

Tikkurila

Yhtiöraportti

12/2019

Vaikeiden vuosien jälkeen uuteen nousuun

Päivitämme Tikkurilan suosituksen viimeaikaisen kurssinousun takia vähennä-tasolle (aik. lisää) ja tarkistamme tavoitehintamme 15,0 euroon (aik. 14,5 euroa). Yhtiö on parin vaikean vuoden jälkeen saanut tehostettua toimintaansa ja tehtyä vakuuttavan paluun tulokasvu-uralle. Viime vuosina merkittävästi toimintaa haitanneet korkeat raaka-ainehinnat ja saatavuusongelmat ovat alkaneet myös vihdoin hellittää. Markkinajohtajan asema Pohjois- ja Itä-Euroopassa sekä tunnetuimmat brändit tarjoavat hyvät lähtökohdat kannattavalle liiketoiminnalle ja näemme nykyisessä tulokunnossa vielä paljon parantamispotentiaalia. Ydinmarkkinoiden hitaan kasvun ja osakkeen neutraalin/hieman koholla olevan arvostuksen johdosta pidämme tuotto-odotusta kuitenkin liian matalana osakkeessa positiivisella puolella pysymiselle.

Tikkurila on pohjaismainen maalialan monibrändiyrittäjä, joka on markkinajohtaja lähes kaikissa toimintamaissaan

Tikkurilan pääbrändejä ovat Tikkurila, Alcro ja Beckers. Näiden lisäksi yhtiöllä on eri asiakassegmentteihin sekä hinta- ja laatukategorioihin useita alueellisia brändejä. Tikkurilan 2019 liikevaihto on ennusteemme mukaan 564 MEUR ja oikaistu liikevoitto 47 MEUR (EBIT 8,3 %). Liikevaihdosta noin 80 % tulee kauppa- ja rakennusmaaleista ja noin 20 % teollisuusmaaleista. Tikkurila on keskittynyt Pohjois- ja Itä-Euroopan markkinoille ja noin 80 % liikevaihdosta tulee neljästä toimintamaasta (Suomi, Ruotsi, Venäjä ja Puola). Yhtiö on kauppa- ja rakennusmaaleissa selvä markkinajohtaja Suomessa, Ruotsissa ja Venäjällä. Puolassa yhtiö on 19 %:n markkinaosuudella 4 suurimman toimijan joukossa. Tikkurila on globaalilla yli 120 miljardin maalimarkkinalla 25. suurin toimija. Maalimarkkinan kasvun on arvioitu olevan 3-5 % (2017-2022). Tikkurilan ydinmarkkinalla Euroopassa kasvun odotetaan olevan selvästi matalampaa (~1-2 %), joskin Tikkurilalle tärkeiden Venäjän ja Puolan markkinoiden kasvun odotetaan olevan selvästi Euroopan markkinoiden keskimääräisen kasvun yläpuolella.

Vaikeiden vuosien jälkeen tulos on saatu kasvu-uralle, mutta taloudellisiin tavoitteisiin on vielä pitkä matka

Tikkurila teki koko 2010-luvun alun tasaista 10-11 %:n liikevoittoa. Taso romahti 2017-2018 aikana 5-7 %:iin, mikä johtui mm. epäonnistuneesta ERP-uudistuksesta, epäsuotuisista valuuttakursseista ja keskeisten raaka-aineiden nousseista hintatasoista ja saatavuusongelmista. Yhtiön kiinteät kulut olivat vuosien saatossa päässeet paisumaan turhan suuriksi ja näitä rakenteita alettiin purkaa 2018 käynnistetyllä 30 MEUR:n säästöohjelmalla. Tikkurilassa on nyt uudistettu koko johtoryhmä, kannattamattomista toiminnoista on luovuttu, kiinteää kulumakannetta ja hankintaa on tehostettu ja tuoteportfolioa virtaviivaistettu. Yhtiö on nyt selvästi fokusoituneempi ja valmiina palaamaan kannattavan kasvun uralle. Tikkurila uudisti 2019 alussa tehdyn strategiyön yhteydessä pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet, joihin kuuluu mm. markkinoita nopeampi liikevaihdon kasvu ja yli 12 %:n oikaistu EBIT-marginaali. Odotamme Tikkurilan liikevaihdon kasvun olevan strategiakaudesta 2019-2022 keskimäärin 2 %/v. ja liikevoittomarginaalin nousevan nykyiseltä 8,3 %:n tasolta (2019e) 9,4 %:iin (2022e). Olemme varsinkin kannattavuusennusteissamme selvästi yhtiön omien tavoitteiden alapuolella.

Näemme osakkeessa lähivuosille maltillisen noin 5 %:n vuotuisen tuotto-odotuksen

Ennusteidemme mukaiset 2019 ja 2020 P/E-luvut ovat 18x ja 17x, ja EV/EBITDA-kertoimet ovat 10x ja 9x. Tulospohjainen arvostus on linjassa yhtiön historialliseen tasoon ja 20-30 % kansainvälisen verrokkiryhmän alapuolella. Mielestämme arvostus on neutraali/hieman koholla, eikä Tikkurila ansaitse tulla arvostetuksi verrokkiryhmän tasolle mm. heikomman kasvu- ja kannattavuusprofiilin takia. Tikkurilan riskiprofiili on maltillinen loppukysynnän matalan suhdanneherkkyyden, yhtiön vahvan markkina-aseman ja ydinmarkkinoiden tunnetuimpien brändien kautta tulevan hinnoitteluvoiman takia. Näemme osakkeessa lähivuosille maltillisen noin 5 %:n vuotuisen tuotto-odotuksen, mikä koostuu ennustamastamme 5-10 %:n tulokasvusta ja 4-5 %:n osinkotuotosta, mutta näemme arvostuskertoimissa noin 5-10 % laskuvaa nykyiseltä tasolta.

Analytiikot



Petri Kajaani
+358 50 527 8680
petri.kajaani@inderes.fi

Suositus ja tavoitehintaa

Vähennä

(aik. Lisää)



15,00 EUR

(aik. 14,50 EUR)

Osakekurssi: 14,78 EUR

Potentiaali: 1,5 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

Tikkurilan liikevaihdon arvioidaan säilyvän edellisvuoden tasolla (2018: 561,5 MEUR) ja oikaistun liikevoiton arvioidaan paranevan (2018: 38,8 MEUR).

Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	562	564	577	590
kasvu-%	-4 %	0 %	2 %	2 %
EBIT oik.	38,8	47,1	52,0	54,1
EBIT-% oik.	6,9 %	8,3 %	9,0 %	9,2 %
Nettotulos	14,6	34,2	38,2	40,5
EPS (oik.)	0,61	0,83	0,87	0,92

P/E (oik.)	20,3	17,8	17,0	16,1
P/B	3,6	3,8	3,6	3,4
Osinkotuotto-%	2,7 %	4,1 %	4,7 %	5,4 %
EV/EBIT (oik.)	16,2	15,0	13,3	12,6
EV/EBITDA	13,1	10,3	9,3	9,3
EV/Liikevaihto	1,1	1,3	1,2	1,2

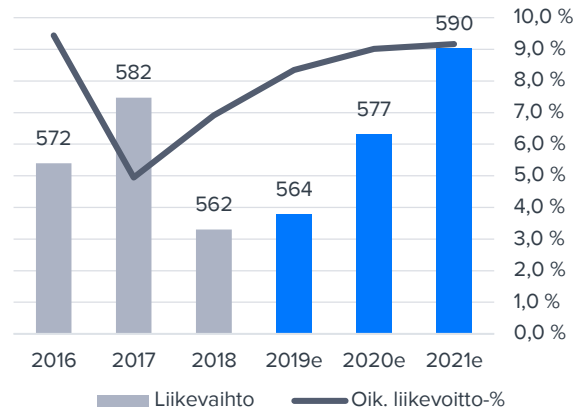
Lähde: Inderes

Osakekurssi



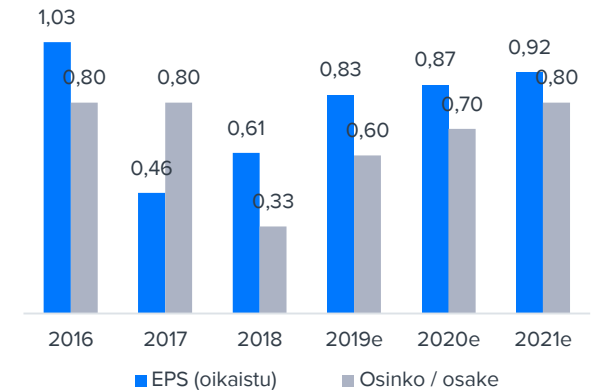
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP

652

MEUR

Osinko

4,1%

2019e

EV/EBIT

15,0

2019e

P/E (oik.)

17,8

2019e



Arvoajurit

- Vahva markkina-asema valituilla ydinmarkkinoilla ja hyvä hinnoitteluvoima
- Raaka-aineiden ja pakkausmateriaalien hinnannousu alkaa kahden vaikean vuoden jälkeen hellittää
- Suorien ja epäsuorien hankintojen tehostaminen
- Tuoteportfolion ja brändien karsiminen ja optimointi
- Myynnin ja operatiivisen toiminnan tehostaminen



Riskitekijät

- Kuluttajaluottamuksen ja talouden kasvun hidastuminen
- Kiristynyt hintakilpailu tietyillä maantieteellisillä markkinoilla ja eri tuotesegmenteissä
- Tuloksen riippuvuus raaka-aine- ja pakkausmateriaalien hintakehityksestä
- Ammattilaisasiakkaiden suhteellisen osuuden kasvu Tikkurilan myynnistä
- Toimittajien ja asiakkaiden konsolidaation vaikutus Tikkurilan neuvotteluvoimaan ja sitä kautta marginaaleihin
- Valuuttakurssien kehitys



Arvostus

- Tulospohjainen arvostus on neutraali/hieman koholla ja 20-30 % kansainvälisen verrokkiryhmän alapuolella
- Vahva tase, ennustettu 5-10 %:n tuloskasvu ja hyvä osinkotuotto (~4-5 %) antavat tukea osakkeelle
- Liikevaihdon vaisujen kasvunäkymien ja kannattavuusparannukseen liittyvän epävarmuuden takia osakkeelle ei voida hyväksyä korkeita arvostuskertoimia ja näemme niissä lievää laskuvaraa

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-14
Historiallinen kehitys	15-17
Toimiala ja kilpailuympäristö	18-27
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	28-29
Ennusteet	30-31
Arvonmääritys ja suositus	32-36
Sijoitusprofiili ja osaketuoton ajurit	37-38
Taulukot	39-41
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	42

Tikkurila lyhyesti

Tikkurila on pohjoismainen maalialan yritys, jonka pääbrändejä ovat Tikkurila, Alcro ja Beckers. Yhtiön päämarkkinoita ovat Suomi, Ruotsi, Venäjä ja Puola, jotka tuovat 80 % konsernin liikevaihdosta. Tikkurilan tuotteet keskittyvät pääosin premium hinta- ja laatu-kategoriaan ja niitä on saatavilla noin 40 maassa.

1862

Perustamisvuosi

2010

Listautuminen (irtautuminen Kemira Oyj:stä)

562 MEUR

Liikevaihto 2018

38,8 MEUR

Oikaistu liikevoitto 2018 (EBIT 6,9 %)

652 MEUR

Markkina-arvo (osakekurssilla 14,8 euroa)

2700 työntekijää

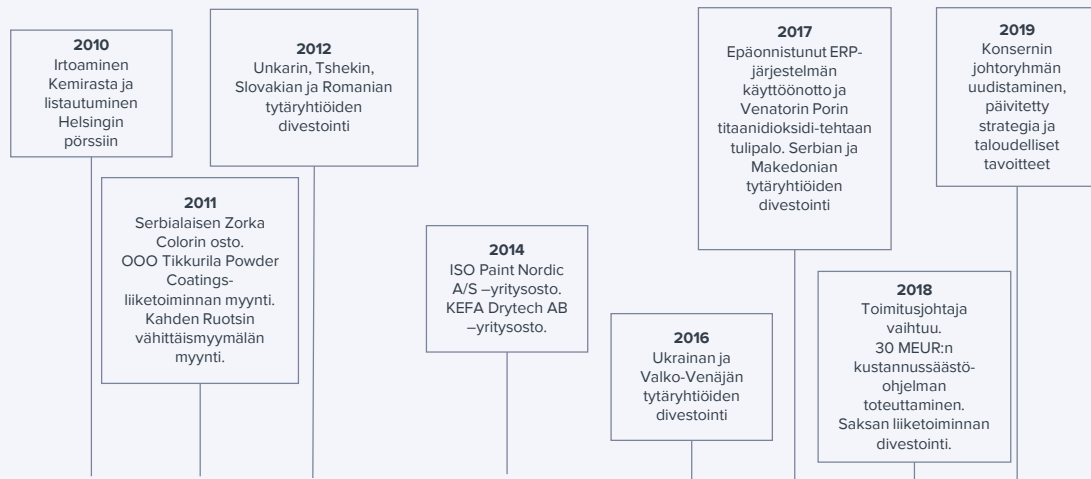
Henkilöstö 2019

8 tuotantolaitosta 6 maassa

85 % myydyistä kauppa- ja rakennusmaaleista on vesiohenteisia

#1 markkina-asema

Suomessa, Ruotsissa, Venäjällä ja Baltiassa (kauppa- ja rakennusmaalit)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Yhtiökuvaus

Pohjoismainen maalialan yritys

Tikkurila on pohjoismainen maalialan yritys, joka on perustettu vuonna 1862. Yhtiön pääkonttori sijaitsee Vantaalla, missä yhtiöllä on myös tutkimus- ja tuotekehitys, koulutuskeskus ja kaksi tehdasta. Konsernin pääbrändejä ovat Tikkurila, Alcro ja Beckers. Näiden lisäksi konsernilla on useita alueellisia ja taktisia brändejä kuten Teks, Vivacolor, Finncolor ja Jedynta. Konsernin tuotteet valmistetaan tarkoin valituista raaka-aineista korkeimpien laatuvaatimusten mukaisesti ja ne edustavat pääosin premium hinta- ja laatusegmenttiä.

Tikkurilan liikevaihto vuonna 2018 oli 562 MEUR (2017: 582 MEUR) ja oikaistu liikevoitto 38,8 MEUR (2017: 28,8 MEUR), mikä tarkoittaa 6,9 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia (2017: 4,9 %). Suurimmat toimintamaat ovat Ruotsi, Venäjä, Suomi ja Puola (yhteensä noin 80 % konsernin liikevaihdosta). Tikkurila on selvä markkinajohtaja kauppa- ja rakennusmaaleissa Suomessa, Ruotsissa, Venäjällä ja Baltiassa. Puolassa Tikkurila kuuluu 19 %:n markkinaosuudella kauppa- ja rakennusmaaleissa neljän suurimman toimijan joukkoon.

Tikkurila oli vuoteen 2010 asti osa Helsingin pörssissä listattua kemianyhtiö Kemiraa, mutta se irrotettiin itsenäiseksi pörssiyhtiöksi keuhällä 2010. Tikkurilan markkina-arvo nykyisellä noin 13,7 euron osakekurssilla on 604 MEUR. Tikkurilalla on tuotantolaitoksia kuudessa maassa Suomi, Ruotsi, Venäjä, Puola, Viro ja Kazakstan. Yhtiön henkilöstön määrä on noin 2700 ja toimitusjohtajana on vuodesta 2018 lähtien toiminut Elisa Markula.

Tikkurilalla on omat myyntioperaatiot 11 eri maassa ja tuotteita viedään näiden lisäksi yli 30 muuhun maahan, joista suurimpia yksittäisiä vientimaita ovat Iso-Britannia, Unkari, Slovakia ja Irlanti. Konsernin tuotteita on saatavilla yhteensä noin 40 maassa.

Liiketoimintayksiköt

Tikkurila jakautuu kahteen strategiseen liiketoimintayksikköön (Strategic Business Unit, SBU), jotka ovat SBU West ja SBU East.

SBU West (~2/3 konsernin liikevaihdosta)

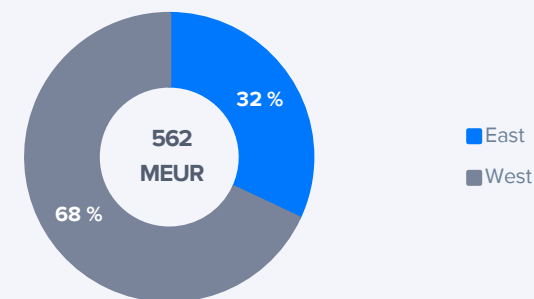
Avainluvut ja toiminta-alue

SBU Westin toiminta-alueena ovat Pohjois- ja Keski-Eurooppa. Segmentin liikevaihto vuonna 2018 oli 381 MEUR (68 % liikevaihdosta) ja oikaistu liikevoitto oli 34,5 MEUR (2017: 18,1 MEUR), mikä tarkoittaa 9,1 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia (2017: 4,8 %). SBU Westin suurimmat toimintamaat liikevaihdon (2018) perusteella ovat Ruotsi (128 MEUR), Suomi (94 MEUR) ja Puola (85 MEUR). Nämä kolme maata tuovat noin 80 % segmentin liikevaihdosta. Muita tärkeitä toimintamaita ovat Tanska, Norja, Saksa, Viro, Latvia ja Liettua. Henkilöstön määrä vuonna 2018 segmentissä oli keskimäärin 1668 (1716).

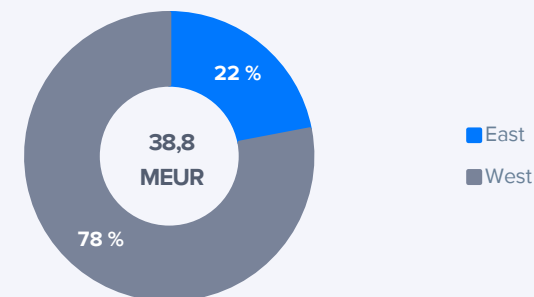
Suurimmat brändit

SBU Westin suurimmat brändit ovat Tikkurila (Suomi + kv.), Beckers (Ruotsi + kv.), Alcro (Ruotsi) ja Vivacolor (Baltia). Tikkurila on toiminut omalla brändillään Suomessa ja kansainvälisesti jo vuodesta 1862, mutta yhtiö osti vuonna 2001 ruotsalaisen Alcro-Beckers AB:n, jonka kautta yhtiö sai merkittävän jalansijan Ruotsissa ja muilla kansainvälisillä markkinoilla. Alcro-Beckersin liikevaihto oli ostohetkellä noin 130 MEUR.

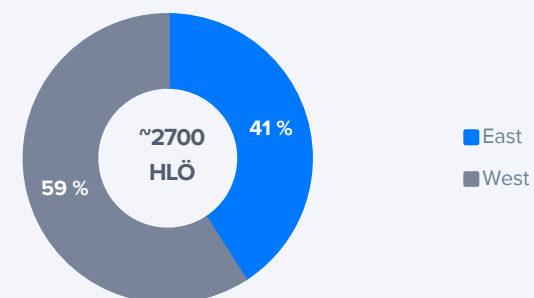
Liikevaihdon jakautuminen (2018)



Oikaistun liikevoiton* jakautuminen (2018)



Henkilöstön jakautuminen (2018)



* Ilman konsernierää

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Tuotantopaikat

SBU West keskittyy premium hinta- ja laatuluokan tuotteiden kehittämiseen, valmistamiseen ja myyntiin. Asiakkaille tarjotaan myös kattavasti maalaamisen suunnitteluun ja toteuttamiseen liittyviä palveluja. SBU Westillä on neljä tuotantopaikkaa, jotka sijaitsevat Ruotsissa (Nykvarn), Suomessa (Vantaa), Puolassa (Debica) ja Virossa (Tallinna).

