

Detection Technology

Vuosipäivitys

04/2016

**inde
res.**

Pieni ja ketterä kasvaja

Tarkistamme tavoitehinnan nostettujen ennusteidemme myötä 7,20 euroon (aik. 6,10 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme. Näkemyksemme mukaan Detection Technologyllä on erittäin hyvät edellytykset ylläpitää hyvää kasvua lähivuosina ja ennustamme kannattavuuden paranevan asteittain. Osakekurssi on noussut voimakkaasti alkuvuonna, mutta näemme arvostuskertoimissa vielä hieman nousuvaraa, kun luottamus tulokasvuun kasvaa.

Globaali niche-peluri röntgenkuvantamismarkkinalla

Detection Technology (DT) on röntgenkuvantamislaitteiden järjestelmien ja komponenttien toimittaja. Yhtiö toimittaa tuotteitaan lääketieteeseen, turvallisuus-alan ja teollisuuden sovelluksiin. DT:llä on tuotantoa ja tuotekehitystä Suomessa ja Kiinassa. Yhtiöllä on noin 160 asiakasta 40 maassa ja se työllistää noin 340 henkilöä. DT on viimeisten vuosien aikana kasvattanut asiakasmääränsä ja liikevaihtonsa voimakkaasti ja odotamme kasvutrendin jatkuvan.

Kasvualusta rakennettu

Detection Technologyn vuosi 2015 oli yhtiölle merkittävien investointien vuosi ja yhtiö rakensi kasvualustan tulevia vuosia varten. DT listautui First North -markkinapaikalle keväällä ja yhtiö sai uuden tehtaan Pekingiin valmiiksi loppuvuonna. DT:n tuotekehityskulut olivat myös normaalia korkeammat viime vuonna (13,3 % liikevaihdosta), mutta tuotekehitysinvestoinnit luovat mielestämme hyvän pohjan kasvulle lähivuosina. Uuden tehtaan myötä DT:llä on arviomme mukaan kapasiteettia kasvattaa liikevaihtonsa noin 60-70 MEUR:n tasolle (2015: 42,8 MEUR).

Tulokasvua luvassa

Odotamme DT:n liikevaihdon kasvavan vuosittain keskimäärin 13 % vuosien 2015-2019 aikana ja liikevoiton kasvavan keskimäärin noin 24 %:n vuosivauhtia samalla ajanjaksolla. Ennustamme DT:n liikevaihdon kasvavan vuoden 2015 noin 43 MEUR:sta 70 MEUR:oon vuonna 2019. Samaan aikaan ennustamme operatiivisen liikevoiton kasvavan 4,5 MEUR:sta noin 10,6 MEUR:oon ja liikevoittomarginaalin nousevan asteittain 15,3 %:iin vuonna 2019. Arviomme DT:n liikevaihdon saavan hyvää tukea markkinoita tukevista megatrendeistä, minkä lisäksi laaja asiakaspohja tarjoaa mahdollisuuden lisämyyntiin nykyisille asiakkaille. Tulokasvu tulee olemaan liikevaihdon kasvua voimakkaampaa, kun kulut skaalautuvat volyymien kasvaessa.

Kasvuosakkeessa hieman nousuvaraa

Detection Technologyn osakkeen kurssi on noussut erittäin vahvan Q4-raportin jälkeen melkein 60 % ja osakkeen pahin aliarvostus on siten purkautunut. Yhtiö profiloituu mielestämme kannattavaksi kasvuyhtiöksi, jolla on joustava liiketoimintamalli ja maltilliset investointitarpeet kasvusta huolimatta. Ennusteemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2016 ja 2017 ovat noin 20x ja 16x. Vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 11x ja 8x ja volyymipohjaiset EV/Liikevaihto-kertoimet 1,6x ja 1,4x. Detection Technology on arvostettu lievällä preemiolla vertailuryhmäänsä nähden, mutta huomioiden ennustamamme lähivuosien keskimääräinen 24 %:n vuotuinen tulokasvu näemme suhteellisessa arvostuksessa nousuvaraa. Odotamme DT:n jakavan noin 50 % tuloksestaan lähivuosina osinkoina, minkä takia osinkotuotto tulee olemaan noin 3 %:n tasolla lähivuosina.

Analyytikko

Rasmus Skand
+ 358 50 338 2631
rasmus.skand@inderes.fi

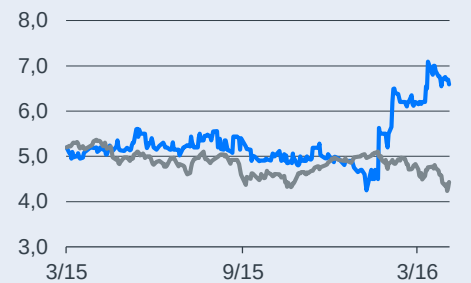


Suositus

Lisää

Tavoitehinta: 7,20 €

Edellinen: 6,10 €



Lähde: Bloomberg

Eilisen päätös **6,59 EUR**

12 kk vaihteluväli **4,20-7,10 EUR**

Potentiaali **+9,3 %**

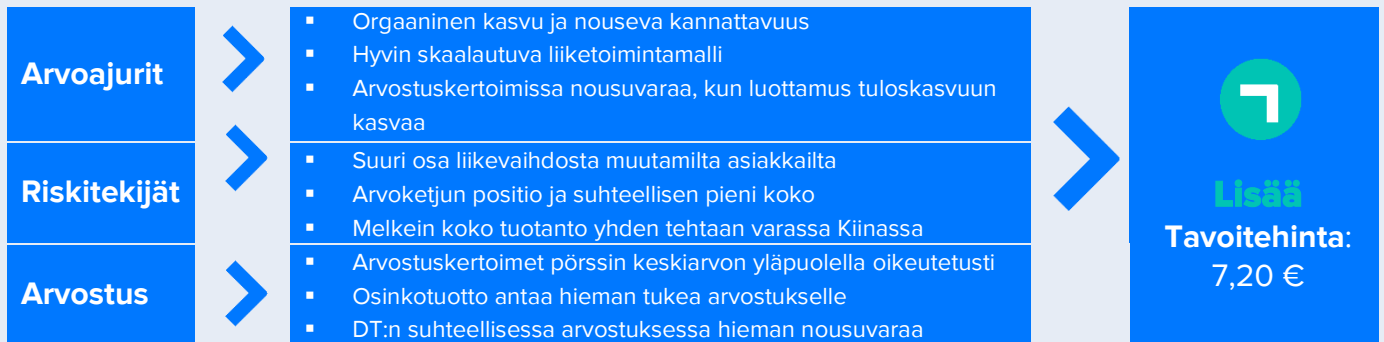
Avainluvut

	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	42,8	48,3	54,6
- kasvu-%	29 %	13 %	13 %
Liikevoitto (EBIT)	3,4	6,1	7,6
- EBIT-%	8,0 %	12,7 %	13,9 %
Tulos ennen veroja	1,1	5,3	7,1
Nettotulos	0,9	4,5	5,7
EPS	0,07	0,34	0,41
Osinko	0,07	0,18	0,20
- Osinkosuhte	98 %	53 %	49 %
P/E	68,3	19,5	16,1
P/B	3,0	3,6	3,2
P/S	1,5	1,8	1,6
EV/EBIT	12,6	12,9	10,1
EV/EBITDA	10,0	10,5	8,4
EV/Liikevaihto	1,3	1,6	1,4
Osinkotuotto-%	1,4 %	2,7 %	3,1 %

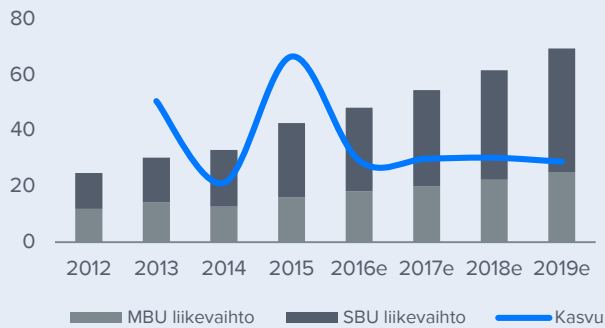
Lähde: Inderes

Detection Technology yhteenveto

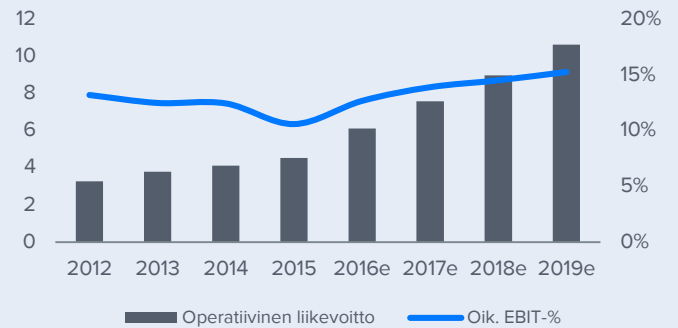
Sijoitusnäkemys



Liiketoiminnan kehitys

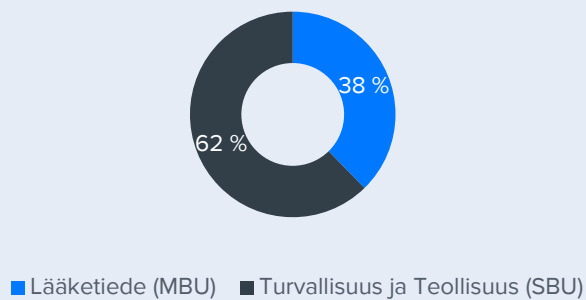


Lähde: DT & Inderes

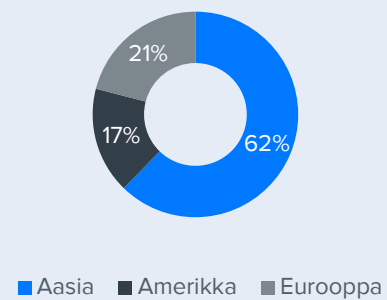


Lähde: DT & Inderes

Liiketoimintarakenne (2015)



Lähde: DT



Arvostus 2016e



Sisällysluettelo

Detection Technology yhteenveto	3
Yhtiökuvaus ja sijoittajaprofiili	5
Liiketoimintamalli	9
Markkinat ja toimiala	12
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	19
Taloudellinen katsaus	22
Ennusteet ja arvostus	24
Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli	29
Arvostus	31
Vuosineljännesennusteet ja tiivistelmä	32
Vastuuvapauslauseke	33

Yhtiökuvaus ja sijoittajaprofiili

Detection Technology (DT) on vuonna 1991 perustettu suomalainen yhtiö, joka kehittää, valmistaa, markkinoi ja myy röntgenkuvantamislaitteisiin komponentteja ja järjestelmiä sekä niihin liittyvää teknologiaa. Yhtiön tuotteita käytetään lääketieteellisissä röntgenkuvantamislaitteissa sekä turvallisuuteen ja teollisuuteen liittyvissä röntgenkuvantamislaitteissa. Yhtiöllä on toimipisteet Suomessa, Kiinassa ja Yhdysvalloissa. Tuotekehitys tapahtuu Suomessa sekä Kiinassa ja pääosa valmistuksesta tehdään Kiinassa. Yhtiö on vuodesta 2011 onnistunut kasvattamaan liikevaihtoaan ja tulostaan erittäin hyvin. Detection Technology listautui keväällä 2015 First North -markkinapaikalle, kerätyt varat yhtiö käytti taseen vahvistamiseen ja muun muassa uuden tehtaan rakentamiseen Kiinaan.

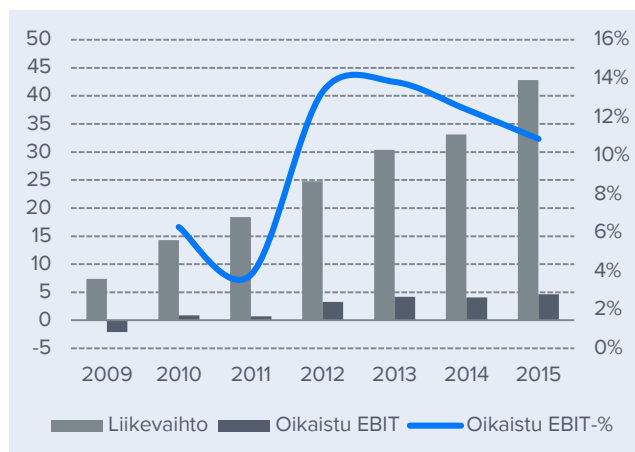
Kasvava yhtiö globaalilla niche-markkinalla

Yhtiö haki vauhtia pörssistä

Detection Technology (DT) listautui Helsingin pörssin First North -markkinapaikalle maaliskuussa 2015. Yhtiö on perustettu Espoossa vuonna 1991 ja se toimii nykyään kolmella mantereella.

Detection Technology kehittää, valmistaa, markkinoi ja myy röntgenkuvantamislaitteiden komponentteja ja järjestelmiä. Yhtiöllä on tuotekehitystä, tuotantoa ja toimitiloja Oulussa ja Espoossa, Pekingissä, Hongkongissa ja Bostonissa. Tällä hetkellä suurin osa tuotteista valmistetaan Kiinassa, kun taas tutkimus- ja kehitystoiminta (T&K) keskittyy Suomeen ja Kiinaan. DT:llä on 164 asiakasta 40 maassa ja yhtiön liikevaihto oli 43 MEUR vuonna 2015 liikevoittomarginaalin ollessa 8 %. Yhtiö työllisti vuoden 2015 lopussa 341 henkilöä joista suurin osa (>80 %) työskenteli Kiinassa. Vuonna 2014 yhtiön henkilöstöstä 56 % oli DT:n suoraan työllistämiä ja 44 % oli epäsuorasti työllistetty. DT:n tavoitteena on yltää 15 %:n keskimääräiseen vuotuiseseen kasvuun ja 15 %:n liikevoittomarginaaliin lähitulevaisuudessa.

Liikevaihdon ja liikevoiton kehitys



Lähde: Detection Technology

Yhtiön tuotteisiin kuuluu röntgenkuvantamiskomponentteja ja -järjestelmiä, kuten lääketieteen, turvallisuusalan ja teollisuuden röntgenkuvantamisovellusten valodiodeja, valodiodisarjoja, sovelluskohtaisia mikropiirejä, ilmaisimia ja ilmaisinjärjestelmiä. Yhtiön ensimmäiset kaupalliset valodiodituotteet teollisuudessa käytettäviin tarkastusovelluksiin tuotiin markkinoille vuonna 1994 ja vuonna 1999 yhtiö lanseerasi teollisuuden tarpeisiin suunnatun X-Scan-tuoteperheen. Ensimmäiset lääketieteellisiin tarkoituksiin tarkoitetut CT-ilmaisimet (tietokonetomografia) tuotiin markkinoille vuonna 2000. Vuonna 2001 yhtiö sai ensimmäisen ison lääketieteellisen alan asiakkaansa.

DT:n tuotteet ovat syntyneet teknologialähtöisesti pitkäaikaisen asiakasyhteistyön tuloksena ja yhtiöllä on vankka puolijohderöntgenkuvausteknologian ja -markkinoiden asiantuntemus. Yhtiön mukaan kilpailuetua valitulla niche-markkinalla sille tuovat suorituskyky, laatu ja kustannustehokkuus.

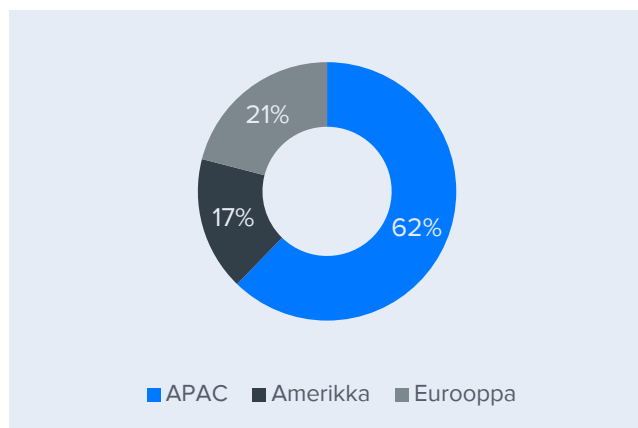
DT toimii markkinalla komponentti- ja järjestelmätoimittajana. Yhtiö toimittaa tuotteitaan laitteiden alkuperäislaitevalmistajille (OEM) ja systeemi-integraattoreille, jotka käyttävät niitä röntgenlaitteidensa osina. Suurin osa DT:n tuotteista on käyttövalmiita tuotteita, mutta se valmistaa tarvittaessa myös räätälöityjä tilaustuotteita asiakkailleen. Kilpailusuoja yhtiölle tuovat asiantuntemus, patentit ja tuotekehitys. Yhtiön valmistamien komponenttien markkinat ovat kuitenkin hyvin kilpailtuja. DT:n liiketoiminnot ovat hyvin hajautetut eri toimialojen välillä, mutta yhtiö on vielä suhteellisen riippuvainen pienestä määrästä asiakkaita, sillä viisi suurinta asiakasta muodostavat noin 60 % liikevaihdosta. Käsityksemme mukaan toimittajan vaihtaminen asiakkaalla on kuitenkin haastavaa. Tämän lisäksi DT:n asiakaskunta on laajentunut huomattavasti ja odotamme yhtiön liikevaihdon tulevan jakautumaan tasaisemmin asiakkuuksien välillä tulevaisuudessa.

DT:n nykyinen toimitusjohtaja Hannu Martola aloitti yhtiössä vuonna 2007. Yhtiöllä oli tuolloin vaikea taloudellinen tilanne, kun tappiolliset liiketoiminnot ajoivat sen oman pääoman heikoksi ja yhtiöllä ei ole ollut jakokelpoisia varoja taseessaan. Uuden omistajapohjan, johdon, strategian ja

sen toimeenpanon sekä rakenneuudistuksen jälkeen yrityksen nettotulos kääntyi jälleen positiiviseksi vuonna 2010. Uuden strategiansa myötä Detection Technology omaa jälleen vankan kasvun toimialallaan. Sen vuotuinen kasvu on ollut keskimäärin noin 24 % vuosina 2011-2015.

DT:n liikevaihto oli viime vuonna 43 MEUR, josta 62 % tuli Aasian ja Tyynenmeren alueelta, missä Kiina on ylivoimaisesti suurin markkina. Amerikan osuus liikevaihdosta oli 17 % ja Euroopan liiketoimintojen osuus liikevaihdosta oli 21 %.

