

Detection Technology

Yhtiöraportti

9/2018

**inde
res.**

Tarinassa voi olla lyhyt väliaika

DT on jatkanut erinomaista tuloskehitystään ja tekee tänä vuonna jälleen erittäin vahvan tuloksen. Näemme kannattavuudessa kuitenkin paineita alaspäin ja ennustamme siten tuloskasvun jäävän vaisuksi ensi vuonna, minkä takia emme näe osakkeessa oleellista nousuvaraa. Sijoitustarinassa vaikuttaakin olevan edessä lyhyt väliaika. Toistamme vähennä-suosituksemme, mutta nostamme tavoitehintamme 22,0 euroon (aik. 20,0 euroa).

Hyvä asema vahvasti kasvavalla niche-markkinalla

Detection Technology on röntgenilmaisimien ratkaisutoimittaja lääketieteeseen, turvallisuusalan ja teollisuuden sovelluksiin. DT:n liiketoiminnot ovat hajautuneet eri toimialojen välille, mutta yhtiö on edelleen riippuvainen pienestä määrästä suuria asiakkaita. Vuonna 2017 60 % yhtiön liikevaihdosta tuli viideltä suurimmalta asiakkaalta. Yhtiöllä on todella vakuuttava kannattavan kasvun track-record, ja yhtiölle olennaisten markkinoiden arvioidaan kasvavan lähivuosina 5-7 %:n vuosivauhtia. Yhtiö on onnistunut kasvamaan kilpailijoita nopeammin erityisesti Kiinassa (2017 Aasian osuus liikevaihdosta 63 %) ja yhtiön markkinaosuus kasvavalla markkinalla on nykyään globaalisti noin 17 %.

Tuloskasvunäkymää painaa Kiinan markkinakasvun heikkeneminen

DT:n liikevaihto on kasvanut 2011-2017 keskimäärin noin 30 % vuosittain. Tässä taustalla on kuitenkin arviomme mukaan ollut erityisesti Kiinan turvallisuusmarkkinan huima kasvu, joka on viime aikoina hyytynyt. Tämä heikentää lyhyen aikavälin kasvunäkymää, vaikka Yhdysvalloissa ja Euroopassa onkin vastaavasti positiivisia ajureita. Odotamme kasvun jatkuvan hyvänä (>10 % vuosittain), mutta erinomaisella tasolla olevassa kannattavuudessa (2017 liikevoittomarginaali 22,3 %) näemme paineita alaspäin. Viime vuosina alan voimakas kasvu on pitänyt hintakilpailun osittain taka-alalla, mutta se on kiristymässä hiljalleen ja erityisesti Aasiassa voi olla nousemassa myös uusia haastajia. Yhtiö on viime vuosina onnistunut mainiosti oman toimintansa tehostamisessa ja pystynyt siten jatkuvasti ylittämään kannattavuusodotuksemme. Näkemyksemme yhtiön kestävästä kannattavuustasosta onkin noussut, mikä on merkittävä syy tavoitehinnan nousun taustalla, mutta nyt ainakin parantaminen on jo erittäin vaikeaa. 2019 EPS-kasvuennustemme on vain 4 %, koska odotamme kannattavuustrendin olevan lähivuosina lievästi laskeva. Ennustamme kuitenkin liikevoittomarginaalin pysyvän >20 %:n lähivuosina.

Mielestämme osake on tällä hetkellä oikein hinnoiteltu

Pidämme DT:n nykyistä arvostustasoa (2018e P/E 18x ja EV/EBITDA 12x) suhteellisen neutraalina, vaikka osake onkin mielestämme perusteetta noin 10 % (2019e kertoimilla) aliarvostettu suhteessa verrokkiryhmäänsä. Oleellista nousuvaraa osakkeelle tarjoaisi tuloskasvu, jonka suhteen näkymä ei kuitenkaan nyt ole erityisen lupaava. Mielestämme osakkeen tuotto-odotus jää kokonaisuudessaan seuraavalle 12 kuukaudelle varsin vaatimattomaksi suhteessa riskeihin, minkä takia toistamme vähennä-suosituksemme. Yhtiön vahvassa kannattavan kasvun tarinassa vaikuttaisi olevan lievä välivaihe, joka voi kuitenkin muuttua nopeasti esimerkiksi Kiinan markkinan jälleen piristyessä tai yhtiön mahdollisesti aloittaessa yritysostot. Yhtiön tase on jo nyt ylikapitalisoitunut, kassavirrat ovat vahvoja ja osingot siten nousevia. Pitkällä aikavälillä pidämme DT:tä erittäin hyvänä sijoitustarinana ja näemme yhtiöllä erittäin hyvät edellytykset luoda omistaja-arvoa myös tulevaisuudessa.

Analyytikko

Juha Kinnunen

+358 40 778 1368

Juha.kinnunen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

Edellinen: Vähennä

22,0 EUR

Edellinen: 20,0 euroa

Osakekurssi: 21,70 EUR

Potentiaali: 1,4 %



Avainluvut

	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	75,5	89,0	97,9	108,6
- kasvu-%	77 %	18 %	10 %	11 %
Liikevoitto	14,8	19,9	21,3	22,6
- Liikevoitto-%	19,6 %	22,3 %	21,8 %	20,8 %
Tulos ennen veroja	14,6	19,4	21,1	22,5
Nettotulos	11,4	15,2	17,0	18,0
EPS	0,85	1,09	1,20	1,25
Osinko	0,25	0,35	0,45	0,55
- Osinkosuhde-%	30 %	32 %	37 %	44 %
P/E (oikaistu)	16,5	18,0	17,3	16,2
P/B	6,0	5,8	4,8	4,1
Osinkotuotto-%	1,9 %	2,1 %	2,5 %	3,0 %
EV/EBIT	11,5	13,2	12,1	10,9
EV/EBITDA	10,3	11,8	10,8	9,9
EV/Liikevaihto	2,6	2,9	2,5	2,2

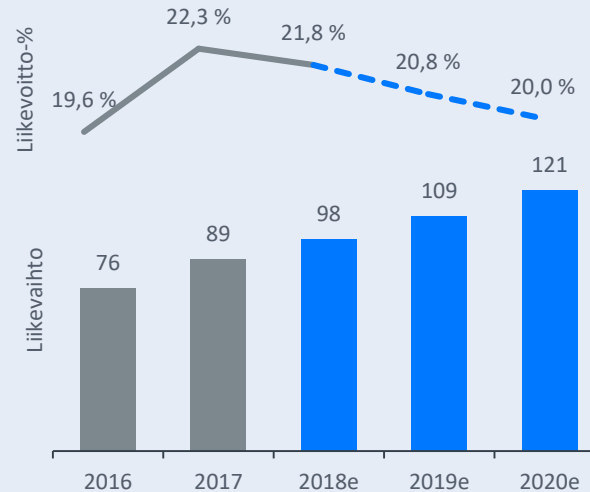
Lähde: Inderes

Kurssikehitys

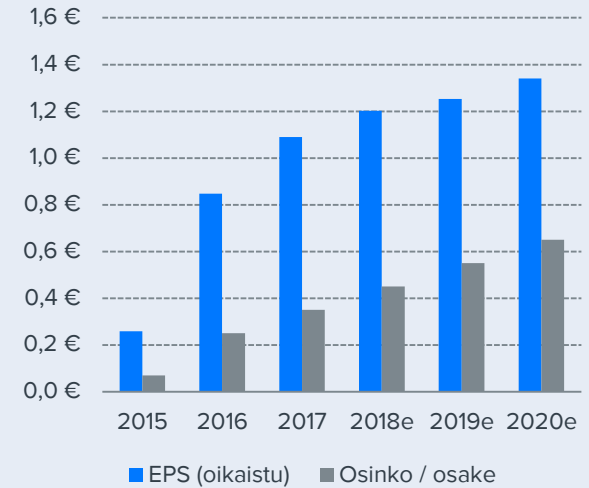


Lähde: Reuters

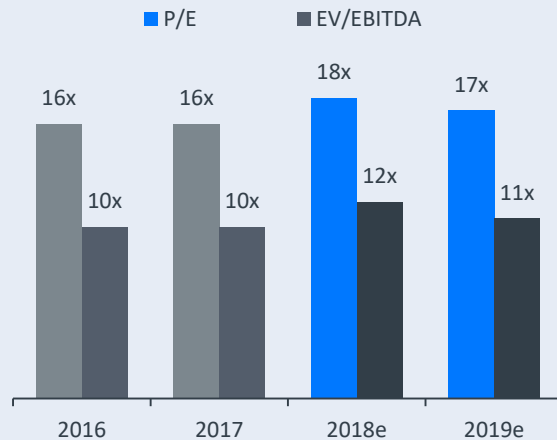
Liikevaihto (MEUR) ja liikevoitto-%



Osakekohtainen tulos ja osinko



Arvostuskertoimet



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Markkinan voimakas kasvu ja markkinaosuuden voittaminen
- Laajentuminen uusille markkinoille tai uusille tuotealueille
- Vahva teknologinen osaaminen
- Erinomaisen kannattavuuden ylläpitäminen



Riskitekijät

- Hintaeroosio ja kiristynvä kilpailu, jota markkina-kasvun hidastuminen pahentaisi
- Keskittynyt asiakaskunta
- Tuotteiden laatuvirheet, jotka voivat johtaa takuukustannuksiin sekä asiakasmenetyksiin
- Teknologiset riskit, T&K-panostuksien epäonnistuminen



Arvostus

- Arvostustaso on mielestämme kokonaisuutena neutraali
- Yhtiö on edelleen aliarvostettu suhteessa verrokkeihin
- Arvioimme yhtiön tuloskasvun jäävän lähivuosina maltilliseksi, mikä rajoittaa osakkeen nousupotentiaalia

Sisällysluettelo

Yhtiöesittely	s. 5-8
Sijoitusprofiili	s. 9-12
Markkinat	s. 13-18
Kilpailijat ja kilpailutilanne	s. 19-21
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 22-24
Taloudellinen tilanne	s. 25-27
Ennusteet	s. 28-32
Arvonmääritys ja suositus	s. 33-36
Taulukot	s. 37-40
Vastuuvapauslauseke	s. 41

Detection Technology lyhyesti

Detection Technology on röntgenilmaisimien ratkaisutoimittaja lääketieteen, turvallisuusalan ja teollisuuden sovelluksiin. Yhtiö toimittaa standardeja ja räätälöityjä ratkaisuja valodiodeista ilmaisinjärjestelmiin, joissa on mikropiirejä, elektroniikkaa, mekaniikkaa ja ohjelmistoja. Yhtiö kehittää, valmistaa, markkinoi ja myy röntgen-kuvantamisjärjestelmiä ja niiden komponentteja.

30 %

CAGR KASVU-%
2011-2017

5-7 %

MARKKINOIDEN
ENN. KASVU-%

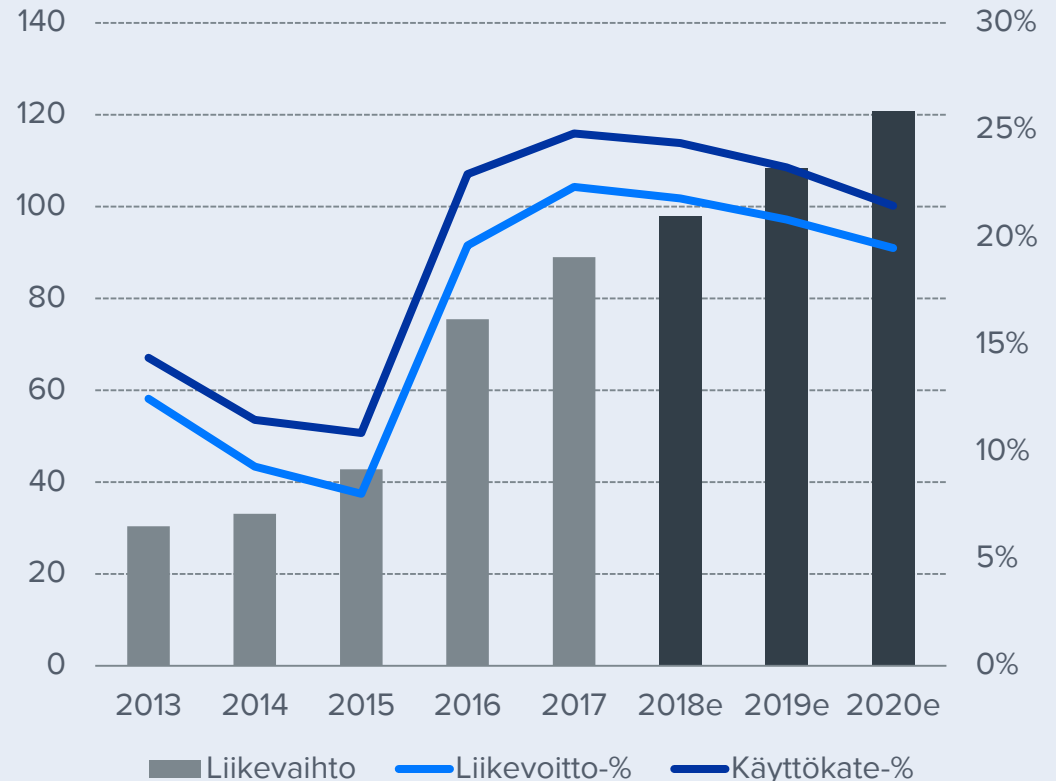
**Globaali markkinaosuus
noin 17 %** (pl. CMOS-tasopaneelit)

89 MEUR (+18 % vs. 2016)
LIIKEVAIHTO 2017

20 MEUR (22,3 % lv:sta)
LIIKEVOITTO 2017

LIIKEVAIHDON JAKAUMA 2017:
TURVALLISUUS 60 % (ARVIO)
TEOLLISUUS 5 % (ARVIO)
LÄÄKETIEDE 35 %

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Alan yrityksiä

smiths
detection



Rapiscan
systems

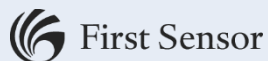


SIEMENS

PHILIPS

Kilpailijat / verrokki

HAMAMATSU



VAREX
IMAGING

OSI Optoelectronics
An OSI Systems Company

amun

**ANALOG
DEVICES**

**TEXAS
INSTRUMENTS**



Detection Technology on röntgenilmaisimien ratkaisutoimittaja lääketieteen, turvallisuusalan ja teollisuuden sovelluksiin.

Sektorit (2017 liikevaihdosta, %)



Security

65 %



Industrial



Medical
35 %

Tuotteet

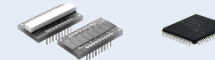
Röntgenilmaisimmodulit



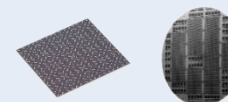
Röntgenilmaisinkortit



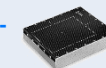
Röntgenilmaisin- komponentit



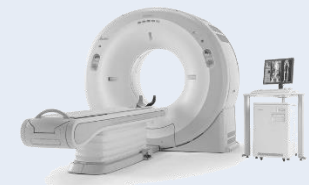
Valodiodit



CMOS tasopaneeli- ilmaisimet

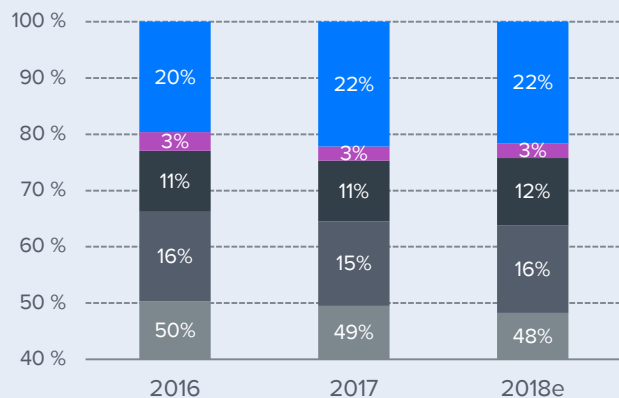


Käyttökohteet



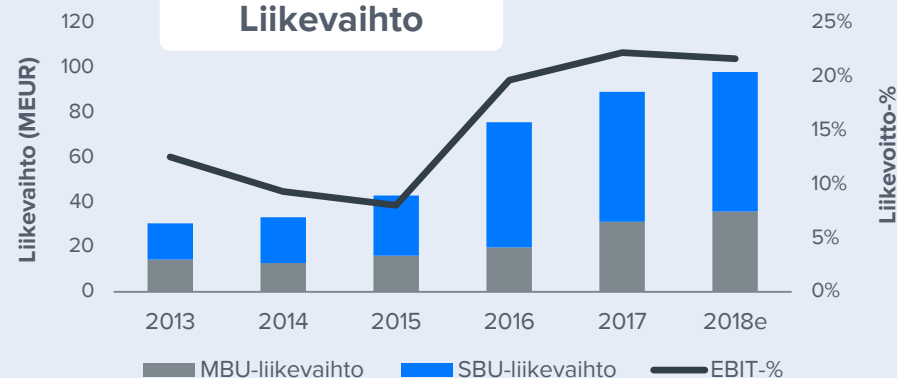
Kulurakenne

- EBIT-%
- Poistot
- Liiket. muut kulut
- Henkilöstökulut
- Materiaalit ja palvelut



Lähde: Inderes

Liikevaihto



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

Lyhyt yhtiökuvaus

Detection Technology (DT) 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.

DT:llä on kaksi liiketoimintayksikköä: Lääketieteellinen liiketoimintayksikkö (MBU, osuus liikevaihdosta 2017: 35 %) ja Turvallisuus- ja teollisuusliiketoimintayksikkö (SBU, osuus liikevaihdosta 2017: 65 %).

Detection Technology listautui keväällä 2015 First North-markkinapaikalle. Kerätyt varat yhtiö käytti taseen vahvistamiseen ja muun muassa uuden tehtaan rakentamiseen Kiinaan. Tämä olikin yhtiölle erinomainen investointi, sillä tehtaan valmistumisen jälkeen liikevaihto ja kannattavuus lähtivät hurjaan nousuun yhtiön

pystyttyä näin vastaamaan erityisesti Kiinan turvallisuusmarkkinoiden rajuun kasvuun. Erityisesti vuodet 2016 ja 2017 olivat DT:lle kokonaisuutena erinomaisia.

Komponentti- ja järjestelmätoimittaja

DT on komponentti- ja järjestelmätoimittaja. Yhtiö toimittaa tuotteitaan laitteiden alkuperäislaitevalmistajille (OEM) ja systeemi-integraattoreille, jotka käyttävät niitä röntgenlaitteidensa osina. Suurin osa DT:n tuotteista on käyttövalmiita, mutta se valmistaa tarvittaessa myös räätälöityjä tilaustuotteita asiakkailleen. Kilpailusuoja yhtiölle tuovat asiantuntemus, patentit ja tuotekehitys.

DT:n tuotteet ovat syntyneet teknologia-lähtöisesti pitkäaikaisen asiakasyhteistyön tuloksena ja yhtiöllä on vankka puolijohderöntgenkuvausteknologian ja -markkinoiden asiantuntemus. Valitulla niche-markkinalla kilpailuetua luovat tuotteiden suorituskky, laatu ja kustannustehokkuus. Yhtiön valmistamien komponenttien markkinat ovat kuitenkin hyvin kilpailtuja. Yhtiö on arvioinut sen markkinaosuuden olevan noin 17 %

globaalisti (ilman CMOS-tasopaneeli markkinaa).

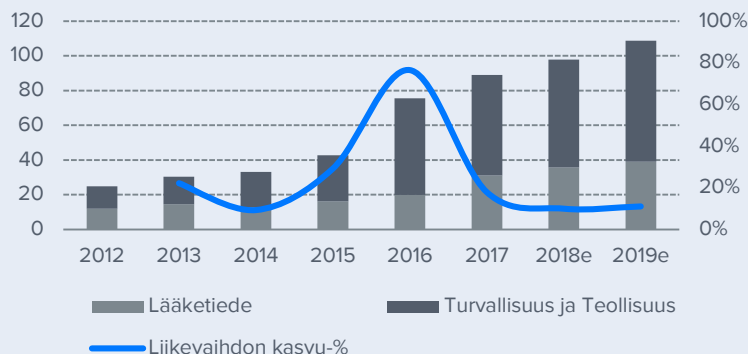
Asiakaskunta suhteellisen keskittynyt

DT:n liiketoiminnot ovat hajautuneet eri toimialojen välille, mutta yhtiö on edelleen riippuvainen pienestä määrästä suuria asiakkaita. Vuonna 2017 60 % (2016: 69 %) yhtiön liikevaihdosta tuli viideltä suurimmalta asiakkaalta.

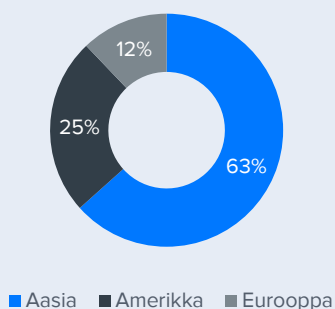
Avainasiakasriskiä pienentää se, että toimittajan vaihtaminen kesken tuotteen elinkaaren (keskimäärin noin 5-7 vuotta) on harvinaista. Asiakaskunta on myös laajentunut viime vuosina voimakkaasti ja odotamme yhtiön liikevaihdon tulevan jakautumaan tasaisemmin asiakkuuksien välillä tulevaisuudessa.

Maantieteellisesti yhtiön liikevaihto on keskittynyt viime aikoina Aasiaan, jonka osuus liikevaihdosta oli 63 % vuonna 2017. Kiina on yhtiölle ylivoimaisesti suurin yksittäinen markkina, mikä johtuu osittain siitä, että sinne on keskittynyt asiakkaiden laitevalmistusta. Euroopan osuus liikevaihdosta vuonna 2017 oli 12 % ja Amerikan 25 %.