Suomessa yhtiöllä on kaksi tehdasta (vesiohenteinen ja liuotinohenteinen), missä valmistetaan pääosin Tikkurilaa, mutta myös Alcroa ja Beckersiä. Suomi on käsityksemme mukaan volyymilla laskettuna yhtiön 2. suurin tuotantomaa. Suomen tuotannosta noin 60 % menee vientiin (pääosin Venäjälle, Baltiaan ja Ruotsiin). Ruotsin tehdas on moderni ja automatisoitu, ja se tekee vain vesiohenteisia maaleja. Tehdas valmistaa Alcroa, Beckersiä ja vesiohenteista Tikkurilaa. Käsityksemme mukaan Ruotsi on volyymilla laskettuna yhtiön 4. suurin tuotantomaa. Puolassa on iäkäs tehdas, mikä valmistaa sekä liuotinohenteisia että vesiohenteisia maaleja. Puolan tehdas valmistaa pääosin Jedyndaa, Tikkurilaa ja Beckersiä. Käsityksemme mukaan Puola on volyymilla mitattuna yhtiön 3. suurin tuotantomaa. Viron tehdas on hyvin pieni ja se keskittyy Vivacolorin valmistukseen.

Markkina-asema

Tikkurila on kauppa- ja rakennusmaaleissa markkinajohtajan asemassa lähes kaikilla yhtiön

päämarkkinoilla. Ruotsissa Tikkurila on markkinajohtaja 37 %:n markkinaosuudella (arvomääräinen). Suomessa Tikkurila on myös markkinajohtaja 63 %:n markkinaosuudella. Baltian maissa Tikkurila on markkinajohtaja 25 %:n markkinaosuudella. Puolassa Tikkurila on 4. suurin toimija 19 %:n markkinaosuudella.

Asiakkaat ja jakelu

SBU Westissä Tikkurilan asiakkaita ovat vähittäiskauppa, tukkukauppa, kuluttajat, rakentamisen ammattilaiset, taustavaikuttajat kuten arkkitehdit ja sisustussuunnittelijat, metalli- ja puuteollisuuden asiakkaat. Tuotteiden jakelu loppukäyttäjille tapahtuu itsenäisten maalikauppiaiden, rakennustarvikeliikkeiden, tukkukauppiaiden, omien ammattilaismyymälöiden ja suoramyynnin kautta.

SBU East (~1/3 konsernin liikevaihdesta)

Avainluvut ja toiminta-alue

SBU Eastin toiminta-alueena ovat Venäjä, Keski-Aasian maat ja Kiina. Segmentin liikevaihto vuonna 2018 oli 180 MEUR (32 % liikevaihdesta) ja oikaistu liikevoitto oli 9,9 MEUR (2017: 15,2 MEUR), mikä tarkoittaa 5,5 %:n oikaistua EBIT-marginaalia (2017: 7,5 %). SBU Eastin suurin toimintamaa on liikevaihdon (2018) perusteella Venäjä (134 MEUR), joka tuo noin 75 % segmentin liikevaihdesta. Muita tärkeitä markkinoita ovat Keski-Aasian maat ja Kiina. Lisäksi segmentti on vastuussa viennistä yli 30 maahan. Henkilöstöä SBU Eastilla oli vuonna 2018 keskimäärin 1225 (1380).

Tuotantopaikat

SBU East keskittyy lähinnä Economy-tuotteiden

kehittämiseen ja valmistamiseen. Premium-tuotteet viedään alueelle myös Suomesta. Asiakkaille tarjotaan yhä enenevässä määrin maalaamisen suunnitteluun ja toteuttamiseen liittyviä palveluja.

Tuotantopaikat

SBU Eastilla on kaksi tuotantopaikkaa, jotka sijaitsevat Venäjällä (Pietari) ja Kazakstanissa (Almaty). Venäjä on käsityksemme mukaan volyymilla mitattuna yhtiön suurin tuotantomaa. Tikkurilalla on Venäjällä 3 tehdasta (2 liuotinohenteista ja 1 vesiohenteinen), missä valmistetaan Tikkurilaa, Teksia ja Finncoloria. Kazakstanin tehdas on yhtiön pienin tehdas.

Suurimmat brändit

SBU Eastin suurimmat brändit ovat Tikkurila, Teks ja Finncolor. Tikkurila osti vuonna 2006 venäläisen Kraski Teks –nimisen yrityksen, jonka liikevaihto ostohetkellä oli noin 80 MEUR.

Markkina-asema

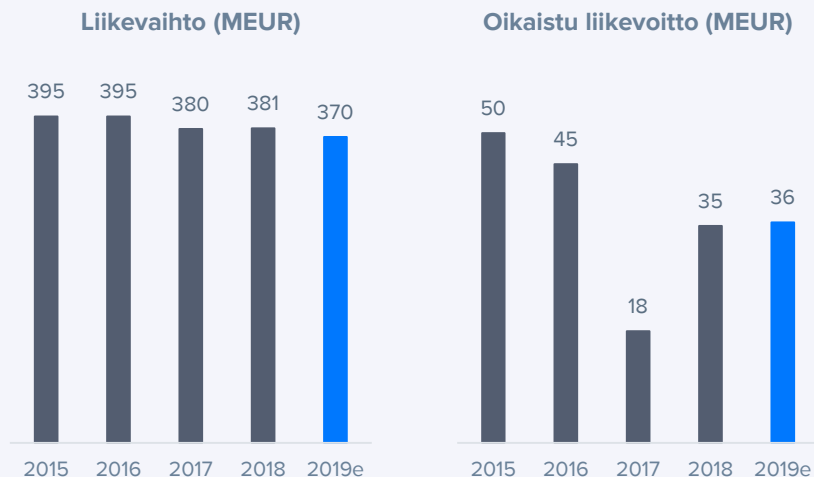
Tikkurila on Venäjällä markkinajohtaja kauppa- ja rakennusmaaleissa 19 %:n markkinaosuudella (arvomääräinen).

Asiakkaat ja jakelu

SBU Eastissa Tikkurilan asiakkaita ovat vähittäiskauppa, tukkukauppa, kuluttajat, rakentamisen ammattilaiset, taustavaikuttajat kuten arkkitehdit ja sisustussuunnittelijat, metalli- ja puuteollisuuden asiakkaat. Tuotteiden jakelu loppukäyttäjille tapahtuu itsenäisten maalikauppiaiden, rakennustarvikeliikkeiden, tukkukauppiaiden ja suoramyynnin kautta.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

SBU West



Suurimmat markkinat: Suomi, Ruotsi ja Puola (noin 80 % segmentin liikevaihdosta)

Konsernin brändit: Tikkurila, Alcro, Beckers, Vivacolor, Jedylnka

Tuotantopaikat: Ruotsi, Suomi, Puola, Viro

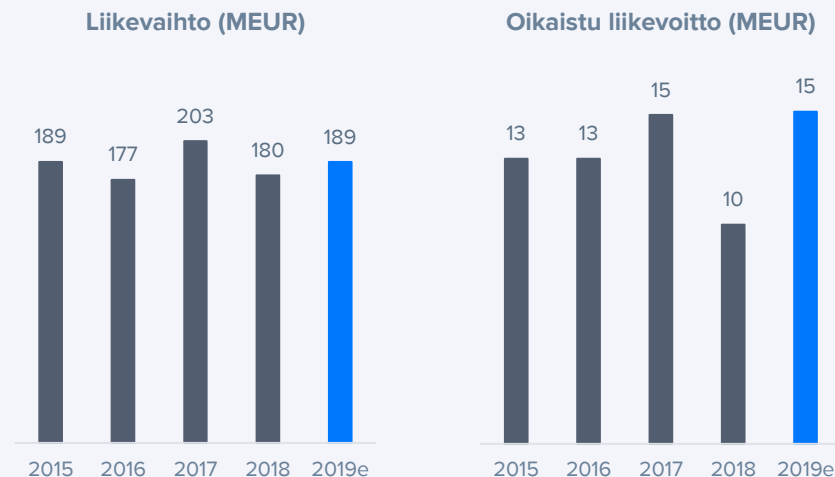
Henkilöstö: 1668 (2018)

Markkina-asema: #1 (Ruotsi, Suomi, Baltia). #4 Puola.

Kysynnän rakenne: Premium- ja medium -hinta- ja laatuluokan tuotteet

SBU East**

** Venäjä muodostaa noin 75 % SBU Eastin liikevaihdosta.



Suurimmat markkinat: Venäjä muodostaa noin 75 % segmentin liikevaihdosta

Konsernin brändit: Tikkurila, Teks, Finncolor

Tuotantopaikat: Venäjä, Kazakstan

Henkilöstö: 1226 (2018)

Markkina-asema: #1 Venäjä

Kysynnän rakenne: Economy-hinta- ja laatuluokan tuotteet

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Liiketoimintamalli

Ratkaisuja pintojen suojaamiseen ja kaunistamiseen

Tikkurila tarjoaa kuluttajille, ammattilaisille ja teollisille asiakkaille helppokäyttöisiä ja kestäviä ratkaisuja pintojen suojaamiseen ja kaunistamiseen.

Sijoittautuminen arvoketjussa

Tikkurila on maaliteollisuuden toimija, joka sijoittautuu arvoketjussa raaka-aine- ja pakkausmateriaalien toimittajien sekä vähittäiskaupan väliin. Tikkurila myy kauppa- ja rakennusmaaleja sekä maalaamiseen liittyviä oheistuotteita ja -palveluja pääasiassa maalien tukku- tai vähittäismyyjille sekä suoraan rakennustarvikeliikkeille. Lisäksi yhtiöllä on omia myymälöitä ammattiasiakkaille Skandinaviassa. Teollisuusmaaleja Tikkurila myy joko suoraan asiakkaille tai Tikkurila Industrial Paint Service – jakeluverkoston kautta.

Vahvat brändit liiketoimintamallin ytimessä

Tikkurilan liiketoimintamallin ytimessä ovat vahvat brändit, jotka ovat syntyneet pitkäaikaisen tuotekehityksen ja merkittävien markkinointipanostusten tuloksena. Johtavan markkina-aseman, vahvojen brändien ja laaja-alaisen pintakäsittelyosaamisen lisäksi liiketoiminnan tärkeimmät menestystekijät ovat kustannustehokas ja vastuullinen hankinta, tehokas toimitusketju, toimiva ja kattava jakeluverkosto sekä monipuoliset palvelut, myynti ja markkinointi.

Pääbrändejä ja alueellisia/taktisia brändejä

Tikkurilalla on kolme pääbrändiä (Tikkurila, Beckers ja Alcro). Näiden yhteenlaskettu osuus konsernin myyntivolyymista on noin 60 %. Arvolla mitattuna tämä luku on käsityksemme mukaan selvästi suurempi, sillä kaikki kolme pääbrändiä edustavat premium hinta- ja laatuluokkaa. Tikkurila ja Beckers ovat yhtiön kansainväliset premium-brändit, joihin panoksia ollaan jatkossa erityisesti keskittämässä. Alcro kuuluu myös konsernin premium hinta- ja laatuluokan pääbrändeihin, mutta sitä myydään pelkästään Ruotsissa.

Pääbrändien lisäksi Tikkurilalla on useita alueellisia/taktisia brändejä, jotka kuuluvat medium tai economy hinta- ja laatuluokkaan. Näitä ovat mm. Teks (Venäjällä), Finncolor (Venäjällä), Vivacolor (Baltiassa) ja Jedylnka (Puolassa). Kukin brändi on tyypillisesti kohdistettu tiettyyn asiakassegmenttiin sekä tiettyyn hinta- ja laatuluokkaan.

Tikkurila noudattaa monibrändistrategiaa: brändit asemoidaan hinnoittelun, laatumielikuvien, pakkausten, jakelun ja tuoteominaisuuksien perusteella. Monibrändistrategian ansiosta Tikkurila kykenee kilpailemaan menestyksekkäästi kaikissa valitsemisissa hinta- ja laatuluokissa ja tarjoamaan asiakastarpeita vastaavan tuote- ja palveluvalikoiman. Yhtiö on viime vuosina keskittynyt erityisesti kansainvälisiin pääbrändeihin ja tavoitellut merkittävää tuotenimikkeiden (SKU) määrän vähentämistä. Keskittämällä fokusta pääbrändeihin yhtiö pyrkii virtaviivaistamaan tuoteportfoliotaan ja siihen liittyviä toimintoja. Tämän lisäksi premium-brändeissä on myös paras hinnoitteluvoima ja kannattavuus.

Konsernin pääbrändit (Premium)



Premium-brändien osuus koko konsernin tuotantovolyymista on kasvanut 50 %:sta 60 %:iin aikavälillä 2016-2018.

Konsernin alueelliset/taktiset brändit (Medium ja Economy)



Inderesin arvio brändien suurusjärjestyksestä liikevaihdon mitattuna

- | | |
|-----------------------|--------------|
| 1. Tikkurila (suurin) | 5. Jedylnka |
| 2. Beckers | 6. Vivacolor |
| 3. Alcro | 7. Finncolor |
| 4. Teks | |

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Tutkimus ja tuotekehitys

Tikkurilalla on yli 150 vuoden kokemus ympäristön kannalta kestävien ja helppokäyttöisten maalien kehittämisessä. Tutkimus ja tuotekehitys on yhtiölle tärkeä funktio, jonka päätavoitteena on tukea liiketoimintaa kehittämällä uusia tuotteita, luomalla uusia liiketoimintamahdollisuuksia ja uudistamalla olemassa olevien maalien ja pinnoitteiden käyttöominaisuuksia.

Tuotevalikoiman jatkuva kehittäminen on tärkeää kilpailukyvyn säilyttämiseksi ja asiakkaiden muuttuvien tarpeiden selvittämiseksi samalla kun täytetään yhä tiukemmat turvallisuus- ja ympäristönormit. Vuoden 2018 lopussa Tikkurila-konsernissa työskenteli tutkimuksessa ja tuotekehityksessä yhteensä 175 henkilöä (2017: 193). Tutkimuksen ja tuotekehityksen kulut vuonna 2018 olivat 9,0 MEUR (2017: 10,6 MEUR) eli 1,6 % liikevaihdosta.

Tuotesuunnittelu

Tikkurilan tuotesuunnittelun pääperiaatteita ovat laatu, kestävyys ja turvallisuus. Yhtiön tavoitteena on kehittää tuotteita, joilla saavutetaan yhä pidempi huoltomaalausväli, ja jotka kuormittavat ympäristöä mahdollisimman vähän ja ovat turvallisia käyttää. Kemistit ja tuotekehittäjät etsivät jatkuvasti yhteistyössä raaka-ainetoimittajien ja Tikkurilan ostotoiminnan kanssa teknisesti toimivia ja terveyden ja ympäristön kannalta turvallisempia vaihtoehtoja. Lisäksi he tutkivat vaihtoehtoisten ja uusiutuvien raaka-aineiden käyttöä ja kehittävät tuotteita uudenlaisiin käyttökohteisiin ja erilaisilla toiminnallisuuksilla. Tästä esimerkkejä ovat

Tikkurilan viime vuosina markkinoille tuomat funktionaaliset maalit, joista yhtiö odottaa premium-brändeilleen hyvää kasvua tulevina vuosina. Funktionaalisissa maaleissa on pintojen suojaamisen ja värjäämisen lisäksi muitakin tarpeellisia toimintoja ja ne voivat mm. estää homehtumista, suojata kosteudelta ja bakteerien kasvulta, hidastaa tulipalojen leviämistä, säästää energiaa tai hohtaa pimeässä.

Tikkurilan tuotteiden halutut ominaisuudet varmistetaan perusteellisten kenttäkokeiden ja monipuolisten laboratoriotestien avulla. Tuotteita testataan laajasti omilla koekentillä ja koemaalaamoissa. Kenttäkokeissa varmistetaan, että laboratoriossa kestäväksi todettu tuote pärjää myös ulko-olosuhteissa.

Raaka-aineet

Tikkurila valmistaa maaleja, lakkoja ja efektituotteita sisätiloihin sekä puu-, kiviaines- ja metallipintojen maaleja ulkopintoihin. Halutuista ominaisuuksista riippuen valmistuksessa käytettävien komponenttien välillä on suuria eroja. Keskeisimmät maalin raaka-aineet ovat sideaineet, pigmentit (ennen kaikkea titaanidioksidi), täyteaineet, ohenteet ja apuaineet.

Tuotekehitys valitsee raaka-aineet käyttötarkoituksen ja tuotteelta vaadittavien ominaisuuksien mukaan ja siksi esimerkiksi ulko- ja sisämaaleissa käytetään eri raaka-aineita. Tikkurilan käyttämien raaka-aineiden ja pakkausmateriaalien hinnat ovat pitkälti riippuvaisia öljyn, energian ja metallien hintakehityksestä. Tikkurilalla on noin 500

paikallista ja kansainvälistä raaka-aine- ja pakkausmateriaalitoimittajaa. Raaka-aineilla ja niiden hankinnassa onnistumisella on keskeinen merkitys toimintaan ja kannattavuuden, sillä ne vastaavat noin puolta Tikkurilan liikevaihdon määrästä.

Yli 90 % Tikkurilan EU-alueella toimivien yksiköiden raaka-aineista ja pakkausmateriaaleista tulee EU-alueelta. Venäjällä reilut 60 % raaka-aineista ja pakkausmateriaaleista ostetaan paikallisilta toimittajilta. Tikkurila asettaa korkeat vaatimukset toimittajayhteistyölle ja ostamiinsa raaka-aineisiin ja pakkausmateriaaleihin.

Maalin valmistus ja toimitusketju

Tikkurilalla on tuotantolaitoksia kuudessa maassa (Suomi, Ruotsi, Venäjä, Puola, Viro ja Kazakstan), joissa valmistetaan erilaisia maaleja ja pinnoitteita. Lisäksi konserni ostaa ulkopuolisilta yhteistyökumppaneilta maalaamista tukevia oheistuotteita myytäväksi eteenpäin. Toimitusketjun tehtävänä on valmistaa ja toimittaa tuotekehityksen määrittelemistä raaka-aineista korkealaatuisia tuotteita asiakkaille tehokkaasti, turvallisesti ja laadukkaasti. Ennen kaikkea Tikkurila pyrkii varmistamaan erinomaisen palvelun eli tuotteiden oikea-aikaisen saatavuuden myyntipisteissä.

Tikkurilan kauppa- ja rakennusmaaleja tehdään Suomessa, Ruotsissa, Venäjällä, Puolassa, Virossa ja Kazakstanissa. Puu- ja metalliteollisuusmaalien valmistusta on Suomen ohella Puolassa ja Venäjällä. Tikkurilan henkilöstöstä noin puolet työskentelee toimitusketjun eri osissa.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Toimitusketju vastaa kysynnän suunnittelusta, raaka-aineiden ja pakkausmateriaalin hankkimisesta, valmistuksesta ja logistiikasta. Lisäksi toimitusketju osallistuu aktiivisesti myös muiden Tikkurilan toiminnassa tarvittavien tuotteiden ja palveluiden hankintaan. Tikkurila valmistaa lähes kaikki myymänsä maalit itse. Kiinassa yhtiöllä on vähäistä sopimusvalmistusta

Jakelu ja myyntikanavat

Tikkurilan tuotteet jaetaan tuotantolaitoksilta joko varastoon edelleen toimitettaviksi tai suoraan kauppoihin ja asiakkaille logistiikkakumppanien avulla. Tikkurilalla on 26 jakelukeskusta 10 maassa. Euroopassa raaka-ainekuljetukset hoidetaan pääasiallisesti maanteitse ja meriteitse, kun taas Venäjällä maantiekuljetusten lisäksi suositaan rautatiekuljetuksia. Kuljetusten resurssitarve ja varastomäärät optimoidaan yhteistyössä koko toimitusketjun kanssa, millä varmistetaan, että jälleenmyyjät ja kuluttajat saavat tuotteet ajallaan.

Tikkurilan liikevaihdesta noin 80 % tulee kauppa- ja rakennusmaaleista. Näillä tuotteilla on pääasiassa neljä erilaista myyntikanavaa, joita ovat

1. Big Box –myymälät (kuten K-rauta ja Bauhaus)
2. Tukkukauppiaat
3. Perinteiset maalikaupat (kuten RTV)
4. Omat myymälät (Ruotsi, Norja, Tanska)

Tikkurilan liikevaihdesta noin 20 % tulee teollisuusmaaleista, joita yhtiö myy joko suoraan asiakkaille tai Tikkurila Industrial Paint Service – jakeluverkoston kautta.