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma 2015



Lähde: Detection Technology

Asiakkaat maailmalla



Lähde: Detection Technology

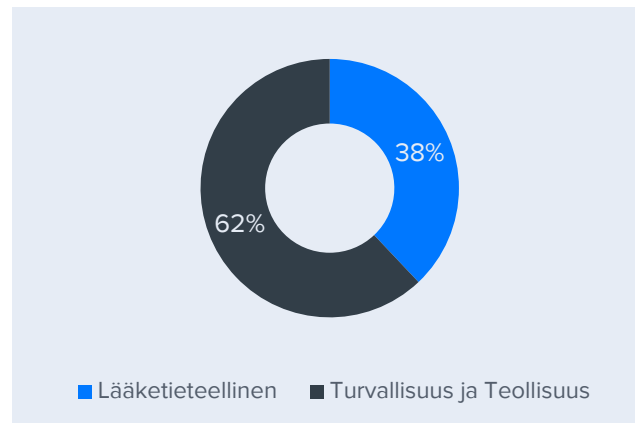
Liiketoimintayksiköt

DT:llä on kaksi liiketoimintayksikköä: Lääketieteellinen liiketoimintayksikkö (MBU), jonka osuus liikevaihdosta vuonna 2015 oli 38 % ja Turvallisuus- ja teollisuusliiketoimintayksikkö (SBU), jonka osuus liikevaihdosta vuonna 2015 oli 62 %.

DT raportoi liikevaihtonsa liiketoimintayksiköittäin ja liikevoiton yhtiö raportoi konsernitasolla.

Yksiköt vastaavat itse myynnistä, markkinoinnista sekä teknisestä tuesta, kun taas yhtiön yhteisiä toimintoja ovat tuotekehitys, tekniikka, hankinta ja tuotanto sekä talous- ja henkilöstöhallinto.

Liikevaihdon jakauma yksiköittäin 2015



Lähde: Detection Technology

Lääketieteellinen liiketoimintayksikkö (MBU)

Lääketieteellisen liiketoimintayksikön liikevaihto oli viime vuonna 16,1 MEUR. Liikevaihto on kasvanut keskimäärin 10 % vuodessa vuodesta 2012, jolloin se oli 12 MEUR.

Lääketieteellisellä alalla yhtiö tuottaa järjestelmiä diagnostisiin röntgenlaitteisiin. DT tarjoaa asiakkailleen standardoituja (off-the-shelf) ilmaisimia ja räätälöityjä ilmaisimia. Yhtiö suunnittelee laajentavansa tarjontansa hampaiden kuvantamissovelluksiin. DT:llä on tuotteita valodiodeista kokonaiseen kuvantamisjärjestelmiin muun muassa seuraavilla sovellusaloilla:

- Tietokonetomografia (CT)
- Mammografia
- Luuntiheysmittaus
- Rintakehän ja vammojen röntgenkuvaus

Turvallisuus- ja teollisuusliiketoimintayksikkö (SBU)

Turvallisuus & Teollisuus segmentin liikevaihto oli 26,7 MEUR vuonna 2015. Liikevaihto on kasvanut keskimäärin 28 % vuodessa vuodesta 2012, jolloin se oli 12,8 MEUR.

Turvallisuuden alalla DT tuottaa käyttövalmiita ilmaisintuotteita useisiin röntgenlaitetyppeihin: diodeista kokonaiseen ilmaisinjärjestelmiin, mukaan lukien lukuelektronikka ja liitännäisohjelmistot. Yhtiö pystyy myös tuottamaan räätälöityjä järjestelmiä turvallisuuden alan läpivalaisusovelluksiin. Turvallisuusalan kuvantamissovelluksia ovat muun muassa:

- Käsimatkatavaroiden ja ruumaan menevien matkatavaroiden läpivalaisu
- Pakettien ja kirjeiden läpivalaisu
- Rahdin, konttien ja ajoneuvojen läpivalaisu
- Henkilöiden läpivalaisu

Teollisuuden alalla DT tuottaa käyttövalmiita ilmaisintuotteita röntgenkuvauksen avulla tehtävää laadunvarmistusta, lajittelua, prosessikontrollia ja ainetta koestamattoman testauksen sovelluksia varten. Yhtiö toimittaa tuotteita yksittäisistä ilmaisinkorteista kokonaisiin ilmaisinjärjestelmiin, mukaan lukien lukuelektroniikka ja liitäntäsohjelmistot. Yhtiö tuottaa myös räätälöityjä järjestelmiä teollisuuden röntgensovelluksiin. Lopputuotteita käytetään läpivalaisuun seuraavilla teollisuudenaloilla:

- Elintarvike- ja lääketeollisuus
- Metsäteollisuus
- Autoteollisuus
- Uusiutuva energia
- Öljy ja kaasu
- Kaivos ja maatalous
- Kierrätys ja jätteenlajittelu
- Puolustus ja ilmailu

Sijoittajaprofiili

Detection Technology profiloituu mielestämme kannattavana kasvuyhtiönä, joka toimii globaalilla kasvavalla niche-markkinalla. Yhtiön liiketoimintamalli sitoo hyvin vähän pääomaa, joten DT:n liiketoiminta on hyvin joustavaa ja se sopeutuu hyvin mahdollisiin muutoksiin kysynnässä.

Osakkeen keskeisimmät arvoajurit ovat mielestämme vahva orgaaninen liikevaihdon ja tuloksen kasvu, jotka saavat tukea vahvoista megatrendeistä ja skaalautuvasta liiketoimintamallista. Suurimpina haasteina koemme yhtiön asemaa arvoketjussa ja yhtiön suhteellisen pienen koon.

Olemme tiivistäneet Detection Technologyn vahvuudet, heikkoudet, mahdollisuudet, riskit ja arvostuksen alla olevassa osiossa.

Vahvuudet

- **Vähän pääomaa sitova liiketoimintamalli**
DT:n liiketoimintamalli on suunniteltu siten, että matalaa lisäarvoa ja paljon pääomaa vaativa valmistus on ulkoistettu alihankkijoille. DT on fokusoitunut korkean lisäarvon toimintoihin, minkä takia yhtiön liiketoiminta sitoo vähän pääomaa ja liiketoimintamalli säilyy joustavana.
- **Vahva teknologinen osaaminen**
DT:llä on erittäin vahva teknologinen osaaminen, minkä se on rakentanut yli 20 vuoden historiansa aikana. Yhtiö on historiallisesti panostanut noin 12 % liikevaihdestaan tuotekehitykseen.

Hyvät markkinan kasvuajurit

DT:n tuotteiden kysyntää ajaa lopputuotteen, eli röntgenlaitteiden kysyntä. Lääketieteellisellä markkinalla ikääntyvä väestö ja kehittyvä terveydenhuolto ovat vahvoja ajureita lääketieteellisten röntgenkuvantamislaitteiden kysynnälle. Turvallisuuden röntgenkuvantamisessa lisääntyvä turvallisuuden tarve esimerkiksi kasvavasta terroriuhkasta johtuen luo hyvän pohjan kasvulle.

Laaja, kasvava asiakaspohja

DT:n asiakaspohja on kasvanut noin 26 %:n vuosivauhtia 32 asiakkaasta vuonna 2008 164 asiakkaaseen vuonna 2015. Laaja asiakaspohja luo hyvän pohjan kasvulle tulevaisuudessa.

Matala asiakasvaihtuvuus

Röntgenkuvantamislaitteisiin käytettävien tuotteiden toimittajiksi valitaan yleensä 1-3 toimittajaa. DT:n asiakasvaihtuvuus on historiallisesti ollut hyvin matala ja arvioimme sen pysyvän matalana jatkossakin, sillä yhtiöllä on vahvat siteet asiakkaidensa kanssa.

Heikkoudet

Myytävien tuotteiden hintaeroosio

DT:n tuotteiden elinkaari voi vaihdella 1-7 vuoden välillä. Tuotteen elinkaaren aikana syntyy arviomme mukaan noin 2-5 %:n hintaeroosio. Näkemyksemme mukaan DT voi kuitenkin painia hintaeroosiota vastaan tuottavuuden parantamisella ja volyymikasvulla. Materiaalihanannoista DT voi myös saada osan hintaeroosiosta takaisin.

Suhteellisen pieni koko

Tarjouskilpailun ollessa riippuvainen hinnasta, voi DT:llä olla vaikeuksia pystyä hinnoittelemaan tuotteitaan suurempien pelureiden tasolle. Myös erittäin suurissa tilauksissa DT:n voi olla vaikea täyttää pyydettyjä toimitusmääriä.

Asema arvoketjussa

DT asemoituu arvoketjussa suurten valmistajien alapuolelle, minkä takia yhtiön hinnoitteluvoima voi jäädä matalaksi. Asema arvoketjussa vaatii myös yhtiöltä tavallista enemmän käyttöpääomaa ja yhtiön vahva kasvu sitoo myös käyttöpääomaa.

Mahdollisuudet

Laajentuminen Yhdysvalloissa

DT:llä on myyntitoimipiste USA:ssa ja yksi yhtiön kasvuhankkeista on laajentuminen USA:ssa. USA:n turvallisuusmarkkina on yksi maailman suurimmista ja paikalliset turvallisuuden alan toimijat arvostaisivat näkemyksemme mukaan tuotteiden valmistamista kotimaassa. Yhtiö on kertonut suunnittelevansa nykyisen myynnin ja teknisen tuen lisäksi tuotekehitystoiminnoilla.

■ **Lisämyynti nykyisille asiakkaille**

Laaja ja kasvava asiakaspohja luo arviomme mukaan hyvät kasvumahdollisuudet DT:lle, kun nykyisille asiakkaille voi myydä uusia tuotteita.

■ **Yritysosot / teknologiaostot**

Markkina on kohtalaisen pirstaloitunut, minkä takia markkinalla on useita toimijoita eri mantereilla. Näkemyksemme mukaan DT voisi tehdä pienempiä yritysostoja ja arviomme siinä tapauksessa, että fokuksessa olisi uuden teknologian tai asiakkaiden hankinta.

■ **Pörssin päälistalle siirtyminen**

DT:n noin 80 MEUR:n markkina-arvo suhteessa muihin yhtiöihin First North Helsinki -markkinapaikalla on suuri. Taaleri (MCAP 260 MEUR) siirtyi huhtikuun alussa päälistalle ja Siili Solutions (MCAP 50 MEUR) on ilmoittanut selvittävänsä päälistalle siirtymistä. Päälista on First North -markkinapaikkaa tiukemmin säännelty ja se vaatii siten yhtiöltä enemmän resursseja. DT on ehtinyt olla First North -markkinapaikalla vasta vuoden, minkä takia emme odota yhtiön siirtyvän päälistalle ainakaan kuluvana vuonna. DT ei ole ilmoittanut mitään päälistalle siirtymisestä, mutta pidämme kuitenkin yhtiön siirtymistä päälistalle lähitulevaisuudessa mahdollisena, jos yhtiön kasvu toteutuu odotustemme mukaisesti. Päälistalle siirtyminen nostaisi arviomme mukaan DT:n hyväksyttävistä arvostuskertoimista, sillä yhtiön hinnoittelu olisi päälistalla tehokkaampaa parantuneen näkyvyyden, likviditeetin ja tunnettuuden myötä.

Riskit

■ **Suuri osa liikevaihdosta muutamalta suurelta asiakkaalta**

DT:n viisi suurinta asiakasta vastasi viime vuonna noin 60 %:sta liikevaihdosta. Yhden suuren asiakkaan menettäminen voisi siten rasittaa DT:n liikevaihtoa merkittävästi, mutta ei kriittisesti. Yhtiön asiakasmäärän viimeaikainen kasvu on kuitenkin vähentänyt tätä riskiä.

■ **Avainhenkilöiden tai teknologian menettäminen**

Tärkeiden avainhenkilöiden, kuten johdon tai tuotekehityksen keskeisten henkilöiden menettäminen voisi aiheuttaa häiriötä yhtiön liiketoimintaan. Kiinassa liiketoimintaa harjoittaviin yhtiöihin liittyy aina pieni riski siihen, että työntekijät varastavat teknologiaa. DT:n johtoryhmällä on mielestämme erittäin houkuttelevat vuodelle 2018 kestävätkä kannustinohjelmat, jotka vähentävät riskiä johtoryhmän henkilöiden menettämisestä ainakin lähivuosina.

■ **Laatukustannukset**

Kuten kaikessa tuotannossa, on olemassa riskiä, että DT:n tuottamat komponentit tai järjestelmät voivat olla viallisia ja yhtiö voi olla vastuussa näiden vikojen korjaamisesta. DT kirjaa vuodesta 2015 lähtien 1,5 %

liikevaihdostaan kuluksi takuuvarauksena mahdollisten tulevien laatukustannusten kattamiseksi.

Takuuvarauksen vaikutus vuoden 2015 liikevoittoon oli 0,6 MEUR.

■ **Melkein kaikki tuotanto yhdessä tehtaassa**

Valtaosa DT:n tuotteista valmistetaan yhdessä tehtaassa Kiinassa. Tehtaan väliaikainen seisokki, esimerkiksi johtuen lakoista, seisauttaisi siten yhtiön tuotannon. Pahimmissa tapauksessa tehdas voi vaurioutua pahemmin (esim. tulipalo), jolloin yhtiö ei voisi valmistaa tuotteitaan.

Arvostus

■ **Kannattava kasvuyhtiö**

DT:n tulos tulee ennustemme mukaan kasvamaan keskimäärin noin 25 %:n vuosivauhtia vuosina 2015-2019. DT:n hyväksyttävät arvostuskertoimet ovat mielestämme korkeampia verrattuna Helsingin pörssin mediaaniin johtuen yhtiön vahvasta kasvuprofiilista. Helsingin pörssin mediaani P/E-luvut vuosille 2016 ja 2017 ovat noin 16x ja 15x. Vastaavat EV/EBITDA-luvut ovat noin 9x ja 8x.

■ **Kohtuullinen osinkotuotto**

DT vahvisti vuoden 2015 tilinpäätöksensä yhteydessä voitonjakopolitiikkansa, minkä mukaan yhtiö pyrkii maksamaan 30-60 % osakekohtaisesta tuloksestaan ennen kertaluonteisia erä joko osinkoina tai varojen palautuksina. DT:n kevyt liiketoimintamalli tulee arviomme mukaan tuottamaan yhtiölle hyvää kassavirtaa, mikä mahdollistaa kohtuullisen osingon maksamista kasvua häiritsemättä. Ennustamme lähivuosien osinkotuoton olevan noin 3 %:n tasolla.

■ **Osakkeeseen ladattu kovat kasvuodotukset**

Kuten usein kasvuyhtiöissä, DT:n osakkeeseen on ladattu kovat kasvuodotukset. Korkeat arvostuskertoimet toimivat kasvun epäonnistuessa vipuna väärään suuntaan, jolloin kurssireaktiot voivat olla voimakkaita. Pidämme kuitenkin yhtiön johtoa, strategiaa ja liiketoimintamallia pitkällä tähtäimellä hyvinkin uskottavana.

Liiketoimintamalli

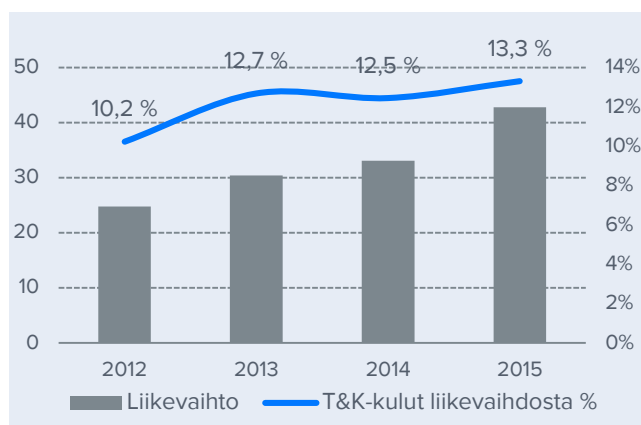
Detection Technologyn liiketoimintamalli perustuu vähän pääomaa sitovaan kevyeen liiketoimintamalliin. Yhtiö fokusoi resursseina korkean lisäarvon toimintoihin ja raskaat, paljon pääomaa sitovat ja matalan lisäarvon toiminnot ovat ulkoistettuja. Yhtiö panostaa tuotekehitykseen, sillä teknologinen asiantuntemus on röntgenkuvantamismarkkinalla suuri kilpailutekijä. DT myy suurimman osan tuotteistaan suoraan asiakkailleen ja pienemmillä markkinoilla yhtiö käyttää jälleenmyyjiä. Yhtiön liiketoimintamalli on mielestämme hyvin joustava ja skaalautuva, joten yhtiö pystyy hyvin vastaamaan nopeisiin kysynnän muutoksiin, minkä yhtiö todisti vuoden 2015 lopussa, kun liikevaihto kasvoi 56 %.

Kevyt ja joustava liiketoimintamalli

Tutkimus ja kehitys yhtiön ytimessä

Detection Technologyn tutkimus- ja kehityskulut (T&K) ylsivät 5,7 MEUR:oon tai 13,3 %:iin liikevaihdosta vuonna 2015. Tutkimuksessa ja kehityksessä työskenteli noin 50 henkilöä tai 15 % henkilöstöstä vuoden 2014 lopulla. Yhtiön teknologia- ja tuotekehitystoiminta on laajaa ja se kattaa muun muassa teknologia-alustojen suunnittelua sekä asiakkaiden kanssa yhteisiä tuotekehityshankkeita. Tärkeimmät teknologia- ja suunnittelutoiminnot, kuten valodiodien suunnittelu ja prosessien kehitys, tuotantoprosessien ja liitännästeknologioiden kehitys, sovelluskohtaiset mikropiirit, elektroniikan ja mekaniikan kehittäminen ja projektijohtaminen hoidetaan DT:n oman henkilökunnan toimesta.

T&K-kulut liikevaihdosta



Lähde: Detection Technology

DT:n johdon mukaan yhtiö saa kilpailuetua laajasta teknologisesta valmiudesta. Tärkeitä osaamisalueita ovat puolijohteet ja niiden valmistaminen, vaativa elektroniikkasuunnittelu, asennusprosessit ja testaaminen. Lisäksi ilmaisimien valmistus vaatii sähköstaattisista purkauksista äärimmäisen vapaan

puhdistilan. Yhtiöllä on kokenut ja erittäin teknisesti pätevä henkilöstö ja asiaankuuluvat immateriaaliset oikeudet ja ammatti- ja tietotaitoa yli 20 vuoden ajalta valodiodien ja ilmaisimien kehittämisestä sekä tuotannosta. Multiteknologian osaamista koskevat vaatimukset ja tarve korkeatasoiseen ammatti- ja tietotaitoon nostavat alalle pääsemisen kynnyistä, mikä antaa yhtiölle huomattavan kilpailuedun.

DT on tuonut markkinoille uusia tuotteita vuodesta 2008 alkaen, kuten mammografiailmaisimen, BSI (Back-side Illumination) tomografiatuotteen vuonna 2009, teollisuuden tarkoituksiin suunnitellun vedenpitävän X-Scan C4 -skannerin vuonna 2010, integroidun CT-ilmaisimen rakenneosan vuonna 2011, teollisuudessa käytettävän lineaarisen X-Scan DE -kaksoisenergiaröntgenskannerin sekä ensimmäisen korkean tuotantonopeuden omaavan rahdin läpivalaisulaitteen vuonna 2013. Yhtiön ensimmäinen turvallisuusalan CT-tuote tuotiin markkinoille vuonna 2014. Maaliskuussa 2016 yhtiö lanseerasi uusimman tuotteensa, X-Scan D sarjan ilmaisimet, jota voidaan käyttää lastitavaran, konttien, ajoneuvojen, junien skannaamisessa sekä eri teollisuuden tarkoituksissa.

