

Ohjeistuksen saavuttaminen vaatii useita onnistumisia

Laskemme Martelan tavoitehintamme 3,30 euroon (aik. 3,80 euroa) ja toistamme aikaisemman vähennä-suosituksemme. Martelan tänään perjantaina julkaisema Q3-raportti oli odotuksiamme heikompi ja olemme sen myötä laskeneet ennusteitamme alaspäin. Martelan ohjeistus vuoteen 2018 on mielestämme kunnianhimoinen ja sen saavuttaminen vaatii yhtiöltä useita onnistumisia. Martelan osakekurssi on painunut matalalle tasolle, mutta yhtiön täytyy todistaa kannattavuuskäänne ennen kuin olemme valmiita kääntymään suositukssessamme positiivisella puolelle.

Martela perjantaina julkaisema Q3-raportti oli odotuksiamme heikompi

Liikevaihto laski 17 % vertailukaudesta ja liike-tulos painui tappiolle jääden ennusteestamme. Martela toisti Q3-raportissa aikaisemman 2018 ohjeistuksensa ja odottaa edelleen vuoden 2018 liikevaihdon ja liike-tuloksen pysyvän samalla tasolla verrattuna edelliseen vuoteen. Martelan mukaan loppuvuoden kysyntä näyttää jo paremmalta ja yhtiö uskoo myynnin olevan Q4:sella Suomessa viime vuotta edellä, Norjan kasvun jatkuvan ja Ruotsin pääsevän viime vuoden tasolle. Yhtiö tulee keskittymään myös kannattavuuden parantamiseen ja rahoitusasemansa vahvistamiseen. Ohjeistukseen yltäminen tarkoittaisi sitä, että Martelan Q4'18-liikevaihdon pitäisi kasvaa 16 % noin 34,2 MEUR:oon (Q4'17: 29,6 MEUR) ja liike-tuloksen pitäisi olla noin 2 MEUR:n tasolla eli selvästi positiivinen ja vertailukauden yläpuolella (Q4'17: 0,1 MEUR). Ohjeistus on mielestämme kunnianhimoinen ja sen saavuttaminen vaatii yhtiöltä useita onnistumisia eikä pettymyksille ole tilaa.

Olemme laskeneet kuluvan vuoden ja lähivuosien ennusteitamme alaspäin

Odotamme yhtiön kannattavuuden jäävän vaatimattomaksi vuonna 2019. Yhtiön 2018 ohjeistuksen ja mahdollisen kannattavuuskäänteen kannalta kriittistä on liikevaihdon kasvu, koska yhtiön kiinteä kulurakenne on liian korkea nykyiselle liikevaihtotasolle. Uudet tilaukset olivat yhtiön mukaan Q3:sella kasvussa Suomessa ja Norjassa ja johdon kommentit näkyvien osalta olivat arviomme mukaan positiivisävytteisiä. Martelan liiketoiminnassa näkyvyys on kuitenkin tyypillisesti lyhyt ja joulukuun myyntiä on tässä vaiheessa todennäköisesti vaikea ennakoita. Osakkeeseen liittyy arviomme mukaan tämän takia tulosvaroitusriski loppuvuodelle. Lähivuosien osalta yhtiön Ruotsin liikevaihdon kehitykseen liittyy mielestämme epävarmuutta, koska Ruotsin liikevaihto laski H1'18 aikana 45 % vertailukaudesta ja myös Q3-kaudella Ruotsin liikevaihto laski. Ruotsin liikevaihdon yltäminen Q4'17 tasolle Q4'18 aikana olisi arviomme mukaan erinomainen saavutus yhtiölle alkuvuoden 2018 kehitys huomioiden.

Yhtiön täytyy todistaa kestävä kannattavuuskäänne

Osakemarkkinoiden luottamus Martelaa kohtaan on heikentynyt kuluvana vuonna pettymysten ja heikon tuloskehityksen takia ja osake on laskenut vuoden alusta noin 55 %. Osakkeen liikevaihto- ja tasepohjaiset arvostuskertoimet ovat painuneet hyvin mataliksi (2018e EV/liikevaihto 0,2x ja 2018e P/B 0,7x). Mielestämme tämä on tällä hetkellä kuitenkin perusteltua nykyinen heikko tulostilanne, riskit ja ennustamamme kehitys huomioiden. Martelan liiketoiminnassa olisi arviomme mukaan potentiaalia yltää merkittävästi nykyistä korkeampaan kannattavuuteen, mutta tämä potentiaali ei tällä hetkellä pääse toteutumaan. Emme ole valmiita kääntymään osakkeen suositukssessamme positiiviseksi ennen kuin yhtiö pystyy todistamaan saavuttaneensa kestävänn kannattavuuskäänteen.

