen nousu kasvattaa volyymeja ja siten odotamme liikevaihdon kasvavan 7 392 MEUR:oon. Emme odota markkinaa kohdistuvan paineita vuonna 2018 ja siten divisioonan liikevoitto kasvaa

volyymien mukana hieman 463 MEUR:oon.

Odottamamme kapasiteetin laajennusohjelma ei heijastu Uusiutuvien tuotteiden liikevaihtoon vielä vuonna 2018, mutta odotamme yksikön pystyvän pitämään vahvan kysynnän turvin volyymit korkealla tasolla. Hyvä kysyntä heijastuu myös yksikön liikevaihtoon, minkä ennustamme olevan 2 621 MEUR. Nesteen onnistuminen yksikön raaka-ainemixin optimoinnissa pitää lisämarginaalin korkealla tasolla myös 2018 ja tukee liikevoittoa, jonka ennustamme olevan noin edellisvuoden tasolla 374 MEUR:ssa.

Vähittäismyynnin vakaa kehitys jatkuu myös 2018 ja tukee yhtiön erittäin hyvää tuloskuntoa (liikevoitto 2018e 86 MEUR). Konsernitason vuoden 2018 liikevaihtoennusteemme 11 345 heijastelee noin 1 %:n kasvua ja liikevoiton odotamme kasvavan noin 4 % 806 MEUR:n tasolle. Rahoituskuluihin ja veroasteeseen emme odota merkittäviä muutoksia ja odotamme yhtiöltä 2,48 euron osakekohtaista tulosta vuonna 2018.

Uusiutuvat tuotteet kasvavat pitkällä aikavälillä

Nesteen kasvupotentiaali nojaa Uusiutuvien tuotteiden kasvuun, jolle näkemyksemme mukaan on suotuisat edellytykset regulaation kasvattaessa markkinaa. Odotamme Nesteen vahvan aseman pitävän markkinalla huolimatta siitä, että kilpailu tulee lisääntymään keskipitkällä aikavälillä. Kapasiteetin laajennusohjelman odotamme tuovan liikevaihtoa vuoden 2018 jälkeen, mutta uskomme linjaston olevan tuloskunnossa vasta

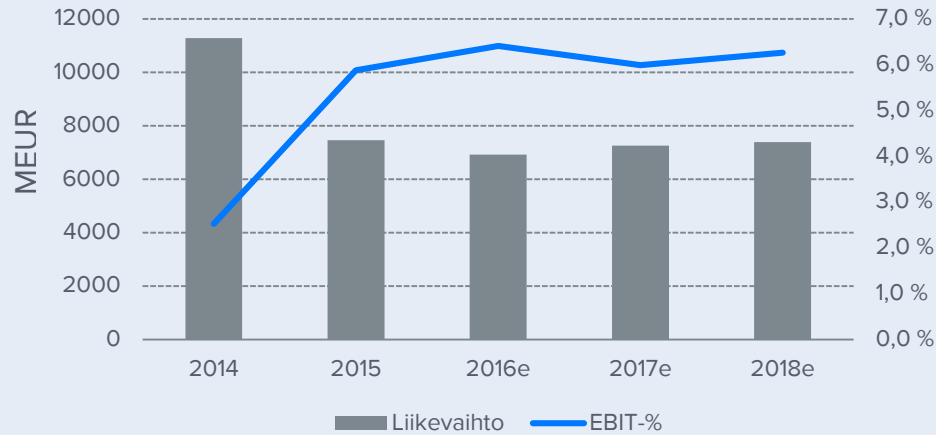
vuodesta 2020 alkaen, sillä uuden linjan ylösajo tulee vaatimaan jonkun aikaa.

Näkemyksemme mukaan Uusiutuvien tuotteiden kilpailun lisääntyminen tulee vaikuttamaan markkinoihin ja lisäksi odotamme tuotteiden kulutuksen kasvun heijastuvan negatiivisesti perinteisten öljypohjaisten tuotteiden kysyntään. Siten Uusiutuvien tuotteiden kysynnän kasvu ei heijastu täysmääräisesti yhtiön kasvuun, mitä keskipitkän ja pitkän aikavälin liikevaihdon 2-4 %:n kasvuennusteemme heijastelee. Vähittäismyynnin osalta odotamme yhtiön säilyvän alan suurimpien joukossa ja kasvattavan asemaverkostoaan aikaisempien vuosien tapaan maltillisesti. Öljytuotteiden laskeva kysyntä ja lisääntyvä kilpailu Uusiutuviissa ei mielestämme anna syytä odottaa merkittävää liikevoiton kasvua pitkällä aikavälillä ja siten odotamme yhtiön liikevoiton olevan noin 900-1 100 MEUR:n välillä.

