

SSH

Yhtiöpäivitys

18/4/2019

- Toistamme SSH:n myy-suosituksen ja 1,1 euron tavoitehinnan vaisun Q1-raportin jälkeen.
- Heikko liikevaihto Q1:llä menee osin lisenssikauppojen rajun kvartaaliheilunnan piikkiin, mutta se samalla kasaa paineita loppuvuodelle, jotta yhtiön ohjelmistoliiketoiminnan vuoden 2019 kasvuohjeistus (>10 %) kestää.
- Osakkeen arvostus (2019e EV/S: 2,9x) näyttää korkealta suhteessa lähivuosien kasvu- ja kannattavuusnäkyymiin.

Heikko kvartaali kasaa kasvupaineet loppuvuodelle

Toistamme SSH:n myy-suosituksen ja 1,1 euron tavoitehintamme. Heikko liikevaihto Q1:llä menee osin lisenssi kauppojen rajun kvartaaliheilunna piikkiin, mutta se samalla kasaa paineita loppuvuodelle, jotta yhtiön ohjelmistoliiketoiminnan vuoden 2019 kasvuohjeistus (>10 %) kestää. Osakkeen arvostus (2019e EV/S: 2,9x) näyttää yhä korkealta suhteessa lähivuosien kasvu- ja kannattavuusnäkömyihin. Maaliskuussa julkaistu edelleen ajankohtainen SSH:n seurannan aloitus -raporttimme on luettavissa [täältä](#).

Lisenssimyynti oli pettymys Q1:llä, näkymät ennallaan

SSH:n Q1-liikevaihto laski 45 % 2,7 MEUR:oon, kun odotimme 22 %:n laskua kertaluonteisten patenttitulojen (1 MEUR) tukemaan vertailukauteen nähden. Jatkuvat ylläpitotuotot (2,1 MEUR) pysyivät vakaana, mutta lisenssimyynti (0,5 MEUR) jäi selvästi odotuksista ja vertailukaudesta (Q1'18: 1,8 MEUR) UKM-tuotteen kauppojen ajoituksista johtuen. SSH:n kvartaalitason liikevaihdon kehitys on vielä herkkä yksittäisille UKM-lisenssi kaupoille. Yhtiö toisti ohjeistuksensa, jonka mukaan se tavoittelee yli 10 %:n kasvua ohjelmistoliiketoiminnassaan, mikä vastaa vähintään 17,1 MEUR:n liikevaihtoa tänä vuonna. Yhtiö vaikutti hyvin luottavaiselta UKM-tuotteen loppuvuoden tilauksista hyvän myynnin hankekannan ansiosta, ja tämän pitää heijastua loppuvuodesta ohjelmistoliiketoiminnan kasvuna.

Tulos heikkeni odotuksia enemmän alhaisemman liikevaihdon vuoksi

Liikevoitto oli Q1:llä -1,3 MEUR (Q1'18: 0,1 MEUR) alittaan -0,6 MEUR:n ennusteemme pääosin odotuksia pienemmän liikevaihdon vuoksi. Patenttitoikedenkäyntien päätyttyä ja hallinnon kulusäästöjen ansiosta yhtiön operatiiviset kulut laskivat 0,6 MEUR:lla vuodentakaisesta. Yhtiöllä on nyt hyvä näkyvyys kustannusrakenteeseensa ja tämä mahdollistaa kasvupanostusten suhteuttamisen liikevaihdon kehityksen mukaan. SSH:n uusiin tuotteisiin (PrivX ja NQX) nojaava kasvustrategia vaatii arviomme mukaan vielä merkittäviä tuotekehitys- ja myyntipanostuksia ja näistä johtuen odotamme yhtiön kannattavuuden jäävän lähivuosina vielä vaatimattomalle tasolle.

