

DETECTION TECHNOLOGY

Yhtiöraportti

5/2017

Kasvutarina jatkuu lähivuosina

Detection Technologyn (DT) kasvutarina palaa poikkeuksellisen vauhdikkaan vuoden 2016 jälkeen takaisin painovoiman piiriin kuluvana vuonna. DT:llä on kuitenkin arviomme mukaan edelleen erittäin hyvät edellytykset jatkaa voimakasta kasvuaan lähivuosina ja marginaalipaineista huolimatta kasvu tulee olemaan hyvin kannattavaa. Pidemmän aikavälin näkymiin suhtautettuna osakkeen arvostustaso on mielestämme kohtuullinen, joten toistamme lisää-suosituksemme tavoitehinnalla 18,0 euroa.

Hyvä asema vahvasti kasvavalla erikoisosaamisalueella

DT kehittää, valmistaa, markkinoi ja myy röntgenkuvantamisjärjestelmien komponentteja ja -järjestelmiä. Yhtiö on ainoita toimijoita, jotka tarjoavat kohdennetusti ilmaisinkomponentteja ja -järjestelmiä ainoastaan röntgenteknologiaa varten. Yhtiöllä on vakuuttava kannattavan kasvun track-record, ja olennaisten markkinoiden arvioidaan kasvavan lähivuosina noin 5-7 %:n vuosivauhtia. Yhtiön markkinaosuus voimakkaasti kasvavalla markkinalla on noin 15 % globaalisti. Erityisen vahva alue yhtiölle on viime vuosina ollut Turvallisuus-segmentti, jossa yhtiö on onnistunut valtaamaan markkinaosuutta etenkin Kiinan voimakkaasti kasvavalla markkinalla.

Kasvu jatkuu voimakkaana, mutta kannattavuudessa paineita lähivuosina

Odotamme DT:n liikevaihdon kasvavan lähivuosina reilut 13 % vuosittain. Historiallisen kehityksen perusteella (2011-2016 CACR: 33 %) ennustemme ovat erittäin maltillisia, mutta markkinaosuuden voittaminen voi muodostua haasteellisemmaksi kilpailun kiristyessä ajan kuluessa. Vaikka odotamme kasvun jatkuvan hyvänä, kannattavuudessa näemme selkeitä paineita kohti yhtiön >15 %:n tavoittelemaa liikevoittotasoa (2016: 19,6 %). Ennustamme liikevoittomarginaalin laskevan lähivuosina noin 17 %:n tasolle (2019e), minkä taustalla on erityisesti kiristyvän kilpailun takia paineessa olevat katteet sekä T&K-kulujen normalisoituminen. Viime vuosina alan voimakas kasvu on pitänyt hintakilpailun osittain taka-alalla, mutta se on kiristymässä hiljalleen mm. asiakkaiden kustannuspaineiden takia erityisesti lääketieteessä.

Arvostustaso on kohtuullinen, kunhan kasvutarina pysyy raiteillaan

Arvostustasoa leimaa kasvuyhtiöille tyypilliset korkeat kertoimet. Vuoden 2017 ennusteilla P/E on noin 19x ja EV/EBITDA alle 12x. Suhteellisen heikon näkyvyyden takia nojaamme toistaiseksi pääasiassa vuoden 2017 kertoiin, mutta yhtiön track-record ja vahvat näkymät antavat hyväksyttävälle kertoimille tukea. Vaikka DT:n arvostuskertoimet ovat absoluuttisesti varsin korkeita, on yhtiö arvostettu tällä hetkellä verrokkiryhmän keskimääräisen tason (2017e P/E 25x ja EV/EBITDA 13x) alapuolelle. Vaikka pidämme DT:n arvostusta kokonaisuutena kohtuullisena, tulospettymyksiin ei kuitenkaan ole varaa. Mielestämme arvostus vaatii vahvaa tuloskehitystä myös lähivuosina, jolloin yhtiön kannattavuuden kestävyttä oikeasti mitataan.

Analyytikko

Juha Kinnunen

+358 40 778 1368

Juha.kinnunen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: Lisää

18,0 EUR

Edellinen: 18,0 euroa



Osakekurssi: 15,95 EUR

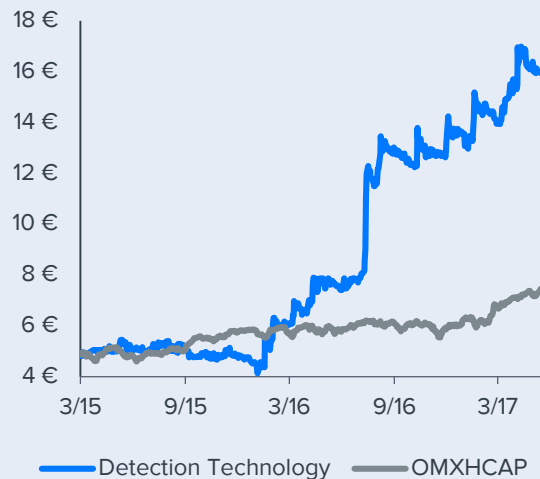
Potentiaali: 12,9 %

Avainluvut

	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	75,5	85,5	96,8	109,4
- kasvu-%	77 %	13 %	13 %	13 %
EBIT	14,8	15,1	16,7	18,6
- EBIT-%	19,6 %	17,7 %	17,2 %	17,0 %
Tulos ennen veroja	14,6	14,6	16,2	18,4
Nettotulos	11,4	11,7	13,0	14,7
EPS	0,85	0,84	0,90	1,02
Osinko	0,25	0,30	0,40	0,50
- Osinkosuhde-%	30 %	36 %	44 %	49 %
P/E (oikaistu)	16	19	18	16
P/B	6,1	5,7	4,6	3,9
Osinkotuotto-%	1,8 %	1,9 %	2,6 %	3,2 %
EV/EBIT	12,1	13,6	11,9	10,4
EV/EBITDA	10,3	11,7	10,4	9,1
EV/Liikevaihto	2,4	2,4	2,1	1,8

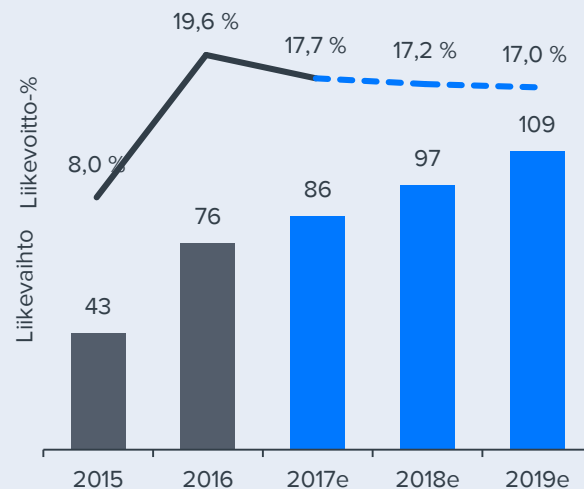
Lähde: Inderes

Kurssikehitys

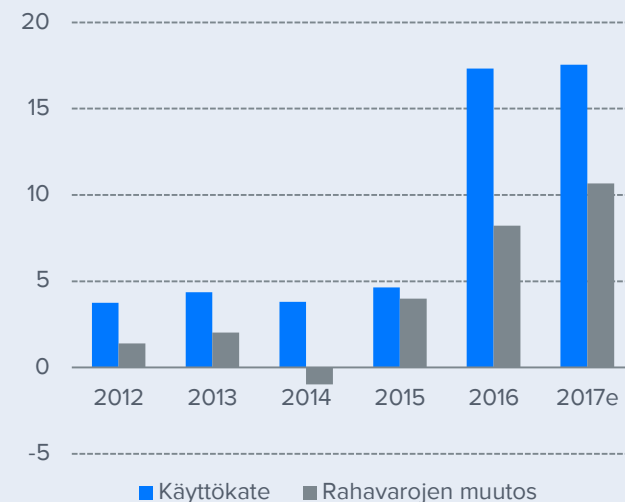


Lähde: Bloomberg

Liikevaihto (M€) ja liikevoitto-%



Käyttökate & rahavarojen muutos (M€)



Arvoajurit

- Markkinan voimakas kasvu
- Markkinaosuuden voittaminen
- Laajentuminen uusille markkinoille
- Vahva teknologinen osaaminen
- Erinomaisen kannattavuuden ylläpitäminen



Riskitekijät

- Kiristynvä kilpailu
- Hintaeroosio, jota markkinakasvun hidastuminen pahentaisi
- Keskittynyt asiakaskunta
- Tuotteiden laatuvirheet, jotka voivat johtaa takuukustannuksiin sekä asiakasmenetyksiin
- Teknologiset riskit



Arvostus

- Arvostustaso on kohtuullinen huomioiden yhtiön voimakas kasvu
- Arvostus vaatii tulokasvun jatkumista lähivuosina
- Tulokasvun pysähtyminen voisi painaa myös hyväksyttävää arvostusta

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-8
Sijoittajaprofiili	s. 9-12
Markkinat	s. 13-16
Kilpailijat	s. 17-18
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	s. 19-20
Taloudellinen tilanne	s. 21-23
Ennusteet ja arvonmääritys	s. 24-28
Taulukot	s. 29-34
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 35

Detection Technology lyhyesti

Detection Technology kehittää, valmistaa, markkinoi ja myy röntgenkuvantamisjärjestelmiä ja niiden komponentteja. Yhtiöllä on vakuuttava kannattavan kasvun track-record. Yhtiön markkinaosuus voimakkaasti kasvavalla markkinalla on noin 15 % globaalisti.

33 %

CAGR KASVU-%
2011-2016

5-7 %

MARKKINOIDEN
ENN. KASVU-%

15 %

Globaali markkina-osuus

76 MEUR (+77 % vs. 2015)

LIKEVAIHTO 2016

14,8 MEUR (19,6 % lv:sta)

LIKEVOITTO 2016

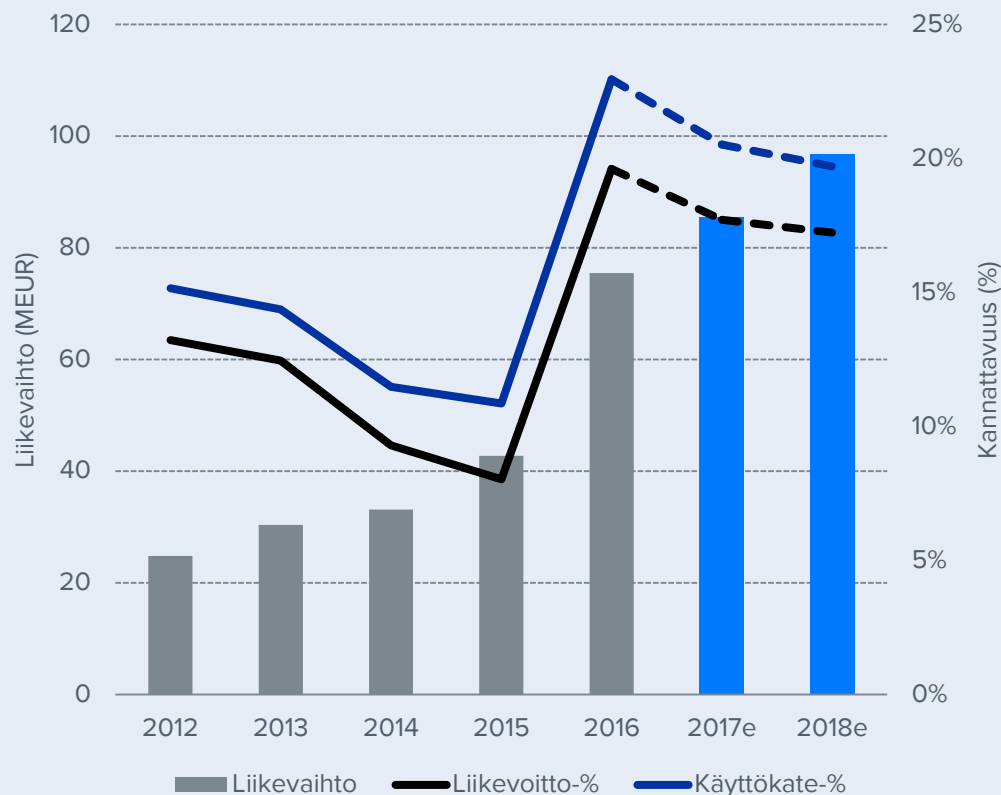
LIKEVAIHDON JAKAUMA 2016:

TURVALLISUUS 69 % (ARVIO)

TEOLLISUUS 5 % (ARVIO)

LÄÄKETIEDE 26 %

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



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 2016: 26 %) ja Turvallisuus- ja teollisuusliiketoimintayksikkö (SBU, osuus liikevaihdosta 2016: 74 %).

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. Vuosi 2016 oli DT:lle kokonaisuutena erinomainen.

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.

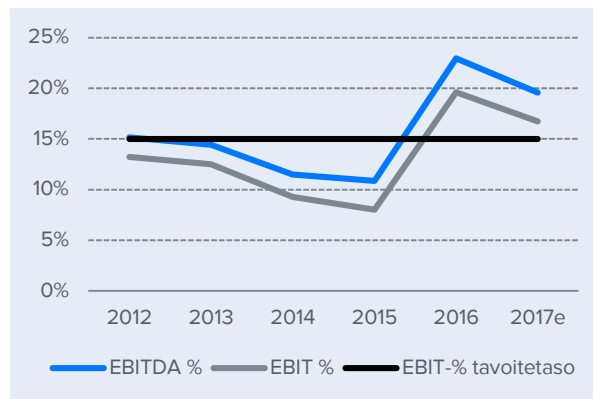
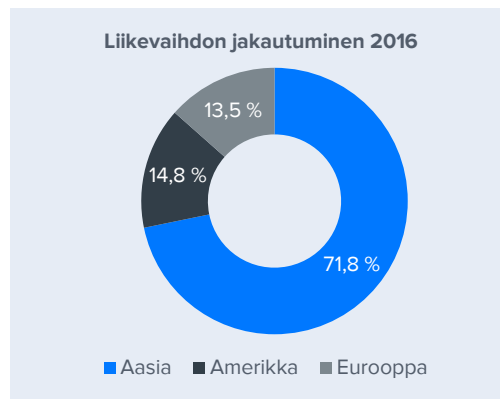
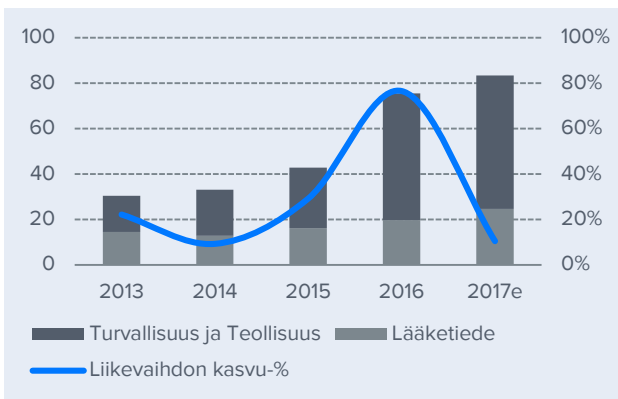
DT:n tuotteet ovat syntyneet teknologia-lähtöisesti pitkäaikaisen asiakasyhteistyön tuloksena ja yhtiöllä on vankka puolijohderöntgenkuvateknologian ja -markkinoiden asiantuntemus. Valitulla niche-markkinalla kilpailuetua luovat tuotteiden suorituskyky, laatu ja kustannustehokkuus. Yhtiön valmistamien komponenttien markkinat ovat kuitenkin hyvin kilpailtuvia. Yhtiö on arvioinut

sen markkinaosuuden olevan noin 15 % globaalisti.