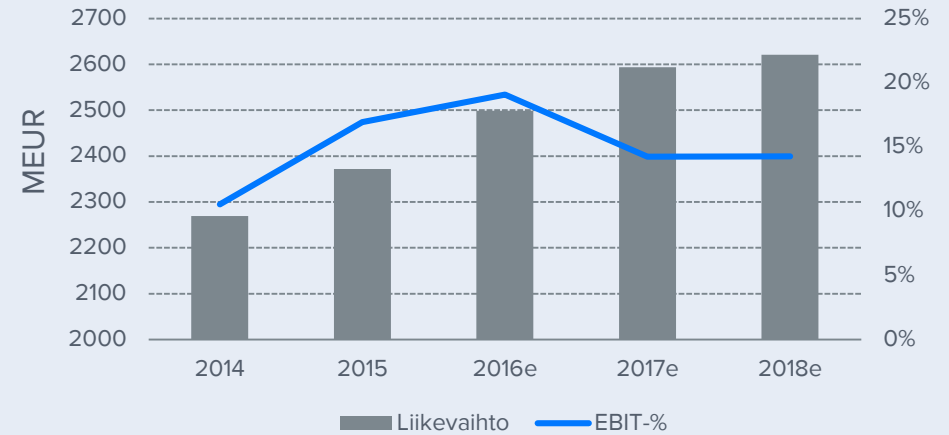
Mielestämme sijoittajien on syytä huomata, että markkinoihin tulee kohdistumaan muutos-paineita jo nyt tiedossa olevien regulaatio-muutosten ansiosta pitkällä aikavälillä, mikä heikentää näkyvyyttä ja kohdistaa epävarmuutta ennusteisiin. Vaikka uskomme Nesteen vahvaan markkina-asemaan ja teknologiaosaamiseen mielestämme päähuomio keskittyy lähivuosien ennusteisiin, joihin myös arviomme osakkeen arvosta pääasiassa nojaa.