Uusien tuotteiden osalta katseet jo tuleviin vuosiin

Q1-raportti vahvisti sitä, että UKM-tuote on vetovastuussa ohjelmistoliiketoiminnan kasvun kannalta tänä vuonna ja uusien tuotteiden (PrivX ja NQX) kaupallistamisessa ollaan vielä varhaisessa vaiheessa. PrivX on keskipitkän aikavälin kasvun kannalta keskeinen tuote, jonka päälle SSH rakentaa kokonaisratkaisua pilviaikakauden pääsynhallintaan. Alustavasti PrivX:lle näyttää olevan kaupallista kysyntää ja aktiivisia myyntineuvottelujia on käynnissä yli 100 potentiaalisen asiakkaan kanssa. Käsityksemme mukaan tyypilliset PrivX-tilaukset ovat vuositasolla joitakin kymmeniä tuhansia euroja, joten suuria asiakkuuksia tarvitaan melko paljon, jotta ne alkavat näkyä yhtiön kasvussa. SSH jatkaa myös myyntipartnerikanavansa kehittämistä tuotteen myyntiin edistämiseksi. NQX-palomuurin laajemmat kaupalliset avaukset odottavat vielä tuotteeseen kehitettävää keskitetyn hallinnan -ominaisuutta. Ominaisuuden arvioidaan valmistuvan H1:n aikana ja sen viranomaissertifointi valmistuu arviolta H2:n aikana. NQX:lle on saatu myös hankittua todistus, mikä mahdollistaa toimimisen puolustusvoimien kanssa. NQX:n osalta merkittävämpää liikevaihtoa on odotettavissa ensi vuodesta alkaen, mutta julkisen sektorin kanssa toimittaessa myös myyntisyklit voivat venyä.

Osake on edelleen kallis

Pidimme ennusteemme käytännössä ennallaan Q1-raportin jälkeen. Odotamme SSH:n liikevaihdon laskevan tänä vuonna patenttilisenssitulojen laskun myötä -5 % 17,4 MEUR:oon ja vuosina 2020-2022 kasvavan noin 14 %:n vauhtia. SSH:ta hinnoitellaan lähivuosien kasvun ja kannattavuuden yhdistelmään nähden korkeilla EV/Liikevaihto-kertoimilla (2019e-2020e: 2,9x-2,6x). Tulospohjaisista kertoimista ei saada arvostukselle tukea lähivuosina. Osakkeeseen aiemmin sisällyntynyt optio merkittävistä patenttituloista ei myöskään anna enää arvostukselle tukea.

Analytytikot



Atte Riikola
+358 44 593 4500
atte.riikola@inderes.fi



Mikael Rautanen
+358 50 346 0321
mikael.rautanen@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Myy

(aik. Myy)



1,10 EUR

(aik. 1,10 EUR)

Osakekurssi: 1,29 EUR

Potentiaali: -14,7 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

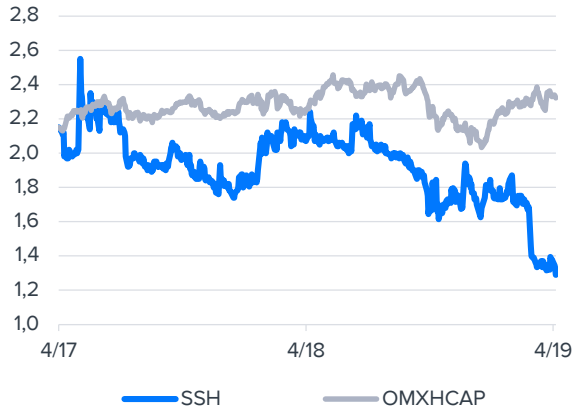
SSH tavoittelee vuonna 2019 yli 10 %:n liikevaihdon kasvua ohjelmistoliiketoiminnassa (lisenssimyynti, palvelumyynti ja jatkuvat tuotot) vertailukelpoisilla valuuttakursseilla.

Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	18,3	17,4	19,8	22,5
kasvu-%	13,0 %	-5,3 %	13,7 %	14,0 %
EBIT oik.	0,5	-0,2	0,2	0,9
EBIT-% oik.	3,0 %	-1,4 %	1,1 %	4,1 %
Nettotulos	0,5	-0,2	0,1	0,5
EPS (oik.)	-0,01	-0,03	0,00	0,01

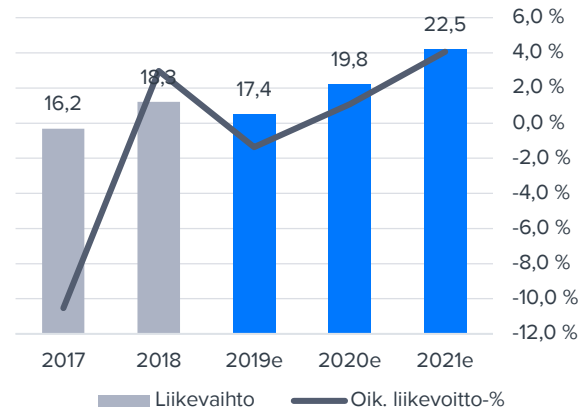
P/E (oik.)	neg.	neg.	>100	>100
P/B	5,0	4,1	>100	58,2
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	>100	neg.	>100	55,1
EV/EBITDA	29,2	29,9	21,5	15,1
EV/Liikevaihto	3,8	2,9	2,6	2,2