Asiakaskunta suhteellisen keskittynyt

DT:n liiketoiminnot ovat hajautuneet eri toimialojen välille, mutta yhtiö on edelleen riippuvainen pienestä määrästä suuria asiakkaita. Vuonna 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 71,8 % vuonna 2016. Kiina on yhtiölle ylivoimaisesti suurin yksittäinen markkina, mikä johtuu osittain siitä, että sinne on keskittynyt asiakkaiden laitevalmistusta. Euroopan osuus liikevaihdosta vuonna 2016 oli 13,5 % ja Amerikan 14,8 %.



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli (2/2)

Turvallisuus- ja teollisuusliiketoimintayksikkö

Turvallisuusalalle DT tuottaa käyttövalmiita ilmaisintuotteita useisiin röntgenlaitetyyppeihin: diodeista kokonaisesti ilmaisinjärjestelmiin, mukaan lukien lukuelektroniikka ja liitännäisohjelmistot. Yhtiö pystyy myös tuottamaan räätälöityjä järjestelmiä turvallisuuden alan läpivalaisuusovelluksiin. 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 kokonaisesti 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 ilmaliikenne

Turvallisuus & Teollisuus-segmentin liikevaihto oli 55,8 MEUR vuonna 2016. Liikevaihto on kasvanut vuosittain keskimäärin (CAGR) hurjat 44,5 % 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 suunnittelee laajentavansa tarjontansa hampaiden kuvantamissovelluksiin. DT:llä on tuotteita valodiodeista kokonaisesti kuvantamisjärjestelmiin mm. sovellusaloilla:

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

Lääketieteellisen liiketoimintayksikön liikevaihto oli 19,8 MEUR vuonna 2016. Liikevaihto on kasvanut keskimäärin (CAGR) 13,4 % 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 resursseina 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.

Yhtiöllä on kokenut ja teknisesti erittäin pätevä henkilöstö, asiaankuuluvat immateriaaliset oikeudet ja ammatti- ja tietotaitoa yli 20 vuoden ajalta valodiodeiden ja ilmaisimien kehittämisestä sekä tuotannosta. Multiteknologian osaamista koskevat vaatimukset ja tarve korkeatasoiseen ammatti- ja tietotaitoon nostavat alalle pääsemisen kynnyistä, joka on korkea.

Teknologinen asiantuntemus on röntgenkuvantamismarkkinalla suuri kilpailutekijä. Yhtiön T&K-kulut olivat 6,1 MEUR tai 8,0 % liikevaihdosta vuonna 2016. Yhtiön teknologia- ja tuotekehitystoiminta on laajaa ja se kattaa mm. omien 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 %.

Detection Technologyn liiketoimintaympäristö

Alalla toimivia
yrityksiä

smiths
detection



Technologies

Rapiscan
systems



SIEMENS

PHILIPS

Kilpailijat /
verrokkit

HAMAMATSU



VAREX
IMAGING

OSI Optoelectronics
An OSI Systems Company

amr

ANALOG
DEVICES

TEXAS
INSTRUMENTS

Detection
Technology

Sektorit (2016 liikevaihdosta, %)



Security
n. 69 %



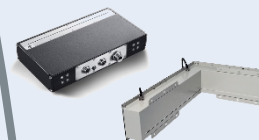
Industrial
n. 5 %



Medical
26 %

Tuotteet

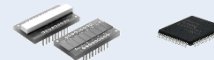
Viivaskannerit



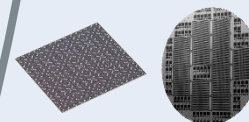
Skannerikortit



Skanneri-
komponentit



Valodiodit

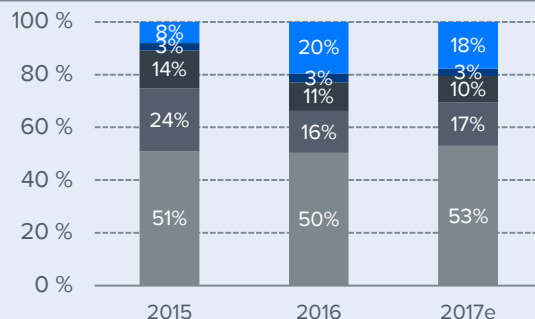


Käyttökohteet

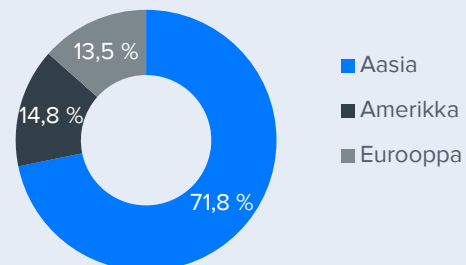


Kulurakenne

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



Liikevaihdon jakautuminen 2016



Lähde: Inderes, yhtiöiden kotisivut

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.

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 69 % yhtiön 2016 liikevaihdesta tuli viideltä suurimmalta asiakkaalta.

Osakkeen arvostustaso on suhteellisen korkea ja yhtiöltä odotetaan vahvaa kannattavaa kasvua lähivuosilta. Tähän on hyvät edellytykset, mutta markkina-osuuden 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 yli 20 vuoden historiansa aikana. Yhtiö on historiallisesti panostanut noin 12 % liikevaihdestaan 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 kasvuille.

Kasvava ja uskollinen asiakaspohja

DT:n asiakasmäärä on kasvanut noin 27 %:n vuosivauhtia vuoden 2008 32 asiakkaasta 210 asiakkaaseen vuonna 2016. Laaja asiakaspohja luo hyvän pohjan kasvuille 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 USA:ssa. 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)

Yritysosotot / teknologiaostot

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

Uhat

Kilpailun oleellinen kiristyminen

Vuosi 2016 oli DT:lle poikkeuksellisen hyvä erityisesti kannattavuuden osalta. Liikevoittoprosentti oli 19,6 %, kun yhtiön oma keskipitkänajan tavoite on >15 %. Yhtiö on varoitellut jo pidempään kilpailun kiristymisestä, emmekä pidä lähes 20 %:n liikevoittomarginaalia realistisena aggressiivisen kasvun jatkuessa lähivuosina. Painetta kannattavuuden laskuun tulee sekä asiakkaiden (haluavat suuremman osan katteesta) että kilpailijoiden suunnasta.

Suuri osa liikevaihdosta muutamalta suurelta asiakkaalta

DT:n viisi suurinta asiakasta vastasi viime vuonna noin 69 %: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. Tällä hetkellä pidämme näitä riskejä pieninä ja esimerkiksi toimitusjohtaja Martola omistaa DT:stä noin 1,68 %, mikä kasvattaa sitoutumista. Kiinassa liiketoimintaa harjoittaviin yhtiöihin liittyy aina pieni riski siihen, että työntekijät 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 2011-2016 keskimäärin noin 33 %:n vuosivauhtia. Samalla yhtiön liikevoitto on kasvanut keskimäärin 83 % heikolta lähtötasolta erinomaiselle 2016 tasolle. Kannattavan kasvun historia on siis vakuuttava,

mutta vuoden 2016 erinomaiselta tasolta parannukset ovat selvästi vaativampia. Vuosina 2017-2019 odotamme liikevaihdon kasvun olevan keskimäärin 13 % ja liikevoiton kasvun "vain" 8 % vuoden 2016 poikkeuksellisen hyvän kannattavuuden takia.

DT:n hyväksyttävät arvostuskertoimet ovat mielestämme korkeampia verrattuna Helsingin pörssin mediaaniin johtuen yhtiön vahvasta kasvuprofiilista. Helsingin pörssin mediaani P/E-luvut vuosille 2017 ja 2018 ovat noin 17x ja 15x. Vastaavat EV/EBITDA-luvut ovat noin 10x ja 9x.

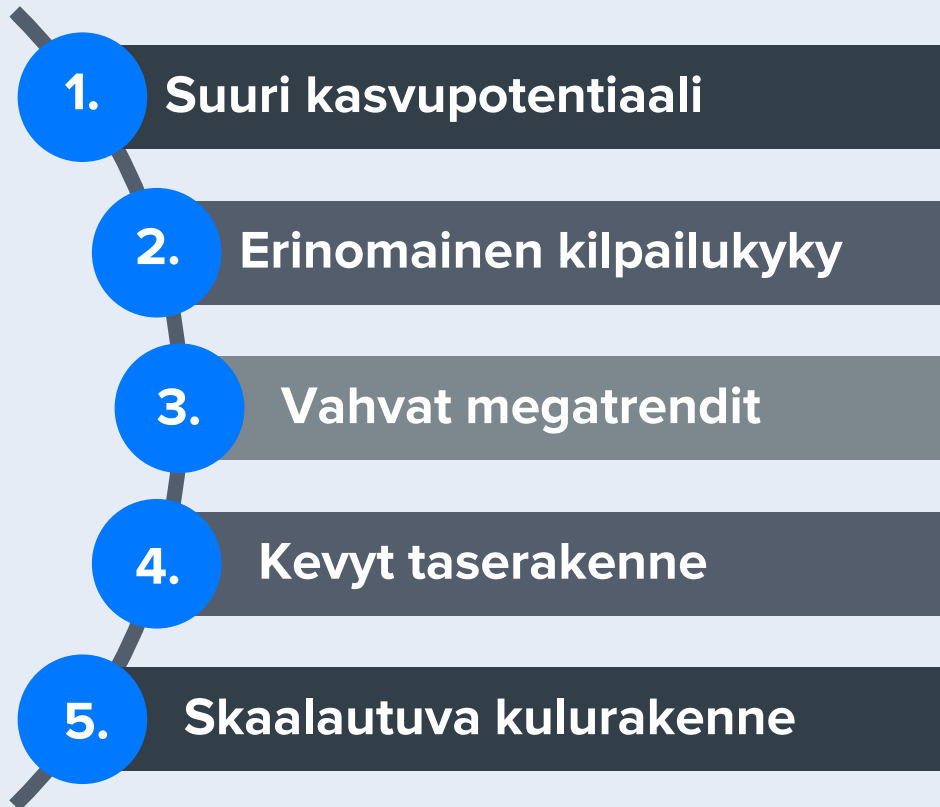
Kohtuullisen alhainen osinkotuotto

DT vahvisti vuoden 2015 tilinpäätöksensä yhteydessä voitonjakopolitiikkansa, minkä mukaan yhtiö 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. Viime vuoden rajun kurssinousun jälkeen osinkotuotto jää ennusteidemme mukaan muutaman prosentin tasolle vuonna 2017, mutta kasvaa tulevaisuudessa tuloksen mukana.

Osakkeeseen ladattu kovat kasvuodotukset

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

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Vahvojen kasvuajureiden ansiosta markkinat kasvavat 5-7 %
- DT:llä on edelleen hyvät mahdollisuudet voittaa markkina-osuuksia
- 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 hyvien suorituksien jatkumista myös lähivuosina

Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Markkinat (1/3)

DT:n kohdemarkkinoilla hyvät kasvua tukevat megatrendit

Röntgenkuvantamista hyödynnetään sen käyttökelpoisuuden ja kustannustehokkuuden ansiosta usealla toimialalla. Eri markkinat eroavat huomattavasti toisistaan teknologioiden sekä kasvunäkymiensä osalta. Käyttötarkoitus määrittelee kuvantamisen teknologiat, kun taas kohdemarkkinan kilpailutilanne sekä kasvunäkymät riippuvat markkinan elinkaaren kypsyystilasta 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.

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 turvallisuustilanteessa kriittistä.

Teollisuuden röntgenkuvantamismarkkinaa tukee lisääntyvä tarve tuottavuuteen, tehokkuuteen ja laatuun, mikä voidaan jossain tapauksissa saavuttaa röntgenkuvantamislaitteiden avulla.

Komponenttitoimittajat pyrkivät erikoistumaan tiettyyn teknologiaan tai markkinaan niiden resurssien ollessa niukat. Toisaalta DT on alalla ainoita yhtiötä, joka on tiukasti fokuksitunut juuri tähän liiketoimintaan (muilla osa kokonaisuutta). DT on valinnut markkinalla selkeän vertikaalifokuksen. Yhtiö keskittää voimavaroja ja tuotekehityksensä kapealle sektorille, mutta pystyy hyödyntämään osaamistaan useammalla toimialalla. DT:n tuotteita käytetään pääasiassa seuraavilla toimialoilla:

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

Lääketieteellisten kuvantamislaitteiden markkina

Lääketieteellisten kuvantamislaitteiden globaali markkina oli vuonna 2016 arviolta reilut 25 miljardia dollaria, 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 4,4 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.

DT:n arvion mukaan lääketieteellisten kuvantamislaitteiden ilmaisimien markkina on arviolta 100-400 MUSD riippuen laskentatavasta. Haarukan alalaita sisältää pelkät komponentit, kun ylälaita huomioi myös sovelluskohtaiset mikropiirit (Application Specific Integrated Circuit, ASIC) ja A/D-muunnoksen. DT:n markkinaosuus on arviomme mukaan kokoluokassa 9-12 % yhtiölle relevantilla markkinalla.

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 taloudellisen kasvunsa 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 potilasmäärille.