Analyytikko

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



Suositus

Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 3,30 EUR

Edellinen: 3,80



Edellinen päätös 3,36 EUR

12 kk vaihteluväli 3,31-8,48 EUR

Potentiaali -1,8 %

Ohjeistus

Martela-konsernin vuoden 2018 liikevaihdon ja liike-tuloksen oletetaan pysyvän samalla tasolla verrattuna edelliseen vuoteen.

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto (EBIT)	Liikevoitto-marginaali	Tulos ennen veroja (PTP)	Tulos/osake	Osinko/osake	EV/Liikevaihto	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	Osinko-tuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	129	6,2	4,8 %	5,6	0,97	0,37	0,4	4,9	7,0	13,2	2,9 %
2017	110	0,3	0,2 %	0,0	-0,15	0,32	0,3	12,8	142,4	-48,8	4,3 %
2018e	109	0,2	0,2 %	-0,2	-0,10	0,12	0,2	6,9	84,0	-33,3	3,6 %
2019e	112	1,2	1,1 %	0,7	0,13	0,17	0,1	4,1	13,5	25,5	5,1 %
2020e	114	2,1	1,9 %	1,8	0,34	0,22	0,1	3,6	7,5	9,9	6,5 %
Markkina-arvo, MEUR			14	OPO / osake 2018e, EUR			5,05			CAGR EPS, 2017-2020, %	-231 %
Nettovelka 2018e, MEUR			6	P/B 2018e			0,7			CAGR kasvu, 2017-2020, %	1 %
Yritysarvo (EV), MEUR			20	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			29,3 %			ROE 2018e, %	-1,9 %
Taseen koko 2018e, MEUR			50	Omavaraisuusaste 2018e, %			42,0 %			ROCE 2018e, %	1,1 %

Q3-liiketoimintakatsaus oli odotuksiamme heikompi

Loppuvuoden kysyntä näyttää kuitenkin yhtiön mukaan paremmalta

Martelan perjantaina julkaisema Q3-liiketoimintakatsaus oli selvästi odotuksiamme heikompi. Liikevaihto laski vertailukaudesta ja liike-tulos painui tappiolle jäaden ennusteestamme. Martela kuitenkin toisti aikaisemman positiivista Q4'18-liikevoittoa indikoivan 2018 ohjeistuksensa ja kertoi loppuvuoden kysynnän näyttävän jo paremmalta. Yhtiö on myös käynnistänyt toimenpiteitä myyntikatteen parantamiseksi ja prosessien tehostamiseksi.

Q3-liikevaihto laski 17 % vertailukaudesta ja jäi selvästi ennusteestamme. Martelan mukaan liikevaihdon kehitykseen Q3:sella vaikutti erityisesti oppimisympäristömarkkinan pieneneminen ja julkisen sektorin hankintasopimusneuvotteluiden siirtyminen sekä myyntikanavan muutos Ruotsissa. Yhtiön mukaan liikevaihto kasvoi edelliseen vuoteen verrattuna Norjassa, mutta laski Suomessa, Ruotsissa ja muissa maissa. Q3-liiketulos jäi tappiolle, kun olimme ennakoineet positiivista liike-tulosta. Liike-tulokseen vaikutti yhtiön mukaan liikevaihdon lasku ja kiristynyt kilpailutilanne, joka näkyi alentuneena myyntikatteenä. Uudet tilaukset jatkoivat kasvuaan Suomessa ja Norjassa ja laskivat Ruotsissa sekä muissa maissa.

Martelan toimitusjohtaja kertoi Q3-raportissa ettei usko, että myyntikatteessa tullaan näkemään lyhyellä aikavälillä merkittävää parannusta, vaan kilpailu tulee pysymään kireänä yhtiön päämarkkina-alueilla. Yhtiö on kuitenkin käynnistänyt toimenpiteitä myyntikatteen parantamiseksi. Tämän lisäksi Martela kertoi jo aikaisemmin päättäneensä keskittää logistiikka- ja taloustoimintoja sekä myynnin tukitoimintoja entistä enemmän Suomeen. Muutoksen tavoitteena on edelleen tehostaa yhtiön sisäisiä prosesseja ja siten paremmin vastata asiakkaiden tarpeisiin. Osana tätä prosessia yhtiö aloitti lokakuussa yt-neuvottelut Ruotsissa. Keskittämistoimenpiteillä yhtiö tavoittelee noin 0,5 MEUR:n vuosittaisia säästöjä vuodesta 2019 alkaen. Yhtiön mukaan sen toimitusvarmuus on säilynyt erinomaisella tasolla ja muut kulut jatkoivat laskuaan viime vuoteen verrattuna.

2018 ohjeistus toistettiin

Martela toisti Q3-raportissa aikaisemman 2018 ohjeistuksensa ja odottaa edelleen vuoden 2018 liikevaihdon ja liike-tuloksen pysyvän samalla tasolla verrattuna edelliseen vuoteen. Martelan mukaan loppuvuoden kysyntä näyttää jo paremmalta ja yhtiö uskoo myynnin olevan Q4:sella Suomessa viime vuotta edellä, Norjan kasvun jatkuvan ja Ruotsin pääsevän viime vuoden tasolle. Näiden lisäksi yhtiö tulee keskittymään kannattavuuden parantamiseen ja rahoitusasemansa vahvistamiseen.