Osakekurssi



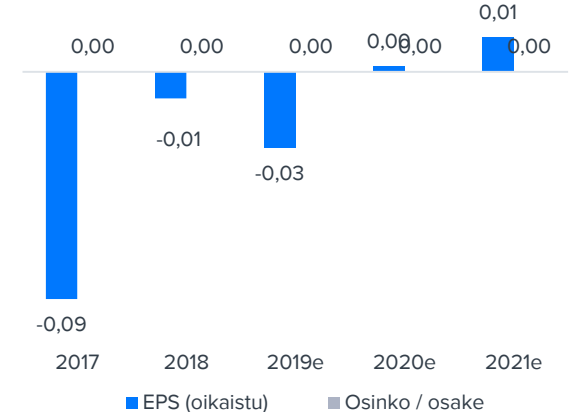
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Perusta laitettu kuntoon kasvuvaihetta varten
- Liikevaihdon kasvu, jossa uudet tuotteet (PrivX ja NQX) kriittisessä roolissa
- Vahvasti kasvava markkina
- Kasvun myötä pitkällä aikavälillä skaalautuva liiketoimintamalli
- Uuden tuotestategian onnistuessa selvää arvonluontipotentiaalia pitkällä aikavälillä

Riskitekijät

- Tulevien vuosien kasvu uusien tuotteiden varassa ja näkyvyys myynnin onnistumiseen vielä heikko
- Kilpailun kiristymisen ja suurten kilpailijoiden huomattavasti suuremmat resurssit
- Liikevaihdon lasku vanhoilla, kypsillä tuotealueilla

Arvostus

- Liikevaihtopohjainen arvostus korkea suhteessa kasvuun ja kannattavuuden yhdistelmään
- Tulos pohjaiset kertoimet eivät anna arvostukselle minkäänlaista tukea
- ”Patenttipremio” ei ole täysin poistunut osakkeen arvosta, vaikka patenttituloja ei ole enää näköpiirissä

Q1-raportti jäi odotuksista

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q1'18	Q1'19	Q1'19e	Q1'19e	Konsensus		Erotus (%)		2019e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes	
Liikevaihto	4,8	2,7	3,8				-29 %		17,4
Liikevoitto (oik.)	0,1	-1,3	-0,6				125 %		-0,2
EPS (raportoitu)	0,00	-0,04	-0,01				227 %		-0,03
Liikevaihdon kasvu-%	56,5 %	-44,8 %	-22,3 %				-22,4 %-yks.		-5,3 %
Liikevoitto-% (oik.)	2,3 %	-47,1 %	-14,9 %				-32,2 %-yks.		-1,4 %

Lähde: Inderes

Toimitusjohtajan Q1-tuloshaastattelu



Ennusteet käytännössä ennallaan Q1-raportin jäljiltä

Kasvupaineet kasaantuvat loppuvuodelle

Pidimme kuluvan vuoden ennustemme käytännössä ennallaan Q1:n liikevaihto- ja tulosalituksesta huolimatta, mikä nostatti odotuksiamme loppuvuoden osalta. Kvartaalitasolla SSH:n ohjelmistoliiketoiminnan liikevaihdon kehitys on vielä hyvin herkkä yksittäisille suuremmille UKM-kaupoille ja tämä tekee kvartaalitason ennustamisesta haastavaa. SSH toisti ohjeistuksensa, jonka mukaan yhtiö tavoittelee yli 10 %:n kasvua ohjelmistoliiketoiminnassaan, mikä vastaa vähintään 17,1 MEUR:n liikevaihtoa tänä vuonna. Laskelmiemme mukaan ohjelmistoliiketoiminnan täytyy kasvaa noin 23 % edellisvuoteen nähden Q2-Q4:llä, jotta ohjeistus täyttyy.

Odotamme ohjelmistoliiketoiminnan kasvavan Q2:lla noin 12 % ja kasvupaineet kasaantuvat ennusteessamme H2:lle (Q3: +47 %, Q4: +20 %).

Ennusteet lyhyesti

Odotamme SSH:n liikevaihdon laskevan tänä vuonna patenttilisenssitulojen (2018: 2,7 MEUR) laskun myötä -5

% 17,4 MEUR:oon ja liikevoiton olevan -0,2 MEUR.

Ohjelmistoliiketoiminnan odotamme kasvavan noin 11 %.

Vuosina 2020-2022 odotamme liikevaihdon kasvavan vuosittain noin 14 %:n vauhtia. Vuonna 2020 odotamme liikevoiton olevan lievästi positiivinen (0,2 MEUR).