Markkinat (2/3)

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 (arvio 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. Neljäs suuri markkinoilla on Canon, minkä lisäksi haastajina toimivat Hitachi sekä Hologic. 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 volyymi toimivat yleensä komponenttitoimittajan tukena eroosiota vastaan. Arviomme mukaan lääketieteellisessä kuvantamisessa laitteiden ja komponenttien vuotuinen hintaeroosio on 5 %:n luokkaa. Kilpailu toimialalla kiristyy edelleen, kun uusia laitevalmistajia tulee markkinoille pääosin kehittyvistä maista. Asiakaskuntaan tämä luo hintapainetta, jota asiakas pyrkii siirtämään edelleen alihankkijoille- ja komponenttitoimittajaverkostolleen.

Turvallisuusalan röntgenkuvantamisen markkina

Arviomme mukaan turvallisuuden röntgenkuvantamisen markkinakoko on nykyään noin 2,5 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 Yhdysvallat, Eurooppa ja Kiina.

Markkinalla ovat taustalla vahvat kasvuajurit, kuten väestönkasvu, kaupungistuminen, yleisen turvallisuuden kasvu, lisääntyvä matkustaminen ja terrori-iskujen pelko. Alaan vaikuttaa oleellisesti myös kiristynyt sääntely. Läpivalaisutuotteet ja -sovellukset auttavat suojaamaan ihmisiä ja kiinteää omaisuutta, kuten lentokenttiä, rautateitä, stadioneja, julkisia

paikkoja, rajatarkastusasemia sekä yksityisen sektorin paikkoja. Niiden avulla on myös mahdollista välttää taloudellisia ja ihmisiin kohdistuvia vahinkoja.

Läpivalaisutuotteilla ja -sovelluksilla, kuten röntgenskannereilla, räjähdysaine-jäämäilmaisimilla, sähkömagneettisilla metallinpaljastimilla ja biometrisillä teknologioilla, voidaan estää hyvän tavan vastaiset ja laittomat menettelyt.

Turvallisuusalalta 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 (2013-2020 keskimääräisen kasvu 10 %). Lisäksi selvästi pienemmällä Latinalaisessa Amerikan markkinalla kasvu on voimakasta (2013-2020 keskimääräisen kasvu 8 %). Pohjois-Amerikan ja Euroopan markkinoilla on odotettavissa maltillista kasvua.

DT:n johdon mukaan laitteen elinikä on 7-10 vuotta. Läheisyys asiakkaaseen on menestyksen avaintekijäitä, sillä laitteiden myynti-ikkuna aukeaa normaalisti 3-5 vuoden välein, kun taas laitteiden tuotekehitysaika on 1-3 vuotta.

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

Markkinat (3/3)

Arviomme mukaan turvallisuusalan ilmaisintuotteiden markkina oli voinut ylittää 300 MUSD:n arvon sektorin kasvuharppauksen jälkeen, mutta tarkkaa arviota on vaikea tehdä. DT:n markkinaosuus on alueelle arviomme mukaan noin 15-18 %.

Turvallisuusalan röntgenmarkkinat ovat pirstaloituneet

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

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

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

Teollisuuden röntgenkuvantamisen markkina

Röntgenkuvantamislaitteiden käyttö teollisuuden eri tarpeissa on vielä suhteellisen varhaisessa elinkaaren vaiheessa oleva toimiala, mutta se on selvästi tulevaisuuden kasvuala. Teollisuuden tarpeisiin suunnatussa

kuvantamisessa käytetty teknologia on vastaavanlainen kuin lääketieteellisessä tai turvallisuusalan kuvantamisessa käytetty teknologia, mutta resoluutio on yleensä korkeampi.

Toimialan markkinakoosta ei ole saatavilla tarkkaa tietoa. Global Industry Analystin ennusteen mukaan markkinan koko oli 100 MUSD:n suuruusluokkaa vuonna 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

DT:n arvion mukaan teollisuuden kuvantamisen sovelluksiin tarjoamien ilmaisimien ja järjestelmien markkinoiden koko oli noin 55-75 MUSD vuonna 2016. DT:n liikevaihdosta pieni osa tulee teollisuudessa ja arviomme yhtiön markkinaosuuden olevan alle 10 %.

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 korkealuokkaista 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.

Markkinoiden kokonaiskuva

Markkina	Kuvaus	Koko ja kasvu	Kilpailijat
Lääketiede Osuus DT:n liikevaihdosta 26 %*	- Defensiivinen markkina - Kilpailtu markkina - Korkeat alalletuloesteet - Raskaasti säädelty - Markkinavoima muutamalla laitetuottajalla - Hintaeroosio noin 5 % p.a	100-400 M\$ 5 %	- Analog Devices - Hamamatsu - Excelitas Tech. - OSI Optoelectronics - First Sensor - Texas Instrument
Turvallisuus Osuus DT:n liikevaihdosta 69 %*	- Asiakasläheisyys tärkeää - Tilaukset viiden vuoden sykleissä asiakkaalta - Tuotteen ja toimituksen elinikä pitkä: 7-10 vuotta - Turvallinen liikevaihdon lähde, jos kilpailu voitetaan	300-350 M\$ 7 %	- Analogic - Beijing Qipan - Hamamatsu - Excelitas Tech. - OSI Optoelectronics - First Sensor - Varex - Sens Tech
Teollisuus Osuus DT:n liikevaihdosta 5 %*	- Uusi toimiala - Markkinat kehittyvät kuvantamislaitteiden edistymisen ja käyttösovellutusten kautta - Aasian ja Tyynenmeren alueet kasvavat nopeammin	55-75 M\$ 5 %	- Beijing Qipan - Hamamatsu - X-Scan - Sens-Tech

Kilpailijat eri sektoreilla

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 ilmaisim- ja järjestelmämarkkina on enemmän sirpaloitunut. Käsityksemme mukaan alkuperäisten laitevalmistajien asiakkaat ovat usein valtioita, joten tilaukset tulee tehdä julkisen kilpailutuksen kautta. Silloin kilpailuvaltiksi nousee usein hinta. DT:n keskeisiä kilpailijoita turvallisuusalan röntgenkuvantamisessa ovat Beijing Qipan, Excelitas, First Sensor, Hamamatsu Photonics, Osi Optoelectronics, Analogic, Sens Tech ja Varex.

Teollisuuden röntgenkuvantamisen markkinalla kilpailutilanne on myös vaativa. Teollisuuden röntgenlaitteiden komponenttitoimittajissa on DT:lle paljon samoja vanhoja kilpailijoita toisista toimialaoista. Toimialan kasvunäkymät huomioiden uskomme alalle tulon kiihtyvän vielä

tulevaisuudessa. Tällä hetkellä oleelliset 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.

Pääkilpailijoiden kasvu on myös nopeaa

DT on pystynyt viime vuosina kasvamaan huomattavasti kokonaismarkkinoita nopeammin ja kasvattanut markkinaosuuttaan selvästi vallitsevalle noin 15 %:n tasolle. Listatuttujen pääkilpailijoiden (Analogic, Hamamatsu, OSI Systems, First Sensor, ams ja Varex) kasvu on kuitenkin myös ollut nopeaa viimeisen viiden vuoden aikana. Samalla kun DT:n liikevaihto kasvoi 34,6 % vuodessa (viimeisen viiden vuoden keskiarvokasvu), kasvoi ryhmän muiden yhtiöiden liikevaihto samalla mittarilla 11,4 % vuosittain. Tätäkin voidaan pitää erittäin vahvana lukuna vuosille 2012-2016. Kun DT:n hurja kasvu huomioidaan ryhmän keskiarvossa, luku nousee peräti 14,7 %:n. 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. Toisaalta korkeat alalietulokynnykset turvaavat yhtiöitä ulkopuolisilta haastajilta keskipitkällä aikavälillä.

Vuosina 2012-2016 DT:n ja listattujen pääkilpailijoiden käyttökatemarginaali (EBITDA-%) oli keskimäärin 18,4 %. Vastaava liikevoittomarginaali oli 12,9 %. Mielestämme molempia voidaan pitää erittäin hyvinä. DT:n käyttökatemarginaali on ollut 2012-2016 keskimäärin noin 15 %, mikä jää verrokkiryhmän alapuolelle. Tasoa voidaan mielestämme kuitenkin pitää hyvänä, erityisesti huomioiden voimakas kasvu jaksolla. Parhaimmat kannattavuudet löytyvät Hamamatsulta (jaksolla 26,2 % EBITDA) ja Ams AG:ltä (29,3 %). Vuonna 2016 DT ylsi kuitenkin lähelle huippuja.

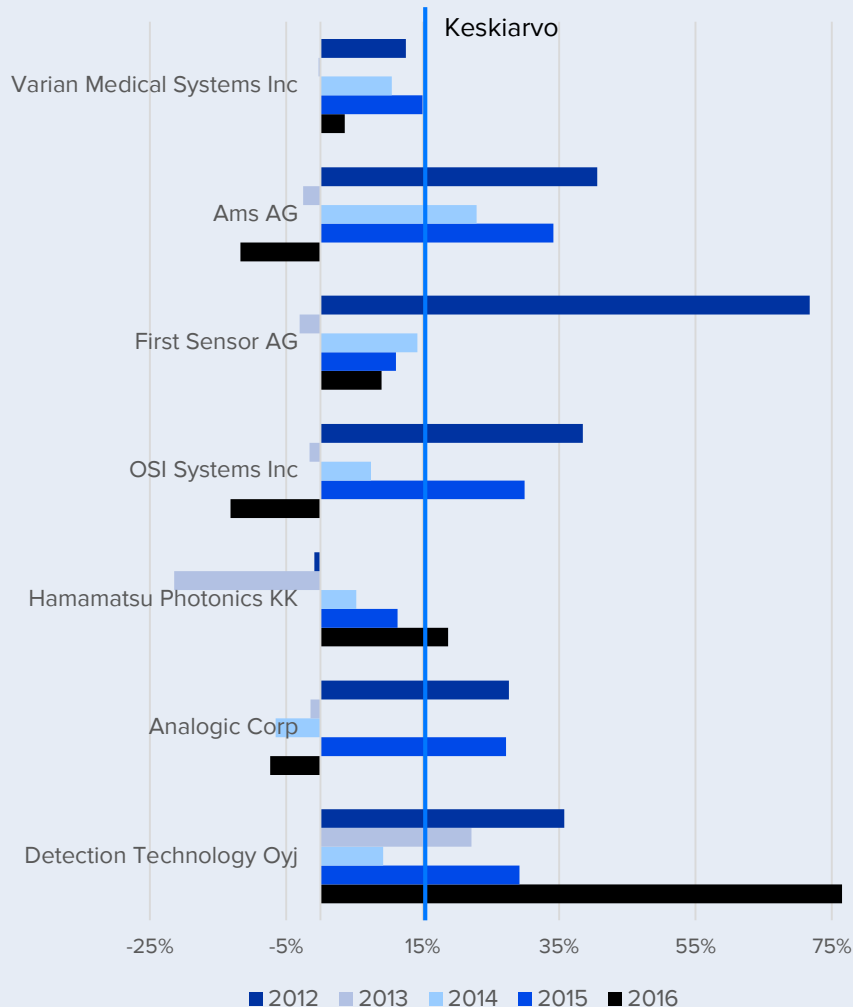
Korkean lisäarvon ”alihankkijoita”

Ryhmän yhtiöitä voidaan pitää ”alihankkijoina”, koska yhtiöiden tuotteet ovat vain osa lopputuotteesta. Yhtiöiden kannattavuudet eivät kuitenkaan ole perinteisiä alihankintamarginaaleja. 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 jatkuvia hintapaineita, mutta kuvaa mielestämme paremmin DT:n asemaa kuin ajatus helposti korvattavissa olevasta alihankkijasta.

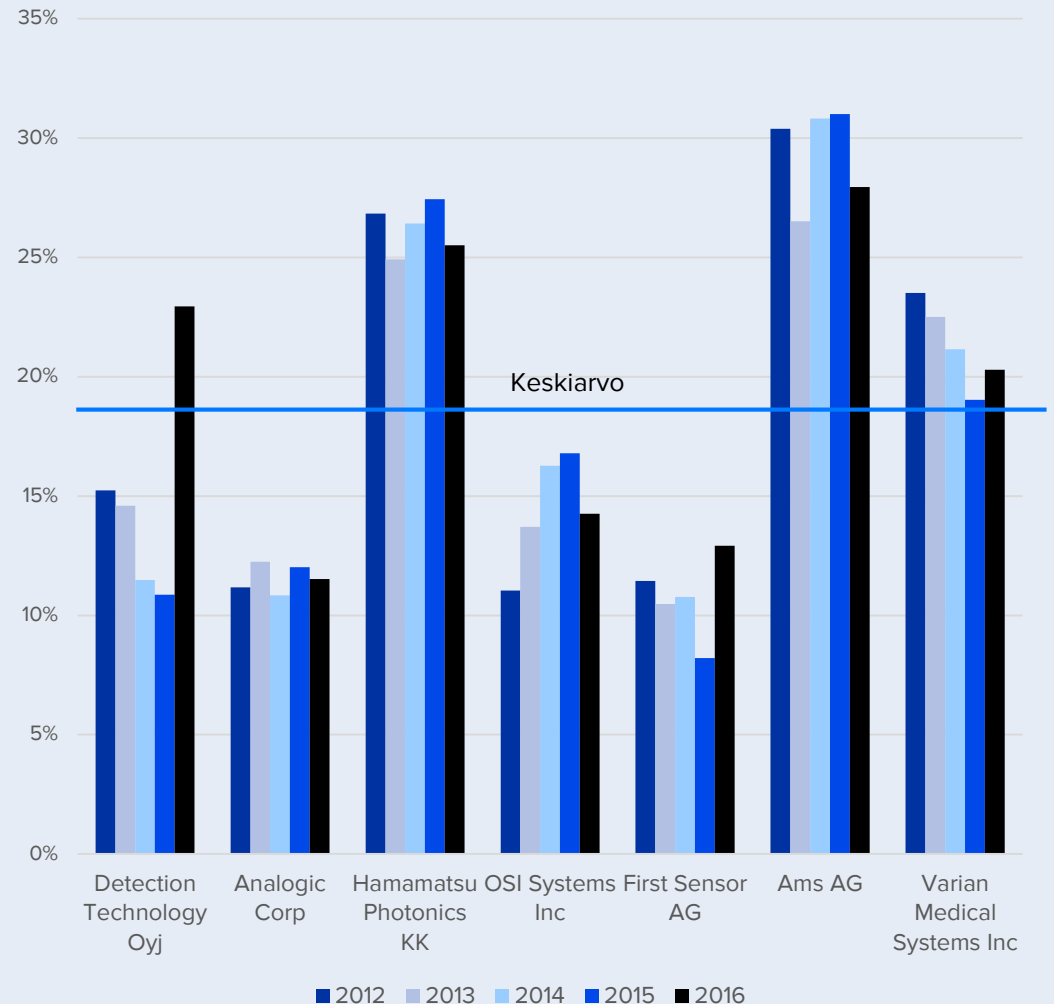
DT:n kommenttien perusteella hintakilpailu on kuitenkin tällä hetkellä kiristymässä. Tämä olisi loogista, kun huomioidaan tällä hetkellä korkealla olevat katteet ja yhtiöiden arvoketjuasema.

