

Kurssireaktio ohjeistukseen oli ylireagoointia

Nostamme Martelan suosituksemme tasolle osta (aikaisemmin lisää) ja tarkistamme tavoitehintamme 14,0 euroon (aik. 13,50e) yhtiön selvästi odotuksiamme paremman Q4-raportin myötä. Martelan tulostakäänne etenee odotuksiamme vahvemmin ja yhtiön pitäisi arviomme mukaan ylittää yli 5 %:n liikevoittomarginaaliin ja yli 1,1 euron osakekohtaiseen tulokseen kuluvaan vuonna. Pidämme osakkeen arvostustasoa edullisena huomioiden yhtiön mielestämme selvästi pienentynyt riskiprofiili.

Q4-raportti oli vahva ja ylitti odotuksemme

Martelan perjantaina julkaisema Q4-raportti oli merkittävästi odotuksiamme vahvempi. Yhtiön liikevaihto laski odotetusti Puolasta ja Venäjältä vetäytymisen takia, mutta vertailukelpoinen liikevoitto yllättäen vahvistui edellisvuodesta ja ylitti ennusteesimme selvästi. Vertailukelpoinen liikevoittomarginaali nousi Martelan mittakaavassa erittäin hyvälle 6,5 %:n tasolle (Q4'15: 5,6%) Suomi & Ruotsi-segmentin vahvan suorituskyvyn sekä kiinteiden kulujen madaltumisen siivittämänä. Osakekohtainen oikaistu tulos oli siten 0,22 euroa, kun ennusteesimme oli vain 0,14 euroa. Erityisen positiivista Q4-raportissa oli Martelan erittäin vahva rahavirta. Liiketoiminnan rahavirta nousi vuonna 2016 vahvaan 11,6 MEUR:oon (2015: 3,9 MEUR). Vahvan rahavirran, nettovelattoman taseen ja paremman myyntimixin (Puolan ja Venäjän myynnin loppuminen) takia yhtiön kokonaisriskiprofiili on mielestämme pienentynyt selvästi viimeisen vuoden aikana.

2017 tulos tulee nousemaan noin 15 %, vaikka liikevoitto ei nousisi

Pettymyksen markkinoille aiheutti Martelan ohjeistus, mikä oli arviomme mukaan pääasiallinen syy perjantain tulosjulkistuspäivän 2,7 %:n kurssilaskulle. Martela arvioi 2017 liikevaihdon ja IFRS liikeluokituksen olevan samalla tasolla kuin edellisenä vuonna. Olimme myös itse odottaneet Martelan ohjeistavan liikevoiton nousevan ja pidämme nykyistä ohjeistusta pehmeänä Q4-tuloksen valossa. Painotamme kuitenkin, että Martela on historiallisesti ollut hyvin konservatiivinen ohjeistuksissaan ja yhtiö esimerkiksi ohjeisti myös vuoden 2016 alussa liikeluokituksen olevan vertailukauden tasolla, vaikka liikeluokitus nousi lopulta yli 51 %. Tämän lisäksi 2016 liikeluokitus sisälsi kertaluontoisia eräiä noin 0,7 MEUR:lla ja Martelan veroprosentti oli poikkeuksellisen suuri, noin 41 %, mikä johtui arviomme mukaan siitä ettei yhtiö pystynyt hyödyntämään kaikkia Puolasta ja Venäjältä aiheutuneita tappioita verotuksessa. Näiden lisäksi yhtiön taseessa oli myös vuosi sitten enemmän velkaa kuin nyt. Vaikka Martelan IFRS liikevoitto onkin ennusteessamme vuonna 2017 noin 6,3 MEUR eli lähellä vuoden 2016 tasoa (6,2 MEUR), niin yhtiön tulos tulee silti arviomme mukaan nousemaan n. 15 % veroprosentin normalisoituessa ja korkokulujen laskiessa.

