

Transformaatio alkaa olla voiton puolella, mutta arvostus kiristää

Tarkistamme Baswaren tavoitehintaa 40,0 euroon (aik. 37,0 euroa) edelleen parantuneiden näkymien ja nousseen hyväksyttävän arvostustason myötä, mutta toistamme vähennä-suosituksen. Yhtiön Q3-tulos oli huomattavasti odotuksia parempi, mutta yksittäinen neljännes ei vielä indikoi nopeaa käännettä kannattavuuteen. Näkemyksemme mukaan Basware alkaa kuitenkin olla voiton puolella vuosia kestäneessä transformaatioissaan kohti pilvipohjaista liiketoimintamallia, vaikka töitä on vielä tehtävänä. Erityisesti tämän vuoden aikana positiiviset merkit ovat vahvistuneet. Suhtaudumme vielä lievällä varauksella osakkeeseen, sillä arvostus heijastelee jo SaaS-liiketoimintamallia sekä Baswaren kasvupotentiaalia.

Q3-raportti näytti etenemistä oikeaan suuntaan

Baswaren Q3-raportti oli kokonaisuudessaan sävyllään positiivinen. Liikevaihto oli viime vuoden tasolla jäädessä hieman sekä meidän että konsensuksen ennusteesta. Strategisesti tärkeä cloud-liikevaihto kasvoi 18 % ja cloud-tuotot vastaavat nyt 55 % myynnistä. SaaS-myyntin orgaaninen kasvu oli kohtalaisen hyvä 33 %, mikä on yksi keskeisiä mittareita Baswaressa. Muu kuin cloud-liikevaihto laski 15 %, mikä kumosi cloud-tuottojen kasvua. Oikaistu käyttökate oli 3,3 MEUR ylittäen selvästi meidän ja markkinoiden ennusteet.

Positiivisemmat lähiajan näkymät

Basware toisti kuluvan vuoden ohjeistuksensa ja arvioi cloud-liikevaihdon kasvavan noin 20 % ja oikaistun EBITDA:n olevan nollassa vuonna 2017. Odotammekin yhtiön cloud-liikevaihdon kasvavan 20 % kuluvaan vuonna. Yhtiön jatkuvien tuottojen tilauskannan kehitys viittaisi siihen, että yhtiön kasvaneet myyntipanostukset purevat ja cloud-tuottojen kasvu pysyy oikealla uralla myös ensi vuonna. Alkuvuoden tuloksen perusteella on mahdollista, että yhtiö ylittää nollassa EBITDA:n ohjeistuksen.

Transformaatio alkaa edetä voiton puolelle

Basware käynnisti viime vuoden lopulla uuden toimitusjohtajan johdolla useita toimenpiteitä, joilla fokusta siirrettiin strategian ripeämpään toimeenpanoon. Näkemyksemme mukaan yhtiö alkaa nyt siirtyä voiton puolelle transformaatioissa, sillä cloud-tuottojen osuus on ylittänyt 50 % ja tarvittavia organisaatiomuutoksia sekä tehostamistoimenpiteitä on viety läpi. Yhtiön ”vanhan liiketoimintamallin” tuottojen (lisenssit, ylläpito ja konsultointi) krooninen lasku tulee kuitenkin rasittamaan kokonaiskasvua vielä vuosien ajan. Baswaren arvomuodostukseen tällä ei ole olennaista vaikutusta, koska kehitys on osa suunniteltua liiketoimintamallin muutosta.

Arvostus korkea, mutta painopisteen siirtyä cloud-tuottoihin tukee arvostusta

Cloud-tuottojen kasvunopeus ja suhteellinen osuus toimivat keskeisinä ajureina Baswaren arvolla tällä hetkellä. Osakkeen arvostus ei saa vielä tukea tulospohjaisista arvostuskertoimista. Yhtiön liikevaihtopohjainen arvostus on kasvunopeuteen nähden haastava (EV/Liikevaihto 2017e 4x). Tarkasteltaessa arvon jakautumista liikevaihtotyyppittäin markkinat hinnoittelevat yhtiön cloud-liikevaihtoa mielestämme liian korkeilla kertoimilla. Emme siten näe osakkeessa nousuvaraa nykyhinnoilla.