Vuosina 2021-2022 kasvu alkaa ennusteessamme heijastua asteittain kannattavuuteen ja liikevoitto-% nousee ennusteessamme 4-7 %:iin.

Näkyvyys SSH:n kasvuun ja kannattavuuteen on tässä vaiheessa hyvin heikko tuleville vuosille ja ennusteisiin liittyy merkittävää epävarmuutta. Näkyvyyttä saadaan asteittain lisää, kun yhtiön uusi tuotestrategia etenee ja PrivX:n ja NQX:n vastaanotosta saadaan merkkejä liikevaihdon lähivuosien kehityksen myötä.

Ennustemuutokset	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	17,5	17,4	0 %	19,8	19,8	0 %	22,5	22,5	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,0	-0,2	473 %	0,2	0,2	-3 %	0,9	0,9	0 %
Liikevoitto	0,0	-0,2	473 %	0,2	0,2	-3 %	0,9	0,9	0 %
Tulos ennen veroja	0,0	-0,2	281 %	0,1	0,1	-7 %	0,7	0,6	-7 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,02	-0,03	20 %	0,00	0,00	-7 %	0,01	0,01	-7 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Arvostus

Osakkeen arvostus on edelleen korkea

SSH:n arvostus ei saa tukea tulospohjaisista arvostuskertoimista, sillä yhtiön strategia vaatii vielä merkittäviä kasvupanostuksia tulevina vuosina, jotta kasvu realisoituisi. Yhtiön liikevaihtopohjainen arvostus (2019e-2020e EV/S: 2,9x-2,6x) on korkea niin absoluuttisesti kuin suhteessa verrokkiyhtiöihin, kun arvostusta peilataan ennustamaamme yhtiön tulevien vuosien kasvun ja kannattavuuden yhdistelmään.

Onnistuessaan PrivX:n ympärille rakentuvassa tuotestrategiassaan, on yhtiössä selkeää arvonluontipotentiaalia. Mielestämme osakkeen nykyinen arvostus kuitenkin jo hinnoittelee merkittävältä osin tätä potentiaalia, vaikka strategia on vielä hyvin alkuvaiheessa ja sen onnistumiseen liittyy merkittäviä riskejä.

SSH:n arvonmääritys on haastavaa johtuen yhtiön kehitysvaiheesta, jonka vuoksi merkittävä osa yhtiön arvosta perustuu kasvuodotuksiin ja liikevaihtokerroin on ainut käyttökelpoinen arvostusmittari. Kun tulokset eivät luo minkäänlaista tukitasoa arvostukselle, on osakkeen arvostus pitkälti kasvuodotusten ja tätä kautta hyväksyttävän liikevaihtokertoimen muutosten varassa, mikä voi aiheuttaa osakkeeseen voimakkaita kurssiliikkeitä.

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	1,29	1,29	1,29
Osakemäärä, milj. kpl	38,8	38,8	38,8
Markkina-arvo	50	50	50
Yritysarvo (EV)	50	51	50
P/E (oik.)	neg.	>100	>100
P/E	neg.	>100	>100
P/Kassavirta	neg.	neg.	72,2
P/B	4,1	>100	58,2
P/S	2,9	2,5	2,2
EV/Liikevaihto	2,9	2,6	2,2
EV/EBITDA (oik.)	29,9	21,5	15,1
EV/EBIT (oik.)	neg.	>100	55,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

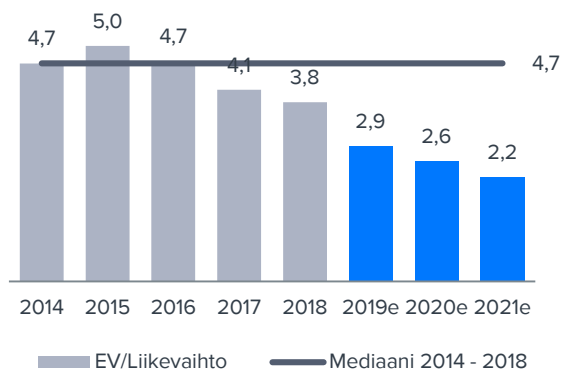
Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	2,51	3,02	1,94	1,77	1,74	1,29	1,29	1,29	1,29
Osakemäärä, milj. kpl	30,8	31,1	33,0	36,6	38,6	38,8	38,8	38,8	38,8
Markkina-arvo	78	95	67	68	68	50	50	50	50
Yritysarvo (EV)	76	95	71	67	70	50	51	50	49
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	>100	40,9
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	>100	40,9
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	72,2	31,3
P/B	9,9	8,3	8,1	5,3	5,0	4,1	>100	58,2	24,0
P/S	4,8	5,0	4,4	4,2	3,7	2,9	2,5	2,2	2,0
EV/Liikevaihto	4,7	5,0	4,7	4,1	3,8	2,9	2,6	2,2	1,9
EV/EBITDA (oik.)	53,4	neg.	neg.	>100	29,2	29,9	21,5	15,1	10,9
EV/EBIT (oik.)	>100	neg.	neg.	neg.	>100	neg.	>100	55,1	27,3
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

