

Ovaro Kiinteistösijoitus

Yhtiöpäivitys

10/05/2019

- Laskemme suosituksemme tasolle vähennä (aik. lisää) ja asetamme tavoitehintamme 4,5 euroon (aik. 5,0 euroa)
- Eilinen Q1-raportti oli meille selkeä pettymys operatiivisen kehityksen osalta, vaikka yhtiölle tärkeät huoneistomyynnit kiihtyivät ja taloudellinen liikkumavara on parantunut
- Olemme laskeneet kuluvan vuoden ja lähivuosien ennusteitamme Q1-raportin myötä. Mielestämme yhtiön saneerauksen onnistumiseen liittyvä riski on kasvanut Q1-raportin jälkeen
- Ovaron osakkeessa voi olla selvää nousuvaraa, mikäli saneeraus onnistuu, mutta kohonneen epävarmuuden takia emme pidä osaketta tällä hetkellä houkuttelevana

Epävarmuustekijöitä on nyt liikaa

Laskemme Ovaro Kiinteistosijoituksen suosituksen tasolle vähennä (aik. lisää) ja asetamme tavoitehintamme 4,50 euroon (aik. 5,0 euroa). Q1-raportti oli operatiivisen kehityksen osalta meille selkeä pettymys ja mielestämme yhtiön saneerauksen onnistumiseen liittyvä riski on hieman kasvanut. Ovaron osakkeessa voi olla selvää nousuvaraa, mikäli saneeraus onnistuu, mutta kohonneen epävarmuuden takia emme pidä osaketta tällä hetkellä houkuttelevana.

Operatiivinen kehitys Q1-kaudella oli meille selkeä pettymys

Ovaron Q1-raportti oli meille pettymys. Raskas kulurakenne ja luottotappiokirjaus painoivat operatiivisen tuloksen tappiolle (-0,2 MEUR), kun olimme odottaneet nollatason operatiivista tulosta. Suurin pettymys oli kuitenkin Ydintoiminta-salkun vuokrausaste mikä ei, vastoin odotuksiamme, noussut juuri ollenkaan vuoden 2018 lopun tasosta. Myönteistä Q1-raportista oli kuitenkin huoneistomyyntien kasvu ja se, että myynnit tapahtuivat odotuksiamme pienemmillä tappioilla. Ovaro myös kertoi eilen käynnistävänsä omien osakkeiden ostot uudestaan, mikä oli lievä myönteinen signaali yhtiön taloudellisesta liikkumavarasta. Emme kuitenkaan odota Ovaron tekevän merkittäviä omien osakkeiden ostoja ennen kuin operatiivinen tuloskehitys on saatu parannettua ja merkittävien lähiaikoina erääntyvien lainojen uudelleenrahoitus varmistettua.

Saneerauksen onnistumiseen liittyvä riski on hieman kasvanut

Mielestämme Ovaron 2019 operatiivisen tuloksen kehitykseen liittyvä riski on Q1-raportin myötä kasvanut Ydintoiminta-salkun heikon vuokrausasteen ja Q1-kauden korkeiden kulujen takia. Olemme laskeneet kuluvan vuoden ja lähivuosien ennusteitamme näiden osalta varovaisemmiksi. Ovaron nykyinen kassavirrallinen tulos ei ole riittävä rahoitusvastikkeiden maksuun ja yhtiöllä erääntyy 8 MEUR:n bullet-laina kuluvan vuoden joulukuussa ja 20 MEUR:n jvk-laina 2020 huhtikuussa. Näiden lainojen onnistunut uudelleenrahoittaminen aikaisempaa matalammalla korkotasolla voi olla mahdotonta, mikäli yhtiön kassavirrallinen operatiivinen tulos ei parane. Tällöin yhtiön lähivuosien tuloskehitys jäisi selvästi ennustamaamme heikommaksi. Pahimmillaan yhtiö voisi ajautua jopa kiinteistöjen pakkomyynteihin, mikäli nykyistä suorituskykyä ei saataisi parannettua. Tämä ei mielestämme ole todennäköistä huomioiden kiihtyneet huoneistomyynnit ja vahvistunut tase, mutta sijoittajien näkökulmasta osakkeen tuotto/riski -profiili on heikentynyt kohonneen epävarmuuden takia.