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 kasvaa johtavaksi digitaalisten röntgenjärjestelmien tuottajaksi. Yhtiö on edennyt strategiassaan erittäin hyvin viimeisten viiden vuoden aikana. Hannu Martola tuli yhtiön toimitusjohtajaksi vuonna 2007. Uuden omistajapohjan, johdon, strategian ja sen toimeenpanon sekä rakenneuudistuksen jälkeen yhtiön nettotulos kääntyi jälleen positiiviseksi vuonna 2010. Tämän jälkeen kehitys on ollut vahvaa ja vuosi 2016 oli yhtiölle erinomainen.

Kiristyvistä kilpailusta huolimatta yhtiö on löytänyt itselleen niche-markkinan, jossa se on pystynyt kasvamaan vahvaksi ja hyvin kannattavaksi yhtiöksi. Yhtiöllä on mielestämme hyvät edellytykset jatkaa viime vuosien 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 perusteknologiaa käyttäville sektorille, 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 mukaan 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 yhtiön kyky toimittaa asiakas- ja laitekohtaisesti räätälöityjä järjestelmiä on selvä kilpailullinen etu. Yhtiö pyrkii vakiinnuttamaan asemansa tarjoamalla asiakkailleen pidemmälle räätälöityjä järjestelmiä.

Investoinnit tutkimukseen ja tuotekehitykseen

Röntgenkuvantamiskomponenttien ja -järjestelmien alalla 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 tuikeainevalodiodi-ilmaisimien tarjoamaansa.

Yhtiön vuotuiset investoinnit tutkimukseen ja kehitykseen ovat olleet noin 10-12 %:n tasolla. Vuonna 2016 taso oli poikkeuksellisen alhainen 8,1 % (2015: 13,3 %), mutta nykyään neutraalitaso on arviolta 10 %. Tuotekehityskulut suhteessa liikevaihtoon olivat viime vuonna tavallista matalammat, koska vuoden aikana tuotantoon siirtyi normaalia enemmän aikaisemmin kehitettyjä tuotteita (2015 tilanne oli päinvastainen). DT on kertonut tuotekehityskulujen nousevan tänä vuonna noin 10 %:n ”neutraalille” tasolle.

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 laajentavansa organisaatiotaan nykyisen myynnin ja teknisen tuen lisäksi tuotekehitystoiminnolla. Lisäksi DT pyrkii kehittämään edelleen jälleenmyyjäverkostoansa maissa, joissa sillä ei ole omaa myyntiorganisaatiota.

Kasvun mahdollistava liiketoimintamalli

DT:n oma valmistusprosessi perustuu alihankintaan, mikä 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 viime vuonna. Vuoden 2016 hurjan kasvuloikan yhteydessä yhtiö osti myös laajennusvaraa Kiinaan, jota yhtiö aikoo ottaa käyttöön toukokuussa 2017. Tämän jälkeen yhtiön kapasiteetti on riittävä keskipitkälle (3-5 vuotta) aikavälille tavoitteen mukaisella kasvulla.

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 % liikevoittomarginaali**

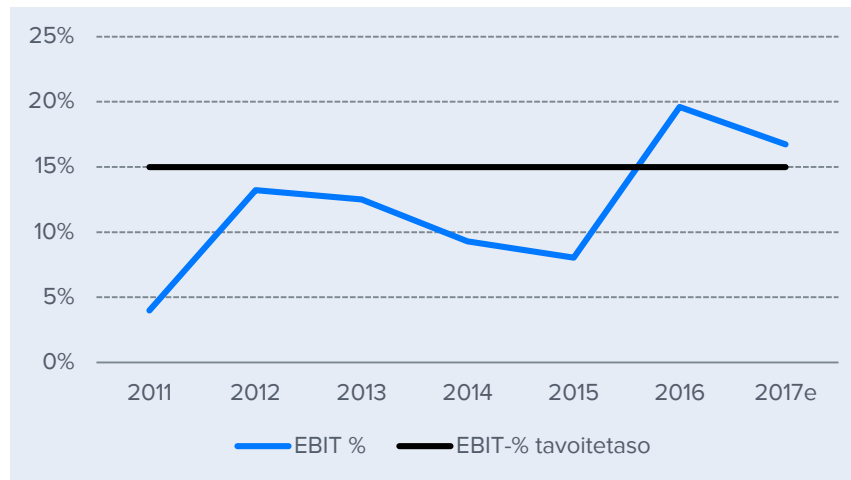
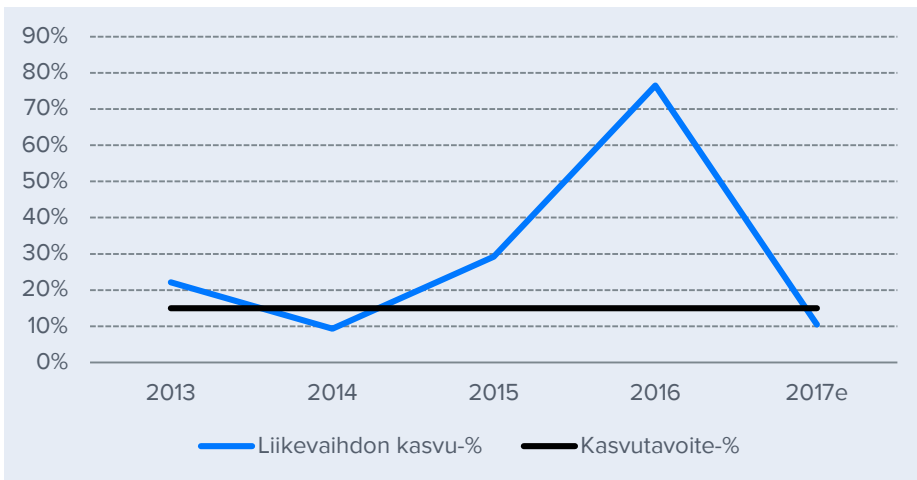
Pidämme liikevaihdon 15 %:n vuotuista kasvua realistisena tavoitteena, sillä yhtiö on historiallisesti pystynyt kasvamaan merkittävästi tavoitetta vahvemmin. Viime vuoden hurjan 77 %:n kasvun jälkeen tavoite voi olla haastava tänä vuonna, mutta keskimäärin 15 %:n kasvutavoite on mielestämme hyvin saavutettavissa. Olemme kuitenkin varovaisempia ennusteissamme ja odotamme yhtiön kasvavan vuosittain noin 13 % lähivuosina. 15 %:n tavoite on koko ajan haastavampi, kun yhtiön markkinaosuus kasvaa.

Liikevaihdon kasvu tukee selvästi kannattavuutta, sillä varsinkin liiketoiminnan muut kulut ja henkilöstökulut (erityisesti T&K) skaalautuvat arviomme mukaan suhteellisen hyvin. Tämä nähtiin vuonna 2016 erinomaisena lähes 20 %:n liikevoittomarginaalina, mikä osoitti yhtiön 15 %:n tavoitteen olevan hyvänä vuonna helposti ylitettävissä. Viime vuosi oli kuitenkin yhtiölle poikkeuksellinen emmekä pidä lähes 20 %:n liikevoittotasoa kestäväenä pidemmällä aikavälillä, mutta uskomme yhtiön pystyvän säilyttämään yli 15 %:n marginaalin tulevaisuudessa. Lähivuosien ennusteemme ovat tällä hetkellä yli 17 %:n tasolla Toisaalta yhtiö kaavaillee sekä maantieteellistä että teknologiapohjansa laajentamista, mikä voi kasvattaa kuluja seuraavien vuosien aikana. Myös aggressiivinen kasvun painottaminen (yli kannattavuuden) voi vaikuttaa marginaaleihin lyhyellä aikavälillä.

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 erä joko osinkoina tai varojen palautuksina.

DT:n tase on vahvistunut viime vuosina selvästi ja pidämme yhtiön osingonmaksukykyä hyvänä, sillä kevyt liiketoimintamalli generoi yhtiölle vakaata kassavirtaa. Yhtiö teki vuonna 2015 0,26 euron oikaistun osakekohtaisen tuloksen ja jakoi 0,07 euron pääomanpalautuksen, mikä vastasi 27 %:n voitonjakosuhdetta. Vuonna 2016 vastaavat luvut olivat 0,85 euroa, 0,25 euroa ja 36 %. Ennustamme osingonjakosuhteen nousevan lähivuosina (2017e: 45 %) taseen vahvistuessa edelleen tulostuksen kestäessä.



Taloudellinen tilanne

Liikevaihto kasvanut voimakkaasti

DT:n kasvu on ollut viime vuosina todella voimakasta. Vuosina 2011-2016 liikevaihto kasvoi keskimäärin hurjat 33 % vuodessa (CAGR). Lukua nostaa erityisesti viime vuoden hurja kasvuloikka, kun liikevaihto nousi peräti 77 %.

Viime vuoden poikkeuksellisen vahvan kasvun takana oli monia tekijöitä, mutta tärkeimmät näistä olivat näkemyksemme mukaan 1) Kiinan tehtaan valmistuminen vuoden 2015 lopussa ja 2) Kiinan turvallisuusmarkkinan poikkeuksellisen nopea kasvu valtion merkittävien investointien takia. Vastaavia lukuja tuskin nähdään tulevaisuudessa, mutta yleisesti ottaen kasvunäkymät ovat edelleen vahvat.

Kannattavuus kulkee investointien ja volyymin mukana

DT:n kannattavuus on ollut viimeisen kuuden vuoden aikana keskimäärin hyvällä noin 12 %:n tasolla, kun tarkastellaan liikevoittomarginaalia. Kannattavuus on kuitenkin vaihdellut merkittävästi "tuotesyklien" ja investointien mukana. Heikoimmillaan liikevoittomarginaali oli vuonna 2011 noin 4 %, kun taas vuosina 2012 ja 2013 marginaali oli vahvalla noin 13 %:n tasolla. Viime vuosi oli myös kannattavuuden suhteen poikkeuksellisen hyvä ja liikevoittomarginaali nousi peräti 19,6 %:in. Tämä oli käsityksemme mukaan DT:n historian paras kannattavuus ja myös absoluuttinen tulos.

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 alas. Vaikka ennustamme yhtiön kannattavuuden pysyvän poikkeuksellisen korkealla tasolla lähivuosina, on mielestämme todennäköistä, että edessä on myös selvästi heikompia vuosia.

Kevyt, mutta vahva tase

DT:n tase oli heikossa kunnossa vuosina 2012-2014, mutta yhtiön taloudellinen tilanne on ollut listautumisen jälkeen nyt erittäin vahva. Nettovelkaantumistaso oli vuoden 2016 lopussa -27 %, kun se vuonna 2014 oli 654 %. Omavaraisuusaste oli 57 % vuoden 2016 lopussa, kun se vuoden 2014 lopussa oli vain 7 %. Nykyinen tase tarjoaakin yhtiölle selkeää liikkumavaraa kasvuinvestointeja silmällä pitäen.

Yhtiön taserakenne on yhtiön liiketoimintamallin ansiosta hyvin kevyt. Pysyvät vastaavat olivat vuoden 2016 lopussa vain 12 % yhtiön taseen loppusummasta, missä oli aineettomia hyödykkeitä 1,6 MEUR ja aineellisia hyödykkeitä vain 4,7 MEUR. Yhtiön aineelliset hyödykkeet koostuvat pääosin tehtaiden laitteista, sillä yhtiö on käsityksemme mukaan vuokralla kaikissa sen toimitiloissa. Vaihtuvat vastaavat olivat noin 88 % yhtiön taseesta vuoden 2016 lopussa. Vaihtuvista vastaavista noin 22 % oli kiinni varastossa, noin 33 % likvidejä varoja ja loput noin 45 % myyntisaamisia, joita käsittelemme seuraavassa kappaleessa lisää.

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

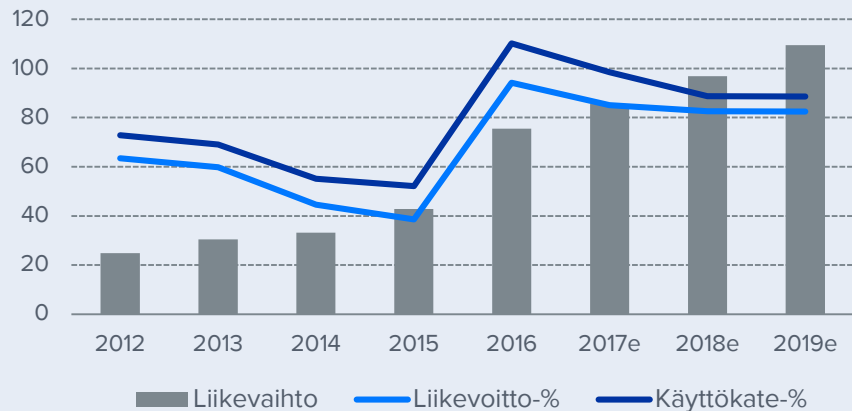
ja vuoden vaihteessa taseessa oli myyntisaatavia 20,4 MEUR (2015: 12,9 MEUR, 2014: 6,6 MEUR). Myyntisaamiset ovatkin jo yhtiön taseen selvästi suurin yksittäinen erä ja vastaavat noin 40 % taseen loppusummasta.

DT:n asema arvoketjussa johtaa siihen, että yhtiön käyttöpääoma on ja tulee pysymään korkeana. Vuoden 2016 lopussa käyttöpääoma oli kuitenkin arviomme mukaan epätavallisen korkea noin 21,5 % liikevaihdosta, kun arviomme käyttöpääoman olevan yhtiölle "normaalilla" kasvuvauhdilla noin 15-20 %:n tasolla suhteessa liikevaihtoon. DT:n pitäisi pystyä vapauttamaan käyttöpääomaa tänä vuonna, kun liikevaihdon kasvu ainakin normalisoituu. Itse liiketoiminta ei mielestämme vaadi merkittäviä investointeja ja tase on vahva, joten suuri ongelma käyttöpääoma ei toistaiseksi ole.