Arvostustaso suhteellisesti ja absoluuttisesti edullinen

Päivitettyillä ennusteillamme Martelan kuluvaan vuoden P/E-luku on 11x ja ensi vuoden P/E-luku noin 10x. Vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat noin 5x ja lähivuosien odotettu osinkotuotto on noin 4,5 %. Mielestämme arvostustaso on suhteellisesti ja absoluuttisesti alhainen erityisesti huomioiden Martelan viimeisen vuoden aikana pienentynyt riskiprofiili. Tavoitehintamme heijastaa kuluvaan vuoden noin 13x P/E-kerrointa. Hyvässä skenaariossa Martelan osakkeessa on huomattavasti enemmän nousuvaraa, sillä yhtiö itse tavoittelee 8 %:n liikevoittomarginaalia vuonna 2018 ilman kertaeriä. Mikäli yhtiö ylittää tähän tavoitteeseen, olisi osakekohtainen tulos arviomme mukaan noin 1,8 euroa ja osakekurssi nykyisellä 11x P/E-kertoimella noin 20 euroa.

Analyttikko

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



Suositus

Osta



Edellinen: Lisää

Tavoitehintana 14,00 EUR

Edellinen: 13,50



Lähde: Bloomberg

Edellinen päätös 12,16 EUR

12 kk vaihteluväli 4,67-14 EUR

Potentiaali 15,1 %

Ohjeistus

Martela arvioi 2017 liikevaihdon ja IFRS liikeluokituksen olevan samalla tasolla kuin edellisenä vuonna. Konsernin liikeluokitus kertyy normaalista kausivaihteluista johtuen toisella vuosipuoliskolla.

Ohjeistusmuutos: Uusi ohjeistus

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	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2015	133	4	3,1 %	3	0,61	0,25	0,1	2,4	4,4	5,8	7,1 %
2016	129	6	4,8 %	6	0,97	0,37	0,0	0,6	0,9	1,0	13,6 %
2017e	126	6	5,0 %	6	1,11	0,55	0,3	4,7	6,8	11,0	4,5 %
2018e	129	6	5,0 %	6	1,21	0,55	0,3	4,7	6,3	10,0	4,5 %
2019e	131	6	5,0 %	6	1,25	0,55	0,3	4,3	5,8	9,7	4,5 %
Markkina-arvo, MEUR			51	OPO / osake 2017e, EUR			6,80	CAGR EPS, 2016-2019, %			16 %
Nettovelka 2017e, MEUR			-8	P/B 2017e			1,8	CAGR kasvu, 2016-2019, %			1 %
Yritysarvo (EV), MEUR			43	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			-28,1 %	ROE 2017e, %			17,3 %
Taseen koko 2017e, MEUR			54	Omavaraisuusaste 2017e, %			52,2 %	ROCE 2017e, %			19,8 %

Toteuma vrt. Ennusteet

Q4-raportti selvästi odotuksiamme parempi

Martelan Q4-raportti oli mielestämme kokonaisuutena positiivinen ja odotuksiamme parempi. Liikevaihto laski odotetusti vertailukaudesta Puolan ja Venäjän myynnin laskun seurauksena ja oli 34,3 MEUR (Q4'15: 37,5 MEUR). Liikevoitto yllätti kuitenkin positiivisesti ja säilyi vertailukauden tasolla 2,1 MEUR:ssa ja oli selvästi 0,9 MEUR:n ennustettamme korkeampi (Q4'15: 2,1 MEUR). Martela oli ohjeistanut 2016 liikevoiton paranevan hieman, mutta liikevoitto parani yli 51 % vuositasolla. Odotuksiamme paremman kannattavuuden myötä raportoitu osakekohtainen tulos 0,22 euroa (Q4'15: 0,37 euroa) ylitti selvästi oman 0,14 euron ennustemme.

Ennustetaulukko	Q4'15	Q4'16	Q4'16e	Q4'16e	Konsensus		Erotus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	34,3	34,3	36,8				-7 %	126
Käyttökate	2,8	2,8	1,8				57 %	9,1
Liikevoitto (raportoitu)	2,1	2,1	0,9				134 %	6,3
Tulos ennen veroja	1,9	2,0	0,8				147 %	6,1
EPS (oikaistu)	0,37	0,22	0,14				57 %	1,11
Osinko/osake	0,25	0,37	0,35				6 %	0,55
Liikevaihdon kasvu-%	5,8 %	0,0 %	7,4 %				-7,4 %-yks.	-2,3 %
Liikevoitto-% (raportoitu)	6,1 %	6,1 %	2,4 %				3,7 %-yks.	5,0 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset

Nostamme ennusteitamme noin 5-10 %:lla

Olemme nostaneet Martelan lähivuosien ennusteitamme 5-10 %:lla Q4-raportin jälkeen ja odotamme nyt kuluvalta vuodelta 1,11 euron oikaistua osakekohtaista tulosta (2016: 0,97 euroa, aik. ennuste 1,04 euroa). Ennustemme perustuvat noin 2,3 %:n liikevaihdon laskuun, Q4'16-tason arvioituihin kiinteisiin kuluihin ja lievästi laskevaan bruttomarginaaliin. Odotamme 2017 liikevoittomarginaalin nousevan noin 5 %:n tasolle (2016 oikaistu EBIT-marginaali: 5,3 %).