Haluamme paremman näkyvyyden yhtiön tulevasta kehityksestä

Ovaron osakkeessa voi olla selvää nousuvaraa, mikäli saneeraus onnistuu, mutta haluamme nyt paremman näkyvyyden yhtiön tulevasta kehityksestä ennen kuin olemme valmiita hyväksymään osakkeelle merkittävästi nykyistä korkeampaa arvostustasoa. Olimme aikaisemmin maaliskuussa julkaisemassamme laajassa [analyysiraportissamme](#) arvioineet Ovaron likvidaatioarvoksi noin 5,0 euroa per osake. Tämä arvio perustui kuitenkin mm. siihen, että Ydintoiminta-salkun vuokrausaste saataisiin nostettua 92 %:iin. Maaliskuun lopussa vuokrausaste oli 84,1 %, eli se oli kaukana tästä tasosta. Arvioimamme likvidaatioarvo on hyvin herkkä vuokrausasteen oletukselle ja mikäli vuokrausaste jää 86 %:iin, niin likvidaatioarvo laskee 4,1 euroon per osake.

Analytytikot



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

Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

(aik. Lisää)



4,50 EUR

(aik. 5,00 EUR)

Osakekurssi: 4,32 EUR

Potentiaali: 4,2 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

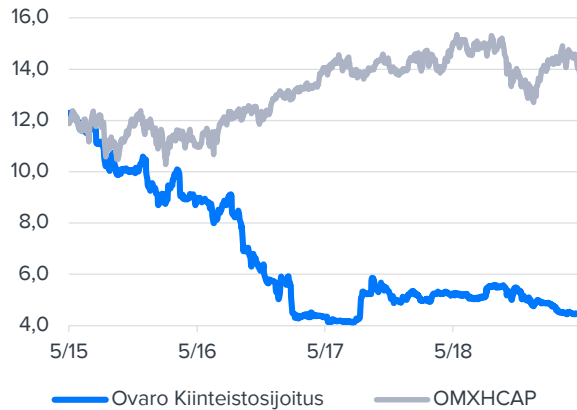
Yhtiö arvio, että sillä on edellytykset parantaa operatiivista tulosta (EPRA) vuonna 2019 vuoteen 2018 verrattuna.

Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Kiinteistöjen arvo (MEUR)	179,2	162,6	131,9	114,0
Liikevaihto (MEUR)	12,8	12,0	11,5	11,1
Nettovuokratuotto (MEUR)	7,4	6,8	6,3	6,3
Operatiivinen tulos (MEUR)	1,4	1,4	1,8	2,5
Operatiivinen EPS	0,14	0,14	0,19	0,29
EPRA NAVPS	8,55	8,04	8,26	8,55
Nettotuotto-% (k.a)	3,9 %	4,2 %	4,5 %	5,4 %
P/EPRA EPS	33,9	30,4	22,4	15,0
P/EPRA NAV	0,56	0,54	0,52	0,51
ROE-% (raportoitu)	-17,1 %	-2,4 %	-1,7 %	0,8 %
LTV-%	55,4 %	54,5 %	45,7 %	39,0 %

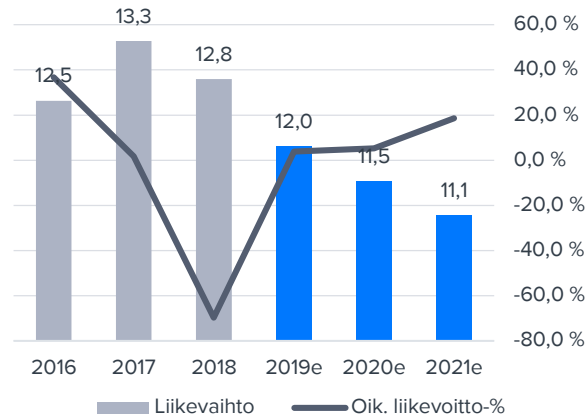
Lähde: Inderes

Osakekurssi



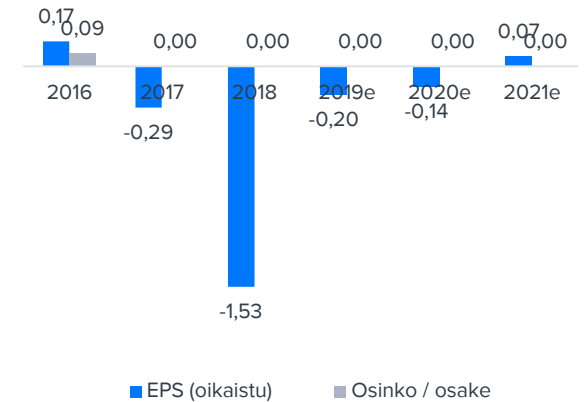
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Ydintoiminta-salkun vuokrausasteen nousu
- Kulujen lasku
- Huoneistomyyntien onnistuminen
- Omien osakkeiden ostaminen
- Vieraan pääoman uudelleenrahoitus
- Sijoittajien luottamuksen vahvistuminen