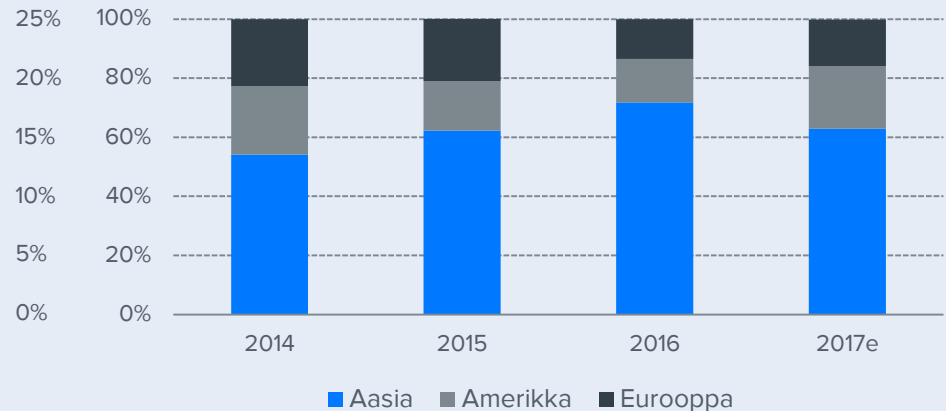
DT on kirjannut vuodesta 2015 lähtien 1,5 % liikevaihdosta takuuvaruksena ja tämän vaikutus vuoden 2015 tulokseen oli noin 0,6 MEUR. Yhtiö tekee lisätakuuvarausta liikevaihdon kasvun verran, mutta vuonna 2016 liikevaihdon 32,7 MEUR:n kasvu aiheutti kuitenkin noin 0,5 MEUR takuuvaruksen. Tämä parantaa edelleen yhtiön taloudellista suoritusta viime vuonna. Tänä vuonna kasvun hidastuessa myös tämän kirjauksen merkitys pienenee, mikä tukee hieman suhteellista kannattavuutta. Olemme huomioineet takuuvaruksen 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.

Taloudellinen tilanne (1/2)

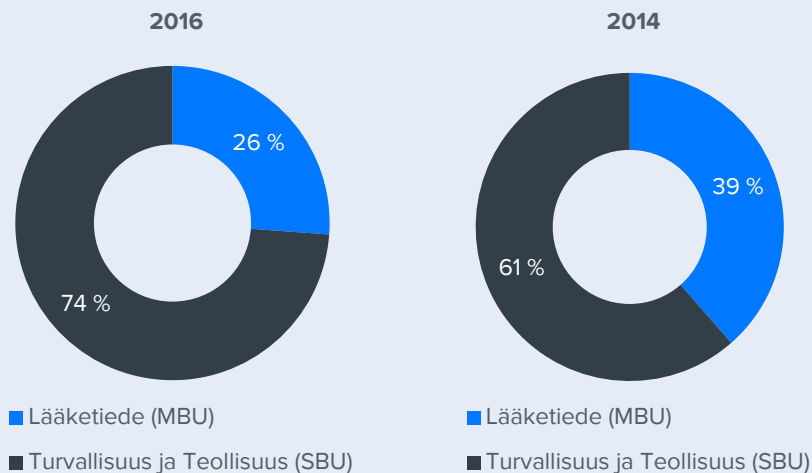
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys (MEUR, %)



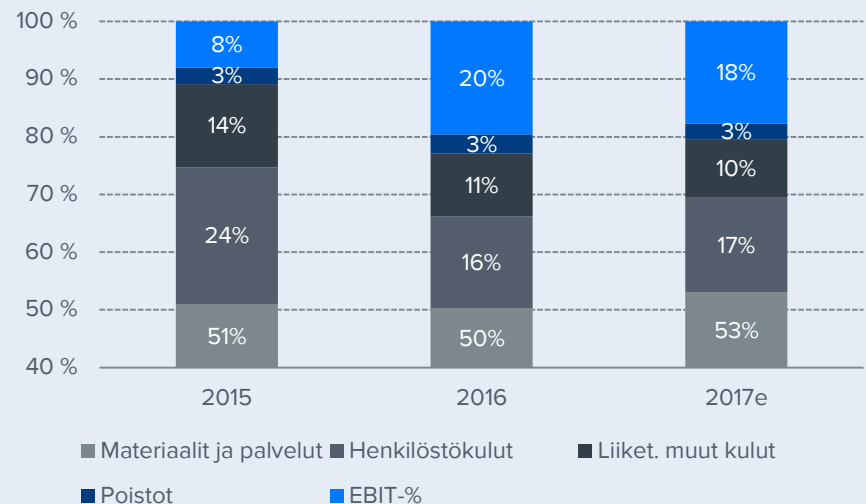
Liikevaihdon jakautuminen



Liikevaihdon jakautuminen

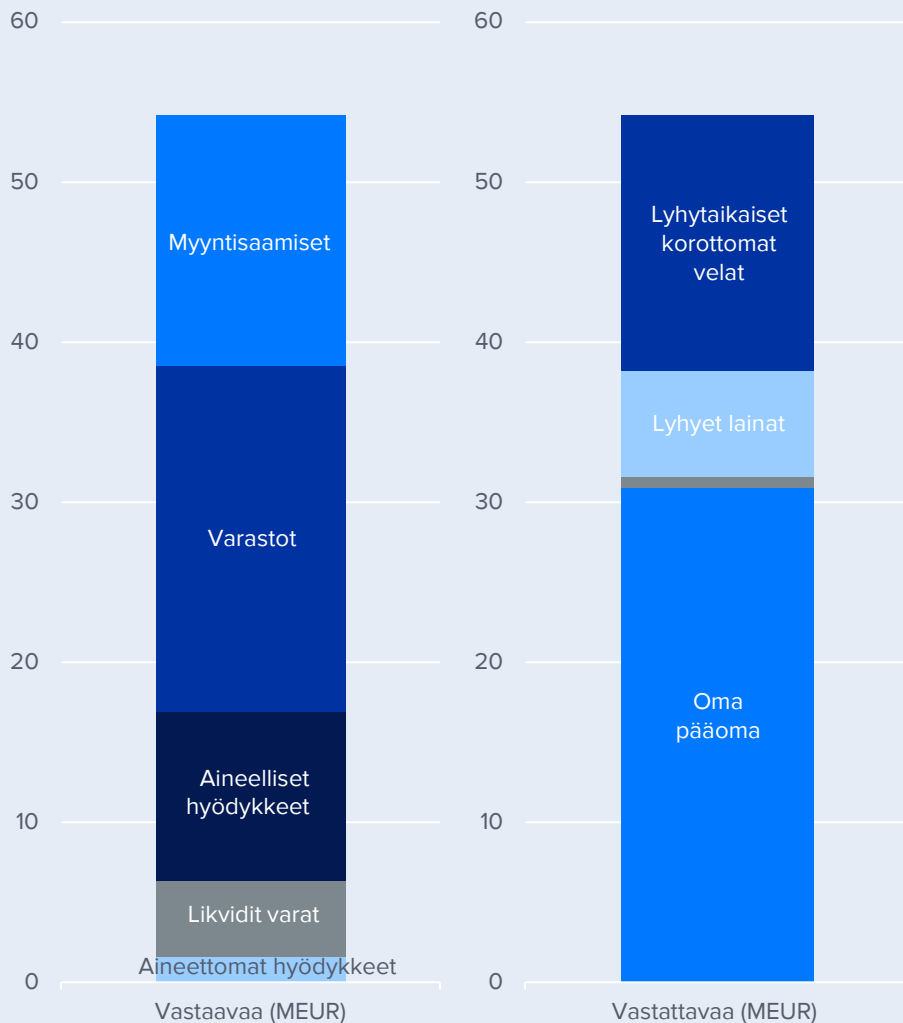


Kulurakenteen kehitys

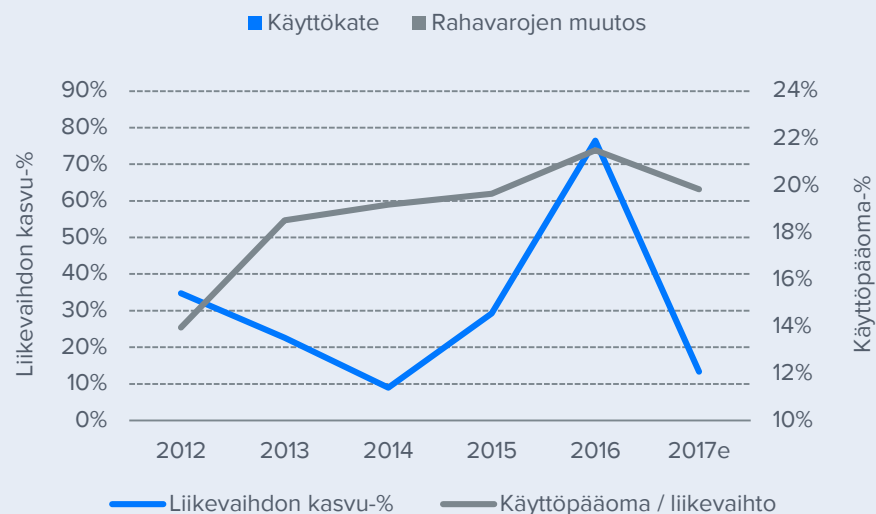
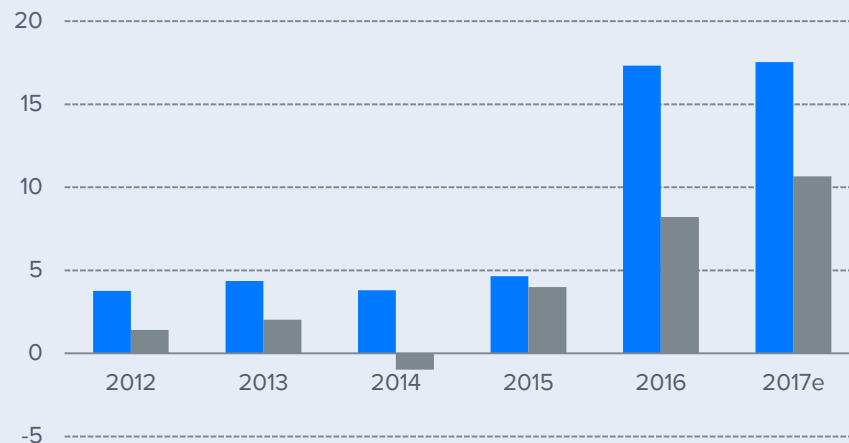


Taloudellinen tilanne (2/2)

Taserakenne 2016



Käyttökatteen ja rahavarojen kehitys (MEUR)



Ennusteet ja arvonnääritys (1/4)

Ennusteet

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. Ulkopuolelta liikevaihdon kehitystä on vielä huomattavasti vaikeampi arvioida, koska esimerkiksi uusien tuotteiden ylösajot voivat vaikuttaa merkittävästi liiketoimintayksiköiden liikevaihtoon. Liikevaihto on myös keskittynyt voimakkaasti suuriin asiakkaisiin, joiden volyymin mukana myös DT:n kysyntä vaihtelee. Yleensä volyymit ovat kuitenkin kohtuullisen stabiileja sen jälkeen, kun tuotteet on ajettu tuotantoon. Myös toimittajien vaihtaminen on alalla harvinaista kesken tuotteen elinkaaren, mutta uusille tuotteille kilpailutus on voimakasta.

Yhtiön kustannusrakenne on suhteellisen selkeä, kun volyymit arvioidaan oikein. Tuotemarginaalit ovat yleensä korkeita ja vuosina 2011-2016 vaihdelleet suunnilleen 44-50 %:n tasolla. Tätä kehitystä on vaikea arvioida, koska siihen vaikuttaa myyntimix, tuotteiden elinkaaret ja muut vastaavat asiat. Taso on kuitenkin ollut suhteellisen vakaa viime vuosina.

Sen sijaan henkilöstökulut ja muut liiketoiminnan kulut ovat varsin suoraviivaisia ja pitkälti skaalautuvia. Yhtiö työllisti vuoden 2016 lopussa 416 henkilöä, mutta yhtiön oma tuotanto on kuitenkin pitkälti 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 kilpailukyvn varmistamiseen. Kaikki T&K-kustannukset kirjataan kuluiksi, eikä niitä aktivoida taseeseen. Tämä on mahdollista FAS-kirjanpidon alla.

Kasvu- ja kannattavuuskehitys on osittain myös yhtiön oma strateginen valinta. Arviomme mukaan yhtiö voisi parantaa kannattavuuttaan selvästi esimerkiksi fokuoitoimalla korkeimman katetason tuotteisiin, mutta tämä heikentäisi selvästi kasvumahdollisuuksia. Kokonaisuudessaan tuloskehityksen ennustaminen on haastavaa, mutta eniten epävarmuutta liittyy liikevaihtoon. Käsitksemme mukaan DT tulee keskittymään lähivuosina voimakkaasti kasvuun varsinkin, kun kannattavuus on jo yli yhtiön tavoitetason. Strategisesta valinnasta voi tulla tulevaisuudessa vaikeampi. Jos esimerkiksi markkinaosuuden kasvattamisesta tulisi suhteellisesti kalliimpaa ja kannattavuus laskisi 15 %:n tuntumaan, voisi kannattavuus nousta suurempaan fokukseen.

DT:lle olennaisten markkinoiden arvioidaan kasvavan lähivuosina noin 5-7 %:n vuosivauhtia.

Vuosi 2016 oli poikkeuksellisen vahva

Viimeistään vuosi 2016 oli DT:n läpimurto erinomaisesti kannattavien kasvuyhtiöiden joukkoon. Yhtiön liikevaihto nousi kokonaan uudelle tasolle kasvaen 77 % edellisvuodesta, ja samalla kannattavuus nousi historiallisen korkealle tasolle. 2016 liikevoittoprosentti oli peräti 19,6 %, mikä jättää yhtiön keskipitkän

aikavälin tavoitteen (>15 %) kauas taakse. Kannattavuutta nosti jonkin verran normaalitasoon nähden alhaiseksi jääneet T&K-kulut (8,0 %, normaalitaso noin 10 %), mutta tästä huolimatta suoritus oli hurja. Liikevoitto hyppäsi vahvan kasvun ja erinomaisen kannattavuuden takia 14,8 MEUR:oon (2015: 3,4 MEUR).