Ennusteet segmenttitasolla

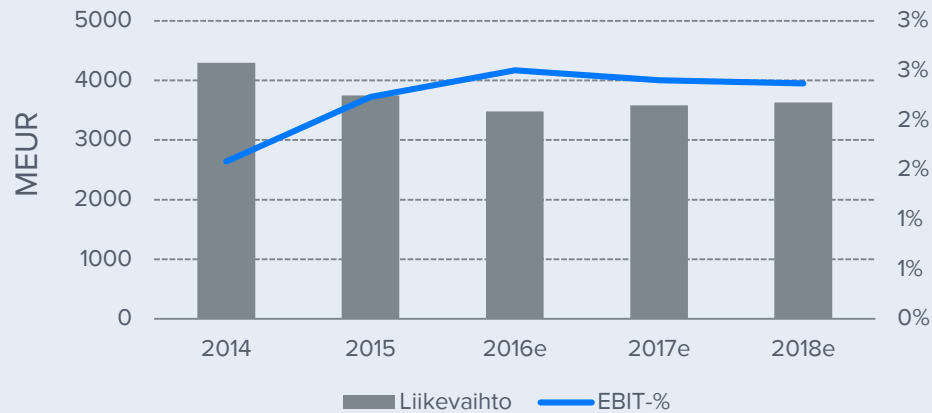
Öljytuotteet



Uusiutuvat tuotteet



Öljyn vähittäismyynti



Ennusteet yhteenveto

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	15011	2744	2605	3023	2759	11131	2307	2927	3034	2641	10908	11216	11345
<i>Öljytuotteet</i>	11285	1976	1675	2060	1756	7467	1359	1916	1960	1691	6926	7262	7392
<i>Uusiutuvat tuotteet</i>	2269	496	583	582	711	2372	584	596	640	679	2499	2594	2621
<i>Öljyn vähittäismyynti</i>	4294	882	977	991	898	3748	776	886	925	890	3477	3580	3630
<i>Muut</i>	238	62	74	60	71	267	70	75	72	70	287	261	262
<i>Eliminoinnit</i>	-3075	-672	-704	-670	-678	-2724	-482	-546	-564	-690	-2282	-2480	-2560
Käyttökate	480	311	146	245	355	1057	341	372	412	337	1462	1225	1274
<i>Poistot ja arvonalennukset</i>	-330	-78	-83	-87	-110	-358	-87	-92	-93	-80	-352	-348	-364
Liikevoitto ilman kertaeriä	583	215	78	281	352	926	175	282	264	257	978	877	910
Liikevoitto	150	233	63	158	245	699	254	280	319	257	1110	877	910
<i>Öljytuotteet</i>	285	156	14	178	91	439	86	149	120	89	444	435	463
<i>Uusiutuvat tuotteet</i>	239	42	54	75	231	402	80	119	124	154	477	370	374
<i>Öljyn vähittäismyynti</i>	68	17	22	27	17	84	22	23	25	17	87	86	86
<i>Muut</i>	-7	3	-14	-1	15	3	-11	-8	-6	-2	-27	-10	-10
<i>Eliminoinnit</i>	-2	-3	2	1	-3	-3	-2	-1	1	-1	-3	-4	-3
<i>Käyvän arvon muutokset</i>	-418	-59	-12	-122	-85	-278	71	9	42	0	122	0	0
<i>Kertaluonteiset erät</i>	-16	77	-3	0	-22	52	8	-10	12	0	10	0	0
<i>Nettorahoituskulut</i>	-72	-28	-11	0	-26	-65	-25	-25	-25	-25	-100	-104	-79
Tulos ennen veroja	78	205	52	158	219	634	229	255	294	232	1010	773	831
<i>Verot</i>	-18	-24	-10	-29	-11	-74	-16	-41	-41	-49	-146	-155	-174
<i>Vähemmistöosuudet</i>	-3	-1	0	-1	-1	-3	-1	-1	-1	-1	-4	-2	-2
Nettotulos	57	180	42	128	207	557	213	213	251	183	860	617	654
EPS (oikaistu)	1,60	0,59	0,22	0,88	1,15	2,84	0,57	0,84	0,80	0,71	2,93	2,41	2,56
EPS (raportoitu)	0,22	0,70	0,16	0,50	0,81	2,18	0,83	0,83	0,98	0,71	3,36	2,41	2,56

Arvonmääritys ja suositus (1/2)

Arvostustason kulmakivet

Suosimme Nesteen arvonmäärityksessä yritysarvopohjaisia EV/EBITDA ja EV/EBIT-kertoimia, sillä ne huomioivat Nesteen vahvan taserakenteen. Lisäksi mielestämme arvostusta tulee tarkastella tulospohjaisesti P/E-luvun kautta ja suhteessa yhtiön tase-arvoon (P/B-luku).

Absoluuttinen arvostus on korkea

Mielestämme osake on hinnoiteltu absoluuttisesti haastavasti lähivuosien ennusteidemme mukaisten EV/EBITDA- ja EV/EBIT-lukujen valossa. Vuosien 2016 ja 2017 EV/EBITDA-kertoimet ovat 8x ja 9x ja vastaavat EV/EBIT-kertoimet 11x ja 13x.

Myös muilla tulospohjaisilla kertoimilla arvostus on mielestämme korkea, kun vuoden 2017 ennusteillamme P/E -luku on 16x. Hyväksymillämme 13-14x tason P/E-kertoimella arvostusmatriisimme mukainen osakkeen arvo on noin 31-38 euron välillä, mikäli yhtiön liikevoitto on 850-950 MEUR:n välillä.

Yhtiön tase-pohjainen arvostus on nykykurssilla 2,7x, mitä ei mielestämme voi perustella yhtiön pääoman tuotolla. Ennusteillamme lähivuosien oman pääoman tuotto (ROE-%) on noin 15 %:n tasolla, mihin suhteutettuna preemio yhtiön tase-arvoon nähden on todella korkea ja tuotto-odotus jää siten matalaksi.

Vuosien 2016-2017 1,20 euron ja 1,25 euron osingoilla osakkeen osinkotuotto jää nykykurssilla vain reilun 3 %:n tuntumaan. Alle pörssin keskitason oleva odotettu osinkotuotto ei mielestämme ole houkutteleva, eikä sekään siten riitä perustelevaan nykyistä kurssitasoa.