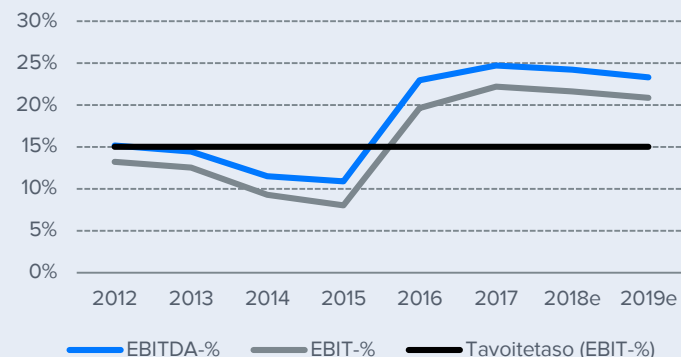
Liikevaihdon kehitys



Liikevaihdon jakautuminen 2017



Kannattavuuden kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

Turvallisuus- ja teollisuusliiketoimintayksikkö

Turvallisuusalalle DT tuottaa käyttövalmiita ilmaisintuotteita useisiin röntgenlaitetyyppeihin diodeista kokonaiseen ilmaisinjärjestelmiin, mukaan lukien lukuelektroniikka ja liitännäisohjelmistot. Yhtiö pystyy myös tuottamaan räätälöityjä järjestelmiä turvallisuuden alan läpivalaisuovelluksiin. Turvallisuusalan kuvantamissovelluksia ovat esimerkiksi:

- 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 kokonaiseen ilmaisinjärjestelmiin. 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

Turvallisuus & Teollisuus-segmentin liikevaihto oli 57,9 MEUR vuonna 2017. Liikevaihto on kasvanut vuosittain keskimäärin (CAGR) erinomaiset 35 % vuodesta 2012, jolloin se oli 12,8 MEUR. Erityisen nopeaa kasvu oli vuonna 2016, kun segmentin liikevaihto nousi peräti 109 %. Valtaosa tästä tuli Kiinassa, jossa valtio tiukensi turvallisuusmääräyksiä ja teki merkittäviä investointeja mm. postin läpivalaisuun.

Lääketieteellinen liiketoimintayksikkö (MBU)

Lääketieteellisellä alalla yhtiö tuottaa järjestelmiä diagnostisiin röntgenlaitteisiin. DT tarjoaa asiakkailleen standardoituja (off-the-shelf) ilmaisimia ja räätälöityjä ilmaisimia. Yhtiö on myös laajentanut tarjontaansa hampaiden kuvantamissovelluksiin. DT:llä on tuotteita valodiodeista kokonaiseen kuvantamisjärjestelmiin mm. sovellusaloilla:

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

Lääketieteellisen liiketoimintayksikön liikevaihto oli 31,1 MEUR vuonna 2017. Liikevaihto on kasvanut keskimäärin (CAGR) 21 % vuosittain vuodesta 2012, jolloin se oli 12 MEUR.

Taustalla vahvat megatrendit

DT:n tuotteiden kysyntää ajaa lopputuotteen eli röntgenlaitteiden kysyntä. Turvallisuuspuolella lisääntyvä turvallisuuden tarve esimerkiksi kasvavasta terroriuhkasta johtuen luo hyvän pohjan kasvulle. Lääketieteellisellä markkinalla ikääntyvä väestö ja kehittyvä terveydenhuolto

ovat vahvoja ajureita lääketieteellisten röntgenkuvantamislaitteiden kysynnälle.

Kevyt ja joustava liiketoimintamalli

Detection Technologyn liiketoimintamalli on kevyt ja se sitoo vain vähän pääomaa. Yhtiö fokusoi resurssina korkean lisäarvon toimintoihin ja raskaat, paljon pääomaa sitovat ja matalan lisäarvon toiminnot ovat ulkoistettuja. Käytännössä yhtiö tekee itse vain asiat, jotka vaativat korkeaa osaamista ja lisäävät merkittävästi arvoa. Tämä on pääoman tuoton kannalta erinomainen ratkaisu.

Yhtiöllä on kokenut ja teknisesti erittäin pätevä henkilöstö, asiaankuuluvat immateriaaliset oikeudet ja ammatti- ja tietotaitoa yli 25 vuoden ajalta valodiodien ja ilmaisimien kehittämisestä sekä tuotannosta. Multiteknologian osaamista koskevat vaatimukset ja tarve korkeatasoiseen ammatti- ja tietotaitoon nostavat alalle pääsemisen kynnyksiä, joka on korkea.

Teknologinen asiantuntemus on röntgenkuvantamismarkkinalla suuri kilpailutekijä. Yhtiön T&K-kulut olivat 7,2 MEUR eli 8,1 % liikevaihdosta vuonna 2017, mutta normaalisti T&K-kulut ovat noin 10 % liikevaihdosta. Yhtiön teknologia- ja tuotekehitystoiminta on laajaa ja se kattaa mm. oimien teknologia-alustojen suunnittelua sekä asiakkaiden kanssa yhteisiä tuotekehitysprojekteja.

DT myy suurimman osan tuotteistaan suoraan asiakkailleen ja pienemmillä markkinoilla yhtiö käyttää jälleenmyyjiä. Yhtiön liiketoimintamalli on mielestämme hyvin joustava ja skaalautuva. Siten yhtiö pystyy hyvin vastaamaan nopeisiin kysynnän muutoksiin, minkä yhtiö todisti vuonna 2016 liikevaihdon harpattua vuodessa 76,5 %.

Sijoittajaprofiili 1/2

Kannattava kasvuyhtiö niche-markkinalla

Detection Technology profiloituu mielestämme kannattavan kasvun yhtiöksi, joka toimii globaalilla nopeasti kasvavalla niche-markkinalla. Liiketoimintamalli sitoo vähän pääomaa, joten liiketoiminta on joustavaa ja se sopeutuu hyvin muutoksiin kysynnässä. Lisäksi pääoman tuotto on erinomaista.

Osakkeen keskeisimmät arvoajurit ovat mielestämme vahva orgaaninen liikevaihdon ja tuloksen kasvu, jotka saavat tukea vahvoista megatrendeistä ja skaalautuvasta liiketoimintamallista. Sijoittajien kannalta DT on mielestämme erityisesti kasvuyhtiö, jolla on hyvä asema houkuttelevalla toimialalla.

Suurimpana haasteena koemme yhtiön aseman arvoketjussa, mikä asettaa hinnoittelulle ja toisaalta toiminnan tehostamiselle jatkuvia paineita. Sektorin yleisesti hyvä kannattavuus nostaa koko ajan hintakilpailun riskiä ja houkuttelee alalle uutta kilpailua. Tätä riskiä pienentää kuitenkin korkea alalietulokynnys. Lisäksi selkeä riski on voimakkaasti keskittynyt asiakaskunta, sillä 60 % yhtiön 2017 liikevaihdosta tuli viideltä suurimmalta asiakkaalta. Yhden avainasiakkaan menetys voisi näkyä tuloskehityksessä merkittävästi.

Osakkeen arvostustaso on suhteellisen korkea ja yhtiöltä odotetaan vahvaa kannattavaa kasvua lähivuosilta. Tähän on hyvät edellytykset, mutta markkinaosuuden nostaminen nykyisestä noin 15 %:n tasolta on kuitenkin yhä haastavampaa. Käsittelemme seuraavassa vapaamuotoisesti yhtiön vahvuuksia, heikkouksia, uhkia ja mahdollisuuksia. Lisäksi käsittelemme hieman arvostukseen liittyviä pääkohtia.

Vahvuudet

Vähän pääomaa sitova liiketoimintamalli

DT:n liiketoimintamalli on suunniteltu siten, että matalaa lisäarvoa ja paljon pääomaa vaativa valmistus on ulkoistettu alihankkijoille. Yhtiö 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 25 vuoden ajalta. Yhtiö on historiallisesti panostanut noin 10-12 % liikevaihdostaan tuotekehitykseen.

Markkinalla vahvat kasvuajurit

DT:n tuotteiden kysyntää ajavat vahvat globaalit megatrendit. Lääketieteellisellä markkinalla ikääntyvä väestö ja kehittyvä terveydenhuolto ovat vahvoja ajureita lääketieteellisten röntgenkuvantamislaitteiden kysynnälle. Turvallisuuden röntgenkuvantamisessa lisääntyvä turvallisuuden tarve, johtuen esimerkiksi kasvavasta terroriuhkasta, luo hyvän pohjan kasvulle.

Kasvava ja uskollinen asiakaspohja

DT:n asiakasmäärä on kasvanut noin 25 %:n vuosivauhtia vuoden 2008 32 asiakkaasta 240 asiakkaaseen vuonna 2017. Laaja asiakaspohja luo hyvän pohjan kasvulle tulevaisuudessa. Röntgenkuvantamislaitteisiin käytettävien tuotteiden toimittajiksi valitaan yleensä 1-3 toimittajaa. DT:n asiakasvaihtuvuus on historiallisesti ollut hyvin matala emmekä näe syytä, miksi tämä muuttuisi tulevaisuudessa.

Heikkoudet

Myytävien tuotteiden hintaeroosio

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

Asema arvoketjussa

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

Mahdollisuudet

Laajentuminen Yhdysvalloissa

DT:llä on myyntitoimipiste USA:ssa ja yksi yhtiön kasvuhankkeista on laajentuminen maassa. USA:n turvallisuusmarkkina on yksi maailman suurimmista ja paikalliset turvallisuuden alan toimijat arvostaisivat näkemyksemme mukaan tuotteiden valmistamista kotimaassa. Nykyisen myynnin ja teknisen tuen lisäksi maassa voidaan aloittaa tuotekehitystoimintoja.

Lisämyynti nykyisille asiakkaille

Laaja ja kasvava asiakaspohja luo arviomme mukaan hyvät kasvumahdollisuudet DT:lle, kun nykyisille asiakkaille voi myydä uusia tuotteita. DT:n markkinaosuudet asiakkuuksien sisällä vaihtelevat suuresti ja monissa asiakkuuksissa on merkittäviä kasvumahdollisuuksia.

Sijoittajaprofiili 2/2

Yritysostot / teknologiaostot

Markkina on kohtalaisen pirstaloitunut, minkä takia markkinalla on useita toimijoita eri mantereilla. Näkemyksemme mukaan DT voisi tehdä yritysostoja, joiden fokuksena olisi esimerkiksi uuden teknologian hankinta.

Uhat

Kilpailun oleellinen kiristyminen

Viime vuodet ovat olleet DT:lle poikkeuksellisen hyviä erityisesti kannattavuuden osalta. Liikevoittoprosentti on valtaosin selvästi yli 20 %, kun yhtiön oma keskipitkän ajan tavoite on yli 15 %. Yhtiö on varoitellut pitkään kilpailun kiristymisestä, emmekä pidä yhtiön yli 20 %:n liikevoittomarginaalia realistisena aggressiivisen kasvun jatkuessa lähivuosina. Painetta kannattavuuden laskuun tulee sekä asiakkaiden (haluavat suuremman osan katteesta) että (mahdollisesti uusien) kilpailijoiden suunnasta.

Liikevaihto on voimakkaasti keskittynyt

DT:n viisi suurinta asiakasta vastasi viime vuonna noin 60 %:sta liikevaihdosta. Yhden suuren asiakkaan menettäminen voisi siten rasittaa yhtiön liikevaihtoa merkittävästi. Yhtiön asiakasmäärän viime vuosien voimakas kasvu on omalta osaltaan pienentänyt tätä riskiä. Lisäksi asiakassuhteet ovat perinteisesti pitkiä ja asiakkaat konservatiivisia, mikä nostaa edelleen jo valmiiksi korkeaa alalietulokynnystä.

Avainhenkilöiden tai teknologian menettäminen

Tärkeiden avainhenkilöiden, kuten johdon tai tuotekehityksen keskeisten henkilöiden

menettäminen, voisi aiheuttaa häiriötä yhtiön liiketoimintaan. Pidämme näitä riskejä pieninä ja esimerkiksi toimitusjohtaja Martola omistaa DT:stä 2,6 %, mikä kasvattaa varmasti sitoutumista. Kiinassa liiketoimintaa harjoittaviin yhtiöihin liittyy aina riski siihen, että työntekijät esimerkiksi varastaisivat teknologiaa.

Laatukustannukset

Kuten kaikessa tuotannossa, on olemassa riskejä, 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. Tällä menettelyllä yhtiö kasaa varauksia mahdollisia suurempia ongelmia vastaan, mikä on mielestämme perusteltua. Toisaalta se painaa yhtiön kannattavuutta.

Melkein kaikki tuotanto yhdessä tehtaassa

Valtaosa DT:n tuotteista valmistetaan yhdessä tehtaassa Kiinassa. Tehtaan väliaikainen seisokki, esimerkiksi johtuen lakosta, seisauttaisi siten tuotannon. Pahimmissa tapauksessa tehdas voi vaurioutua pahemmin (esim. tulipalo), jolloin yhtiö ei voisi valmistaa tuotteitaan. Tämä voisi aiheuttaa merkittäviä ongelmia myös pidemmällä aikavälillä.

Arvostus

Kannattava kasvuyhtiö

DT:n liikevaihto on kasvanut vuosina 2011-2017 keskimäärin noin 30 %:n vuosivauhtia. Samalla yhtiön liikevoitto on kasvanut keskimäärin 73 % heikolta lähtötasolta erinomaiselle 2017 tasolle.

Kannattavan kasvun historia on siis vakuuttava, mutta vallitsevalta erinomaiselta tasolta parannukset ovat selvästi vaativimpia. Vuosina 2018-2020 odotamme liikevaihdon kasvun olevan keskimäärin 13 % ja liikevoiton kasvun ”vain” noin 9 % vuoden 2017 mielestämme poikkeuksellisen hyvän kannattavuuden takia.

DT:n hyväksyttävät arvostuskertoimet ovat mielestämme korkeampia verrattuna Helsingin pörssin mediaaniin johtuen yhtiön vahvasta kasvuprofilista. Helsingin pörssin mediaani P/E-luvut vuosille 2018 ja 2019 ovat 16-17x ja 14x. Vastaavat EV/EBITDA-luvut ovat noin 9x-tasolla.

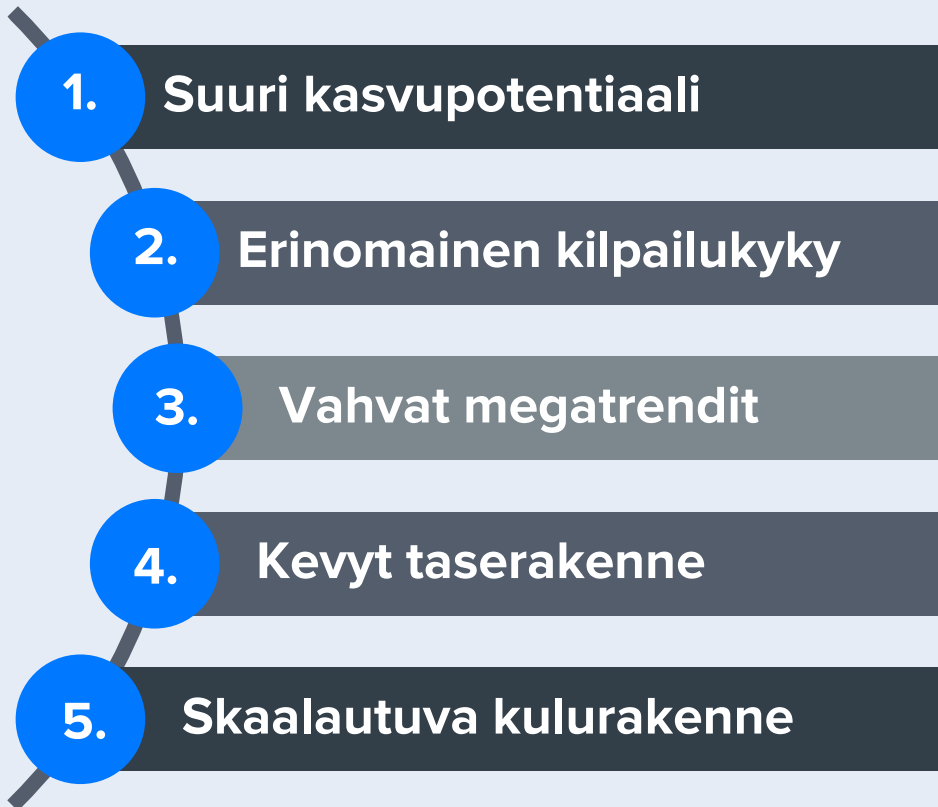
Kohtuullisen alhainen osinkotuotto

DT pyrkii maksamaan 30-60 % osakekohtaisesta tuloksestaan ennen kertaluonteisia eriä joko osinkoina tai varojen palautuksina. DT:n kevyt liiketoimintamalli tulee arviomme mukaan tuottamaan yhtiölle hyvää kassavirtaa, mikä mahdollistaa kohtuullisen osingon maksamista kasvua häiritsemättä. Arviomme mukaan osinkotuotto jää muutaman prosentin tasolle vuonna 2018, mutta kasvaa tulevaisuudessa hiljalleen tuloksen mukana.

Osakkeeseen ladattu kovat kasvuodotukset

Kuten yleensä kasvuyhtiöissä, DT:n osakkeeseen on ladattu varsin kovat kasvuodotukset. Korkeat arvostuskertoimet toimivat kasvun epäonnistuessa vipuna vääriin suuntaan, jolloin kurssireaktiot voivat silloin olla voimakkaita. Pidämme yhtiön johtoa, strategiaa ja liiketoimintamallia pitkällä tähtäimellä laadukkaana, mutta esimerkiksi voimakkaasti kirstyvä kilpailu voisi lähivuosina painaa kannattavuutta tästä huolimatta.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Vahvojen kasvuajureiden ansiosta markkinat kasvavat 5-7 %
- DT:llä on edelleen hyvät mahdollisuudet voittaa markkinaosuuksia
- Korkea pääoman tuotto erinomaisen kannattavuuden kestäessä

Riskit

- Hintaeroosion takia on juostava kovaa, että pysyy paikallaan
- Kiristynvä kilpailu voi painaa katteita
- Korkeat odotukset, joihin pääseminen vaatii vahvojen suorituksien jatkumista myös lähivuosina

Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso

Korkea riskitaso



Inderesin arvio Detection Technologyn liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Markkinat 1/4

DT:n markkinakasvua tukevat megatrendit

Röntgenkuvantamista hyödynnetään sen käyttökelpoisuuden ja kustannustehokkuuden ansiosta usealla toimialalla. Eri markkinat eroavat toisistaan teknologioiden sekä kasvunäkymiensä osalta. Käyttötarkoitus määrittelee kuvantamisen teknologiat, kun taas kohdemarkkinan kilpailutilanne sekä näkymät riippuvat markkinan elinkaaren kypsyydestä sekä siitä, miten pirstaloitunut markkina on.

Röntgenkuvantamista on käytetty jo pitkään terveydenhuollossa ja markkinasta on muodostunut 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 ja tämän trendin on helppo ennustaa jatkuvan.

DT:n kaikkien kohdemarkkinoiden kasvua tukevat vankat megatrendit. Terveydenhuollossa ikääntyvä väestö, nopeasti kehittyvä teknologia sekä kehittyvien markkinoiden terveydenhuoltopanostukset luovat hyvän kasvualustan. Turvallisuudessa yhä lisääntyvä huoli erilaisista uhkakuvista lisää turvallisuuteen käytettävien röntgenkuvantamislaitteiden tarvetta. Näillä voidaan esimerkiksi ehkäistä terroristien iskuja, mikä on nykyisessä turvallisuusilanteessa kriittistä. Teollisuuden röntgenkuvantamismarkkinaa tukee lisääntyvä tarve tuottavuuteen, tehokkuuteen ja laatuun, mikä voidaan jossain tapauksissa saavuttaa röntgenkuvantamis-laitteiden avulla.

Komponenttitoimittajat pyrkivät erikoistumaan tiettyyn teknologiaan tai markkinaan niiden resurssien ollessa rajalliset. DT on alalla ainoita

yhtiötä, joka on tiukasti fokusoitunut juuri tähän liiketoimintaan (muilla osa kokonaisuutta). DT on valinnut markkinalla selkeän vertikaalifokuksen. Yhtiö keskittää voimavaransa kapealle sektorille, mutta pystyy hyödyntämään osaamistaan samalla useammalla toimialalla. DT:n tuotteita käytetään pääasiassa terveydenhuolto, julkinen turvallisuus, elintarvike- ja lääketeollisuus, metsäteollisuus, autoteollisuus ja uusiutuva energia toimialoilla.

Lääketieteelliset kuvantamislaitteet

Lääketieteellisten kuvantamislaitteiden globaali markkina oli vuonna 2016 arviolta reilut 25 miljardia dollaria (kasvanut viime vuosina), josta kehittyneiden osuus oli suunnilleen 60 % ja kehittyvien markkinoiden noin 40 % myynnistä

Markkina jakautuu sovellustyyppien mukaan siten, että ultraäänilaitteiden osuus (25 %) on suurin kuvantamislaitteiden markkinoista. Yleisten röntgen- ja CT-laitteiden osuus on arviolta noin 16 %. DT:lle tärkeimpien tietokone-tomografian (Computed Tomography, CT) markkinoiden arvo on arviolta noin 4,5 miljardia dollaria. Tietokonetomografian markkinoiden uskotaan kasvavan keskimääräistä (noin 5 % vuodessa) nopeammin, koska kyseisten laitteiden käyttöönotto on vielä aikaisessa vaiheessa kehittyvillä markkinoilla. Kiina, Latinalainen Amerikka, Venäjä ja Intia vauhdittavat markkinakasvua sekä alueittain että sovellustyyppin mukaan tarkasteltuna.

Lääketieteellisen markkinan kasvuajurit

Terveydenhuollon palveluiden kysyntä kasvaa väestön ikääntyessä, terveystiedon lisääntyessä sekä ihmisten varallisuuden kasvaessa. 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 kallista hoitoa vaativista sairauksista ja vammoista, mikä osaltaan tukee terveydenhuollon investointeja.

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

Teollisuusmaissa kysyntää ohjaavat tarve saada parempaa ja kustannustehokkaampaa terveydenhuoltoa. CT-laitteiden elinkaari on noin 7-8 vuotta, minkä takia laitteita pitää jatkuvasti uusia. Suhteellisen lyhyt elinkaari tukee kasvua.

Lääketiedemarkkina on pitkälle kehittynyt

Lääketieteellisen kuvantamisen markkina on pitkän historiansa aikana erittäin pitkälle konsolidoitunut. Tämä näkyy alkuperäisten laitetoimittajien, eli DT:n potentiaalisten asiakkaiden, vähäisenä määränä toimialalla. Valtaosa (arviolta 80 %) kuvantamislaitteiden markkinoista on kolmen suurimman laitevalmistajan hallussa. Nämä valmistajat ovat General Electric, Siemens ja Philips. Liiketoiminta on kyseisille yhtiöille ydinliiketoimintaa ja yhtiöt pitävät hyvinvoinnin toimialaa yhtenä tärkeimmistä liiketoiminnoista. Neljäs suuri markkinoilla on Canon, minkä lisäksi haastajina toimivat Hitachi sekä Hologic.

Markkinat 2/4

Uusien tulokkaiden kynnys päästä markkinoille on erittäin korkea, sillä uudet tuotteet vaativat valtavia määriä kehityskuluja ja viranomaisten hyväksynnässä on korkeat vaatimukset.