Analyttikko

Joni Grönqvist
+358 40 515 3113
joni.gronqvist@inderes.fi



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



Suositus

Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa 40,00 EUR

Edellinen: 37,00



Lähde: Reuters

Ei-lisän päätös 41,75 EUR

12 kk vaihteluväli 31,74-42,47 EUR

Potentiaali -4,2 %

Katso toimitusjohtajan videohaastattelu



Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)		%
2015	143	5	3,3 %	4	0,22	0,00	3,5	41,6	104,1	83,2	0,0 %
2016	149	-14	-9,4 %	-16	-0,99	0,00	3,4	-92,6	-35,8	-76,4	0,0 %
2017e	149	-11	-7,2 %	-14	-0,84	0,00	4,0	255,4	-80,9	-57,3	0,0 %
2018e	157	2	1,3 %	1	0,06	0,00	3,8	30,7	63,0	718,4	0,0 %
2019e	170	8	4,7 %	7	0,41	0,24	3,5	29,0	61,1	102,5	0,6 %
Markkina-arvo, MEUR			601	OPO / osake 2017e, EUR			8,38	CAGR EPS, 2016-2019, %			-174 %
Nettovelka 2017e, MEUR			29	P/B 2017e			5,0	CAGR kasvu, 2016-2019, %			5 %
Yritysarvo (EV), MEUR			593	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			24,0 %	ROE 2017e, %			-9,6 %
Taseen koko 2017e, MEUR			208	Omavaraisuusaste 2017e, %			58,1 %	ROCE 2017e, %			-6,8 %

Q3-raportti vahvasti tarinaa

Liikevaihto oli viime vuoden tasolla ja jäi hieman ennusteista

Q3-liikevaihto oli viime vuoden tasolla 35,4 MEUR:ssa jääden hieman meidän 36,2 MEUR:n ennusteesta. Baswaren cloud-liikevaihto kasvoi 18 % 19,3 MEUR:oon ollen 55 % yhtiön liikevaihdosta. Baswaren liikevaihdon kasvua hidastaa edelleen "vanhan liiketoimintamallin" tuottojen (lisenssit, ylläpito ja konsultointi) krooninen lasku. Myös cloud-liiketoiminnan puolella on edelleen potentiaalia kiihdyttää vauhtia myyntitoimintojen ja asiakkaiden käyttöönottoprojektien nopeudessa. Merkkejä paremmasta on kuitenkin vähitellen nähtävissä.

Tarkastellessa liikevaihtoa tyypeittäin, tärkeä SaaS-liiketoiminta kasvoi neljänneksellä 33 %. Muiden cloud-liikevaihtorivien osalta Transaktiopalvelut kasvoivat 13 % kun taas Muut cloud-tuotot laskivat 20 %. Näin ollen pilvituottojen (SaaS, Transaktiopalvelut ja Muut pilvituotot) yhteenlaskettu kasvu oli 18 %. Baswaren kasvua hidasti edelleen muiden kuin cloud-tuottojen eli Konsultointipalveluiden (-14 % Q3 v/v), Ylläpitotuottojen (-12 % Q3 v/v) ja Lisenssimyynnin (-31% Q3 v/v) lasku.

Yhtiö alkoi Q1:llä raportoida sen jatkuvien tuottojen bruttotilaukanta, joka heijastelee uusien jatkuvien tuottojen määrää ja näkyy liikevaihdossa viiveellä. Tilaukanta kasvoi 2,2 MEUR Q3:lla ja 17 % vertailukaudesta. Yhteensä tilaukanta on kasvanut 9,5 MEUR kuluvana vuonna tai 66 % verrattuna

edellisen vuoden vastaavaan ajanjaksoon. Tämä viittaisi siihen, että yhtiön kasvaneet myyntipanostukset purevat ja SaaS-myyntin kasvu jatkuu. Tilaukannasta on kuitenkin saatavilla vasta hyvin lyhyt ja niukka historia, joten sen tuoma ennustettavuus paranee ajan myötä. Tilaukannan 66 % kasvu ei siis ennakoisi suoraan vastaavan suuruista kasvua SaaS-liikevaihtoon, vaan se heijastelee jatkuvien sopimusten myynnissä onnistumista vertailukauteen nähden. Tämä taas näkyy viiveellä jatkuvien tuottojen kasvussa, kun asiakkaat saadaan vietyä tuotantoon.

Käyttökate ylitti selvästi odotukset

Q3:n oikaistu käyttökate oli 3,3 MEUR kun itse odotimme 0,7 MEUR ja konsensus 1,1 MEUR lukua. Tulosta paransi yhtiön viime vuonna aloittama tehostamisohjelma. Yhtiö on Q3:n loppuun mennessä saavuttanut 3,3 MEUR:n kustannussäästöt (joista 1,6 MEUR Q3:lla) ja odottaa saavuttavansa yhteensä 5-6 MEUR:n säästöt. Baswaren raportoitu liikevoitto oli 0,8 MEUR ja sisälsi 0,2 MEUR kertaluonteisia eriä. Liiketoiminnan murros ja kasvupanostukset painavat edelleen tulosta, mutta kehitys paranee asteittain kuten Q3:lla nähtiin. Emme pidä Q3:n kannattavuusparannusta kuitenkaan vielä merkinä nopeasti trendimuutoksesta yhtiön kannattavuuskehitykseen. Lisäksi yhtiön fokus pysyy jatkossakin cloud-kasvussa kannattavuuden sijaan.

