

Aspocomp

Yhtiöpäivitys

21.12.2018

- Positiivinen tulosvaroitusta kertoo erittäin vahvasta Q4-tuloksesta
- Tulokasvunäkymä on hyvä myös ensi vuodelle, mutta epävarmuus on korkea
- Arvostuskertoimet ovat maltillisia (2019e P/E 10x), mutta nousuvara perustuu tulokasvun jatkumiseen

Tulosvaroitusta tukee myös näkymiä

Piirilevy-yhtiö Aspocomp antoi eilen varsin voimakkaamman positiivisen tulosvaroituksen, jonka perusteella Q4-tulos tulee olemaan erittäin vahva. Tämä kruunaa yhtiön vahvan vuoden 2018 ja olemme nostaneet myös vuoden 2019 ennusteitamme selvästi. Samalla nostamme tavoitehintamme 4,0 euroon (aik. 3,8 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme edelleen maltillisen arvostuksen takia. Muistutamme kuitenkin sijoittajia korkeista riskeistä sekä heikosta näkyvyydestä, joka voi aiheuttaa myös negatiivisia yllätyksiä.

Muutenkin vahvalle vuodelle erittäin hyvä lopetus

Aspocomp antoi eilen (jälleen) voimakkaan positiivisen tulosvaroituksen. Yhtiö arvioi nyt liikevaihdon kasvavan noin 20 % (aik. noin +15 %) ja liike tuloksen olevan noin 2,5 MEUR (aik. noin 2 MEUR). Vuoden 2017 liikevaihto oli 23,9 MEUR ja liike tulos oli 0,8 MEUR. Taustalla on yhtiön mukaan aikaisempaa arviota vahvempi asiakaskysyntä Q4:llä. Vaikka pidimme positiivista tulosvaroitusta hyvin mahdollisena, oli varoitus yllättävän voimakas ja indikoi Q4-tuloksen olleen erittäin vahva joulukuun rikkonaisuudesta huolimatta. Liikevaihto kasvaa Q4:llä noin 29 % ja liikevoittomarginaali nousee noin 10,5 %:n tasolle (Q4'17: 6,5 %), joten tulospaannus Q4:llä on erittäin suuri. Tulos on ollut voimakkaassa nousutrendissä ja odotamme yhtiön pystyvän vielä parempaan ensi vuonna, kunhan kysyntätilanne pysyy hyvänä.

Nostimme myös lähivuosien ennusteita

Olemme nostaneet 2018 ennusteemme tulosvaroituksen tasolle, kun aiemmin odotimme liikevaihdon kasvavan 15,4 % ja liikevoiton olevan 2,1 MEUR. Muutokset olivat huomattavia (+17 %), vaikka ne kohdistuvat vain Q4-ennusteisiin. Tämä kertoo osittain myös liiketoiminnan heikosta näkyvyydestä. Vuoden 2018 ennusteiden merkittävä nousu tarkoittaa myös osingon nousua, koska yhtiö pitää kiinni vähintään 33 %:n tavoitellusta osingon jakosuhteesta (osinkotuotto 3,2 %). Olemme nostaneet myös 2019 ennusteita, kun yhtiö on jälleen todistanut pystyvänsä voimakkaaseen kannattavaan kasvuun ja kysyntä näkymät ovat arviomme mukaan edelleen vahvat. Odotamme liikevaihdon kasvun hidastuvan ensi vuonna selvästi noin 9-10 %:n tasolle ja liikevoittomarginaalin nousevan 9,1 %:n tasolle (2018e: 8,7 %), mikä tarkoittaa noin 10 %:n EPS-kasvua. Vuoden 2019 tulosen nusteemme nousivat noin 14-16 %, mutta näkyvyys tuloskehitykseen on heikko ja ennusteisiin liittyy merkittävästi epävarmuutta. Suurin epävarmuustekijä on mielestämme 5G-kysyntä, joka voi vaihdella merkittävästi tuotekehityssyörien mukana. Kokonaisuutena kysyntäajurit ovat kuitenkin edelleen hyvät.