Hintaeroosio osa toimialaa

DT:n toimialalla vaadittavat tuote-, osajärjestelmä- ja komponenttispesifikaatiot ovat hyvin pitkälle asiakkaan määrittelemiä. Laitevalmistaja (asiakas) pystyy siten määrittelemään tiukan laatuvaatimuksen sekä kustannuskontrollin komponenttien ja järjestelmien toimittajille. 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 tärkeimmät valintakriteerit.

Kilpailuttaminen ja tuotteiden vanheneminen tarkoittavat monesti jatkuvaa hintaeroosiota komponenttitoimittajille. Kulukontrolli, T&K sekä kasvava volyyymi toimivat yleensä komponenttitoimittajan tukena eroosiota vastaan. Arviomme mukaan lääketieteellisessä kuvantamisessa laitteiden ja komponenttien vuotuinen hintaeroosio on keskimäärin 5 %:n luokkaa. Kilpailu toimialalla kiristyneen edelleen, kun uusia laitevalmistajia tulee markkinoille pääosin kehittyvistä maista. Asiakaskuntaan tämä luo hintapainetta, jota asiakas pyrkii siirtämään edelleen alihankkijoille ja komponenttitoimittajaverkostolle.

Hammaslääketiede

DT julkaisi toukokuussa 2018 X-Panel-tuoteperheen, joka laajensi tuoteportfolion CMOS-röntgenilmaisemarkkinoille. Yhtiö on

tehnyt aikaisemmin moduleita alueelle, mutta ensimmäinen varsinainen tuote (X-Panel 1511) on tasopaneeli-ilmais, joka on optimoitu hammaslääketieteen 3D-kartiokeilatieto-konetomografia- ja panoraamaröntgen-kuvauksiin. Kyseessä on avaus CMOS-röntgenilmaisemarkkinaan, jonka vuotuisen markkinapotentiaalin yhtiö on arvioinut olevan yli 100 MEUR. Yhtiö on korostanut uuden tuoteperheen myynnin alkamisen vievän aikaa, mutta keskipitkällä aikavälillä kyseessä voi olla DT:lle erittäin merkittävä kasvuajuri. Kyseistä tasopaneeli-teknologiaa voi myöhemmin mahdollisesti soveltaa myös laajemmalle markkinalle. X-Panel laajentaa DT:n tarjontaa uudelle alueelle, mikä kasvattaa yhtiön saavutettavaa markkinaa ja tukee yhtiön tulevaisuuden kasvunäkymiä. Toistaiseksi on vaikea arvioida yhtiön penetraatiota uudelle markkinalle, mutta lähtökohdat ovat hyvät.

Turvallisuusalan röntgenkuvantaminen

Arviomme mukaan turvallisuuden röntgenkuvantamisen markkinakoko on kokoluokassa 2,5-3,0 miljardia dollaria vuodessa. Turvallisuusalan kuvantamissovelluksia ovat muun muassa käsimatkatavaroiden ja ruumaan menevien matkatavaroiden läpivalaisu lentokentillä, pakettien ja kirjeiden läpivalaisu, rahdin, konttien ja ajoneuvojen läpivalaisu sekä henkilöiden läpivalaisu. Turvallisuusalan markkinat ovat yleensä paikallisia, koska määräykset vaihtelevat maittain. Keskeisimmät markkinat ovat Kiina, Yhdysvallat ja Eurooppa.

Markkinalla ovat taustalla vahvat kasvuajurit, kuten väestönkasvu, kaupungistuminen, lisääntyvä matkustaminen, digitalisaatio, yleisen turvallisuuden kasvu ja terrori-iskujen pelko.

Alaan vaikuttaa oleellisesti myös kiristytvä sääntely ja turvallisuusvaatimukset. Läpivalaisuutuotteet 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 taloudellisia ja ihmisiin kohdistuvia vahinkoja. Tämä on nykyaikana kriittistä. Läpivalaisuutuotteilla ja -sovelluksilla, kuten röntgenskannereilla, räjähdysainejäämäilmaisimilla, sähkömagneettisilla metallinpaljastimilla ja biometrisillä teknologioilla, voidaan estää hyvän tavan vastaiset ja laittomat menettelyt.

Turvallisuudessa odotetaan voimakasta kasvua

Turvallisuusalan röntgenkuvantamismarkkinan arvon arvioidaan kasvavan keskimäärin 7 % vuodessa. Kasvun ennustetaan olevan voimakkainta Aasian ja Tyynenmeren alueella, jossa ovat suurimmat turvallisuudenalan röntgenkuvantamisen markkinat (kasvu ~10 %). Kokonaisuuden kannalta kriittinen Kiinan turvallisuusmarkkina on kuitenkin ainakin lyhyellä aikavälillä selvästi heikentynyt ja erityisesti paikallishallintojen panostukset ovat laskeneet viime aikoina. Taustalla voi olla kiristynyt taloustilanne erityisesti Tier 1-kaupunkien ulkopuolella.

Kiinan markkinan veto on todennäköisesti suhteellisen heikko lyhyellä aikavälillä, vaikka pitkän aikavälin näkymät ovat edelleen vahvat. On myös hyvä huomata, että Kiinassa nykyinen varustelutaso on erittäin hyvä suhteessa muihin päämarkkinoihin. Kiina on tehnyt viime vuosina erittäin suuria investointeja turvallisuussektorin infrastruktuuriin, minkä takia maan lievä suvantovaihe on varsin ymmärrettävää.

Markkinat 3/4

Toimialan suurimmat kasvupaineet ovat nyt kuitenkin arviomme mukaan siirtyneet Yhdysvaltoihin, mikä on mielestämme DT:n kannalta epävarmuustekijä, koska yhtiön asema on poikkeuksellisen hyvä Kiinassa.

Yhdysvaltojen (ja Euroopan) markkinoilla uusia kasvuajureita

Lähtökohtaisesti Pohjois-Amerikan ja Euroopan markkinoilla on pitkällä aikavälillä odotettavissa maltillista kasvua. Lähivuosina markkinoilla on kuitenkin odotettavissa voimakkaampaa kasvua, jonka taustalla on turvallisuusvaatimuksien nousu erityisesti lentokentillä.

Yhdysvaltojen lentokenttien turvallisuudesta vastaava viranomais (Transportation Security Administration, TSA) ilmoitti heinäkuussa, että se aloittaa uuden CT-teknologian tuomisen Yhdysvaltain lentokentille. Uuden sukupolven CT-skannerit luovat 3D-kuvan matkustajien koneeseen mukaan tulevien laukkujen sisällöstä ja ovat aikaisempaa tarkempia. Teknologialla pystyy tunnistamaan muotoja ja tiheyksiä, jotka voisivat olla vaarallisia koneessa (mukaan lukien esimerkiksi nestemäiset räjähteet). Matkustajien kannalta uudistus on varmasti tervetullut, sillä samalla nesteiden ja tietokoneiden poistaminen laukuista muuttuisi tarpeettomaksi tarkemman ja erottelukykyisemmän skannauksen ansiosta.

TSA:n mukaan teknologia otetaan käyttöön alustavasti neljällä kymmenellä lentokentällä ennen vuoden vaihdetta ja ennen vuoden 2019 loppua sen pitäisi olla käytössä yli 145 lentokentällä. TSA on puhunut uusittavan laitemäärän seuraavan viiden vuoden aikana yli 2000 kappaletta. Yhden uudenlaisen CT-skannerin hinta on suuruusluokassa 300 TUSD. Näitä lukuja käyttäen uudistus tarkoittaisi noin 600 MUSD:n käytännössä "uutta" markkinaa,

sillä TSA ei ole tehnyt merkittäviä hankintoja vuosiin (ainoastaan korvannut vanhoja).

Merkittävimpiä hyötyjiä ovat arviomme mukaan Smiths, L-3, OSI Systemsin omistaja RapidScan ja Analogic. Näillä on vahva asema Yhdysvalloissa ja ne hyötyvät myös Buy American Act-sääntelystä. Vaikka mahdollisesti noin 600 MUSD:n lisäkysyntä on markkinalle selvästi positiivinen asia, sijoittajien on tärkeää ymmärtää, että tämä on DT:n asiakassektorin kokema kysyntä. DT:n markkina ja markkinavaikutus ovat paljon pienempiä, mutta niin on tuki yhtiökin. Oletamme laitevalmistajien (OEM) hankintojen olevan 50 % myyntihinnasta ja vastaavasti DT:lle relevanttien detektoreiden osuus tästä noin 20 %:n (yleensä 15-25 %). Tämä tarkoittaisi, että DT:n markkina saisi noin 60 MUSD:n kysyntäajurin seuraavalle viidelle vuodelle. Tämä on ehdottomasti merkittävä noin 250 MEUR:n markkinalla, mutta ei kuitenkaan oleellisesti tilannetta muuttava. Jos edelleen olettaisimme DT:n markkinaosuuden tästä olevan 17 %, lisäys olisi 10 MUSD liikevaihtoa jakautuen seuraavalle viidelle vuodelle.

Myös Euroopassa on uusi standardi lentoturvallisuuden parantamiseen, mikä on European Civil Aviation Conference Standard 3 (ECAC3). Tämä tulee voimaan vuonna 2020, jolloin eurooppalaisien lentokenttien täytyisi siirtyä uusiin vaatimuksiin CT-laitteidensa osalta. Euroopassa sääntely ei näytä kuitenkaan edistävän suunnitelmien mukaisesti ja todennäköisesti aikataulusta tullaan jäämään selvästi. Euroopassa tilanne on myös hajanaisempi (nykyinen taso ja tulevat investoinnit) kuin Yhdysvalloissa. Joka tapauksessa tämä on selkeä positiivinen ajuri keskipitkällä aikavälillä, ja piristää selvästi myös Euroopan markkinanäkymää.

Yhdessä Yhdysvaltojen ja Euroopan uudistukset ovat selvästi positiivisia ja tukevat markkina-kehitystä, mutta eivät välttämättä ole tarpeeksi vahvoja kompensoimaan Kiinan heikkoutta.

Markkinan dynamiikka ja koko

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. Hintakilpailussa DT on kaukana halvimasta, joten yhtiön täytyy olla muita parempi.

Turvallisuusmarkkinat ovat pirstaloituneet

Turvallisuusalan röntgenlaitemarkkinat ovat melko pirstaloituneet ja DT:n asiakkaita ovat alkuperäiset laitetoimittajat ja systeemi-integraattorit. Seuraavat monikansalliset yhtiöt toimivat turvallisuusalan markkinoilla:

- Smiths Detection
- L-3 Security & Detection Systems
- Fisican (kiinalainen alan valtionyhtiö)
- Rapiscan Systems
- American Science and Engineering
- Leidos
- Nuctech
- Astrophysics Inc

Yhtiöt tarjoavat turvallisuuslaitteita lentokenttien, satamien ja raja-asemien, rahtiliikenteen sekä kriittisten infrastruktuurien käyttöön. Turvallisuusalalla on erittäin vaativat laatuvaatimukset viranomaisilta, mikä tarkoittaa myös korkeahkoa alalietulokynnystä.

Markkinat 4/4

Teollisuuden röntgenkuvantaminen

Röntgenkuvantamislaitteiden käyttö teollisuuden eri tarpeissa on vielä suhteellisen varhaisessa elinkaaren vaiheessa oleva toimiala, mutta se on tulevaisuuden kasvuala. Teollisuuden tarpeisiin suunnatussa kuvantamisessa käytetty teknologia on vastaavanlainen kuin lääketieteessä tai turvallisuusalalla teknologia, mutta resoluutio on yleensä korkeampi.

Toimialan markkinakoosta ei ole saatavilla tarkkaa tietoa. Global Industry Analystin jo vanhan ennusteen mukaan markkinan koko oli 100 MUSD:n suuruusluokkaa 2013. Saman lähteen mukaan teollisuudelle 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 markkina on vielä pieni

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 laitteiden laajaan käyttöön 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 korkealuokkaa tarkkuutta ja mahdollistaa myös toistettavuuden. Röntgenlaitteilla on mahdollista läpäistä myös metallipakkaukset ja tunnistaa lukuisia muita ylimääräisiä aineita, mikä lisää kyseisten laitteiden käyttöä esimerkiksi elintarviketeollisuudessa.

Uusimpana kasvuajurina pidetään 3D-tulostamisen yleistymistä. Röntgenkuvantamislaitteilla voidaan hyödyntää sekä 3D-tulostamisprosessissa että laadun varmistamisessa, koska näin rakenteen tasaisuus ja vahvuus voidaan varmistaa. Tämän sovelluskohteen voidaan odottaa kasvavan voimakkaasti 3D-tulostamisen yleistyessä erityisesti kriittisissä käyttökohteissa.

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

Yhteenveto ja DT:n markkinaosuus

Yhteenvetona DT:n saavutettavissa oleva on kokoluokassa 750 MEUR, kun mukaan otetaan myös uusi CMOS-tasopaneelimarkkina.

Yhtiön arvion mukaan relevantti lääketiedemarkkina on noin 250 MEUR, turvallisuusmarkkina noin 250 MEUR ja teollisuusmarkkina noin 100 MEUR. Nämä ovat siis yhteensä kokoluokassa 600 MEUR, mistä DT:n markkinaosuus on noin 17 % (tarkoittaisi noin 100 MEUR:n liikevaihtoa). Korostamme, että markkinoiden koon voi laskea monella eri tavalla, ja tässä keskitymme erityisesti DT:lle tällä hetkellä relevanttiin markkinaan.

On lisäksi hyvä huomata, että DT:n markkinaosuusarvioissa ei ole toistaiseksi mukana CMOS-tasopaneelleja. Tämän markkinan kokoluokka on yhtiön arvion mukaan 100-200 MEUR, minkä takia käytämme siitä pyöreästi 150 MEUR:n arviota. Tälle markkinalle yhtiöllä ei ole vielä positiota eikä toistaiseksi myyntiä. Jos markkina otettaisiin mukaan markkinaosuutta laskettaessa, markkinaosuus painuisi periaatteessa alle 14 %. Oleellisempaa on mielestämme kuitenkin se, että yhtiön potentiaalinen markkina on kasvanut uudelle alueelle.

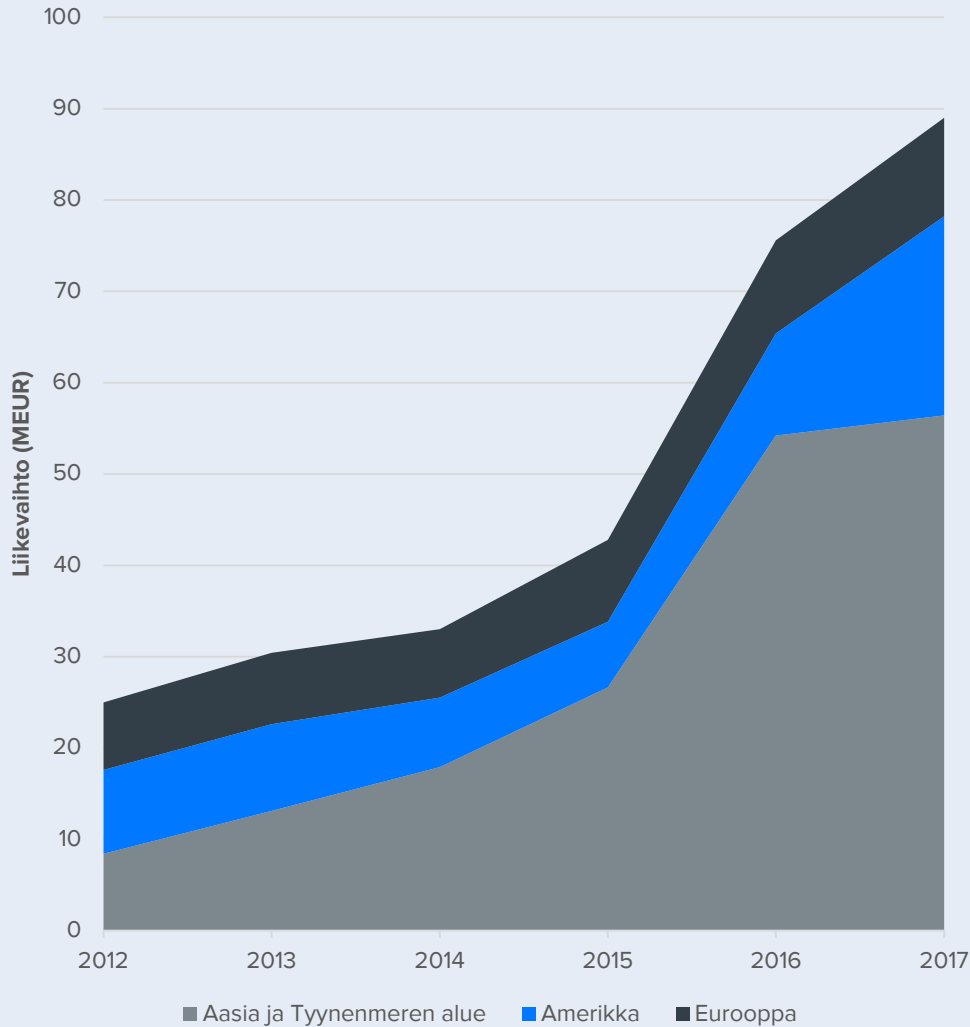
Haluamme vielä erikseen korostaa Kiinan markkinoiden suurta merkitystä DT:lle. Aasian ja Tyynenmeren myynti oli noin 63 % yhtiön liikevaihdosta vuonna 2017, ja tästä valtaosa tulee arviomme mukaan Kiinasta. Yhtiö onnistui Pekingin tehdasinvestoinnissa ja sille lentävän lähdön, kun Kiinassa tehtiin heti tehtaan valmistumisen (vuoden 2015 loppu) jälkeen massiivisia investointeja turvallisuuteen (mm. postin läpivalaisulaitteet). Yhtiö onnistui toimituksissa, kasvoi vuonna 2016 erittäin nopeasti ja samalla se valtasi Kiinassa merkittävän aseman. Tämä on DT:lle arvokas, vaikka lyhyellä aikavälillä Kiinan turvallisuusmarkkinan näkymä onkin suhteellisen heikko.

Markkinoiden kokonaiskuva

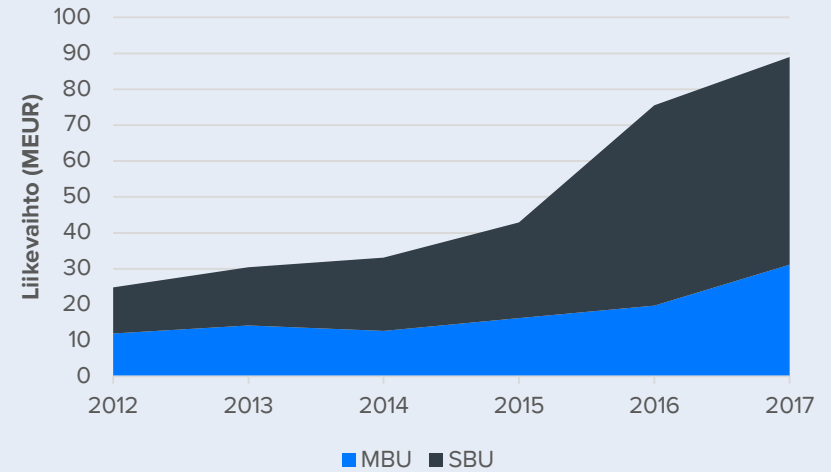
Markkina	Koko ja kasvu	Kuvaus	Kilpailijat
Lääketiede Osuus DT:n liikevaihdosta 35 %*	~250 M€ Kasvu 5 %	• Defensiivinen markkina • Kilpailtu markkina • Korkeat alalietuloesteet • Raskaasti säädelty • Markkinavoima muutamalla laitoimittajalla • Hintaeroosio noin 5 % p.a.	• Analog Devices • ams • Hamamatsu • Excelitas Tech. • OSI Optoelectronics • First Sensor • Texas Instrument
CMOS-tasopaneelit	100-200 M€	• Hammaslääketieteen-sovelluksissa käytettävää teknologiaa	• DT:llä ei vielä myyntiä alueella
Turvallisuus Osuus DT:n liikevaihdosta 60 %*	~250 M€ Kasvu 7 %	• Asiakasläheisyys tärkeää • Tilaukset viiden vuoden sykleissä asiakkaalta • Tuotteen ja toimituksen elinikä pitkä: 7-10 vuotta • Turvallinen liikevaihdon lähde, jos kilpailu voitetaan	• Analogic • Beijing Qipan • Hamamatsu • Excelitas Tech. • OSI Optoelectronics • First Sensor • Varex • Sens Tech
Teollisuus Osuus DT:n liikevaihdosta 5 %*	~100 M€ Kasvu 5 %	• Uusi toimiala • Markkinat kehittyvät kuvantamislaitteiden edistymisen ja käyttösovellutusten kautta • Aasian ja Tyynenmeren alueet kasvavat nopeammin	• Hamamatsu • X-Scan Imaging • Sens-Tech

Liikevaihdon jakauma ja Aasian nousu

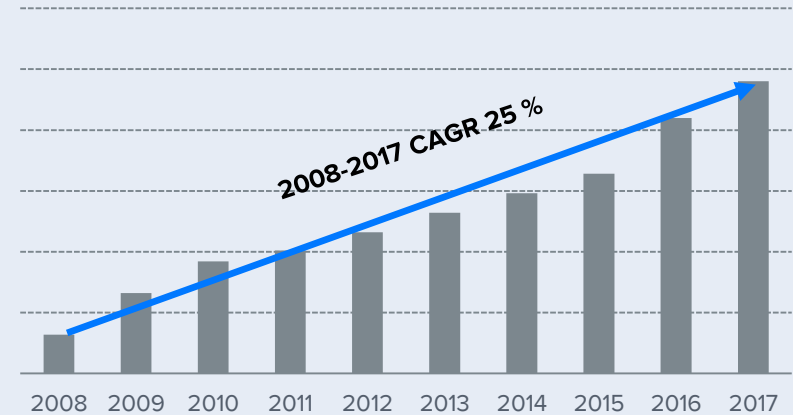
Aasia on ollut yhtiön pääasiallinen kasvumoottori



Turvallisuus on noussut selvästi suuremmaksi



Asiakasmäärä on myös kasvanut voimakkaasti



Kilpailijat eri sektoreilla 1/2

DT on yksi harvoista erikoistuneista röntgenilmaisinkomponenttien toimittajista

DT toimittaa komponentteja ja järjestelmiä laitevalmistajille ja kilpailee toimituksista sekä pienempien että suurempien toimijoiden kanssa. Yhtiö on ainoita toimijoita, jotka tarjoavat kohdennetusti ilmaisinkomponentteja ja -järjestelmiä ainoastaan röntgenteknologiaa varten. Vertikaalinen fokus luo yhtiölle kilpailuetua suhteessa moneen kilpailijaan ja toisaalta lisää yhtiön liiketoimintariskiä.