Yhtiö onnistui hyödyntämään erityisesti Kiinan turvallisuusmarkkinan erittäin vahvan kasvun, mitä ajoi muun muassa valtion kiristämät postin läpivalaisuvaatimukset. Pekingin vuoden 2015 loppupuolella valmistunut DT:n uusi tehdas pystyi reagoimaan nopeaan kysynnän kasvuun erittäin hyvin, minkä ansiosta yhtiö pystyi vahvistamaan markkina-asemaansa selvästi. Vuoden 2016 kasvuajuri olikin Turvallisuus- ja teollisuus-yksikkö, jonka liikevaihto kasvoi 109%. Tämä korreloi varsin hyvin Aasian markkina-alueen 104 %:n liikevaihdon kasvun kanssa.

Yhtiö itsekkin kuvaili erinomaista vuotta 2016 poikkeuksellisenä. Täysosuman jälkeen tuloskasvu jää väkisin tänä vuonna heikoksi.

Erinomainen tuloskehitys jatkoi Q1:llä

Erinomainen tuloskehitys jatkui myös Q1'17:llä. Liikevaihto kasvoi Q1:llä 22,7 % 18,9 MEUR:oon (Q1'16: 15,4 MEUR). Kasvu veti tällä kertaa Lääketiedeliiketoimintayksikkö, jonka liikevaihto kasvoi 94,5 % vauusta vertailukaudesta. Sen sijaan Turvallisuus- ja Teollisuus-yksikön liikevaihto kasvoi Q1:llä vain 1,7 %. Hidastuminen johtui erityisesti logistiikkayritysten laiteostojen vähentymisestä Aasiassa. Kiinan postin tiukentuneisiin turvamääräyksiin liittyvä hyppäys on siis ilmeisesti ohi, mutta DT on kuitenkin pystynyt paikkaamaan sitä uusilla tuotteilla.

Ennusteet ja arvonnääritys (2/4)

Samat muutokset heijastuivat myös myynnin jakaumaan, joka tasautui selvästi. Alueellisesti myynti kasvoi voimakkaasti Amerikoissa (+40 %), kun taas Aasiassa kasvu taistui (-8 % vertailukaudesta). Aasian osuus yhtiön liikevaihdosta oli Q1:llä 57 %, Euroopan 19 % ja Amerikoiden 24 %. Mielestämme on positiivista, että DeeTee liikevaihto jakautuu nyt paremmin eri alueilla sekä tuotteissa että maantieteellisesti. Tämä luo yhtiölle aikaisempaa vakaamman pohjan.

Q1-liikevoitto oli 3,7 MEUR (Q1'16: 2,3 MEUR) eli liikevoittomarginaali oli edelleen erinomainen 19,6 % (Q1'16: 14,9 %). T&K-kulut olivat Q1:llä suunniteltua alemmat eli 8,1 % liikevaihdosta (normaalitaso noin 10 %), mikä selittää hieman korkeaa lukemaa. Joka tapauksessa Q1-kannattavuudessa ei ollut vielä näkyvissä mitään heikkouden merkkejä.

2017 ennusteet: kasvu jatkuu...

Vuoden 2017 alku oli vahva ja tulos parani selvästi vertailukaudesta. Loppuvuodelle vertailuluvut ovat kuitenkin selvästi haastavampia, mikä tekee merkittävästä kasvusta selvästi vaikeampaa.

Q1-katsauksessa DT arvioi kasvun jatkuvan kuluvana vuonna, mutta korosti jälleen loppuvuoden kysyntään liittyvää epävarmuutta (ei vielä näkyvyyttä). Tämä käytännössä kertoo meille vain sen, että kasvunäkymät ovat edelleen vahvat. Arvioimme koko vuoden 2017 liikevaihdon kasvu olevan 13,3 %, mikä tarkoittaa kasvun hidastuvan selvästi vertailukaudesta viime vuoden lopun erinomaisia tasoja lähestyttäessä. Q4:llä odotamme liikevaihdon

kasvun olevan vain 1,7 %, mutta on tärkeää huomata, että vertailukausi oli täysosuma.

Lisäksi on hyvä huomioida, että Pekingin tehtaan laajennusprojekti valmistuu toukokuussa. Yhtiön mukaan laajennus mahdollistaa kapasiteetin nostamisen vastaamaan yhtiön keskipitkän aikavälin tarpeita. Meille tämä tarkoittaa, ettei lähivuosina tarvitse huolehtia kapasiteetin riittävydestä. Viime vuonna esille noussut huolenaihe voidaan siis ainakin toistaiseksi unohtaa.

...mutta marginaalipaineet pysyvät

Liikevaihdon hyvästä kasvusta huolimatta paineet kannattavuuden normalisoitumisesta lähemmäs yhtiön 15 %:n tavoitetta ovat kuitenkin edelleen olemassa. Yhtiö toisti Q1:llä jälleen keskipitkän aikavälin liiketoimintanäkymät eli pyrkii kasvattamaan myyntiään vähintään 15 % vuodessa ja saavuttamaan >15 %:n liikevoittomarginaalin. Myös tämä mielestämme indikoi, ettei viime vuoden kannattavuustaso ole ainakaan toistaiseksi kestävällä pohjalla.

Yhtiö kertoi Q1-raportissa yhä kiristyvän kilpailun heijastuvan tuotehintoihin. Vastaavia kommentteja on kuulunut aikaisemminkin ja toistaiseksi kannattavuus on pysynyt erinomaisena, mutta lopulta hinnoittelu tulee kuitenkin kiristymään. Esimerkiksi DT:n erinomainen menestys huomioiden on mielestämme selvää, että toimialalle syntyy uutta kilpailua ennen pitkää. Paine on ilmeisesti erityisen kova lääketiedepuolella, jossa suurilla asiakkaila on käynnissä kulukuuri.

Arviomme mukaan loppuvuonna T&K-kulujen

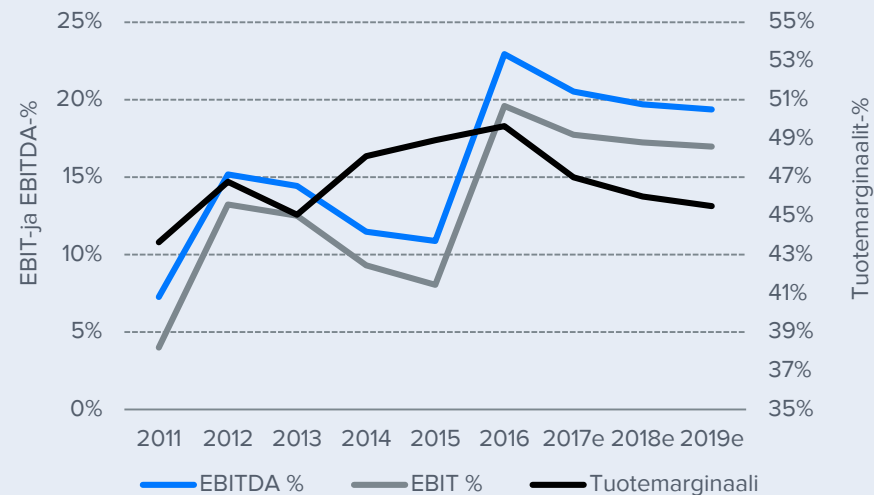
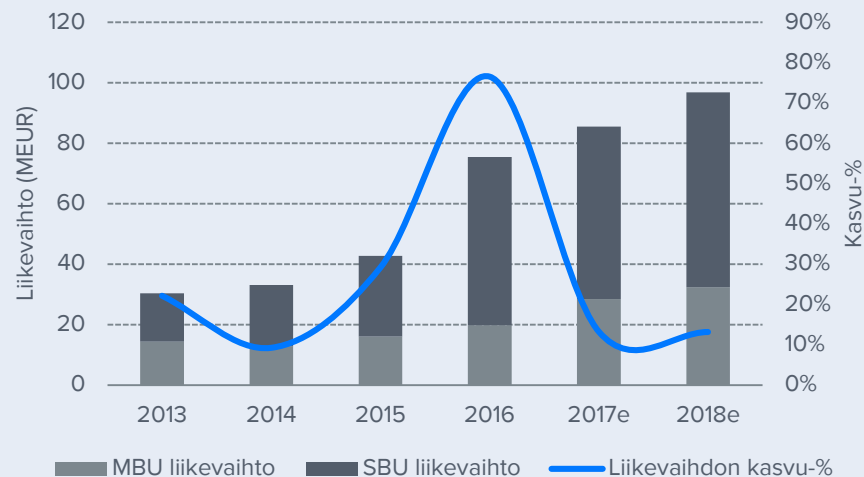
normalisoituminen ja hintapaine tulevat painamaan liikevoittomarginaalia, jonka odotamme kuitenkin säilyvän erittäin hyvällä tasolla kiinteiden kulujen skaalautuessa edelleen kasvun mukana (2017e: 17,7 % vs. 2016: 19,6 %). Kannattavuuden heikentyminen lähemmäs ”normaalia” tasoa tarkoittaa samalla, että ennustamme tuloskasvun jäävän tänä vuonna olemattomaksi.

2018 ennusteet: sama kehitys jatkuu

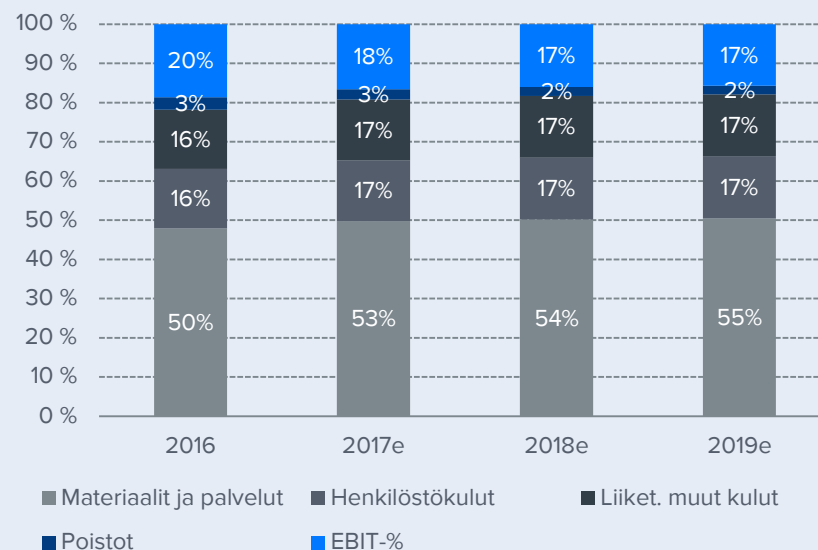
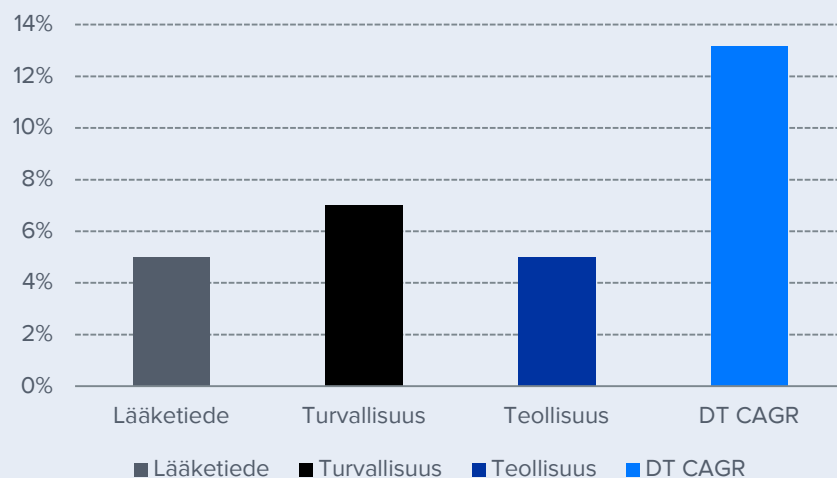
Odotamme DT:n voimakkaan kasvun jatkuvan reilun 13 %:n vauhtia myös vuonna 2018. Kasvu voi lopulta olla huomattavasti korkeampaa yhtiön onnistuessa edelleen voittamaan markkinaosuuksia ja historiallisen kehityksen perusteella (2011-2016 CACR: 33 %) ennusteemme ovat erittäin maltillisia. Samalla on kuitenkin 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 noin kaksinkertainen markkinoiden kasvuun suhteutettuna.

Odotamme myös vuonna 2017 alkavan kannattavuuden ”normalisoitumisen” jatkuvan. Ennustamme vuoden 2018 liikevoittomarginaalin olevan noin 17,2 %, mikä on mielestämme edelleen erittäin hyvä taso. Tämä vaatii taakseen liikevaihdon kasvua, marginaalipaineen pysymistä kohtuullisena sekä erittäin hyvää kulukontrollia yhtiöltä. Ennusteisiin liittyvä epävarmuus on kuitenkin erittäin korkea.

Avainlukujen ennustettu kehitys



Markkinoiden ja DT:n kasvuennuste 2017-2019



Ennusteet ja arvonnääritys (3/4)

Arvostus

Viime vuonna nähtiin voimakas "tasokorjaus"

DT:n osakekurssi nousi vuonna 2016 hurjat 185 %. Valtaosa tasohyppäyksestä voidaan selittää erinomaisella tuloskehityksellä, mutta toisaalta arvostuskertoimet ovat nyt kohtuullisen korkeita vuoden 2016 todella kovalla tulostasolla. Näin ollen odotuksia myös DT:n tulevaisuuden tuloskehitykselle on ladattu osakekurssiin aivan eri tavalla kuin vuosi sitten. Viimeisen 250 pörssipäivän aikana DT:n osakekurssi onkin noussut noin 107 %. Erittäin vahvasti on kehittynyt myös verrokkiryhmä, jonka mediaani kurssinousu jaksolla on noin 40 %. Koko sektorin kehitys on ollut siis erinomaista viime aikoina.