Yhtiö kirjaa tutkimus- ja tuotekehitykseen nykyään kuluiksi. DT:llä ei ollut kehittämismenoja aktivoituna taseeseen vuoden 2015 lopussa.

Yhtiöllä vähän pääomaa sitova tuotanto

DT:n tuotantostrategiana on ulkoistaa paljon pääomaa vaativat tuotantoprosessit (kuten valodiodien valmistus, sovelluskohtaiset mikropiirit ja piirikortit) globaaleille toimittajille ja vastata itse kriittisten lopputuotteiden tuotantoprosesseista.

Tärkeimmät sisäiset tuotantoprosessit ovat komponenttien sahaaminen piikiekoilta, Chip on Board ja Flip Chip -liitännästeknologiat, valo- ja röntgentestaus sekä asennus, loppukokoonpano ja -testaus. Yhtiön johdon mukaan ulkoistamiseen perustuva liiketoimintamalli yhdistettynä yhtiön käyttämään ketterään lean-metodologiaan mahdollistaa lyhyet toimitusajat asiakkaille, korkean joustavuuden ja nopeasti skaalautuvan tuotannon.

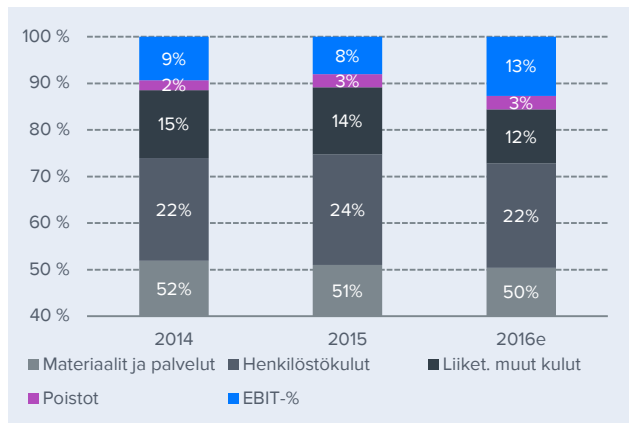
Yhtiön tuotantoprosessit eivät myöskään vaadi merkittäviä investointeja. Tuotannon tehokkuutta ja joustoa lisää myös huomattava vuokratyövoiman käyttö tuotannossa Kiinassa. Yhtiö työllisti vuoden 2015 lopussa 341 henkilöä josta suurin osa (>80 %) sijaitsee Kiinassa. Vuonna 2014 yhtiön henkilöstöstä 56 % oli DT:n suoraan työllistämisiä ja 44 % oli epäsuorasti työllistettyä vuokratyövoimaa.

Kulurakenne

DT:n kulurakenne on kuvattu alla olevassa graafissa. Suurin kuluerä on materiaalit ja palvelut, joka vuonna 2015 oli 51 % liikevaihdosta. Toiseksi suurin erä kuluista viime vuonna olivat henkilöstökulut, jotka olivat 24 % liikevaihdosta. Liiketoiminnan muut kulut (mm. vuokrat) olivat 14 % ja poistot olivat 3 % liikevaihdosta. DT:n liikevoittomarginaali oli viime vuonna 8 % ja 1,1 MEUR:n kertaluonteisista kuluista oikaistu liikevoittomarginaali oli 10,6 %.

Arviomme mukaan parhaiten skaalautuvat kulut ovat liiketoiminnan muut kulut ja henkilöstökulut. Materiaalit ja palvelut eivät arviomme mukaan skaalautu yhtä hyvin, sillä alitoimittajilla tuotettavien komponenttien ja materiaalien hinnat eivät näkemyksemme mukaan jousu merkittävästi. Arviomme materiaalien ja palvelujen kulujen pysyvän noin 50 %:n tasolla tulevaisuudessa, mutta henkilöstökulujen ja muiden kulujen skaalautuvan alaspäin liikevaihdon kasvun mukana.

Kulurakenne (osuus liikevaihdosta)



Lähde: Detection Technology & Inderes

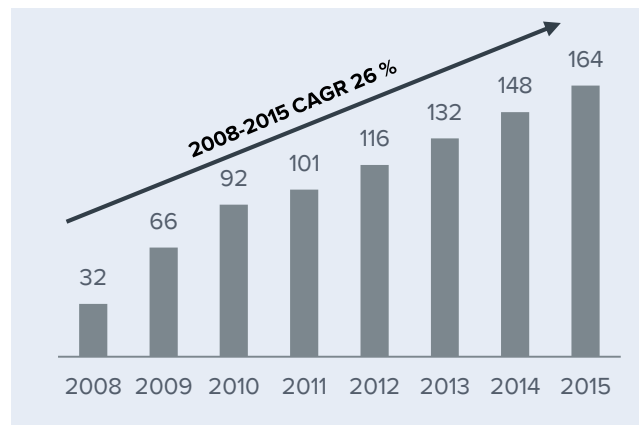
Yhtiö myy pääosan tuotteistaan suoraan loppuasiakkaalle

DT hoitaa suurimman osan myynnistä itse, yhtiö käyttää jakelijoita pienillä markkinoilla, missä yhtiöllä ei ole merkittävää liiketoimintaa.

Asiakkaina röntgenlaitteiden valmistajat

DT:n asiakaspohja on kasvanut 32 asiakkaasta vuonna 2008 164 asiakkaaseen vuonna 2015. Asiakaskunnan laajentuminen laskee mielestämme yhtiön asiakaskohtaista liiketoimintariskiä. Tästä huolimatta noin 60 % yhtiön liikevaihdosta muodostuu viideltä suurimmalta asiakkaalta. Suurimpien asiakkaiden liiketoimintojen eläminen sekä potentiaaliset strategiset muutokset voivat täten heijastua voimakkaasti DT:n liiketoimintaan muutaman vuoden ajaksi. Asiakaskunnan jakautuneisuus kuitenkin on niin suuri, ettei yksittäisen avainasiakkaan menetys aiheuttaisi yhtiön kriisiytymistä. Laaja asiakaspohja antaa yhtiölle hyvät edellytykset kasvuun, sillä näkemyksemme mukaan DT:llä on hyvät mahdollisuudet kasvattaa liikevaihtoa lisämyynnillä nykyisille asiakkailleen.

Asiakasmäärä 2008-2015



Lähde: Detection Technology

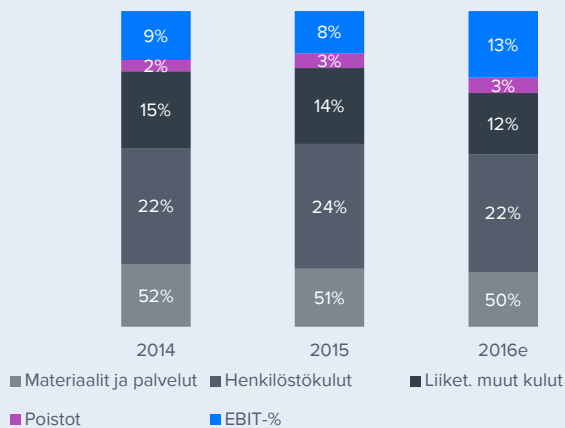
Liiketoimintamalli

Detection Technologyn liiketoimintamalli



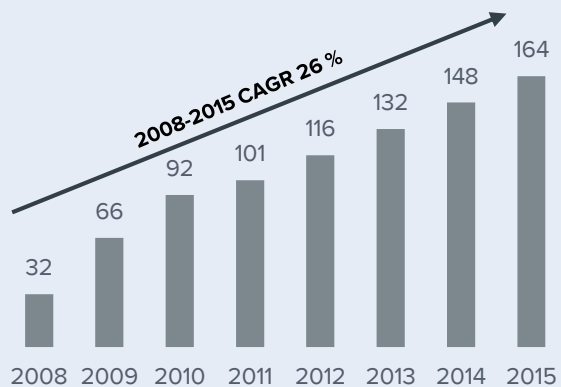
Lähde: Inderes

Kulurakenne (osuus liikevaihdosta)



Lähde: Detection Technology

Asiakasmäärä 2008-2015



Lähde: Detection Technology

Markkinat ja toimiala

Yhtiön asiakkaita ovat röntgenkuvantamislaitteiden alkuperäiset valmistajat (OEM) ja systeemi-integraattorit. DT:n keskeiset kohdemarkkinat ovat lääketieteellinen, turvallisuuden ja teollisuuden röntgenkuvantamismarkkinat. DT:n kaikilla kohdemarkkinoilla on vahvat, kasvua tukevat megatrendit ja DT:n johto arvioi kohdemarkkinoiden kasvavan noin 5-7 % vuosittain 2014-2019 välillä. Röntgenkuvantamislaitteiden komponenttien ja järjestelmien toimiala on hyvin kilpailtu ja toimialalle on suuret markkinat tulon esteet. Tärkeimmät kilpailuedut toimialalla ovat tuotteiden kustannustehokkuus, teknologia, laatu ja toimituksien varmuus.

Röntgenkuvantamisella on laajat markkinat

DT:n kohdemarkkinoilla hyvät kasvua tukevat megatrendit

Röntgenkuvantamista hyödynnetään sen käyttökelpoisuuden ja kustannustehokkuuden ansiosta usealla eri toimialalla. Eri röntgenkuvantamisen markkinat eroavat huomattavasti toisistaan teknologioiden sekä kasvunäkymiensä osalta. Käyttötarkoitus määrittelee kuvantamisessa käytettävät teknologiat, kun taas kohdemarkkinan kilpailutilanne sekä kasvunäkymät riippuvat markkinan nuoruudesta sekä siitä, miten pirstaloitunut markkina on. Röntgenkuvantamista on esimerkiksi käytetty jo pitkään terveydenhuollossa ja siitä on ehtinyt muodostua jo varsin kilpailtu. Teollisuuden eri käyttötarkoituksissa röntgenkuvantaminen puolestaan löytää edelleen uusia käyttötarkoituksia, joissa laitteet voivat olla pitkälle räätälöityjä ja tuotteiden volyymit pieniä, mutta katteet korkeita. Turvallisuudessa röntgenkuvantaminen kasvaa kovaa vauhtia, kun turvallisuuden merkitys kasvaa. On itsestään selvää, että komponenttitoimittajat pyrkivät erikoistuman tiettyyn teknologiaan tai markkinaan niiden resurssien ollessa niukat.

DT:n kaikkien kohdemarkkinoiden kasvua tukevat vankat megatrendit. Yhtiön johto arvioi markkinan kasvavan 2014-2019 välillä noin 5-7 %:n vuosivauhtia. Terveydenhuollossa ikääntyvä väestö, nopeasti kehittyvä teknologia sekä kehittyvien markkinoiden terveydenhuoltopanostukset luovat hyvän kasvualustan. Turvallisuudessa lisääntyvä huolestuneisuus eri uhkakuvista lisää turvallisuuteen käytettävien röntgenkuvantamislaitteiden tarvetta. Teollisuuden röntgenkuvantamismarkkinaa tukee lisääntyvä tarve tuottavuuteen, tehokkuuteen ja laatuun, mikä voidaan jossain tapauksissa saavuttaa röntgenkuvantamislaitteiden avulla.

Detection Technology on valinnut markkinalla selkeän vertikaalifokuksen: se keskittää voimavaroja ja tuotekehityksensä kapealle sektorille, mutta pystyy hyödyntämään osaamistaan useammalla toimialalla. DT:n tuotteita käytetään pääasiassa seuraavilla toimialoilla:

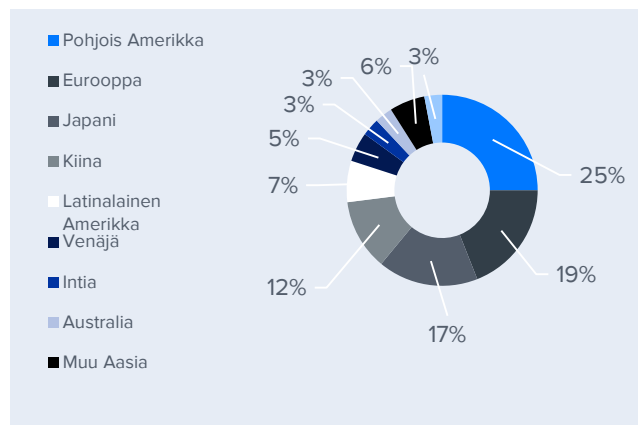
- Terveydenhuolto
- Julkinen turvallisuus
- Elintarvike- ja lääketieteellisyys
- Metsäteollisuus
- Autoteollisuus
- Uusiutuva energia

Lääketieteellisten kuvantamislaitteiden markkina

Frost & Sullivan arvioi, että lääketieteellisten kuvantamislaitteiden kansainvälisten markkinoiden arvo vuonna 2012 oli 24,1 miljardia dollaria, josta 64 % tuli kehittyneiden markkinoiden myynnistä ja 36 % kehittyvien markkinoiden maiden myynnistä. Markkinan keskimääräisen vuotuisen kasvun ennustetaan olevan noin 4,4 % vuoteen 2017 asti.

Sovellustyyppien osalta Frost & Sullivan arvioi, että ultraäänilaitteiden markkinaosuus (25 %) on suurin kuvantamislaitteiden markkinoista. Yleisten röntgen- ja CT-laitteiden osuus oli 16 % vuonna 2012.

Lääketieteellisen kuvantamisen markkina 2012



Lähde: Frost & Sullivan

Tietokonetomografian markkinat ovat tärkeimmät DT:lle

Tietokonetomografian (Computed Tomography, CT) markkinat ovat Detection Technologylle tärkeimmät. Frost & Sullivan arvioi, että tietokonetomografian markkinoiden arvo oli noin 3,8 miljardia dollaria vuonna 2012. Frost & Sullivan ennustaa tietokonetomografian markkinoiden kasvavan keskimäärin 7 % vuosittain 2012-2017 välisenä aikana.

Tietokonetomografian markkinoiden uskotaan kasvavan keskimääräistä nopeammin verrattuna muihin kuvantamislaitetyppeihin, koska kyseisten laitteiden käyttöönotto on vielä aikaisessa vaiheessa kehittyvillä markkinoilla. Frost & Sullivan arvioi, että Kiina, Latinalainen Amerikka, Venäjä ja Intia vauhdittavat markkinakasvua sekä alueittain että sovellustyyppin mukaan tarkasteltuna. Tietokonetomografian laitemyynti vauhdittaa lisäksi kasvua kehittyvillä markkinoilla ja ultraäänilaitemyynti kansainvälisillä markkinoilla.

DT:n arvion mukaan lääketieteellisten kuvantamislaitteiden ilmaisimien markkina oli 120-250 MUSD, tai 90-190 MEUR vuonna 2014. Kokoluokkana DT:llä olisi markkinalla noin 7-14 %:n markkinaosuus, arviosta riippuen.

Lääketieteellisen markkinan kasvuajurit

Terveystieteen palveluiden kysyntä kasvaa väestön ikääntyessä, terveystiedon lisääntyessä sekä ihmisten varallisuuden lisääntyessä. Väestön ikääntyminen on kasvava huolenaihe varsinkin teollistuneissa maissa, mutta varallisuuden lisääntyminen kehittyvissä markkinoissa siirtää kasvun painopistettä tulevaisuudessa. Ikääntymisen seurauksena yhä suurempi osa ihmisistä tulee kärsimään kroonisista ja kalliista hoitoa vaativista sairauksista ja vammoista, mikä osaltaan tukee terveydenhuollon investointeja.

Kehittyvät taloudet, kuten Kiina, Brasilia, Intia ja Turkki investoivat taloudellisen kasvunsa yhteydessä terveyden- ja sairaanhoidon infrastruktuuriin. Lääketieteellisten kuvantamislaitteiden kysynnän kasvua kiihdyttää lisäksi CT-laitteiden käyttöönotto varsinkin kehittyvissä maissa. CT-kuvantamisen käyttö lisääntyy, koska CT-kuvantaminen on suhteellisen edullista ja kuvauksen keston ollessa lyhyt se sopii hyvin suurille potilasmäärille.

Teollisuusmaissa kysyntää ohjaavat tarve saada parempaa ja kustannustehokkaampaa terveydenhuoltoa. Tämän lisäksi kasvua tukee CT-laitteiden noin 7-8 vuoden elinkaari, minkä takia laitteita pitää jatkuvasti uusia.

Markkina on erittäin kilpailtu

Lääketieteellisen kuvantamisen markkinaa kuvastaa täydellinen kilpailu. Pitkän historiansa aikana toimiala on hyvin pitkälle konsolidoitunut. Tämä näkyy alkuperäisten laitetoimittajien, eli DT:n potentiaalisten asiakkaiden, vähäisenä määränä toimialalla.

Frost & Sullivanin mukaan vuonna 2012 noin 78 % lääketieteellisten kuvantamislaitteiden kokonaismarkkinoista oli kolmen suurimman laitevalmistajan hallussa. Kolme suurinta lääketieteellisten röntgenkuvantamislaitteiden valmistajat ovat:

- General Electric
- Siemens
- Philips

Liiketoiminta on kyseisille yhtiöille ydinliiketoimintaa, lukuisista liiketoimintojen lopetuksista tai myynneistä huolimatta yhtiöt pitävät hyvinvoinnin toimialaa yhtenä tärkeimmistä liiketoiminnoista. Muita merkittäviä laitetoimittajia ovat Toshiba, Hitachi, Hologic sekä Canon. Maaliskuussa 2016 Canon ilmoitti ostavansa Toshiba tytäryhtiön Toshiba Medical Systemsin. Kaupan valmistuttua lääketieteellisen röntgenlaitteiden markkina tulee olemaan entistä keskittyneempi neljän suuren pelurin kesken.

Lääketieteellisen kuvantamisen markkinalle on tavanomaista erittäin korkeat markkinalletulon esteet, sillä uudet tuotteet vaativat valtavia määriä kehityskuluja ja viranomaisten hyväksynnässä on korkeat vaatimukset.

Hintaeroosio osa toimialaa

DT:n toimialalla vaadittavat tuote-, osajärjestelmä- ja komponentti-spesifikaatiot ovat hyvin pitkälle asiakkaan määrittelemät toimittajille. Laitevalmistaja pystyy täten takaamaan itselleen tiukan laatuvaatimuksen sekä kustannuskontrollin komponenttien ja järjestelmien toimittajilleen. Eri komponenttitoimittajia valitaan yleensä 1-3 kilpailuttamisen perusteella. Kilpailuttaminen voi muodostua kohtalokkaaksi pienemmille komponenttitoimittajille, mikäli niillä ei ole tarpeeksi laajaa asiakaspohjaa. Skaalaedut, laatu ja toimitusten varmuus ovat asiakkaalle tärkeitä. Kilpailuttaminen ja tuotteiden vanheneminen tarkoittavat monesti jatkuvaa hintaeroosiota komponenttitoimittajille. Kulukontrolli, T&K sekä kasvava volyyymi toimivat yleensä komponenttitoimittajan avittajina eroosiota vastaan. Arviomme mukaan lääketieteellisessä kuvantamisessa laitteiden ja komponenttien vuotuinen hintaeroosio on 5 %:n luokkaa.