Näin ollen DT:n kilpailukenttä vaihtelee kuvantamisen eri sektoreilla. Lääketieteellisessä kuvantamisessa, missä kilpailutilanne on todennäköisesti kirein, pääkilpailijoita ovat Analog Devices, Austria Microelectronics Systems (ams), Hamamatsu Photonics, First Sensor, Osi Optoelectronics (Osi Systemsin tytäryhtiö) ja Texas Instruments (relevantti liiketoiminta on pieni osa suurta konsernia).

Turvallisuusalan röntgenlaitteiden ilmais- ja järjestelmämarkkina on enemmän sirpaloitunut. Käsitksemme mukaan alkuperäisten laitevalmistajien asiakkaat ovat usein valtioita, joten tilaukset tehdään julkisen kilpailutuksen kautta. Silloin kilpailuvaltioksi nousee usein hinta. DT:n keskeisiä kilpailijoita turvallisuusalan röntgenkuvantamisessa ovat Beijing Qipan, Excelitas, First Sensor, Hamamatsu Photonics, Osi Optoelectronics, Analogic (ostettiin vasta prssistä), Sens Tech ja Varex.

Teollisuuden röntgenkuvantamisen markkinalla kilpailutilanne on myös vaativa. Teollisuuden röntgenlaitteiden komponenttitoimittajissa on paljon samoja vanhoja kilpailijoita toisista toimialaoista. Toimialan kasvunäkymät huomioiden uskomme alalle tulon kiihtyvän vielä tulevaisuudessa. Tällä hetkellä oleellimmat

kilpailijat kyseisellä alalla ovat Beijing Qipan, Excelitas, Hamamatsu Photonics, Sens Tech sekä Osi Optoelectronics.

Kaikilla edellä mainituilla sektoreilla DT:n kanssa kilpailevat Hamamatsu, joka on toimialan suurin yhtiö, sekä Osi Optoelectronics.

Korkean lisäarvon ”alihankkijoita”

Ryhmän yhtiöitä voidaan pitää ”alihankkijoina”, koska yhtiöiden tuotteet ovat vain osa lopputuotteesta. Yhtiöiden kannattavuudet eivät kuitenkaan ole perinteisiä alihankinta-marginaaleja. Siten mielestämme markkinoilla yleinen kuva DT:stä alihankkijana on osittain virheellinen. Harvempi ajattelee esimerkiksi Inteliä tietokoneteollisuuden alihankkijana, koska sen vaativa teknologia luo merkittävän osan lopputuotteen arvosta. Myös DT:n tuotteiden osuus lopputuotteiden arvosta on huomattava ja teknologisesti sen tuotteet ovat haastavia. Tämä ei poista jatkuvaa hintaeroosiota, mutta kuvaa mielestämme paremmin DT:n asemaa kuin ajatus helposti korvattavissa olevasta alihankkijasta.

DT:n kommenttien perusteella hintakilpailu olisi kuitenkin hiljalleen kiristymässä. Tämä olisi loogista, kun huomioidaan tällä hetkellä vallitsevat erittäin korkealla olevat katteet ja yhtiöiden asema arvoketjussa.

Pääkilpailijoiden kasvu on myös nopeaa

DT on pystynyt viime vuosina kasvamaan huomattavasti kokonaismarkkinoita nopeammin ja kasvattanut markkinaosuuttaan selvästi vallitsevalle noin 17 %:n tasolle. Listatuttujen pääkilpailijoiden (Hamamatsu, OSI Systems, First Sensor, ams ja Varex) kasvu on kuitenkin myös ollut nopeaa viimeisen kuuden vuoden aikana.

Samalla kun DT:n liikevaihto kasvoi noin 32 % vuodessa (viimeisen kuuden vuoden keskiarvokasvu), kasvoi ryhmän muiden yhtiöiden liikevaihto samalla mittarilla noin 13 % vuosittain. Tätäkin voidaan pitää erittäin vahvana lukuna vuosille 2012-2017. Kun DT:n hurja kasvu huomioidaan ryhmän keskiarvossa, luku nousee peräti noin 15 %:n tasolle. DT:n kasvu oli jaksolla voimakkaampaa kuin yhdellekään ryhmässä. Luvut on esitetty graafisessa muodossa seuraavalla sivulla.

Kannattavuudet hyvillä tasoilla

Vaikka kaikilla alueilla kilpailu on vaativaa, ovat DT sekä sen pääkilpailijat pääosin erittäin hyvin kannattavia yhtiöiltä. Todennäköisesti taustalla on erityisesti markkinoiden hyvä kasvu, mikä tarjoaa kaikille yhtiöille mahdollisuuksia ilman veristä kilpailua markkinaosuuksista. Myöskään ylikapasiteettia ei muodostu silloin, kun kysynnän kasvu on jatkuvasti vahvaa. Toisaalta korkeat alalietulokynnykset turvaavat yhtiöitä ulkopuolisilta haastajilta keskipitkällä aikavälillä.

Vuosina 2012-2017 DT:n ja listattujen pääkilpailijoiden käyttökatemarginaali (EBITDA-%) oli keskimäärin 21,6 %. Vastaava liikevoittomarginaali oli 16 %. Mielestämme molempia voidaan pitää erittäin hyvinä. DT:n käyttökatemarginaali on ollut 2012-2017 keskimäärin noin 17 %, mikä jää verrokkiryhmän alapuolelle. Tasoa voidaan mielestämme kuitenkin pitää hyvänä, erityisesti huomioiden voimakas kasvu jaksolla. Lisäksi trendi on ollut koko ajan ylöspäin. Parhaimmat kannattavuudet löytyvät Analogilla (jaksolla EBITDA 33,6 %) Hamamatsulta (26,1 %) ja ams AG:ltä (27,8 %). Vuonna 2017 DT ylsi kuitenkin lähelle huippuja.

Kilpailijat eri sektoreilla 2/2

DT:n kehitys suhteessa kilpailijoihin

Olemme esittäneet alla olevassa matriisissa DT:n ja sen listattujen pääkilpailijoiden keskimääräinen liikevaihdon kasvun (CAGR-% 2012-2017) sekä keskiarvon EBITDA-marginaalista samalla ajanjaksolla. Tämä kuvaa mielestämme kohtuullisen hyvin DT:n kehitystä kahdella tärkeällä vertailukohtalla. Yhtiön liikevaihdon kasvu on ollut ryhmän kovinta, mutta kannattavuudessa se oli jaksolla keskimääräistä heikompi. Vuonna 2018 odotamme EBITDA-%:n olevan 24-25 %, jolla oltaisiin jo ryhmän parhaiden joukossa.

Arvostustasoa ajatellessa DT:n viime vuosien track-record on joka tapauksessa erittäin vakuuttava. Toki nyt hyväksyttäviin kertoiimiin vaikuttaa enemmän tuloskasvunäkymät.

DT päihittää kilpailijat erityisesti pääoman tuotolla

DT:n liiketoimintamallin ehdottomiin vahvuuksiin kuuluu pääomakeveys. Koska oma tuotanto rajoittuu korkean lisäarvon vaiheisiin, tase on kevyt ja liiketoimintaan sitouttaa suhteellisen vähän myös käyttöpääomaa, on liiketoiminnan pääomarakenne erittäin tehokas.

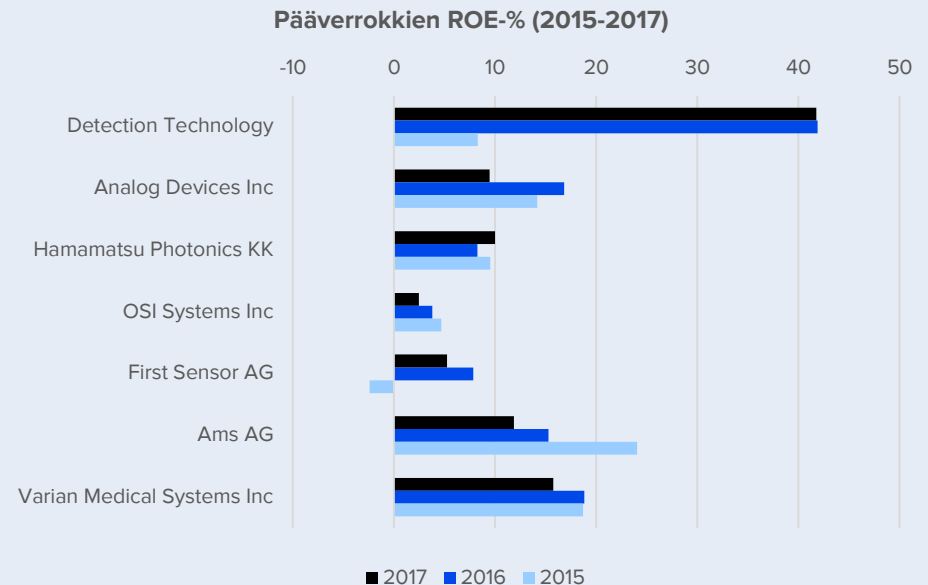
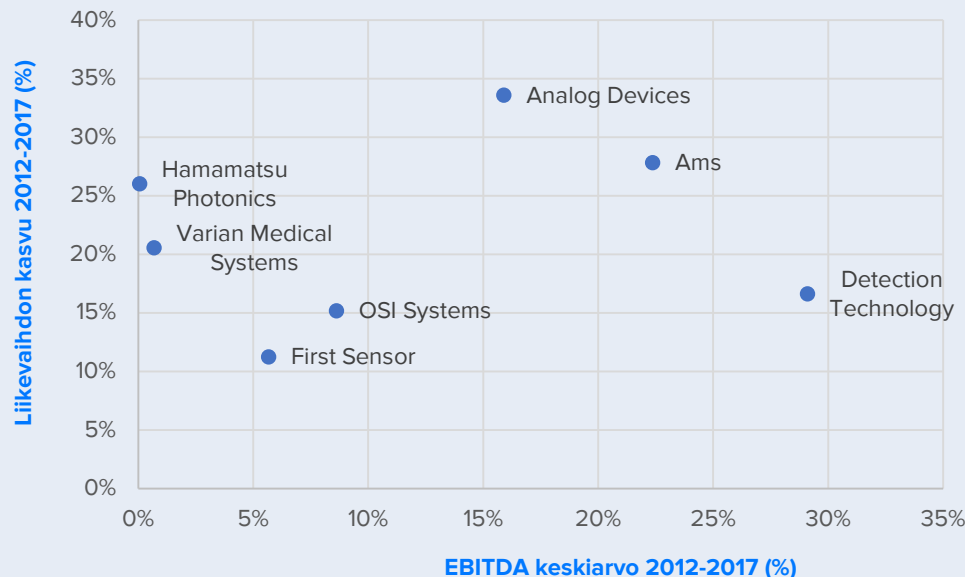
Viime vuosina perinteisten kannattavuus-marginaalien noustua erittäin korkealle tasolle, yhtiön oman pääoman tuotto (ROE-%) on noussut myös erinomaiseksi. Yhtiö teki vuosina 2016 ja 2017 noin 42 %:n tuoton omalle pääomalle. Taso on huomasti korkeampi kuin sen verrokkiryhmällä (kts. graafi alla).

Eroja selittää erilaiset liiketoimintamallit, taserakenteet sekä verrokkien muut

liiketoiminnot, mutta tämä ei vähennä DT:n liiketoiminnan hyvyttä. DT:n tasot ovat erittäin korkeita mille tahansa yhtiölle.

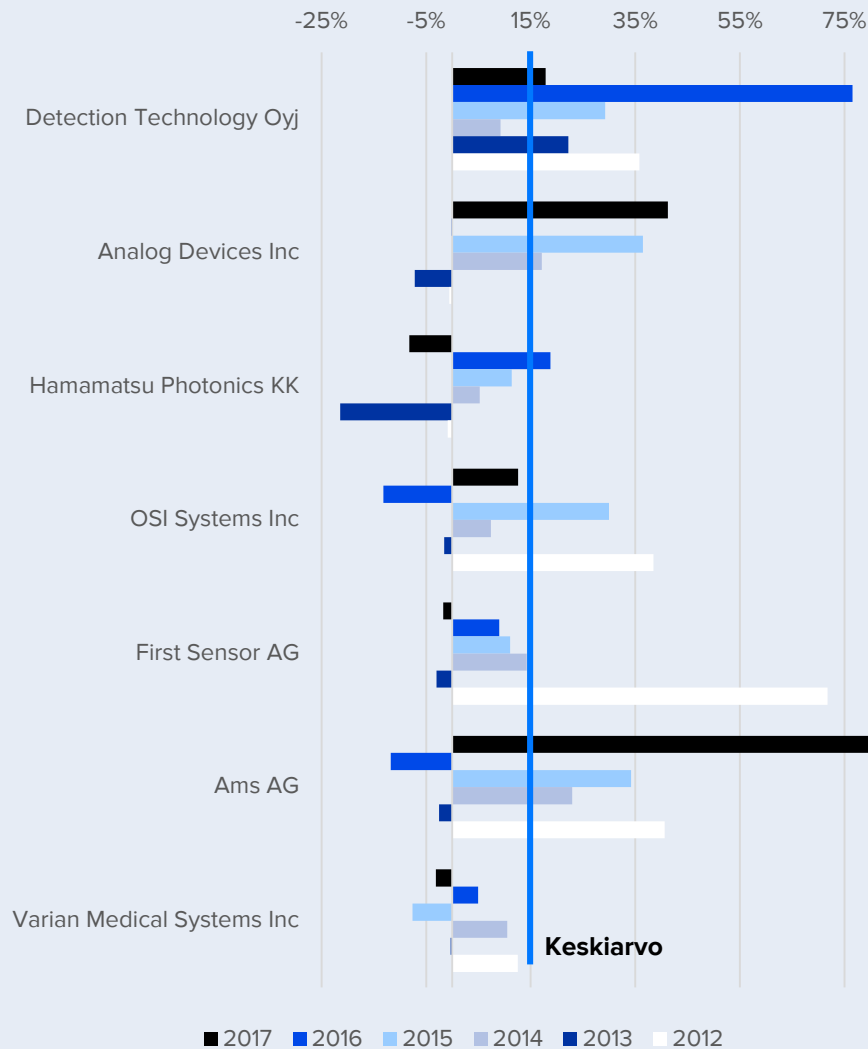
Tulevaisuuden kannalta suuri kysymys on luonnollisesti se, pystyykö DT allokoimaan uutta pääomaa (voittovaroja) läheskään vastaavalla tuotto-odotuksella. Yli 40 %:n tasot eivät lähtökohtaisesti ole kestäviä. Jos pääomia voitaisiin koko ajan investoida tällaisella tuotto-odotuksella, investoinnit olisivat varmasti suurempia eikä yhtiö maksaisi osinkoja (koska se ei olisi taloudellisesti perusteltua).

Huomautamme, että olemme käyttäneet vertailussa Thomson Reutersin dataa koko ryhmälle, jotta laskentatapa olisi varmasti vertailukelpoinen. Tämän takia luvut voivat poiketa hieman omista laskelmistamme DT:lle.

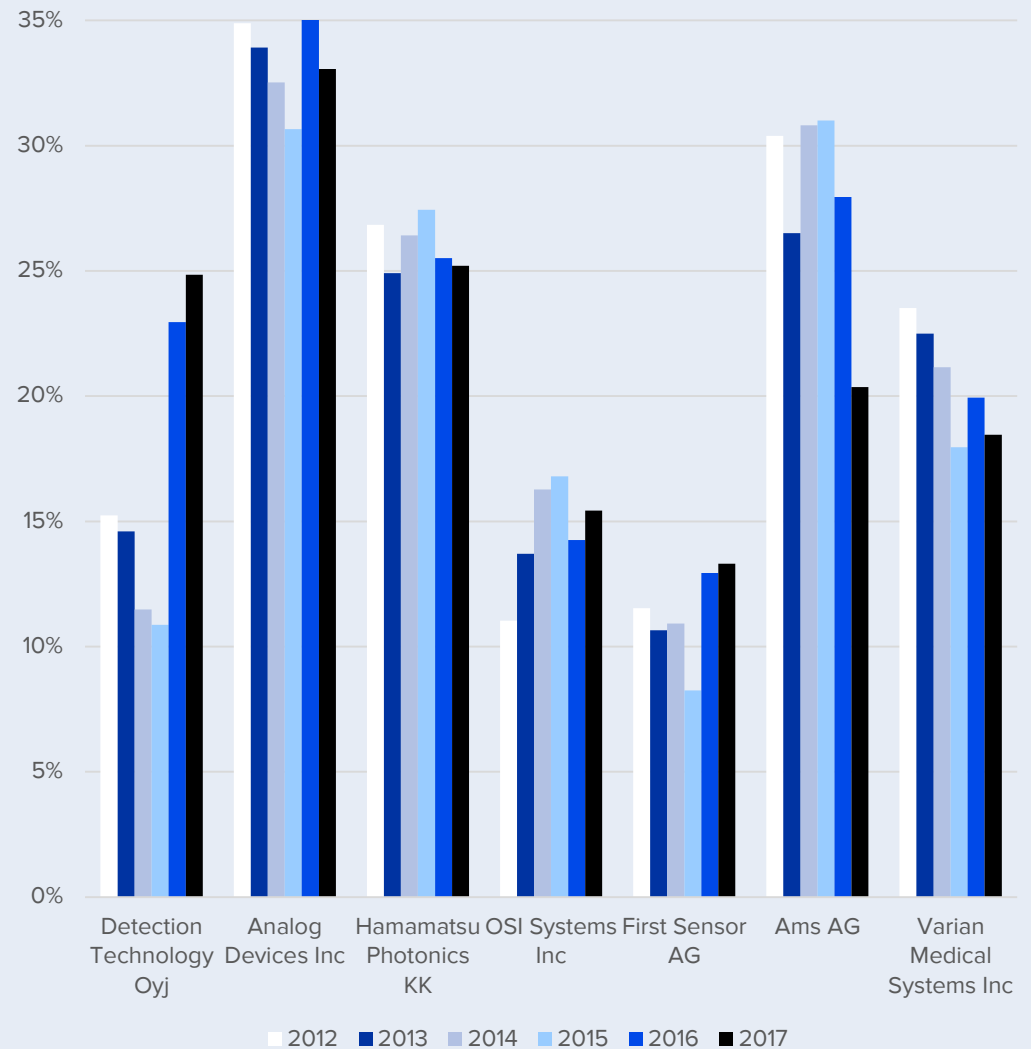


Listattujen kilpailijoiden avainlukujen kehitys

DT:n ja pääkilpailijoiden liikevaihdon kasvu-%



DT:n ja pääkilpailijoiden käyttökatemarginaalin kehitys



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Liiketoimintastrategian pilarit

Detection Technologyn tavoitteena on olla johtava tietokonetomografia- ja lineaaristen röntgenilmaisimien ja -ratkaisuiden toimittaja. Yhtiö on edennyt strategiassaan erittäin hyvin viimeisten kuuden vuoden aikana. Hannu Martola tuli yhtiön toimitusjohtajaksi vuonna 2007. Uuden omistajapohjan, johdon, strategian ja sen toimeenpanon sekä rakennemuutoksen jälkeen yhtiön nettotulos kääntyi jälleen positiiviseksi vuonna 2010. Tämän jälkeen kehitys on ollut vahvaa ja vuodet 2016 ja 2017 ovat olleet yhtiölle erinomainen.

Kiristävästä kilpailusta huolimatta yhtiö on löytänyt itselleen niche-markkinan, jossa se on pystynyt kasvamaan vahvaksi ja hyvin kannattavaksi yhtiöksi. Yhtiöllä on mielestämme hyvät edellytykset jatkaa hyvin kannattavaa kasvuaan myös lähivuosina.

Keskittyminen röntgenteknologiaan

DT on keskittynyt röntgenteknologiaan, koska yhtiöllä on laaja tekninen kompetenssi röntgenteknologian kuvantamisjärjestelmistä. DT:n mukaan sen asiakkaat arvostavat yhtiön fokusta kapealle niche-markkinalle. Yhtiö hakee kilpailuetua tarjoamalla röntgenkuvausjärjestelmiä laaja-alaisesti samaa teknologiaa käyttäville sektoreille, kuten lääketieteelle, turvallisuusalalle ja teolliselle alalle.

Arviomme mukaan liiketoimien hajauttaminen eri toimialojen välille on järkevää, koska näin DT ei ole liian riippuvainen yhdestä toimialasta. Tästä huolimatta liiketoiminta on fokusoitu kapealle niche-teknologiasektorille. Vaikka syrjäyttävää tai diskriminoivaa teknologiaa ei tietämyksemme mukaan ole saatavilla, kyseisen riskin olemassaoloa ei voi unohtaa.

Asiakas- ja laitekohtainen räätälöinti

DT:n asiakkaat arvostavat asiakaskohtaisia ja joustavia järjestelmiä, jotka on räätälöity tarpeiden mukaisesti. Yhtiö toimittaa modulaarisia järjestelmiä, joita voidaan laajentaa ja muuttaa asiakaskohtaisia laitteita varten. DT:n käsityksen mukaan 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 on kireää kilpailua, joka näkyy yhä kiihtyvänä teknologian kehityksenä, tuotteiden toiminnallisuuden parantamisena ja tuotantokustannusten laskuna. DT pyrkii jatkuvasti parantamaan ja kehittämään tuotteitaan hyödyntämällä uusia teknologioita. Yhtiö investoi tutkimukseen ja tuotekehitykseen laajentaakseen teknologiapohjaansa uusiin sovelluksiin sekä kehittääkseen uutta teknologiaa täydentämään nykyistä tukeainevalodiodi-ilmaisimien tarjoamaansa. Uusin lisäys DT:n tarjontaan on CMOS-röntgen-ilmaisinmarkkinan. X-Panel 1511 on uuden tuoteperheen tasopaneeli-ilmaisimien, joka on optimoitu hammaslääketieteen sovelluksiin.

Yhtiön vuotuiset investoinnit tutkimukseen ja kehitykseen ovat olleet noin 10-12 %:n tasolla. DT on arvioinut T&K-kulujen nousevan tänä vuonna jälleen yli 10 %:n neutraalin tason viime vuosien alhaisempien tasojen jälkeen. Tuotekehityskulut suhteessa liikevaihtoon olivat viime vuosina tavallista matalammat, koska tuotantoon siirtyi normaalia enemmän aikaisemmin kehitettyjä tuotteita.