Ennustetaulukko	Q3'16	Q3'17	Q3'17e	Q3'17e	Konsensus		Erotus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	35,3	35,4	36,2	36,4	36,1	36,9	-2 %	148,7
EBITDA (oik.)	1,4	3,3	0,7	1,3	0,2	2,2	n.a.	0,7
EBITDA	0,0	3,1	0,7	1,1	0,1	2,2	n.a.	-1,0
Liikevoitto	-2,2	0,8	-1,9	-1,5	-2,7	-0,3	n.a.	-10,6
Tulos ennen veroja	-3,9	0,3	-2,9	-2,0	-2,9	-0,9	n.a.	-14,0
EPS (raportoitu)	-0,26	0,02	-0,16	-0,13	-0,22	-0,06	n.a.	-0,84
Liikevaihdon kasvu-%	5,0 %	0,4 %	2,6 %	3,1 %	2,3 %	4,5 %	-2,1 %-yks.	0,1 %
Liikevoitto-%	-6,3 %	2,3 %	-5,2 %	-4,1 %	-7,5 %	-0,8 %	7,6 %-yks.	-7,2 %

Lähde: Inderes & Vara Research (konsensus)

Ennustemuutokset

Q3-raportin pohjilta vain pientä hienosäätöä

Basware piti ennallaan ohjeistuksensa (cloud-kasvu 20 % ja EBITDA nollatasolla), vaikka yhtiön käyttökate on alkuvuoden perusteella ylittämässä ohjeistuksen. Tämä tarkoittanee, että Q4 tulee olemaan jälleen negatiivinen käyttökateen osalta. Arviomme mukaan Q4:n puolelle tulee jaksottumaan enemmän kustannuksia, kun taas Q3:lla kulutaso oli hyvin matala. Odotamme Q4:n liikevaihdon laskevan 2,8 % 39,1 MEUR:oon. Lisäksi odotamme Q4:n käyttökateen olevan -1,3 MEUR.

Laskimme vuosien 2018-2019 liikevaihto ennusteita 2 %. Lisäksi teimme absoluuttisesti pieniä viilauksia tulostasoihin. Odotamme tällä hetkellä yhtiön liikevaihdon kasvavan pilvipalveluiden

vetämänä 0 %, 6 % ja 8 % vuosina 2017e-2019e. Ennustamme yhtiön transformaation painavan kannattavuutta vielä kuluvana vuonna, mutta kannattavuuden paranevan asteittain tulevina neljänneksinä. Odotamme liikevoitto-%:n olevan -7 %, 1 % ja 5 % vuosina 2017e-2019e. Näin ollen yhtiö alkaa näyttää luvuissa kasvu- ja kannattavuuspotentiaaliaan aikaisintaan vasta vuosikymmenen lopulla.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2017e Vanha	2017e Uusi	Muutos %	2018e Vanha	2018e Uusi	Muutos %	2019e Vanha	2019e Uusi	Muutos %
Liikevaihto	151	149	-2 %	161	157	-2 %	173	170	-2 %
Käyttökate ilman kertaeriä	0,5	0,7	n.a.	14,8	11,9	-19 %	21,7	18,7	-14 %
Liikevoitto	-11,3	-10,6	n.a.	3,0	2,0	-33 %	10,0	8,0	-20 %
Tulos ennen veroja	-15,1	-14,0	n.a.	1,8	0,8	-56 %	9,1	6,9	-24 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,81	-0,73	n.a.	0,11	0,06	-49 %	0,53	0,41	-23 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	
Lähde: Inderes									

Arvostustaso

Cloud-liiketoimintojen arvo jo hinnassa

Tarkastelemme Baswaren arvoa yhtiön liiketoimintamallien kautta eri liikevaihtoerien perusteella kuluvan vuoden ennusteiden perustella. Tarkastelemme ensiksi yhtiön "vanhan liiketoimintamallin" nykyarvoa ja tästä jäljelle jäävään arvon perusteella tarkastelemme cloud-liiketoiminnan arvoa.