DT:n johdon arvion mukaan kilpailuympäristö toimialalla kiristyy, kun uusia laitevalmistajia tulee markkinoille pääosin kehittyvistä maista. Asiakaskuntaan tämä voi luoda hintapaineen, jonka asiakas pyrkii monesti siirtämään alihankkija- ja komponenttitoimittajaverkostolleen.

DT on yksi harvoista erikoistuneista röntgenilmaisinkomponenttien toimittajista

DT toimittaa komponentteja ja järjestelmiä laitevalmistajille ja kilpailee toimituksista sekä pienempien että suurempien toimijoiden kanssa. Yhtiön johdon käsityksen mukaan DT on ainoita toimijoita, jotka tarjoavat kohdennetusti ilmaisinkomponentteja ja -järjestelmiä ainoastaan röntgenteknologiaa varten. Vertikaalinen fokus luo yhtiölle

kilpailuetua suhteessa moneen kilpailijaan, toisaalta se lisää yhtiön liiketoimintariskiä.

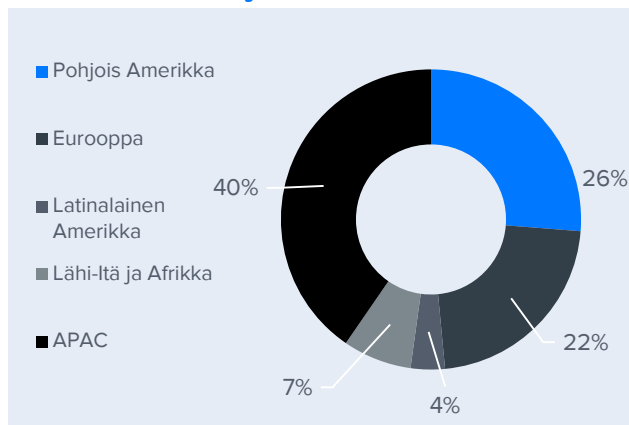
DT:n kilpailijoihin lääketieteellisessä kuvantamisessa kuuluvat muun muassa:

- Analog Devices
- Austria Microelectronics Systems
- Hamamatsu Photonic
- First Sensor
- Osi Optoelectronics
- Texas Instruments

Turvallisuusalan röntgenkuvantamisen markkina

Homeland Security Research Corporationin (HSCR) mukaan turvallisuuden röntgenkuvantamisen markkinakoko oli 1,6 miljardia dollaria vuonna 2013. Toimiala on pieni verrattuna lääketieteen röntgenkuvantamismarkkinaan, joka oli vuonna 2012 kooltaan noin 24,1 miljardia dollaria. Aasian ja Tyynenmeren alue vastasi arvoltaan suurinta, noin 40 % turvallisuuskuvantamisen markkinasta.

Turvallisuuskuvantamisen markkinan maantieteellinen jakauma 2013



Lähde: HSCR

HSRC ennustaa, että turvallisuusalan röntgenkuvantamisen markkinan arvo kasvaa keskimäärin 7 % vuodessa, 1,6 miljardista dollarista 2,6 miljardiin dollariin vuosina 2013-2020. Kasvun ennustetaan olevan voimakkainta Aasian ja Tyynenmeren alueella, jossa ovat suurimmat turvallisuusalan röntgenkuvantamisen markkinat (2013-2020 keskimääräisen kasvu 10 %). Lisäksi selvästi pienemmällä Latinalaisessa Amerikan markkinalla kasvu on voimakasta (2013-2020 keskimääräisen kasvu 8 %). Pohjois-Amerikan ja Euroopan markkinoilla on odotettavissa maltillista kasvua. Suurin yksittäinen markkina on Yhdysvallat, jonka osuus on 25 % globaaleista markkinoista.

Markkinalla on lukuisia eri kasvuajureita väestönkasvun, kaupungistumisen, yleisen turvattomuuden, lisääntyvän matkustamisen ja terrori-iskujen pelkojen myötä.

Läpivalaisutuotteet ja -sovellukset auttavat suojaamaan ihmisiä ja kiinteää omaisuutta, kuten lentokenttiä, rautateitä, stadioneja, julkisia paikkoja, rajatarkastusasemia sekä yksityisen sektorin paikkoja. Niiden avulla on myös mahdollista välttää rahallisia, taloudellisia, ja ihmisiin kohdistuvia vahinkoja. Läpivalaisutuotteilla ja -sovelluksilla, kuten röntgenskannereilla, räjähdysainejäämäilmaisimilla, sähkömagneettisilla metallinpaljastimilla ja biometrisillä teknologioilla, voidaan estää hyvän tavan vastaiset ja laittomat menettelyt.

Turvallisuusalan markkinat ovat yleensä paikallisia, koska määräykset vaihtelevat maittain. Keskeisimmät markkinat ovat Yhdysvallat, Eurooppa ja Kiina. DT:n johdon mukaan laitteen elinikä on normaalisti 7-10 vuotta, jolloin läheisyys asiakkaaseen on menestyksen avaintekijä, sillä laitteiden myynti-ikkuna aukeaa normaalisti 3-5 vuoden välein, kun taas laitteiden tuotekehitysaika on 1-3 vuotta.

Turvallisuuslaitteiden kilpailuympäristö perustuu ensisijaisesti laitteiden toimintakykyyn, toimivuuteen ja laatuun, järjestelmän yleiseen kustannustehokkuuteen, aikaisempiin asiakassuhteisiin, laitteiden teknisiin kykyihin, hintaan, paikalliseen markkinaläsnäoloon sekä myynti- ja palveluorganisaatioiden laajuuteen (lähde: HSCR).

DT:n arvion mukaan, turvallisuusalan ilmaisintuotteiden markkina oli 150-200 MUSD haarukassa, tai 110-150 MEUR:n kokoluokassa vuonna 2014. Inderesin arvion mukaan DT:llä on noin 9-12 % markkinaosuus kyseisellä niche-markkinalla.

Turvallisuusalan röntgenmarkkinat ovat pirstaloituneet

Turvallisuusalan röntgenlaitemarkkinat ovat melko pirstaloituneet ja Detection Technologyn asiakkaita ovat strategian mukaisesti alkuperäiset laitetoimittajat ja systeemi-integraattorit. Seuraavat monikansalliset yhtiöt muun muassa toimivat turvallisuusalan röntgenlaitteiden markkinoilla:

- Smiths Detection
- Morpho Detection
- L-3 Security & Detection Systems First Sensor
- Rapiscan Systems
- American Science and Engineering
- Leidos
- Nuctech

Yhtiöt tarjoavat turvallisuuslaitteita satamien ja raja-asemien, rahtiliikenteen sekä kriittisten infrastruktuurien käyttöön. Turvallisuusalalla on, kuten lääketieteellisellä erittäin vaativat laatuvaatimukset viranomaisilta.

DT:n mukaan turvallisuusalan röntgenlaitteiden ilmais- ja järjestelmämarkkina on sirpaloitunut ja kilpailtu. Käsitksemme mukaan alkuperäisten laitevalmistajien

asiakkaat ovat usein valtioita, joten tilaukset tulee tehdä julkisen kilpailutuksen kautta, jolloin kilpailuvaltioksi nousee usein hinta.

DT:n keskeisiä kilpailijoita turvallisuusalan röntgenkuvantamisessa ovat:

- Beijing Qipan
- Excelitas
- First Sensor
- Hamamatsu Photonics
- Osi Optoelectronics
- Sens Tech
- Varian Medical Systems

Teollisuuden röntgenkuvantamisen markkina

Röntgenkuvantamislaitteiden käyttö teollisuuden eri tarpeissa on vielä varsin nuori toimiala, mutta se on selvästi tulevaisuuden kasvuala. Teollisuuden tarpeisiin suunnatussa kuvantamisessa käytetty teknologia on vastaavanlainen kuin lääketieteellisessä tai turvallisuusalan kuvantamisessa käytetty teknologia, mutta resoluutio on kuitenkin yleensä korkeampi.

Toimialan markkinakoosta ei ole julkisesti saatavilla tarkkaa tietoa. Global Industry Analystin ennusteen mukaan markkinan koko oli 100 MUSD:n suuruusluokkaa vuonna 2013. Saman lähteen mukaan teollisuuden tarpeisiin suunniteltujen röntgentarkastuslaitteiden markkinoiden arvo tulee sen ennusteen mukaan ylittämään noin 650 MUSD:n vuoteen 2020 mennessä. Aasian ja Tyynenmeren alueen markkinat ovat suurimmat ja nopeimmin kasvavat, perässä tulevat Yhdysvallat sekä Eurooppa.

Teollisuuden ilmaisintuotteiden markkina on vielä pieni

DT:n arvion mukaan teollisuuden kuvantamisen sovelluksiin tarjoamien ilmaisimien ja järjestelmien markkinoiden koko oli noin 50-70 MUSD, tai 38-55 MEUR vuonna 2014. Inderes arvioi DT:n markkinaosuuden olevan 10-15 %:n luokkaa.

Teollisuuden tarpeisiin suunnatun digitaalisen röntgenkuvantamisen markkinat ovat vielä melko nuoret. Röntgenkuvantamiseen tarkoitettujen laitteiden kehittyessä ja loppukäyttäjien sovellusalueiden laajentuessa röntgenkuvantamisesta on tullut hyödyllinen työkalu teollisuuden tarpeisiin. Röntgenlaitteet pystyvät havaitsemaan tuotteiden ylimääräisiä aineita, vikoja ja eroavaisuuksia, mikä on johtanut kyseisten laitteiden laajaan käyttöön eri teollisuuden aloilla lähinnä laadunvalvontatarkoituksissa. Teollisuuden tarkoituksiin suunniteltuja röntgenkuvantamissovelluksia käytetään

yleensä tuotevirheiden etsimiseen muun muassa tarkkoja mittauksia vaativilla aloilla kuten elintarvike-, elektroniikka-, auto-, ilmailu- ja avaruus-, sekä öljy- ja kaasualalla.

Kasvava ala teollisuuden röntgenkuvantamisessa on lajittelu. Röntgenkuvantaminen on kaikista kattavin teollisissa sovelluksissa käytettävä kuvantamistekniikka, jossa ei kosketa kuvattavaan esineeseen, ja sen avulla on mahdollista saada tarkkaa tietoa tuotteen laadusta pakkaustyyppistä riippumatta. Röntgenkuvantaminen lisää kuvantamislaitteiden tehokkuutta, koska kuvantaminen on nopeaa ja se tarjoaa korkealuokkaista tarkkuutta ja mahdollistaa myös toistettavuuden. Röntgenlaitteilla on mahdollista läpäistä myös metallipakkaukset ja tunnistaa lukuisia muita ylimääräisiä aineita kuin metallia, mikä lisää kyseisten laitteiden käyttöä esimerkiksi elintarviketeollisuudessa.

Alkuperäisiä teollisuuden röntgenlaitetoimittajia ovat muun muassa Eriez Magnetics, GE Sensing & Inspection Technologies, Thermo Fisher Scientific ja YXLON International GmbH.

Kilpailijat teollisuuden röntgenkuvantamisessa

Detection Technologyn mukaan kilpailuympäristö on teollisuuden röntgenkuvantamisen markkinalla vaativa. Teollisuuden röntgenlaitteiden komponenttitoimittajissa on DT:lle paljon samoja vanhoja kilpailijoita toisista toimialoista. Toimialan kasvunäkymät huomioiden uskomme alalletulon kiihtyvän vielä tulevaisuudessa. DT:n tärkeimmät kilpailijat kyseisellä alalla ovat:

- Beijing Qipan
- Excelitas
- Hamamatsu Photonics
- Sens Tech
- Osi Optoelectronics

Detection Technologyn kilpailijavertailu markkinoittain

	Lääketiede		Turvallisuus		Teollisuus	
	Järjestelmät	Komponentit	Järjestelmät	Komponentit	Järjestelmät	Komponentit
Detection Technology	x	x	x	x	x	x
Hamamatsu Photonics	x	x		x	x	x
X-Scan					x	x
Sens-Tech			x	x	x	x
Varian Medical Systems			x	x	x	x
Analogic			x	x		
Analog Devices		x				
Texas Instruments		x				
First Sensor		x		x		
OSI Optoelectronics		x		x		
ams AG		x				
Excelitas Technologies		x		x		x
Beijing Qipan				x		x

Lähde: Detection Technology

Markkinan kasvuajurit

Kehittyvät markkinat

Kehittyvät markkinat ovat vaurastuneet jo vuosia ja terveydenhuoltoon ja turvallisuuteen tehtävät investoinnit ovat kasvussa. Terveydenhuollon kustannukset ovat yleensä kehittyneet vastaavassa suhteessa teollisuusmaiden bruttokansantuotteen kanssa ja kehittyvien maiden odotetaan noudattavan pitkälti vastaavaa trendiä.

Röntgenkuvantamisen markkinat ovat kehittyvillä markkinoilla myös siirtymässä pois perinteisestä analogisesta röntgenkuvantamisesta kohti kehittyneempiä digitaalisia laitteita.

Kehittyvät markkinat, kuten Kiina ja Intia, ovat muodostuneet tärkeiksi turvallisuusalan markkina-alueiksi 2010-luvulla ja niiden merkitys maailmankaupassa sekä globaalissa ilma- ja rahtiliikenteessä on kasvanut huomattavasti. Kasvu on nostanut turvallisuusalan kuvantamislaitteiden kysyntää selvästi. Turvallisuusnäkökulma otetaan myös korostetusti huomioon kaupungistumisen ja väestön asumistiheyden kasvaessa esimerkiksi Kiinassa.

Kysyntä turvallisuuden lisäämiseksi

Turvallisuusalalla kasvua vauhdittaa rikollisuus, väestön kasvu sekä kasvanut terrorismin uhka. Nämä trendit ovat selvästi lisänneet läpivalaisulaitteiden kysyntää, ja läpivalaisulaitteiden kysyntä tulee kasvamaan rikoksia ennaltaehkäisevästi esimerkiksi julkisten paikkojen, kuten huvipuistojen, urheilustadionien ja kauppakeskusten ja jopa koulujen myötä.

Kuvantamisteknologian yleistyminen

Röntgenkuvantamislaitteiden ja teknologian yleistyminen vaikuttaa olennaisesti kasvuodotuksiin. Volyymien kasvaessa laitteiden yksikkökustannus laskee, mikä tekee röntgenkuvantamislaitteista tehokkaan työkalun yhä useampien kohteiden kuvantamiseen. Kustannusten lasku mahdollistaa myös sen, että laitteita voidaan käyttää yhä useampaan eri käyttötarkoitukseen teollisuuden alalla ja niiden käyttö lisääntyy yleisesti lääketieteen ja turvallisuuden aloilla.

Kansalliset ja alueelliset säännökset

Terrorismiin liittyvien uhkien ja selkkausten lisääntymisen myötä valtiot ovat alkaneet säännellä riskienhallintaa julkisilla paikoilla, kuten lentokentillä, satamissa ja raja-alueilla, mikä on ajanut esimerkiksi EU:n ja Yhdysvallat sääntelemään matkatavaroiden valvontaa lentokentillä.

Teollisuuden markkinat eivät vielä ole niin tarkkaan säänneltyjä kuin turvallisuusmarkkinat, vaikka sielläkin voidaan havaita trendiä sääntelyn lisääntymisestä. Eräät valtiot, kuten Etelä-Korea ja Japani, sääntelevät elintarvikkeiden läpivalaisua, mutta muuten markkinoiden sääntely on yhä hyvin pitkälti itsesääntelyä. Muun muassa suuret supermarketketjut toimivat hyvänä esimerkkinä itsesääntelystä, koska ne voivat vaatia toimittajiltaan röntgenkuvantamista maineriskien vuoksi.

Vähäisemmät säteilyannokset

Röntgenkuvantamisteknologiassa käytetään säteilyä, mutta käytettävä säteilyannos pyritään pitämään mahdollisimman vähäisenä ilman, että kuvanlaatu heikentyy. Varsinkin lääketieteen markkinoilla potilaan säteilyannos pyritään pitämään mahdollisemman vähäisenä. Tämä edesauttaa myös energian säästössä mikä johtaa kustannusten pienentymiseen. Kehittyneet ja automatisoidut röntgenkuvantamislaitteet pystyvät prosessoimaan

alhaisemmalla säteilyannoksella otettuja kuvia. Frost & Sullivanin mukaan vähäisen säteilyannoksen teknologioista, joiden avulla vähennetään ja pyritään hallitsemaan ionisoivan lääketieteellisen säteilyn määrää, on tullut merkittävä trendi Yhdysvalloissa ja laitetoimittajat näkevät niissä huomattavaa kasvupotentiaalia.

Vertailuyhtiöiden kannattavuudet ja tuotekehitysinvestoinnit

DT:lle on vaikeaa löytää täydellistä vertailuyhtiötä, sillä DT:n kilpailijoilla on usein myös eri liiketoimintaa kuin pelkästään röntgenkuvantamislaitteiden komponenttien valmistusta ja myyntiä.

ams AG valmistaa pääosin sensoreita, joita käytetään esimerkiksi autojen kameroissa, tableteissa ja älypuhelimissa, eikä yhtiöllä siten ole röntgenkuvantamiseen suoranaista liiketoimintaa eikä yhtiö siten ole suora kilpailija.

Analog Devices kilpailee DT:n kanssa lääketieteellisellä markkinalla, mutta yhtiö valmistaa pääosin optisia sensoreita ja tehomuuntajia, joten sen ydinliiketoiminta ei ole röntgenlaitteiden komponenteissa. First Sensor valmistaa niin ikään sensoreita monelle eri käyttöalueelle, ja röntgenkuvantaminen on vain osa yhtiön liiketoiminnasta.

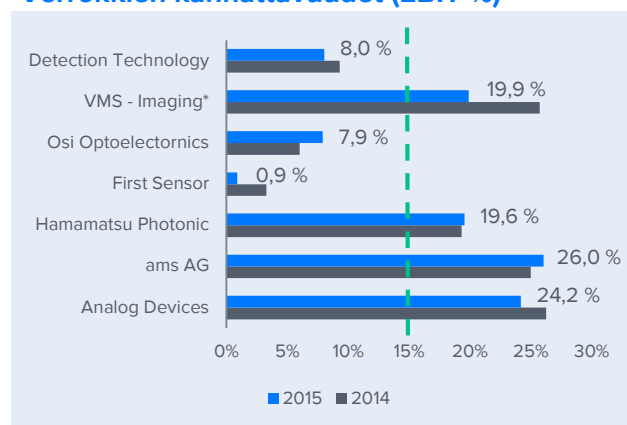
Osi Optoelectronics valmistaa muun muassa röntgenkuvantamiskomponentteja. Yhtiön omistaa Osi Systems, joka myös omistaa Rapiscan Systemsin, joka periaatteessa voisi olla DT:n asiakas, sillä Rapiscan valmistaa röntgenkuvantamislaitteita.