Uusiutuvien tuotteiden arvo markkinoilla on liian korkea

Öljytuotteille sekä Öljyn vähittäismyynnille voidaan muodostaa selkeät vertailuryhmät, joten tarkastelemme Uusiutuvien tuotteiden arvostusta käänteisen arvonmäärityksen kautta. Osien summa -laskelmalla ja osakkeen nykyisellä arvostustasolla tarkasteltuna Uusiutuvien tuotteiden arvo hinnoitellaan markkinoilla mielestämme liian korkealle.

Hyväksymämme arvostus Öljytuotteille (EV/EBITDA 6x) heijastelee noin 10 %:n preemiota suhteessa verrokkiryhmään, joka on mielestämme perusteltua Porvoon kustannustehokkuuden ja vahvan Itämeren alueen markkina-aseman vuoksi. Vähittäismyynnille puolestaan pidämme perusteltuna vähittäismyynnialan verrokkiryhmän tasolla olevia kertoimia (EV/EBITDA 8x), koska myös sillä on vahva markkina-asema ja emme odota siihen muutoksia lähitulevaisuudessa.

Kun lisäksi huomioidaan Nesteen osakkuusyhtiöiden tase-arvo, nettovelat ja konsernikulujen nykyarvo, jää Uusiutuvien tuotteiden arvoksi ensi vuoden ennusteillamme ja nykykurssilla lasketusta yritysarvosta noin 5 100 MEUR. Mielestämme arvostus on erittäin korkea. Hyväksymämme taso on noin 3 700 MEUR (EV/EBITDA 8x), mitä myös tavoitehintamme heijastelee vuoden 2017 ennusteiden valossa. Osakkeen nykyisestä arvosta laskettuna markkinan hyväksymä EV/EBITDA-kerron Uusiutuville tuotteille on ensi vuoden ennusteillamme noin 11x.

EBIT (MEUR)	750	800	850	900	950	1000	1050
10	21,0	22,5	24,1	25,7	27,2	28,8	30,3
11	23,1	24,8	26,5	28,2	29,9	31,7	33,4
P/E 12	25,2	27,0	28,9	30,8	32,7	34,5	36,4
13	27,2	29,3	31,3	33,3	35,4	37,4	39,4
14	29,3	31,5	33,7	35,9	38,1	40,3	42,5
15	31,4	33,8	36,1	38,5	40,8	43,2	45,5
16	33,5	36,0	38,5	41,0	43,5	46,1	48,6

	2017e
Yritysarvo nykykurssilla	10961
Öljytuotteet	-3900
Öljyn vähittäismyynti	-910
Osakkuusyhtiöt	-220
Nettovelat	-1100
Konsernikulut (nykyarvo)	240
Uusiutuvat tuotteet	5071

Arvonmääritys ja suositus (1/2)

Suhteellinen arvostus

Suhteellisesti Neste on arvostettu kuluvaan ja ensi vuoden ennusteillamme erittäin korkealla preemiolla sen verrokkiryhmään nähden. Yritysarvopohjaisilla EV/EBITDA ja EV/EBIT-luvuilla preemio on noin 35 %. Yhtiölle voidaan hyväksyä preemiohinnoittelu vahvan Itämeren alueen markkina-aseman ja etenkin Uusiutuvien tuotteiden markkinajohtajuuden takia, mutta mielestämme tämänhetkinen preemio on liian korkea. Emme kuitenkaan anna suhteelliselle arvostukselle merkittävää painoarvoa, koska verrokkiryhmän yhtiöt ovat pääsääntöisesti öljynjalostukseen keskittyneitä yhtiöitä.

Kassavirtamallin arvonmääritys

DCF-mallimme mukainen arvo osakkeelle on 34,99 euroa, mutta pitkän aikavälin näkyvyyden heikkoudesta ja terminaalijakson korkeasta 60 %:n osuudesta johtuen emme anna sille suurta painoarvoa arvonmäärityksessä. Mallissamme vuodesta 2019 alkaen lähivuosien liikevaihdon kasvu on noin 3-4 % Uusiutuvien investoinnin valmistuttua ja tasaantuu sen jälkeen pitkän aikavälin ennusteemme mukaiselle 2 %:n tasolle. Investoinnin vaikutuksen myötä myös liikevoitto nousee mallissamme noin 1000-1100 MEUR:n välille keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

Käyttämässämme pääoman kustannuksessa (WACC) oman pääoman kustannus on korkeahko 9,2 %, mikä heijastelee Nesteen riskiprofiilia. Alhaisemman vieraan pääoman kustannuksen vuoksi koko pääoman kustannus mallissamme laskee kuitenkin 7,5 %:n tasolle.