Arvostus on laskenut, mutta emme näe kertoimissa nousuvaraa

Koska ennusteemme ovat nousseet enemmän kuin osakekurssi, osakkeen arvostuskertoimet ovat muutoksien jälkeen aiempaa alhaisempia. Osakkeen 2019e P/E on alle 10x ja EV/EBITDA noin 7x, mitkä ovat yhtiölle mielestämme maltillisia. Menestyksenkäs vuosi 2018 parantaa yhtiön taloudellista track-recordia ja odotamme yhtiön tilin päätöksen myös vahvistavan, että positiivinen kehitys on ollut laaja-alaista. Odotamme edelleen yhtiön tulevan 2019 ohjeistuksen indikoivan kasvun jatkuvan hyvällä tasolla ja vahvistavan tulospaannuodotusta, joka on tärkeä osakkeen tuotto-odotuksen kannalta. Vaikka yhtiön sisäinen kehitys on mielestämme vakuuttavaa, kohonneiden ennusteiden ja heikon näkyvyyden yhdistelmän takia myös tulospettymyksien vaara on mielestämme noussut. Lisäksi osakemarkkinoiden tällä hetkellä erittäin negatiivinen sentimentti rajoittaa osakkeen nousuvaraa ja painaa ainakin väliaikaisesti myös Aspocompin arvostustasoa. Tämän takia emme näe arvostuskertoimissa nousuvaraa, vaan potentiaali pohjautuu tulospaannun jatkumiseen.

Analyttikot



Juha Kinnunen
+358 40 778 1368
juha.kinnunen@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Lisää

(aik. Lisää)



4,00 EUR

(aik. 3,80 EUR)

Osakekurssi: 3,78 EUR

Potentiaali: 5,8 %

Ohjeistus

(Noussut)

Aspocomp arvioi liikevaihdon kasvavan noin 20 % (aik. noin +15 %) ja liike tuloksen olevan noin 2,5 MEUR (aik. noin 2 MEUR). Vuoden 2017 liikevaihto oli 23,9 MEUR ja liike tulos oli 0,8 MEUR.

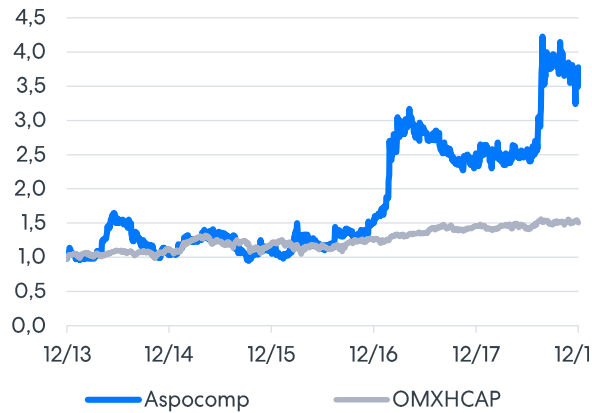
Avainluvut

	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	24	29	31	34
kasvu-%	11 %	20 %	10 %	10 %
EBIT oik.	0,8	2,5	2,9	2,8
EBIT-% oik.	3,5 %	8,7 %	9,1 %	8,0 %
Nettotulos	1,3	2,4	2,6	2,5
EPS (oik.)	0,19	0,35	0,39	0,37

P/E (oik.)	12,5	10,7	9,7	10,2
P/B	1,3	1,8	1,6	1,5
Osinkotuotto-%	3,0 %	3,2 %	3,4 %	3,7 %
EV/EBIT (oik.)	20,0	11,3	11,2	11,3
EV/EBITDA	8,8	7,7	7,0	6,6
EV/Liikevaihto	0,7	1,0	1,0	0,9