Ohjeistukseen yltäminen tarkoittaisi sitä, että Martelan Q4'18-liikevaihdon pitäisi kasvaa 16 % noin 34,2 MEUR:oon (Q4'17: 29,6 MEUR) ja liike-tuloksen pitäisi olla noin 2 MEUR:n tasolla eli selvästi positiivinen ja vertailukauden yläpuolella (Q4'17: 0,1 MEUR). Ohjeistus on mielestämme kunnianhimoinen ja sen saavuttaminen vaatii yhtiöltä useita onnistumisia eikä pettymyksille ole tilaa.

Ennustetaulukko	Q3'17	Q3'18	Q3'18e	Q2'18e	Konsensus		Erotus (%)	2018e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	29,4	24,4	29,0				-16 %	109,5
Käyttökate	2,5	-	1,7					2,9
Liikevoitto (raportoitu)	1,7	0,0	1,0				-102 %	0,2
Tulos ennen veroja	1,6	-0,1	0,9				-111 %	-0,2
EPS (raportoitu)	0,37	-0,03	0,20				-115 %	-0,10
Osinko/osake								0,22
Liikevaihdon kasvu-%	-16,6 %	-16,7 %	-1,2 %				-15,5 %-yks.	0,0 %

Laskemme ennusteitamme alaspäin

Liikevaihdon kasvu on kriittinen muuttaja kannattavuuskäänteen kannalta

Olemme laskeneet Martelan kuluvaan vuoden ja lähivuosisien ennusteitamme alaspäin Q3-raportin myötä ja odotamme kannattavuuden jäävän vaatimattomaksi vuoden 2018 lisäksi myös vuonna 2019. Tulosennusteidemme lisäksi myös osinkoennusteemme laskivat. Yhtiön 2018 ohjeistukseen yltämisen ja mahdollisen kannattavuuskäänteen kannalta kriittistä on liikevaihdon kasvu tai vaihtoehtoisesti kulujen laskeminen, koska yhtiön kiinteä kulurakenne on liian korkea nykyiselle liikevaihtotasolle eikä bruttomarginaaleissa arviomme mukaan ole oleellista nousuvaraa toimialan kireän kilpailun vuoksi. Arvioimme johdon kommenttien perusteella Martelan pyrkivän nostamaan kannattavuuttaan lähivuosisina ensisijaisesti liikevaihtoa kasvattamalla.

Osakkeeseen liittyy tulosvaroitusriski loppuvuonna

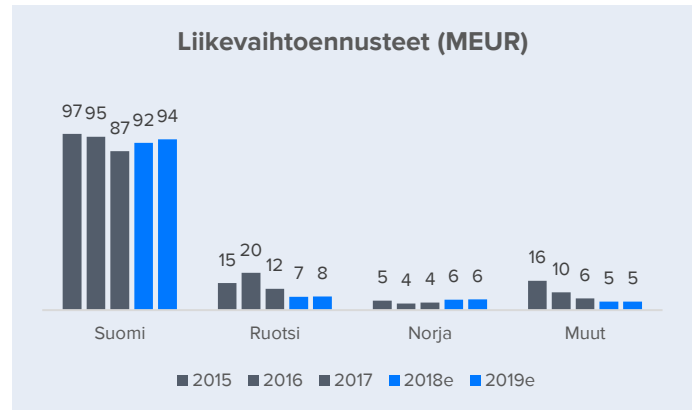
Martelan uudet tilaukset olivat Q3:sella kasvussa tärkeällä Suomen markkinalla ja myös Norjassa. Ruotsissa ja muissa maissa tilaukset kuitenkin laskivat. Johdon kommentit näkymien osalta olivat arviomme mukaan kokonaisuudessaan positiivisävytteisiä ja johto kertoi loppuvuoden 2018 näyttävän jo paremmalta. Martelan liiketoiminnassa näkyvyys tulevaisuuteen on kuitenkin tyypillisesti lyhyt ja joulukuun myyntiä on tässä vaiheessa todennäköisesti vaikea tarkalleen ennakoita. Osakkeeseen liittyy arviomme mukaan tämän takia tulosvaroitusriski loppuvuodelle.