Baswaren vanhan liiketoiminnan arvon olemme laskeneet käyttäen Konsultointipalveluille IT-palveluyhtiöille hieman keskimääräistä alemmaa 1x EV/liikevaihto-kerrointa, jolloin tämän liiketoiminnan arvoksi muodostuu 28 MEUR. Lisenssimyynnille ja Ylläpitotuotoille olemme laskeneet kassavirtojen nykyarvon (NPV) arvioimalla näiden erien kassavirrat 10 vuoden ajalta huomioiden niiden voimistuva laskutrendi liiketoimintamallin muutoksesta johtuen. Näiden erien nykyarvoksi muodostuu näin 116 MEUR. Näin ollen olemme saaneet Baswaren "vanhalle liiketoiminnalle" 144 MEUR:n yritysarvon (EV).

Kun yhtiön nykyisestä velattomasta markkina-arvosta vähennetään "vanhan liiketoimintamallin" arvo, saamme cloud-liiketoiminnan arvoksi 479 MEUR. Tämä vastaa noin 6x EV/Liikevaihto-kerrointa yhtiön cloud-liiketoiminnalle. Kun kerrointa peilataan cloud-tuottojen noin 20 %:n kasvunopeuteen sekä SaaS-yhtiöiden arvostustasoihin, ei arvostuksessa ole arviomme mukaan olennaista nousuvaraa.

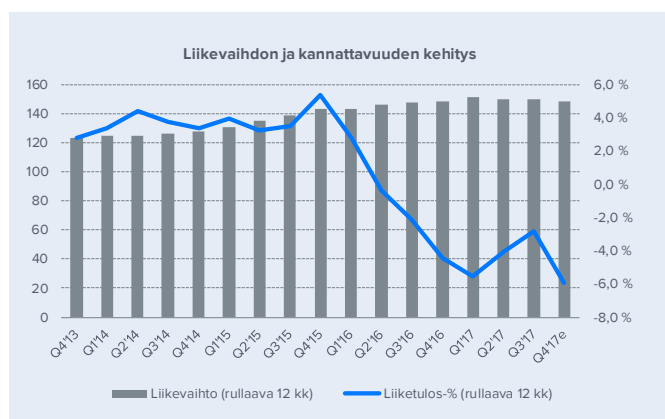
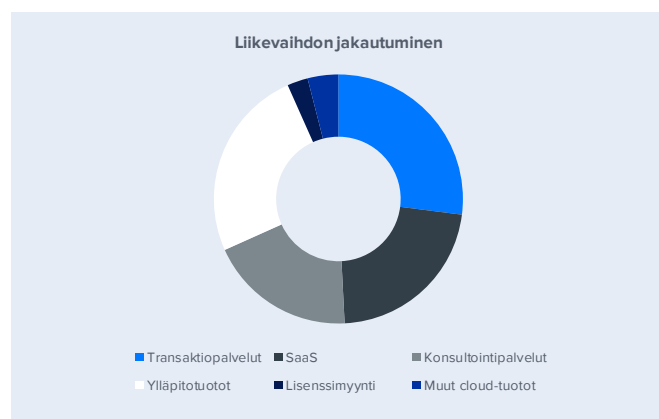
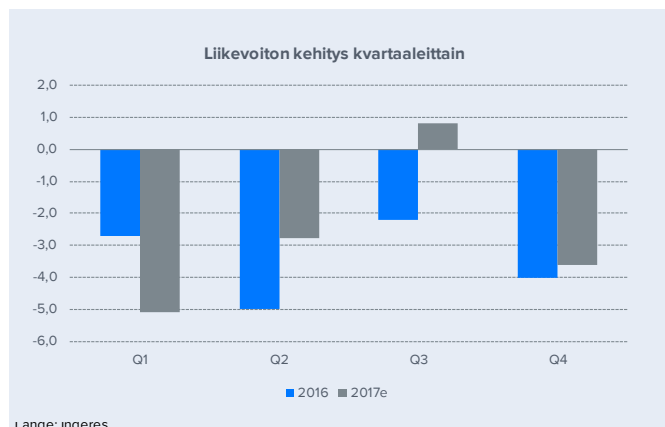
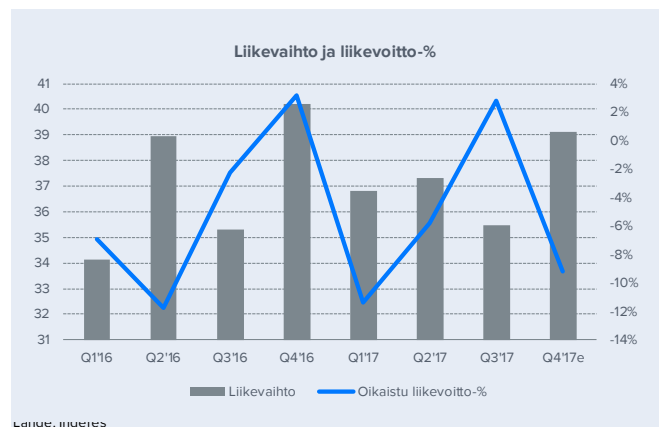
Arvostus, MEUR	
+Konsultointipalvelut (EV)	28
+Ylläpito ja lisenssit (NPV)	116
=Vanhan liiketoimintamallin EV	144
- Baswaren EV	623
=Cloud-liiketoiminnan EV	479
Cloud-liiketoiminnan liikevaihto 2017e	79
Cloud-liiketoiminnan EV/liikevaihto	6,1