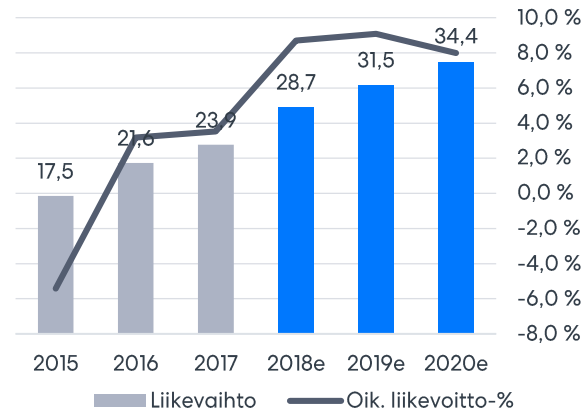
Lähde: Inderes

Osakekurssi



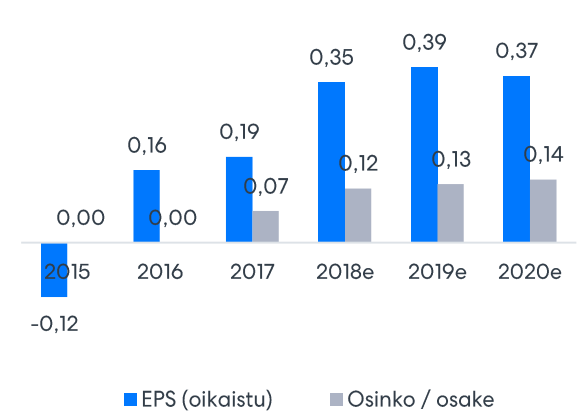
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- 5G:n jatkuva kehitys
- Asiakaskunnan laajentaminen ja vahvistus ennen 5G:n hyttymistä
- Strateginen laajentuminen kokonaistoimituksiin
- Hyväksyttävän arvostustason nousu riskiprofiilin pienentyessä



Riskitekijät

- Riippuvuus yksittäisistä asiakkaista ja asiakassektorista
- Voimakkaasti vaihteleva kysyntä ja heikko näkyvyys
- Nykyisen hyvän tulostason kestävyys
- Hyväksyttävän arvostustason laskeminen osakemarkkinoilla



Arvostus

- Arvostustaso noussut merkittävästi historian matalilta tasoilta
- 2019e arvostuskertoimet ovat maltillisia, mutta emme näe niissä tällä hetkellä nousuvaraa
- Hinnoiteltu preemiolla suhteessa verrokkeihin
- Tuloskasvun täytyy jatkua, jotta osakkeessa on nousuvaraa

MCAP
25
MEUR

EV
28
MEUR

EV/EBIT
11,2
2019e

P/E (oik.)
9,7
2019e

Ennustemuutokset

Aspocompin todella vahva Q4-kasvu ja tulos vahvistavat jälleen luottamustamme siitä, että yhtiö on sisäisesti erittäin hyvässä kunnossa.

Markkinatilanteen kehitykseen liittyy kuitenkin merkittävää epävarmuutta ja kysyntä voi vaihdella voimakkaasti lyhyelläkin aikavälillä, minkä takia ennusteisiin liittyy merkittävää epävarmuutta.

Vuoden 2018 tulostaso on nyt tiedossa

Aspocomp arvioi tulosvaroituksensa yhteydessä liikevaihdon kasvavan noin 20 % ja liiketuloksen olevan noin 2,5 MEUR. Olemme nostaneet 2018 ennusteemme tulosvaroituksen tasolle, kun aiemmin odotimme liikevaihdon kasvavan 15,4 % ja liikevoiton olevan 2,1 MEUR. Muutokset olivat huomattavia (+17 %), vaikka ne kohdistuvat vain Q4-ennusteisiin. Tämä kertoo osittain myös liiketoiminnan heikosta näkyvyydestä.

Vuoden 2018 ennusteiden merkittävä nousu

tarkoittaa myös osingon nousua, koska yhtiö pitäne kiinni vähintään 33 %:n tavoitellusta osingon jakosuhteesta. Odotamme jakosuhteen olevan tavoitteen alalaidassa, mikä antaisi osakkeen osinkotuotoksi noin 3,2 %.

Nostimme myös 2019 ennusteita

Olemme nostaneet myös 2019 ennusteita, kun yhtiö on jälleen todistanut pystyvänsä voimakkaaseen kannattavaan kasvuun ja kysyntänäkymät ovat arviomme mukaan edelleen vahvat. Odotamme liikevaihdon kasvun hidastuvan ensi vuonna selvästi noin 9-10 %:n tasolle ja liikevoittomarginaalin nousevan 9,1 %:n tasolle (2018e: 8,7 %), mikä tarkoittaa noin 10 %:n EPS-kasvua.

Vuoden 2019 tulosennusteemme nousivat noin 14-16 %, mutta näkyvyys tuloskehitykseen on heikko ja ennusteisiin liittyy merkittävästi epävarmuutta. Suurin epävarmuustekijä on mielestämme 5G-

kysyntä, joka voi vaihdella merkittävästi tuotekehityssyörien mukana.