Maantieteellinen kattavuus

DT on sijoittunut lähelle keskeisiä loppu-markkinoita ja asiakkaitaan. Tulevaisuudessa yhtiö pyrkii jatkamaan toimintansa vahvistamista keskeisillä markkinoilla sekä paikallisten organisaatioiden kehittämistä. Vahvistaakseen toimintaansa Yhdysvaltojen markkinoilla, DT suunnittelee vahvistavansa organisaatiotaan alueella myynnissä ja teknisen tuessa. Lisäksi DT pyrkii kehittämään edelleen jälleenmyyjä-verkostoansa maissa, joissa sillä ei ole omaa myyntiorganisaatiota.

Kasvun mahdollistava liiketoimintamalli

DT:n oma valmistusprosessi perustuu alihankintaan, mikä tarjoaa joustavuutta tuotteiden tuotannossa ja toimituksissa. Joustavuuden ansiosta yhtiö voi nopeasti kasvattaa tuotantoa markkinoiden kysynnän mukaan ja toisaalta säätää sitä alas, mikäli markkinakysyntä laantuu. Näkemyksemme mukaan myös alihankinnan käyttö vapauttaa niukkoja voimavaroja ja pääomia ydinosaamiseen sekä sen kehittämiseen.

DT keskittyy teknologian kehittämiseen, kriittisiin tuotantoprosesseihin loppukokoonpanoon ja -testaukseen. Vahvistaakseen tuotantopotentiaaliaan ja liiketoimintansa kasvua DT investoi tuotannon laajentamiseen avaamalla uuden isomman tehtaan Kiinassa vuonna 2015. Vuoden 2016 hurjan kasvuloikan yhteydessä yhtiö osti myös laajennusvaraa Kiinaan, jota yhtiö on ottanut käyttöön toukokuussa 2017. Tämän jälkeen yhtiön kapasiteetti on riittävä ainakin kolmen vuoden tavoitteen mukaisella kasvulla, joten suuria investointeja ei ole suoraan näköpiirissä.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Taloudelliset tavoitteet

Detection Technology asetti taloudelliset tavoitteensa First North-listautumisensa yhteydessä. Yhtiön taloudelliset tavoitteet ovat:

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

Pidämme liikevaihdon 15 %:n vuotuista kasvua realistisena tavoitteena, sillä yhtiö on historiallisesti pystynyt kasvamaan merkittävästi tavoitetta vahvemmin. Vuoden 2016 hurjan 77 %:n kasvu rauhoittui viime vuonna 18 %:n tasolle, mutta oli tilanne huomioiden kuitenkin erittäin vahva. Yleisesti ottaen keskimäärin 15 %:n kasvutavoite on mielestämme hyvin saavutettavissa normaalitilanteessa. Olemme kuitenkin varovaisempia ennusteissamme ja odotamme yhtiön kasvavan vuosittain noin 12 % lähivuosina (2018 kasvu jää arviomme mukaan alhaisemmaksi). Lisäksi on hyvä huomioida, että yhtiön 15 %:n tavoite on koko ajan haastavampi, kun yhtiön markkinaosuus kasvaa.

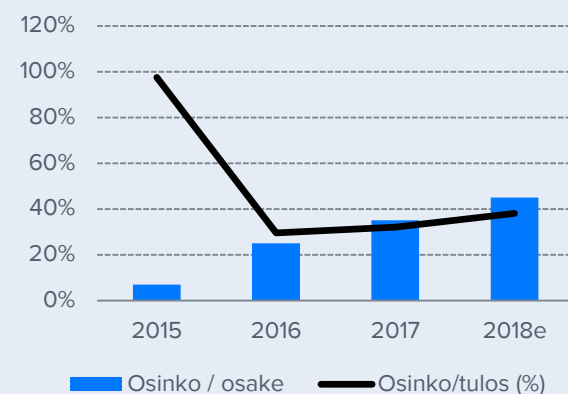
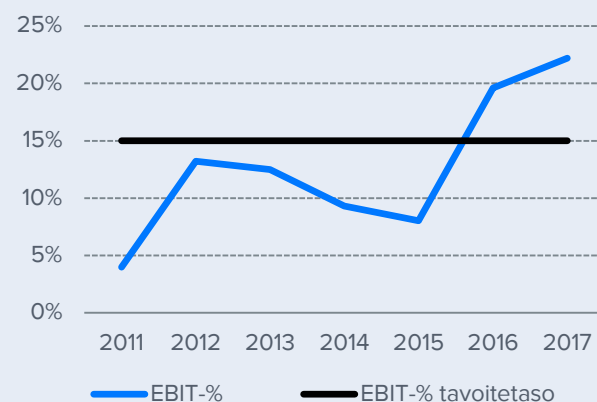
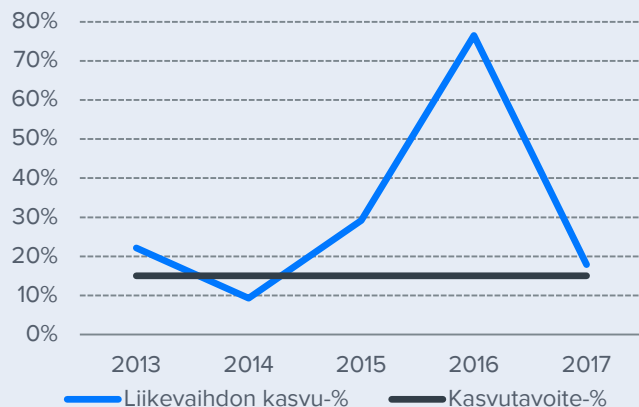
Liikevaihdon kasvu tukee selvästi kannattavuutta, sillä varsinkin liiketoiminnan muut kulut ja henkilöstökulut skaalautuvat arviomme mukaan suhteellisen hyvin. Vuonna 2016 yhtiön liikevoittomarginaali nousi lähes 20 %:n tasolle, mikä osoitti yhtiön 15 %:n tavoitteen olevan hyvänä vuonna helposti ylitettävissä. Yhtiö pystyi parantamaan kannattavuutta edelleen vuonna 2017 (liikevoittoprosentti 22,3 %), mikä on yhtiölle erinomainen taso. Emme ole vakuuttuneita siitä, että yhtiö pystyy ylläpitämään yli 20 %:n liikevoittomarginaalia pitkällä aikavälillä. Silti myös alkuvuoden 2018 kannattavuus on ollut erinomainen, eikä viimeisen kahden vuoden erinomaisia tasoja voida enää pitää kertaluontoisina poikkeuksina.

Pitkällä tähtäimellä uskomme yhtiön pystyvän säilyttämään yli 15 %:n liikevoittomarginaalin, kunhan markkinassa ei tapahdu suuria muutoksia. Yhtiö kaavailee sekä maantieteellistä että teknologiapohjansa laajentamista, mikä voi painaa kannattavuutta lyhyellä aikavälillä. Myös aggressiivinen kasvun painottaminen (yli kannattavuuden) voi vaikuttaa marginaaleihin, mutta tämä on enemmän strateginen valinta.

Osinkopolitiikka

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

DT:n tase on vahvistunut viime vuosina selvästi ja nyt tase on mielestämme jo selvästi ylikapitalisoitunut. Yhtiön osingonmaksukyky on erittäin hyvä, sillä kevyt liiketoimintamalli generoi yhtiölle suhteellisen vakaata kassavirtaa. Viime vuosina osingonmaksusuhde on ollut suhteellisen alhainen (2016: 30 % ja 2017: 32 %). Ennustamme osingonjakosuhteen nousevan lähivuosina (2018-2022e: 38-50 %) taseen vahvistuessa edelleen tulokunnon kestäessä. Merkittävästi korkeampikin osinko olisi hyvin mahdollinen, mutta yhtiön prioriteeteissa kasvupanostukset ovat kuitenkin tärkeämpiä.



Tarjonnan laajentaminen

Tarjonnan laajentaminen oman tuotekehityksen kautta

DT panostaa tuotekehitykseen vuonna 2018 euromääräisesti selvästi enemmän kuin koskaan aikaisemmin, ja yhtiöllä on käsityksemme mukaan myös ennätysmäärä erilaisia T&K-projekteja. T&K-kulut ovat tänä vuonna arviomme mukaan kokoluokassa 11 MEUR, mikä on noin 11 % liikevaihdosta. Liikevaihdon kasvun mukana yhtiön absoluuttiset T&K-panostukset ovat kasvaneet koko ajan, mikä antaa yhtiölle enemmän resursseja myös uusiin avauksiin. Tästä esimerkki on hammaslääketieteen alueelle tehty merkittävä uusi tuote tänä vuonna.

Suuri osa tuotekehitystä tehdään toki suoraan asiakkaalle (erityisesti lääketieteen suuret asiakkaat) tai asiakasryhmälle, mutta yhtiö tekee myös perustutkimusta ja tutkii uusia mahdollisuuksia soveltaa sen teknologista osaamista. Osa kohdistunee myös perinteisen digitaalisen röntgenin ulkopuolelle, mikä onnistuessaan tarkoittaisi tarjonnan laajentamista uusille alueille. Lisäksi on hyvä huomioida, että vaikka viime vuosina yhtiön T&K-panostukset ovat tuottaneet erinomaisesti, edessä täytyy olla myös epäonnistumisia. Panostuksien ”tehosuhde” on yksi kriittinen asia,

jota on kuitenkin vaikea seurata ulkopuolelta.

Yrityssostot ovat hyvin mahdollisia

DT ei ole historiassaan tehnyt yhtään yrityssostoa, joten kyseessä on yhtiölle kokonaan uusi alue. Yrityssostot ovat kuitenkin nousseet koko ajan keskusteluissa mahdolliseksi kasvuajuriksi. Yhtiön yrityssostostrategia lienee yksinkertaisesti vahvistaa omaa liiketoimintaa lähtökohtaisesti suhteellisen pienillä täsmähankinnoilla (kokoluokassa liikevaihto 1-10 MEUR). Näemme itse yrityssostot erityisesti yhtiön tarjonnan laajentamisen mahdollisuuksina, mutta lisäksi yhtiö voisi hakeutua yrityssostojen kautta esimerkiksi uusille markkinoille tai pyrkiä palvelemaan nykyisiä asiakkaita muuten nykyistä laajemmin.

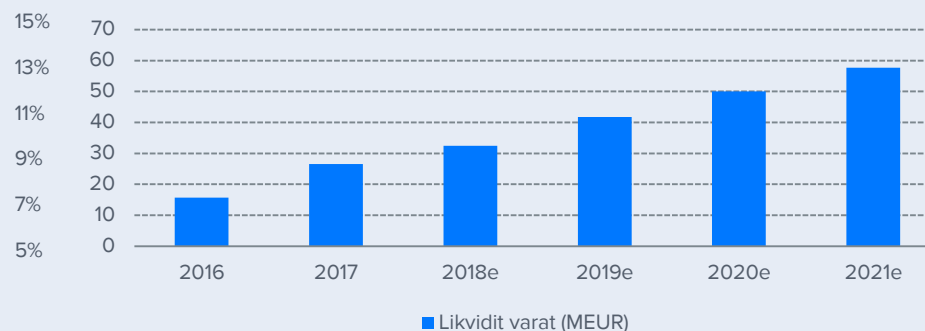
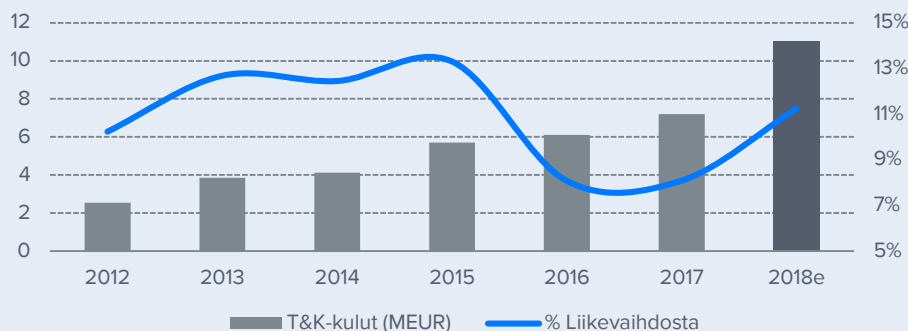
Yhtiö on näkemyksemme mukaan erityisen vahvassa asemassa Kiinassa, minkä takia palveluiden laajentaminen tälle asiakassegmentille voisi olla erityisen kiinnostava. DT:n vahvuuksiin kuuluu teknologian tehokas kaupallistaminen, mikä on varsin poikkeuksellista suomalaiselle yhtiölle. Tämän takia näemme yhtiön mielenkiintoisena kumppanina yhtiöille, jolla on mielenkiintoista teknologiaa tai osaamista sektorin käyttöön,

mutta ei välttämättä osaamista tai resursseja sen globaaliin kaupallistamiseen.

Muut mahdolliset laajenemissuunnat

Kasvustrategian edetessä DT:n täytyy hiljalleen ruveta miettimään laajenemismahdollisuuksia nykyisen niche-markkinan ulkopuolelle. DT:n markkinaosuus on nykyään noin 17-18 %. Tämä toki tarjoaa edelleen merkittävän kasvumahdollisuuden, mutta markkinaosuuksia on koko ajan voitettava vahvemmilta kilpailijoilta. Lopulta potentiaalista markkinaosuutta rajoittaa se, että suuret asiakkaat eivät halua olla yhden toimittajan varassa (tämä on arviomme mukaan myös tukenut DT:n kehitystä aiemmin).

Periaatteessa DT:llä olisi mahdollisuus siirtyä lähemmäs asiakasta systeemitoimittajaksi, jolloin ohjelmisto-osaaminen korostuisi ja sitä vaadittaisiin enemmän. Turvallisuus- ja teollisuusmarkkinoilla tämä olisi mielestämme mahdollista, mutta Lääketiede-puolella suuret asiakkaat haluavat pitää kokonaisjärjestelmät tiukasti omissa käsissään ja kokevat tämän ydinosamiseksi. DT:n kokoluokan kasvaessa pidämme tätä laajenemissuuntaa loogisena, mutta mahdollinen muutos vie aikaa.



Taloudellinen tilanne

Liikevaihto kasvanut voimakkaasti

DT:n kasvu on ollut viime vuosina todella voimakasta. Vuosina 2011-2017 liikevaihto kasvoi keskimäärin 30 % vuodessa (CAGR), mitä nostaa erityisesti vuoden 2016 hurja kasvuloikka (+77 %). Vastaavia lukuja tuskin nähdään lähitulevaisuudessa, vaikka kasvunäkymät ovat edelleen vahvat. Vuonna 2016 yhtiö pääsi nauttimaan vuonna 2015 tehtyjen merkittävien investointien hyödyistä. 2015 yhtiö rakensi uuden tehtaan Kiinaan ja yhtiö kehitti uusia tuotteita, minkä vuoksi tuotekehityskulut olivat normaalia korkeammat painaen kannattavuutta.

Kannattavuus kulkee investointien ja volyymin mukana

DT:n kannattavuus on ollut viimeisen kuuden vuoden aikana erittäin hyvä ja liikevoitto-marginaali on ollut keskimäärin yli 14 %:n tasolla. Kannattavuus on kuitenkin vaihdellut merkittävästi ”tuotesyklien” ja investointien mukana, mikä sijoittajien on tärkeää huomioida.

Heikoimmillaan liikevoittomarginaali oli vuonna 2011 noin 4 %, mistä on toki jo pitkä aika eikä tämä enää kuvaa nykymuotoista yhtiötä. Vuosina 2012 ja 2013 marginaali oli hyvällä noin 13 %:n tasolla, minkä jälkeen taso laski 8-9 %:n tasolle vuosiksi 2014-2015. Vuonna 2016 kannattavuus oli historiallisen vahva ja liikevoittomarginaali nousi peräti 19,6 %:in, mistä yhtiö pystyi kuitenkin edelleen parantamaan viime vuonna peräti 22,3 %:n tasolle.

Vaikka ennustamme yhtiön kannattavuuden pysyvän korkeana myös lähivuosina, on edessä todennäköisesti myös selvästi heikompia vuosia. Vaikka yhtiön kannattavuus on vahvistunut

selvästi historiallisiin tasoihin verrattuna, pidämme kuitenkin edelleen yli 20 %:n liikevoittomarginaaleja pitkällä aikavälillä kestävämminä.

Kevyt, mutta vahva tase

DT:n tase oli heikossa kunnossa vuosina 2012-2014, ja vuonna 2014 nettovelkaantumisaste oli 654 % ja omavaraisuusaste 7 %. Listautumisen jälkeen yhtiön taloudellinen tilanne on ollut vahva. Viime vuosien erinomaiset tulokset ovat vahvistaneet tasetta edelleen, ja nyt tase on mielestämme selvästi ylikapitalisoitunut. Vuoden 2017 lopussa yhtiön nettovelkaantumisaste oli jo -52 % ja omavaraisuusaste oli 67 %. Nykyinen tase tarjoaakin yhtiölle erittäin paljon liikkumavaraa kasvuinvestointeja silmällä pitäen.

Yhtiön taserakenne on yhtiön liiketoimintamallin ansiosta hyvin kevyt. Pysyvät vastaavat olivat vuoden 2017 lopussa vain reilut 9 % yhtiön taseen loppusummasta, missä oli aineettomia hyödykkeitä 1,2 MEUR ja aineellisia hyödykkeitä vain 4,6 MEUR. Yhtiön aineelliset hyödykkeet koostuvat pääosin tehtaiden laitteista, sillä yhtiö on käsityksemme mukaan vuokralla kaikissa sen toimitiloissa. Vaihtuvat vastaavat olivat yli 90 % taseesta vuoden 2017 lopussa. Vaihduvista vastaavista noin 15 % oli kiinni varastossa, noin 38 % oli myyntisaamisia (sitovat käyttöpääomaa) ja peräti 47 % oli likvidejä varoja. Kassassa on mielestämme erittäin paljon myös ”ylimääräistä” rahaa verrattuna liiketoiminnan perustarpeisiin.

Kasvu sitoo käyttöpääomaa

Liiketoiminnan rahavirta oli vain 5,4 MEUR vuonna 2016, vaikka liikevoittoa yhtiö teki 14,8 MEUR. Haasteena on käyttöpääoman

sitoutuminen, jota erittäin vahva kasvu aiheuttaa. Vuonna 2016 käyttöpääomaa sitoutui 10,8 MEUR, mutta tilanne korjaantui vuonna 2017. Viime vuonna liiketoiminnan rahavirta oli erittäin vahva 18,6 MEUR ja hyvä myös suhteessa liikevoittoon (19,9 MEUR). Rahavarat kasvoivat vuonna 2017 yhteensä 10,8 MEUR:lla, vaikka yhtiö maksoi myös lainoja pois rahoituksesta.

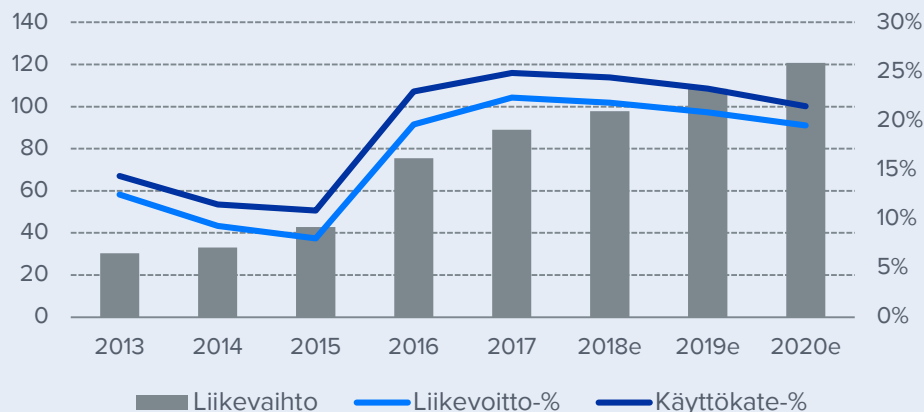
DT:n asema arvoketjussa johtaa siihen, että liiketoiminnan käyttöpääoma tulee pysymään suhteellisen korkeana. Vuoden 2016 lopussa käyttöpääoma oli epätavallisen korkea 21,5 % liikevaihdosta, mutta tilanne normalisoitui vuonna 2017 ja taso oli ”vain” 15,7 %. Arviomme mukaan käyttöpääoma on yhtiölle normaalilla kasvuvauhdilla noin 15-20 %:n tasolla suhteessa liikevaihtoon. Itse liiketoiminta ei mielestämme vaadi suuria investointeja ja tase on vahva, joten merkittävä ongelma käyttöpääoma ei ole.

DT on kirjannut vuodesta 2015 lähtien 1,5 % liikevaihdosta takuuvarauskseen. Yhtiö tekee lisätakuuvarausta liikevaihdon kasvun verran ja esimerkiksi vuonna 2016 liikevaihdon 32,7 MEUR:n kasvu aiheutti noin 0,5 MEUR:n takuuvarauksen. Vuonna 2017 liikevaihto kasvoi 13,5 MEUR, mikä tarkoittaa noin 0,2 MEUR:n lisävarausta. Tämä parantaa edelleen yhtiön taloudellista suoritusta viime vuosina.

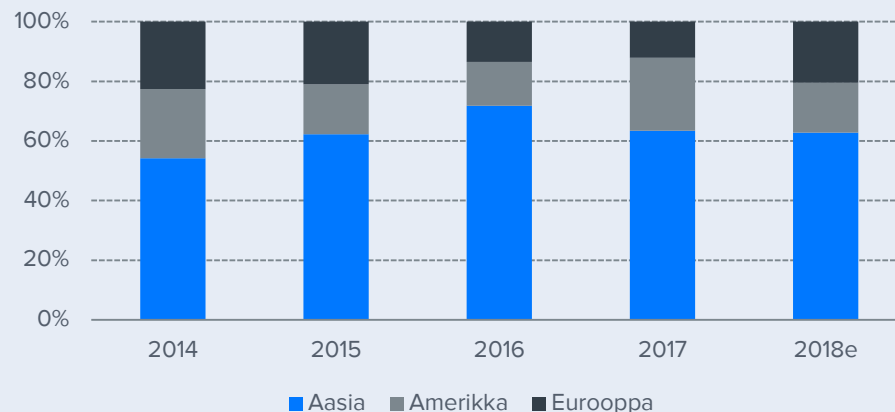
Olemme huomioineet takuuvarauksen ennusteissamme, eikä se vaikuta yhtiön 15 %:n liikevoittomarginaalin tavoitteeseen. Olemme käsittäneet, että varauksia tehdään suurempien laatuvirheiden ja ongelmatilauksien varalta, ja pienemmät kuluerät merkitään suoraan kuluksi. Tämä antaa tiettyä turvaa myös mahdollisia ongelmia vastaan.