Ennustemuutokset	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	126	126	1 %	128	129	1 %	131	131	1 %
Käyttökate	8,6	9,1	6 %	9,0	8,6	-4 %	9,1	8,8	-4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,8	6,3	9 %	6,3	6,4	2 %	6,5	6,5	0 %
Liikevoitto	5,8	6,3	9 %	6,3	6,4	2 %	6,5	6,5	0 %
Tulos ennen veroja	5,6	6,1	9 %	6,2	6,3	2 %	6,5	6,5	0 %
EPS (oikaistu)	1,04	1,11	7 %	1,18	1,21	2 %	1,25	1,25	0 %
Osakekohtainen osinko	0,55	0,55	0 %	0,55	0,55	0 %	0,55	0,55	0 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet

Suhteellinen arvostustaso edullinen

Pidämme Martelan arvostustasoa tällä hetkellä edullisena. Nykyisillä ennusteillamme, (odotamme liikevoiton säilyvän lähivuodet vuoden 2016 tasolla) Martelan kuluvaan vuoteen ja ensi vuoden P/E-kertoimet ovat noin 10-11x. Verrokkiryhmän vastaavat kertoimet ovat 15-16x. Vastaavasti Martelan EV/EBITDA-kertoimet ovat noin 5x, kun verrokkiryhmän mediaanit ovat 9-10x.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
HNI	50,63	2092	2277			9,8	8,8	1,1	1,1	19,1	16,9			4,1
Herman Miller	32,03	1780	1935	10,9	10,3	8,2	7,6	0,9	0,9	16,4	14,9			3,1
Knoll	27,08	1234	1396			9,5	8,9	1,3	1,2	16,1	14,9	2,3	2,6	
Steelcase	16,50	1796	1854	9,2	7,7	7,2	6,1	0,7	0,6	15,8	12,8	2,9	3,3	2,6
Lamphults Design	66,50	59	76	15,6	12,6	11,6	8,9	0,9	0,8	16,9	13,4	3,2	3,3	1,3
Martela (Inderes)	12,16	51	43	6,8	6,3	4,7	4,7	0,3	0,3	11,0	10,0	4,5	4,5	1,8
Keskiarvo				11,9	10,2	9,2	8,1	1,0	0,9	16,9	14,6	2,8	3,1	2,8
Mediaani				10,9	10,3	9,5	8,8	0,9	0,9	16,4	14,9	2,9	3,3	2,8
Erotus-% vrt. mediaani				-38 %	-39 %	-50 %	-47 %	-63 %	-64 %	-33 %	-33 %	55 %	38 %	-37 %