Kokonaisuutena kysyntäajurit ovat kuitenkin edelleen hyvät, ja Aspocompia tukee myös pienempien asiakkaiden oletettavasti jatkuva kasvu. Yhtiön kasvunäkymä ei ole riippuvainen yleisestä markkinakehityksestä, sillä yhtiö on niche-toimija laajalla toimialalla. Nykyisessä tilanteessa tämä on mielestämme positiivista, sillä yleisen markkinakehityksen suhteen olemme tällä hetkellä vähintäänkin varovaisia.

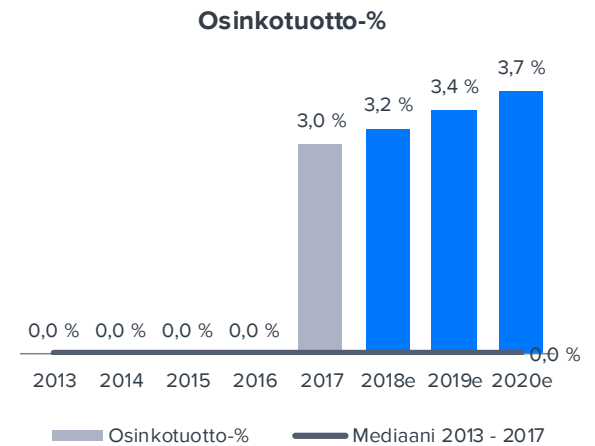
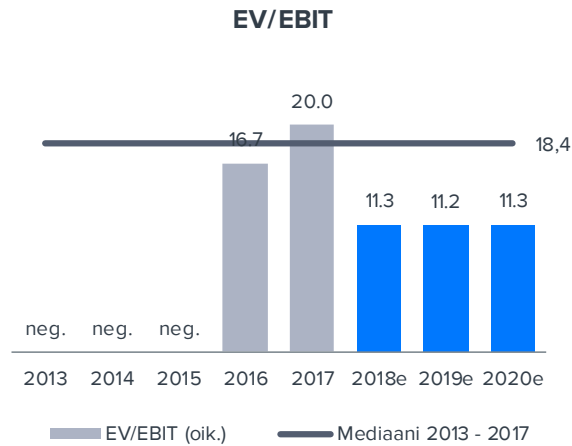
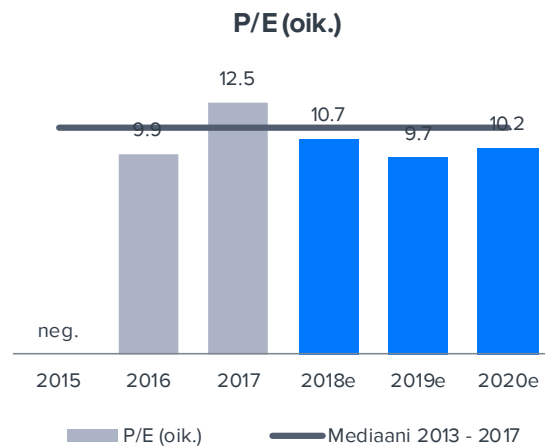
Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	27,6	28,7	4 %	30,4	31,5	3 %	33,3	34,4	3 %
Käyttökate	3,3	3,7	11 %	4,2	4,6	9 %	4,5	4,7	6 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,1	2,5	17 %	2,5	2,9	14 %	2,5	2,8	10 %
Liikevoitto	2,1	2,5	17 %	2,5	2,9	14 %	2,5	2,8	10 %
Tulos ennen veroja	2,0	2,4	18 %	2,2	2,6	16 %	2,2	2,5	13 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,30	0,35	18 %	0,34	0,39	16 %	0,33	0,37	13 %
Osakekohtainen osinko	0,10	0,12	20 %	0,12	0,13	8 %	0,13	0,14	8 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	1,14	1,04	1,12	1,60	2,37	3,78	3,78	3,78	3,78
Osakemäärä, milj. kpl	6,41	6,41	6,41	6,41	6,67	6,67	6,67	6,67	6,67
Markkina-arvo	7,3	6,7	7,2	10	16	25	25	25	25
Yritysarvo (EV)	6,9	7,2	8,2	12	17	28	32	31	30
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	9,9	12,5	10,7	9,7	10,2	9,9
P/E	neg.	neg.	neg.	9,9	12,5	10,7	9,7	10,2	9,9
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	neg.	91,5	neg.	neg.	8,8	11,7
P/B	0,6	0,6	0,8	1,0	1,3	1,8	1,6	1,5	1,3
P/S	0,4	0,3	0,4	0,5	0,7	0,9	0,8	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,5	0,5	0,7	1,0	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA (oik.)	8,6	neg.	neg.	6,6	8,8	7,7	7,0	6,6	6,3
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	16,7	20,0	11,3	11,2	11,3	10,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	36,8 %	33,8 %	33,4 %	37,9 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	3,0 %	3,2 %	3,4 %	3,7 %	4,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Efore	0,05	37	38		18,8	37,6	6,3		5,3			0,2