Myynti ja markkinointi

Tikkurilalle investoi vuosittain merkittävästi resursseja tuotteidensa ja palvelujensa markkinoimiseen ja brändiensä vahvistamiseen. Liikevaihdesta pääosa tulee premium-brändeistä, minkä takia tietyn hinta- ja laatumielikuvan ylläpitäminen on tärkeää. Myynti- ja markkinointikulut henkilöstökulut mukaan luettuina olivat vuonna 2018 yhteensä 85 MEUR (2017: 98 MEUR), mikä on 15 % liikevaihdesta. Tähän kuuluu mm. asiakkaiden tarpeiden tunnistaminen, markkinatrendien seuraaminen ja analysointi, palvelujen ja tuotteiden kehittämiseen osallistuminen, hinnoittelu, jälleenmyynnin hallinta, asiakasyhteistyö ja erilaiset markkinointi- ja myyminen edistämistoimenpiteet.

Palvelut

Tikkurila tarjoaa tuotteiden lisäksi myös maalaamisen suunnitteluun ja toteuttamiseen liittyviä palveluja. Kuluttajakäyttäytyminen on siirtymässä enemmän tee-se-itse –mallista (do it yourself) tee-se-minulle malliin (do it for me), mikä kasvattaa tulevaisuudessa palveluiden osuutta koko markkinasta. Tämä kehitys lisää ammattilaisasiakkaiden suhteellista osuutta Tikkurilan myynnistä, mikä luo painetta tarjota entistä parempia palveluita myös heidän suuntaan, koska tyypillisesti he ovat hintasensitiivisempiä kuin kuluttaja-asiakkaat.

Tikkurilan tarjoamia palveluita ovat mm.

1. Erilaiset myymäläkonseptit
2. Tikkurila Academy

3. Väripalvelut
4. Ammattilais- ja tekniset palvelut
5. Maalilinja

Myymäläkonseptit tarkoittavat erilaisia myymälöissä tarjottavia palveluita joko Tikkurilan omissa myymälöissä tai yhteistyössä vähittäiskaupan kanssa. Tikkurilan toiminta pohjautuu vahvasti sävytyksen hyödyntämiseen ja yhtiö toimittaa usein jälleenmyyjille sävytyksessä tarvittavat sävytyskoneet sekä markkinointia edistäviä muita oheistuotteita.

Tikkurila Academy tarkoittaa sekä ulkoiseen että sisäiseen käyttöön pidettäviä maalaukseen liittyviä koulutuksia, joita tehdään 12 koulutuskeskuksessa noin 30 000 tapahtumaa vuodessa.

Väripalvelut tarkoittavat mm. kotiin tilattavia värinäytteitä, joiden avulla tuotteiden valitseminen helpottuu.

Ammattilais- ja teknisissä palveluissa Tikkurila tarjoaa esim. valmistavalta teollisuudelle konsultointia siitä, miten nopeasti/usein tietyn tuotteen pinta tulee maalata, jotta sen käyttöikä oli tehtaalta lähtiessä mahdollisimman pitkä. Tikkurila myöntää mm. metalliteollisuudelle sertifikaatteja, joilla tuotteiden valmistajat voivat varmistua siitä, että pinnat ovat ruosteenkestäviä.

Maalilinja tarkoittaa Tikkurilan asiakaspalvelua (puhelin ja chat), missä yhtiön koulutetut maaliasiantuntijat tarjoavat ideoita ja ohjeistusta maalaamiseen, oikean tuotteen ja värin valintaan jne. Suomessa lanseerattu Maalilinja on otettu käyttöön myös konsernin muissa toimintamaissa.

Tikkurilan kauppa- ja rakennusmaalien myyntikanavat

Osuus myynnistä*	Myyntikanava	Markkinatrendi	Uudet mahdollisuudet
33 %	"Big boxit" K-Rauta, Bauhaus, Leroy Merlin	Isot vähittäiskauppaketjut "Big boxes" kasvattavat jatkuvasti markkinaosuuttaan maalien myynnissä	Kausittaiset myyntikanavat
31 %	Tukkukauppiaat	Tukkukauppiaat ovat tärkeässä roolissa skaalan ja saatavuuden varmistamisen osalta etenkin Venäjällä ja Puolassa. Tärkeitä teollisuudessa ja vientimarkkinoilla (30+ maata).	Halpakaupat
29 %	Perinteiset maalikauppiaat RTV, Happy Homes, Colorama	Maalikauppiaat ovat edelleen ammattilaisten suosiossa, mutta häviävät markkinaosuutta kuluttajien keskuudessa. Asiakaspalvelu kriittisessä roolissa kilpailukyvyn varmistamisessa.	Verkkokaupat
7 %	Omat myymälät Tikkurilan omat myymälät ammattiasiakkaille	Tarjoaa markkinaraon suoramyyntinä ammattiasiakkaille.	

* Luvut perustuvat Venäjän, Ruotsin, Suomen, Puolan ja Baltian markkinoilla vuonna 2018. Lähde: Tikkurila CMD 2019.

* Tikkurilalla on omia myymälöitä Ruotsissa (10), Norjassa (6) ja Tanskassa (7). Omien myymälöiden myyntiluvut sisältävät vain Ruotsin myynnin.

Tikkurilan asiakassegmentit

Kasvun arvioidaan olevan nopeinta näissä kategorioissa



Tikkurilan liiketoimintamallin riskiprofiili



Historiallinen kehitys

Liikevaihto ei ole kasvanut 2010-luvulla

Tikkurilan liikevaihto vuonna 2018 oli 562 MEUR, mikä on alin taso koko 2010-luvulla. Liikevaihto kävi korkeimmillaan vuonna 2012 (670 MEUR) ja yhtiö asetti sen jälkeen tavoitteeksi tehdä miljardin euron liikevaihtoa vuonna 2018. Tätä tavoitetta myöhemmin lykättiin siten, että aikamääreestä luovuttiin. Sittenmiljardin euron liikevaihtotavoite on poistettu kokonaan.

Tikkurila on viime vuosina divestoinut toimintoja, joiden kannattavuus ei ole yltänyt yhtiön tavoitetasolle. Tikkurila onkin koko 2010-luvun enemminkin karsinut kuin kasvattanut yhtiötä. Karsittuja maita ovat olleet mm. Saksa (2018: liikevaihto 7 MEUR), Serbia ja Makedonia (2017: 13 MEUR), Ukraina ja Valko-Venäjä (2016: 12 MEUR), Unkari, Tshekki, Slovakia ja Romania (2012: 13 MEUR), kaksi vähittäismyymälää Ruotsissa (2011: 7 MEUR) ja OOO Tikkurila Powder Coatings (2011: 2 MEUR). Myytyjen liiketoimintojen yhteenlaskettu liikevaihto oli noin 54 MEUR. Näiden vastapainoksi Tikkurila teki vuonna 2014 kaksi yritysostoa Ruotsissa ja Tanskassa (ISO Paint Nordic A/S ja KEFA Drytech AB), joiden yhteenlaskettu liikevaihto oli noin 10 MEUR.

Tikkurilan toiminnassa kannattaa huomioida, että liikevaihdosta yli 2/3 tulee muussa valuutassa kuin eurossa (mm. Venäjän rupla, Ruotsin kruunu, Puolan zloty). Monet näistä valuutoista ovat liikkuneet tarkastelujaksolla yhtiön kannalta negatiiviseen suuntaan, mikä on vaikeuttanut euromääräisen liikevaihdon kasvua. Muun muassa EUR/RUB- vaihtokurssi on heikentynyt tarkastelujaksolla (EUR/RUB 40 → 70), mikä on olennaisesti vaikeuttanut euromääräisen liikevaihdon kasvua.

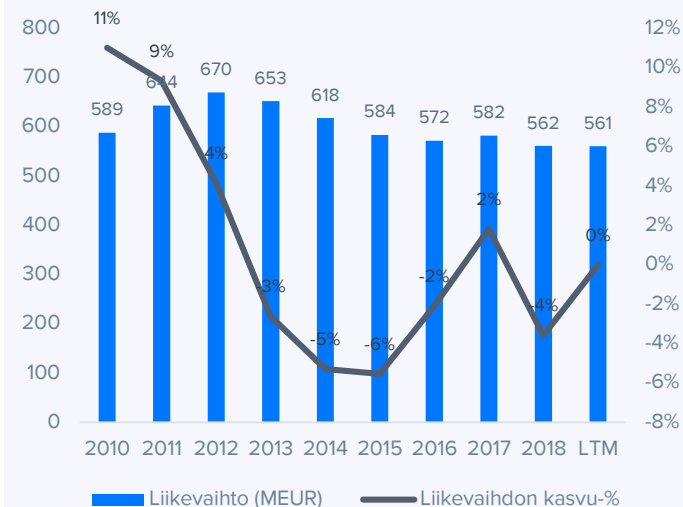
Kannattavuus pysyi tasaisena ennen vuotta 2017

Tikkurila teki tasaista liikevoittomarginaalia koko 2010-luvun alun (EBIT 10-11 %) ja oli lähellä pitkän aikavälin taloudellisten tavoitteiden mukaista 12 % EBIT-marginaalia. Vuonna 2016 nähtiin kuitenkin jo pieniä heikkoja merkkejä kannattavuuden rappeutumisesta ja vuosina 2017 ja 2018 tulos putosi hyvin matalalle tasolle.

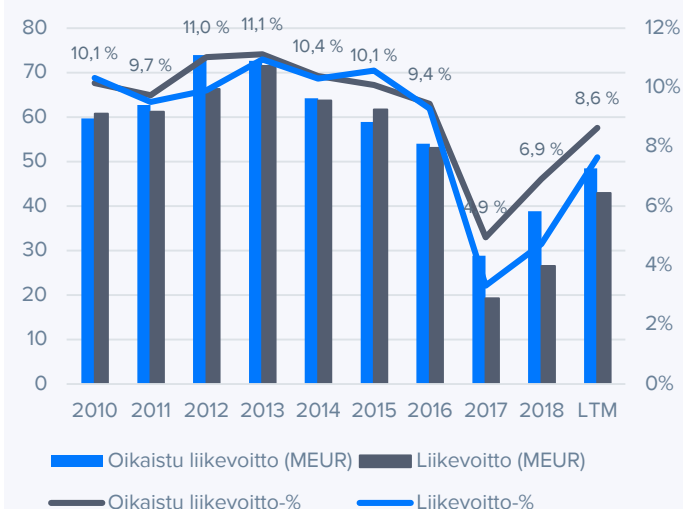
Tikkurilalla tuli vastaan ongelmia 2016-2018 uuden ERP-järjestelmän käyttöönoton kanssa, minkä lisäksi tärkeän raaka-ainetoimittaja Venatorin Porin titaanidioksiditehdas syttyi tuleen. Myös muissa tärkeiden raaka-aineiden hinnoissa tapahtui sen jälkeen nousua. Nämä tapahtumat sekoittivat Tikkurilan mahdollisuudet ohjata toimintaa entiseen tapaan ja myös raaka-ainetoimittajien vaihdokset pakottivat yhtiön muuttamaan reseptejään. Samaan aikaan kiinteä kulurakenne oli päässyt paisumaan liian suureksi, mitä aloitettiin purkamaan vuonna 2018 käynnistetyllä 30 MEUR:n kustannussäästöohjelmalla.

Liikevoitto laski vuonna 2017 matalalle 19 MEUR:n tasolle (EBIT 3 %), mikä johtui heikosta operatiivisesta suorituksesta ja Balkanin toimintojen luopumisen alaskirjauksesta (-8 MEUR). Vuonna 2018 liikevoitto nousi jo 26,5 MEUR:oon (EBIT 5 %), mutta sitä edelleen painoivat tehostamisohjelmasta ja Saksan liiketoiminnan lopettamisesta aiheutuneet 12 MEUR:n kertaluonteiset kulut. Viimeisen 12 kk rullaava liikevoittomarginaali on noussut jo 8,6 %:n tasolle ja toiminta on saatu vakautettua. Tikkurila toisti vuonna 2019 pidetyllä CMD:llä taloudellisen tavoitteen tehdä 12 %:n EBIT-marginaalia, mutta tähän on vielä hyvin pitkä matka.

Liikevaihdon kehittyminen



Liikevoiton kehittyminen



Historiallinen kehitys

Tase on hyvässä kunnossa

Tikkurilan tase on aina ollut hyvässä kunnossa. Omavaraisuusaste nousi 2010 tapahtuneen listautumisen jälkeen muutamassa vuodessa hyvän tuloskehityksen myötä 40 %:sta yli 50 %:iin ja nettovelkaantumisaste laski 40 %:sta 20 %:n tasolle. Tase heikkeni 2017-2018 aikana, kun tulos laski ja osinkoa jaettiin edelleen avokätisesti. Tase oli 2018 lopussa heikoimmassa kunnossa sitten listautumisen, kun omavaraisuus laski 38 %:iin ja nettovelkaantumisaste nousi 57 %:iin. Hyvä 2019 tuloskehitys ja rahavirta ovat liikuttaneet taseen tunnuslukuja selvästi parempaan suuntaan.

Investointien kanssa on eletty säästöliekillä

Vuotuiset bruttoinvestoinnit ilman yritysostoja ovat olleet 2010-2018 keskimäärin 16 MEUR vuodessa. Vuotuinen poistotaso on ollut samaan aikaan selvästi korkeampi 21 MEUR. Tikkurilan toiminta vaatii jatkuvia ylläpito- ja korvausinvestointeja, jotka sisältävät mm. erilaisia laiteasennuksia tehtailla, tuotannon ja varastoinnin ylläpitoa sekä automatisointia, IT-järjestelmiä jne. Investointien määrä ei kuitenkaan toiminnan volyymiin nähden ole erityisen suurta, ja vuotuinen investointitaso on ollut keskimäärin 2-4 % liikevaihdosta.

Vuonna 2010 investoinnit olivat 11 MEUR ja yhtiön vuosikertomuksessa todettiin tämän olevan ”poikkeuksellisen alhainen taso”. Investointitaso olikin tämän jälkeen trendinomaisessa nousussa vuoteen 2016 asti, jolloin investoinnit saavuttivat tarkastelujakson korkeimman tason (23 MEUR). Arviomme mukaan Tikkurilan normaali vuotuinen investointitaso asettunee pitkällä juoksulla suurin piirtein viime vuosina nähtyjen poistojen tasolle eli noin 20 MEUR/vuosi.

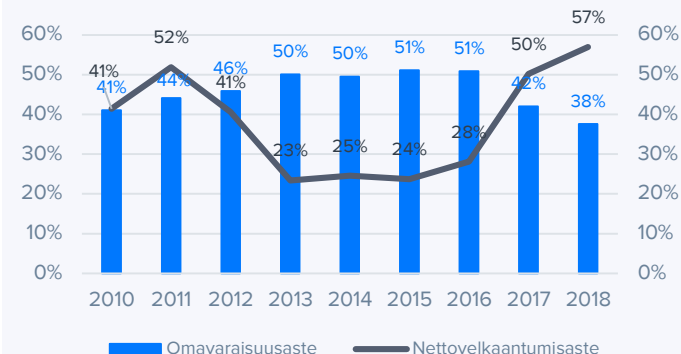
Vuosina 2017 ja 2018 investoinnit olivat matalat 15 MEUR ja 10 MEUR. Yhtiö keskittyi viemään läpi 30 MEUR:n kustannussäästöohjelmaa ja fokus oli enemminkin tehostamisessa, divestoinneissa ja kassavirran parantamisessa. Tikkurila suunnitteli rakentavansa uuden tehtaan Venäjälle, mutta suunnitelma laitettiin jäihin alkuvuonna 2019, kun se ei täyttänyt yhtiön tuottovaatimusta. Yhtiö on myös ilmoittanut, että Vantaan tehdasalueelta pitäisi siirtyä 5-10 vuoden päästä pois.

Yhtiö on näkemyksemme mukaan elänyt viime vuosina investointien kanssa ns. ”säästöliekillä”. Investointitasossa on arviomme mukaan tulevina vuosina nousupainetta, jotta yhtiö pysyy kilpailukykyisenä eikä toiminnan kehitys hidastu. Isoja kysymysmerkkejä sijoittajanäkökulmasta onkin, millä aikataululla uusi tehdas/tehtaat aiotaan rakentaa, minne ne rakennetaan ja kuinka paljon ne maksavat. Näistä askelmerkeistä yhtiö ei ole antanut markkinoille tarkempia tietoja ja se vaikeuttaa lähivuosien ennustamista. Yhtiö omistaa Vantaan tehdasalueelta mm. 21 hehtaaria maata, minkä myyminen voisi auttaa yhtiötä merkittävästi tulevien tehdasinvestointien rahoittamisessa.

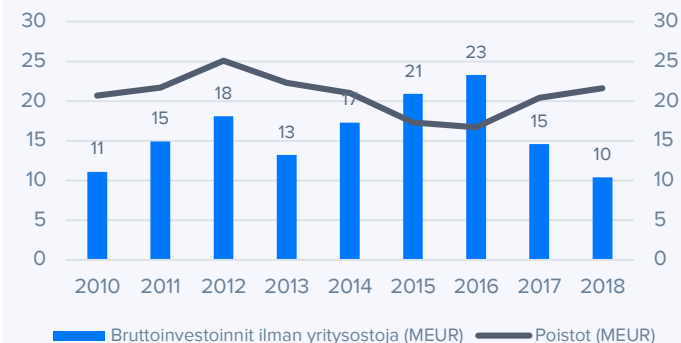
Rahavirta on ollut vahvaa

Tikkurilan rahavirta investointien jälkeen on ollut joka vuosi positiivinen ja melko vahva. Rahavirran kehityksessä näkyi heikko jakso vuosien 2015-2017 aikana nähtyjen investointien kiihdyttämisen, käyttöpääoman sitoutumisen ja heikentyneen tuloskunnon takia. Rahavirta on kuitenkin viimeisen vuoden aikana parantunut selvästi, mikä on ollut seurausta hyvästä tuloskehityksestä, käyttöpääoman vapautumisesta ja matalasta investointitasosta.

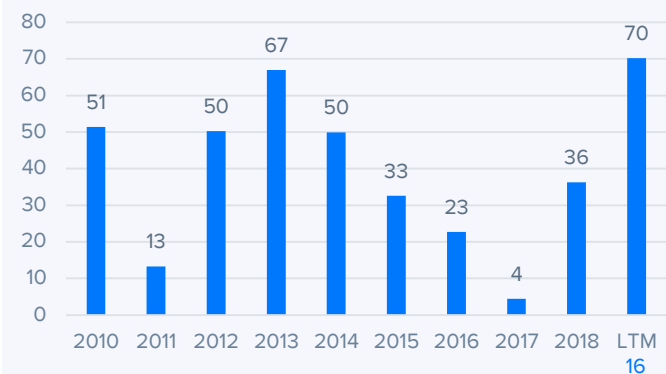
Taseen tunnusluvut



Investoinnit ja poistot (MEUR)



Rahavirta investointien jälkeen (MEUR)



Historiallinen kehitys

Pääoman tuotto on myös ollut tasaisen vahvaa ennen vuotta 2017

Tikkurila on pystynyt pitämään hyvien liikevoittomarginaalien ansiosta 2010-luvun alussa yllä noin 20 %:n tasolla olevaa sidotun pääoman tuottoa (ROCE-%) sekä oman pääoman tuottoa (ROE-%). Yhtiöllä on myös ollut pitkän aikavälin taloudellisissa tavoitteissa yli 20 %:n sidotun pääoman tuotto, mikä on saavutettu useana vuonna 2010-2016 aikavälillä.

Vuosina 2016-2018 tapahtuneet ERP-järjestelmän käyttöönotossa havaitut haasteet, Venatorin titaanidioksiditehtaan tulipalo, muiden tärkeiden raaka-aineiden yleinen nopea hinnannousu ja tehostamisohjelmaan liittyvät kulut tekivät kuitenkin selvän pudotuksen tulostulokuihin. Tikkurilan pääoman tuotot putosivat vuonna 2017 sekä ROCE:n että ROE:n osalta 6 %:n tasolle ja vuonna 2018 ne nousivat hieman 9 %:n tasolle.