Arvostus korkea, mutta perusteltavissa kasvun jatkuessa vahvana

Osakkeen arvostustaso on mielestämme kohtuullinen, vaikka sisältääkin merkittäviä kasvuodotuksia lähivuosille. Vuoden 2017 ennusteilla P/E on noin 19x ja EV/EBITDA alle 12x. Mielestämme nämä ovat tärkeimmät arvostuskertoimet huomioiden DT:n sijoittajaprofiili. Lisäksi nojaamme suhteellisen heikon näkyvyyden takia toistaiseksi vuoden 2017 kertoiimiin.

Yhtiöllä on lyhyt pörssihistoria, joten normalisoitua hyväksyttävää arvostustasoa on hankala määrittää. Vuosina 2015-2016 kertaeristä oikaistut P/E-luvut olivat keskimäärin noin 18x ja vastaavat EV/EBITDA-luvut noin 10x tasoilla. Näitä kertoiimia vasten nykyinen korkeampi arvostustaso erinomaisella tulostasolla on haastava, mutta toisaalta DT

todisti vuonna 2016 strategiansa toimivuuden ja vahvasti selvästi asemaansa toimialalla.

Mielestämme arvostus vaatii vahvaa tuloskehitystä myös lähivuosina, jolloin yhtiön kannattavuuden kestävyttä oikeasti mitataan. Taseen vahvistuminen ja parantuva kassavirta antavat kuitenkin tiettyä tukea EV-pohjaisille kertoiimille.

Alennuksessa suhteessa verrokkiryhmään

Vaikka DT:n arvostuskertoimet ovat absoluuttisesti varsin korkeita, on yhtiö tällä hetkellä verrokkiryhmän keskimääräistä tasoa edullisempi. Verrokkiryhmän (kts. sivu 31) keskimääräinen P/E-kerroin on lähes 25x ja EV/EBITDA-luku 13x Reutersin vuoden 2017 konsensusennusteilla. Vuoden 2018 DT:n alennus suhteessa verrokkeihin supistuu hieman käyttämällämme kertoiimilla, mutta kokonaisuudessaan avainlukuilla DT:n aliarvostus suhteessa verrokkeihin on 10-15 %.

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 220 MEUR) kuin valtaosa verrokkiryhmästä (ryhmän mediaani MCAP noin 1,35 miljardia euroa), mikä voi nostaa yhtiön riskiprofiilia yhdistettynä keskittyneeseen asiakaskuntaan. Viimeaikaisten esityksien perusteella emme kuitenkaan näe syytä näin merkittävälle aliarvostukselle. DT on viimeisen vuoden aikana kehittynyt voimakkaasti sektoria paremmin eli voittanut markkinaosuuksia.

Verrokkien keskimääräistä arvostustasoa pidämme kuitenkin korkeana, minkä takia

suhtaudumme tietyllä varovaisuudella verrokkiryhmän indikoimaan nousuvara. Vaikka sektorin kasvunäkymät ovat erinomaiset, olemme hieman huolestuneita tällä hetkellä korkealla olevien kannattavuustasojen kestävydestä.

Sektorin merkittävimmän kilpailijan eli japanilaisen Hamamatsun kertoiimet (2017e P/E 35x ja EV/EBITDA 14x) ovat selvästi DT:n vastaavia korkeampia. Sektorilla on siis hyväksytty myös huomattavasti korkeampia arvostuksia, mutta emme silti pidä näitä hyväksyttävänä DT:lle ainakaan tässä vaiheessa.

Hyväksymme yhtiölle P/E-luvun 20x

Mielestämme suunnilleen P/E 20x kuluvan vuoden tuloksella on DT:lle tällä hetkellä hyväksyttävä taso. Tämä vastaa EV/EBITDA-kerroin 12-13x. Arviomme mukaan yhtiön tuloskasvu jää kuitenkin tänä vuonna lähes olemattomaksi, minkä takia tämäkin on korkea kerroin.

Vuonna 2018 yhtiö palaa arviomme mukaan tuloskasvu-uralle, kun vuoden 2016 tasokorjaus on sulateltu ja marginaalien heikentyminen ei vaikuta enää niin voimakkaasti. Tuloskasvu (2018e EPS: +7 %) on kuitenkin suhteellisen alhaista, koska ennustamme yhtiön marginaalien olevan lähivuosina paineessa. Osittain EPS:n kasvuun tähän vaikuttaa myös optioiden mukana kasvava osakemäärä (2018e: +3,4 %). Jos yhtiö pystyy vastoin odotuksiamme pitämään vuoden 2016 erinomaisen kannattavuuden myös tulevaisuudessa ja tulos kasvaisi suhteessa liikevaihdon mukana, tarjoaisi tuloskasvu enemmän tukea arvostukselle.

Ennusteet ja arvonnääritys (4/4)

Yksi mahdollinen positiivinen ajuri arvostusta ajatellen on mahdollinen pörssin päälisalle siirtyminen. Toistaiseksi yhtiö ei ole kuitenkaan nähnyt siirtymää houkuttelevana ja on tyytyväinen asemaansa First North-listalla, joten ainakaan lähitulevaisuudessa emme tätä odota.

Pidemmällä aikavälillä pidämme DT:tä mahdollisena yritysostokohteena, mutta uskomme yhtiön pääomistajan (G.W.Sohlberg omistaa lähes 39 %) haluavan katsoa kehityskaarta vielä pidemmälle. Tämä yritysosto-optio nostaa mielestämme kuitenkin hieman hyväksyttäviä kertoimia.

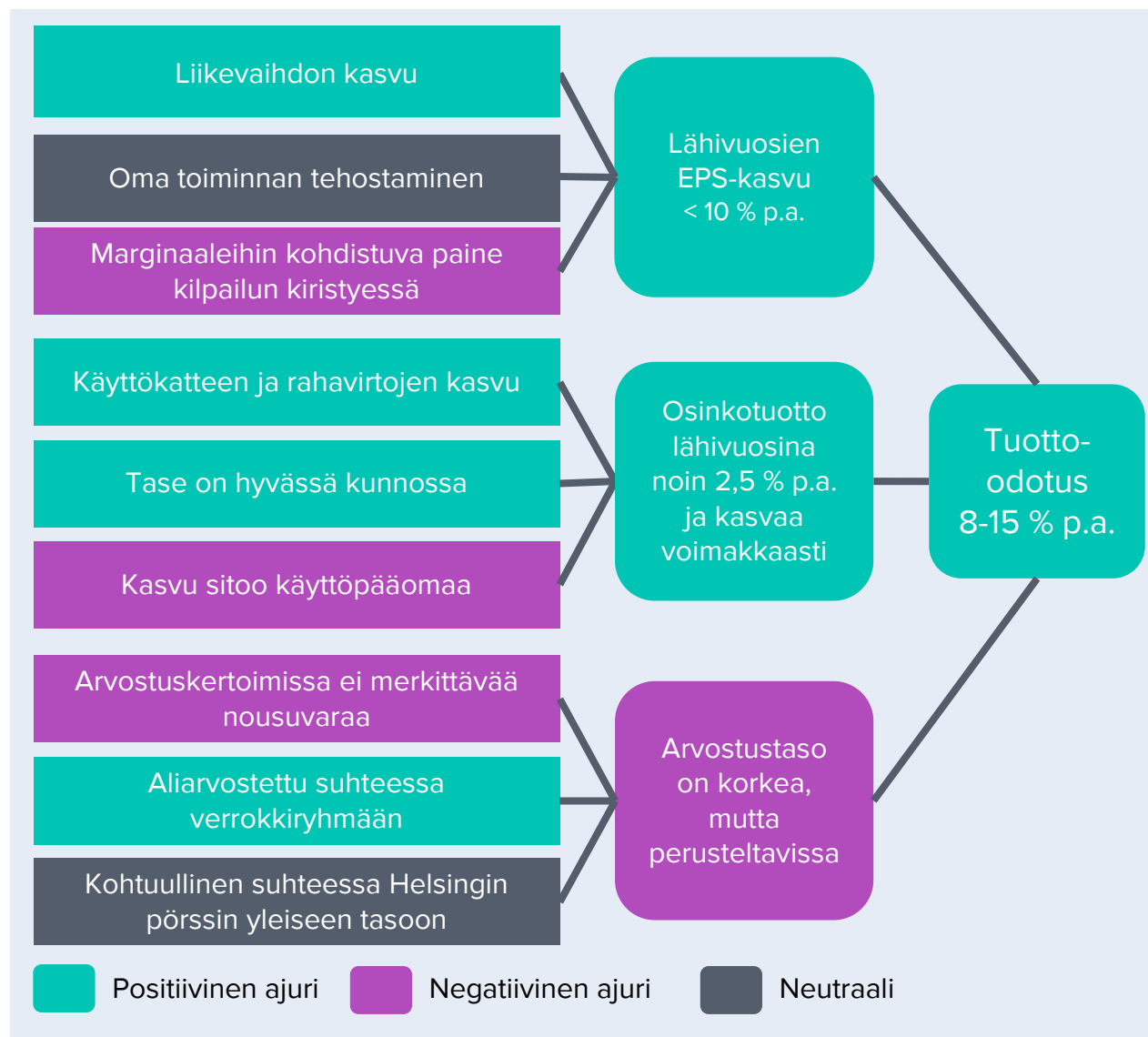
Paineet kasvavat odotuksien mukana

Suhteellisen korkeisiin arvostuskertoimiin liittyy sijoittajien kannalta myös merkittäviä riskejä. Jos DT:n tuloskehitys heikentyisi oleellisesti, voisivat myös yhtiölle hyväksyttävät arvostuskertoimet laskea huomattavasti. Tämä nostaa mielestämme osakkeen riskiprofiilia selvästi.

Näkyvyys tuloskehitykseen ei ole hyvä, koska yksittäiset asiakkaat voivat aiheuttaa merkittäviä heilahduksia kvartaaleilla. Tulospettymyksiin ei mielestämme kuitenkaan ole varaa, kun P/E-kerroin on tasolla 20x. Korkealle viritetyt odotukset ovat tässä mielessä selkeä riski.

Toistamme lisää-suosituksen

Mielestämme osakkeen tuotto-odotus on selvästi positiivinen vahvojen ajurien ansiosta, minkä takia toistamme lisää-suosituksemme tavoitehinnalla 18,0 euroa. Olemme avanneet seuraavassa tuotto-odotuksemme sekä sen muodostumisen DT:n osakkeelle.



Ennusteet

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	42,8	15,4	17,5	19,2	23,5	75,5	18,9	20,9	21,9	23,9	85,5	96,8	109,4
<i>Lääketiede</i>	<i>16,1</i>	<i>3,5</i>	<i>2,5</i>	<i>5,1</i>	<i>8,7</i>	<i>19,8</i>	<i>6,8</i>	<i>5,5</i>	<i>6,8</i>	<i>9,4</i>	<i>28,4</i>	<i>32,4</i>	<i>36,6</i>
<i>Turvallisuus ja Teollisuus</i>	<i>26,7</i>	<i>11,9</i>	<i>15,0</i>	<i>14,0</i>	<i>14,9</i>	<i>55,8</i>	<i>12,1</i>	<i>15,4</i>	<i>15,1</i>	<i>14,5</i>	<i>57,1</i>	<i>64,4</i>	<i>72,8</i>
Käyttökate	4,6	2,6	3,7	4,7	6,3	17,3	4,3	4,2	4,5	4,6	17,5	19,1	21,2
Poistot ja arvonalennukset	-1,2	-0,4	-0,5	-0,6	-1,1	-2,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-2,4	-2,4	-2,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,5	2,3	3,2	4,1	5,2	14,8	3,7	3,6	3,9	4,0	15,1	16,7	18,6
Liikevoitto	3,4	2,3	3,2	4,1	5,2	14,8	3,7	3,6	3,9	4,0	15,1	16,7	18,6
<i>Konserni</i>	<i>4,5</i>	<i>2,3</i>	<i>3,2</i>	<i>4,1</i>	<i>5,2</i>	<i>14,8</i>	<i>3,7</i>	<i>3,6</i>	<i>3,9</i>	<i>4,0</i>	<i>15,1</i>	<i>16,7</i>	<i>18,6</i>
<i>Kertaluonteiset erät</i>	<i>-1,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
Nettorahoituskulut	-2,4	-0,5	-0,2	0,2	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,5	-0,2
Tulos ennen veroja	1,1	1,8	3,0	4,3	5,5	14,6	3,5	3,4	3,7	3,9	14,6	16,2	18,4
Verot	-0,1	-0,5	-0,6	-0,9	-1,3	-3,2	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-2,9	-3,2	-3,7
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,9	1,4	2,5	3,4	4,1	11,4	2,8	2,8	3,0	3,1	11,7	13,0	14,7
EPS (oikaistu)	0,26	0,11	0,19	0,27	0,31	0,85	0,20	0,20	0,21	0,23	0,84	0,90	1,02
EPS (raportoitu)	0,07	0,11	0,19	0,27	0,31	0,85	0,20	0,20	0,21	0,23	0,84	0,90	1,02

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	<i>29,2 %</i>	<i>71,3 %</i>	<i>87,8 %</i>	<i>105,9 %</i>	<i>54,7 %</i>	<i>76,5 %</i>	<i>22,7 %</i>	<i>19,7 %</i>	<i>14,2 %</i>	<i>1,7 %</i>	<i>13,3 %</i>	<i>13,2 %</i>	<i>13,0 %</i>
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	<i>9,9 %</i>	<i>208,6 %</i>	<i>468,3 %</i>	<i>412,6 %</i>	<i>115,2 %</i>	<i>226,6 %</i>	<i>61,3 %</i>	<i>11,9 %</i>	<i>-6,0 %</i>	<i>-22,9 %</i>	<i>2,3 %</i>	<i>10,2 %</i>	<i>11,2 %</i>
<i>Käyttökate-%</i>	<i>10,9 %</i>	<i>17,2 %</i>	<i>21,3 %</i>	<i>24,4 %</i>	<i>26,8 %</i>	<i>22,9 %</i>	<i>22,7 %</i>	<i>20,0 %</i>	<i>20,4 %</i>	<i>19,4 %</i>	<i>20,5 %</i>	<i>19,7 %</i>	<i>19,4 %</i>
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	<i>10,6 %</i>	<i>14,9 %</i>	<i>18,3 %</i>	<i>21,4 %</i>	<i>22,3 %</i>	<i>19,6 %</i>	<i>19,6 %</i>	<i>17,1 %</i>	<i>17,6 %</i>	<i>16,9 %</i>	<i>17,7 %</i>	<i>17,2 %</i>	<i>17,0 %</i>
<i>Nettotulos-%</i>	<i>2,2 %</i>	<i>8,9 %</i>	<i>14,1 %</i>	<i>17,9 %</i>	<i>17,5 %</i>	<i>15,1 %</i>	<i>14,9 %</i>	<i>13,2 %</i>	<i>13,6 %</i>	<i>13,1 %</i>	<i>13,7 %</i>	<i>13,4 %</i>	<i>13,4 %</i>