Teleste	5,40	103	110	10,0	7,7	6,4	4,8	12,9	9,6	3,4	5,3	1,3
Scanfil	3,52	225	265	6,9	6,7	5,5	5,4	7,9	7,6	4,0	4,4	1,5
Austria Technologie & System	14,80	575	772	8,5	6,8	3,4	3,0	11,2	8,1	0,9	1,8	1,0
Schweizer	13,30	50	47	15,1	26,0	4,3	4,3	40,9				
Unimicron	22,95	984	1521	139,4	24,4	5,5	4,8	27,4	21,2	2,5	3,3	0,8
Compeq	20,60	699	917	6,0	6,1	3,6	3,4	7,7	7,4	5,5	5,8	1,0
TTM Technologies	9,49	856	2051	9,1	8,0	5,5	5,0	5,5	5,1			0,8
Aspocomp (Inderes)	3,78	25	28	11,3	11,2	7,7	7,0	10,7	9,7	3,2	3,4	1,8
Keskiarvo				27,9	13,1	9,0	4,6	16,2	9,2	3,3	4,1	1,0
Mediaani				9,1	7,8	5,5	4,8	11,2	7,6	3,4	4,4	1,0
Erotus-% vrt. mediaani				24 %	43 %	40 %	47 %	-5 %	28 %	-6 %	-21 %	80 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	21,6	5,9	5,7	6,0	6,3	23,9	6,1	7,7	6,7	8,1	28,7	31,5	34,4	37,5
Aspocomp	21,6	5,9	5,7	6,0	6,3	23,9	6,1	7,7	6,7	8,1	28,7	31,5	34,4	37,5
Käyttökate	1,8	0,5	0,4	0,4	0,7	1,9	0,6	1,1	0,9	1,2	3,7	4,6	4,7	4,8
Poistot ja arvonalennukset	-1,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-1,2	-1,7	-2,0	-2,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,7	0,2	0,1	0,1	0,4	0,8	0,3	0,8	0,6	0,9	2,5	2,9	2,8	2,8
Liikevoitto	0,7	0,2	0,1	0,1	0,4	0,8	0,3	0,8	0,6	0,9	2,5	2,9	2,8	2,8
Aspocomp	0,7	0,2	0,1	0,1	0,4	0,8	0,3	0,8	0,6	0,9	2,5	2,9	2,8	2,8
Nettorahoituskulut	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3
Tulos ennen veroja	0,6	0,2	0,1	0,1	0,4	0,8	0,3	0,8	0,5	0,8	2,4	2,6	2,5	2,6
Verot	0,4	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähennistöosuudet	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
Nettotulos	1,0	0,2	0,1	0,1	0,9	1,3	0,3	0,8	0,5	0,8	2,4	2,6	2,5	2,6
EPS (oikaistu)	0,16	0,04	0,01	0,01	0,13	0,19	0,04	0,12	0,08	0,12	0,35	0,39	0,37	0,38
EPS (raportoitu)	0,16	0,04	0,01	0,01	0,13	0,19	0,04	0,12	0,08	0,12	0,35	0,39	0,37	0,38

Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	23,9 %	42,3 %	7,3 %	8,1 %	-4,3 %	10,6 %	4,3 %	34,7 %	12,2 %	28,8 %	20,0 %	9,6 %	9,5 %	9,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-173,0 %	-156,5 %	-42,3 %	-37,9 %	-50,1 %	22,5 %	14,9 %	733,0 %	506,3 %	109,4 %	195,5 %	14,5 %	-3,6 %	2,2 %
Käyttökate-%	8,1 %	9,0 %	6,4 %	5,9 %	10,7 %	8,0 %	9,0 %	13,8 %	12,6 %	14,8 %	12,8 %	14,5 %	13,7 %	12,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,2 %	4,2 %	1,6 %	1,6 %	6,5 %	3,5 %	4,7 %	10,2 %	8,5 %	10,5 %	8,7 %	9,1 %	8,0 %	7,5 %
Nettotulos-%	4,8 %	4,0 %	1,4 %	1,3 %	13,9 %	5,3 %	4,1 %	10,0 %	8,0 %	9,9 %	8,2 %	8,2 %	7,2 %	6,8 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Pysyvät vastaavat	8,7	9,4	12,4	17,7	17,7
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	3,2	3,3	3,3	3,3	3,3
Käyttöomaisuus	2,5	2,6	5,6	10,9	10,9
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	3,0	3,5	3,5	3,5	3,5
Vaihtuvat vastaavat	7,0	8,1	9,8	11,0	12,4
Vaihto-omaisuus	2,6	2,8	3,4	3,8	4,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	4,1	4,9	5,7	6,3	6,9
Likvidit varat	0,3	0,4	0,6	0,9	1,4
Taseen loppusumma	15,7	17,4	22,1	28,7	30,1