Vuonna 2018 läpiviedyt kulusäästöohjelmat ovat alkaneet näkyä parantuneina liikevoittomarginaaleina ja pääoman tuottolina vuoden 2019 aikana ja 12 kuukauden rullaava sidotun pääoman tuotto on noussut jo 15 %:n tasolle. Tämä johtuu selvästi parantuneesta tulostulokunnosta, mutta myös merkittävästi parin vuoden aikana pienentyneestä oman pääoman määrästä, mikä tarkoittaa, että yhtiön on helpompi saavuttaa korkeita pääoman tuottoja entistä matalammalla tulostasolla, sillä oman pääoman määrä laski vuosien 2016-2018 aikana noin 60 MEUR:lla.

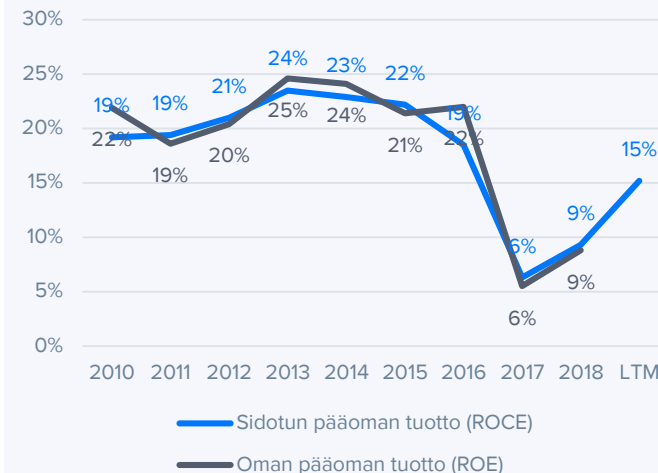
Yhtiö toisti kesällä 2019 pidetyllä CMD:lla taloudellisen tavoitteen sidotulle pääoman tuotolle (ROCE > 20 %), mihin on vielä matkaa.

Osakekohtainen tulos ja osinko

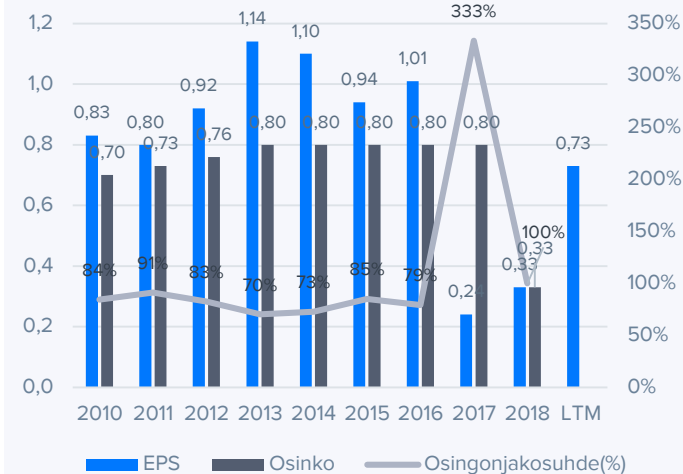
Tikkurilan osakekohtainen tulos on seurannut melko hyvin liikevoiton kehittymistä. Vuosien 2010-2016 aikana se kehittyi positiivisesti alkaen listautumisvuoden (2010) 0,83 eurosta ja kävi parhaimmillaan 1,14 eurossa vuonna 2013. Liikevoiton nopean heikentymisen takia vuonna 2017 osakekohtainen tulos putosi 0,24 euroon, mikä oli selvä poikkeama pitkään jatkuneesta tasaisesta suorittamisesta. Tähän vaikuttivat samat tekijät kuin em. liikevoiton laskuun. Vuonna 2019 yhtiön tulos on parantunut selvästi edellisen parin vuoden aikana nähdystä tulostulokunnasta ja viimeisen 12 kk rullaava osakekohtainen tulos on noussut jo 0,73 euron tasolle.

Tikkurilan osingonjakosuhte on jatkuvasti ollut melko korkea (keskimäärin noin 70-90 %). Yhtiö on tehnyt historiallisesti vahvaa kannattavuutta ja rahavirtaa, ja sillä on aina ollut vahva tase. Investoinnit ovat olleet toiminnan volyyymiin nähden kohtalaisen pieniä ja osinkoa on voitu jakaa avokätisesti. Yhtiö jatkoi vuosien 2017-2018 nopeasti heikentyneestä tulostulokunnosta huolimatta avokätistä osingonjakoa. Vuoden 2017 tuloksesta jaettiin osinkoa 330 %:n osingonjakosuhteella ja vuoden 2018 tuloksesta jaettiin osinkoa 100 %:n osingonjakosuhteella. Heikko tulos yhdistettynä avokätiseen osingonjakoon heikensi nopeasti taseen tunnuslukuja, mutta kertoi siitä, että yhtiö haluaa profiloitua vakaaksi osingonmaksajaksi.

Pääoman tuotto-%



EPS ja osinko



Toimiala ja kilpailu ympäristö

Globaalin maalimarkkinan koko on yli 120 miljardia euroa

Globaalin maalimarkkinan koko on noin 140 miljardia Yhdysvaltain dollaria, eli yli 120 miljardia euroa. Markkinan vuotuisen kasvuvauhdin odotetaan 2017-2022 aikana olevan noin 3,5 %. Kasvun odotetaan olevan vahvinta Aasian-Tyynenmeren alueella (~3-6 % vuodessa) ja hitainta Euroopassa (~1-2 % vuodessa).

Maalimarkkinan arvosta noin 40 % on kauppa- ja rakennusmaaleja (Decorative paints) ja noin 60 % on teollisuusmaaleja (Industrial paints). Tikkurila on perinteisesti keskittynyt enemmän kauppa- ja rakennusmaaleihin ja yhtiö on mukana vain valituissa teollisuusmaalien kategorioissa (mm. puu- ja metalliteollisuus).

Tikkurilan liikevaihdosta noin 80 % tulee kauppa- ja rakennusmaaleista ja noin 20 % teollisuusmaaleista. Tikkurila mainitsi kesällä 2019 järjestetyllä CMD:llä, että yhtiö odottaa tulevana vuosina sen teollisuusmaalien myynnin kasvavan suhteellisesti nopeammin kuin kauppa- ja rakennusmaalien myynnin.

Kasvu Tikkurilan päämarkkinoilla on hidasta

Tikkurila on keskittynyt Pohjois- ja Itä-Euroopan sekä Venäjän markkinoille, joten Tikkurilan kohdemarkkina on sekä maantieteellisesti että valittujen markkinasegmenttien puolesta selvästi edellä mainuttua 120 miljardin euron globaalia maalimarkkinaa pienempi.

Suurin maalimarkkina-alue on Aasia-Tyynimeri, minkä koko on noin 66 miljardia euroa (55 % koko

globaalista markkinasta ja 31 % kauppa- ja rakennusmaaleista). Sen on myös arvioitu kasvavan nopeinta vauhtia lähivuosien aikana (noin 3-6 % vuodessa).

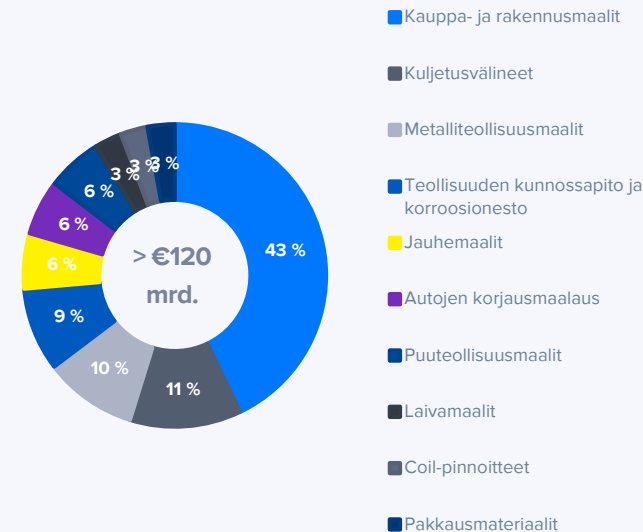
Euroopassa maalimarkkinoiden koko on noin 17 miljardia euroa (14 % koko globaalista markkinasta). Kauppa- ja rakennusmaaleissa Euroopan osuus on selvästi suurempi ja se on noin 29 %. Euroopan maalimarkkinoiden kasvun odotetaan olevan hyvin vaatimatonta lähivuosina (noin 1-2 % vuodessa).

Tikkurilan päämarkkinoilla Pohjoismaissa kasvun on oletettu pysyvän matalalla noin 1-2 %:n tasolla, kun taas Venäjällä ja Puolassa kasvun odotetaan pysyvän hieman korkeammalla noin 2-4 %:n luokassa.

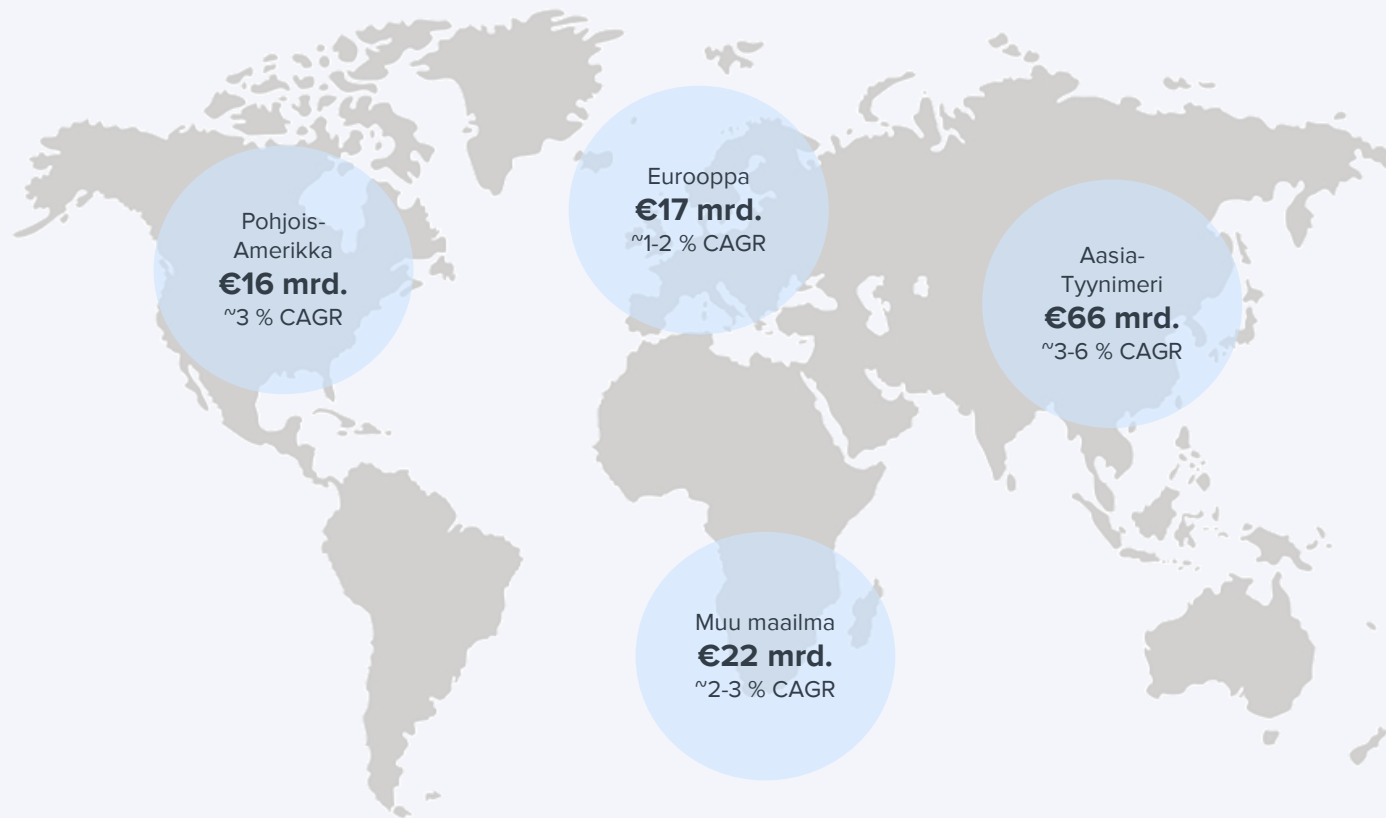
Pohjois-Amerikan maalimarkkinat ovat noin 16 miljardia euroa (13 % koko globaalista markkinasta) ja sen kasvun odotetaan olevan nopeampaa kuin Euroopassa (noin 3 % vuodessa).

Muu maailma on noin 22 miljardia euroa (18 % kokonaismarkkinasta) ja sen kasvun odotetaan olevan 2-3 % vuodessa.

Globaali maalimarkkinan arvo



Toimiala ja kilpailuympäristö



Globaalin maalimarkkinan koko

> € 120 mrd.

Globaalin maalimarkkinan vuotuinen kasvu

CAGR ~3-5 %

Tikkurilan päämarkkinoiden vuotuinen kasvu

CAGR ~1-2 %

Toimiala ja kilpailuympäristö

Noin puolet kokonaismarkkinasta on 10 suurimman yhtiön hallussa

Globaalien maalimarkkinoiden 10 suurinta toimijaa pitää hallussaan noin 50 %:n osuutta markkinasta. Suuret pelurit ovat pääosin yhdysvaltalaisia (Sherwin-Williams, PPG, RPM ja Axalta) tai japanilaisia (Nippon Paint ja Kansai Paint). Kärkijoukkoon mahtuu myös yksi intialainen (Asian Paints), saksalainen (BASF), hollantilainen (AkzoNobel) ja norjalainen (Jotun) yhtiö.

Maalialaa seuraavan CoatingsWorldin mukaan markkinoilla on yhteensä 82 toimijaa, jotka tekevät liikevaihtoa yli 100 miljoonaa Yhdysvaltain dollaria. Näiden toimijoiden jälkeen markkina on hyvin fragmentoitunut pieniin paikallisiin toimijoihin ja alalla arvioidaan olevan yhteensä yli 5000 yhtiötä.

Hidas kasvu ja hyvä kannattavuus houkuttelee yrityskauppoihin

Markkinoiden suuret pelurit ovat hyvin kannattavia (EBITDA 15-20 %). Hitaasti kasvavat ydinmarkkinat ja teollisuudessa tarvittava skaala houkuttelevat näitä tekemään paljon yrityskauppoja. Markkina on historiallisesti konsolidoitunut voimakkaasti ja odotamme tämän trendin jatkuvan. Käsityksemme mukaan toimialalla tehdään 40-50 yrityskauppaa vuodessa. Markkinoiden toiseksi suurin peluri PPG kertoo omissa sijoittajaesityksissään tehneensä vuoden 2015 jälkeen yhteensä 20 yritysostoa ja markkinoiden 6. suurin toimija Axalta kertoo tehneensä vuoden 2015 jälkeen 18 yritysostoa. Vuonna 2017 yhdysvaltalainen Sherwin-Williams osti yli 4 miljardia dollaria liikevaihtoa tekevän Valsparin, minkä jälkeen Sherwin-Williams on ollut maalimarkkinoiden suurin toimija.

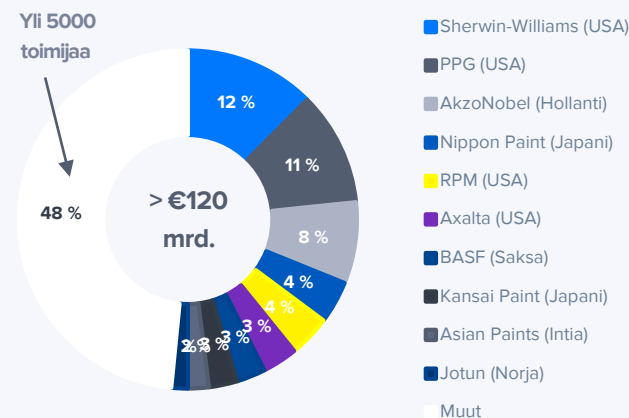
Tikkurila on maalimarkkinoiden 25. suurin toimija

Tikkurila on globaalien maalimarkkinoiden 25. suurin toimija. Tikkurila on keskittynyt vahvasti Suomen, Ruotsin, Venäjän, Puolan ja Baltian markkinoille, missä yhtiöllä on johtava markkina-asema kauppa- ja rakennusmaaleissa. Lähes kaikilla Tikkurilan ydinmarkkinoilla on läsnä suuret toimijat (Sherwin-Williams, AkzoNobel jne.), mutta myös useita keskisuuria ja pieniä paikallisia toimijoita (Teknos, Flugger, Jotun, Sniezka jne.). Tikkurila on aiemmin konsolidoinut omilla ydinmarkkinoillaan kauppa- ja rakennusmaalien toimijoita (ruotsalainen Alcro-Beckers vuonna 2001 ja venäläinen Kraski Teks vuonna 2006) ja hankkinut siten vahvan markkinaosuuden. Tikkurilan ydinmarkkinoilla konsolidaatiokehitys ei ole viime vuosina ollut erityisen voimakasta ja kauppa- ja rakennusmaaleissa paikallisilla pelureilla on vielä iso rooli.

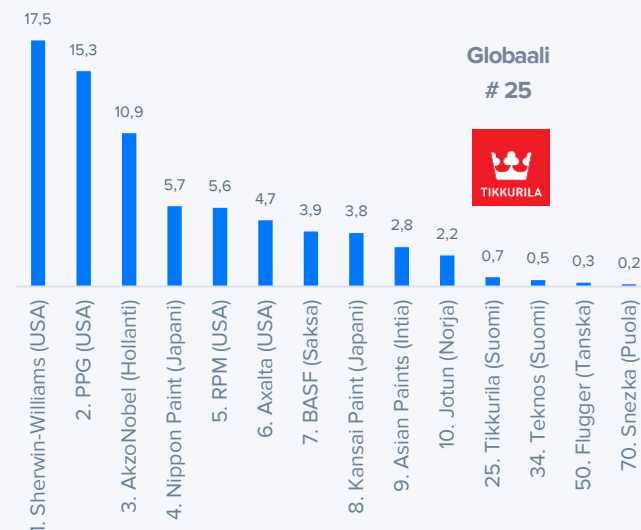
Tikkurilalla on vahva markkina-asema ja bränditunnettuus kaikilla yhtiön päämarkkinoilla

Tikkurila on kauppa- ja rakennusmaaleissa markkinajohtajan asemassa Suomessa, Ruotsissa, Venäjällä ja Baltiassa. Puolassa yhtiö on 19 %:n markkinaosuudella 4 suurimman toimijan joukossa. Näiden edellä mainittujen markkina-alueiden osuus Tikkurilan liikevaihdosta oli vuonna 2018 yli 80 %. Suomessa yhtiön markkinaosuus on erittäin korkea 63 % ja Ruotsissa 37 %. Näistä kahdesta maasta yhtiön liikevaihdosta tulee noin 40 %. Monet konsernin brändeistä ovat myös tunnetuimpia (tai tunnetuimpien joukossa) lähes kaikissa toimintamaissa. Tämä luo luonnollista asiakaskysyntää ja tarjoaa tunnetun sekä laadukkaan brändin tuomaa hinnoitteluvoimaa.