Varian Medical Systemsillä (VMS) on kaksi liiketoimintayksikköä, josta pienempi (noin 20 % osuus liikevaihdosta) on suoraan verrattavissa DT:n liiketoiminnan kanssa, loput yhtiön liiketoiminnasta on syöpähoitoon tarkoitettuja laitteita. Varian Medical Systemsin Imaging Products -segmentti valmistaa ja myy röntgenkuvantamislaitteisiin komponentteja. Segmentin liikevaihto oli vuonna 2015 660 MUSD ja liikevoitto 131 MUSD, eli se on kooltaan huomattavasti DT:tä suurempi. VMS:n Imaging Products ylsi vuonna 2015 20 %:n liikevoittomarginaaliin ja vuonna 2014 se oli 26 %.

Hamamatsu Photonics valmistaa pääosin valomonistinputkia, kuvantamislaitteita, valolähteitä ja eri optometrisiä laitteita ja komponentteja sisältäen röntgenkuvantamiskomponentteja. Yhtiö valmistaa röntgenkuvantamiskomponentteja ja -järjestelmiä samoille markkinoille kuin DT. Suurin osa yhtiön liikevaihdosta tulee kuitenkin DT:n eriävistä liiketoiminnoista.

Vertailuryhmän kannattavuudet ovat vaihdelleet 1-26 %:n välissä vuosina 2014-2015. Suurimmat toimijat ovat pystyneet pitämään liikevoittomarginaalinsa vakaina 20-25 %:n tasolla, kun taas pienemmät toimijat ovat tehneet alle 10%:n liikevoittomarginaalia. Vertailuryhmän keskimääräinen liikevoittomarginaali oli 16 % vuonna 2015, joten DT:n 15 %:n liikevoittomarginaali on tähän verrattuna hyvin realistinen. Vihreä katkoviiva kuvaa DT:n kannattavuustavoitetta (liikevoittomarginaali yli 15 %).

Verrokkien kannattavuudet (EBIT-%)

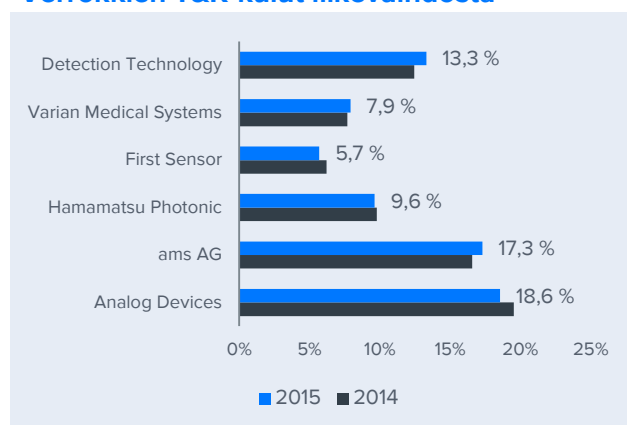


Lähde: Yhtiöiden vuosikertomukset

* Varian Medical Systems - Imaging Products -segmentti

Vertailuyhtiöt ja DT raportoivat tuotekehityskulut konsernitasolla, joten tuotekehityskuluja ei voi suoraan verrata keskenään, sillä vertailuyhtiöillä on myös röntgenkuvantamisesta eriävää liiketoimintaa. DT:n tuotekehityskulut on historiallisesti ollut noin 12 % liikevaihdosta. Verrokkien tuotekehityskulujen osuus liikevaihdosta ovat viime vuosina vaihdelleet 6-19 %:n välissä.

Verrokkien T&K-kulut liikevaihdosta



Lähde: Yhtiöiden vuosikertomukset

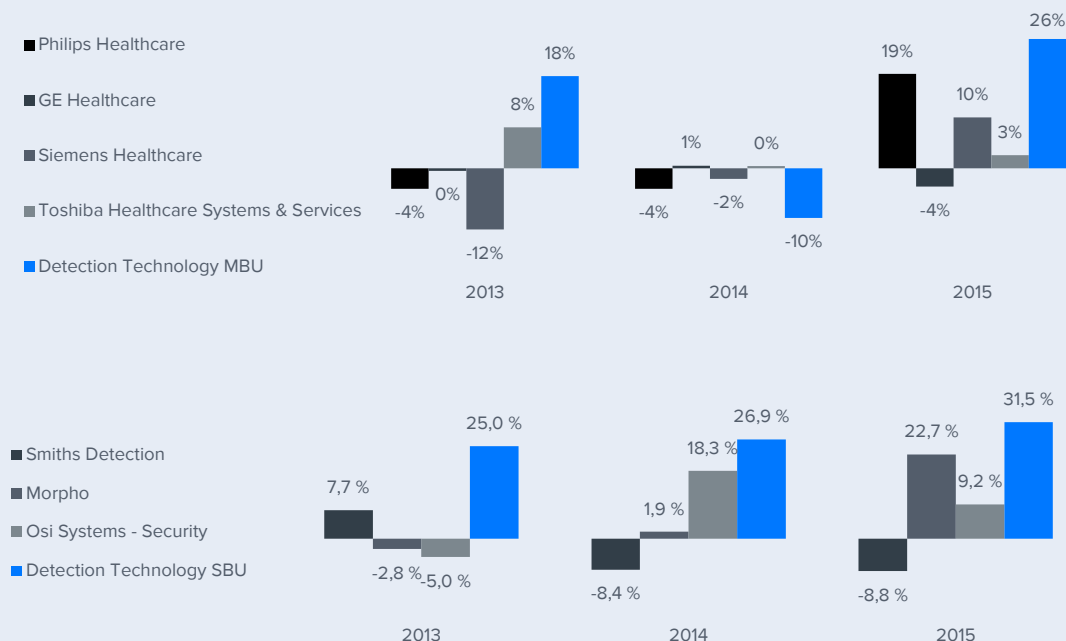
Markkinat yhteenveto

Detection Technologyn markkinat

Markkina	Kuvaus	Kilpailijat	Koko ja kasvu
Lääketiede	- Defensiivinen markkina - Kilpailtu markkina - Korkeat alalietuloasteet - Raskaasti säädelty markkina - Markkinavoima muutamalla laitetoimittajalla - Hintaeroosio 5-6 %	- Analog Devices - ams AG - Hamamatsu - Excelitas Tech. - OSI Optoelectronics - First Sensor - Texas Instruments	90-190 MEUR 5-6 %
Turvallisuus	- Asiakasläheisyys tärkeää - Tilaukset 5-vuoden sykleissä asiakkaalta - Tuotteen ja toimituksen elinikä pitkä: 7-10 vuotta - Taattu liiketoimijoiden kilpailu voitetaan	- Analogic - Beijing Qipan - Hamamatsu - Excelitas Tech. - OSI Optoelectronics - First Sensor - Varian Medical Systems - Sens-Tech	110-150 MEUR 7 %
Teollisuus	- Nuori toimiala - Markkinat kehittyvät kuvantamislaitteiden edistymisen ja käyttösovellutusten kautta - Aasian ja Tyynenmeren alueet kasvavat nopeiten	- Beijing Qipan - Hamamatsu - X-Scan - Sens-Tech	40-55 MEUR 5 %

Lähde: Detection Technology & Inderes

Lääketieteellisten ja Turvallisuuden röntgenvalmistajien kasvu



Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Detection Technologyn strategiset tavoitteet ovat ¹⁾ keskittyminen röntgenkuvantamiseen, ²⁾ asiakas- ja laitekohtainen räätälöinti, ³⁾ investoinnit tutkimukseen ja kehitykseen, ⁴⁾ maantieteellinen kattavuus ja ⁵⁾ kasvun mahdollistava liiketoimintamalli. Yhtiön taloudelliset tavoitteet ovat yli 15 %:n vuosittainen liikevaihdon kasvu ja yli 15 %:n liikevoittomarginaalin saavuttaminen lähitulevaisuudessa. Yhtiö pyrkii voitonjakopolitiikkansa mukaan maksamaan 30-60 % vuosittaisesta osakekohtaisesta tuloksesta ennen kertaluonteisia eriä osinkoina tai varojen palautuksina.

Tavoitteena kasvaa johtavaksi digitaalisten röntgenjärjestelmien tuottajaksi

Liiketoimintastrategian pilarit

Detection Technologyn tavoitteena on kasvaa johtavaksi digitaalisten röntgenjärjestelmien tuottajaksi. Yhtiö on edennyt hyvin strategiassaan viimeisten viiden vuoden aikana. Hannu Martola tuli yhtiön toimitusjohtajaksi vuonna 2007. Uuden omistajapohjan, johdon, strategian ja sen toimeenpanon sekä rakenneuudistuksen jälkeen yhtiön nettotulos kääntyi jälleen positiiviseksi vuonna 2010. Kiristyneestä kilpailusta huolimatta yhtiö on löytänyt itselleen niche-markkinan, jossa se on pystynyt kasvamaan takaisin kannattavaksi yhtiöksi. DT on pystynyt kasvattamaan kokonsa siten, että yhtiöllä on paremmat liiketoiminnalliset edellytykset jatkaa kannattavaa kasvuaan. Tavoitteeseensa pääsemiseksi DT on listannut lukuisia pääkohtia liiketoimintastrategiaansa.

Keskittyminen röntgenteknologiaan

DT tulee keskittyminen röntgenteknologiaan, koska yhtiöllä on laaja tekninen kompetenssi röntgenteknologian kuvantamisjärjestelmistä. DT:n mukaan sen asiakkaat arvostavat yhtiön fokusta kapealle niche-markkinalle. Yhtiö myös uskoo, että se saa kilpailuetua tarjoamalla röntgenkuvausjärjestelmiä laaja-alaisesti samaa perusteknologiaa käyttäville teollisuudenaloille, kuten lääketieteelle, turvallisuusalalle ja teolliselle alalle. Arviomme mukaan liiketoimien hajauttaminen eri toimialojen välille on järkevää, koska DT voi saavuttaa paremman jatkuvuuden liiketoiminnoille, kun se ei ole liian riippuvainen yhdestä toimialasta. Tästä huolimatta näemme DT:llä tiettyjä riskejä sen niche-strategiassa, sillä yhtiön liiketoiminta on rajattu kapealle teknologiasektorille. Vaikka syrjäyttävää tai diskriminoivaa teknologiaa ei tietämyksemme mukaan ole saatavilla, kyseisen riskin olemassaoloa ei voi unohtaa.

Asiakas- ja laitekohtainen räätälöinti

DT:n mukaan asiakkaat arvostavat asiakaskohtaisia ja joustavia järjestelmiä, jotka on räätälöity heidän teollisuudenalansa tarpeiden mukaisesti. Yhtiö toimittaa modulaarisia järjestelmiä, joita voidaan laajentaa ja muuttaa asiakaskohtaisia laitteita varten. DT:n käsityksen mukaan yhtiön kyky toimittaa asiakas- ja laitekohtaisesti räätälöityjä järjestelmiä on selvä kilpailullinen etu. Yhtiö pyrkii vakiinnuttamaan asemansa tarjoamalla asiakkailleen pidemmälle räätälöityjä järjestelmiä.

Investoinnit tutkimukseen ja tuotekehitykseen

Röntgenkuvantamiskomponenttien ja -järjestelmien alalla toimii tiukka kilpailu, joka näkyy yhä kiihtyvänä teknologian kehityksenä, tuotteiden toiminnallisuuden parantamisena ja tuotantokustannusten laskuna. DT:n mukaan yhtiö pyrkii jatkuvasti parantamaan ja kehittämään tuotteitaan hyödyntämällä uusia teknologioita. Lisäksi DT investoi tutkimukseen ja tuotekehitykseen laajentaakseen teknologiapohjaansa uusiin sovelluksiin sekä kehittääkseen uutta teknologiaa täydentämään nykyistä tukeainevalodiodi-ilmaisimien tarjoamaansa. Yhtiön vuotuiset investoinnit tutkimukseen ja kehitykseen ovat olleet noin 12 %:n tasolla (2015: 13,3 %). Tuotekehityskulut suhteessa liikevaihtoon olivat viime vuonna tavallista korkeammat, kun yhtiö panosti tuotekehitykseen uusiin pitkän aikavälin ohjelmiin tarkoitettuihin tuotteisiin. DT on ohjeistanut tuotekehityksen suhteellisen osuuden liikevaihdosta olevan matalampi vuonna 2016 kuin edellisvuonna. Pidemmällä aikavälillä uskomme yhtiön tuotekehityskulujen osuuden painuvan lähemmäs 10 %:n tasoa suhteessa liikevaihtoon.

Maantieteellinen kattavuus

DT on sijoittunut lähelle keskeisiä loppumarkkinoitaan ja asiakkaitaan. Tulevaisuudessa yhtiö pyrkii jatkamaan toimintansa vahvistamista keskeisillä markkinoilla sekä paikallisten organisaatioiden kehittämistä. Vahvistaakseen toimintaansa Yhdysvaltojen markkinoilla, DT suunnittelee laajentavansa organisaatiotaan nykyisen myynnin ja teknisen tuen lisäksi tuotekehitystoiminnolla. Lisäksi DT pyrkii kehittämään edelleen jälleenmyyjäverkostoansa maissa, joissa sillä ei ole omaa myyntiorganisaatiota.

Kasvun mahdollistava liiketoimintamalli

DT:n oma valmistusprosessi perustuu alihankintaan, mikä johdon näkemyksen mukaan sallii joustavuuden tuotteiden tuotannossa ja toimituksissa. Joustavuuden ansiosta yhtiö voi nopeasti kasvattaa tuotantoaan markkinoiden kysynnän mukaan sekä säätää tuotantoaan alas, mikäli markkinakysyntä laantuu. Näkemyksemme mukaan myös alihankinnan käyttö vapauttaa niukkoja voimavaroja ja pääomia ydinosaamiseen ja sen kehittämiseen. Yhtiö keskittyy teknologian kehittämiseen, kriittisiin tuotantoprosesseihin loppukokoonpanoon ja -testaukseen. Vahvistaakseen tuotantopotentiaaliaan ja liiketoimintansa kasvua DT investoi tuotannon laajentamiseen avaamalla uuden isomman tehtaan Kiinassa viime vuonna.

Taloudelliset tavoitteet lupaavat kannattavaa kasvua

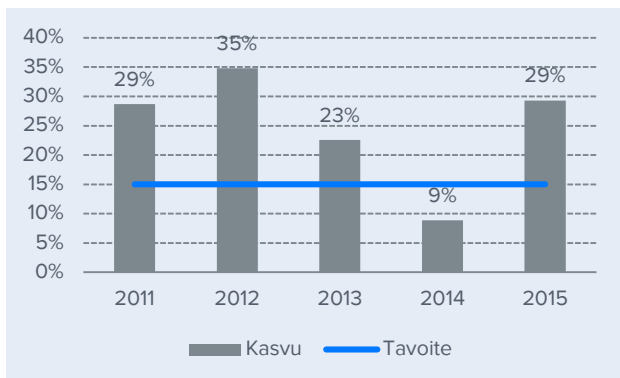
Detection Technology asetti taloudelliset tavoitteensa First North listautumisensa ohessa. Yhtiö haki listautumisella uutta pääomaa, jolla se pyrki kasvattamaan skaalaansa ja mahdollisesti teknologiavalintojaan röntgenkuvantamisessa tulevaisuudessa.

Taloudelliset tavoitteet

- Kasvattaa myyntiään vähintään 15 % vuodessa
- Saavuttaa vähintään 15 % liikevoittomarginaali

Pidämme liikevaihdon 15 %:n vuotuista kasvua realistisena tavoitteena, sillä yhtiö on historiallisesti pystynyt kasvamaan merkittävästi tavoitetta vahvemmin. Viime vuoden investointihankkeiden myötä arvioimme DT:llä olevan hyvä mahdollisuus markkinaa merkittävästi voimakkaampaan kasvuun seuraavan 2-3 vuoden aikana. Olemme kuitenkin varovaisempia ennusteissamme ja odotamme siten yhtiön kasvavan vuosittain noin 13 % lähivuosina.

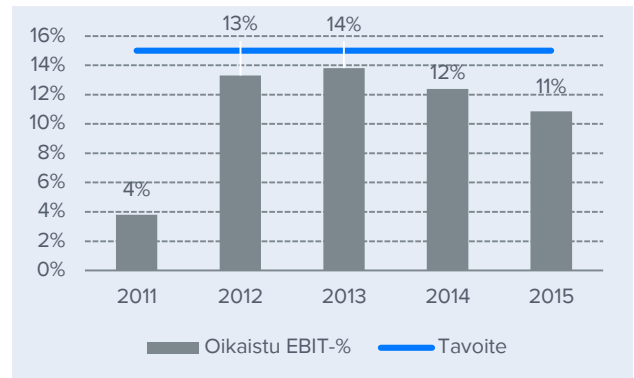
Liikevaihdon historiallinen kasvu



Lähde: Detection Technology

Kasvun tulisi edesauttaa yhtiön liikevoiton kehittymistä myös positiivisesti, sillä osa kuluista (varsinkin liiketoiminnan muut kulut ja henkilöstökulut) skaalautuvat arviomme mukaan hyvin liikevaihdon myötä. Yhtiö myös kaavailee maantieteellistä laajentumista sekä teknologiapohjansa laajentamista, mikä tulee hieman lisäämään kuluja seuraavien vuosien aikana. Pidämme yhtiön tavoittelemaa 15 %:n liikevoittomarginaalia hyvin realistisena tavoitteena, mutta arviomme sen tapahtuvan vasta vuonna 2019.

Historiallinen oikaistu liikevoittomarginaali



Lähde: Detection Technology

Voitonjakopolitiikka

DT ei ole maksanut osinkoa ennen vuotta 2015 eikä yhtiöllä ollut varsinaista voitonjakopolitiikkaa ennen tätä.

DT vahvisti voitonjakopolitiikkansa 2015 tilinpäätöksen yhteydessä. Yhtiön tavoitteena on jakaa varoja osakkeenomistajille säännöllisesti, joko maksamalla osinkoa tai palauttamalla pääomia. Tavoitteena on jakaa osakkeenomistajille noin 30-60 % konsernin vuosittaisesta osakekohtaisesta tuloksesta ennen kertaluonteisia erä joko osinkoina tai varojen palautuksina.