Ennustamme itse yhtiön yltävän 2018 ohjeistukseensa, mutta korostamme että tähän liittyy epävarmuutta ja tämä vaatii useita onnistumisia yhtiöltä. Ennustamme 2018 ohjeistuksen mukaisesti Q4'18 liikevaihdon kasvavan noin 16 % 34,2 MEUR:oon ja liikevoiton olevan 2,1 MEUR. Tämä liikevoittotaso pitäisi arviomme mukaan olla hyvin saavutettavissa, mikäli vain liikevaihto saadaan näin korkeaksi ja kriittisin muuttuja on liikevaihto. Q4'18-ennusteemme vaatii Suomen yksikön noin 13 %:n liikevaihdon kasvun olettaen, että Ruotsin liikevaihto on vertailukauden tasolla. Norja sekä Muut-yksikkö tekevät samalla vuoden 2018 parhaan kvartaalinsa liikevaihdolla mitattuna. Näiden myötä 2018 liikevaihto kasvaa vuoden 2017 tasolle 109,5 MEUR:oon ja 2018 liiketulos on 0,2 MEUR (2017: 0,3 MEUR).

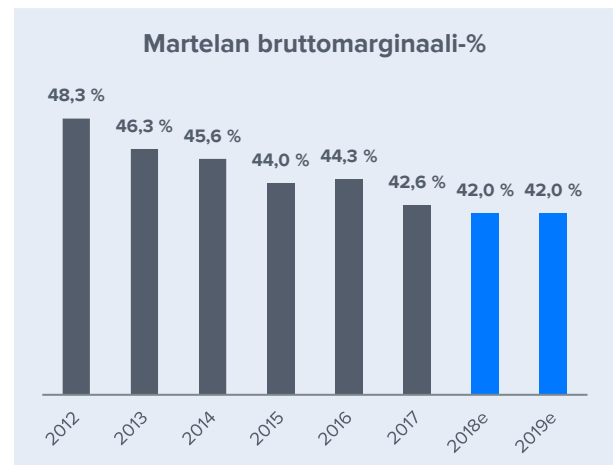
Ennustamme vuoden 2019 kannattavuuden jäävän vaatimattomaksi

Vuodelta 2019 ennustamme koko Martelan liikevaihdon kasvavan 2 %. Tämä kasvuoletus perustuu siihen, että Suomen yksikkö saa nostettua liikevaihtonsa lähelle 2015-2016 tasoa noin 93,7 MEUR:oon. Historiallisesti Suomen yksikön liikevaihto on kehittynyt hyvin tasaisesti, mutta vuonna 2017 se laski noin 8 % tietojärjestelmäongelmien takia. Martela on arviomme mukaan edelleen yksi alansa markkinajohtajista Suomessa ja pidämme tätä liikevaihtotasoa realistisena ja saavutettavissa olevana. Ennustamme myös Norjan yksikön liikevaihdon kasvavan vuonna 2019, koska yhtiön johdon kommentit Norjan suhteen olivat hyvin myönteisiä ja koska Norjan liikevaihto kehittyi H1'18 aikana erittäin vahvasti (+53 %). Muut-yksikön osalta emme ennusta kasvua, mutta Ruotsin osalta ennustamme pientä kasvua. Martela on Ruotsissa ajanut ylös omaa myyntitiimiään vuodesta 2016 alkaen ja kehitys on tähän mennessä ollut

hidasta. Odotamme kuitenkin johdon kommenttien perusteella tuloksia Ruotsissa ensi vuonna ja siten pientä kasvua.



Kannattavuusennusteemme perustuvat siihen, että emme odota yhtiön bruttomarginaalien laskevan huomattavasti lähivuosisina. Vuonna 2017 yhtiön bruttomarginaalit laskivat selvästi, mikä johtui arviomme mukaan pääosin yhtiön tietojärjestelmäongelmista ja niiden aiheuttamasta tahottomuudesta. Vuosina 2017-2018 Martelan kilpailijat ovat käsityksemme mukaan taas pyrkineet hyötymään Martelan ongelmista ja painaneet hintoja alaspäin. Johdon kommenttien perusteella marginaalit tulevat myös jatkossa pysymään paineessa, mutta emme odota niiden enää merkittävästi laskevan arvioimastamme Q3'18 tasosta, vaan pysyvän tällä tasolla lähivuodet.



Ennusteessamme Martelan kiinteä kulurakenne (henkilöstökulut ja liiketoiminnan muut kulut) laskevat vuonna 2019 noin 0,5 MEUR Ruotsin yt-neuvottelujen ja kehittämistoimenpiteiden myötä. Poistojen ja korkokulujen ennustamme asettuvan vuoden 2018 tasolle ja veroprosentin oletus on 20 %. Näiden oletusten pohjalta Martelan 2019 liikevoittomarginaali saavuttaa 1,1 % (2017 toteutunut ja 2018 ennuste 0,2 %). Vuoden 2018 EPS-ennusteemme on -0,10 euroa ja vuoden 2019 vastaava EPS-ennusteemme 0,13 euroa. Ennusteemme muuttuivat huomattavasti, noin 0-44 %. Tulosennusteidemme tarkentumisen lisäksi myös yhtiön osinkoennusteemme laskivat. Ennustemuutoksemme olivat prosentuaalisesti suuria, mutta absoluuttisesti muutokset eivät olleet merkittäviä.