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Oma pääoma	10,6	12,0	13,9	15,7	17,3
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	5,4	6,6	8,5	10,3	11,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	4,3	4,4	4,4	4,4	4,4
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	1,2	1,4	2,8	5,6	5,2
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	0,8	1,0	2,3	5,2	4,8
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Lyhytaikaiset velat	3,9	4,0	5,5	7,4	7,6
Lainat rahoituslaitoksilta	0,7	0,5	1,2	2,6	2,4
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,2	3,5	4,3	4,7	5,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	15,7	17,4	22,1	28,7	30,1

DCF-laskelma

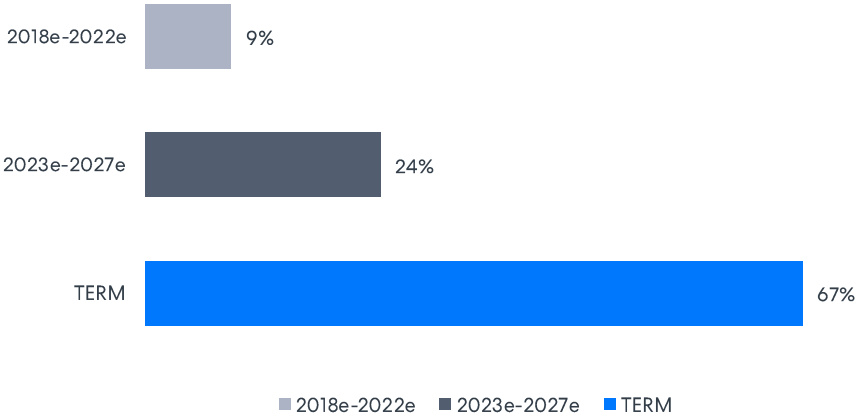
DCF-laskelma	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	0,8	2,5	2,9	2,8	2,8	2,9	3,1	3,2	3,4	3,6	3,7	
+ Kokonaispoistot	1,1	1,2	1,7	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	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	-0,7	-0,7	-0,5	-0,5	-0,2	-0,1	-0,5	0,0	-0,4	-0,4	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	1,2	3,0	4,1	4,2	4,6	4,8	4,6	4,9	4,5	4,7	4,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-1,2	-4,2	-7,0	-2,0	-2,5	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-1,5	-2,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,1	-1,2	-2,9	2,2	2,1	2,5	2,3	2,6	2,2	3,2	2,4	
+/- Muut	0,1	0,0	0,7	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	0,2	-1,2	-2,3	2,9	2,1	2,5	2,3	2,6	2,2	3,2	2,4	42,2
Diskontattu vapaa kassavirta		-1,2	-2,1	2,4	1,6	1,7	1,4	1,5	1,2	1,6	1,1	19,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		28,3	29,5	31,6	29,2	27,5	25,8	24,4	22,8	21,7	20,1	19,0
Velaton arvo DCF		28,3										
- Korolliset velat		-1,5										
+ Rahavarat		0,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-0,5										
Oman pääoman arvo DCF		26,7										
Oman pääoman arvo DCF per osake		4,0										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	15,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,75 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,2 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakaumajaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e	Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	17,5	21,6	23,9	28,7	31,5	EPS (raportoitu)	-0,16	0,16	0,19	0,35	0,39
Käyttökate	0,0	1,8	1,9	3,7	4,6	EPS (oikaistu)	-0,12	0,16	0,19	0,35	0,39
Liikevoitto	-1,2	0,7	0,8	2,5	2,9	Operat. kassavirta / osake	-0,01	0,20	0,18	0,45	0,61
Voitto ennen veroja	-1,3	0,6	0,8	2,4	2,6	Vapaa kassavirta / osake	-0,04	-0,05	0,03	-0,18	-0,34
Nettovoitto	-1,0	1,0	1,3	2,4	2,6	Omapääoma / osake	1,48	1,66	1,80	2,09	2,35
Kertaluontoiset erät	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,07	0,12	0,13
Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e	Kasvu ja kannattavuus	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	13,8	15,7	17,4	22,1	28,7	Liikevaihdon kasvu-%	-17 %	24 %	11 %	20 %	10 %
Oma pääoma	9,5	10,6	12,0	13,9	15,7	Käyttökateen kasvu-%	-91 %	-6906 %	9 %	91 %	24 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	118 %	-173 %	22 %	196 %	14 %
Nettovelat	1,0	1,3	1,1	2,9	6,9	EPS oik. kasvu-%	62 %	-234 %	18 %	86 %	10 %
Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e	Käyttökate-%	-0,1 %	8,1 %	8,0 %	12,8 %	14,5 %
Käyttökate	0,0	1,8	1,9	3,7	4,6	Oik. Liikevoitto-%	-5,4 %	3,2 %	3,5 %	8,7 %	9,1 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,0	-0,5	-0,7	-0,7	-0,5	Liikevoitto-%	-6,8 %	3,2 %	3,5 %	8,7 %	9,1 %
Operatiivinen kassavirta	-0,1	1,3	1,2	3,0	4,1	ROE-%	-10,1 %	10,3 %	11,2 %	18,2 %	17,5 %
Investoinnit	-0,4	-1,6	-1,2	-4,2	-7,0	ROI-%	-10,5 %	6,0 %	6,6 %	16,2 %	14,0 %
Vapaa kassavirta	-0,3	-0,3	0,2	-1,2	-2,3	Omavaraisuusaste	68,6 %	67,6 %	68,9 %	62,8 %	54,7 %
						Nettovelkaantumisaste	11,0 %	11,8 %	9,4 %	21,1 %	44,0 %
Suurimmat omistajat	% - osakkeista					Arvostuskertoimet	2015	2016	2017	2018e	2019e
Tiiviste-Group Oy	15,0 %					EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,7	1,0	1,0
Joensuun Kauppa ja Kone Oy	11,2 %					EV/EBITDA (oik.)	neg.	6,6	8,8	7,7	7,0
Mandatum Life	4,9 %					EV/EBIT (oik.)	neg.	16,7	20,0	11,3	11,2
Etola Erkki Olavi	4,4 %					P/E (oik.)	neg.	9,9	12,5	10,7	9,7
Montonen Mikko	3,9 %					P/B	0,8	1,0	1,3	1,8	1,6
K22 Finance Oy	3,5 %					Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	3,0 %	3,2 %	3,4 %

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 käyttää 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 sijoituspäätösten 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 suosituksin 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 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 nousuvara 12-kuukauden tavoitehintaan:

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

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

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
21.12.2016	Lisää	1,65 €	1,50 €
15.2.2017	Lisää	2,90 €	2,70 €
15.3.2017	Vähennä	2,90 €	3,05 €
28.4.2017	Vähennä	2,90 €	2,97 €
14.8.2017	Vähennä	2,50 €	2,64 €
27.10.2017	Lisää	2,50 €	2,36 €
6.11.2017	Lisää	2,50 €	2,27 €
17.1.2018	Vähennä	2,50 €	2,58 €
16.2.2018	Lisää	2,60 €	2,44 €
5.4.2018	Lisää	2,60 €	2,35 €
30.4.2018	Lisää	2,75 €	2,51 €
10.7.2018	Lisää	2,75 €	2,48 €
31.7.2018	Lisää	3,25 €	3,05 €
10.8.2018	Lisää	3,80 €	3,50 €
17.10.2018	Vähennä	4,20 €	4,15 €
26.10.2018	Vähennä	3,80 €	3,83 €
7.12.2018	Vähennä	3,80 €	3,69 €
17.12.2018	Lisää	3,80 €	3,53 €
21.12.2018	Lisää	4,00 €	3,78 €



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



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.**