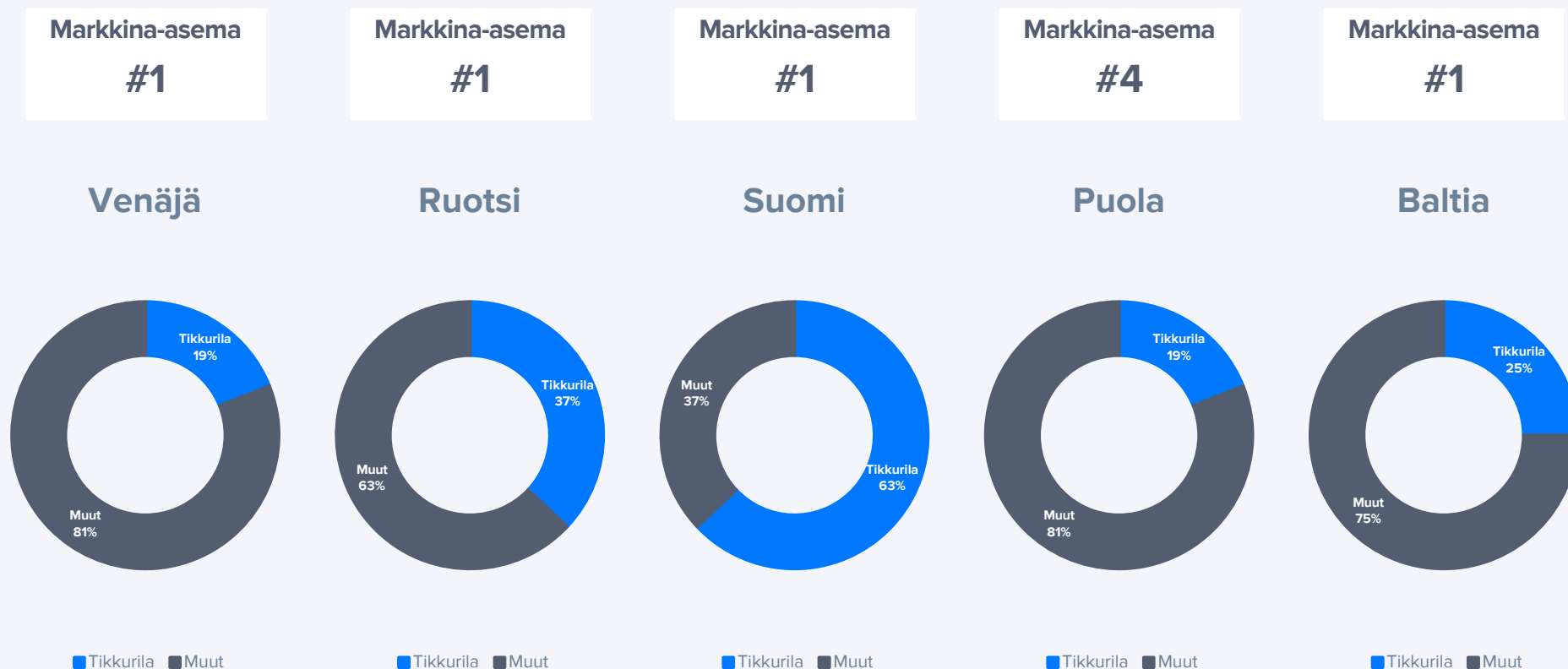
Suurimmat maaliyhtiöt (2018)



Eri toimijoiden liikevaihtoja 2018 (MUSD)



Tikkurilan markkinaosuus kauppa- ja rakennusmaaleissa*



* Lähde: Tikkurila CMD 2019. Markkinaosuudet vuodelta 2018 ja laskettu maalimarkkinan arvon (ei volyymin) pohjalta.

* Teollisuusmaaleissa Tikkurilan markkinaosuudet ovat alhaisemmat (noin 15-17 %:n luokkaa riippuen markkinasta).

Tikkurilan päämarkkinoiden ominaisuudet (~80 % konsernin liikevaihdosta)

	Ruotsi	Suomi	Venäjä	Puola
Maalimarkkinan koko	450 MEUR	230 MEUR	1500 MEUR	600 MEUR
Tikkurilan liikevaihto (2018)	128 MEUR	94 MEUR	134 MEUR	85 MEUR
Tikkurilan markkina-asema*	# 1	# 1	# 1	# 4
Maalin kulutus asukasta kohden	~ 12 litraa	~ 11 litraa	~ 6 litraa	~ 11 litraa
Maalimarkkinan kasvu****	matala	matala	korkea **	korkea
Kysynnän rakenne	Premium- ja medium hinta- ja laatuluokka	Premium- ja medium hinta- ja laatuluokka	Medium ja economy hinta- ja laatuluokka***	Medium ja economy hinta- ja laatuluokka***
Tikkurilan brändit	Alcro, Beckers, Tikkurila	Tikkurila	Tikkurila, Teks, Finncolor	Tikkurila, Beckers, Jedynta
Jakelukanavat (kauppa- ja rakennusmaalit)	Rakennustarvikeliikkeet, lisäksi Ruotsissa omat ammattilaismyymälät, Happy Homes -ketju ja Colorama-ketju	Rakennustarvikeliikkeet, itsenäiset maalikauppiaat	Rakennustarvikeliikkeet, itsenäiset maalikauppiaat	Rakennustarvikeliikkeet, itsenäiset maalikauppiaat
Jakelukanavat (teollisuusmaalit)	Suoramyynti, Tikkurila Industrial Paint Service	Suoramyynti, Tikkurila Industrial Paint Service	Suoramyynti, Tikkurila Industrial Paint Service	Suoramyynti, Tikkurila Industrial Paint Service
Kilpailijat	AkzoNobel, Flügger, Jotun, Sherwin-Williams, Teknos, useita paikallisia kilpailijoita	Teknos, NorMaali, Sherwin-Williams, useita paikallisia kilpailijoita	AkzoNobel, Lakra-Sintez, Empils, ABC-Farben, Meffert, Caparol, useita paikallisia kilpailijoita	AkzoNobel, PPG, Sniezka, Caparol, Meffert, Teknos, Jotun, Hempel, useita paikallisia kilpailijoita

* Kauppa- ja rakennusmaaleissa

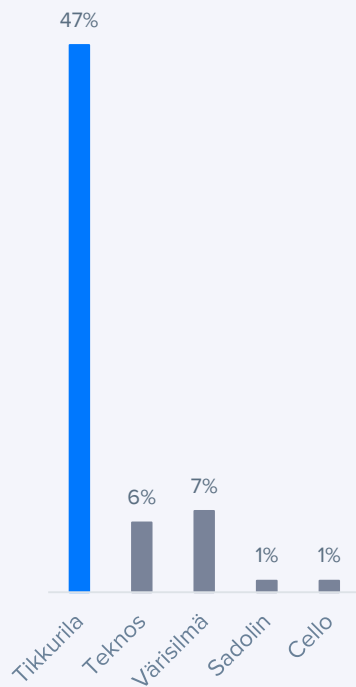
** Venäjän kauppa- ja rakennusmaalimarkkinan litramääräinen kasvu vuosittain keskimäärin noin 6 % vuosina 2004-2013, markkina viime vuosina myös laskenut ja ollut hyvin volatiili.

***Premium-tuotteiden odotetaan kasvavan nopeimmiten elintason noustessa ja laadun merkityksen kasvaessa

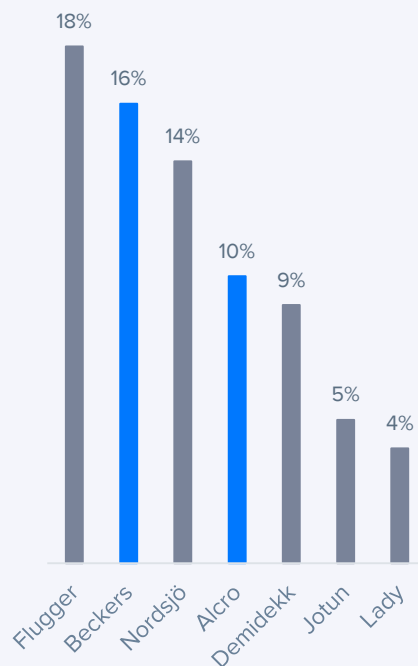
**** "Matala" tarkoittaa arviomme mukaan noin 0-2 %:n kasvua. "Korkea" tarkoittaa noin 2-4 %:n kasvua.

Tikkurilan brändien tunnettuus päämarkkinoilla on vahva

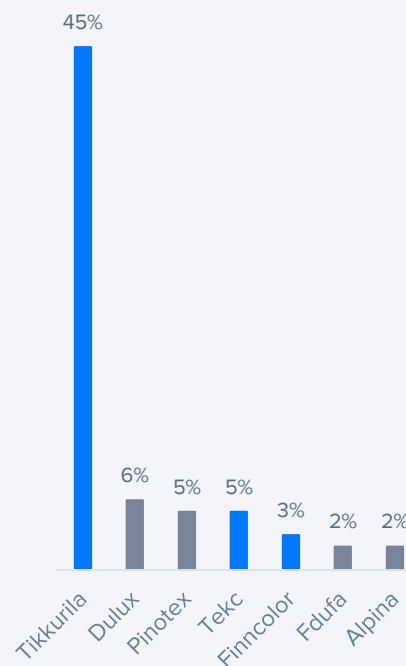
Suomi*



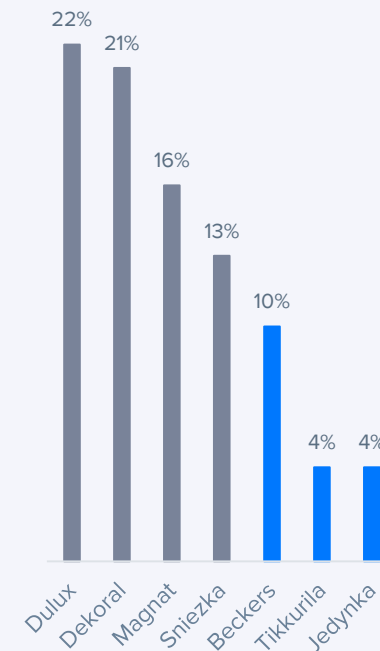
Ruotsi*



Venäjä*



Puola*



NPS**

#1

Tikkurila markkinan korkein NPS

#1

Beckers markkinan korkein NPS

#1

Tikkurila markkinan korkein NPS

#1

Beckers markkinan korkein NPS

* Brand preference = "Mitä brändiä pidät parhaimpana maalikategoriassa?"

** NPS = "Suositteletko tätä brändiä ystäväillesi/tutuillesi?"

Lähde: NEPA 2018 Brand preference + NPS (Net Promoter Score)

Toimiala ja kilpailuympäristö

Raaka-aineet vaikuttavat kannattavuuteen

Raaka-aine- ja pakkausmateriaalit vastaavat noin puolta Tikkurilan liikevaihdosta. Hankinnoissa onnistuminen on siten hyvin keskeinen funktio ja siksi kaikki hankinnat keskitettiin konsernitason toiminnoksi vuonna 2018. Tikkurilalle tärkeiden raaka-aineiden ja pakkausmateriaalien hinnat ovat riippuvaisia öljyn, energian ja metallien hinnoista. Karkeasti sanottuna näiden hintojen noustessa Tikkurilan raaka-ainekustannukset nousevat ja laskiessa päinvastoin. Kuitenkin esim. öljyn hinnan nousulla on vahva positiivinen linkki Venäjän talouskasvuun, joten suoraa johtopäätöstä ei voi vetää, että korkea öljyn hinta olisi yhtiölle pelkästään huono asia. Yksi Tikkurilalle keskeinen (ja viime vuosina päänvaivaa aiheuttanut) raaka-aine on titaanidioksidi (TiO₂) eli maaleissa käytettävä valkoinen pigmentti. Titaanidioksidi on erittäin kestävä ja hyvin peittävä. Maailman titaanidioksidin tuotannosta yli puolet käytetään maaleihin ja muihin pinnoitteisiin, joten kyseessä on koko toimialalle kriittinen raaka-aine.

Raaka-aineista on tullut merkittävää vastatuulta

Viimeisen parin vuoden aikana Tikkurilan heikkoa kannattavuuskehitystä on moneen kertaan selitetty epäsuotuisilla raaka-aineiden hinnoilla. Titaanidioksidin hinta alkoi nousta rajusti vuoden 2017 alussa ja se pysyi korkealla tasolla läpi vuoden 2018. Tikkurilalle tärkeän titaanidioksidi-toimittajan (Venator ent. Huntsman) Porin tehtaalla syttyi tulipalo alkuvuonna 2017, mikä sekoitti yhtiön paletin pitkäksi aikaa. Raaka-ainetta piti alkaa hankkia muista lähteistä, millä oli vaikutusta mm. hintaan, laatuun, kuljetuskustannuksiin ja tuotannon resepteihin. Venatorin mukaan tehtaan

uudelleenrakennustyö olisi tullut liian kalliiksi, joten tuotanto päätettiin ajaa alas ja Tikkurila on joutunut etsimään vaihtoehtoisia hankintalähteitä.

Titaanidioksidin (ja myös muiden tärkeiden raaka-aineiden) markkinahinta ja saatavuus ovat aiheuttaneet Tikkurilalle viime vuosina päänvaivaa. Raaka-ainetoimittajien konsolidaatio on johtanut siihen, että hintojen volatilitteetti on tullut jäädäkseen ja saatavuusongelmia voidaan nähdä jatkossakin. Vuoden 2019 aikana keskeisimpien raaka-aine- ja pakkausmateriaalien hintakehitys on kuitenkin hieman rauhoittunut ja pahimmat 2017-2018 aikana tapahtuneet nousupyrähdykset näyttävät kääntyneen laskuun. Raaka-aineiden hinnat näyttävät kuitenkin edelleen pysyvän suhteellisen korkealla tasolla.

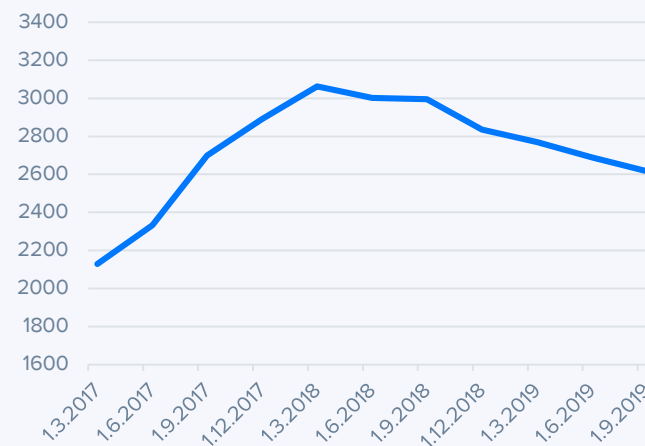
Tikkurilan kasvu- ja kannattavuus on viime vuosina ollut selvästi kilpailijoita heikompi

Tikkurila on viime vuosina kärsinyt muiden alan toimijoiden kanssa samoista haasteista (hitaasti kasvavat ydinmarkkinat, raaka-aineiden nousseet hinnat ja saatavuusongelmat). Vaikea markkina on näkynyt kaikkien toimialan pelureiden heikkona kasvu- ja kannattavuuskehityksenä, mutta Tikkurilan suoritus on ollut verrokkiryhmää heikompaa. Tämä voi johtua esim. siitä, ettei nousseita raaka-ainekustannuksia ole saatu vietyä eteenpäin omiin myyntihintoihin yhtä tehokkaasti kuin kilpailijat tai sitten operatiivista toimintaa ei ole saatu sopeutettua vaikeaan markkinatilanteeseen yhtä hyvin kuin kilpailijat. Tikkurila on tehnyt viime vuosina merkittäviä tehokkuutta parantavia toimenpiteitä ja yhtiöllä on perinteisesti ollut hyvä hinnoitteluvoima, joten näiden pitäisi tuoda helpotusta tulevien vuosien kannattavuuteen.

Brent-öljyn hinta (USD/bbl)

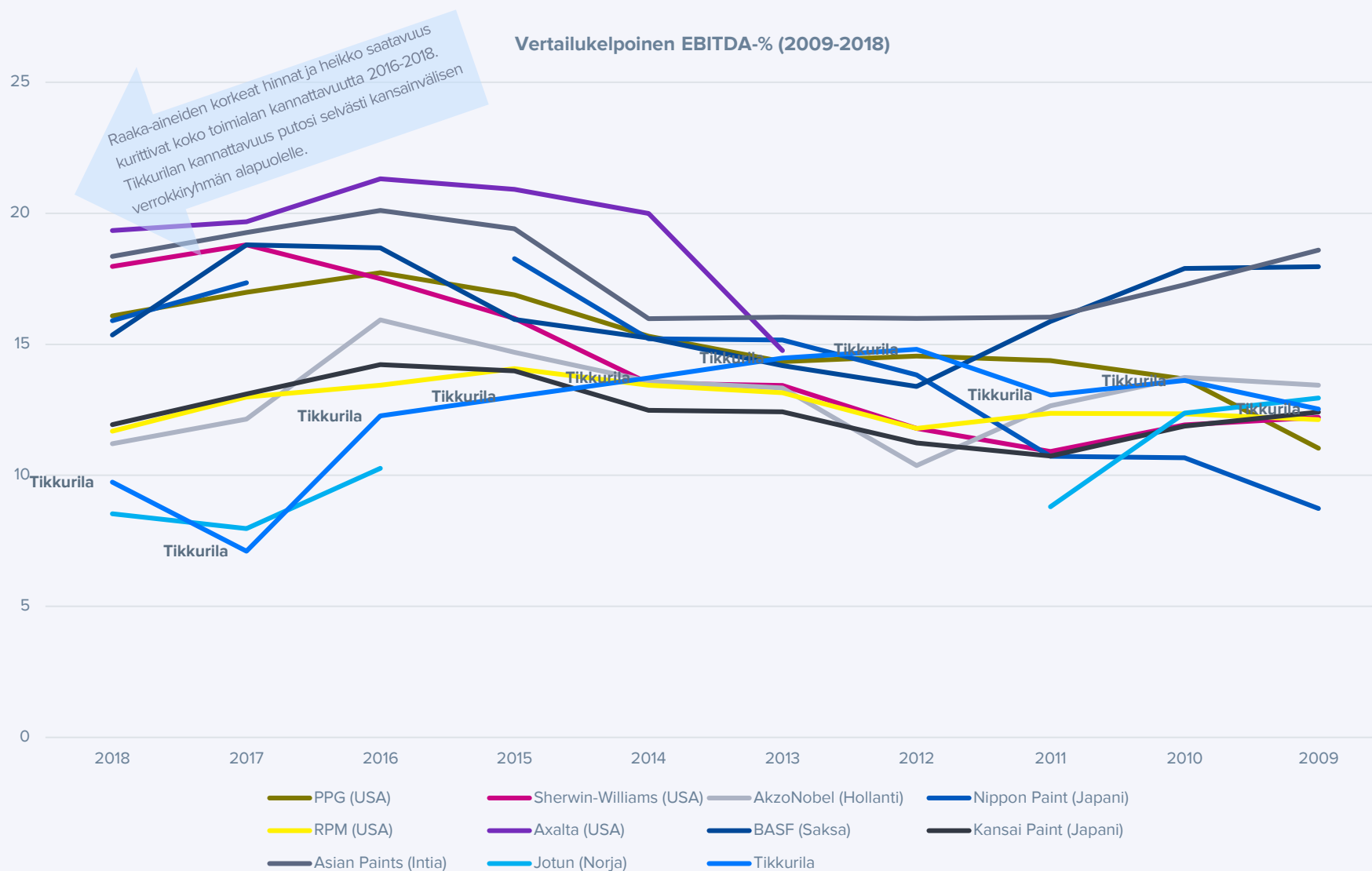


EU Titaanidioksidi (TiO₂) USD/Mt.



Lähde: Bloomberg

Tikkurilan kasvu- ja kannattavuus vs. verrokkiryhmä



Lähde: Bloomberg (huom. vuosiluvut liikkuvat graafissa oikealta vasemmalle)

Huom. Esim. AkzoNobel ja BASF ovat isoja konserneja, missä maaliliiketoiminta (Coatings) on vain yksi osa. Yhtiöiden EBITDA-%:t ovat koko konsernin tasolla laskettuja.