DT:n tase on listautumisen jälkeen vahvistunut ja pidämme yhtiön osingonmaksukykyä lähivuosina hyvänä, sillä kevyt liiketoimintamalli generoi yhtiölle vakaata kassavirtaa. Yhtiö teki vuonna 2015 0,26 euron oikaistun osakekohtaisen tuloksen ja hallitus esitti jaettavaksi 0,07 euron pääomanpalautuksen, mikä vastasi 27 %:n voitonjakosuhdetta.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Keskittyminen röntgenteknologiaan	• Laaja teknologinen osaaminen kuvantamisratkaisussa, fokus ainoastaan röntgenteknologiassa • Toimialan laajin tuoteportfolio röntgenkuvantamisratkaisuissa
Asiakas- ja laitekohtainen räätälöinti	• Kehittää modulaarisia järjestelmiä, joita voi skaalata ylös ja muuttaa asiakaskohtaisia laiteita varten • Yhtiö pyrkii vakiinnuttamaan asemansa tarjoamalla asiakkaille enemmän räätälöityjä järjestelmiä
Investoinnit Tutkimukseen ja Kehitykseen	• Jatkuvasti parantaa ja kehittää tuotteitaan hyödyntämällä uusia teknologioita • Investoida tutkimukseen ja tuotekehitykseen laajentaakseen teknologiapohjansa uusiin sovelluksiin ja kehittääkseen uutta teknologiaa täydentämään nykyistä tarjoamaansa
Maantieteellinen kattavuus	• Sijoittunut lähelle keskeisiä loppumarkkinoita ja asiakkaitaan • Kehittää edelleen jälleenmyyntiverkostoansa etenkin maissa, joissa sillä ei ole omaa myyntiorganisaatiota • Laajentaa organisaatiotaan Yhdysvalloissa vahvistaakseen toimintaansa
Kasvun mahdollistava liiketoimintamalli	• Valmistusprosessi perustuu alihankintaan, mikä sallii joustavuuden tuotteiden tuotannossa ja toimituksissa • Joustava tuotanto mahdollistaa yhtiön keskittymistä ydinosaamiseensa

Lähde: Detection Technology & Inderes

Taloudelliset tavoitteet

Kasvu	Vuosittainen liikevaihdon kasvu > 15 %
Kannattavuus	Liikevoittomarginaali $\geq$ 15 %
Voitonjakopolitiikka	30-60% vuoden tuloksesta ennen kertaluonteisia eriä

Lähde: Detection Technology

Taloudellinen katsaus

DT:n liikevaihto on kasvanut vuosina 2012-2015 keskimäärin 20 % vuodessa. Yhtiön tase oli heikossa kunnossa vuoden 2015 listautumiseen asti, jolloin yhtiö keräsi noin 18 MEUR pääomaa. DT:n tase on nyt erittäin vahva, sillä yhtiön omavaraisuusaste oli viime vuonna noin 60 % ja se oli nettovelaton. Yhtiön taserakenne heijastaa yhtiön kevyttä liiketoimintamallia, sillä suurin osa yhtiön varoista ovat vaihtuvia vastaavia.

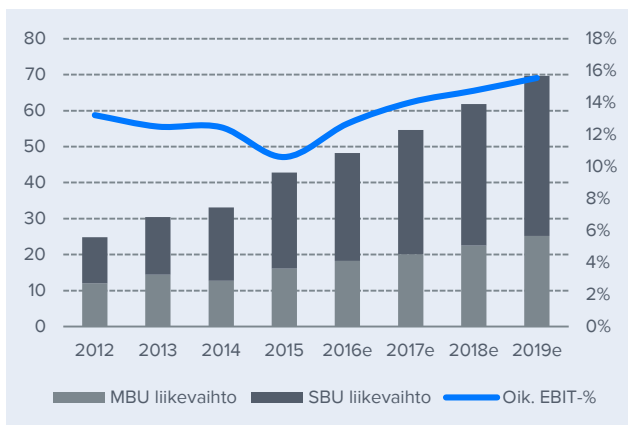
Hyvä kasvu ja vahva tase

Liikevaihto kasvanut tasaisesti, investoinnit rasittaneet kannattavuutta viime vuonna

Detection Technologyn liikevaihdon kasvu on ollut erittäin voimakas vuosina 2012-2015, kun liikevaihto kyseisellä ajalla kasvoi keskimäärin 20,1 % vuodessa. Oikaistu liikevoittomarginaali on laskenut vuoden 2012 13,2 %:sta 10,6 %:iin vuonna 2015. Vuosi 2015 oli DT:lle merkittävien investointien vuosi, kun yhtiö rakensi uuden tehtaan Kiinaan ja yhtiö kehitti uusia tuotteita, minkä vuoksi tuotekehityskulut olivat normaalia korkeammat painaen kannattavuutta alas. Arviomme kannattavuuden nousevan lähivuosina, kun viime vuoden kasvupanostukset alkavat kantaa hedelmää.

Vuoden 2015 liikevaihto kasvoi 29 % edellisvuodesta 42,8 MEUR:oon. MBU:n liikevaihto kasvoi 26,4 % 12,8 MEUR:oon ja SBU:n liikevaihto kasvoi 31 % 20,3 MEUR:oon. Liikevoitto ilman kertaluonteisia eriä kasvoi 4,5 MEUR:oon edellisvuoden 4,1 MEUR:sta ja liikevoittomarginaali ilman kertaluonteisia eriä laski 10,6 %:iin edellisvuoden 12,5 %:sta. Korkeammat tuotekehityskulut (13,3 % liikevaihdosta 2015 vs. 12,4 % liikevaihdosta vuonna 2014) yhdessä uuteen tehtaaseen siirtymiseen liittyvät kulut rasittivat kannattavuutta. DT kirjasi vuonna 2015 1,1 MEUR kertaluonteisia kuluja liittyen uuteen tehtaaseen ja raportoitu liikevoitto oli siten 3,4 MEUR.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



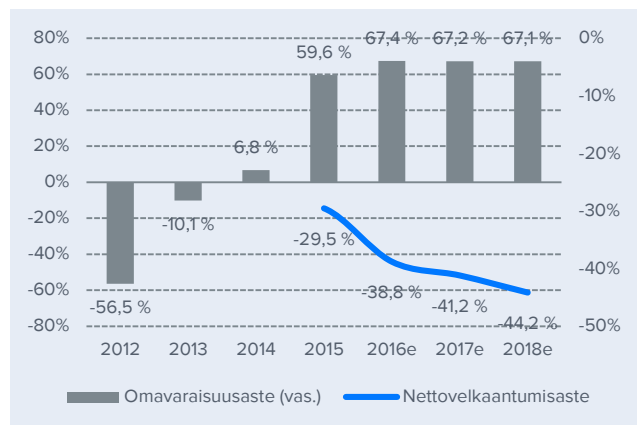
Lähde: Inderes

Kevyt, mutta vahva tase

DT:n tase oli heikossa kunnossa vuosina 2012-2014, mutta yhtiön taloudellinen tilanne on listautumisen jälkeen nyt erittäin vahva. Nettovelkaantumisaste oli vuoden 2015 lopussa -26 %, kun se vuonna 2014 oli 654 %. DT:n omavaraisuusaste oli 60 % vuoden 2015 lopussa, kun se vuoden 2014 lopussa oli vain 7 %.

Liiketoiminnan rahavirta oli 2,6 MEUR vuonna 2015, kun se vuonna 2014 oli 3 MEUR. DT:n käyttöpääoma kasvoi varsinkin Q4:llä, kun taseeseen kertyi suuri määrä saatavia vahvan Q4:n takia (myyntisaamiset 2015 12,9 MEUR vs. 6,6 MEUR vuonna 2014). Arviomme DT:n vapauttavan käyttöpääomaa tänä vuonna, kun viime vuoden lopussa taseeseen kertynyt varasto saadaan purettua. Ennustamme DT:n taseen ja kassavirran pysyvän vahvoina tulevaisuudessa, sillä liiketoiminta ei vaadi merkittäviä investointeja ja samaan aikaan tulos kasvaa.

Taseen avainlukujen kehitys

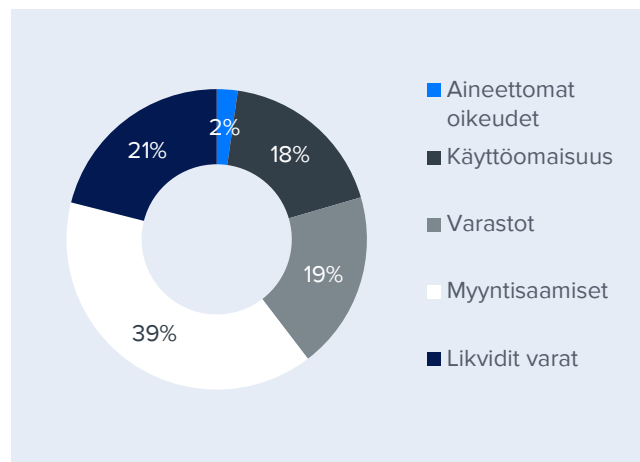


Lähde: Inderes

Yhtiön taserakenne on yhtiön liiketoimintamallin ansiosta hyvin kevyt. Pysyvät vastaavat olivat vuoden 2015 lopussa 21 % yhtiön taseen loppusummasta, missä oli aineettomia hyödykkeitä 0,8 MEUR ja aineellisia hyödykkeitä 6,4 MEUR. Yhtiön aineelliset hyödykkeet koostuvat pääosin tehtaiden laitteista, sillä yhtiö on käsityksemme mukaan vuokralla kaikissa sen toimitiloissa.

Vaihtuvat vastaavat olivat noin 79 % yhtiön taseesta vuoden 2015 lopussa. Vaihtuvista vastaavista noin neljäsosa oli varastoa, toinen neljäsosa likvidejä varoja ja loput 50 % myyntisaamisia.

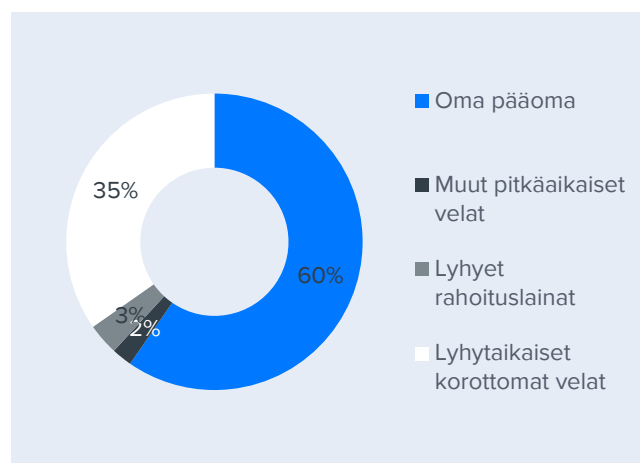
Tase, vastaavaa 2015



Lähde: Inderes

Taserakenne on yhtiön vastattavalla puolella hyvä, sillä omavaraisuusaste oli vuoden 2015 lopussa korkea 60 % ja yhtiö oli nettovelaton (nettokassa 6,2 MEUR). Suurin osa yhtiön veloista on lyhytaikaista, korotonta velkaa.

Tase, vastattavaa 2015



Lähde: Inderes

Kasvu sitoo käyttöpääomaa

DT:n asema arvoketjussa johtaa siihen, että yhtiön käyttöpääoma on ja tulee pysymään korkeana. Yhtiön käyttöpääoma oli vuoden 2015 lopussa arviomme mukaan epätavallisen korkea sen ollessa 8,4 MEUR, eli noin 20 % liikevaihdosta. Yhtiön kasvu tulee sitomaan käyttöpääomaa ja arviomme siten käyttöpääoman pysyvän noin 15-20 %:n tasolla suhteessa liikevaihtoon.

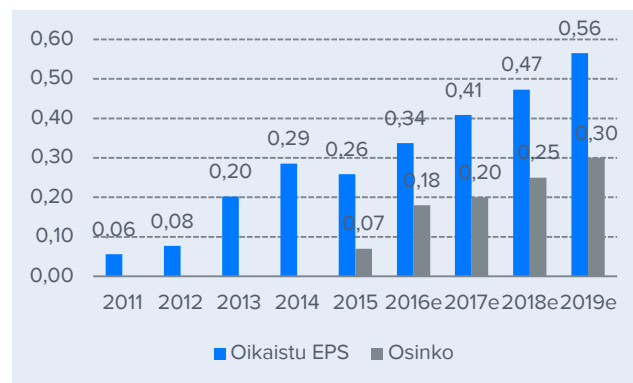
Tuloskasvu historiallisesti hyvä, osinko tulee kasvamaan tuloksen kanssa

DT:n oikaistu EPS on vuoden 2015 pientä notkahdusta lukuun ottamatta ollut hyvällä kasvu-uralla ja odotamme EPS tuloskasvun jatkuvan 21 %:n vuositahtia 2015-2019 aikana. DT:n tulosta vuonna 2015 rasitti vuoteen 2014 verrattuna takuuvaraukset, uuden tehtaan rakentaminen ja tavallista korkeammat tuotekehityskulut.

DT kirjaa vuodesta 2015 lähtien 1,5 % liikevaihdosta takuuvarauskseen ja tämän vaikutus vuoden 2015 tulokseen oli noin 0,6 MEUR euroa. Yhtiö tekee takuuvarausta vain kasvun verran, eli ennustamamme 5,5 MEUR:n liikevaihdon kasvusta yhtiö kirjaa noin 0,1 MEUR takuuvarausta. Olemme huomioineet takuuvarauksen ennusteissamme, eikä se vaikuta yhtiön 15 %:n liikevoittomarginaalin tavoitteeseen.

DT maksoi ensimmäiset osinkonsa vuonna 2015 ja yhtiö vahvisti vuoden 2015 tilinpäätöksen yhteydessä voitonjakopolitiikkansa. Arviomme DT:n maksavan osinkoa noin 50 %:n voitonjakosuhteella, minkä takia osinko kasvaa ennusteemme mukaan keskimäärin noin 44 % vuositasolla 2015-2019 aikana.

Oikaistu EPS ja osakekohtainen osinko



Lähde: DT & Inderes

Ennusteet ja arvostus

Ennustamme DT:n liikevaihdon kasvun olevan lähivuosina noin 13 %:n tasolla ja odotamme yhtiön tuloskasvun olevan voimakkaampaa, kun tulos skaalautuu liikevaihdon mukana. Ennustamme liikevoiton kasvavan keskimäärin 24 % vuosittain 2015-2019 välillä ja liikevoittomarginaalin siten asteittain nousevan yli 15 %:iin vuoteen 2019 mennessä. Mielestämme DT:n arvostuskertoimissa on hieman nousuvaraa, kun niitä tarkastellaan absoluuttisesti ja suhteellisesti. P/E-kertoimet ovat vuosille 2016 ja 2017 noin 20x ja 16x, kun vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 11x ja 8x. Ennustamme yhtiön oman pääoman tuoton nousevan vuoden 2015 8 %:sta noin 20 %:iin vuonna 2016 ja pysyvän 20 %:n paremmalla puolella lähitulevaisuudessa.

Ennusteet

Kasvu jatkuu ja kannattavuus paranee vuonna 2016

Detection Technology raportoi tuloksen puolivuositteittain ja yhtiö julkaisee kolmen ja yhdeksän kuukauden jaksoilta suppeamman liiketoimintakatsauksen. Olemme huomioineet johdon kannustinpalkkiot ennusteissamme ja oletamme, että ne maksetaan täysimääräisinä. Ennustamme siten osakemäärän kasvavan vuosittain noin 4 % vuosina 2016-2018.

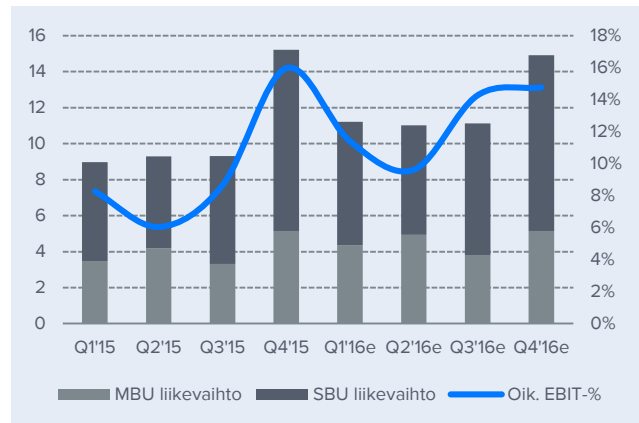
Detection Technologyn kasvu on ollut voimakasta viime vuosina ja arviomme kasvun jatkuvan hyvänä tulevina vuosina. Kannattavuutta tarkastellessa liikevoitto (EBIT) toimii hyvänä mittarina. Yhtiön poistot (noin 1,5 MEUR vuodessa) koostuvat pääosin tuotantokoneista, joita yhtiöllä on Kiinassa.

Detection Technologyn liikevaihto kasvoi viime vuonna noin 29 % ja oikaistu liikevoittomarginaali oli 10,6 %. Viime vuoden viimeisellä neljänneksellä yhtiöllä oli uusi tehdas käytössä ja liikevaihto kasvoi Q4:llä 56 %. Oikaistu liikevoittomarginaali nousi 16 %:iin viime vuoden Q4:llä. Pidämme DT:n loppuvuoden suoritusta hyvänä indikaattorina siihen, millaiseen kannattavuuteen yhtiö pystyy uudella tehtaallaan, kun volyymit pääsevät korkeammalle tasolle.

DT on ohjeistanut myynnin näkymien olevan yhtiön keskipitkän aikavälin tavoitteen mukaiset, joiden mukaan yhtiö kasvattaa liikevaihtoa vuosittain vähintään 15 %. Yhtiö on ennustanut kannattavuuden kehittyvän keskipitkän aikavälin tavoitteen mukaisesti ja olevan siten vuositasolla vähintään 15 %. T&K-kulujen prosentuaalisen osuuden liikevaihdosta yhtiö odottaa olevan alemmalla tasolla kuin vuonna 2015 (13,3 % liikevaihdosta). Yhtiön mukaan sillä on hyvät mahdollisuudet kasvattaa Lääketieteellisten kuvantamislaitteiden markkinaosuuttaan Aasian markkinoilla vuonna 2016. Turvallisuus segmentillä DT voitti useita pitkäaikaisia asiakasprojekteja vuonna 2016, jotka arviomme mukaan tulevat tukemaan Turvallisuus segmentin kasvua lähivuosina.

Ennustamme DT:n liikevaihdon jatkavan kasvuaan tänä vuonna ja odotamme liikevaihdon kasvavan 13 % 48,3 MEUR:oon. Arviomme mukaan Lääketieteen liikevaihto tulee kasvamaan 13 % 18,3 MEUR:oon ja Turvallisuus ja Teollisuuden liikevaihto kasvamaan 13 % 30 MEUR:oon. Ennustamme oikaistun liikevoiton kasvavan 35 % edellisvuodesta 6,1 MEUR:oon ja oikaistun liikevoittomarginaalin nousevan 12,7 %:iin. Viime vuoden merkittävät investoinnit tulevat arviomme mukaan tukemaan kannattavuutta lähivuosina ja tulos kasvaa arviomme mukaan kuluvana vuonna pääosin volyymien ansiosta ja kannattavuus nousee, kun kulut skaalautuvat kasvavan volyymin kanssa.

Ennusteet vuosineljänneksellä



Lähde: Inderes

Ennustamme oikaistun osakekohtaisen tuloksen kasvavan viime vuoden 0,26 eurosta 0,34 euroon vuonna 2016. Olemme ennusteissamme huomioineet DT:n johdon osakepohjaisen kannustinpalkkio-ohjelman ja oletamme yhtiön maksavan täydet kannustinpalkkiot johdolle. Kannustinpalkkiot maksetaan laskemalla liikkeelle noin 475 000 uutta osaketta, mikä dilutoi nykyistä osakemäärää noin 4 % kuluvana vuonna. Odotamme DT:n maksavan 0,18 euron osingon vuodelta 2016, mikä vastaa noin 53 %:n voitonjakosuhdetta.