Taloudellinen tilanne 1/2

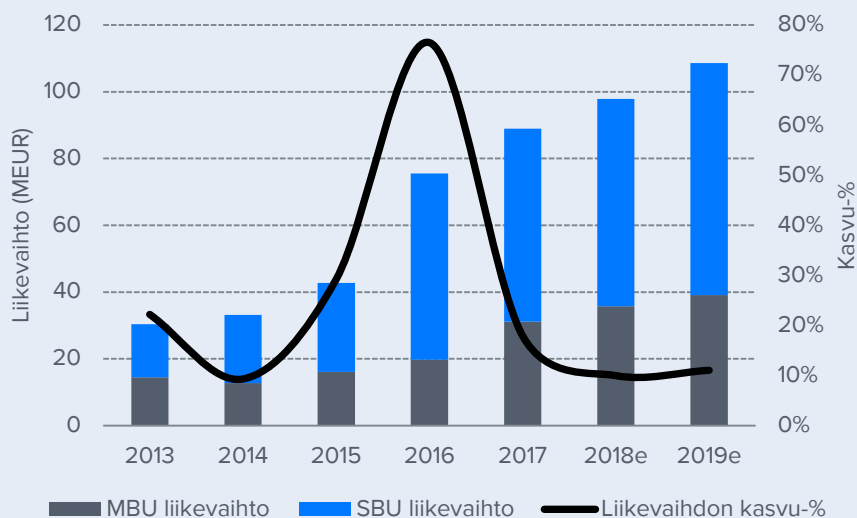
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys (MEUR, %)



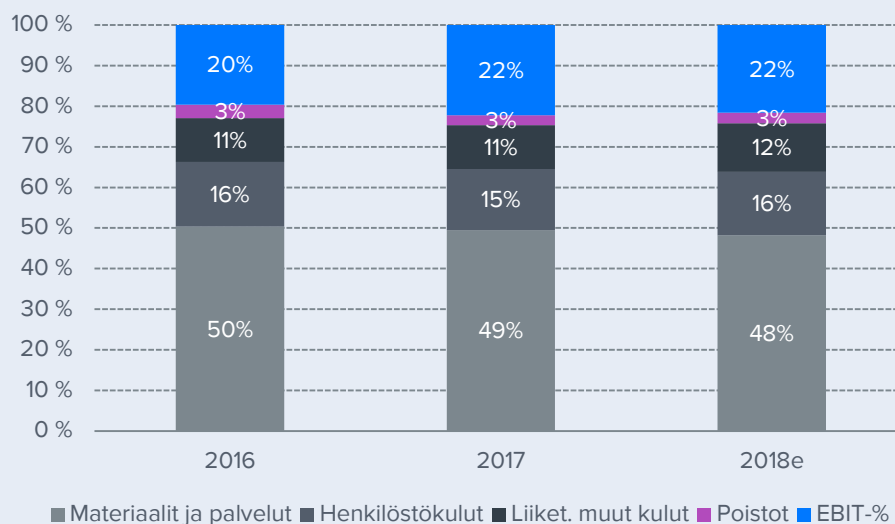
Liikevaihdon jakautuminen



Liikevaihdon jakautuminen

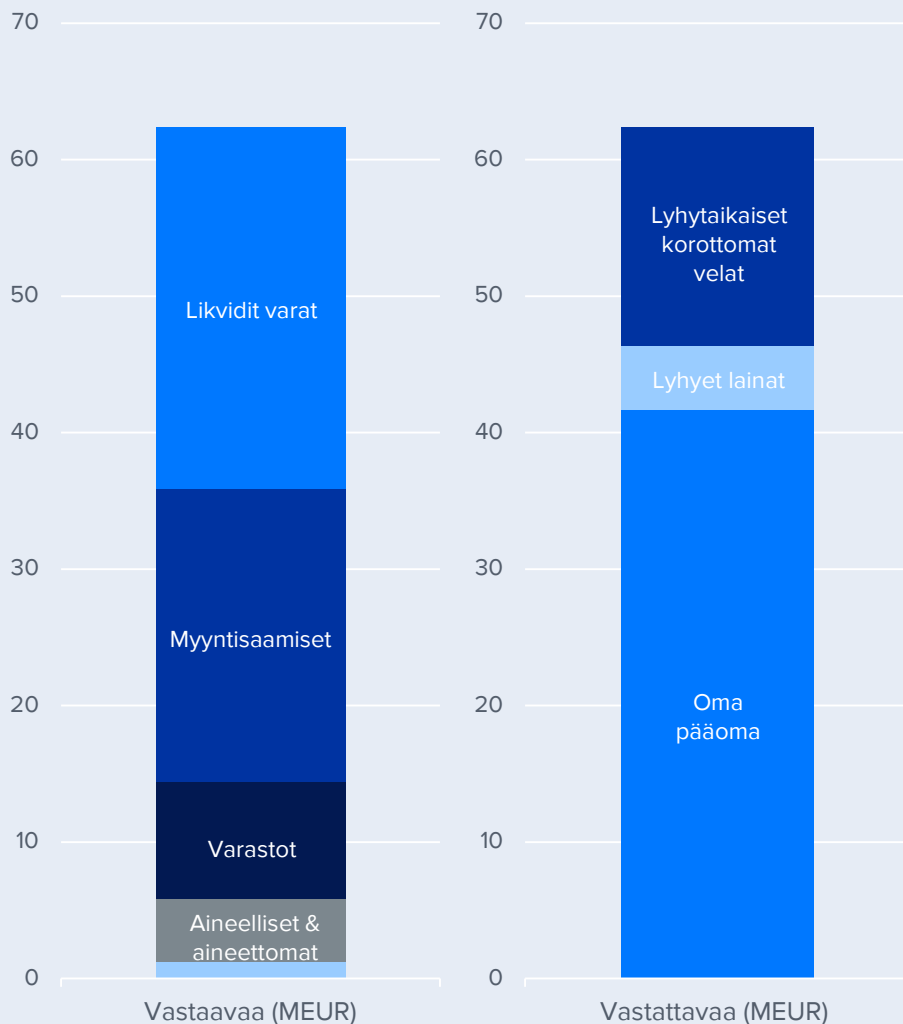


Kulurakenteen kehitys

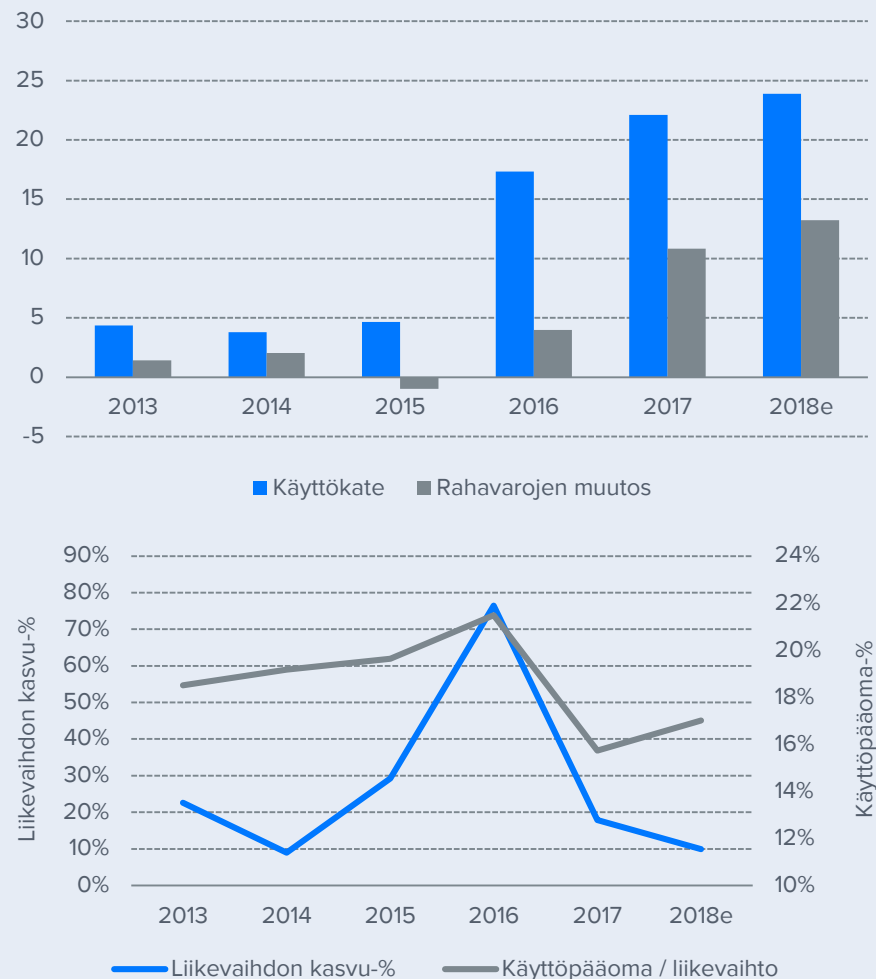


Taloudellinen tilanne 2/2

Taserakenne 2017



Käyttökateen ja rahavarojen kehitys (MEUR)



Ennusteet 1/4

Tuloskehitykseen vaikuttavat tekijät

Näkyvyys DT:n tuloskehitykseen on suhteellisen heikko, koska yhtiöllä ei ole merkittävää tilauskantaa ja kysynnän kehitystä pystytään arvioimaan yleensä luotettavasti vain seuraavan 3-6 kuukauden ajalle. Näin ollen yhtiön omakin näkyvyys kysyntään on rajallinen, vaikka se pääosin onkin suhteellisen tasaista. Ulkopuolelta liikevaihdon kehitystä on vielä huomattavasti vaikeampi arvioida, koska esimerkiksi uusien tuotteiden ylösajot voivat vaikuttaa merkittävästi liiketoimintayksiköiden liikevaihtoon. Liikevaihto on myös keskittynyt suuriin asiakkaisiin, joiden volyymin mukana myös DT:n kysyntä vaihtelee. Yleensä volyymit ovat kuitenkin kohtuullisen stabiileja sen jälkeen, kun tuotteet on ajettu tuotantoon. Toimittajien vaihtaminen on alalla harvinaista kesken tuotteen elinkaaren, mutta uusille tuotteille kilpailutus on voimakasta.

Yhtiön kustannusrakenne on suhteellisen selkeä, jos volyymit onnistuu arvioimaan oikein. Tuotemarginaalit ovat yleensä korkeita ja vuosina 2012-2017 ne ovat vaihdelleet suunnilleen 45-51 %:n tasolla. Marginaaleihin vaikuttavat kvartaaleittain myyntimix, tuotteiden elinkaaret ja muut vastaavat asiat, mutta taso on kuitenkin ollut suhteellisen vakaa viime vuosina. Näin ollen erittäin suuret tulosityllätykset ovat suhteellisen harvinaisia.

Henkilöstökulut ja muut liiketoiminnan kulut ovat varsin suoraviivaisia ja pitkälti skaalautuvia. Yhtiö työllisti H1'18-lopussa 456 henkilöä (2016: 416), mutta yhtiön oma tuotanto on pitkälle automatisoitua ja keskittynyt korkean lisäarvon tehtäviin. Kannattavuuden skaalautuvuuden kannalta tämä onkin kriittistä. Tuotekehitykseen liittyvät kulut ovat yhtiön mukaan pitkällä

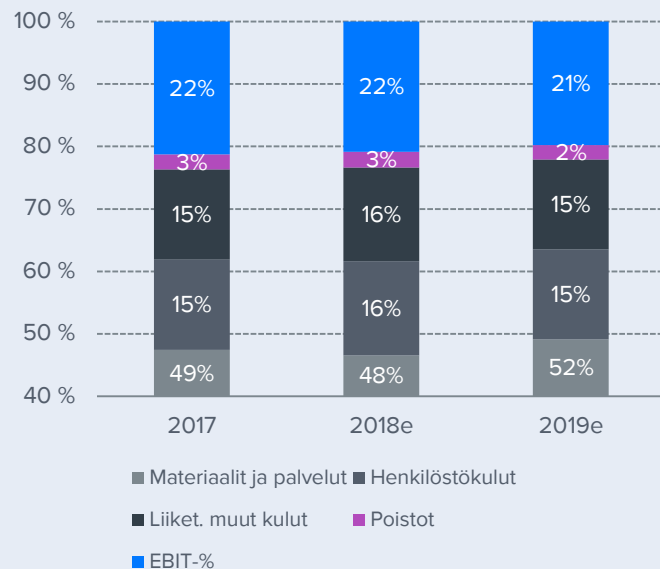
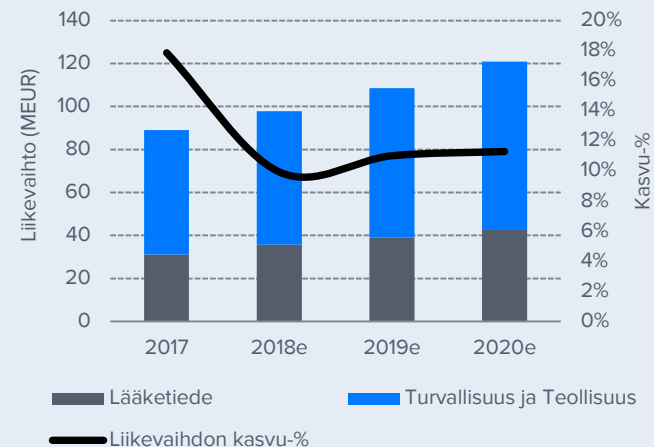
aikavälillä noin 10 % liikevaihdosta, minkä pitäisi olla riittävä taso kilpailukyvyyn varmistamiseen. Kaikki T&K-kustannukset kirjataan kuluiksi, eikä niitä aktivoida taseeseen. Tämä on mahdollista FAS-kirjanpidon alla. Aktivoinnit parantaisivat kannattavuutta ainakin lyhyellä aikavälillä.

Kasvu- ja kannattavuuskehitys on osittain myös yhtiön oma strateginen valinta. Arviomme mukaan yhtiö voisi parantaa kannattavuuttaan selvästi esimerkiksi fokuksittomalla korkeimman katetason tuotteisiin, mutta tämä heikentäisi kasvumahdollisuuksia. Käsityksemme mukaan DT tulee keskittymään lähivuosina voimakkaasti kasvuun varsinkin, kun kannattavuus on jo selvästi yli yhtiön tavoitetason. Strategisesta valinnasta voi tulla tulevaisuudessa vaikeampi, jos esimerkiksi markkinaosuuden kasvattamisesta tulisi suhteellisesti kalliimpaa ja kannattavuus laskisi 15 %:n tuntumaan. Silloin kannattavuus voisi nousta suurempaan fokukseseen yhtiön valinnoissa.

Markkinat kasvavat suhteellisen vakaasti

DT:lle olennaisten markkinoiden arvioidaan kasvavan lähivuosina noin 5-7 %:n vuosivauhtia, mikä on ollut yhtiön arvio jo pitkään. Taustalla olevat megatrendit ovat vakaat ja vahvat, joten kysynnän kasvun suhteen näkymä on vahva. Jatkuva markkinakasvu tarjoaa DT:lle hyvän pohjan ja tukee koko sektorin kannattavuutta. Kasvu ja pula erikoisosajista pitävät sektorin kapasiteettitilanteen todennäköisesti kireänä myös lähivuosina, minkä ansiosta DT:n toimintaympäristö pysynee hyvin suotuisana. Pitkällä aikavälillä toimialan erittäin hyvät kannattavuustasot tulevat arviomme mukaan houkuttelemaan lisää investointeja ja kilpailijoita, mikä heijastunee sektorin kannattavuuteen.

Liikevaihdon odotettu kasvu lähivuosina



Ennusteet 2/4

Viime vuosina kannattavuus on noussut kokonaan uudelle tasolle

Viimeistään vuosi 2016 oli DT:n iso läpimurto erinomaisesti kannattavien kasvuyhtiöiden joukkoon. Yhtiön liikevaihto harppasi 77 % ja kannattavuus nousi silloin historiallisen korkealle tasolle (liikevoittoprosentti 19,6 %). Vastoin silloisia odotuksiamme yhtiö pystyi kuitenkin vuonna 2017 edelleen parantamaan kannattavuuttaan, ja liikevoittomarginaali nousi peräti 22,3 %:n tasolle. Tämä jättää yhtiön keskipitkän aikavälin tavoitteen (>15 %) kauas taakseen. Viime vuosina kannattavuutta nosti jonkin verran normaalitasoon nähden alhaiseksi jääneet T&K-kulut, mutta tästä huolimatta suoritukset ovat olleet todella vakuuttavia.

Olemme pitkään olleet huolestuneita siitä, ovatko DT:n ennätyselliset kannattavuustasot kestäväällä pohjalla. Arviomme mukaan yhtiön ”normaali” kannattavuus on noussut yhtiön vankistaessa asemaansa ja tehostaessa omaa toimintaansa. Emme silti näe vuoden 2017 yli 22 %:n liikevoittomarginaalia pitkällä aikavälillä kestävässä tasossa (2017 ROI: 47 %). Tällä hetkellä vaikuttaa siltä, että vuoden 2018 liikevoittomarginaali tulee olemaan ainakin lähellä 2017 ennätystasoa, eikä suuremmasta korjauksesta ole mielestämme mitään ennusmerkkejä. Samalla on mielestämme kuitenkin selvää, että nykytasoilta on vaikea parantaa oleellisesti.

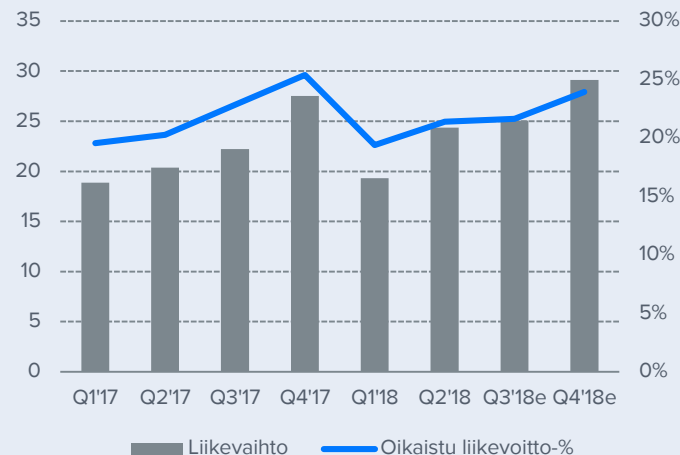
Olemme ennustaneet liikevoittomarginaalin laskevan lähivuosina hieman, mutta pysyvän silti yli 20 %:n tason (2020e: 20 %). Tämä tarkoittaa, että yhtiön tulokasvu nojaa ennusteissamme täysin liikevaihdon kasvuun, eikä ns. tulospivua lähivuosina ole. Omistaja-arvoa yhtiö luo kuitenkin ennusteissamme jatkuvasti.

H2'18-ennusteet

DT:n näkymät loppuvuodelle ovat hyvät, kun lääketieteen avainasiakkaan DT:n ilmaisinta käyttävän röntgenlaitteen tuotannon alasajo siirtyikin yli vuoden vaihteen. Yhtiö uskoi H1-raportissa MBU-myyntin kasvuprosentin olevan kaksinumeroinen H2:lla. Vastaavasti SBU-myyntille yhtiö odotti yksinnumeroista kasvua. Yhtiön mukaan loppuvuosi on haastava myyntin kasvun kannalta etenkin SBU-liiketoiminnassa, mihin heijastuu kiinalaisten kilpailijoiden aggressiivinen hintakilpailu globaalisti ja Kiinan viranomaisten hidastuneet investoinnit paikallisesti. Kiinan markkinan vaimeamman vaiheen kestoa on vaikea arvioida, joten mielestämme myös ensi vuoden näkymissä on enemmän epävarmuutta. Tätä kompensoi kuitenkin Yhdysvaltojen ja Euroopan markkinoiden todennäköinen piristyminen. DT kertoi näkymissä myös, ettei se usko eri maiden harjoittamalla protektionistisella kauppapolitiikalla olevan merkittävää vaikutusta yhtiön liiketoimintaan H2'18:lla, mutta näkee sen mahdollisena riskinä pitemmällä aikavälillä. Muuten näkymissä oli perinteiset huomautukset kysynnän epävarmuudesta sekä kilpailun kiristymisen vaikutuksista tuotehintoihin.

Ennustamme DT:n liikevaihdon kasvavan H2:lla noin 9 %. Lääketieteen (MBU) kasvun odotamme olevan 12 % ja Turvallisuuspuolen (SBU) 7 %. Erityisen paljon epävarmuutta liittyy aivan loppuvuoteen, jolloin yhtiö on viime vuosina saanut merkittäviä toimituksia. Käsittelemme mukaan nämä liittyvät vuosibudjetteihin, joiden loput käytetään loppuvuonna, jos budjettia on jäljellä. On vaikea arvioida, tuleeko tämä tapahtumaan myös tänä vuonna. Erityisesti Q4'17-vertailutaso on myös erittäin korkea.

Liikevaihto (MEUR) ja liikevoitto-%



Liikevoiton (MEUR) kehitys kvartaaleittain



Ennusteet 3/4

Ennustamme yhtiön kannattavuuden (liikevoitto-%) laskevan H2'18:lla hieman vertailukauden ennätyksellisestä tasosta (24,1 %) ja olevan noin 23 %. Tähän vaikuttaa erityisesti oletuksemme kasvun hidastumisesta Q4:llä, nousevista T&K-kuluista sekä näkemämme paine tuotemarginaaleissa. Kiinan turvallisuus-markkinan heikentyminen voi heijastua tasoon negatiivisesti, mutta vaikutusta on vaikea arvioida. Olemme kuitenkin selvästi aikaisempaa luottavaisempia keskipitkän aikavälin kannattavuuskehityksen suhteen. Vaikuttaisi siltä, että yhtiön kannattavuus on kestävämpi kuin olemme aikaisemmin odottaneet.