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

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

	FY15	Q1/16	Q2/16	Q3/16	Q4/16	FY16e	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	FY17e	FY18e	FY19e
Liikevaihto	132,8	27,8	31,9	35,2	34,3	129,1	27,1	31,2	34,0	33,9	126,2	128,7	131,2
-Suomi ja Ruotsi	111,5	24,4	28,4	30,6	30,8	114,3	24,9	29,0	31,2	31,4	116,6	118,9	121,3
-International	20,1	3,1	3,2	4,2	3,0	13,5	1,9	1,9	2,5	2,1	8,4	8,6	8,7
-Muut segmentit	1,2	0,3	0,2	0,3	0,4	1,2	0,3	0,2	0,3	0,4	1,2	1,2	1,2
CGS	-74,3	-15,6	-18,3	-19,3	-18,8	-72,0	-15,4	-17,8	-19,4	-19,3	-71,9	-73,3	-74,8
Bruttokate	58,5	12,2	13,6	15,9	15,5	57,2	11,6	13,4	14,6	14,6	54,2	55,3	56,4
Henkilöstökulut	-32,3	-7,1	-7,6	-6,8	-8,2	-29,7	-6,6	-7,0	-7,0	-7,4	-28,1	-28,6	-29,2
Liiketoiminnan muut kulut	-19,1	-4,7	-4,7	-4,7	-4,7	-18,9	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-17,9	-18,3	-18,7
Liiketoiminnan muut tuotot	0,4	0,2	0,0	0,0	0,2	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3
EBITDA	7,5	0,6	1,3	4,3	2,8	9,1	0,6	2,0	3,2	2,8	8,5	8,6	8,8
Poistot	-3,4	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-2,9	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-2,2	-2,2	-2,3
EBIT (raportoitu)	4,1	-0,1	0,6	3,6	2,1	6,2	0,0	1,4	2,6	2,2	6,3	6,4	6,5
Rahoituserät	-0,7	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	0,0
Tulos ennen veroja	3,4	-0,3	0,4	3,5	2,0	5,6	0,0	1,4	2,6	2,2	6,1	6,3	6,5
Verot	-0,9	0,0	-0,3	-0,8	-1,2	-2,3	0,0	-0,3	-0,7	-0,5	-1,5	-1,3	-1,3
Nettotulos	2,5	-0,3	0,1	2,8	0,8	3,3	0,0	1,0	2,0	1,6	4,6	5,0	5,2
EPS (oikaistu)	0,61	-0,07	0,16	0,67	0,22	0,97	0,00	0,25	0,47	0,39	1,11	1,21	1,25
EPS (raportoitu)	0,61	-0,07	0,03	0,66	0,18	0,81	0,00	0,25	0,47	0,39	1,11	1,21	1,25

	FY15	Q1/16	Q2/16	Q3/16	Q4/16	FY16e	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	FY17e	FY18e	FY19e
Liikevaihdon kasvu-%	-2,3 %	4,3 %	6,3 %	-9,1 %	-8,6 %	-2,8 %	-2,7 %	-2,2 %	-3,3 %	-1,1 %	-2,3 %	2,0 %	2,0 %
-Suomi ja Ruotsi	-	8,3 %	15,6 %	-5,0 %	-4,2 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
-International	-	-17,8 %	-36,0 %	-31,1 %	-42,6 %	-33,0 %	-40,0 %	-40,0 %	-40,0 %	-30,0 %	-37,8 %	2,0 %	2,0 %
-Muut segmentit	-	-20,4 %	-35,8 %	0,0 %	123,5 %	3,0 %	-1,0 %	-1,0 %	-1,0 %	-1,0 %	-1,0 %	0,0 %	0,0 %
Bruttokate-%	44,0 %	44,0 %	42,7 %	45,1 %	45,2 %	44,3 %	43,0 %	43,0 %	43,0 %	43,0 %	43,0 %	43,0 %	43,0 %
EBITDA-%	5,6 %	2,2 %	4,1 %	12,3 %	8,2 %	7,0 %	2,2 %	6,3 %	9,4 %	8,1 %	6,8 %	6,7 %	6,7 %
EBIT-% (raportoitu)	3,1 %	-0,5 %	1,9 %	10,2 %	6,1 %	4,8 %	0,2 %	4,5 %	7,8 %	6,5 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Tulos ennen veroja-%	2,5 %	-1,0 %	1,2 %	10,0 %	5,8 %	4,4 %	0,0 %	4,4 %	7,7 %	6,4 %	4,9 %	4,9 %	4,9 %
Nettotulos-%	1,9 %	-1,0 %	0,3 %	7,8 %	2,2 %	2,6 %	0,0 %	3,3 %	5,7 %	4,8 %	3,7 %	3,9 %	4,0 %

Tuloslaskelma	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	132,3	135,9	132,8	129,1	126,2	128,7	131,2
EBITDA	0,4	3,9	7,5	9,1	9,1	8,6	8,8
EBITDA-marginaali (%)	0,3 %	2,9 %	5,6 %	7,0 %	7,2 %	6,7 %	6,7 %
EBIT (raportoitu)	-3,1	0,2	4,1	6,2	6,3	6,4	6,5
Voitto ennen veroja	-4,6	-0,6	3,4	5,6	6,1	6,3	6,5
Nettovoitto	-4,2	-0,7	2,5	3,3	4,6	5,0	5,2
Satunnaiserät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e
Taseen loppusumma	58,6	54,2	56,0	56,2	54,1	57,3	57,6
Oma pääoma	21,8	20,3	22,7	25,2	28,2	31,0	33,9
Liikearvo	6,4	5,5	4,7	6,3	6,3	6,4	6,6
Korolliset nettovelat	10,5	6,1	3,2	-5,1	-1,0	-1,1	-4,2