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	143,4	34,1	38,9	35,3	40,2	148,6	36,8	37,3	35,5	39,1	148,7	157,5	169,9
Transaktiopalvelut	33,3	8,4	8,9	8,5	10,2	36,0	9,6	9,6	9,6	11,3	40,2	45,0	50,8
SaaS	11,8	3,6	5,9	6,3	7,2	23,0	7,4	8,2	8,5	9,0	33,0	42,9	52,8
Konsultointipalvelut	35,6	8,1	9,5	7,4	9,4	34,4	7,5	7,3	6,4	7,2	28,4	26,1	24,8
Ylläpito tuotot	41,7	10,1	10,4	10,2	10,1	40,8	9,8	9,4	9,0	9,1	37,2	34,3	32,5
Lisenssimyynti	10,9	1,5	2,6	1,1	2,0	7,2	0,9	1,1	0,8	1,2	4,0	3,0	2,2
Muut cloud-tuotot	10,1	2,4	1,7	1,7	1,5	7,3	1,4	1,8	1,3	1,4	5,9	6,2	6,7
Käyttökate (oik.)	11,9	-0,5	-2,5	1,4	3,7	2,1	-1,6	0,3	3,3	-1,3	0,7	11,9	18,7
Poistot ja arvonalennukset	-7,2	-1,8	-2,1	-2,2	-2,4	-8,6	-2,6	-2,5	-2,3	-2,3	-9,7	-9,9	-10,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,0	-2,4	-4,6	-0,8	1,3	-6,5	-4,2	-2,2	1,0	-3,6	-9,0	2,0	8,0
Liikevoitto	4,7	-2,7	-5,0	-2,2	-4,0	-13,9	-5,1	-2,8	0,8	-3,6	-10,6	2,0	8,0
Group EBIT	4,7	-2,7	-5,0	-2,2	-4,0	-13,9	-5,1	-2,8	0,8	-3,6	-10,6	2,0	8,0
Nettorahoituskulut	0,5	-0,4	0,0	-1,2	1,5	-0,1	-0,5	-0,5	-0,4	-0,5	-1,9	-2,2	-3,1
Tulos ennen veroja	3,6	-3,8	-5,6	-3,9	-2,9	-16,3	-6,1	-3,6	0,3	-4,6	-14,0	0,8	6,9
Verot	-0,5	0,8	1,1	0,2	-0,2	1,9	0,7	0,2	0,0	0,9	1,8	0,0	-1,0
Vähemmistöosuudet	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
Nettotulos	3,1	-3,0	-4,5	-3,7	-3,1	-14,3	-5,4	-3,4	0,3	-3,7	-12,2	0,8	5,9
EPS (oikaistu)	0,45	-0,18	-0,29	-0,16	0,15	-0,48	-0,31	-0,20	0,03	-0,26	-0,73	0,06	0,41
EPS (raportoitu)	0,24	-0,21	-0,32	-0,26	-0,22	-1,01	-0,38	-0,24	0,02	-0,26	-0,84	0,06	0,41

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	12,3 %	0,2 %	6,4 %	5,0 %	2,7 %	3,6 %	7,8 %	-4,2 %	0,5 %	-2,8 %	0,1 %	5,9 %	7,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	84 %	-308 %	-1438 %	-151 %	-74 %	-181 %	77 %	-53 %	-223 %	-379 %	39 %	-122 %	300 %
Käyttökate-%	8,3 %	-2,5 %	-7,4 %	-0,1 %	-4,0 %	-3,6 %	-6,8 %	-0,8 %	8,8 %	-3,3 %	-0,7 %	7,6 %	11,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,6 %	-6,9 %	-11,8 %	-2,3 %	3,2 %	-4,4 %	-11,4 %	-5,8 %	2,8 %	-9,2 %	-6,0 %	1,3 %	4,7 %
Nettotulos-%	2,1 %	-8,7 %	-11,6 %	-10,5 %	-7,8 %	-9,6 %	-14,6 %	-9,1 %	0,9 %	-9,4 %	-8,2 %	0,5 %	3,5 %