Vuoden 2019 ennusteet

Vuoteen 2019 näkyvyys on vielä suhteellisen heikko ja markkinanäkymät ovat kaksijakoiset. Kuten Markkinat-kappaleessa totesimme, Kiinan turvallisuusmarkkinan kysyntä on heikentynyt. Maailman suurimman turvallisuusmarkkinan pidempi vaisempi kausi voisi iskeä DT:n kysyntään ensi vuonna pahastikin, mutta pidämme kuitenkin toistaiseksi todennäköisenä, että tilanne menee ohi suhteellisen nopeasti. Toisaalta tilannetta kompensoi Yhdysvaltain ja mahdollisesti Euroopan lentokenttäturvallisuus-uudistuksen todennäköisesti luoma kysynnän kasvu. Kokonaistilanne vaikuttaa siis suhteellisen neutraalilta ja markkinakasvu jatkuu, mutta Kiinan suhteen epävarmuus on kasvanut ja DT on erityisen vahva Kiinassa.

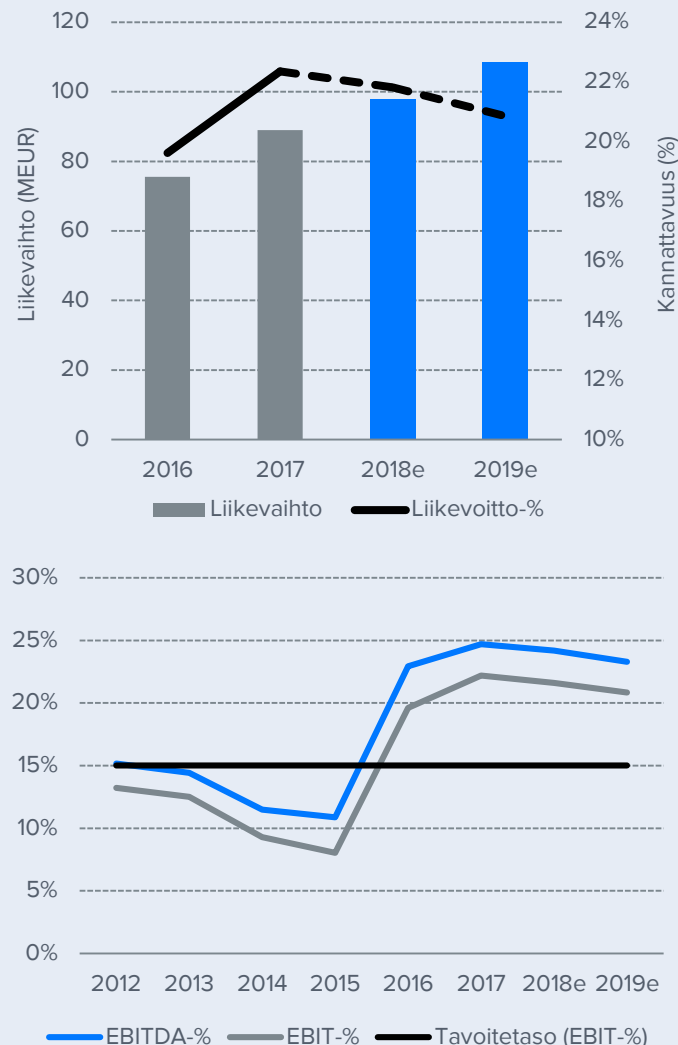
Lääketieteen puolella aikaisemmin erityisesti H2'18-näkymiä painanut lääketieteen avainasiakkaan DT:n ilmaisinta käyttävän röntgenlaitteen tuotannon alasajo vaikuttaa nyt heikentävästi vuoden 2019 kasvunäkymään. Yleisesti lääketieteen kysyntätilanne on

kuitenkin käsityksemme mukaan hyvä ja nyt yhtiöllä on ollut pidempi aika löytää korvaavia tuotteita. Näin ollen emme usko, että tällä tulee olemaan suurempia vaikutuksia DT:lle.

Odotamme Turvallisuus ja Teollisuus-alueen liikevaihdon kasvavan noin 12 % vuonna 2019, mikä olisi yhtiölle suhteellisen vaisu taso. Lääketieteen liikevaihdon odotamme kasvavan reilut 9 %, mikä olisi mielestämme hyvä suoritus huomioiden merkittävän tuoteperheen oletettu poistuminen tuotevalikoimasta. DT:n liikevaihdon kasvun odotamme siis olevan noin 11 %. Vaikka ennuste on korkea esimerkiksi suhteessa markkinakasvuun, se on selvästi alle yhtiön 15 %:n kasvutavoitteen ja matala taso suhteessa viime vuosien kasvuvauhtiin. Ennusteeseen liittyy paljon epävarmuutta.

Liikevoittomarginaalin odotamme painuvan vuonna 2019 edelleen hieman alaspäin noin 20,8 %:n tasolle (2018e: 21,6 %, 2017: 22,3 %). Odotamme erityisesti tuotekatteiden laskevan hieman hintaeroosion ja suhteellisen alhaiseksi jäävän kasvun takia (ei niin suurta hyötyä skaalautuvista kiinteistä kuluista). Tämä olisi edelleen erittäin vahva taso ja selvästi yhtiön 15 %:n tavoitetta korkeampi. Mielestämme suurin epävarmuus liittyy Kiinaan, jossa markkinan heikentymisen lisäksi on noussut uutta hintakilpailua alemmissa segmenteissä (käsityksemme mukaan erityisesti iRAY). Yhtiö on itsekin kertonut kiristyvästä hintakilpailusta. Käsityksemme mukaan myös T&K-kulut pysyvät kohtuullisen korkealla tasolla ensi vuonna. Kannattavuuden heikentyminen tarkoittaa samalla, että ennustamme tuloskasvun jäävän vuonna 2019 vaisuksi. Voi kuitenkin olla, että yhtiö onnistuu jälleen ylittämään odotuksemme ja parantamaan kannattavuutta.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Ennusteet 4/4

Pidemmän aikavälin näkymä

Odotamme DT:n voimakkaan kasvun jatkuvan 10-12 %:n vauhtia myös vuosina 2020-2021. Kasvu voi lopulta olla huomattavasti korkeampaa yhtiön onnistuessa edelleen voittamaan markkinaosuuksia ja historiallisen kehityksen perusteella (2011-2017 CAGR: 30 %) ennusteemme ovat erittäin maltillisia. Samalla on kuitenkin hyvä muistaa, että markkinaosuuksien voittamisesta tulee yhä haastavampaa yhtiön kasvaessa ja myös hintakilpailu voi kiristyä edelleen, jos kasvua haetaan aggressiivisesti. Jos DT:lle oleelliset markkinat kasvavat odotuksien mukaisesti noin 5-7 % vuodessa, olisi ennustamamme kasvunopeus kuitenkin lähes kaksinkertainen markkinoiden kasvuun suhteutettuna, joten odotukset ovat suhteellisen kovia myös pitkällä aikavälillä.

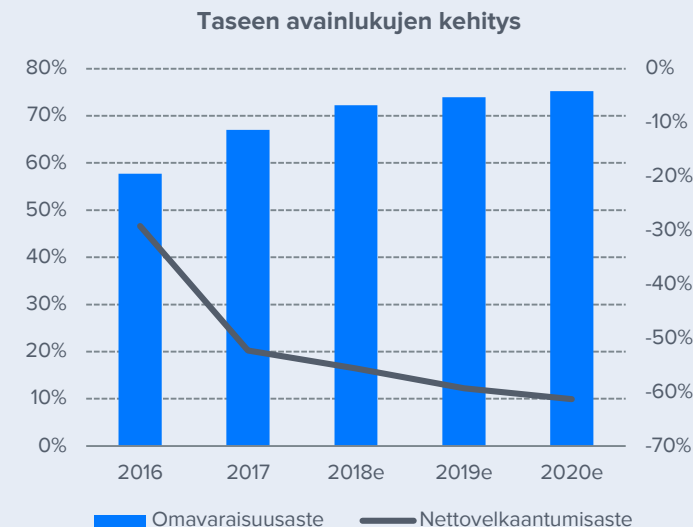
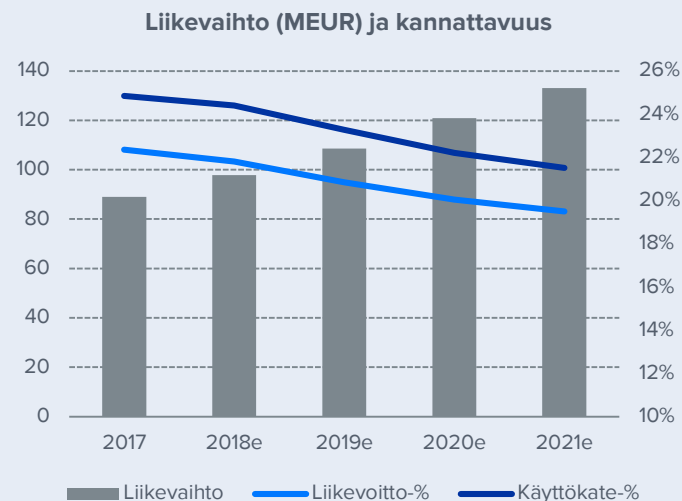
Odotamme myös vuonna 2018 mahdollisesti alkavan kannattavuuden lievän heikentymisen todella korkeilta ennätystasoilta jatkuvan, mihin näkyvyys on toki todella heikko. Ennustamme vuoden 2021 liikevoittomarginaalin olevan noin 19,5 %, mikä on mielestämme edelleen erittäin hyvä taso ja todella paljon yhtiön 15 %:n tavoitteen yläpuolella. Tämäkin ennuste vaatii taakseen liikevaihdon kasvua, kilpailutilanteen pysymistä vähintään kohtuullisen suotuisana, kohtuullista marginaalipainetta sekä hyvää kulukontrollia yhtiöltä. Ennusteisiin liittyvä epävarmuus on erittäin korkea, ja lopulta voi olla, että yhtiö pystyy ylläpitämään nykyisen kannattavuutensa myös pitkällä aikavälillä. Korostamme kuitenkin, että vallitseva noin 22 %:n liikevoittomarginaali on erinomainen ja tämän ylläpitäminen vaatisi mielestämme yhtiöltä erinomaista suoritusta sekä suotuisan markkinatilanteen kestämistä.

Tuloskasvu jää suhteellisen heikoksi, jos kannattavuus lähtee heikkenemään

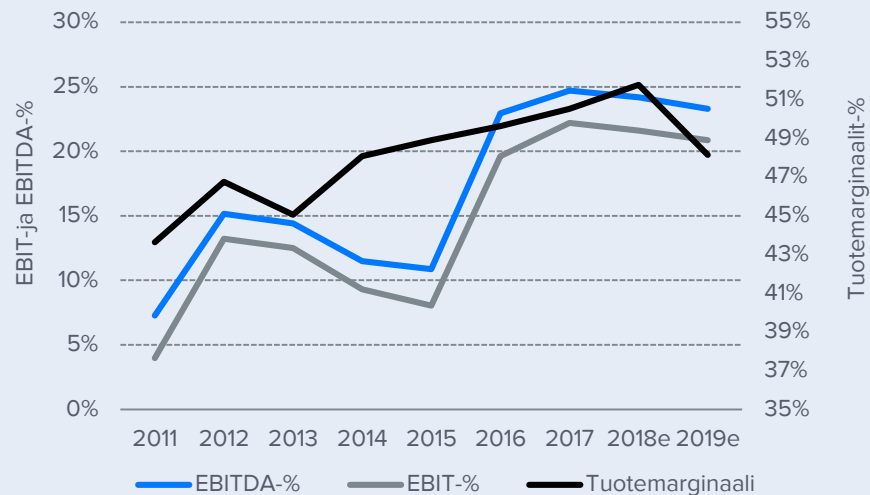
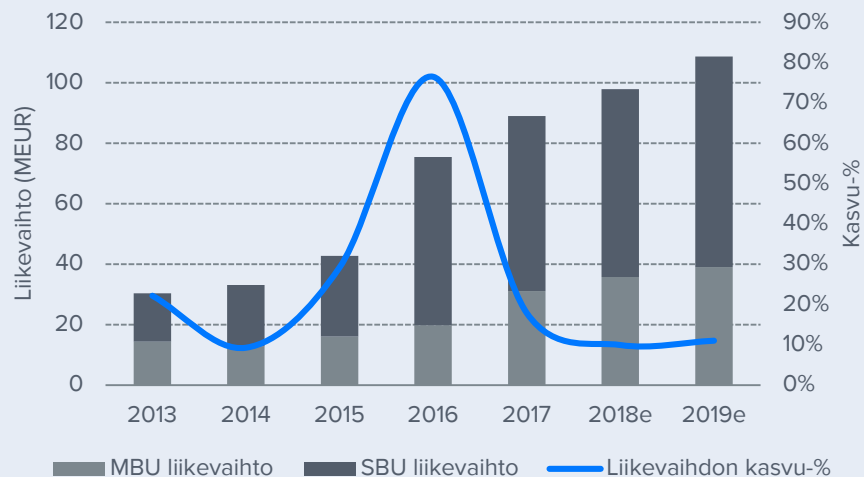
Jos lähivuosille ennustamamme skenaario toteutuu, yhtiön osakekohtainen tulos kasvaa vuosien 2018-2021 välillä vain noin 7 % vuodessa (CAGR). Vuoden 2018 tulos on toki erinomainen, joten pohjaluku on yhtiön kannalta haastava. Joka tapauksessa odottamamme kannattavuuden heikkeneminen painaa tuloskasvun liikevaihdon kasvun alapuolelle. Tämä painaa osakkeen houkuttelevuutta keskipitkällä aikavälillä, mutta DT on onnistunut jatkuvasti ylittämään tasot, joita olemme pitäneet yhtiölle jo lähes optimaalisina.

Tase ylikapitalisoituu skenaariossa

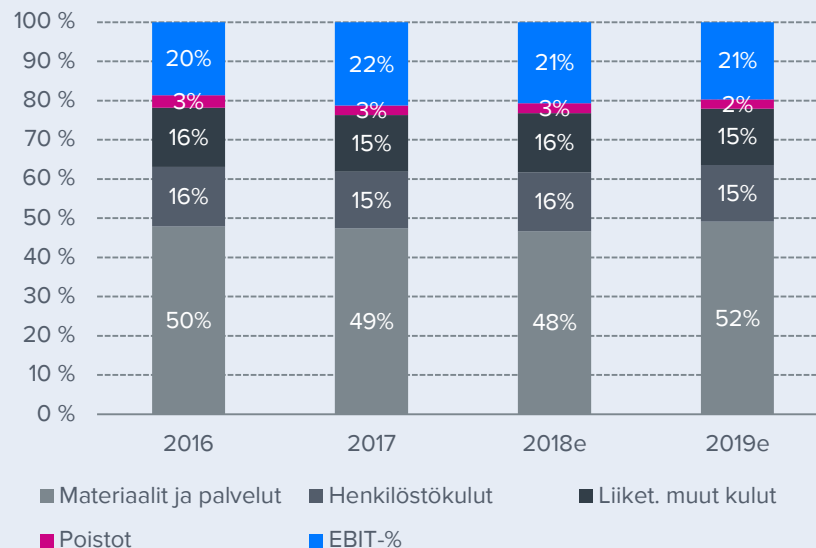
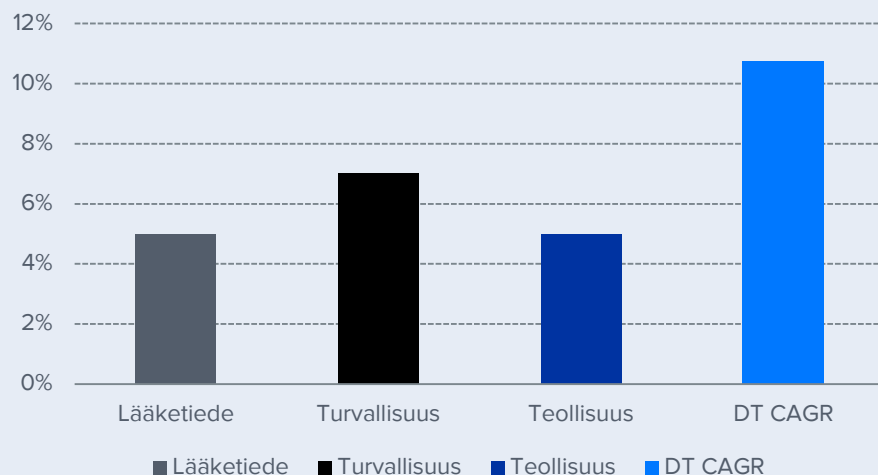
Vaikka tuloskasvuennusteemme ovat varsin maltillisia, yhtiön jo nyt ylikapitalisoitunut tase vahvistuu skenaariossa lähivuosina koko ajan lisää. Ennustamme DT:n maksavan koko ajan nousevaa osinkoa (ennustettu DPS CAGR-kasvu noin 20 % 2017-2021) ja osingonjakosuhteen nousevan hiljalleen kohti 50 %:n tasoa (2017: 32 %, osinkopolitiikka 30-60 %). Koko ajan nousevasta osingosta huolimatta skenaariossa nettovelkaantumistaso on vuoden 2020 lopussa jo 61 % negatiivinen. Toisin sanoen DT:lle syntyy koko ajan ylijäämää, jota yhtiö voi joko investoida esimerkiksi tuotekehitykseen tai yritysostoihin. Jos yhtiö ei pysty investoimaan houkuttelevalla pääoman tuotolla, se voi myös jakaa korkeampia osinkoja tai palauttaa pääomia. Joka tapauksessa sijoittajien on hyvä ymmärtää, että nykyinen tuloskunto ja vahva tase avaa yhtiölle koko ajan uusia mahdollisuuksia. Näillä pääoman allokointipäätöksillä tulee olemaan suuri vaikutus tulevaisuuden kehitykseen.



Avainlukujen ennustettu kehitys



Markkinoiden ja DT:n kasvuennuste 2017-2020



Arvonmääritys 1/2

Arvostus on mielestämme haastava

Osakkeen arvostustaso on mielestämme suhteellisen haastava erityisesti huomioiden lähivuosien suhteellisen vaisut tulokasvunäkymät. Mielestämme P/E- ja EV/EBITDA-kertoimet ovat tärkeimmät arvostuskertoimet huomioiden DT:n sijoittajaprofiili. Vuoden 2018 ennusteilla P/E on noin 18x ja EV/EBITDA noin 12x ja pidämme näitä yhtiölle yleisesti neutraaleina. Koska emme odota tuloksen kuitenkaan kasvavan merkittävästi ensi vuonna marginaalipaineiden takia, vuoden 2019 kertoimet eivät myöskään tarjoa osakkeelle nousuvaraa. 2019 ennusteilla P/E on edelleen 17-18x, mutta EV/EBITDA laskee kuitenkin alle 11x tason taseen vahvistuessa edelleen.

Vuosina 2015-2017 yhtiölle on hyväksytty keskimäärin hieman yli 17x P/E-luku ja reilu 10x EV/EBITDA-kerroin. Vallitsevat tasot ovat hieman näitä korkeampia ja lähtökohdat tulokasvulle ovat mielestämme nyt aikaisempaa heikompia. Toisaalta DT on todistanut strategiansa toimivuuden, vahvistanut selvästi asemaansa toimialalla ja yhtiön track-record viimeiseltä viideltä vuodelta on erinomainen.

Lisäksi taseen vahvistuminen ja parantuva kassavirta antavat kuitenkin tiettyä tukea EV-pohjaisille kertoimille. Myös osinkotuotto, jolle annamme DT:n kohdalla suhteellisen alaisen painoarvon, nousee ennusteissamme nopeasti ja on vuoden 2019 ennusteilla 2,5 %. Yhtiöllä olisi varaa maksaa myös paljon korkeampaa osinkoa.

Kokonaisuudessaan tilanne on mielestämme tällä hetkellä hieman ristiriitainen, ja osake vaikuttaisi olevan pitkälti oikein hinnoiteltu.

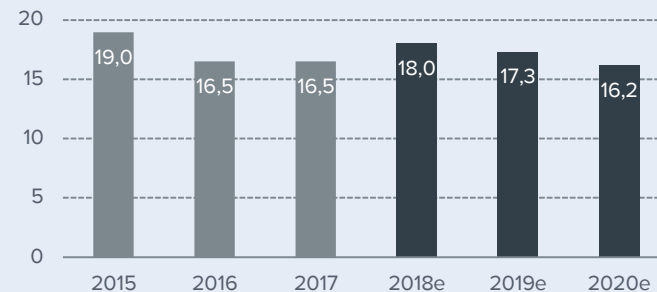
Alennuksessa suhteessa verrokkiryhmään

Vaikka DT:n arvostuskertoimet ovat mielestämme absoluuttisesti varsin korkeita, on yhtiö verrokkiryhmän keskimääräistä tasoa edullisempi. Verrokkiryhmän (kts. seuraava sivu) mediaani P/E-kerroin on noin 24x ja EV/EBITDA-luku 14x Reutersin vuoden 2018 konsensusennusteilla, mikä indikoisi merkittävää alennusta DT:lle. Tässä vaiheessa markkinat painottavat kuitenkin paljon enemmän vastaavia vuoden 2019 arvostuskertoimia (20x ja 12x), joiden valossa DT:n aliarvostus suhteessa verrokkeihin on enää reilut 10 %. Verrokkien tulokasvun odotetaan siis olevan selvästi DT:n vastaavaa nopeampaa ensi vuonna.

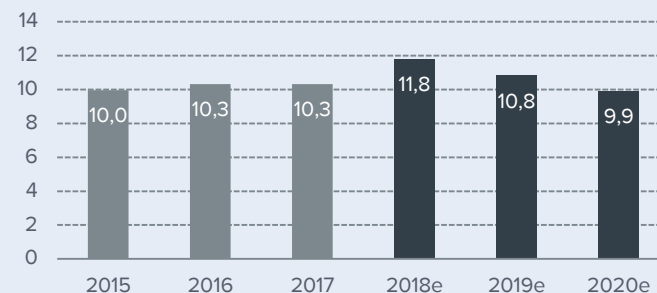
Mielestämme DT:n asema toimialalla on vahva ja viime vuosina yhtiön taloudellinen menestys on ollut selvästi verrokkien keskimääräistä parempaa. Yhtiö on toki selvästi pienempi (MCAP noin 300 MEUR) kuin valtaosa verrokkiryhmästä (ryhmän mediaani MCAP on noin miljardia euroa), mikä voi nostaa yhtiön riskiprofiilia yhdistettynä keskittyneeseen asiakaskuntaan. Viimeaikaisten esityksien perusteella emme kuitenkaan näe tätä perusteena merkittäväälle alennukselle suhteessa verrokkiryhmään. DT on viimeisen vuoden aikana kehittynyt voimakkaasti sektoria paremmin eli voittanut markkinaosuuksia.