Ruotsin kehitys on keskeistä käänteen onnistumisen kannalta

Lähivuosien osalta erityisesti Martelan Ruotsin liikevaihdon kehitykseen liittyy mielestämme epävarmuutta, koska yhtiön Ruotsin tuotteiden merkittävä jälleenmyyjä Input interiör osti tänä vuonna Martelan kilpailijan EFG:n ja Martelan oman myyntitiimin ylösajo Ruotsissa on ollut hidasta. Mm näiden myötä Ruotsin liikevaihto laski H1'18 aikana 45 % vertailukaudesta ja myös Q3-kaudella Ruotsin liikevaihto laski. Ruotsin liikevaihdon yltäminen johdon indikoimalle ja ennustamallemme Q4'17 tasolle (noin 3 MEUR) Q4'18 aikana olisi arviomme mukaan erinomainen saavutus yhtiölle alkuvuoden 2018 kehitys huomioiden. Toteutuessaan tämä myös kasvattaisi luottamustamme yhtiön nykyistä strategiaa kohtaan.

Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	109	109	0 %	112	112	0 %	114	114	0 %
Käyttökate	2,9	2,9	0 %	4,3	4,0	-7 %	5,1	4,5	-13 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,3	0,2	-5 %	1,7	1,2	-29 %	2,7	2,1	-21 %
Liikevoitto	0,3	0,2	-5 %	1,7	1,2	-29 %	2,7	2,1	-21 %
Tulos ennen veroja	-0,3	-0,2	-19 %	1,2	0,7	-44 %	2,3	1,8	-25 %
EPS (oikaistu)	-0,10	-0,10	2 %	0,23	0,13	-44 %	0,45	0,34	-25 %
Osakekohtainen osinko	0,22	0,12	-45 %	0,22	0,17	-23 %	0,22	0,22	0 %

Lähde: Inderes

Yhtiön täytyy todistaa kestävä kannattavuuskäänne

Emme näe osaketta tällä hetkellä houkuttelevana

Martelan osake on laskenut vuoden alusta noin 55 % tulospettymysten ja markkinoiden luottamuksen heikentymisen vuoksi ja osakekurssi on viimeksi ollut näin alhaisella tasolla vuonna 2015. Huomioiden nykyiset ennusteemme ja yhtiön näkymät emme kuitenkaan näe arvostustasoa riittävän houkuttelevana. Emme ole valmiita kääntymään suosituksemme positiiviselle puolelle ennen kuin yhtiön on todistanut saavuttaneensa kestävä kannattavuuskäänne. Toistamme aikaisemman vähennä-suosituksemme ja tarkistamme tavoitehintamme ennustemuutostemme myötä 3,30 euroon (aik. 3,80 euroa).

Martelan osake ei arviomme mukaan saa tällä hetkellä tukea tulos pohjaisista arvostuskertoimista yhtiön lähivuosien tuloskehitykseen liittyvän epävarmuuden ja heikon näkyvyyden takia. Vuoden 2019 ennusteillamme P/E-kerroin on noin 26x, mikä on absoluuttisesti ja suhteellisesti korkea taso eikä anna tukea arvostukselle. Nykyisillä ennusteillamme vuoden 2020 tulos pohjaiset kertoimet laskevat järkevälle tasolle, mutta näkyvyys näin pitkälle tulevaisuuteen on liian sumea eivätkä nämä kertoimet siksi anna tukea osakkeelle.

Kuluvan vuoden liikevaihtopohjainen arvostus (EV/liikevaihto) on noin 0,18x ja tase pohjainen P/BV on noin 0,7x. Nämä kertoimet ovat matalia, mutta mielestämme ne ovat perusteltuja niin kauan kuin yhtiön kannattavuus on myös matala. Nämä tasot eivät ole poikkeuksellisia Martelalle, sillä esimerkiksi vuonna 2014, jolloin Martelan kannattavuus oli matala (EBIT-%: 0,1 %) EV/liikevaihto oli vain 0,13x ja P/BV vain 0,6x.

Osinkotuotto nykyisillä osinkoennusteillamme on lähivuosina 5-6,5 %:n tasolla. Mielestämme tämä taso ei kuitenkaan ole itsessään riittävän houkutteleva perustelemaan positiivista suositusta osakkeelle.

Osakkeessa voi myös olla potentiaalia

Huomautamme sijoittajille, että matalan liikevaihtopohjaisen arvostustason takia Martelan osakkeessa voi olla potentiaalia nousta huomattavasti, mikäli yhtiön kannattavuus nousisi ennusteitamme korkeammaksi. Mikäli yhtiö yltäisi vuoden 2016 kannattavuuteen (oikaistu EBIT-marginaali 5,3 %), olisi osakekohtainen tulos arviomme mukaan karkeasti noin yhden euron. Osakekurssi voisi tällöin olla hyväksymällämme noin 11x P/E-kertoimella noin 11 euroa. Emme itse ennusta yhtiön yltävän lähivuosina tälle kannattavuustasolle, mutta sijoittajien on mielestämme hyvä tiedostaa tämä potentiaali.