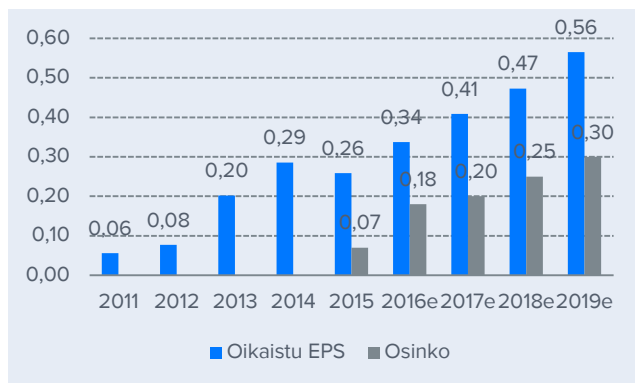
Huomautamme, että DT:n liikevaihdossa on esiintynyt ja voi esiintyä vahvaa kausivaihtelua, minkä takia liikevaihdon ja tuloksen kehitystä on myös hyvä seurata liukuvalla 12 kuukauden tasolla tai vuositasolla.

Pitkän aikavälin ennusteet: liikevaihdon ja kannattavuuden kasvu jatkuu

Arvioimme DT:n pystyvän jatkamaan vahvaa kasvuaan vuosina 2017-2019 ja odotamme liikevaihdon kasvavan noin 13 % vuositasolla tällä aikavälillä ja liikevoittomarginaalin nousevan asteittain yli 15 %:iin vuoteen 2019 mennessä.

DT on pystynyt kasvattamaan asiakasmääräänsä hyvin ja arvioimme tämän laajan asiakaspohjan tarjoavan yhtiölle hyvän pohjan jatkuvalle kasvulle, kun nykyisille asiakkaille voidaan myydä uusia tuotteita. DT:n kohdemarkkinoiden ennustettu vahva kasvu tulee myös tukemaan yhtiön kasvua. Ennustamme liikevaihdon kasvavan noin 13 %:n vuositahtia vuosina 2017-2019 ja liikevaihdon olevan näin 70 MEUR vuonna 2019, jolloin oletamme nykyisen kapasiteetin olevan täynnä. Ennustamme Lääketieteen liikevaihdon kasvavan 10-12 % vuosittain 2017-2019 aikavälillä ja kasvavan 25 MEUR:oon vuonna 2019. Odotamme Turvallisuus ja Teollisuuden liikevaihdon kasvun olevan hieman vahvempaa, sen kasvaessa 13-15 %:n vuotuista vauhtia samalla ajalla ja olevan 45 MEUR vuonna 2019. Arvioimme laajan asiakaspohjan ja DT:n uusien tuotteiden tukevan kasvua molemmilla segmenteillä. Turvallisuuden vahvempaa liikevaihdon kasvua tukee näkemyksemme mukaan megatrendit ja arvioimme mukaan DT:llä on hyvät kasvumahdollisuudet tällä sektorilla etenkin Yhdysvalloissa.

Oikaistu EPS ja osinko 2012-2019e



Lähde: Inderes

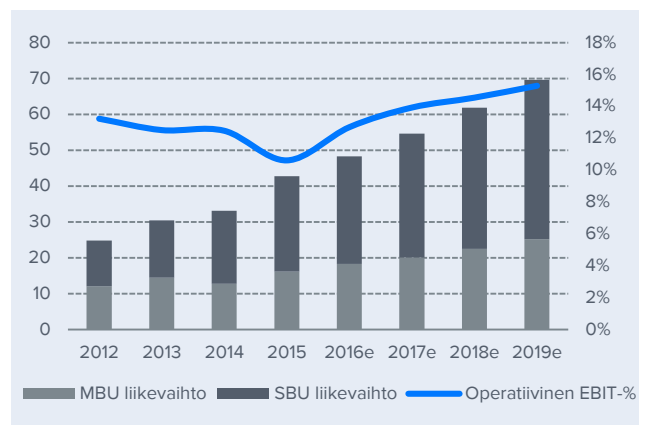
Ennustamme liikevoiton kasvavan keskimäärin noin 20 % vuosittain 2017-2019. Liikevoitto kasvaa ennusteemme mukaan vuoden 2017 7,7 MEUR:sta noin 10,8 MEUR:oon vuonna 2019. Liikevoittomarginaali nousee ennusteemme mukaan 14 %:iin vuonna 2017 ja nousee tästä asteittain liikevaihdon kasvun tukemana 15,3 %:iin vuonna 2019.

Osakekohtainen tulos tulee ennusteemme mukaan kasvamaan 0,41 euroon vuonna 2017, 0,47 euroon vuonna

2018 ja 0,56 euroon vuonna 2019. Oletamme, että johdon vuosien 2017 ja 2018 osakepohjaiset kannustinpalkkiot maksetaan kokonaisuudessaan, mikä tulee kasvattamaan osakemäärää 4 % vuosina 2017 ja 2018. Odotamme yhtiön jakavan noin 50 % tuloksestaan osinkoina, joten odotamme osakekohtaisen osingon kasvavan vakaasti tuloksen kanssa 0,30 euroon vuonna 2019.

Arvioimme mukaan DT:n kapasiteetti uudella tehtaalla Kiinassa mahdollistaa yhtiölle noin 70 MEUR:n liikevaihdon. Ennustejaksomme lopussa liikevaihto on arvioimme mukaan 70 MEUR, joten DT:n on arvioimme mukaan investoitava lisäkapasiteettiin viimeistään vuonna 2018 tai 2019. Viime vuoden investointi uuteen tehtaaseen oli alle 5 MEUR, joten mahdolliset tulevaisuuden investoinnit olisivat arvioimme mukaan samassa kokoluokassa.

Pitkän aikavälin ennusteet



Lähde: Inderes

Osakkeen arvostus

Kannattava kasvuyhtiö, orgaaninen kasvu osakkeen arvoajuri

Detection Technology profiloituu mielestämme kannattavaksi kasvuyhtiöksi ja arvostuksen pitäisi mielestämme heijastaa tätä normaalia korkeammilla arvostuskertoimilla. Yhtiö maksaa myös osinkoa, joka antaa hieman tukea osakkeelle. DT:n liiketoimintamalli on vähän pääomaa sitova, minkä ansiosta liiketoiminta on joustava ja yhtiö pystyy näin vastaamaan mahdolliseen kysynnän laskuun ja kasvuun. DT operoi vahvalla, kasvavalla markkinalla ja yhtiöllä on vahva teknologinen osaaminen. Markkinalla on hyvät, kasvua tukevat megatrendit ja DT on mielestämme hyvin sijoittunut vastaamaan kasvuun. DT:n suurin arvoajuri on mielestämme vahva orgaaninen kasvu, jonka myötä tulos kasvaa liikevaihdon kasvua nopeammin, sillä kulut skaalautuvat volyymin kasvaessa.

Suurimpina haasteina näemme yhtiön aseman arvoketjussa ja yhtiön suhteellisen pienen koon verrattuna kilpailijoihin.

Arvoketjun asema voi rajoittaa DT:n hinnoitteluvoimaa ja se vaatii yhtiöltä normaalia korkeampaa käyttöpääomaa.

Liikevoiton kasvu ja osakekohtaisen tuloksen kasvu ovat keskeisemmät tulokasvun mittareita joita seuraamme. Liikevoitto antaa hyvän indikaation yhtiön operatiivisesta tuloksesta ja EPS huomioi diluution, joka syntyy, jos yhtiö laskee liikkeeseen uusia osakkeita johtuen johdon kannustinpalkkioista. Olemme ennusteissamme oletaneet, että johdon osakepohjaiset kannustinpalkkiot maksetaan kokonaisuudessaan.

Arvostuskertoimet

Detection Technologyn osake on noussut noin 60 % alkuvuoden pohjilta ja pahin aliarvostus on siten purkautunut. Nousseiden tulosenusteemme myötä olemme tarkastaneet tavoitehintamme 7,20 euroon (aik. 6,10 euroa) ja osakkeessa on siten mielestämme vielä hieman nousuvaraa, minkä takia toistamme lisää-suosituksemme.

DT:n arvostuskertoimia tarkastellessa pidämme P/E- ja EV/EBITDA -kertoimia keskeisinä arvostuskertoimina. P/E-kerrointa tarkastellessa on hyvä huomioda, että ennusteemme sisältävät kasvavan osakemäärän (vuosittain noin 4 % vuosina 2016-2018), johtuen johdon kannustinpalkkioista. Voimakas kasvu huomioden annamme myös tavallista enemmän painoarvoa seuraavan vuoden arvostuskertoimille, jolloin osake saattaa kuluvan vuoden arvostuskertoimilla vaikuttaa haastavalta. Arviomme mukaan markkina hinnoittelee DT:lle alle 10 %:n vuotuista kasvua lähivuosille.

Vuoden 2016 ja 2017 P/E-kertoimet ovat ennusteemme mukaisesti tällä hetkellä 19,5x ja 16,1x ja näemme kertoimissa hieman nousuvaraa, kun otetaan huomioon yhtiön vahva kasvuprofiili. Vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 10,5x ja 8,4x. Volyymipohjaiset EV/Liikevaihto-kertoimet ovat samalle ajalle 1,6x ja 1,4x ja tasepohjaiset P/B-kertoimet ovat 3,6x ja 3,2x. Osakemäärän diluutio on huomioitu kertoimissa.

Huomioiden DT:n kasvunopeuden, joustavan liiketoimintamallin ja riskit tulisi osaketta mielestämme hinnoitella 15x-20x P/E-kertoimilla lähivuosille. EV/EBITDA-kertoimet vastaavalle jaksolle tulisi mielestämme olla 10x-15x tasolla. Tasepohjainen arvostus voi sijoittajille vaikuttaa korkealta, mutta huomioiden kevyen taserakenteen ja hyvän pääoman tuoton on se mielestämme oikeutettu.

Mikäli DT lähivuosina pystyy nostamaan liikevoittomarginaalinsa yli 15 %:n tavoitteensa on osakkeessa mielestämme selvää nousuvaraa. Olemme havainnollistaneet osakkeen käyvän arvon viereisessä arvostusmatriisissa. Osakkeen käypä arvo (sininen katkoviiva) olisi 7,6-10,8 euron haarukassa, eli huomattavasti yli nykyisen markkinahinnan, jos yhtiö yltää lähivuosina yli 15 %:n liikevoittomarginaalin. Ennusteemme mukainen käypä arvo osakkeelle liikkuu tällä hetkellä 6,6-8,8 euron haarukassa (vihreä katkoviiva), sillä odotamme yhtiön saavuttavan 15 %:n liikevoittomarginaalitavoitteensa vasta vuonna 2019.

Arvostusmatriisi

		Liikevoittomarginaali						
		12 %	13 %	14 %	15 %	16 %	17 %	18 %
P/E-luku	14	5,24	5,70	6,17	6,65	7,13	7,59	8,06
	15	5,61	6,11	6,62	7,13	7,64	8,13	8,64
	16	5,98	6,51	7,06	7,60	8,14	8,67	9,22
	17	6,36	6,92	7,50	8,08	8,65	9,21	9,79
	18	6,73	7,33	7,94	8,55	9,16	9,76	10,37
	19	7,11	7,73	8,38	9,03	9,67	10,30	10,94
	20	7,48	8,14	8,82	9,50	10,18	10,84	11,52
	21	7,85	8,55	9,26	9,98	10,69	11,38	12,10
	22	8,23	8,95	9,70	10,45	11,20	11,92	12,67

Lähde: Inderes

Vertailuryhmä

Kuten aiemmin mainittu, on DT:lle vaikea löytää täydellistä vertailuyhtiötä. Suurin osa tässä kappaleessa verrattavissa yhtiöistä harjoittaa jossain määrin samaa liiketoimintaa kuin DT, mutta yhtiöillä on myös eri liiketoimintaa. Vertailuyhtiöt ovat myös kooltaan huomattavasti suurempia verrattuna DT:n kokoluokkaan, sillä yhtiöiden liikevaihdot ovat 150-3500 MEUR:n kokoluokassa. Bloombergin kokooman ennusteiden mukaan vertailuryhmän yhtiöiden kasvu tulee olemaan noin 4-8 % vuosina 2016-2018 ja yhtiöille ennustetaan keskimäärin noin 10 %:n tuloskasvua. Vertailuryhmän liikevaihto- ja tuloskasvu ovat siten huomattavasti DT:ä hitaampaa.

Osi Systems valmistaa sekä röntgenkuvantamiskomponentteja, että -laitteita, eli se on DT:lle kilpailija ja mahdollinen asiakas. Smiths Group valmistaa röntgenkuvantamislaitteita (16 % konsernin liikevaihdosta), joten yhtiö ei ole kilpailija, mutta se toimii samoilla markkinoilla.

Hamamatsu Photonics, First Sensor, AMS AG ja Bruker valmistavat kaikki röntgenkuvantamiseen käytettäviä komponentteja, mutta yhtiöt harjoittavat myös muuta liiketoimintaa.

Alla oleva tiivistetty vertailuryhmä tarjoaa mielestämme hyvän kuvan siitä, miten DT:n arvostus ja kannattavuus asettuvat suhteessa vertailuyhtiöihin. DT:n vuoden 2016 arvostuskertoimet ovat hieman yli vertailuryhmän, mutta vuoden 2017 arvostuskertoimet jäävät vertailuryhmän alapuolelle koska DT:n ennustettu tuloskasvu on vertailuryhmää nopeampi. DT:n kannattavuus mitattuna oman pääoman tuotolla on yli vertailuryhmän mediaanin ja osinkotuotto on myös selvästi vertailuryhmää korkeampi.

Vertailuryhmän arvostus

	P/E		EV/EBITDA		DIV-%	ROE-%
	2016	2017	2016	2017	2016	2016
Hamamatsu Photonics	29,5	26,4	13,6	12,1	1,1	9,3
Osi Systems	20,2	17,0	7,4	6,2	-	8,1
First Sensor	14,3	11,8	6,2	5,3	0,5	9,8
AMS AG	14,0	11,2	10,0	7,8	1,6	19,0
Smiths Group	14,3	14,0	9,6	9,6	0,0	19,1
Bruker	28,9	25,5	15,2	13,5	0,1	21,6
DT (Inderes)	19,2	15,3	10,3	8,2	2,7	19,8
Mediaani	17,3	15,5	9,8	8,7	0,5	14,4
Keskiarvo	20,2	17,7	10,3	9,1	0,7	14,5
OMX Helsinki mediaani	15,8	14,5	8,8	8,2	4,2	10,2

Lähde: Inderes & Bloomberg

DCF-arvonmäärittäminen

DCF-mallimme mukainen osakekohtainen dilutoitu arvo DT:lle on 8,75 euroa, eli 33 % yli osakkeen nykyisen markkinahinnan. Olemme DCF-mallissamme ennustaneet, että DT:n kasvu vuosina 2019-2022 on 8 %:n tasolla, mutta tämän jälkeen kasvuvauhti laskee asteittain ja asettuu lopulta 3 %:iin. Ennustamme liikevoittomarginaalin pysyvän 15 %:n tasolla 2019-2022 aikana ja tämän jälkeen laskevan 13 %:iin, missä se pysyy ikuisuuteen.

Olemme huomioineet yhtiön nykyisen kapasiteetin ja arvioinut, että DT joutuu investoimaan lisäkapasiteettiin vuonna 2019, mikä nostaa vuoden 2019 investoinnit noin 6 MEUR:n tasolle, kun ne muuten ovat noin 2 MEUR vuodessa.

Huomioiden DT:n suhteellisen pienen koon, osakkeen likviditeetin ja ennusteisiin ladatut kasvuodotukset käytämme diskonttauskorkona (WACC) nykyiseen matalan koron markkinatilanteeseen verrattuna suhteellisen korkeaa 9,2 prosenttia.

Vertailuyhtiöt ja arvostus

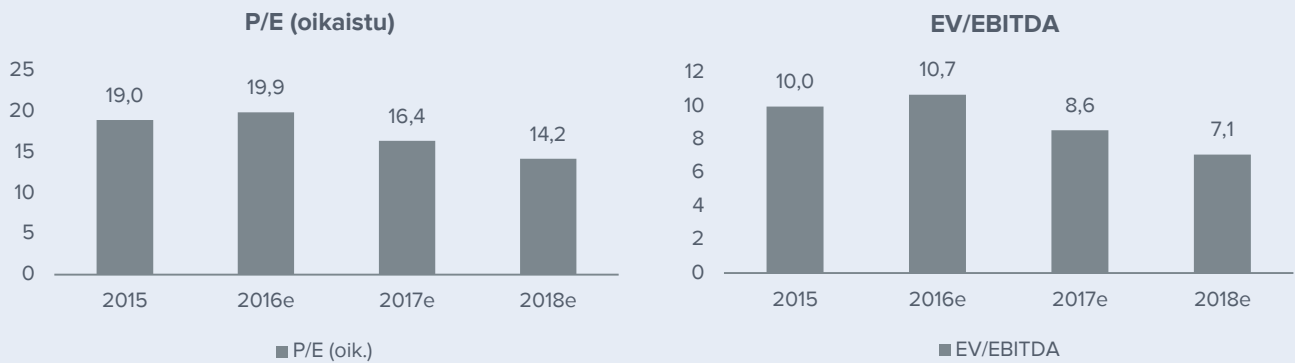
Vertailuryhmän arvostus, kannattavuus ja kasvu

	P/E		EV/EBITDA		EV/S		P/B	DIV-%		EBIT-%		ROE %	Liikevaihto
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2016	2017	2016	2017	2016	CAGR% 15-17
Vaisala Oyj	14.7	13.1	7.4	6.1	1.1	1.1	2.2	4.3	4.6	10.5	12.3	14.5	4.7
Okmetic Oyj	18.1	15.9	8.6	8.0	1.8	1.6	2.8	5.7	6.1	12.6	13.2	15.0	0.9
Analogic Corporation	20.9	17.3	-	-	1.7	1.6	-	-	-	12.7	14.1	-	5.4
Smiths Group	14.3	14.0	9.6	9.6	1.9	1.8	2.9	0.0	0.0	15.0	14.9	19.1	0.9
Hamamatsu Photonics	29.5	26.4	13.6	12.1	3.6	3.4	2.7	1.1	1.2	-	-	9.3	5.8
Comet Holdings	28.7	21.6	13.2	10.6	1.6	1.5	2.9	1.6	2.1	8.5	10.2	11.6	5.4
Jenoptik AG	15.8	14.5	9.1	8.2	1.2	1.1	1.7	1.8	2.0	9.3	9.6	11.3	6.9
Osi Systems	20.2	17.0	7.4	6.2	1.3	1.2	1.9	-	-	-	-	8.1	10.0
Teleste Oyj	11.8	10.5	6.3	5.6	0.7	0.7	1.8	3.1	3.5	7.0	7.5	16.4	8.1
First Sensor	14.3	11.8	6.2	5.3	1.0	0.9	1.4	0.5	0.5	8.7	9.6	9.8	24.9
E2V Technologies	15.3	14.0	8.9	8.0	2.0	1.9	-	0.0	0.0	16.5	16.8	16.5	2.2
AMS AG	14.0	11.2	10.0	7.8	3.3	2.9	2.4	1.6	1.9	22.7	25.0	19.0	24.4
Bruker	28.9	25.5	15.2	13.5	2.7	2.6	6.3	0.1	0.1	14.0	14.9	21.6	4.5
Nordic Semiconductor	30.4	21.1	17.7	12.5	3.7	3.0	6.4	0.0	0.0	16.9	19.6	24.4	6.4
Varian Medical Systems	18.4	17.0	10.8	9.5	2.4	2.3	4.1	0.0	0.0	18.1	18.4	23.6	5.6
Faro Tech	28.1	22.3	9.0	6.8	1.1	1.0	1.5	-	-	5.4	8.0	6.5	10.6
Mediaani	18.3	16.5	9.1	8.0	1.7	1.6	1.7	1.1	1.2	12.6	13.7	15.0	5.7