Mielestämme DT:n verrokkiryhmä indikoisi osakkeen olevan noin 10 % aliarvostettu pohjautuen vuoden -19 tulospohjaisiin kertoiin. Emme pidä selkeää aliarvostusta perusteltuna, mutta emme toisaalta näe sitä myöskään riittävä syynä ostaa osaketta. Koko sektorin arvostus ja tulostaso on tällä hetkellä mielestämme korkea.

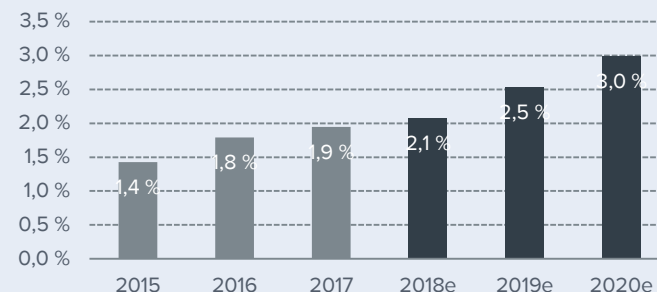
P/E (oikaistu)



EV/EBITDA



Osinkotuotto-%



Verrokkiryhmän arvostus

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Detection Technology	21,90	301	282	14,1	13,6	12,3	12,0	19,0	17,9	1,8	2,1	5,8
Vaisala	18,85	562	505	13,1	10,8	10,7	8,9	23,1	18,5	3,1	3,3	3,7
Smiths Group	4255,00	5358	4890			16,4	15,1	32,9	29,8	0,8	0,9	3,3
Hamamatsu Photonics	100,90	681	712	23,8	13,9	16,3	11,5	26,8	18,9	1,3	1,7	3,4
Jenoptik	32,24	1844	1777	19,0	16,9	14,3	12,7	24,2	21,4	1,0	1,1	3,2
Osi Systems	76,61	1187	1427	16,5	15,9	8,9	9,0	21,4	19,7			2,9
First Sensor	18,15	183	215	17,4	15,9	9,5	9,2	26,8	23,9	1,0	1,1	2,1
AMS AG	64,34	4821	6151	36,4	12,6	14,5	7,7	24,5	10,8	0,9	1,3	3,9
Bruker Corp	32,04	4673	4648	17,7	16,4	15,4	14,3	25,4	22,9	0,5	0,5	6,1
Nordic Semiconductor	47,55	900	808	38,5	19,5	23,5	14,7	67,5	31,3			4,6
Varex Imaging Corp	30,46	980	1287	18,7	15,4	14,3	12,5	22,8	18,5			2,7
Faro Technologies	63,20	911	787	51,1	23,5	24,8	15,6	76,2	35,2			
Analog Devices	94,53	29480	34434	15,7	15,2	13,1	12,9	15,6	15,6	2,0	2,1	3,1
Detection Technology (Inderes]	21,90	315	285	13,3	12,2	11,9	10,9	18,2	17,5	2,1	2,5	5,9
Keskiarvo				23,5	15,8	14,9	12,0	31,2	21,9	1,4	1,6	3,7
Mediaani				18,2	15,7	14,3	12,5	24,5	19,7	1,0	1,3	3,4
Erotus-% vrt. mediaani				-27 %	-22 %	-16 %	-12 %	-26 %	-11 %	96 %	89 %	74 %

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

Arvonmääritys 2/2

DCF-laskelma

Kassavirtalaskelmamme antaa osakkeelle mielestämme perustelluilla oletuksilla noin 22,5 euron arvon. On kuitenkin tärkeää huomioida, että DCF-arvoa ajaa voimakkaasti oletukset pitkän aikavälin kasvusta ja kannattavuudesta. Terminaalijakson paino (60 %) on korkea ja korostaa selvästi riskejä DCF-arvon antamalla tasolla. Olemme asettaneet terminaalijakson kasvuodotuksen vain 3,5 %:n tasolle, mutta liikevoittomarginaali on edelleen korkealla noin 16,5 %:n tasolle. Tämä on selvästi heikompi kuin vallitseva taso, mutta silti korkeampi kuin yhtiön taloudellinen tavoite (15 %).

Laskelmassa olemme käyttäneet oman pääoman kustannuksena suhteellisen korkeaa noin 10,2 % ja pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) asettui 9,4 %:n tasolle (oletettu pieni velkavipu pidemmällä aikavälillä). Laskelma on erittäin herkkä muutoksille erityisesti terminaaliarvoissa. DCF-laskelmamme on esitetty kokonaisuudessaan raportin lopussa olevissa liitteissä.

Yritystotot

Vaikka DT ei ole historiansa aikana vielä tehnyt yritysostoja, pidämme mahdollisena, että lähivuosina yhtiö aktivoituu myös tällä alueella. Näkemykseemme osakkeesta tällä mahdollisuudella ei ole vaikutusta.

Pidemmällä aikavälillä pidämme DT:tä mahdollisena yritysostokohteena, mutta uskomme yhtiön pääomistajan (AC Invest) omistaa yli 37 % haluavan katsoa kehityskaarta vielä selvästi nykyistä pidemmälle.

Oikeaan hintaan pörssiyhtiöt ovat kuitenkin aina kaupan, ja mielestämme epätodennäköinenkin yritysosto-optio nostaa hieman hyväksyttäviä kertoimia.

Vahvat arvoajurit puuttuvat lyhyellä aikavälillä

Pidämme DT:n nykyistä arvostustasoa (2018e P/E 18x ja EV/EBITDA 12x) suhteellisen neutraalina, joten osakkeen tärkein ajuri on tuloskasvu. Ennustamme tällä hetkellä osakekohtaisen tuloksen nousevan vuonna 2019 vain noin 4 %, mikä ei anna osakkeelle merkittävää tukea. Ennusteemme kuitenkin sisältää kannattavuuden heikentymisen, minkä takia tuloskasvu voi hyvin yllättää positiivisesti. Arviomme mukaan arvonkehityksen ratkaiseekin erityisesti kannattavuuskehitys. Osinkotuotto (2018e: 2,1 %) tarjoaa omistajille pientä tukea, mutta arvoajuriksi siitä ei toistaiseksi ole.

Negatiivisella puolella näemme erityisesti Kiinan kehityksen selkeänä riskinä DT:lle. Mielestämme on olemassa myös selkeä mahdollisuus, että DT tekee tällä hetkellä huippukannattavuudella ns. piikkituloksia, jolloin hyväksyttävien arvostuskertoimien täytyykin olla suhteellisen maltillisia. Osakemarkkinoiden yleinen kehitys ei myöskään vaikuta tällä hetkellä erityisen rohkaisevalta, mikä nostaa myös riskejä.

Mielestämme osakkeen tuotto-odotus jää kokonaisuudessaan seuraavalle 12 kuukaudelle varsin vaatimattomaksi suhteessa riskeihin ja mielestämme osake on tällä hetkellä oikein hinnoiteltu. Olemme avanneet tuotto-odotuksemme sekä sen muodostumisen DT:n osakkeelle seuraavalla sivulla.

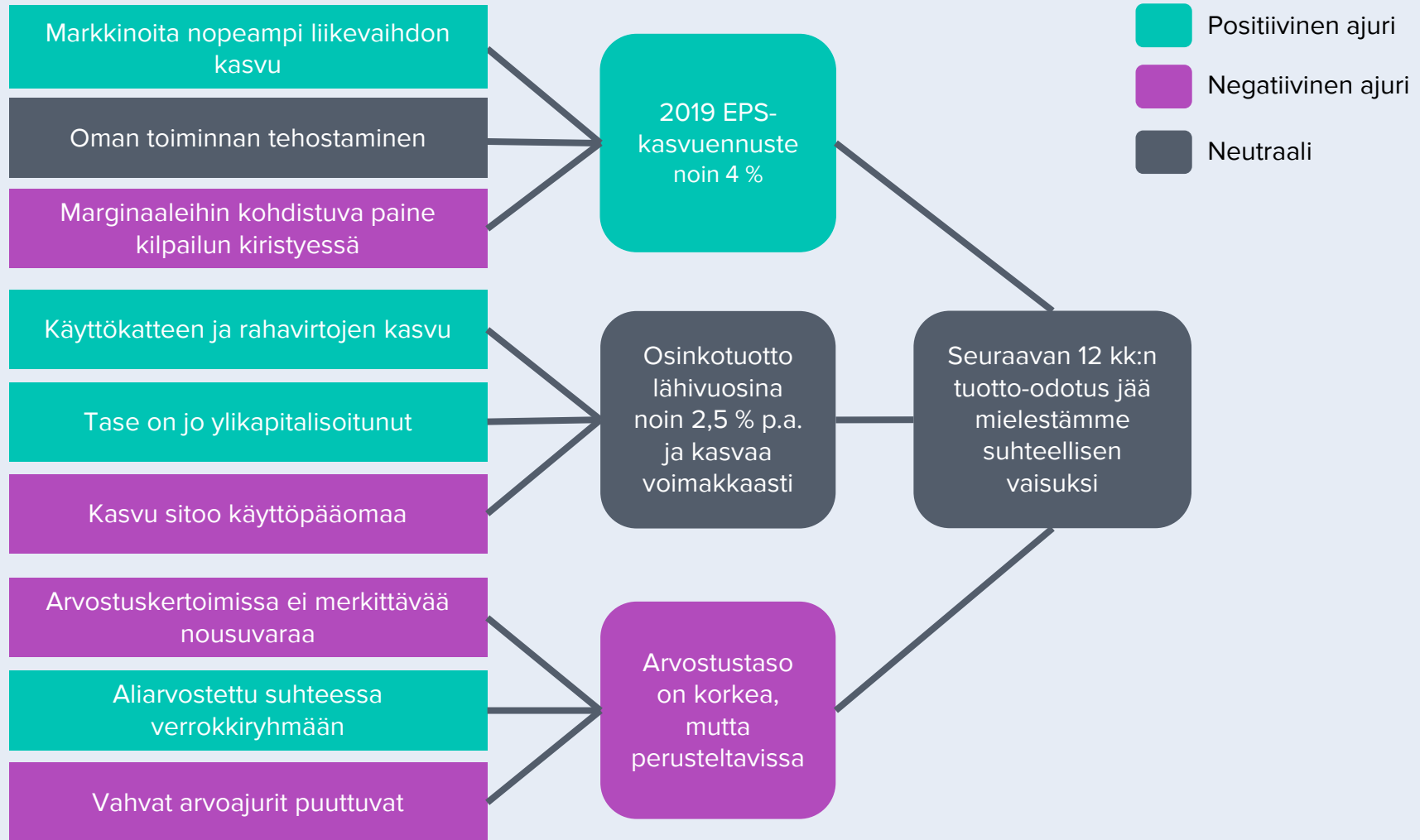
Toistamme vähennä-suosituksen

Olemme nostaneet seuraavan 12 kuukauden tavoitehintamme 22,0 euroon (aik. 20,0 euroa). Tavoitehinnan taustalla on muun muassa vahvistunut luottamuksemme yhtiön kannattavuuskehitykseen keskipitkällä aikavälillä, mikä heijastuu myös pidemmän aikavälin ennusteissa. Lähivuosien ennusteisiimme emme tehneet merkittäviä muutoksia raportissa.

Emme näe osakkeessa tällä hetkellä merkittävää nousuvaraa, minkä takia toistamme vähennä-suosituksemme. Mielestämme osake on pitkälti oikein hinnoiteltu ja osakkeen riski/tuotto-suhde on hieman liian heikko, vaikka yhtiö on tehnyt viime vuosina erinomaista työtä ja edennyt harppauksin omalla toimialallaan.

Pitkällä aikavälillä pidämme DT:tä erittäin hyvänä sijoitustarinana ja näemme yhtiöllä erittäin hyvät edellytykset luoda omistaja-arvoa tulevaisuudessa.

Osakkeen arvoajurit ja tuotto-odotus

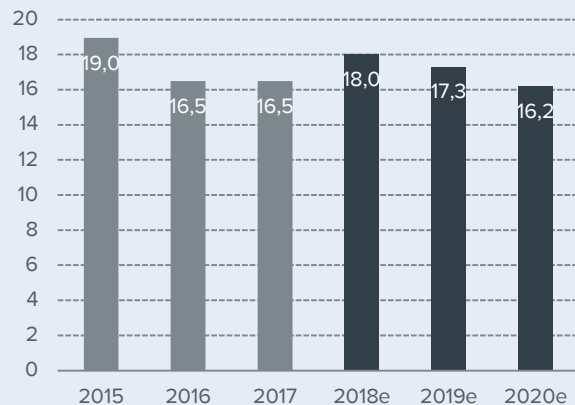


Arvostus yhteenveto

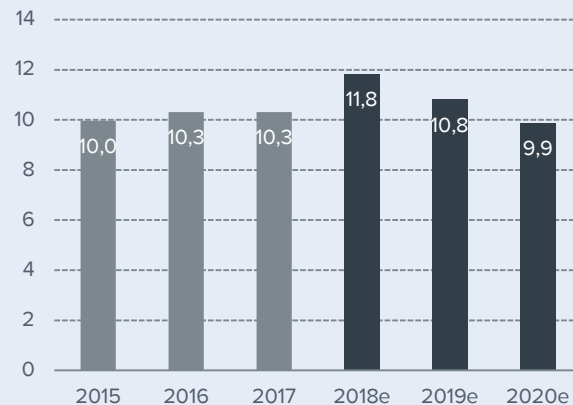
Arvostustaso	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	4,90	13,98	17,98	21,90	21,90	21,90
Markkina-arvo	63	188	250	315	315	315
Yritysarvo (EV)	57	179	228	285	276	268
P/E (oik.)	19,0	16,5	16,5	18,2	17,5	16,3
P/E	68,3	16,5	16,5	18,2	17,5	16,3
P/Kassavirta	-103,3	41,6	14,2	23,8	20,4	19,3
P/B	3,0	6,1	6,0	5,9	4,8	4,1
P/S	1,5	2,5	2,8	3,2	2,9	2,6
EV/Liikevaihto	1,3	2,4	2,6	2,9	2,5	2,2
EV/EBITDA	10,0	10,3	10,3	11,9	10,9	10,0
EV/EBIT	12,6	11,2	11,5	13,3	12,2	11,0
Osinko/tulos (%)	97,6 %	29,5 %	32,1 %	38,1 %	43,9 %	48,5 %
Osinkotuotto-%	1,4 %	1,8 %	1,9 %	2,1 %	2,5 %	3,0 %

Lähde: Inderes

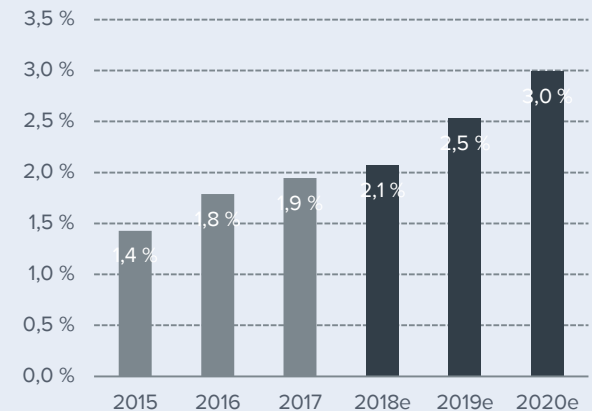
P/E (oikaistu)



EV/EBITDA



Osinkotuotto-%



Kvartaaliennusteet

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	75,5	18,9	20,4	22,2	27,5	89,0	19,3	24,4	25,1	29,1	97,9	108,6	120,9
<i>Lääketeiede</i>	19,8	6,8	7,3	8,9	8,1	31,1	7,5	9,2	10,1	9,0	35,7	39,1	42,6
<i>Turvallisuus ja Teollisuus</i>	55,8	12,1	13,1	13,3	19,4	57,9	11,8	15,2	14,9	20,2	62,1	69,6	78,3
Käyttökate	17,3	4,3	4,7	5,6	7,6	22,1	4,3	5,8	6,1	7,6	23,9	25,3	26,8
Poistot ja arvonalennukset	-2,5	-0,6	-0,5	-0,5	-0,6	-2,2	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-2,5	-2,6	-2,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	14,8	3,7	4,1	5,1	7,0	19,9	3,7	5,2	5,4	7,0	21,3	22,6	24,2
Liikevoitto	14,8	3,7	4,1	5,1	7,0	19,9	3,7	5,2	5,4	7,0	21,3	22,6	24,2
<i>Konserni</i>	14,8	3,7	4,1	5,1	7,0	19,9	3,7	5,2	5,4	7,0	21,3	22,6	24,2
<i>Kertaluonteiset erät</i>	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
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,3	0,1	-0,1	-0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1	-0,2
Tulos ennen veroja	14,6	3,4	4,2	4,9	6,8	19,4	3,6	5,2	5,3	6,9	21,1	22,5	24,1
Verot	-3,2	-0,8	-0,9	-1,0	-1,5	-4,2	-0,7	-0,9	-1,1	-1,4	-4,1	-4,5	-4,8
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	11,4	2,6	3,3	3,9	5,3	15,2	2,9	4,3	4,3	5,5	17,0	18,0	19,3
EPS (oikaistu)	0,85	0,20	0,25	0,28	0,38	1,09	0,21	0,31	0,30	0,39	1,20	1,25	1,34
EPS (raportoitu)	0,85	0,20	0,25	0,28	0,38	1,09	0,21	0,31	0,30	0,39	1,18	1,25	1,34

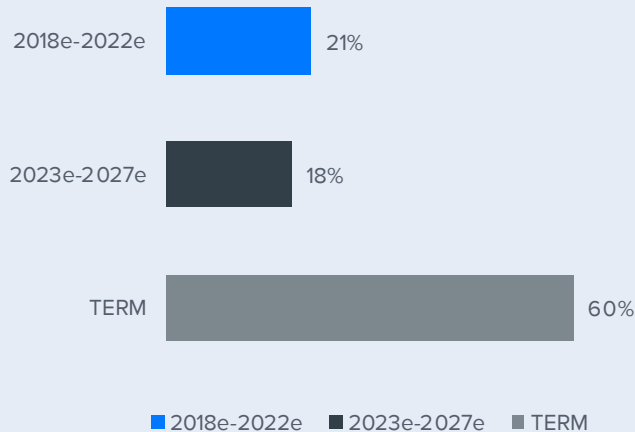
Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	76,5 %	22,7 %	16,8 %	16,0 %	17,0 %	17,9 %	2,3 %	19,6 %	12,7 %	5,8 %	9,9 %	11,0 %	11,3 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	226,6 %	61,3 %	29,6 %	24,0 %	33,5 %	34,3 %	1,4 %	26,2 %	6,8 %	-0,3 %	7,3 %	6,1 %	7,0 %
<i>Käyttökate-%</i>	22,9 %	22,7 %	22,9 %	25,3 %	27,5 %	24,9 %	22,5 %	24,0 %	24,2 %	26,2 %	24,4 %	23,3 %	22,2 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	19,6 %	19,6 %	20,3 %	22,8 %	25,4 %	22,3 %	19,4 %	21,4 %	21,6 %	23,9 %	21,8 %	20,8 %	20,0 %
<i>Nettotulos-%</i>	15,1 %	14,0 %	16,4 %	17,6 %	19,1 %	17,0 %	15,0 %	17,8 %	17,0 %	18,9 %	17,4 %	16,6 %	15,9 %

DCF-laskelma

[illegible]

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste $D/(D+E)$	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,5 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,4 %

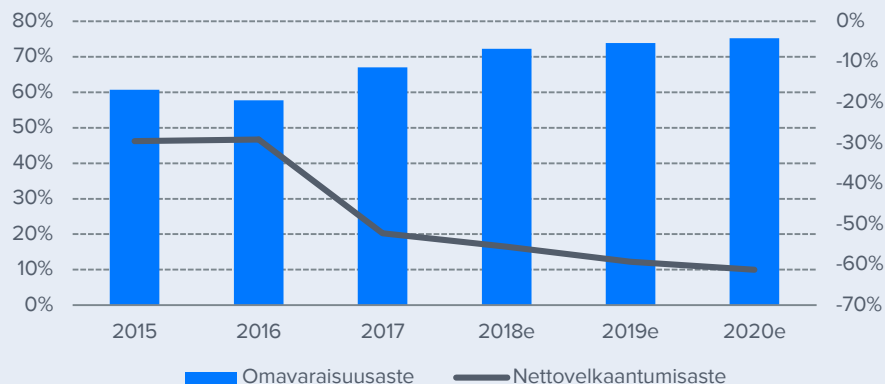
Rahavirran jakauma jaksoittain



Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	7,3	6,3	5,9	8,0	8,9
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat oikeudet	0,8	1,6	1,2	2,2	2,4
Käyttöomaisuus	6,4	4,7	4,6	5,9	6,5
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	28,1	47,9	56,5	66,6	79,7
Varastot	6,8	10,6	8,6	9,8	10,9
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	13,9	21,6	21,4	24,5	27,2
Likvidit varat	7,4	15,7	26,5	32,4	41,7
Taseen loppusumma	35,4	54,2	62,4	74,7	88,7

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	21,1	30,9	41,6	53,8	65,3
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-10,8	-0,1	14,0	26,1	37,6
Omat osakkeet	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	26,7	25,8	22,5	22,5	22,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,8	0,7	0,0	2,3	2,8
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	0,0	0,0	0,0	1,5	2,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,8	0,7	0,0	0,8	0,8
Lyhytaikaiset velat	13,5	22,6	20,7	18,6	20,5
Lainat rahoituslaitoksilta	1,2	6,6	4,7	1,0	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	11,4	16,0	16,0	17,6	19,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	35,4	54,2	62,4	74,7	88,7

Taseen avainlukujen kehitys



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjien 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 (välttämättä 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 esittäjien 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 (välttämättä 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 kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen

kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia 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 laatineilla 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/>

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27.4.2016	Lisää	8,30 €	7,82 €
29.7.2016	Lisää	12,00 €	11,27 €
14.9.2016	Vähennä	13,00 €	13,15 €
26.10.2016	Lisää	15,00 €	14,03 €
6.2.2017	Lisää	16,50 €	15,45 €
27.4.2017	Lisää	18,00 €	16,99 €
31.5.2017	Lisää	18,00 €	15,95 €
27.7.2017	Lisää	19,00 €	17,89 €
26.10.2017	Lisää	21,50 €	20,39 €
5.2.2018	Vähennä	19,00 €	19,60 €
26.4.2018	Vähennä	17,50 €	17,90 €
23.7.2018	Vähennä	20,00 €	20,50 €
21.9.2018	Vähennä	22,00 €	21,70 €

Inderes Oy



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyysihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 100 kotimaista pörssi-yhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**