Kassavirta	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e
EBITDA	0,4	3,9	7,5	9,1	9,1	8,6	8,8
Nettokäyttöpääoman muut.	1,8	3,8	-2,1	5,6	0,2	-0,1	-0,1
Operatiivinen kassavirta	1,9	7,6	4,4	12,4	7,3	7,2	7,4
Vapaa kassavirta	-0,3	6,1	3,6	9,6	4,5	4,6	4,8

Yhtiökuvaus	
Martela on vuonna 1945 perustettu työntekijöiden ja julkisten tilojen sisustusratkaisujen suunnittelija ja toteuttaja. Suomessa Martela on toimialansa suurin yritys ja Pohjoismaissa kolmen suurimman joukossa. Konsernin liikevaihto vuonna 2015 oli noin 133 miljoonaa euroa ja sen palveluksessa työskenteli Q3'16 lopussa 544 henkilöä. Yhtiö on ollut listattuna Helsingin pörssiin vuodesta 1986. Martelan laajan tuote- ja palvelusvaliokunnan avulla luodaan käyttäjälähtöiset ratkaisut erilaisiin työ- ja oppimisympäristöihin koko näiden elinkaaren ajaksi. Martelan tarjonta, kalusteiden lisäksi, kattaa m.m. erilaisia määrittely-, suunnittelu-, muutto-, kierrätys- ja huoltopalveluita.	

Per Osake	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e
EPS raportoitu	-1,00	-0,18	0,61	0,81	1,11	1,21	1,25
EPS oikaistu	-1,00	-0,18	0,61	0,97	1,11	1,21	1,25
Operat. kassavirta per osake	0,46	1,83	1,05	2,97	1,76	1,74	1,78
Tasearvo per osake	4,89	5,45	6,06	6,80	7,46	8,16	8,90
Osinko per osake	0,10	0,25	0,37	0,55	0,55	0,55	0,86
Voitonjako, %	0 %	-57 %	41 %	46 %	50 %	45 %	44 %
Osinkotuotto, %	0,0 %	3,4 %	7,1 %	37,0 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %

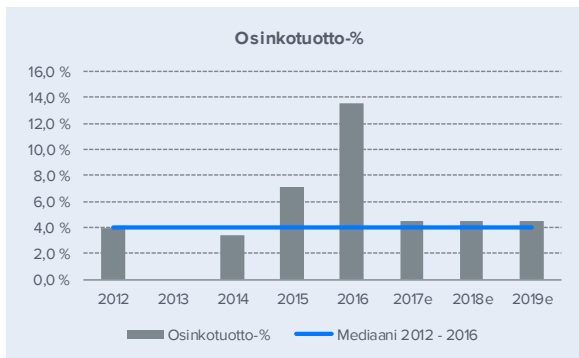
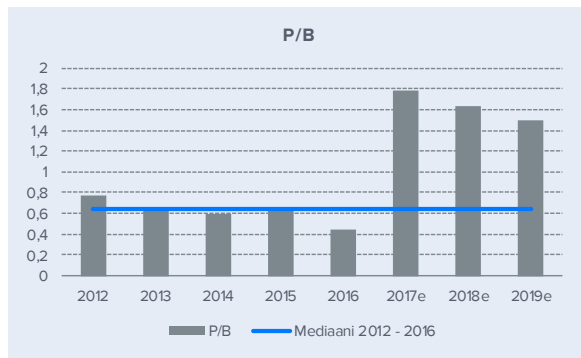
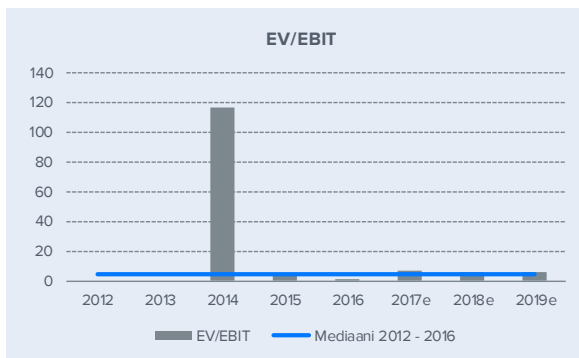
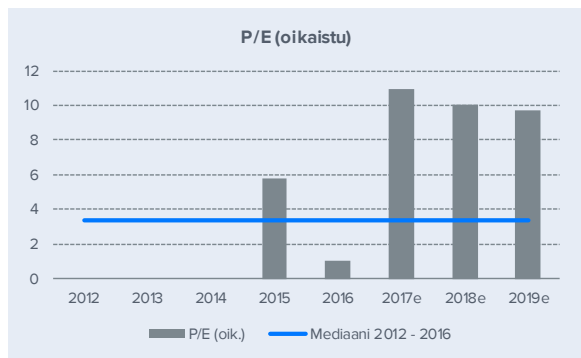
Tunnusluvut	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e
P/E	-16,6	5,8	3,4	11,0	10,0	9,7	9,4
P/B	0,6	0,6	0,4	1,8	1,6	1,5	1,4
P/Liikevaihto	0,1	0,1	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,1	0,1	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,6	2,4	0,7	4,7	4,7	4,3	4,0
EV/EBIT	116,4	4,4	1,0	6,8	6,3	5,8	5,5