Tikkurilan kasvu- ja kannattavuus vs. verrokkiryhmä

	Liikevaihdon kasvu	Vertailukelpoinen EBITDA-%	Oma pääoman tuotto (ROE-%)	Myyntikate-%
	5v. CAGR	5v. keskiarvo	5v. keskiarvo	3v. keskiarvo
Sherwin-Williams (USA)	11,8 %	16,8 %	70,2 %	46 %
PPG (USA)	1,6 %	16,6 %	28,9 %	44 %
AkzoNobel (Hollanti)	-7,3 %	13,5 %	25,8 %	44 %
Nippon Paint (Japani)	26,8 %	16,4 %	19,4 %	40 %
RPM (USA)	4,9 %	13,1 %	19,1 %	42 %
Axalta (USA)	3,5 %	20,2 %	6,9 %	36 %
BASF (Saksa)	-2,6 %	16,8 %	15,5 %	31 %
Kansai Paint (Japani)	6,3 %	13,1 %	8,4 %	33 %
Asian Paints (Intia)	8,9 %	18,6 %	27,9 %	N/A
Jotun (Norja)	7,8 %	8,9 %	12,9 %	46 %
Tikkurila	-2,9 %	11,2 %	16,4 %	N/A
Keskiarvo	5,4 %	15,0 %	22,8 %	40,1 %

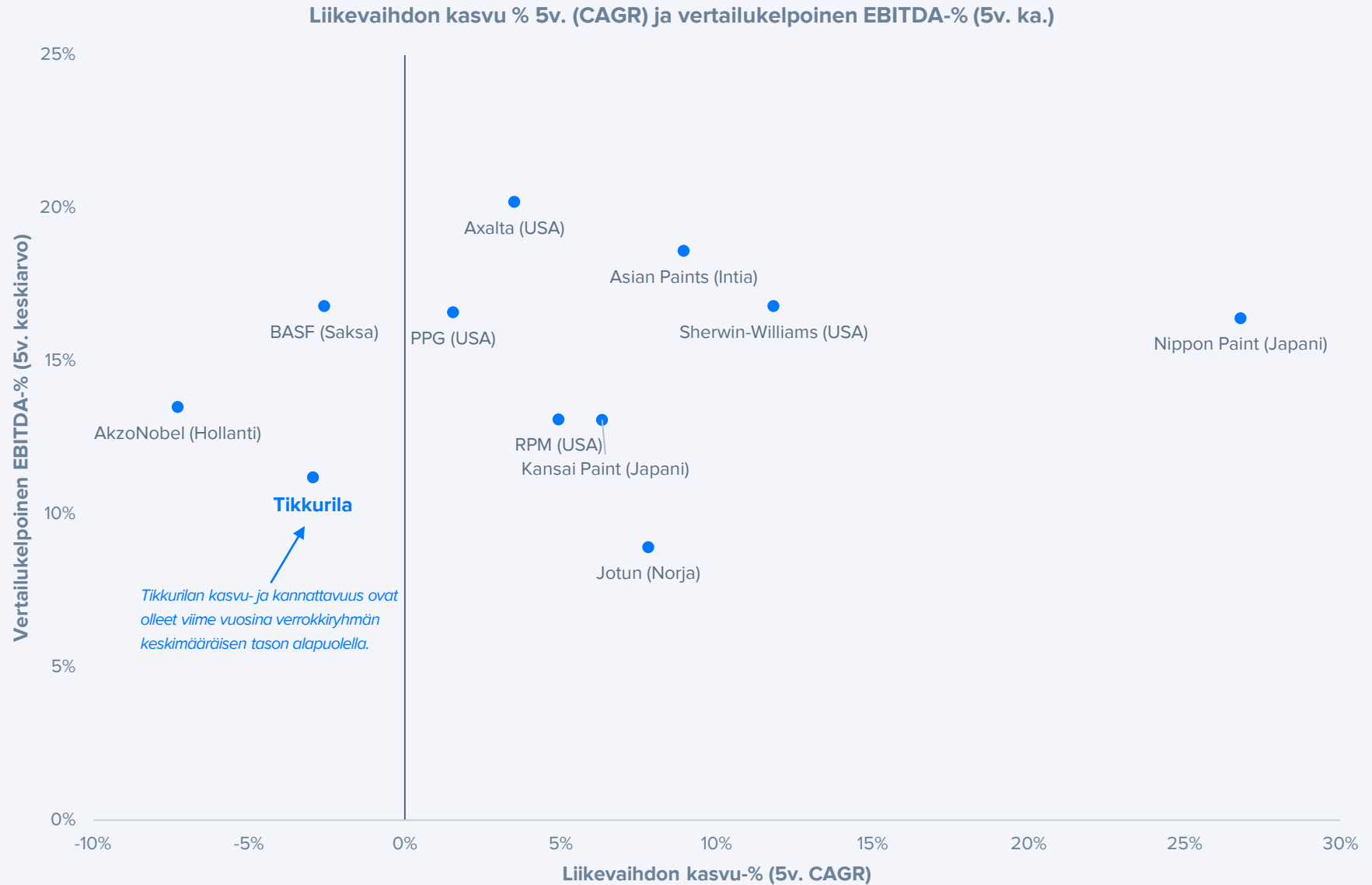
Tikkurilan liikevaihto on 5 vuoden aikana laskenut keskimäärin 3 % vuodessa, kun verrokkiryhmän keskimääräinen kasvu ollut 5 % vuodessa (CAGR). Kasvu on ollut vahvinta etenkin aasialaisilla ja yhdysvaltalaisilla toimijoilla. Eurooppalaisilla toimijoilla kehitys on ollut heikompaa.

Tikkurilan EBITDA-% on 3 vuoden aikana ollut keskimäärin 11 %, kun verrokkiryhmän EBITDA-% on ollut 15 %. Tikkurilan kannattavuus on ollut laskutrendillä vuodesta 2012 lähtien ja yhtiö on viime vuosina pudonnut selvästi verrokkiryhmän alapuolelle. Tikkurilan taloudelliset tavoitteet ovat verrokkiryhmän tasolla ja vuoden 2019 aikana kannattavuus on liikkunut jo selvästi parempaan suuntaan.

Tikkurilan oman pääoman tuotto (ROE-%) on viimeisen 5 vuoden aikana ollut keskimäärin 16 %, kun keskimääräinen toimi ROE-% on ollut 23 %.

Tikkurila ei julkaise tarkkoja tietoja myyntikatteistaan. Yhtiö on todennut, että liikevaihdosta noin 50 % on raaka-aine- ja pakkausmateriaalikustannuksia.

Tikkurilan kasvu- ja kannattavuus vs. verrokkiryhmä



Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Strategia

Tikkurila on johtava pohjoismainen maalialan toimija, jonka toiminnan perustan muodostavat laadukkaat pintakäsittelytuotteet ja asiantuntevat palvelut. Yhtiön tavoitteena on tarjota markkinoiden paras käyttäjäkokemus. Vahvat brändit, palvelukulttuuri, kestävä kehitys ratkaisut ja markkinajohtajuus ovat yhtiön tärkeimpiä kilpailuetuja.

Tikkurila keskittyy liiketoiminnassaan tarkkaan valikoituihin asiakkaisiin, rajatulle maantieteelliselle alueelle ja omiin vahvoihin brändeihin.

- Tikkurila palvelee kuluttajia, ammattilaisia ja valikoituja teollisia toimijoita
- Tikkurilan ydinmarkkinoita ovat Suomi, Venäjä, Ruotsi, Puola ja Baltian maat
- Tikkurila panostaa omiin vahvoihin brändeihin ja keskittyy premium hinta- ja laatuluokan maaleihin

Uudistettu strategia vuosille 2019-2022

Tikkurilan uudistetun strategian 2019-2022 painopistealueet ovat kannattava kasvu, kilpailukykyä parantava tehokkuus sekä Tikkurilan arvoihin perustuva yrityskulttuuri. Tikkurilan tavoitteena on kasvaa markkina-alueillaan kokonaismarkkinaa nopeammin. Tikkurila haluaa kestävä kehityksen lupaustensa mukaisesti nopeuttaa siirtymistä vesiohenteisiin maalituotteisiin ja edistää niiden käyttöä.

Visio ja missio

Tikkurilan visio ja missio on yhdistetty yhdeksi tarkoitukseksi: "Luomme vastuullisesti pohjoismaisia laatupintoja, joilla on merkitystä". Vastuullinen tapa toimia ja edistää ympäristön hyvinvointia on keskeinen osa strategiaa.

Pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet

Tikkurila on alkuvuonna 2019 tehdyn strategiatyön yhteydessä uudistanut pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteensa. Liikevaihdon osalta tavoite on sidottu markkinoiden kasvuun. Kannattavuuden, pääoman tuoton ja taserakenteen osalta pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet on pidetty ennallaan.

Pitkän aikavälin tavoitteet ovat:

- **Liikevaihto:** tavoitteena on markkinoita nopeampi liikevaihdon kasvu (2019e: +0,4 %)
- **Suhteellinen kannattavuus:** oikaistu liikevoitto yli 12 % liikevaihdosta (2019e: 8,3 %)
- **Operatiivinen sidotun pääoman tuotto (ROCE):** yli 20 % (2019e: 15 %).
- **Taserakenne:** nettovelkaantumisaste (gearing) alle 70 % (2019: 32 %).
- **Osinkopolitiikka:** tavoitteena jakaa osinkoa, joka on vähintään 40 % operatiivisesta nettotuloksesta (2019e: 77 %).

Kannattava kasvu

Tikkurilan tavoitteena on kasvaa kannattavasti. Kasvua haetaan monipuolisesti eri tuoteryhmistä

ja maantieteellisiltä alueilta. Kasvun painopiste on vahvojen brändien avulla tapahtuvassa orgaanisessa kasvussa. Lisäksi Tikkurila hyödyntää aktiivisesti kohdennettuja yritysostoja ja yhteistyöjärjestelyjä mahdollisuuksien avautuessa.

Tikkurila toimii pääosin ydinmarkkinoillaan Suomessa, Venäjällä, Ruotsissa, Puolassa ja Baltian maissa. Yhtiö pyrkii vahvistamaan markkinaosuutta maaliliiketoiminnassa nykyisillä markkinoilla ja kasvamaan etenkin niillä markkinoilla, joilla yhtiöllä on vielä alhainen markkinaosuus.

Kestävän kehityksen lupaukset

Vastuullisuus on keskeinen osa Tikkurilan toimintaa. Tikkurilan kestävä kehityksen lupaukset ohjaavat kestävä kehityksen hankkeita ja tukevat liiketoiminnan kehitystä kestävä kehityksen näkökulmasta.

Kestävän kehitykset lupaukset ovat:

- Kehittää tuoteominaisuudet huippuunsa niin, että ympäristövaikutus on mahdollisimman pieni
- Parantaa ja turvata ilmanlaatua tuotteilla ja palveluilla
- Tehostaa resurssien hyödyntämistä ja keskittyä toiminnassa laatuun, turvallisuuteen ja kestävyYTEEN
- Olla vastuullinen ja aktiivinen toimija yhteisössä

Tikkurilan kannattavuusparannuksen ajurit



Ennusteet

Ohjeistus ja ennusteet vuodelle 2019

Tikkurilan 2019 ohjeistuksen mukaan liikevaihdon arvioidaan säilyvän 2018 tasolla (562 MEUR) ja oikaistun liikevoiton odotetaan paranevan 2018 tasolta (38,8 MEUR). Liikevaihto on tammi-syyskuussa pysynyt vertailukauden tasolla 456 MEUR:ssa ja oikaistu liikevoitto on noussut 22 % tasolle 54 MEUR, mikä tarkoittaa 11,8 %:n EBIT-marginaalia (1-9/18: 9,7 %). Alkuvuoden kehitys on ollut hyvää, mutta myös kaksijakoista siten, että liikevaihdon ja tuloksen kasvu on ollut voimakasta Eastissä, mutta Westissä tulos on polkenut paikoillaan liikevaihdon ja volyymin laskiessa.

Ennustemme 2019 liikevaihdolle on 564 MEUR (+0,4%) ja oikaistulle liikevoitolle 47 MEUR, mikä tarkoittaa 8,3 %:n oikaistua EBIT-marginaalia (2018: 6,9 %). Tikkurila kirjasi Q4'18 oikaistuun liikevoittoon +4,8 MEUR:n kertaerän Venatorin titaanidioksiditehtaan vakuutuskorvaukseen liittyen, joten odotamme Q4'19-tuloksen jäävän viime vuoden alapuolelle. Tikkurilan toiminnan kausiluonteisuuden takia tulos tehdään lähes kokonaan ulkomaalauskaudella (Q2-Q3), kun Q1-tulos on yleensä matala ja Q4-tulos tappiolla. Ennustemme kertaeristä oikaistulle 2019 EPS:lle on 0,83 euroa (2018: 0,61 euroa). Raportoitu EPS-ennustemme on 0,78 euroa (2018: 0,33 euroa). Odotamme Tikkurilan korottavan osinkoaan selvästi 0,60 euroon (2018: 0,33 euroa), mikä tarkoittaa 80 %:n jakosuhdetta (2018: 100 %).

Ennusteet strategiakaudelle 2019-2022

Liikevaihtoennusteet

Tikkurilan tavoite on kasvaa markkina-alueillaan kokonaismarkkinaa nopeammin. Liikevaihdon

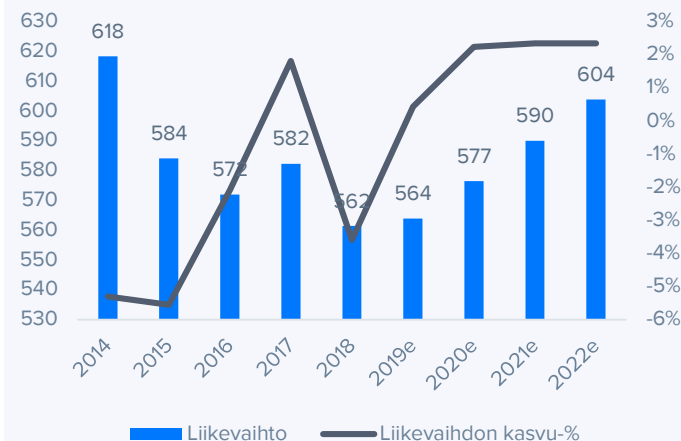
kasvu on jo pidemmän aikaa ollut yhtiön suurimpia haasteita. Yhtiön liikevaihto on ollut laskutrendissä vuodesta 2012 alkaen, mutta osa tästä on johtunut heikosti kannattavien alueiden (Saksa, Balkan, Serbia, Makedonia, Ukraina ja Valko-Venäjä) divestoinneista. Yhtiöllä on nyt tarkempi fokus, tavoite keskittyä nykyisiin toimintamaihin, omiin vahvoihin brändeihin ja premium-maaleihin. Odotamme liikevaihdon laskupaineen hellittävän ns. "divestointijakson" jälkeen ja arvioimme liikevaihdon kääntyvän nyt pidempiaikaiselle (joskin hitaalle) kasvutrendille.

Ennustemme liikevaihdon vuosikasvulle 2019-2022 on noin 2 %. Liikevaihdosta noin 80 % tulee päämarkkinoilta Suomi, Ruotsi, Venäjä ja Puola. Näissä maissa markkinakasvun odotetaan olevan keskimäärin 0-4 %:n tasolla vuosien 2017-2022 aikana. Kasvu on vaisua Suomessa ja Ruotsissa (arvioimme 0-2 %), jotka muodostavat yhteensä noin 40 % liikevaihdosta. Kasvu on nopeinta Venäjällä ja Puolassa (arvioimme 2-4 %), jotka muodostavat yhteensä noin 40 % liikevaihdosta.

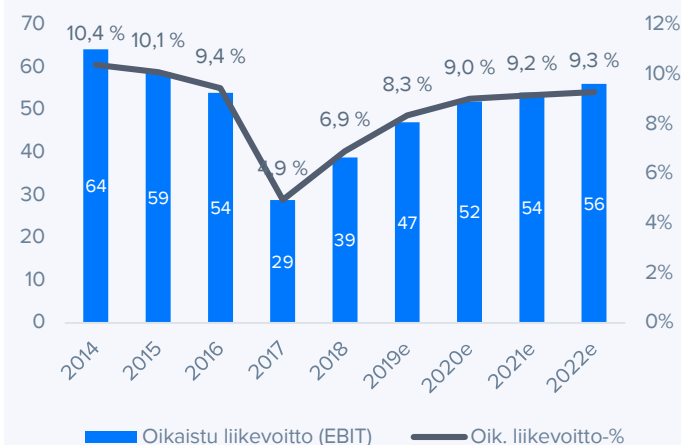
Liikevoittoennusteet

Tikkurilan tavoite on tehdä pitkällä aikavälillä yli 12 %:n liikevoittomarginaalia. Ennusteissamme tälle tasolle ei päästä strategiakaudella 2019-2022. Vuoden 2019 oikaistu liikevoittoennustemme on 47 MEUR (oik. EBIT 8,3 %) ja ensi vuodesta lähtien ennustemme ovat hieman yli 9 %:n tasolla. Tikkurilan johto kommentoi 2019 CMD:llä, ettei 12 %:n liikevoittotavoite tapahdu yhdessä yössä, vaan saavuttaminen voi viedä muutaman vuoden. Yhtiö on saanut pari vuotta kestäneen heikon jakson jälkeen nostettua kannattavuuttaan selvästi, mutta 12 %:n tavoitteeseen on vielä pitkä matka.

Liikevaihtoennusteet



Liikevoittoennusteet



Ennusteet

Ennustamaamme liikevoittomarginaalin nousua tukee se, että heikosti kannattavia toimintoja on viime vuosina divestoitu, tuotantolaitosten määrää on optimoitu (mm. Tanskan ja Venäjän sulkemiset), tuoteportfoliota on yksinkertaistettu, hankintaa on tehostettu ja kiinteiden kulujen tasoa on saatu laskettua. Kaikissa näissä osa-alueissa on kuitenkin vielä tehostamisen varaa, mistä yhtiö pyrkii jatkuvalla parantamisella puristamaan edelleen tehoja irti. Viimeisten prosenttiyksiköiden parantaminen on kuitenkin kaikkein vaikeinta, emmekä odota parin viime vuoden aikana nähdyn suhteellisen tuloskasvun jatkuvan enää tästä eteenpäin läheskään yhtä voimakkaana.

Liikevoittomarginaalin nostamista hankaloittavat hidas ydinmarkkinoiden kasvu, korkealla pysyvät raaka-aineiden hinnat, ammattilaisasiakkaiden suhteellisen osuuden kasvu ja raaka-ainetuottajien sekä asiakkaiden konsolidaatio, mikä on omiaan lisäämään niiden neuvotteluvoimaa Tikkurilaa kohtaan. Mielestämme kannattavuusparannuksen matalat hedelmät on nyt kerätty ja olemme ainakin toistaiseksi skeptisiä yhtiön mahdollisuuksista nostaa liikevoittomarginaali tavoitellulle 12 %:n tasolle strategiakauden 2019-2022 aikana.

Taseen kehittyminen

Tikkurilan tase pääsi parin viime vuoden aikana heikkenemään huonon tuloskehityksen ja avokätisen osingonjaon vuoksi. Omavaraisuusaste oli vuoden 2018 lopussa matalahko 38 % ja nettovelkaantumisaste 57 %. Oma pääoma laski vuosien 2016-2018 aikana heikon tuloskehityksen ja avokätisen osingonjaon vuoksi. Yhtiöllä oli vuoden 2018 lopussa omaa pääomaa per osake 3,4 euroa, kun vielä vuonna 2016 se oli 4,7 euroa. Tikkurila on saanut nyt tuloskunnan käännettä

parempaan suuntaan ja rahavirta on vuonna 2019 on ollut erittäin vahvaa. Taseen tunnusluvut kehittyvät ennusteidemme mukaan positiiviseen suuntaan lähivuosina ja omavaraisuus alkaa lähestyä 50 %:n tasoa vuoteen 2022 mennessä.