EV/Liikevaihto



Verrokkiryhmä

Arvostuskertoimet

Kyberturvayhtiöt	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/Liikevaihto			EV/EBIT		
			2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e
F-Secure Oyj	424	432	2,0	1,8	1,7	81,1	27,9	19,2
FireEye Inc	2875	2738	3,5	3,2	3,1	66,5	39,1	25,7
Symantec Corp	13770	15956	3,8	3,6	3,5	12,3	11,0	10,2
Trend Micro Inc	6135	4728	3,5	3,3	3,2			
Sophos Group PLC	2030	2148	3,4	3,1	2,9	25,9	25,5	20,2
Rapid7 Inc	2175	2101	7,7	6,3	5,2		112,2	47,9
Fortinet Inc	14227	12765	6,9	6,1	5,5	30,1	25,6	22,3
Cyberark Software Ltd	4040	3661	10,0	8,4	7,1	43,6	34,9	28,1
Wallix Group SA	79	41	2,2	1,4				
Palo Alto Networks Inc	20315	19186	7,5	6,3	5,4	33,1	26,7	21,6
Check Point Software	18013	16460	9,3	8,9	8,5	18,4	17,5	16,8
Qualys Inc	2838	2583	9,1	7,8	6,7	30,5	25,2	20,5
Proofpoint Inc	6075	5870	7,6	6,3	5,4	66,8	46,8	33,9
NCC Group PLC	555	606	2,1	1,9	1,7	15,3	13,2	11,6
Nixu Oyj	90	87	2,3	1,5	1,3	87,5	29,2	19,4
Carbon Black Inc	781	639	3,0	2,5	2,0			
Avast PLC	3147	4143	5,4	5,1	4,8	10,5	9,8	9,4
Mediaani	2875	2738	3,8	3,6	3,5	30,5	26,2	20,3
Keskiarvo	5739	5538	5,2	4,6	4,0	40,1	31,8	21,9
SSH (Inderes)	50	50	2,9	2,6	2,2	-211,4	237,0	55,1
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			-23 %	-29 %	-36 %	-794 %	805 %	171 %

Lähde: Thomson Reuters, Capital IQ, Inderes

Pohjoismaiset ohjelmistoyhtiöt	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/Liikevaihto			EV/EBIT		
			2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e
Efecte Oyj	28	24	1,6	1,3	1,1			
Basware Oyj	312	328	2,2	2,0	1,8			
Admicom Oyj	178	167	10,5	8,0	6,7	27,9	20,9	16,7
FormPipe Software AB	116	104	2,6	2,5	2,4	17,9	15,7	13,9
Fortnox AB	600	584	12,4	10,0	8,4	41,0	30,4	24,1
F-Secure Oyj	424	432	2,0	1,8	1,7	81,1	27,9	19,2
Heeros Oyj	10	9	1,0	0,9	0,8			9,0
Infront ASA	55	53	0,7	1,6	0,4	6,5	3,6	2,9
Qt Group Oyj	243	234	4,3	3,5	2,9		29,2	15,6
Talenom Oyj	217	234	4,0	3,4	3,0	20,3	18,0	15,1
Vitec Software Group AB	272	287	2,6	2,5	2,4	18,3	17,2	16,5
Mediaani	217	234	2,6	2,5	2,4	20,3	19,4	15,6
Keskiarvo	223	223	4,0	3,4	2,9	30,4	20,4	14,8
SSH (Inderes)	50	50	2,9	2,6	2,2	-211,4	237,0	55,1
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			12 %	3 %	-6 %	-1140 %	1119 %	254 %