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
HNI	38,34	1473	1652	12,8	10,4	8,6	7,4	0,8	0,8	16,0	12,7			3,0
Herman Miller	33,64	1750	1919	10,4		7,8		0,9		15,1	12,4	2,1	2,3	2,9
Knoll	20,35	881	1296	11,1	9,4	8,3	7,3	1,1	1,0	11,3	10,0	2,9	3,3	2,5
Steelcase	17,24	1764	1990	12,9	11,0	8,7	7,6	0,7	0,6	21,1	15,5		3,6	2,5
Lammhult Design	44,10	32	50	8,5	8,0	6,3	5,9	0,5	0,5	8,2	7,5	5,2	5,6	0,8
Martela (Inderes)	3,36	14	20	84,0	13,5	6,9	4,1	0,2	0,1	-33,3	25,5	3,6	5,1	0,7
Keskiarvo				11,1	9,7	7,9	7,0	0,8	0,7	14,3	11,6	3,4	3,7	2,3
Mediaani				11,1	9,9	8,3	7,3	0,8	0,7	15,1	12,4	2,9	3,5	2,5
Erotus-% vrt. mediaani				-	36 %	-17 %	-45 %	-78 %	-80 %	-320 %	105 %	21 %	46 %	-73 %

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

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

	FY15	FY16	FY17	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	FY18e	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	FY19e	FY20e
Liikevaihto	132,8	129,1	109,5	25,3	25,6	24,4	34,2	109,5	25,8	26,1	26,7	33,2	111,7	113,9
-Suomi	96,7	95,2	87,3	20,8	21,1	21,8	28,0	91,8	21,2	21,5	24,0	26,9	93,7	95,5
-Ruotsi	14,8	20,4	11,7	2,0	1,6	0,7	3,0	7,3	2,1	1,6	0,7	3,1	7,5	7,8
-Norja	5,2	3,7	4,1	1,3	1,6	1,1	1,8	5,8	1,3	1,6	1,1	1,8	5,9	6,0
-Muut	16,1	9,8	6,4	1,2	1,3	0,8	1,4	4,7	1,2	1,3	0,8	1,4	4,7	4,7
CGS	-74,3	-72,0	-62,9	-14,9	-14,8	-13,9	-19,8	-63,5	-14,9	-15,1	-15,5	-19,3	-64,8	-66,1
Bruttokate	58,5	57,2	46,6	10,4	10,8	10,5	14,4	46,0	10,8	10,9	11,2	14,0	46,9	47,9
Henkilöstökulut	-32,3	-29,7	-27,1	-7,0	-7,0	-6,0	-6,8	-26,8	-6,6	-6,6	-6,6	-6,6	-26,5	-27,0
Liiketoiminnan muut kulut	-19,1	-18,9	-17,4	-4,3	-4,2	-3,9	-4,8	-17,2	-4,2	-4,2	-3,9	-4,5	-16,8	-16,7
Liiketoiminnan muut tuotot	0,4	0,5	0,8	0,7	0,1	0,1	0,1	0,9	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	0,4
EBITDA	7,5	9,1	2,9	-0,3	-0,3	0,7	2,8	3,0	0,1	0,2	0,8	2,9	4,0	4,5
Poistot	-3,4	-2,9	-2,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-2,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-2,8	-2,4
EBIT (raportoitu)	4,1	6,2	0,3	-0,9	-0,9	0,0	2,1	0,3	-0,6	-0,5	0,1	2,2	1,2	2,1
Rahoituserät	-0,7	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,3
Tulos ennen veroja	3,4	5,6	0,0	-1,1	-1,1	-0,1	2,1	-0,2	-0,7	-0,6	-0,1	2,1	0,7	1,8
Verot	-0,9	-2,3	-0,7	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,2	0,1	0,1	0,0	-0,4	-0,1	-0,4
Nettotulos	2,5	3,3	-0,6	-1,1	-1,0	-0,1	1,9	-0,4	-0,6	-0,5	0,0	1,7	0,5	1,4
EPS (oikaistu)	0,61	0,97	-0,15	-0,27	-0,25	-0,03	0,45	-0,10	-0,14	-0,12	-0,01	0,40	0,13	0,34
EPS (raportoitu)	0,61	0,81	-0,15	-0,27	-0,25	-0,03	0,45	-0,10	-0,14	-0,12	-0,01	0,40	0,13	0,34