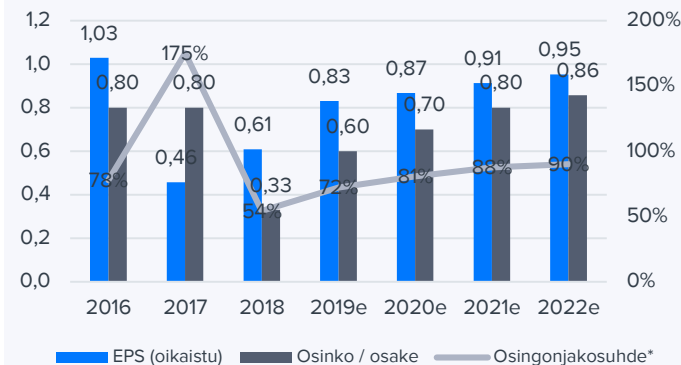
Pääoman tuoton kehittyminen

Yhtiön oman pääoman tuottoluvut laskivat 2017-2018 hyvin matalalle tasolle. Odotamme oman pääoman tuoton (ROE-%) nousevan takaisin 20 %:n paremmalle puolelle lähivuosina. Tämä johtuu selvästi parantuneesta tuloskunnosta, mutta myös merkittävästi parin vuoden aikana pienentyneestä oman pääoman määrästä. Tämä tarkoittaa sitä, että yhtiön on tästä eteenpäin helpompi saavuttaa ”vanhojen hyvien aikojen” tasoisia yli 20 %:n oman pääoman tuottoja entistä matalammalla tulostasolla, sillä oman pääoman määrä laski vuosien 2016-2018 aikana noin 60 MEUR:lla.

Tulevat investoinnit iso kysymysmerkki

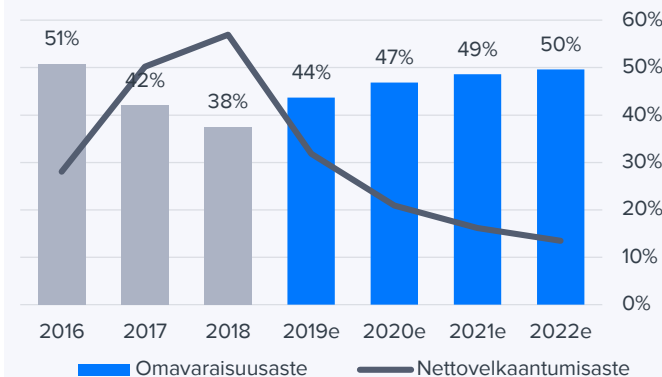
Tikkurila on puhunut mahdollisista tulevaisuuden investointitarpeista liittyen uusiin tuotantolaitoksiin, mutta näistä on tiukunut niukasti tietoja. Yhtiön piti rakentaa uusi tehdas Venäjälle, mutta suunnitelma laitettiin jäihin alkuvuonna 2019. Yhtiö on myös kertonut, että Vantaan tehdasalue on elinkaarensa loppupäässä ja alueelta pitäisi siirtyä 5-10 vuoden sisällä pois. Yhtiö on elänyt investointien osalta ns. säästöliekillä viime vuodet ja ennusteissamme investoinnit nousevat seuraavien vuosien aikana lähemmäs 20 MEUR:n tasoa (2018: 15 MEUR). Keskipitkällä aikavälillä ennusteissamme liittyy epävarmuutta siihen, että millä aikataululla uusi tehdas/tehtaat aiotaan rakentaa, minne ne rakennetaan ja kuinka paljon ne maksavat. Tarve ei kuitenkaan ole yhtiön mukaan akuutti.

EPS* ja osinko

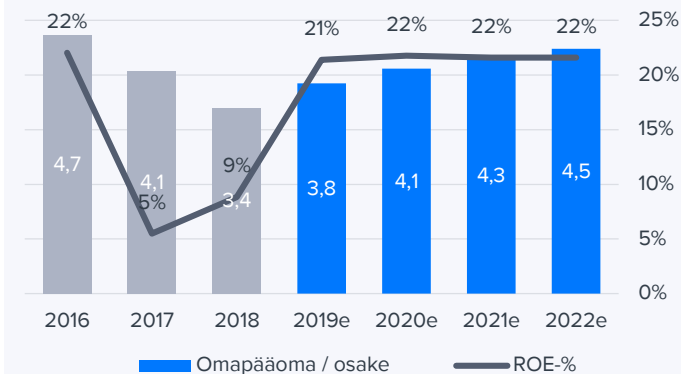


*EPS laskettu ilman vertailukelpoisuuteen vaikuttavia eriä

Taseen avainlukujen kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



Arvonmääritys ja suositus

Markkina-arvo 652 MEUR

Tikkurilan markkina-arvo nykyisellä 14,8 euron osakekurssilla on 652 MEUR. Yhtiön markkina-arvo on vaihdellut pörssitaipaleen aikana (2010-2019) välillä 550-900 MEUR. Viime vuosina nähdyt heikot suoritukset ja avokätinen osingonjako ovat laskeneet markkina-arvon lähelle kaikkien aikojen alinta tasoa.

Tulospohjainen arvostus

Tikkurilan oikaistu liikevoitto paranee arviomme mukaan tänä vuonna noin 21 % edellisvuodesta ja on 47 MEUR (EBIT 8,3 %). Vuonna 2020 odotamme oikaistun liikevoiton kasvavan 11 % tästä vuodesta. Kertaluonteisista eristä oikaistut EPS-ennusteemme vuosille 2019 ja 2020 ovat 0,83 euroa ja 0,87 euroa (2018: 0,61 euroa). Vuosien 2019 ja 2020 P/E-luvut ovat ennusteillamme 18x ja 17x. Vastaavien vuosien EV/EBITDA-kertoimet ovat 10x ja 9x. Molemmat arvostuskertoimet ovat lähellä Tikkurilan pitkän aikavälin keskiarvoja ja mielestämme ne ovat ennustamaamme kasvu- ja kannattavuusprofiiliin nähden neutraalilla tasolla/hieman koholla.

Tasepohjainen arvostus

Tikkurilan oma pääoma oli Q3'19 lopussa 177 MEUR eli 4,0 euroa per osake. Oman pääoman tasearvon ja markkina-arvon suhdetta kuvaava P/B-luku on vuosien 2019 ja 2020 ennusteillamme 3,8x ja 3,6x. Jos katsotaan yhtiön historiallista noin 20 %:n tasolla pysynyttä oman pääoman tuottoastetta (ROE-%), ei tasepohjainen arvostus ole erityisen korkea. Jos kuitenkin kävisi niin, että 2017-2018 aikana nähdyt alle 10 %:n oman pääoman tuotot toteutuisivat myös tulevaisuudessa, olisi näin korkealla tasepohjaisella arvostuksella merkittävästi painetta joustaa alaspäin. Yhtiön sidotun pääoman (ROCE) tuottotavoite on

pitkällä aikavälillä yli 20 % ja meidän ennusteillamme yhtiön oman pääoman tuotto (ROE) nousee jo lähivuosina 2020-2022 takaisin noin 20 %:n tasolle, mihin peilattuna P/B-arvostus ei ole erityisen korkea.

Liikevaihtopohjainen arvostus

Tikkurilan liikevaihtopohjaiset EV/S-kertoimet ovat lähivuosien ennusteillamme 1,3x ja 1,2x. Tikkurilan osaketta on historiallisesti arvostettu lähelle EV/S 1x kerrointa (tai hieman yläpuolelle), joten myös tämän arvostusmittarin osalta yhtiön arvostus on linjassa historialliseen tasoon nähden.

Osinkopohjainen arvostus

Tikkurila on perinteisesti tunnettu hyvänä osingonmaksajana ja osakekurssille on vaikeina aikoina haettu tukea korkeasta osinkotuotosta. Viime vuosina tulos on kuitenkin notkahtanut ja yhtiö joutui leikkaamaan vuoden 2018 tuloksesta maksettua osinkoa merkittävästi edellisvuodesta 0,33 euroon (2017: 0,80 euroa). Tikkurila on jakanut viime vuosina osinkona koko tuloksen tai jopa enemmän (osingonjakosuhte 2017: 330 % ja 2018: 100 %). Näin korkea osingonjakosuhte ei kuitenkaan ole mahdollista pitkässä juoksussa.

Tikkurilan tuloskunto on vuoden 2019 aikana parantunut selvästi ja odotamme viime vuosina tehtyjen tehostamistoimenpiteiden avulla kannattavuuden pysyvän nousutrendillä lähivuosina. Vuosien 2019-2020 ennusteissamme Tikkurilan osinko nousee merkittävästi edellisvuodesta (2019e: 0,60 euroa ja 2020e: 0,70 euroa). Osingonjakosuhte asettuu ennusteillamme noin 80 %:n tasolle. Ennusteidemme mukaiset osinkotuotot lähivuosille ovat 4,1 % ja 4,7 %, mikä on nykyisessä markkinaympäristössä kohtalaisen hyvä taso.

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	14,8	14,8	14,8
Osakemäärä, milj. kpl	44,1	44,1	44,1
Markkina-arvo	652	652	652
Yritysarvo (EV)	706	690	683
P/E (oik.)	17,8	17,0	16,1
P/E	19,0	17,0	16,1
P/Kassavirta	14,0	14,4	16,3
P/B	3,8	3,6	3,4
P/S	1,2	1,1	1,1
EV/Liikevaihto	1,3	1,2	1,2
EV/EBITDA (oik.)	10,3	9,3	9,3
EV/EBIT (oik.)	15,0	13,3	12,6
Osinko/tulos (%)	77,4 %	80,8 %	87,1 %
Osinkotuotto-%	4,1 %	4,7 %	5,4 %

Lähde: Inderes

Markkina-arvon suhde nettotulosennusteeseen



Lähde: Bloomberg

Arvonmääritys ja suositus

Arvostus verrokkiryhmään nähden

Tikkurilan arvostuksen arvioimiseen on tarjolla melko hyvä kansainvälinen verrokkiryhmä, sillä maalialan toimijoita on runsaasti listattuna eri maiden pörssiin. Käytämme Tikkurilan verrokkiryhmässä useita suurimpia toimijoita (PPG, Sherwin-Williams, AkzoNobel, RPM, Axalta ja BASF), joista useat toimivat Tikkurilan kanssa samoilla maantieteellisillä alueilla. Verrokkiryhmässä on hyvä tiedostaa, että mm. AkzoNobel ja BASF ovat monialakonserneja, joissa maalit ovat vain yksi osa. Verrokkiryhmän toimijoista kaikki ovat selvästi Tikkurilaa suurempia (liikevaihdot useita miljardeja) ja lähes kaikki ovat myös Tikkurilaa kannattavampia. Niillä on myös laajemmat tuoteportfoliot ja suurimmat toimijat harjoittavat liiketoimintaa yli 100 maassa, kun Tikkurilan liikevaihdosta 80 % tulee neljästä maasta. Tikkurilan selvästi verrokkiryhmää pienempi koko, heikompi kasvu- ja kannattavuusprofiili ja suppealle maantieteelliselle alueelle keskittynyt toiminta ovat mielestämme tekijöitä, joiden pitäisi näkyä myös verrokkiryhmää matalampana arvostuksena.

Tulospohjaisessa arvostuksessa 20-30 %:n alennus verrokkiryhmään

Käyttämämme verrokkiryhmän EV/EBIT-kertoimien mediaanitasot vuosille 2019 ja 2020 ovat 19x ja 16x. Tikkurilan vastaavat kertoimet 15x ja 13x tarkoittavat noin 20 %:n alennusta verrokkiryhmään. Verrokkiryhmän EV/EBITDA-kertoimien mediaanitasot vuosille 2019 ja 2020 ovat 14x ja 13x. Tikkurilan vastaavat kertoimet 10x ja 9x tarkoittavat noin 30 %:n alennusta verrokkiryhmään. Verrokkiryhmän P/E-kertoimien mediaanitasot vuosille 2019 ja 2020 ovat 24x ja 21x. Tikkurilan vastaavat kertoimet 17x ja 16x tarkoittavat noin 20-30

%:n alennusta verrokkiryhmään.

Liikevaihtopohjaisessa arvostuksessa 45 %:n alennus verrokkiryhmään

Verrokkiryhmän 2019 ja 2020 EV/S-kertoimien mediaanit ovat 2,2x. Tikkurilan vastaavat kertoimet 1,3x ja 1,2x tarkoittavat noin 45 %:n alennusta verrokkiryhmään. Liikevaihtopohjaisen arvostuksen suuri alennus heijastelee Tikkurilan heikkoa kasvu- ja kannattavuusprofiilia suhteessa verrokkiryhmään. Hyvästä kasvusta ja korkeasta kannattavuudesta ollaan valmiita maksamaan korkeita EV/S-kertoimia ja Tikkurilan jääminen molemmilla osa-alueilla verrokkiryhmän keskiarvon alapuolelle rokotaa yhtiötä tässä kertoimessa molemmista suunnista.

Osinkotuotot ovat yli kaksinkertaiset verrokkiryhmään nähden

Verrokkiryhmän osinkotuotot vuosille 2019 ja 2020 ovat 1,8 % ja 1,9 %. Tikkurilan osinkotuotot vastaaville vuosille ovat 4,1 % ja 4,7 %. Tikkurilan osinkotuotot ovat noin 130-150 % verrokkiryhmän yläpuolella.

DCF-arvonmääritys

Kassavirtoihin perustuva DCF-mallimme antaa Tikkurilan oman pääoman arvoksi 662 MEUR (15,0 euroa/osake). Tämä tarkoittaa 2 %:n nousuvaraa nykyiseen osakekurssiin (14,8 euroa). Tasaisen kasvun, kannattavuuden ja kassavirtojen takia DCF-malli on mielestämme Tikkurilalle relevantti työkalu.

DCF-mallissamme liikevaihdon kasvuennuste on keskimäärin 2 % koko ennustejakson (2020-2027e) ajan ja liikevoittomarginaali on 9-10 %. Lähivuosien ennusteissamme vuotuiset investoinnit ovat hieman alle 20 MEUR ja pidemmällä aikavälillä noin 3 % liikevaihdosta. Käyttöpääoma on ennusteissamme

14-15 % liikevaihdosta. Terminaaliennusteissamme liikevaihdon kasvu on 2 % ja EBIT-marginaali 9,0 %. Mallissa käyttämämme pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) on 7,5 % ja terminaaliarvon painoarvo kassavirroista on 57 %.

Tavoitehintaja suositus

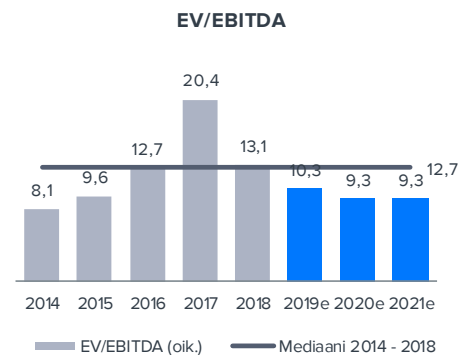
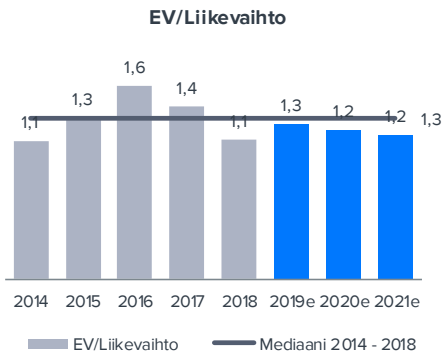
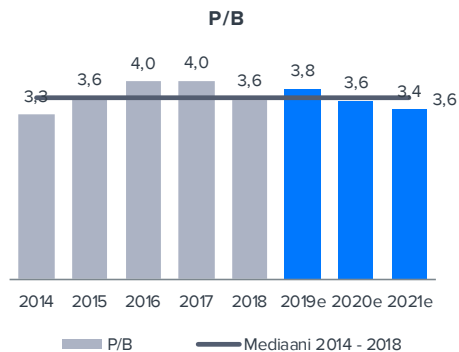
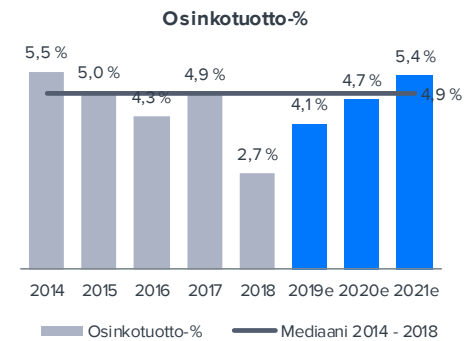
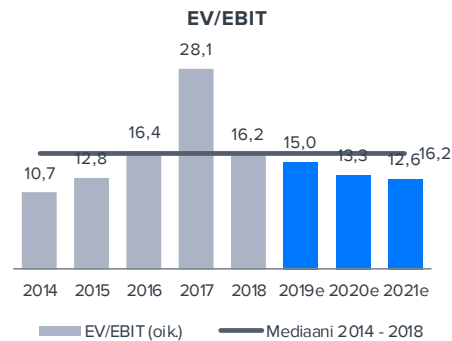
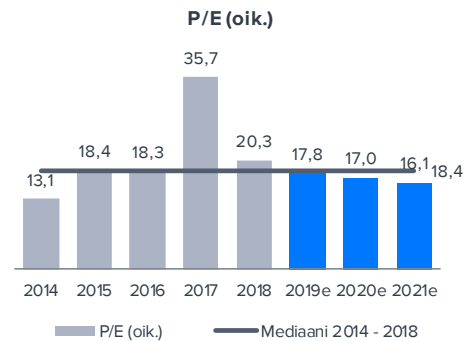
Asetamme Tikkurilan tavoitehinnan 15,0 euroon ja annamme osakkeelle vähennä-suosituksen. Osakkeelle positiivisia ajureita ovat lähivuosien tuloskasvu ja hyvä/vakaasti kasvava osinkotuotto. Näemme kuitenkin nykyisissä tulospohjaisissa arvostuskertoimissa lievää laskuvaraa, mikä käytännössä kumoaa lähivuosille ennustamamme tuloskasvun täysin. Tästä syystä osakkeen tuotto-odotus ei mielestämme ole riittävän korkea positiivisella puolella pysymiseen, vaikka yhtiön liiketoiminta eteenkin mielestämme hyvään suuntaan. Ennusteissamme on merkittävää turvamarginaalia etenkin kannattavuuden osalta, joten näemme niissä vielä selvää nousuvaraa, jos yhtiö saavuttaa taloudelliset tavoitteensa. Olemme liikevoittoennusteissamme selvästi yhtiön omien tavoitteiden alapuolella (Tikkurilan pitkän aikavälin tavoite EBIT > 12 %; Inderes ennuste 9-10 %).