Suurimmat omistajat	%osakkeista
Marfort Oy	12,6 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	8,1 %
Martela Heikki Juhani	4,4 %
Op-Suomi Arvo	4,0 %
Palsanen Leena	3,3 %
Palsanen Jaakko	3,2 %

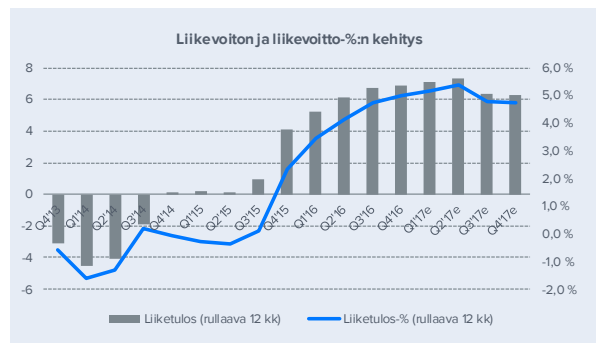
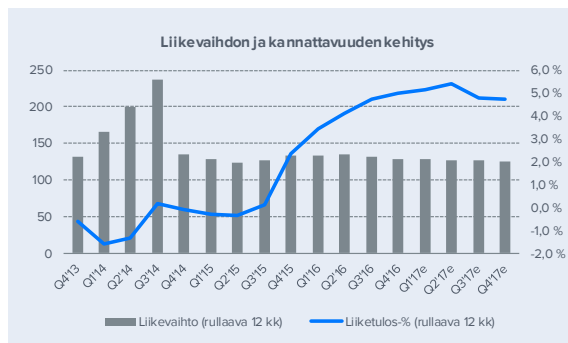
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	5,02	3,35	2,91	3,53	1,00	12,16	12,16	12,16
Markkina-arvo	21	14	12	15	11	51	51	51
Yritysarvo (EV)	29	25	18	18	6	43	40	38
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	5,8	1,0	11,0	10,0	9,7
P/E	neg.	neg.	neg.	5,8	1,2	11,0	10,0	9,7
P/Kassavirta	-3,5	-54,4	2,0	4,1	1,2	11,3	11,0	10,6
P/B	0,8	0,6	0,6	0,6	0,4	1,8	1,6	1,5
P/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	11,5	57,3	4,6	2,4	0,6	4,7	4,7	4,3
EV/EBIT	neg.	neg.	116,4	4,4	0,9	6,8	6,3	5,8
Osinko/tulos (%)	-39,5 %	0,0 %	-57,0 %	41,0 %	46,1 %	49,5 %	45,4 %	44,1 %
Osinkotuotto-%	4,0 %	0,0 %	3,4 %	7,1 %	13,6 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