	FY15	FY16	FY17	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	FY18e	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	FY19e	FY20e
Liikevaihdon kasvu-%	-2,3 %	-2,8 %	-15,2 %	1,9 %	-1,0 %	-16,7 %	15,7 %	0,0 %	2,0 %	2,0 %	9,1 %	-2,9 %	2,0 %	2,0 %
-Suomi	-	-1,6 %	-8,3 %	8,9 %	7,1 %	-9,0 %	13,0 %	5,1 %	2,0 %	2,0 %	10,0 %	-4,0 %	2,1 %	2,0 %
-Ruotsi	-	37,9 %	-42,6 %	-37,5 %	-51,5 %	-67,3 %	0,0 %	-37,4 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
-Norja	-	-29,2 %	10,8 %	-7,1 %	220,0 %	5,0 %	50,0 %	40,2 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
-Muut	-	-39,1 %	-34,7 %	4,7 %	-45,1 %	-60,0 %	100,0 %	-27,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Bruttokate-%	44,0 %	44,3 %	42,6 %	41,0 %	42,2 %	43,0 %	42,0 %	42,0 %	42,0 %	42,0 %	42,0 %	42,0 %	42,0 %	42,0 %
EBITDA-%	5,6 %	7,0 %	2,6 %	-1,1 %	-1,1 %	2,8 %	8,3 %	2,7 %	0,3 %	0,8 %	2,9 %	8,8 %	3,6 %	3,9 %
EBIT-% (raportoitu)	3,1 %	4,8 %	0,2 %	-3,6 %	-3,7 %	-0,1 %	6,3 %	0,3 %	-2,4 %	-1,9 %	0,3 %	6,7 %	1,1 %	1,9 %
Tulos ennen veroja-%	2,5 %	4,4 %	0,0 %	-4,3 %	-4,4 %	-0,4 %	6,1 %	-0,2 %	-2,9 %	-2,4 %	-0,2 %	6,3 %	0,6 %	1,6 %
Nettotulos-%	1,9 %	2,6 %	-0,6 %	-4,4 %	-4,1 %	-0,6 %	5,5 %	-0,4 %	-2,3 %	-1,9 %	-0,2 %	5,0 %	0,5 %	1,2 %

Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	3,35	2,91	3,53	12,84	7,47	3,36	3,36	3,36
Markkina-arvo	14	12	15	53	31	14	14	14
Yritysarvo (EV)	25	18	18	48	37	20	16	16
P/E (oik.)	neg.	neg.	5,8	13,2	neg.	neg.	25,5	9,9
P/E	neg.	neg.	5,8	16,0	neg.	neg.	25,5	9,9
P/Kassavirta	-54,4	2,0	4,1	5,6	-3,4	10,0	2,9	11,2
P/B	0,6	0,6	0,6	2,1	1,4	0,7	0,7	0,6
P/S	0,1	0,1	0,1	0,4	0,3	0,13	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,2	0,13	0,13	0,4	0,3	0,18	0,1	0,1
EV/EBITDA	57,3	4,6	2,4	4,9	12,8	6,9	4,1	3,6
EV/EBIT	neg.	116,4	4,4	7,0	142,4	84,0	13,5	7,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	-57,0 %	41,0 %	46,1 %	-209,1 %	-118,9 %	129,2 %	64,5 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	3,4 %	7,1 %	2,9 %	4,3 %	3,6 %	5,1 %	6,5 %

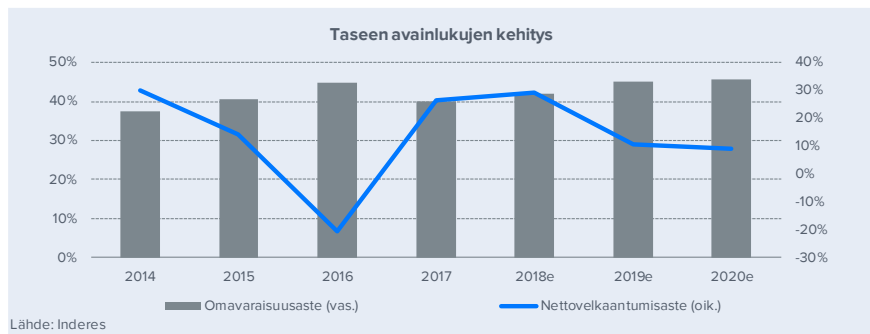
Lähde: Inderes

Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	14	14	13	14	14
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	5	6	7	8	8
Käyttöomaisuus	9	7	5	5	5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	1	1	1	1	1
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	1	1
Vaihtuvat vastaavat	42	42	43	36	33
Varastot	11	8	9	8	7
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Saamiset	23	21	27	24	22
Likvidit varat	8	13	7	4	4
Taseen loppusumma	56	56	56	50	47