Markkinajohtajan asema ja tunnetuimmat brändit Tikkurilan ydinmarkkinoilla tarjoavat hyvät lähtökohdat kannattavalle kasvuille, mutta 2016-2018 aikana nähty heikko liikevaihdon kehitys ja tulostason romahdus ovat heikentäneet luottamusta yhtiön kilpailukykyyn. Tästä johtuen Tikkurilalla on vielä runsaasti todistettavaa, että yhtiö pystyy saavuttamaan pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet. Tämän todistamisen jälkeen yhtiölle voitaisiin hyväksyä korkeammat tulosennusteet ja lähemmäs verrokkiryhmää asettuvat arvostuskertoimet.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	14,5	16,1	18,8	16,3	12,3	14,8	14,8	14,8	14,8
Osakemäärä, milj. kpl	44,0	44,1	44,1	44,1	44,1	44,1	44,1	44,1	44,1
Markkina-arvo	638	711	830	719	544	652	652	652	652
Yritysarvo (EV)	685	757	888	809	630	706	690	683	679
P/E (oik.)	13,1	18,4	18,3	35,7	20,3	17,8	17,0	16,1	15,4
P/E	13,2	17,1	18,7	67,5	37,4	19,0	17,0	16,1	15,4
P/Kassavirta	9,9	15,0	55,1	42,4	10,4	14,0	14,4	16,3	15,7
P/B	3,3	3,6	4,0	4,0	3,6	3,8	3,6	3,4	3,3
P/S	1,0	1,2	1,5	1,2	1,0	1,2	1,1	1,1	1,1
EV/Liikevaihto	1,1	1,3	1,6	1,4	1,1	1,3	1,2	1,2	1,1
EV/EBITDA (oik.)	8,1	9,6	12,7	20,4	13,1	10,3	9,3	9,3	9,0
EV/EBIT (oik.)	10,7	12,8	16,4	28,1	16,2	15,0	13,3	12,6	12,1
Osinko/tulos (%)	73,0 %	85,0 %	79,4 %	331,3 %	100,0 %	77,4 %	80,8 %	87,1 %	90,0 %
Osinkotuotto-%	5,5 %	5,0 %	4,3 %	4,9 %	2,7 %	4,1 %	4,7 %	5,4 %	5,8 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
PPG Industries Inc	132,47	28279	31997	17,3	16,0	13,9	12,9	2,4	2,3	21,3	19,4	1,5	1,6	5,9
Sherwin-Williams Co	578,17	48011	55836	22,4	19,9	19,9	17,8	3,5	3,3	27,3	23,9	0,8	0,9	13,0
RPM International Inc	75,14	8759	10906	22,0	17,7	17,6	14,6	2,2	2,1	29,3	22,2	1,8	1,9	6,4
Akzo Nobel NV	90,02	18372	19175	19,5	16,4	14,4	12,7	2,1	2,0	29,3	22,1	2,2	2,4	2,9
BASF SE	67,18	63106	81928	17,5	14,5	9,8	8,8	1,3	1,3	17,6	15,4	4,7	4,8	1,7
Axalta Coating Systems Ltd	30,39	6394	9177	14,9	14,2	10,8	10,2	2,3	2,2	16,7	15,6			5,2
Tikkurila (Inderes)	14,78	652	706	15,0	13,3	10,3	9,3	1,3	1,2	17,8	17,0	4,1	4,7	3,8
Keskiarvo				19,0	16,4	14,4	12,8	2,3	2,2	23,6	19,8	2,2	2,3	5,8
Mediaani				18,5	16,2	14,2	12,8	2,2	2,2	24,3	20,7	1,8	1,9	5,5
Erotus-% vrt. mediaani				-19 %	-18 %	-27 %	-28 %	-44 %	-45 %	-27 %	-18 %	128 %	149 %	-31 %

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

DCF-laskelma

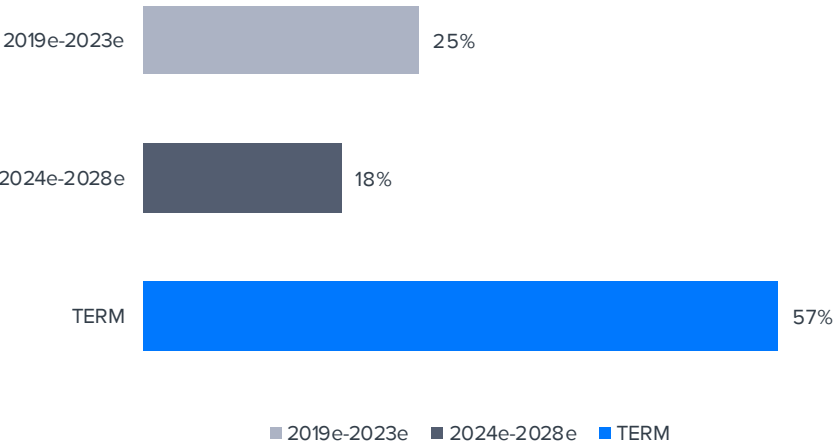
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	26,5	44,7	52,0	54,1	56,1	57,9	59,1	60,2	60,8	60,0	61,2	
+ Kokonaispoistot	21,6	23,6	22,4	19,4	19,4	18,9	18,3	18,2	18,2	17,6	17,5	
- Maksetut verot	-7,5	-9,6	-10,2	-10,8	-11,2	-11,6	-11,9	-12,2	-12,3	-12,2	-12,4	
- verot rahoituskuluista	-1,8	-0,2	-0,8	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	
+ 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	19,3	4,5	-1,9	-2,0	-2,1	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	-1,9	-2,0	
Operatiivinen kassavirta	58,1	63,0	61,6	60,1	61,7	62,9	63,1	64,0	64,3	63,0	63,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttonoinvestoinnit	-5,0	-16,3	-16,2	-20,0	-20,1	-19,3	-18,6	-18,6	-18,5	-17,9	-19,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	52,2	46,7	45,4	40,1	41,6	43,6	44,5	45,4	45,8	45,2	44,8	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	52,2	46,7	45,4	40,1	41,6	43,6	44,5	45,4	45,8	45,2	44,8	835
Diskontattu vapaa kassavirta		46,6	42,1	34,6	33,4	32,6	31,0	29,4	27,6	25,3	23,3	436
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		762	715	673	638	605	572	541	512	484	459	436
Velaton arvo DCF		762										
- Korolliset velat		-121,0										
+ Rahavarat		35,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-14,6										
Oman pääoman arvo DCF		662										
Oman pääoman arvo DCF per osake		15,0										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,5 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Sijoitusprofiili



1.

Markkinajohtajan asema ja tunnetuimmat brändit lähes kaikissa toimintamaissa tarjoavat hyvät lähtökohdat toiminnalle

2.

Vahva tase ja kassavirta sekä korkeat pääoman tuotot ja liikevoittomarginaalit mahdollistavat hyvän osingonjaon

3.

Hitaasti, mutta vakaasti kehittyvät ydinmarkkinat pitävät toimintaympäristön kohtuullisen rauhallisena

4.

Parin vaikean viime vuoden jälkeen toiminta on saatu vakautettua ison tehostamisohjelman avulla

5.

Korkeat raaka-ainehinnat, toimittajien ja asiakkaiden ammattimaistuminen sekä konsolidaatio voivat luoda haasteita kannattavuudelle tulevaisuudessa

Potentiaali

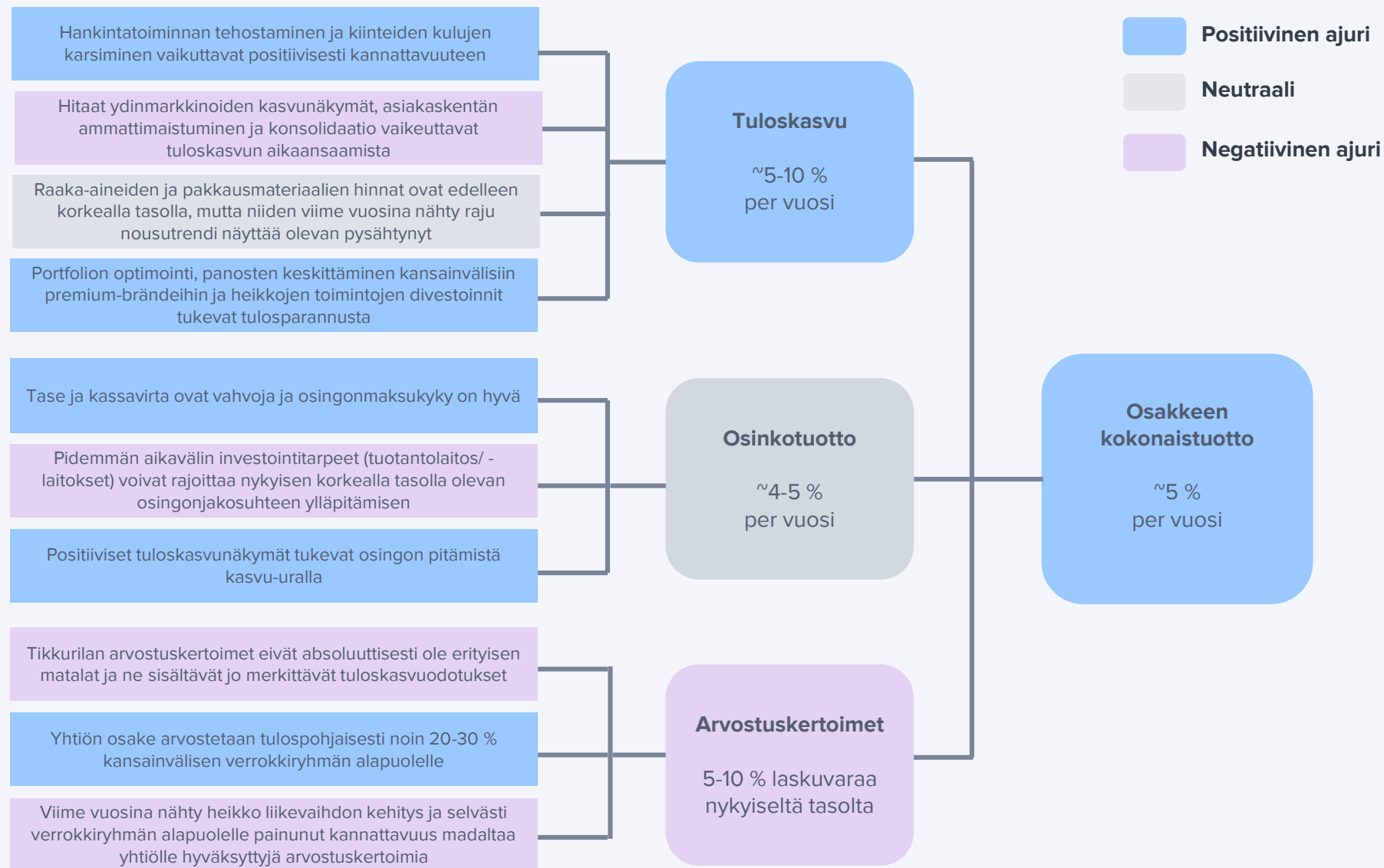
- Markkinajohtajan asema ja tunnetuimmat brändit antavat yhtiön toiminnalle hyvät lähtökohdat ja hinnoitteluvoimaa
- Venäjän ja Puolan markkinoiden hyvät kasvunäkymät ovat yhtiön tulevaisuuden kannalta tärkeä ajuri
- Tuoteportfolion optimointi ja keskittyminen yhtiön kansainvälisiin premium-brändeihin tuo tehokkuutta
- Parin vaikean vuoden jälkeen kannattavuus ja kassavirta on saatu nostettua hyvälle tasolle ja yhtiöllä on taas liikkumavaraa panostaa paremmin kasvuun
- Hankinnan tehostamisessa, kiinteissä kuluissa ja operaatioiden tehostamisessa on vielä ulosmitattavaa kannattavuusparannusta jäljellä

Riskit



- Raaka-ainehinnat ovat edelleen korkealla tasolla ja toimittajien konsolidaatio voi luoda volatilitteettia myös tulevaisuudessa
- Hitaasti kasvavat ydinmarkkinat voivat luoda painetta koko toimialan kilpailutilanteelle ja siten myös kannattavuudelle
- Tikkurilan asiakaskunnan ammattimaistuminen ja konsolidaatio voi luoda painetta yhtiön hinnoitteluvoimalle
- Yhtiö on jo pitkään selvittänyt uuden tehtaan/tehtaiden rakentamista, sillä iäkkäät laitokset vaativat uudistamista ja/tai uudelleensijoittautumista. Tämä voi olla iso, kallis ja aikaa vievä projekti, ja siitä on tihkunut hyvin vähän tietoa markkinoille

Osaketuoton ajurit 2019e-2021e



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	582	130	174	152	106	562	129	170	157	108	564	577	590	604
SBU WEST	380	100	115	97,7	67,9	381	97,2	108	97,3	68,6	371	377	385	393
SBU EAST	203	29,6	58,7	54,4	37,6	180	32,0	62,2	59,7	39,5	193	199	205	211
Muut	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	0,0
Käyttökate	39,7	4,4	25,6	19,4	-1,2	48,1	13,4	27,8	28,5	-1,4	68,3	74,4	73,5	75,5
Poistot ja arvonalennukset	-20,4	-4,4	-4,4	-5,4	-7,4	-21,6	-5,5	-6,6	-6,0	-5,5	-23,6	-22,4	-19,4	-19,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	28,8	3,6	21,5	19,2	-5,5	38,8	8,2	23,2	22,6	-6,9	47,1	52,0	54,1	56,1
Liikevoitto	19,3	0,0	21,2	14,0	-8,6	26,5	7,9	21,2	22,5	-6,9	44,7	52,0	54,1	56,1
SBU WEST	16,2	7,3	16,2	14,2	-3,3	34,5	10,6	14,8	12,8	-5,8	32,4	36,1	37,3	38,5
SBU EAST	8,2	-2,7	6,8	5,7	0,0	9,9	-0,7	9,8	11,2	0,2	20,5	20,9	21,7	22,6
Muut	-5,1	-1,0	-1,5	-0,8	-2,3	-5,6	-1,7	-1,4	-1,4	-1,3	-5,8	-5,0	-5,0	-5,0
Nettorahoituskulut	-2,9	-1,3	-1,8	-1,4	-1,3	-5,8	1,8	-0,4	-1,2	-1,2	-1,0	-3,6	-2,8	-2,6
Tulos ennen veroja	16,6	-1,2	19,5	12,7	-9,9	21,0	9,8	20,9	21,3	-8,1	43,8	48,4	51,3	53,5
Verot	-6,0	-0,8	-4,1	-3,1	1,5	-6,5	-2,4	-4,7	-4,2	1,7	-9,6	-10,2	-10,8	-11,2
Nettotulos	10,7	-2,0	15,4	9,6	-8,4	14,6	7,4	16,1	17,1	-6,4	34,2	38,2	40,5	42,2
EPS (oikaistu)	0,46	0,04	0,36	0,34	-0,12	0,61	0,17	0,41	0,39	-0,15	0,83	0,87	0,92	0,96
EPS (raportoitu)	0,24	-0,05	0,35	0,22	-0,19	0,33	0,17	0,37	0,39	-0,15	0,78	0,87	0,92	0,96

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	1,8 %	-5,1 %	-5,1 %	-4,9 %	3,2 %	-3,6 %	-0,7 %	-2,3 %	3,2 %	2,4 %	0,4 %	2,2 %	2,3 %	2,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-46,6 %	-30,6 %	7,7 %	-12,4 %	-69,7 %	34,6 %	127,1 %	7,7 %	17,8 %	25,2 %	21,3 %	10,5 %	4,0 %	3,7 %
Käyttökate-%	6,8 %	3,4 %	14,7 %	12,7 %	-1,2 %	8,6 %	10,4 %	16,4 %	18,1 %	-1,3 %	12,1 %	12,9 %	12,4 %	12,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,9 %	2,8 %	12,4 %	12,6 %	-5,2 %	6,9 %	6,3 %	13,7 %	14,4 %	-6,4 %	8,3 %	9,0 %	9,2 %	9,3 %
Nettotulos-%	1,8 %	-1,5 %	8,8 %	6,3 %	-7,9 %	2,6 %	5,7 %	9,5 %	10,9 %	-5,9 %	6,1 %	6,6 %	6,9 %	7,0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	197	180	172	166	167
Liikearvo	72,0	69,8	69,8	69,8	69,8
Aineettomat hyödykkeet	26,5	21,0	22,6	23,1	23,6
Käyttöomaisuus	81,2	70,9	62,0	55,4	55,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Muut sijoitukset	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Muut pitkäaikaiset varat	7,5	8,9	8,9	8,9	8,9
Laskennalliset verosaamiset	8,2	8,1	8,1	8,1	8,1
Vaihtuvat vastaavat	231	220	216	221	226
Vaihto-omaisuus	96,0	78,8	76,1	77,8	79,7
Muut lyhytaikaiset varat	10,0	2,6	0,7	0,7	0,7
Myyntisaamiset	108	103	104	106	109
Likvidit varat	17,0	35,5	35,7	36,5	37,3
Taseen loppusumma	428	400	389	387	393

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	180	150	170	182	191
Osakepääoma	35,0	35,0	35,0	35,0	35,0
Kertyneet voittovarot	144	121	141	153	162
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-39,3	-46,0	-46,0	-46,0	-46,0
Muu oma pääoma	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	82,8	80,7	96,4	84,2	79,3
Laskennalliset verovelat	5,0	3,9	3,9	3,9	3,9
Varaukset	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
Lainat rahoituslaitoksilta	50,1	50,0	65,7	53,5	48,6
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	27,2	26,2	26,2	26,2	26,2
Lyhytaikaiset velat	165	169	123	122	123
Lainat rahoituslaitoksilta	57,0	71,0	23,9	20,9	19,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	107	96,0	96,4	98,6	101
Muut lyhytaikaiset velat	1,6	2,2	2,2	2,2	2,2
Taseen loppusumma	428	400	389	387	393

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	572,0	582,4	561,5	563,9	576,6
Käyttökate	69,8	39,7	48,1	68,3	74,4
Liikevoitto	53,1	19,3	26,5	44,7	52,0
Voitto ennen veroja	57,4	16,6	21,0	43,8	48,4
Nettovoitto	44,5	10,7	14,6	34,2	38,2
Kertaluontoiset erät	-0,9	-9,5	-12,3	-2,4	0,0

Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	410,3	427,7	400,0	388,7	387,4
Oma pääoma	208,6	179,5	150,1	169,8	181,5
Liikearvo	72,3	72,0	69,8	69,8	69,8
Nettovelat	58,5	90,1	85,5	54,0	37,9

Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e
Käyttökate	69,8	39,7	48,1	68,3	74,4
Nettokäyttöpääoman muutos	-10,5	-13,2	19,3	4,5	-1,9
Operatiivinen kassavirta	46,0	17,8	58,1	63,0	61,6
Investoinnit	-30,7	-9,6	-5,0	-16,3	-16,2
Vapaa kassavirta	15,1	16,9	52,2	46,7	45,4

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Oras Invest Oy	18,1 %
Fidelity Investments	8,8 %
Marathon Asset Management Ltd	7,2 %
Lannebo Fonder	5,8 %
Varma Mutual Pension Insurance Company	5,7 %
Bestinver Gestion SGIIC	5,6 %
Lähde: Inderes	

Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
EPS (raportoitu)	1,01	0,24	0,33	0,78	0,87
EPS (oikaistu)	1,03	0,46	0,61	0,83	0,87
Operat. kassavirta / osake	1,04	0,40	1,32	1,43	1,40
Vapaa kassavirta / osake	0,34	0,38	1,18	1,06	1,03
Omapääoma / osake	4,73	4,07	3,40	3,85	4,12
Osinko / osake	0,80	0,80	0,33	0,60	0,70

Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	-2 %	2 %	-4 %	0 %	2 %
Käyttökateen kasvu-%	-12 %	-43 %	21 %	42 %	9 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-8 %	-47 %	35 %	21 %	10 %
EPS oik. kasvu-%	17 %	-56 %	33 %	36 %	4 %
Käyttökate-%	12,2 %	6,8 %	8,6 %	12,1 %	12,9 %
Oik. Liikevoitto-%	9,4 %	4,9 %	6,9 %	8,3 %	9,0 %
Liikevoitto-%	9,3 %	3,3 %	4,7 %	7,9 %	9,0 %
ROE-%	22,0 %	5,5 %	8,8 %	21,4 %	21,8 %
ROI-%	19,7 %	6,8 %	9,6 %	16,9 %	20,2 %
Omavaraisuusaste	50,8 %	42,0 %	37,5 %	43,7 %	46,9 %
Nettovelkaantumisaste	28,1 %	50,2 %	57,0 %	31,8 %	20,9 %

Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
EV/ Liikevaihto	1,6	1,4	1,1	1,3	1,2
EV/ EBITDA (oik.)	12,7	20,4	13,1	10,3	9,3
EV/ EBIT (oik.)	16,4	28,1	16,2	15,0	13,3
P/E (oik.)	18,3	35,7	20,3	17,8	17,0
P/B	4,0	4,0	3,6	3,8	3,6
Osinkotuotto-%	4,3 %	4,9 %	2,7 %	4,1 %	4,7 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa 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 suosituskin 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät 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:

Osta >15 %

Lisää 5-15 %

Vähennä -5-5 %

Myy < -5 %

Inderesin tutkimusta laatiineilla analytikoilla 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 laatiineen analytikon 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, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
17.1.2018	Vähennä	16,00 €	16,90 €
14.2.2018	Vähennä	15,50 €	16,56 €
26.4.2018	Vähennä	15,00 €	15,72 €
4.8.2018	Vähennä	15,00 €	15,54 €
26.10.2018	Vähennä	12,50 €	12,44 €
12.2.2019	Vähennä	12,50 €	12,32 €
25.4.2019	Vähennä	14,50 €	15,40 €
6.6.2019	Vähennä	14,50 €	14,46 €
8.8.2019	Vähennä	13,50 €	13,66 €
29.10.2019	Lisää	14,50 €	13,62 €
17.12.2019	Vähennä	15,00 €	14,78 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia.

Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



**THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER**



**2012, 2016, 2017, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**