Lähde: Thomson Reuters/Inderes

Kasvu ja kannattavuus

Kyberturvayhtiöt	Liikevaihdon kasvu-%				EBIT-%			
	2018	2019e	2020e	2021e	2018	2019e	2020e	2021e
F-Secure Oyj	12 %	16 %	10 %	7 %	2 %	2 %	6 %	9 %
FireEye Inc	7 %	7 %	7 %	6 %	3 %	5 %	8 %	12 %
Symantec Corp	20 %	-1 %	4 %	4 %	35 %	31 %	33 %	34 %
Trend Micro Inc	8 %	6 %	6 %	4 %	22 %	21 %	21 %	20 %
Sophos Group PLC	21 %	10 %	9 %	10 %	5 %	13 %	12 %	14 %
Rapid7 Inc	21 %	26 %	22 %	21 %	-9 %	0 %	6 %	11 %
Fortinet Inc	20 %	16 %	13 %	11 %	22 %	23 %	24 %	25 %
Cyberark Software Ltd	31 %	21 %	19 %	19 %	23 %	23 %	24 %	25 %
Wallix Group SA	9 %	51 %	54 %		-25 %	-13 %	5 %	
Palo Alto Networks Inc	29 %	26 %	19 %	17 %	20 %	23 %	24 %	25 %
Check Point Software	3 %	4 %	4 %	5 %	53 %	51 %	51 %	51 %
Qualys Inc	21 %	15 %	16 %	17 %	31 %	30 %	31 %	33 %
Proofpoint Inc	38 %	22 %	21 %	16 %	10 %	11 %	13 %	16 %
NCC Group PLC	8 %	9 %	10 %	8 %	13 %	13 %	14 %	15 %
Nixu Oyj	24 %	-4 %	55 %	10 %	-3 %	3 %	5 %	7 %
Carbon Black Inc	30 %	16 %	18 %	25 %	-27 %	-19 %	-12 %	-4 %
Avast PLC	25 %	5 %	7 %	6 %	52 %	52 %	52 %	51 %
Mediaani	21 %	15 %	13 %	10 %	13 %	13 %	14 %	18 %
Keskiarvo	19 %	14 %	17 %	12 %	13 %	16 %	19 %	21 %
SSH (Inderes)	13 %	-5 %	14 %	14 %	3 %	-1 %	1 %	4 %

Lähde: Thomson Reuters/Inderes

Pohjoismaiset ohjelmistoyhtiöt	Liikevaihdon kasvu-%				EBIT-%			
	2018	2019e	2020e	2021e	2018	2019e	2020e	2021e
Efecte Oyj	13 %	25 %	20 %	22 %	-17 %	-7 %	-6 %	0 %
Basware Oyj	-5 %	5 %	10 %	10 %	-7 %	-9 %	-5 %	-2 %
Admicom Oyj	42 %	40 %	31 %	19 %	35 %	38 %	38 %	40 %
FormPipe Software AB	4 %	2 %	4 %	5 %	13 %	15 %	16 %	17 %
Fortnox AB	38 %	33 %	24 %	19 %	27 %	30 %	33 %	35 %
F-Secure Oyj	12 %	16 %	10 %	7 %	2 %	2 %	6 %	9 %
Heeros Oyj	10 %	13 %	11 %	20 %	0 %	0 %	0 %	8 %
Infront ASA	9 %	170 %	-59 %	272 %	10 %	10 %	46 %	15 %
Qt Group Oyj	26 %	18 %	25 %	19 %	-4 %	0 %	12 %	19 %
Talenom Oyj	18 %	20 %	17 %	14 %	17 %	20 %	19 %	20 %
Vitec Software Group AB (publ)	19 %	14 %	2 %	3 %	13 %	14 %	15 %	15 %
Mediaani	13 %	18 %	11 %	19 %	10 %	10 %	15 %	15 %
Keskiarvo	17 %	32 %	9 %	37 %	8 %	10 %	16 %	16 %
SSH (Inderes)	13 %	-5 %	14 %	14 %	3 %	-1 %	1 %	4 %