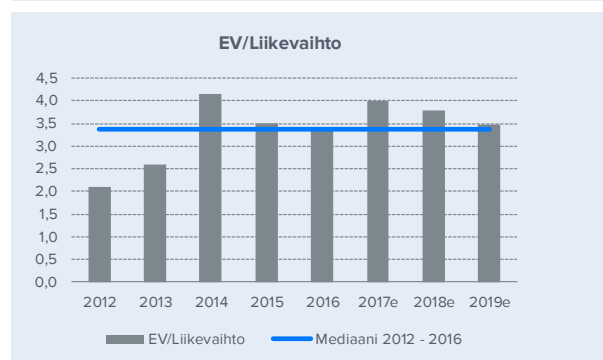
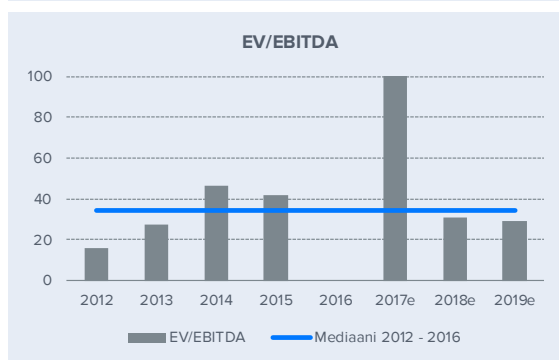
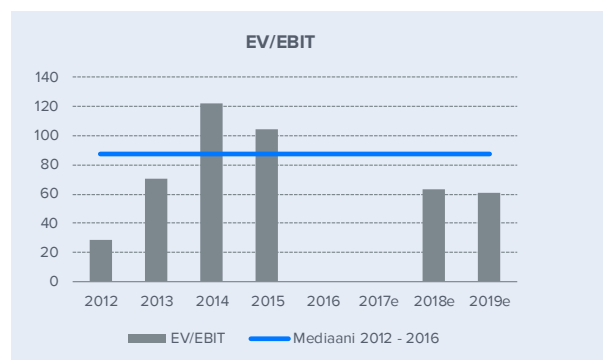
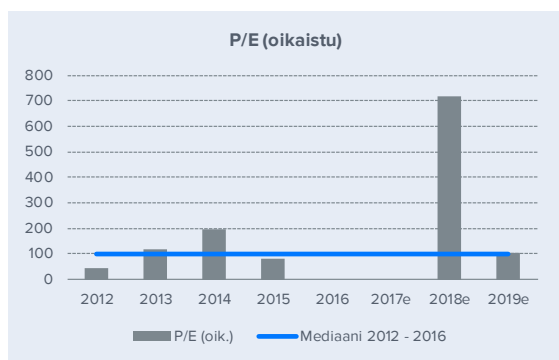
Lähde: Inderes



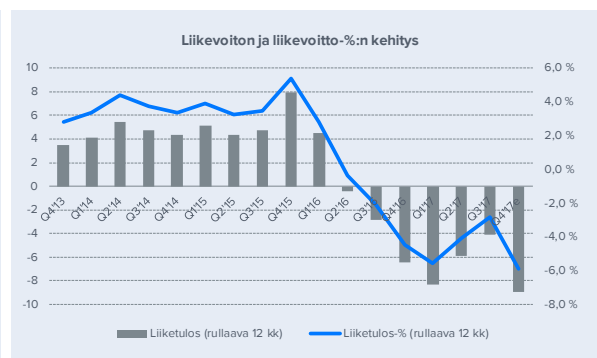
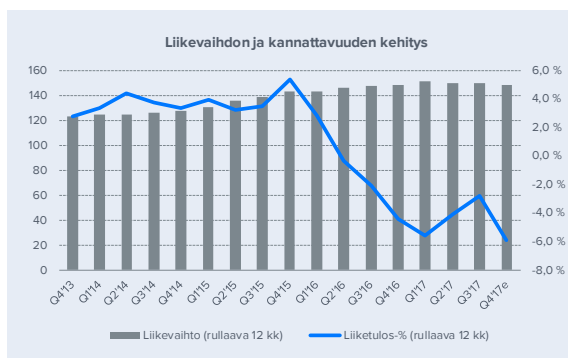
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	20,25	25,03	41,05	37,32	36,30	41,75	41,75	41,75	41,75
Markkina-arvo	262	324	584	531	523	601	601	601	601
Yritysarvo (EV)	238	319	530	501	500	593	597	591	581
P/E (oik.)	44,7	118,2	197,1	83,2	neg.	neg.	718,4	102,5	43,6
P/E	44,7	124,2	197,1	172,2	neg.	neg.	718,4	102,5	43,6
P/Kassavirta	-19,6	-23,2	55,4	-27,6	-11,4	-41,9	-248,7	101,0	45,3
P/B	2,6	3,3	4,2	3,8	3,9	5,0	4,9	4,7	4,4
P/S	2,3	2,6	4,6	3,7	3,5	4,0	3,8	3,5	3,3
EV/Liikevaihto	2,1	2,6	4,1	3,5	3,4	4,0	3,8	3,5	3,2
EV/EBITDA	16,1	27,5	46,7	41,6	neg.	255,4	30,7	29,0	20,8
EV/EBIT	28,6	70,4	122,4	104,1	neg.	neg.	63,0	61,1	35,1
Osinko/tulos (%)	50,7 %	114,2 %	48,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	1,1 %	0,9 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,6 %	1,4 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rollaava 12 kk)