Sijoitusnäkemys

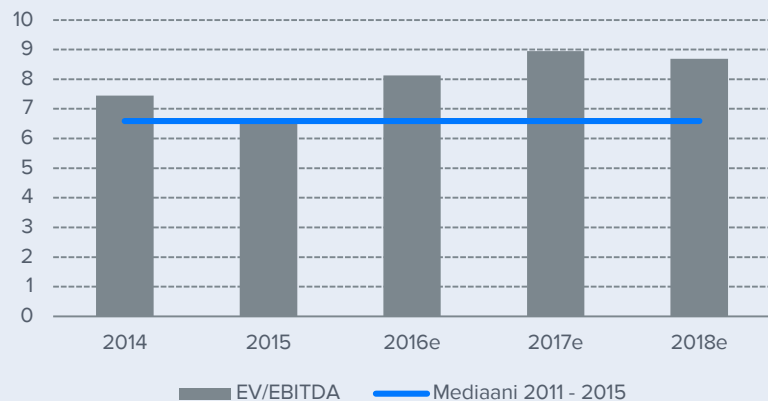
Nostamme Nesteen tavoitehintamme 33,0 (aik. 30,0 euroa) euroon ja toistamme myy-suosituksemme. Pidämme yhtiön arvostusta seuraavan vuoden tähtäimellä haastavana ja näemme kertoimissa selkeää laskuvaraa kun huomioidaan myös ensi vuoden tulosenusteet. Pitkällä aikavälillä Uusiutuvat tuotteet tulevat tarjoamaan yhtiölle selkeää kasvupotentiaalia, mutta huomautamme sijoittajia, että samalle niiden kasvu pienentää öljypohjaisten tuotteiden markkinaa. Näkemyksemme mukaan osakkeen tuotto/riski -suhde ei ole tällä hetkellä houkuttelevalla tasolla.

Arvostus yhteenveto

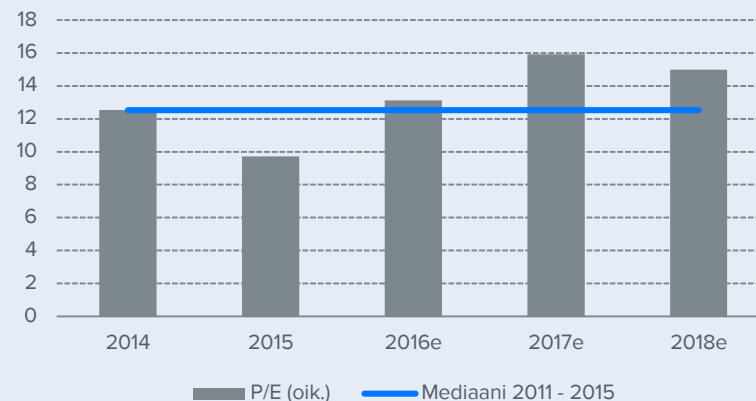
Arvostustaso	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Osakekurssi	20,06	27,63	38,37	38,37	38,37
Markkina-arvo	5143	7062	9808	9808	9808
Yritysarvo (EV)	6800	8399	10804	10961	11069
P/E (oik.)	12,5	9,7	13,1	15,9	15,0
P/E	90,3	12,7	11,4	15,9	15,0
P/Kassavirta	-87,2	14,7	14,2	42,5	32,4
P/B	1,9	2,3	2,7	2,5	2,3
P/S	0,3	0,6	0,9	0,9	0,9
EV/Liikevaihto	0,5	0,8	1,0	1,0	1,0
EV/EBITDA	7,4	6,5	8,1	8,9	8,7
EV/EBIT	11,7	9,1	11,0	12,5	12,2
Osinko/tulos (%)	292,6 %	45,9 %	35,7 %	51,8 %	50,8 %
Osinkotuotto-%	3,2 %	3,6 %	3,1 %	3,3 %	3,4 %