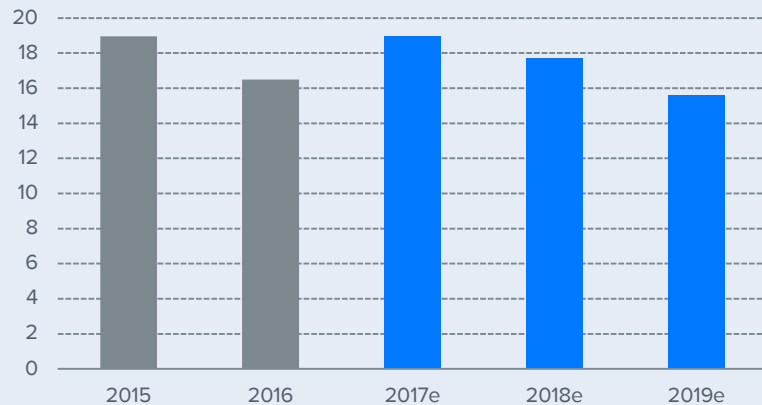
Lähde: Inderes

Arvostus yhteenveto

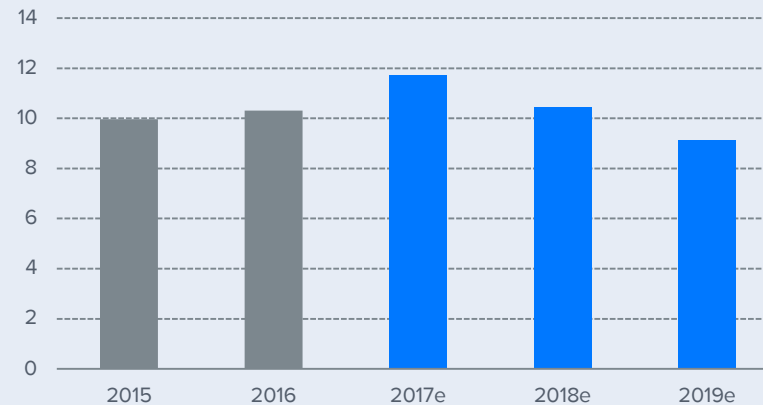
Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi				4,90	13,98	15,95	15,95	15,95
Markkina-arvo				63	188	222	222	222
Yritysarvo (EV)				57	179	206	199	194
P/E (oik.)				19,0	16,5	19,0	17,7	15,6
P/E				68,3	16,5	19,0	17,7	15,6
P/Kassavirta				-103,3	41,6	20,8	19,6	19,4
P/B				3,0	6,1	5,7	4,6	3,9
P/S				1,5	2,5	2,6	2,3	2,0
EV/Liikevaihto				1,3	2,4	2,4	2,1	1,8
EV/EBITDA				10,0	10,3	11,7	10,4	9,1
EV/EBIT				12,8	12,1	13,6	11,9	10,4
Osinko/tulos (%)				97,6 %	29,5 %	35,7 %	44,4 %	48,9 %
Osinkotuotto-%				1,4 %	1,8 %	1,9 %	2,6 %	3,2 %

Lähde: Inderes

P/E (oikaistu)



EV/EBITDA



Lähde: Inderes 30.5.2017

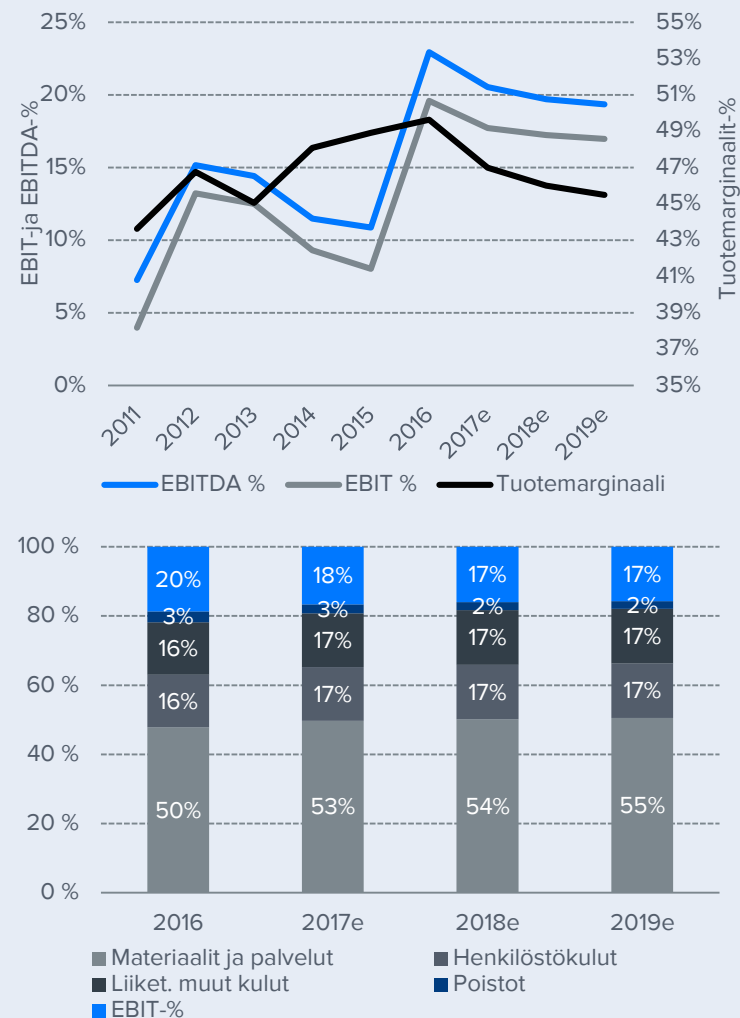
Verrokkiryhmän arvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Detection Technology	15,95	214	205	14,0	13,5	12,1	11,0	20,0	18,6	1,9	2,3	5,7
Analogic	72,05	804	667					22,7	21,1			
Smiths Group	1591,13	7231	7951	13,2	12,4	10,9	10,4	16,6	16,4	2,8	2,8	3,4
Hamamatsu Photonics	3540,00	4775	4187			14,3	12,5	35,0	31,6	1,0	1,0	3,1
Jenoptik	25,04	1433	1418	18,2	16,3	13,4	12,1	23,0	21,1	1,1	1,3	2,8
Osi Systems	79,37	1330	1488	30,6	15,4	12,7	8,3	27,5	23,5			2,9
First Sensor	13,45	137	166	17,3	12,4	8,0	6,6	28,6	20,4			1,7
AMS AG	65,90	5098	5368	39,6	18,1	20,3	12,2	41,5	20,3	0,6	0,9	5,1
Bruker Corp	27,04	3863	3798	14,7	12,9	12,6	11,1	24,6	21,9	0,4	0,4	5,2
Nordic Semiconductor	37,00	644	619	32,9	9,6	15,0	7,4	52,8	24,2			5,3
Varian Medican Systems	34,93	1173	1292	3,9	2,8	3,2	2,4	19,4	17,0			3,4
Faro Technologies	35,10	528	395	33,6	13,4	13,1	8,5	63,9	30,2			1,7
Analog Devices	84,74	27037	24791	14,8	13,0	13,3	12,1	20,5	17,4	2,0	2,1	4,0
Detection Technology (Inderes)	15,95	222	206	13,6	11,9	11,7	10,4	19,0	17,7	1,9	2,6	5,7
Keskiarvo				21,2	12,7	12,4	9,5	30,5	21,8	1,4	1,5	3,7
Mediaani				17,3	13,0	12,9	10,7	24,6	21,1	1,1	1,3	3,4
Erotus-% vrt. mediaani				-21 %	-8 %	-9 %	-3 %	-23 %	-16 %	64 %	103 %	64 %

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

Tuloslaskelma ja kulurakenne

(MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	33	43	76	86	97	109
Kulut	-29	-38	-58	-68	-78	-88
EBITDA	3,8	4,6	17,3	17,5	19,1	21,2
Poistot	-0,7	-1,2	-2,5	-2,4	-2,4	-2,6
Liikevoitto	3,1	3,4	14,8	15,1	16,7	18,6
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>-1,0</i>	<i>-1,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>4,1</i>	<i>4,5</i>	<i>14,8</i>	<i>15,1</i>	<i>16,7</i>	<i>18,6</i>
Rahoituserät	-2,9	-3,1	-1,2	-1,2	-0,9	-0,5
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	2,8	1,1	14,6	14,6	16,2	18,4
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	0,0	-0,1	-3,2	-2,9	-3,2	-3,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	2,8	0,9	11,4	11,7	13,0	14,7
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>3,8</i>	<i>2,0</i>	<i>11,4</i>	<i>11,7</i>	<i>13,0</i>	<i>14,7</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	2,8	0,9	11,4	11,7	13,0	14,7
<i>Osaakekohtainen tulos</i>	<i>0,21</i>	<i>0,07</i>	<i>0,85</i>	<i>0,84</i>	<i>0,90</i>	<i>1,02</i>
Osaakekohtainen tulos (oikaistu)	0,29	0,26	0,85	0,84	0,90	1,02



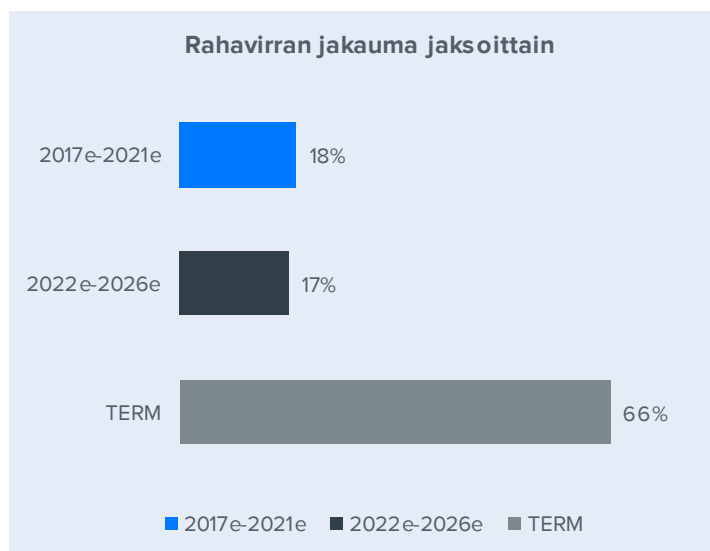
Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	3,7	7,3	6,3	7,2	7,9	Oma pääoma	1,4	21,1	30,9	39,2	48,0
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aineettomat oikeudet	0,7	0,8	1,6	1,9	2,1	Kertyneet voittovarot	-12,7	-10,8	-0,1	8,2	17,0
Käyttöomaisuus	3,0	6,4	4,7	5,3	5,8	Omat osakkeet	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Muu oma pääoma	8,8	26,7	25,8	25,8	25,8
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Pitkäaikaiset velat	10,7	0,8	0,7	1,8	2,3
Vaihtuvat vastaavat	16,4	28,1	47,9	53,0	63,9	Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varastot	5,6	6,8	10,6	12,0	13,6	Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Lainat rahoituslaitoksilta	9,4	0,0	0,0	1,0	1,5
Myyntisaamiset	7,4	13,9	21,6	23,1	25,2	Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvidit varat	3,4	7,4	15,7	17,9	25,1	Muut pitkäaikaiset velat	1,4	0,8	0,7	0,8	0,8
Taseen loppusumma	20,1	35,4	54,2	60,1	71,8	Lyhytaikaiset velat	8,0	13,5	22,6	19,1	21,5
						Lainat rahoituslaitoksilta	1,4	1,2	6,6	1,0	1,0
						Lyhytaikaiset korottomat velat	6,5	11,4	16,0	18,1	20,5
						Muut lyhytaikaiset velat	0,1	0,9	0,0	0,0	0,0
						Taseen loppusumma	20,1	35,4	54,2	60,1	71,8

DCF-kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	14,8	15,1	16,7	18,6	20,2	21,8	22,6	23,2	23,6	24,5	25,5	
+ Kokonaispoistot	2,5	2,4	2,4	2,6	2,6	2,6	2,8	3,0	3,1	3,3	3,4	
- Maksetut verot	-3,2	-2,9	-3,2	-3,7	-4,0	-4,3	-4,5	-4,6	-4,7	-4,9	-5,0	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-7,8	-0,7	-1,3	-2,4	-2,4	-1,8	-1,7	-1,6	-1,4	-1,2	-1,2	
Operatiivinen kassavirta	6,2	13,8	14,5	15,1	16,4	18,1	19,1	19,9	20,6	21,7	22,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-1,6	-3,2	-3,1	-3,6	-3,7	-4,0	-2,9	-3,7	-3,8	-3,8	-4,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	4,5	10,7	11,3	11,5	12,7	14,2	16,2	16,3	16,8	17,9	18,6	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	4,5	10,7	11,3	11,5	12,7	14,2	16,2	16,3	16,8	17,9	18,6	405,3
Diskontattu vapaa kassavirta		10,1	9,9	9,2	9,4	9,6	10,1	9,3	8,9	8,7	8,3	180,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		274,5	264,4	254,4	245,2	235,9	226,2	216,1	206,8	197,9	189,2	180,9
Velaton arvo DCF		274,5										
- Korolliset velat		-6,6										
+ Rahavarat		15,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-3,4										
Oman pääoman arvo DCF		280,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		19,49										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
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)	8,8 %



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 esittäjensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoitus päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoitus päätöksensä 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 suositus myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitus suosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

Inderesin tutkimusta laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistussuosuuksia 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 laatiineen 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
26.5.2015	Vähennä	5,25 €	5,60 €
30.7.2015	Vähennä	4,80 €	5,41 €
30.10.2015	Vähennä	4,70 €	4,85 €
8.12.2015	Vähennä	4,70 €	5,03 €
3.2.2016	Lisää	6,10 €	5,63 €
18.4.2016	Lisää	7,20 €	6,59 €
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 €

Inderes Oy



2015

1 Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

1 Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

1 Ennustetarkkuus



2012, 2016

1 Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017

2 Suositustarkkuus



2017

3 Suositustarkkuus



2017

1 Suositustarkkuus

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 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**