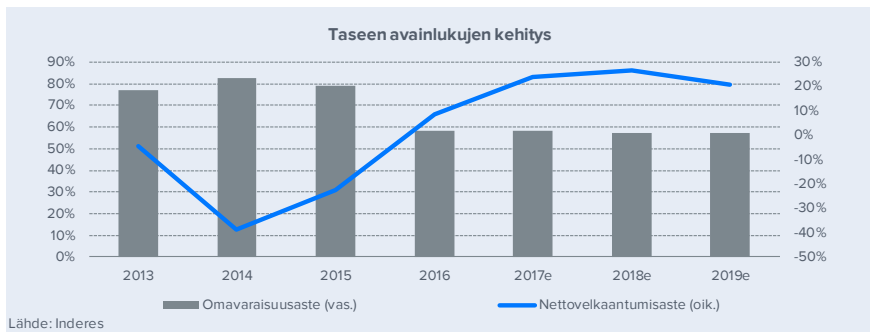


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	84	116	158	160	161
Liikearvo	50	69	97	97	97
Aineettomat oikeudet	25	36	47	49	50
Käyttöomaisuus	1	1	2	2	2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	1	1	1
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	1	2	3	3	3
Laskennalliset verosaamiset	6	6	9	8	8
Vaihtuvat vastaavat	85	63	69	48	50
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	26	29	33	30	31
Likvidit varat	59	33	36	18	19
Taseen loppusumma	169	179	227	208	212

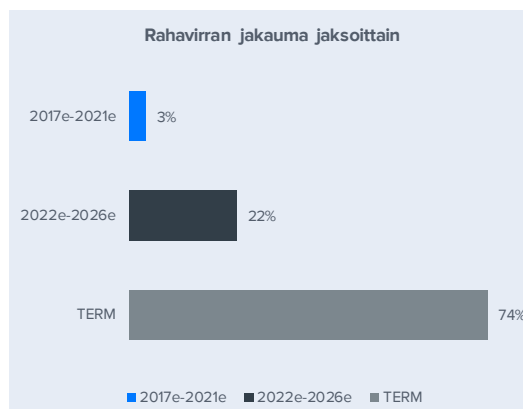
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	140	141	133	121	122
Osakepääoma	4	4	4	4	4
Kertyneet voittovarot	34	36	22	10	11
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	102	101	107	107	107
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	5	6	49	38	41
Laskennalliset verovelat	3	6	6	6	6
Varaukset	0	0	5	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	2	0	37	30	33
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	1	2	2	2
Lyhytaikaiset velat	24	31	45	49	49
Lainat rahoituslaitoksilta	3	2	11	16	18
Lyhytaikaiset korottomat velat	21	29	34	33	31
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	169	179	227	208	212