Lähde: Inderes

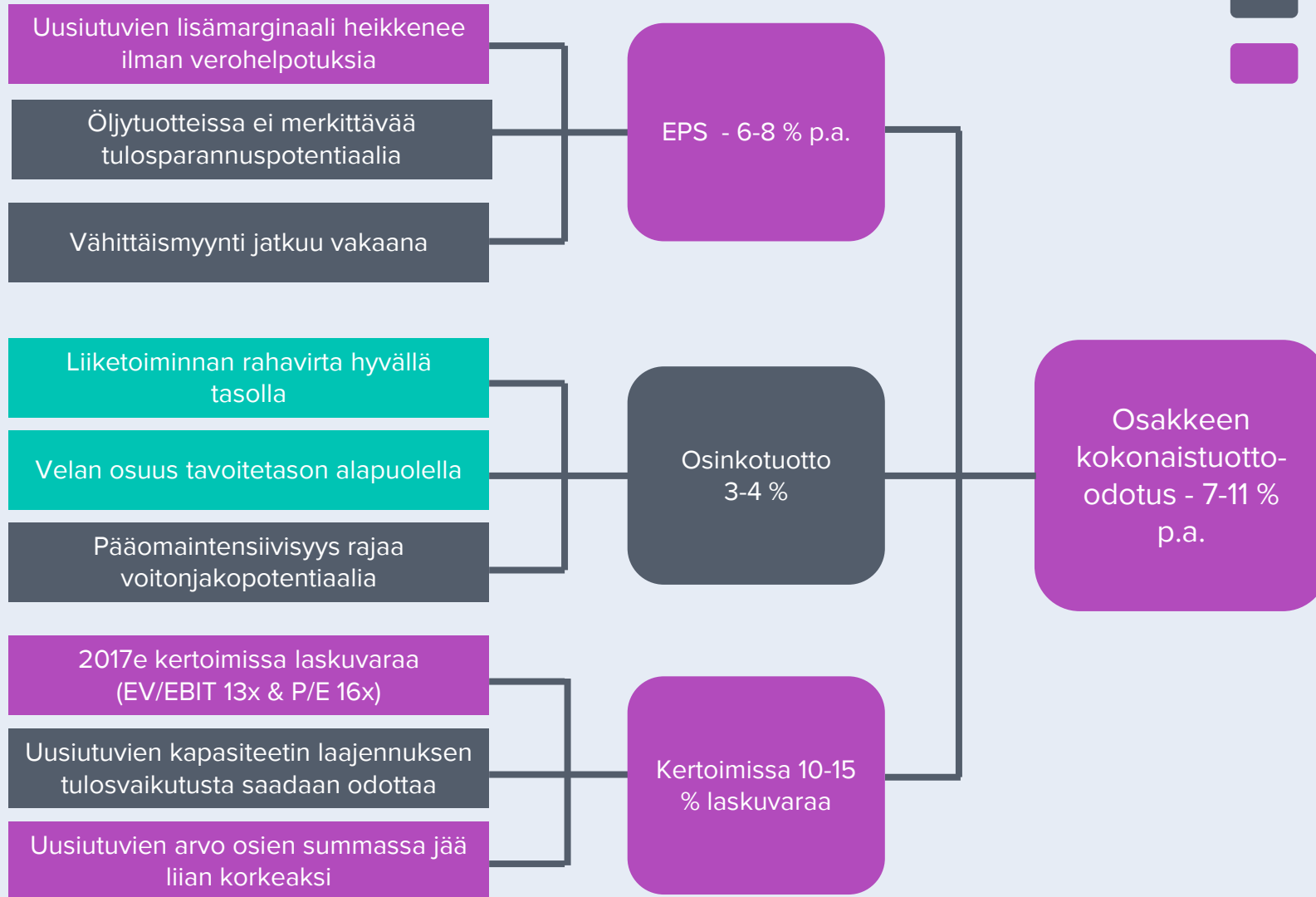
EV/EBITDA



P/E (oikaistu)