Lähde: Thomson Reuters/Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	16,2	4,8	3,7	3,4	6,4	18,3	2,7	4,1	5,0	5,6	17,4	19,8	22,5	25,7
Lisenssimyynti	4,0	1,8	0,7	1,0	2,1	5,6	0,5	1,5	2,4	3,0	7,4	9,1	11,5	14,4
Konsultointi ja muut	3,9	1,0	0,9	0,2	2,1	4,3	0,1	0,4	0,4	0,4	1,3	1,7	1,8	1,9
Jatkuvat tuotot	8,3	2,1	2,1	2,2	2,2	8,5	2,1	2,2	2,2	2,2	8,7	9,0	9,2	9,4
Käyttökate	0,3	0,6	0,3	-0,3	1,8	2,4	-0,8	0,1	1,0	1,4	1,7	2,4	3,3	4,5
Poistot ja arvonalennukset	-2,0	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-1,9	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-1,9	-2,2	-2,4	-2,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	-1,7	0,1	-0,1	-0,8	1,3	0,5	-1,3	-0,4	0,5	1,0	-0,2	0,2	0,9	1,8
Liikevoitto	-1,7	0,1	-0,1	-0,8	1,3	0,5	-1,3	-0,4	0,5	1,0	-0,2	0,2	0,9	1,8
Nettorahoituskulut	-0,5	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,3	-0,3
Tulos ennen veroja	-2,2	0,0	0,0	-0,8	1,3	0,6	-1,2	-0,4	0,5	1,0	-0,2	0,1	0,6	1,5
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,3
Nettotulos	-2,2	0,0	0,0	-0,8	1,3	0,5	-1,2	-0,4	0,5	1,0	-0,2	0,1	0,5	1,2
EPS (oikaistu)	-0,09	0,00	-0,01	-0,03	0,02	-0,01	-0,04	-0,02	0,01	0,02	-0,03	0,00	0,01	0,03
EPS (raportoitu)	-0,09	0,00	-0,01	-0,03	0,02	-0,01	-0,04	-0,02	0,01	0,02	-0,03	0,00	0,01	0,03

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	7,3 %	56,5 %	-2,5 %	12,6 %	1,1 %	13,0 %	-44,8 %	11,5 %	46,6 %	-12,7 %	-5,3 %	13,7 %	14,0 %	13,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-84,1 %	-106,7 %	-86,4 %	1,3 %	-7,2 %	-131,8 %	-1225 %	351,8 %	-163,7 %	-26,2 %	-143,8 %	-190,1 %	326,4 %	96,4 %
Käyttökate-%	2,0 %	12,9 %	8,8 %	-10,2 %	28,2 %	13,1 %	-29,2 %	1,6 %	19,3 %	25,5 %	9,7 %	12,0 %	14,8 %	17,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	-10,5 %	2,3 %	-2,5 %	-22,3 %	20,1 %	3,0 %	-47,1 %	-10,2 %	9,7 %	17,0 %	-1,4 %	1,1 %	4,1 %	7,0 %
Nettotulos-%	-19,4 %	0,2 %	-5,5 %	-32,0 %	14,0 %	-2,1 %	-54,8 %	-15,7 %	5,2 %	12,9 %	-6,4 %	0,4 %	2,2 %	4,8 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	5,0	5,4	6,0	7,0	7,7
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	4,8	5,2	5,6	6,2	6,7
Käyttöomaisuus	0,1	0,2	0,4	0,7	1,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	18,2	18,9	17,3	9,7	11,1
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	4,8	5,4	5,0	5,7	6,5
Likvidit varat	13,5	13,5	12,2	4,0	4,5
Taseen loppusumma	23,2	24,2	23,3	16,7	18,7

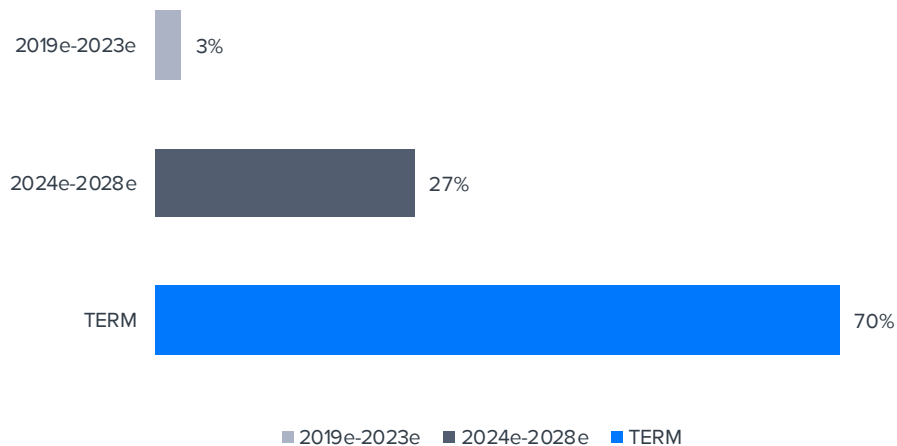
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	12,9	14,2	13,1	1,2	1,7
Osakepääoma	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Kertyneet voittovarot	-21,1	-21,1	-22,2	-22,1	-21,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	12,0	12,0	12,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4
Muu oma pääoma	22,1	22,7	22,7	22,7	22,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,8	0,8	0,8	0,8
Pitkäaikaiset velat	0,0	0,2	0,2	4,4	4,5
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,2	0,2	4,4	4,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	10,3	9,8	10,0	11,1	12,5
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,7	3,1	3,0	3,4	4,1
Muut lyhytaikaiset velat	7,6	6,8	6,8	7,5	8,2
Taseen loppusumma	23,2	24,2	23,3	16,7	18,7