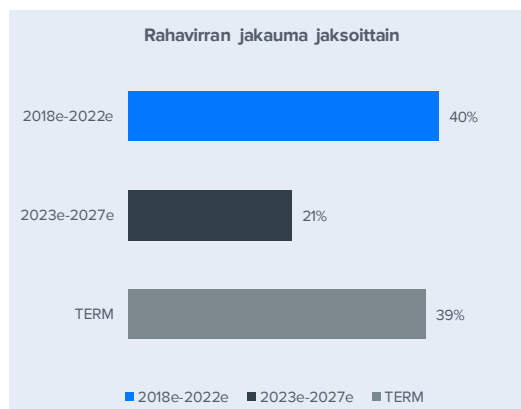
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	23	25	23	21	21
Osakepääoma	7	7	7	7	7
Kertyneet voittovarot	15	17	14	13	13
Omat osakkeet	-1	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	1	1	1	1	1
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	10	7	7	9	6
Laskennalliset verovelat	1	1	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	8	6	6	9	5
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	1	0	1	0	0
Lyhytaikaiset velat	24	24	27	20	20
Lainat rahoituslaitoksilta	3	2	7	2	2
Lyhytaikaiset korottomat velat	21	22	19	18	18
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	56	56	56	50	47



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	0,3	0,2	1,2	2,1	2,7	2,8	3,0	3,0	3,0	2,9	3,0	
+ Kokonaispoistot	2,6	2,7	2,8	2,4	2,2	1,8	2,1	2,2	2,3	2,4	2,4	
- Maksetut verot	-0,7	-0,6	-0,1	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ 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	-9,2	2,7	3,6	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	-7,1	5,0	7,4	3,9	4,2	4,0	4,3	4,5	4,6	4,6	4,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,2	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-2,2	-3,0	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-9,0	1,4	4,8	1,3	1,6	1,4	1,7	1,9	2,0	2,0	2,5	
+/- 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	-9,1	1,4	4,8	1,3	1,6	1,4	1,7	1,9	2,0	2,0	2,5	22,9
Diskontattu vapaa kassavirta	1,4	4,2	1,0	1,1	0,9	1,0	0,9	0,9	0,8	0,9	8,2	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	21,2	19,8	15,6	14,6	13,5	12,6	11,7	10,7	9,8	9,0	8,2	
Velaton arvo DCF	21,2											
- Korolliset velat		-13,3										
+ Rahavarat		7,3										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-1,3										
Oman pääoman arvo DCF	13,8											
Oman pääoman arvo DCF per osake	3,33											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	5,00 %
Likviditeettipremio	4,20 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	13,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,9 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	132,8	129,1	109,5	109,5	111,7
EBITDA	7,5	9,1	2,9	2,9	4,0
EBITDA-marginaali (%)	5,6	7,0	2,6	2,7	3,6
EBIT	4,1	6,2	0,3	0,2	1,2
Voitto ennen veroja	3,4	5,6	0,0	-0,2	0,7
Nettovoitto	2,5	3,3	-0,6	-0,4	0,5
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	56,0	56,2	56,4	50,1	46,7
Oma pääoma	22,7	25,2	22,6	21,0	21,1
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	10,9	8,3	13,3	10,5	6,7

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	7,5	9,1	2,9	2,9	4,0
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,1	5,6	-9,2	2,7	3,6
Operatiivinen kassavirta	4,4	12,4	-7,1	5,0	7,4
Vapaa kassavirta	3,6	9,6	-9,1	1,4	4,8

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,61	0,81	-0,15	-0,10	0,13
EPS oikaistu	0,61	0,97	-0,15	-0,10	0,13
Operat. kassavirta per osake	1,05	2,97	-1,70	1,19	1,78
Tasearvo per osake	5,45	6,06	5,44	5,05	5,07
Osinko per osake	0,25	0,37	0,32	0,12	0,17
Voitonjako, %	41	46	-209	-119	129
Osinkotuotto, %	7,1	2,9	4,3	3,6	5,1

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	5,8	16,0	neg.	neg.	25,5
P/B	0,6	2,1	1,4	0,7	0,7
P/Liikevaihto	0,1	0,4	0,3	0,1	0,1
P/CF	3,3	4,3	neg.	2,8	1,9
EV/Liikevaihto	0,1	0,4	0,3	0,2	0,1
EV/EBITDA	2,4	5,3	12,8	6,9	4,1
EV/EBIT	4,4	7,8	142,4	84,0	13,5

Suositus historia, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
23/10/2017	Vähennä	8,10 €	8,14 €
03/11/2017	Lisää	9,00 €	7,87 €
27/11/2017	Lisää	8,00 €	7,44 €
19/01/2018	Vähennä	7,00 €	7,36 €
05/02/2018	Vähennä	7,00 €	6,80 €
30/03/2018	Lisää	6,30 €	5,96 €
02/05/2018	Vähennä	5,50 €	5,62 €
09/08/2018	Vähennä	4,70 €	4,96 €
18/09/2018	Vähennä	4,30 €	4,11 €
15/10/2018	Vähennä	3,80 €	3,87 €
02/11/2018	Vähennä	3,30 €	3,36 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>