DT (Inderes)	19.5	16.1	10.5	8.4	1.6	1.4	3.6	2.7	3.1	12.7	13.9	19.8	12.9
Ero vs. mediaani	7 %	-2 %	15 %	5 %	-6 %	-12 %	112 %	149 %	158 %	1 %	2 %	32 %	125 %

Lähde: Bloomberg & Inderes

Detection Technologyn arvostus



Lähde: Inderes

Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli

Tuloslaskelma

(MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	30	33	43	48	55	62
Kulut	-26	-29	-38	-41	-45	-51
EBITDA	4,4	3,8	4,6	7,5	9,2	10,7
Poistot	-0,6	-0,7	-1,2	-1,4	-1,6	-1,7
Liikevoitto	3,8	3,1	3,4	6,1	7,6	9,0
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>-1,0</i>	<i>-1,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>3,8</i>	<i>4,1</i>	<i>4,5</i>	<i>6,1</i>	<i>7,6</i>	<i>9,0</i>
Rahoituserät	-3,9	-3,5	-3,7	-1,8	-1,5	-1,5
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	2,6	2,8	1,1	5,3	7,1	8,5
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	0,0	0,0	-0,1	-0,8	-1,4	-1,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	2,6	2,8	0,9	4,5	5,7	6,8
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>2,6</i>	<i>3,8</i>	<i>2,0</i>	<i>4,5</i>	<i>5,7</i>	<i>6,8</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	2,6	2,8	0,9	4,5	5,7	6,8
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>0,20</i>	<i>0,21</i>	<i>0,07</i>	<i>0,34</i>	<i>0,41</i>	<i>0,47</i>
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	0,20	0,29	0,26	0,34	0,41	0,47

Tase

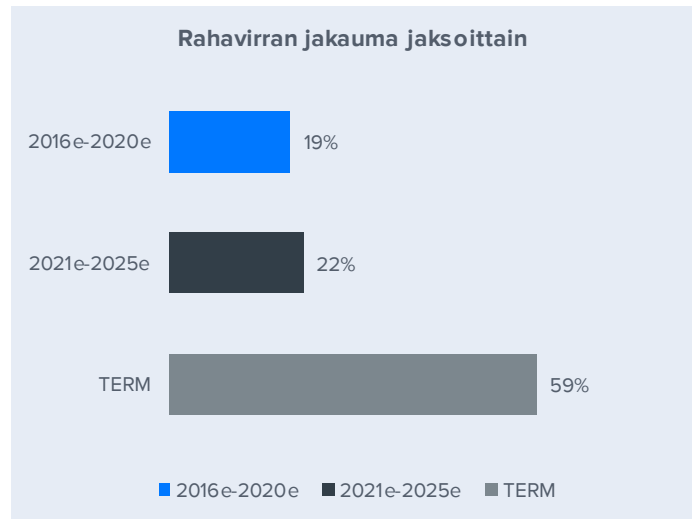
Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	3,0	3,7	7,3	8,0	8,5
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat oikeudet	0,4	0,7	0,8	1,0	1,1
Käyttöomaisuus	2,6	3,0	6,4	7,0	7,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	15,9	16,4	28,1	28,7	33,2
Varastot	4,8	5,6	6,8	7,5	8,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	6,7	7,4	13,9	10,1	11,5
Likvidit varat	4,4	3,4	7,4	11,1	13,5
Taseen loppusumma	18,8	20,1	35,4	36,7	41,7

Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Oma pääoma	-1,9	1,4	21,1	24,7	28,0
Osakepääoma	14,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-15,9	-12,7	-10,8	-7,2	-3,9
Omat osakkeet	0,0	5,1	5,1	5,1	5,1
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,0	8,8	26,7	26,7	26,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	12,1	10,7	0,8	1,3	1,8
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	10,9	9,4	0,0	0,5	1,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	1,2	1,4	0,8	0,8	0,8
Lyhytaikaiset velat	8,6	8,0	13,5	10,7	11,9
Lainat rahoituslaitoksilta	2,8	1,4	1,2	1,0	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	5,8	6,5	11,4	9,7	10,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,1	0,1	0,9	0,0	0,0
Taseen loppusumma	18,8	20,1	35,4	36,7	41,7

DCF-malli

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
Liikevoitto	3,4	6,1	7,6	9,0	10,7	11,5	12,4	12,3	12,6	12,1	12,5	
+ Kokonaispoistot	1,2	1,4	1,6	1,7	1,8	2,5	2,3	2,2	2,1	2,1	2,0	
- Maksetut verot	-0,2	-0,8	-1,4	-1,7	-2,0	-2,2	-2,4	-2,4	-2,4	-2,3	-2,5	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-1,7	0,4	-0,9	-1,0	-1,3	-1,1	-1,0	-0,8	-0,4	-0,4	-0,4	
Operatiivinen kassavirta	4,7	7,0	6,8	7,8	9,1	10,5	11,2	11,2	11,8	11,3	11,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-4,8	-2,1	-2,1	-2,0	-5,6	-1,8	-2,6	-1,4	-1,9	-2,0	-2,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-0,6	4,9	4,7	5,8	3,5	8,7	8,7	9,8	9,9	9,3	9,2	
+/- 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	-0,6	4,9	4,7	5,8	3,5	8,7	8,7	9,8	9,9	9,3	9,2	153,6
Diskontattu vapaa kassavirta		4,7	4,0	4,6	2,5	5,8	5,2	5,4	5,0	4,3	3,9	65,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		111,2	106,5	102,5	97,9	95,4	89,6	84,3	78,9	73,8	69,5	65,6
Velaton arvo DCF		111,2										
- Korolliset velat		-1,2										
+ Rahavarat		7,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		117,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,17										

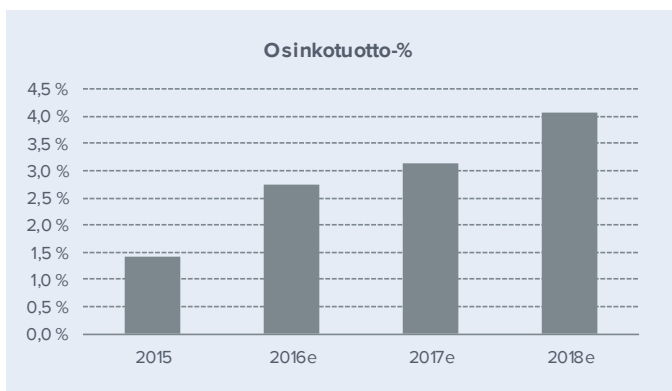
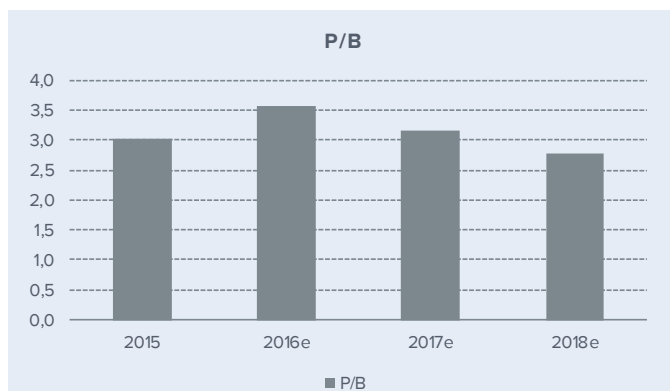
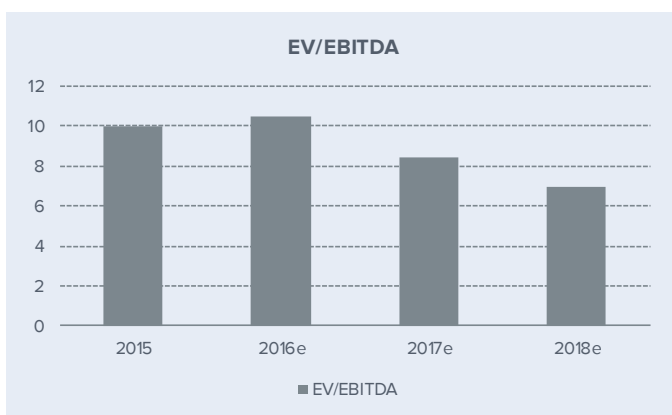
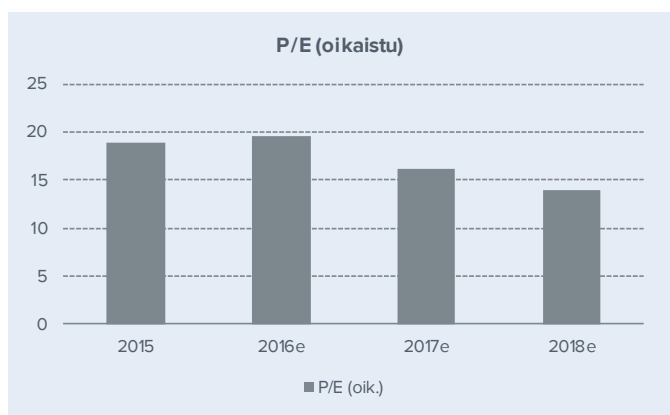
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,2 %



Arvostus

Arvostustaso	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Osakekurssi					4,90	6,59	6,59	6,59
Markkina-arvo					63	88	88	88
Yritysarvo (EV)					57	79	77	74
P/E (oik.)					19,0	19,5	16,1	13,9
P/E					68,3	19,5	16,1	13,9
P/Kassavirta					-103,3	17,9	18,8	15,2
P/B					3,0	3,6	3,2	2,8
P/S					1,5	1,8	1,6	1,4
EV/Liikevaihto					1,3	1,6	1,4	1,2
EV/EBITDA					10,0	10,5	8,4	7,0
EV/EBIT					12,6	12,9	10,1	8,3
Osinko/tulos (%)					97,6 %	53,4 %	48,9 %	52,9 %
Osinkotuotto-%					1,4 %	2,7 %	3,1 %	4,1 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

Vuosineljännesennusteet ja tiivistelmä

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16e	Q2'16e	Q3'16e	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	33,1	9,0	9,3	9,3	15,2	42,8	11,2	11,0	11,1	14,9	48,3	54,6	61,8
<i>Lääketeide</i>	<i>12,8</i>	<i>3,5</i>	<i>4,2</i>	<i>3,3</i>	<i>5,2</i>	<i>16,1</i>	<i>4,3</i>	<i>4,9</i>	<i>3,8</i>	<i>5,2</i>	<i>18,3</i>	<i>20,1</i>	<i>22,5</i>
<i>Turvallisuus ja Teollisuus</i>	<i>20,3</i>	<i>5,5</i>	<i>5,1</i>	<i>6,0</i>	<i>10,1</i>	<i>26,7</i>	<i>6,9</i>	<i>6,1</i>	<i>7,3</i>	<i>9,8</i>	<i>30,0</i>	<i>34,5</i>	<i>39,3</i>
Käyttökate	3,8	1,0	0,8	0,7	2,2	4,6	1,6	1,4	1,9	2,6	7,5	9,2	10,7
Poistot ja arvonalennukset	-0,7	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-1,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,4	-1,6	-1,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,1	0,7	0,6	0,8	2,4	4,5	1,3	1,1	1,6	2,2	6,1	7,6	9,0
Liikevoitto	3,1	0,7	0,6	0,4	1,7	3,4	1,3	1,1	1,6	2,2	6,1	7,6	9,0
<i>Konsemi</i>	<i>4,1</i>	<i>0,7</i>	<i>0,6</i>	<i>0,8</i>	<i>2,4</i>	<i>4,5</i>	<i>1,3</i>	<i>1,1</i>	<i>1,6</i>	<i>2,2</i>	<i>6,1</i>	<i>7,6</i>	<i>9,0</i>
<i>Kertaluonteiset erät</i>	<i>-1,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,7</i>	<i>-1,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
Nettorahoituskulut	-0,3	-1,2	-0,2	-0,6	-0,4	-2,4	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	-0,8	-0,5	-0,5
Tulos ennen veroja	2,8	-0,4	0,3	-0,2	1,4	1,1	1,0	0,8	1,5	2,1	5,3	7,1	8,5
Verot	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,8	-1,4	-1,7
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	2,8	-0,5	0,3	-0,2	1,3	0,9	0,8	0,6	1,3	1,8	4,5	5,7	6,8
EPS (oikaistu)	0,29	0,08	0,02	0,01	0,15	0,26	0,06	0,05	0,09	0,13	0,34	0,41	0,47
EPS (raportoitu)	0,21	-0,03	0,02	-0,02	0,10	0,07	0,06	0,05	0,10	0,14	0,34	0,41	0,47

Tunnusluvut	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16e	Q2'16e	Q3'16e	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	<i>8,9 %</i>	<i>29,5 %</i>	<i>20,0 %</i>	<i>6,8 %</i>	<i>56,4 %</i>	<i>29,2 %</i>	<i>25,0 %</i>	<i>18,5 %</i>	<i>19,5 %</i>	<i>-2,0 %</i>	<i>12,8 %</i>	<i>13,1 %</i>	<i>13,3 %</i>
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	<i>8,9 %</i>	<i>100,3 %</i>	<i>-52,9 %</i>	<i>-46,1 %</i>	<i>124,4 %</i>	<i>9,9 %</i>	<i>72,5 %</i>	<i>88,8 %</i>	<i>98,5 %</i>	<i>-9,5 %</i>	<i>35,1 %</i>	<i>24,1 %</i>	<i>18,3 %</i>
<i>Käyttökate-%</i>	<i>11,5 %</i>	<i>10,9 %</i>	<i>8,7 %</i>	<i>7,2 %</i>	<i>14,4 %</i>	<i>10,9 %</i>	<i>14,5 %</i>	<i>12,8 %</i>	<i>17,4 %</i>	<i>17,1 %</i>	<i>15,6 %</i>	<i>16,8 %</i>	<i>17,3 %</i>
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	<i>12,5 %</i>	<i>8,3 %</i>	<i>6,0 %</i>	<i>8,6 %</i>	<i>16,0 %</i>	<i>10,6 %</i>	<i>11,4 %</i>	<i>9,6 %</i>	<i>14,3 %</i>	<i>14,8 %</i>	<i>12,7 %</i>	<i>13,9 %</i>	<i>14,5 %</i>
<i>Nettotulos-%</i>	<i>8,3 %</i>	<i>-5,0 %</i>	<i>3,1 %</i>	<i>-2,5 %</i>	<i>8,7 %</i>	<i>2,2 %</i>	<i>7,4 %</i>	<i>5,9 %</i>	<i>11,4 %</i>	<i>12,0 %</i>	<i>9,4 %</i>	<i>10,4 %</i>	<i>11,0 %</i>

Tuloslaskelma	2013	2014	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	30,4	33,1	42,8	48,3	54,6
EBITDA	4,4	3,8	4,6	7,5	9,2
EBITDA-marginaali (%)	14,4	11,5	10,9	15,6	16,8
EBIT	3,8	3,1	3,4	6,1	7,6
Voitto ennen veroja	2,6	2,8	1,1	5,3	7,1
Nettovoitto	2,6	2,8	0,9	4,5	5,7
Kertaluonteiset erät	0,0	-1,0	-1,1	0,0	0,0

Tase	2013	2014	2015	2016e	2017e
Taseen loppusumma	18,8	20,1	35,4	36,7	41,7
Oma pääoma	-1,9	1,4	21,1	24,7	28,0
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	13,7	10,8	1,2	1,5	2,0

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

Yhtiökuvaus
Detection Technology on globaali röntgenkuvantamislaitteiden järjestelmien ja komponenttien toimittaja lääketieteeseen, turvallisuusalan ja teollisuuden sovelluksiin. Detection Technologyn liikevaihto oli 43 miljoonaa euroa vuonna 2015. Yhtiöllä on noin 160 asiakasta 40 maassa. Detection Technology työllistää 340 henkilöä Suomessa, Kiinassa ja Yhdysvalloissa. Yhtiön osakkeet on listattu NASDAQ First North Finland -markkinapaikalle.

Osakekohtaiset luvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
EPS	0,20	0,21	0,07	0,34	0,41
EPS oikaistu	0,20	0,29	0,26	0,34	0,41
Operat. kassavirta per osake	0,17	0,24	0,36	0,52	0,49
Tasearvo per osake	-0,15	0,11	1,63	1,84	2,01
Osinko per osake	0,00	0,00	0,07	0,18	0,20
Voitonjako, %	0	0	98	53	49
Osinkotuotto, %			1,4	2,7	3,0

Tunnusluvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
P/E	0,0	0,0	68,3	19,5	15,6
P/B	0,0	0,0	3,0	3,6	3,2
P/Liikevaihto	0,0	0,0	1,5	1,8	1,7
P/CF	0,0	0,0	13,4	12,6	13,5
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	1,3	1,6	1,4
EV/EBITDA	2,2	1,9	12,3	10,5	8,4
EV/EBIT	2,6	2,4	16,7	12,9	10,1

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Oy G.W.Sohlberg Ab	40,2 %
Sijoitusrahasto Aktia Capital	4,8 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	4,3 %
Sijoitusrahasto Evli Suomi pienyhtiöt	4,2 %
OP-Delta Fund	4,0 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Varma	4,0 %

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 (välttämät 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 (välttämät 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 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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät 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:

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 omistusosuuksia 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 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/>

Suositushistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
26.5.2015	Vähennä	5,25 €	5,60 €
30.7.2015	Vähennä	4,80 €	5,41 €
30.10.2015	Vähennä	4,70 €	4,85 €
8.12.2015	Vähennä	4,70 €	5,03 €
3.2.2016	Lisää	6,10 €	5,63 €
18.4.2016	Lisää	7,20 €	6,59 €

Inderes Oy

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä sekä löytämällä sijoittajille parhaat sijoituskohteet. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi



2015

#1 ennustetarkkuus



2014

#1 ennustetarkkuus



2014

#1 suositustarkkuus



2012

#1 suositustarkkuus



2012

#2 suositustarkkuus



**inde
res.**

**Palkittua
analyysiä.**