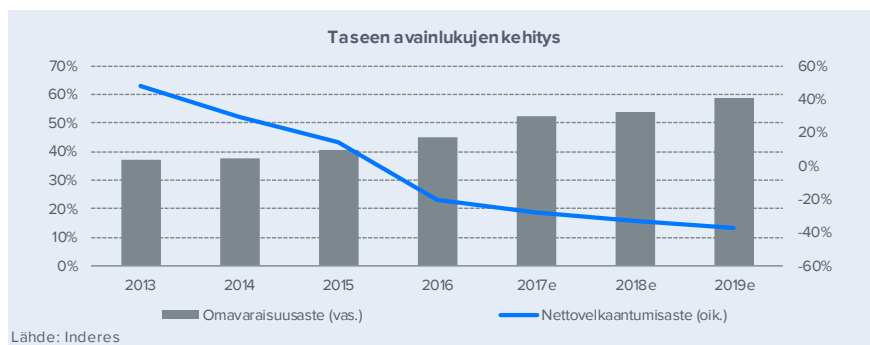


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	17	14	14	14	14
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	5	5	6	6	6
Käyttöomaisuus	10	9	7	6	7
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	37	42	42	40	43
Varastot	10	11	8	8	8
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Saamiset	21	23	21	21	21
Likvidit varat	6	8	13	12	14
Taseen loppusumma	54	56	56	54	57

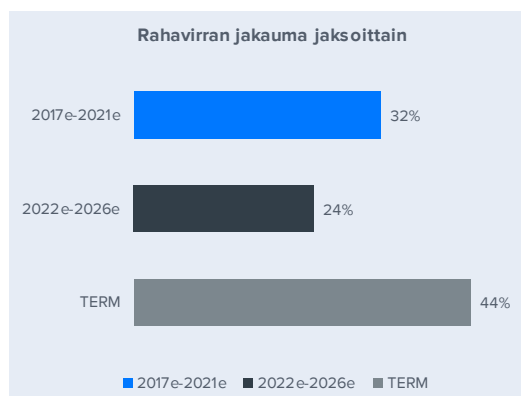
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	20	23	25	28	31
Osakepääoma	7	7	7	7	7
Kertyneet voittovarot	13	15	17	20	23
Omat osakkeet	-1	-1	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	1	1	1	1	1
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	8	10	7	5	5
Laskennalliset verovelat	1	1	1	1	1
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	7	8	6	4	4
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	1	1	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	26	24	24	21	22
Lainat rahoituslaitoksilta	6	3	2	0	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	20	21	22	21	22
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	54	56	56	54	57



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	6,2	6,3	6,4	6,5	6,6	6,8	6,8	6,9	7,0	7,0	7,1	
+ Kokonaispoistot	2,9	2,8	2,2	2,3	2,4	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9	3,0	
- Maksetut verot	-2,2	-1,9	-1,3	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,5	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	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	5,6	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	12,4	7,3	7,2	7,4	7,6	8,1	8,2	8,3	8,4	8,5	8,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,2	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-2,6	-2,5	-2,6	-2,6	-3,7	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,1	-3,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	9,6	4,5	4,6	4,8	3,8	5,2	5,2	5,3	5,3	5,4	5,4	
+/- 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	9,6	4,5	4,6	4,8	3,8	5,2	5,2	5,3	5,3	5,4	5,4	61,1
Diskontattu vapaa kassavirta		4,1	3,8	3,6	2,6	3,2	3,0	2,7	2,5	2,3	2,1	23,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	53,9	49,8	45,9	42,3	39,7	36,4	33,5	30,7	28,2	25,9	23,8	
Velaton arvo DCF	53,9											
- Korolliset velat												-8,3
+ Rahavarat												13,4
-Vähemmistöosuus												0,0
-Osinko/pääomapalautus												0,0
Oman pääoman arvo DCF	59,0											
Oman pääoman arvo DCF per osake	14,20											

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	1,30 %
Riskiton korko	3,5 %
Oman pääoman kustannus	11,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,0 %



Suositus historia, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
8.6.2015	Lisää	3,20 €	2,90 €
12.8.2015	Lisää	3,20 €	3,02 €
30.10.2015	Lisää	3,70 €	3,33 €
18.1.2016	Osta	5,00 €	4,35 €
5.2.2016	Osta	5,90 €	5,10 €
10.3.2016	Lisää	5,90 €	5,33 €
2.5.2016	Osta	6,90 €	5,72 €
13.6.2016	Osta	7,50 €	6,54 €
10.8.2016	Lisää	7,70 €	7,07 €
23.9.2016	Osta	10,00 €	8,15 €
19.10.2016	Osta	11,00 €	9,50 €
1.11.2016	Lisää	11,40 €	10,55 €
21.12.2016	Osta	12,50 €	10,80 €
4.1.2017	Vähennä	13,50 €	13,82 €
17.1.2017	Lisää	13,50 €	12,00 €
3.2.2017	Osta	14,00 €	12,16 €

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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksin 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 omistuosuuksia 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/>