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	-13,9	-10,6	2,0	8,0	16,5	32,9	46,9	52,6	52,0	56,2	57,6	
+ Kokonaispoistot	8,6	9,7	9,9	10,7	11,4	12,0	12,6	12,6	12,6	13,7	14,1	
- Maksetut verot	-0,2	2,0	0,5	-0,6	-2,5	-6,1	-9,3	-10,8	-10,8	-11,7	-12,1	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,3	-0,5	-0,7	-0,7	-0,5	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	
- Käyttöpääoman muutos	1,3	1,7	-3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	-4,4	2,4	8,9	17,4	24,9	38,4	50,0	54,4	54,0	58,4	59,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	6,4	-5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-48,0	-11,7	-11,4	-11,5	-11,6	-11,8	-12,1	-12,3	-17,0	-15,1	-15,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-46,0	-14,3	-2,4	6,0	13,3	26,6	37,9	42,1	37,0	43,3	44,3	
+/- 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	-46,0	-14,3	-2,4	6,0	13,3	26,6	37,9	42,1	37,0	43,3	44,3	800,7
Diskontattu vapaa kassavirta	-14,1	-2,2	5,0	10,3	19,1	25,2	25,9	21,1	22,7	21,5	389,0	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	523,5	537,6	539,8	534,8	524,4	505,3	480,1	454,2	433,2	410,5	389,0	
Velaton arvo DCF	523,5											
- Korolliset velat		-47,3										
+ Rahavarat		35,8										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF	548,7											
Oman pääoman arvo DCF per osake	38,10											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,5 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,2 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	127,7	143,4	148,6	148,7	157,5
EBITDA	11,4	11,9	-5,4	-1,0	11,9
EBITDA-marginaali (%)	8,9	8,3	-3,6	-0,7	7,6
EBIT	4,3	4,7	-13,9	-10,6	2,0
Voitto ennen veroja	4,3	3,6	-16,3	-14,0	0,8
Nettovoitto	3,0	3,1	-14,3	-12,2	0,8
Kertaluontoiset erät	0,0	-3,3	-7,5	-1,7	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	168,8	178,5	227,0	207,8	211,6
Oma pääoma	139,7	141,1	132,9	120,7	121,5
Liikearvo	50,3	69,3	96,8	97,3	97,4
Korolliset velat	5,0	1,7	47,3	46,8	51,0

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	11,4	11,9	-5,4	-1,0	11,9
Nettokäyttöpääoman muutos	4,5	5,2	1,3	1,7	-3,0
Operatiivinen kassavirta	15,2	19,0	-4,4	2,4	8,9
Vapaa kassavirta	10,5	-19,2	-46,0	-14,3	-2,4

Yhtiökuvaus
Basware on maailman johtava hankinnasta maksu- ja verkkolaskuratkaisujen toimittaja. Basware Commerce Network on maailman suurin, avoin yritysten välinen verkosto, joka mahdollistaa vaivattoman yhteistyön ja kaupankäynnin jo miljoonalle ostajalle ja myyjälle yli sadassa eri maassa. Baswaren avulla organisaatiot voivat tehostaa talousohjaustaan ja talous- ja hankintatoimintojaan sekä yksinkertaistaa ja sujuvoittaa niihin liittyviä prosesseja. Baswaren ratkaisujen avulla kaikenkokoiset organisaatiot nousevat uudelle tasolle kulukontrollissaan ja tehokkuudessaan. Baswaren ratkaisut tuovat merkittäviä kustannussäästöjä sekä tehostavat kassavirtaa täysin uudella tavalla ostaa ja myydä.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	0,21	0,22	-0,99	-0,84	0,06
EPS oikaistu	0,21	0,45	-0,48	-0,73	0,06
Operat. kassavirta per osake	1,07	1,34	-0,31	0,17	0,62
Tasearvo per osake	9,83	9,93	9,23	8,38	8,44
Osinko per osake	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00
Voitonjako, %	48	0	0	0	0
Osinkotuotto, %	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	197,1	172,2	neg.	neg.	718,4
P/B	4,2	3,8	3,9	5,0	4,9
P/Liikevaihto	4,6	3,7	3,5	4,0	3,8
P/CF	38,3	27,9	neg.	246,0	67,2
EV/Liikevaihto	4,1	3,5	3,4	4,0	3,8
EV/EBITDA	46,7	42,1	neg.	neg.	50,0
EV/EBIT	122,4	107,1	neg.	neg.	298,3

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Ilmarinen	10,8 %
Sihvo, Ilkka	6,2 %
Eräkangas, Kirsi	4,9 %
Vaajoensuu, Hannu	4,7 %
OP Delta	3,1 %

Suositteluhistoria, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
3.2.2016	Vähennä	32,00 €	31,80 €
11.4.2016	Vähennä	36,00 €	38,70 €
20.4.2016	Vähennä	37,00 €	39,00 €
20.7.2016	Vähennä	35,00 €	35,50 €
6.10.2016	Vähennä	36,00 €	39,37 €
20.10.2016	Vähennä	36,00 €	38,50 €
30.11.2016	Vähennä	36,00 €	36,80 €
2.2.2017	Vähennä	32,00 €	32,30 €
10.4.2017	Vähennä	32,00 €	34,10 €
21.4.2017	Vähennä	33,00 €	34,56 €
20.7.2017	Vähennä	37,00 €	39,50 €
19.10.2017	Vähennä	40,00 €	41,76 €

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