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	0,5	-0,2	0,2	0,9	1,8	2,9	4,5	6,0	6,4	6,8	7,0	
+ Kokonaispoistot	1,9	1,9	2,2	2,4	2,7	2,8	2,9	3,0	3,0	3,1	3,1	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,9	-1,2	-1,3	-1,3	-1,4	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ 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	-1,1	0,2	0,4	0,6	0,6	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	
Operatiivinen kassavirta	1,3	1,9	2,7	3,8	4,7	5,3	6,7	8,0	8,4	8,8	9,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-2,3	-2,6	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-1,0	-0,7	-0,4	0,7	1,6	2,2	3,6	4,9	5,3	5,7	6,1	
+/- Muut	-0,9	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-1,9	-1,6	-0,4	0,7	1,6	2,2	3,6	4,9	5,3	5,7	6,1	81,8
Diskontattu vapaa kassavirta		-1,5	-0,3	0,5	1,1	1,3	2,0	2,4	2,4	2,3	2,2	29,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		41,5	43,0	43,3	42,8	41,7	40,4	38,4	36,0	33,7	31,4	29,2
Velaton arvo DCF		41,5										
- Korolliset velat		-12,2										
+ Rahavarat		13,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		42,8										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,1										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	7,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	11,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,2 %

Lähde: Ideres

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	15,1	16,2	18,3	17,4	19,8	EPS (raportoitu)	-0,36	-0,09	-0,01	-0,03	0,00
Käyttökate	-8,8	0,3	2,4	1,7	2,4	EPS (oikaistu)	-0,36	-0,09	-0,01	-0,03	0,00
Liikevoitto	-10,8	-1,7	0,5	-0,2	0,2	Operat. kassavirta / osake	-0,26	0,02	0,03	0,05	0,07
Voitto ennen veroja	-11,0	-2,2	0,6	-0,2	0,1	Vapaa kassavirta / osake	-0,36	-0,04	-0,05	-0,04	-0,01
Nettovoitto	-12,0	-3,1	-0,4	-1,1	0,1	Omapääoma / osake	0,25	0,35	0,35	0,32	0,01
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	21,8	23,2	24,2	23,3	16,7	Liikevaihdon kasvu-%	-20 %	7 %	13 %	-5 %	14 %
Oma pääoma	8,3	12,9	14,2	13,1	1,2	Käyttökateen kasvu-%	221 %	-104 %	633 %	-30 %	41 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	146 %	-84 %	-132 %	-144 %	-190 %
Nettovelat	4,2	-1,5	-1,3	0,3	0,8	EPS oik. kasvu-%	143 %	-76 %	-88 %	186 %	-107 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	-58,4 %	2,0 %	13,1 %	9,7 %	12,0 %
Käyttökate	-8,8	0,3	2,4	1,7	2,4	Oik. Liikevoitto-%	-71,1 %	-10,5 %	3,0 %	-1,4 %	1,1 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,2	0,5	-1,1	0,2	0,4	Liikevoitto-%	-71,1 %	-10,5 %	3,0 %	-1,4 %	1,1 %
Operatiivinen kassavirta	-8,6	0,8	1,3	1,9	2,7	ROE-%	-121,3 %	-29,7 %	-3,0 %	-8,7 %	1,2 %
Investoinnit	-2,4	-1,5	-2,3	-2,6	-3,1	ROI-%	-109,1 %	-16,1 %	4,0 %	-1,7 %	2,2 %
Vapaa kassavirta	-12,0	-1,6	-1,9	-1,6	-0,4	Omavaraisuusaste	63,1 %	82,9 %	81,6 %	79,1 %	12,5 %
						Nettovelkaantumisaste	-94,8 %	-104,5 %	-93,5 %	-89,5 %	67,4 %
Suurimmat omistajat						Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
Tatu Ylönen				47,2 %		EV/Liikevaihto	4,7	4,1	3,8	2,9	2,6
Acme Investments (Timo Syrjälä)				7,2 %		EV/EBITDA (oik.)	neg.	>100	29,2	29,9	21,5
Juha Mikkonen				5,2 %		EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	>100	neg.	>100
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo				3,9 %		P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	>100
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Ilmarinen				3,0 %		P/B	8,1	5,3	5,0	4,1	>100
Gaselli Capital Oy				3,0 %		Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

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 neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla 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 sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen 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
11.3.2019	Myy	1,10 €	1,68 €
18.4.2019	Myy	1,10 €	1,29 €



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. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, 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



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**