Osaketuoton ajurit 2016e-2018e



Vertailuryhmäarvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e
Neste	38,36	9836	10817	10,5	11,4	7,7	8,0	1,0	0,9	13,2	14,3	3,0	3,0	2,7
Tesoro	83,21	9153	14475	11,3	9,3	6,9	6,0	0,6	0,5	16,4	13,6	2,5	2,7	1,7
Total	45,06	113970	143397	17,7	10,3	7,4	5,6	1,2	0,9	14,5	11,6	5,6	5,6	1,2
ENI	13,57	49316	65820	29,8	9,5	6,3	4,2	1,1	0,9		21,4	5,9	5,9	1,0
Koc Holding	12,26	8371	15164	11,1	9,6	9,1	8,2	0,8	0,7	9,3	8,5	2,4	2,7	1,1
Tupras	67,60	4558	6137	9,9	8,0	8,5	6,7	0,7	0,5	11,1	8,3	7,0	8,2	2,1
MOL	18610,00	6069	9316	9,7	8,4	4,7	4,2	0,8	0,7	8,5	8,8	3,2	3,4	1,2
Statoil	151,80	54519	66597	18,3	6,8	5,3	3,6	1,5	1,2	95,5	17,1	0,6	0,6	1,4
Valero Energy	61,67	26272	29651	10,4	7,8	6,4	5,3	0,4	0,4	16,9	11,5	3,9	4,1	1,4
Saras	1,66	1576	1363	4,9	5,5	2,9	3,1	0,2	0,2	8,2	9,7	6,0	5,2	1,7
ERG	9,11	1369	3097	16,1	15,8	6,9	6,6	2,9	2,9	13,0	15,3	5,5	5,6	0,9
Hellenic Petro	4,16	1271	3157	6,0	6,8	4,2	4,6	0,4	0,4	5,6	6,2	3,4	5,6	0,7
PKN Orlen	76,80	7340	9041	6,7	7,1	5,1	5,2	0,5	0,4	8,0	8,5	2,8	3,1	1,3
Motor-oil Hellas	12,02	1332	1757	4,6	5,3	3,8	4,1	0,3	0,2	6,3	7,5	6,3	6,4	1,8
Lotos	36,57	1511	2548	9,9	11,1	5,6	6,0	0,6	0,5	9,5	10,6			0,8
Western Refining	36,59	3734	5914	19,7	17,3	11,3	8,9	0,8	0,6	25,9	20,9	4,2	4,2	2,2
Neste (Inderes)	38,37	9808	10804	11,0	12,5	8,1	8,9	1,0	1,0	13,1	15,9	3,1	3,3	2,7
Keskiarvo				12,3	9,4	6,4	5,7	0,9	0,7	17,5	12,1	4,1	4,4	1,4
Mediaani				10,4	8,9	6,4	5,4	0,7	0,6	11,1	11,0	3,9	4,2	1,3
Erotus-% vrt. mediaani				6 %	41 %	27 %	65 %	39 %	78 %	18 %	44 %	-20 %	-22 %	98 %

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

Tuloslaskelma

(MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	17 462	15 011	11 131	10 908	11 216	11 345
Kulut	-16 507	-14 531	-10 074	-9 446	-9 992	-10 070
EBITDA	955	480	1 057	1 462	1 225	1 274
Poistot	-323	-330	-358	-352	-348	-364
Liikevoitto	632	150	699	1 110	877	910
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	28	-434	-227	132	0	0
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	604	583	926	978	877	910
Rahoituserät	-208	-237	-268	-307	-287	-263
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0	0	0	0	0	0
Voitto ennen veroja	561	78	634	1 010	773	806
Muut erät	0	0	0	0	0	0
Verot	-37	-18	-74	-146	-155	-169
Vähemmistöosuus	-1	-3	-3	-4	-2	-2
Nettotulos	523	57	557	860	617	635
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	495	490	784	728	617	635
Satunnaiset erät	0	0	0	0	0	0
Tilikauden tulos	523	57	557	860	617	635
<i>Osakekohtainen tulos</i>	2,04	0,22	2,18	3,36	2,41	2,48
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	1,89	1,60	2,84	2,93	2,41	2,48

Tase

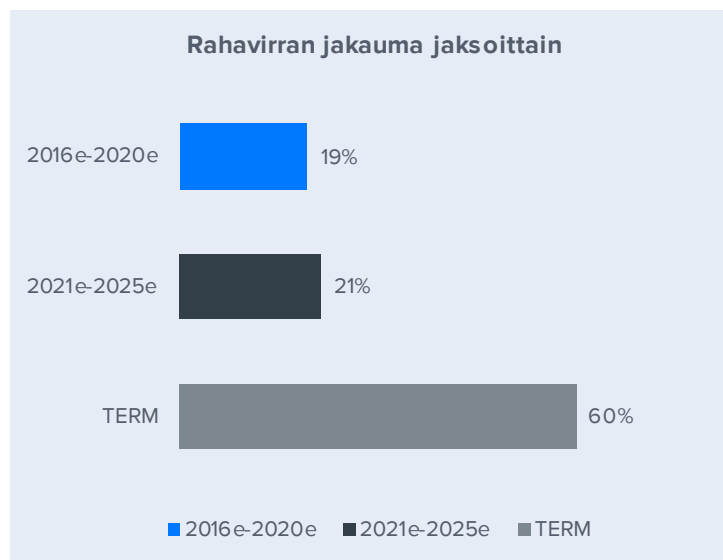
Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	4086	4059	4091	4193	4610
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	62	62	71	55	56
Käyttöomaisuus	3741	3667	3745	3833	4185
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	225	195	220	220	220
Muut sijoitukset	25	50	10	40	80
Muut pitkäaikaiset varat	4	30	16	16	40
Laskennalliset verosaamiset	29	55	29	29	29
Vaihtuvat vastaavat	2954	2435	2702	3088	2998
Varastot	1468	1055	1090	1134	1178
Muut lyhytaikaiset varat	34	247	146	120	120
Myyntisaamiset	946	887	870	982	1009
Likvidit varat	506	246	596	852	691
Taseen loppusumma	7040	6494	6793	7281	7608

Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Oma pääoma	2908	2641	3084	3688	3998
Osakepääoma	40	40	40	40	40
Kertyneet voittovarot	2868	2601	3044	3648	3958
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	0	0	0	0	0
Vähemmistöosuus	16	18	20	18	18
Pitkäaikaiset velat	1996	1691	1878	1746	1746
Laskennalliset verovelat	266	265	265	265	265
Varaukset	37	21	39	21	21
Lainat rahoituslaitoksilta	1586	1245	1449	1400	1400
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	107	160	125	60	60
Lyhytaikaiset velat	2120	2144	1811	1828	1846
Lainat rahoituslaitoksilta	171	622	438	400	400
Lyhytaikaiset korottomat velat	1875	1388	1307	1418	1436
Muut lyhytaikaiset velat	74	134	66	10	10
Taseen loppusumma	7040	6494	6793	7281	7608

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
Liikevoitto	699	1110	877	910	888	1101	1071	1038	1002	959	978	
+ Kokonaispoistot	358	352	348	364	393	409	415	411	412	413	417	
- Maksetut verot	-27	-146	-155	-174	-170	-214	-208	-201	-194	-186	-191	
- verot rahoituskuluista	-8	-15	-21	-17	-17	-17	-17	-17	-17	-16	-15	
+ verot rahoitustuotoista	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Käyttöpääoman muutos	-94	-75	-53	-80	-80	-110	-66	-30	-31	-27	-22	
Operatiivinen kassavirta	800	1226	996	1003	1015	1169	1195	1201	1173	1144	1168	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-17	-83	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoinvestoinnit	-303	-454	-766	-701	-579	-478	-371	-425	-422	-465	-514	
Vapaa operatiivinen kassavirta	480	690	231	303	436	691	824	776	750	679	654	
+/- Muut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	480	690	231	303	436	691	824	776	750	679	654	12113
Diskontattu vapaa kassavirta		685	213	260	349	514	570	500	450	378	339	6279
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		10538	9852	9639	9379	9030	8516	7945	7446	6996	6618	6279
Velaton arvo DCF		10538										
- Korolliset velat		-1887										
+ Rahavarat		596										
-Vähemmistöosuus		-48										
-Osinko/pääomapalautus		-256										
Oman pääoman arvo DCF		8943,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		34,99										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	35,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,5 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,5 %



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 sijoitus 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.

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 sijoitus päätöksensä 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 prosenttieroona. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitus suosituksia 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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 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 yhtiöissä. 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. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
22.12.2014	Myy	18,00 €	19,99 €
5.2.2015	Myy	19,00 €	23,96 €
7.4.2015	Myy	21,00 €	24,00 €
27.4.2015	Vähennä	24,50 €	25,68 €
12.6.2015	Vähennä	22,50 €	22,37 €
6.8.2015	Vähennä	22,50 €	23,47 €
26.10.2015	Vähennä	22,50 €	21,53 €
14.12.2015	Lisää	28,00 €	25,89 €
5.2.2016	Vähennä	29,00 €	29,20 €
8.4.2016	Vähennä	28,00 €	29,16 €
28.4.2016	Vähennä	28,00 €	26,78 €
29.7.2016	Myy	30,00 €	33,67 €
26.10.2016	Myy	30,00 €	38,50 €
2.12.2016	Myy	33,00 €	38,36 €

Inderes Oy



2015

#1 Ennustetarkkuus



2014, 2016

#1 Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

#1 Ennustetarkkuus



2012, 2016

#1 Suositustarkkuus



2012, 2016

#2 Suositustarkkuus

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä sekä löytämällä sijoittajille parhaat sijoituskohteet. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Palkittua
analyysiä.**