Riskitekijät

- Huoneistomyyntien onnistuminen
- Kassavirran riittävyys
- Vieraan pääoman uudelleenrahoitus
- Äkilliset kalliit kiinteistöjen peruskorjaukset
- Suomen asuntomarkkinoiden riskit
- Yleistoloudelliset riskit ja korkojen mahdollinen nousu
- Ydintoimintojen vuokrausaste
- 2019 ohjeistusriski



Arvostus

- Olemme arvioineet Ovaron likvidointiarvoksi 5,0 euroa per osake. Tähän arvioon sisältyy kuitenkin epävarmuutta
- Ovaron osakkeessa voi olla selvää nousuvaraa, mikäli saneeraus onnistuu, mutta kohonneen epävarmuuden takia emme pidä osaketta tällä hetkellä houkuttelevana.

MCAP

41

MEUR

EV

126

MEUR

P/EPRA NAV

0,54x

2019e

P/EPRA EPS

30,4x

2019e

Operatiivinen kehitys Q1-kaudella oli meille selkeä pettymys

Ovaron Q1-raportti oli meille pettymys. Raskas kulurakenne ja luottotappiokirjaus painoivat operatiivisen tuloksen -0,2 MEUR tappiolle, kun olimme odottaneet nollatason operatiivista tulosta. Suurin pettymys oli kuitenkin Ydintoiminta-salkun vuokrausaste mikä ei, vastoin odotuksiamme, noussut juuri ollenkaan kvartaalin aikana. Myönteistä Q1-raportissa oli kuitenkin huoneistomyyntien kasvu ja se, että myynnit tapahtuivat odotuksiamme pienemmillä tappiolla.

Operatiivinen tulos oli pettymys

Q1-liikevaihto pieneni odotetusti vertailukaudesta strategian mukaisten huoneistomyyntien takia ollen lähes ennusteemme mukainen. Muut kiinteistöjen hoitokulut ja vuokraus toiminnan kulut kuitenkin nousivat minkä lisäksi yhtiö kirjasi vuokraus tavakannan kriittisen analysoinnin myötä 47 TEUR:n luottotappiokirjauksen kaudelle, mitä emme olleet odottaneet. Nämä painoivat operatiivisen tuloksen -0,23 MEUR tappiolle, kun olimme odottaneet nollatason operatiivista tulosta. Yhtiön kirjanpito käytäntöjen muutokset (IFRS 16 ja IFRIC 21) ja niiden tulosvaikutus sisältyivät ennusteisiimme ja ne olivat odotustemme mukaisia.

Huoneistomyyntit kiihtyivät

Q1-arvonmuutokset olivat odotuksiamme enemmän tappiolla, mikä johtui pääasiassa siitä, että yhtiö myi kaudella ennustamaamme enemmän asuntoja ja myynnit tapahtuivat alle tasearvon. Yhtiö ei odotetusti päivittänyt kaudella sen kvartaalin ajan omistamien asuntojen arvoja ja arvonmuutokset muodostuivat myyntitappioista, myyntien transaktiokuluista ja ajanmukaistamisinvestoinneista.

Myyntit kasvoivat selvästi 7,5 MEUR:oon vertailukauden 1,4 MEUR:sta ylittäen 5,0 MEUR:n ennusteemme. Tämän lisäksi toteutuneet myynnit olivat vain 3,5 % alle tasearvon, kun olimme ennakoineet suurempia tappioita. Edelleen, kauden jälkeen 1.4.-3.5. tehtyjä kauppia ja hyväksyttävää tarjouksia oli 4,5 MEUR:n edestä ja nämä tapahtuivat 3,4 % alle tasearvojen ilman välityspalkkioita. Myyntien kehitys oli mielestämme hyvin myönteistä, koska myynnit ovat avainasemassa yhtiön kannattavuuskäänteeseen osalta ja ne ovat myös arviomme mukaan edellytyksenä yhtiön kalliiden rahoituslainojen onnistuneeseen uudelleen neuvotteluun.

Yhtiön käänteeseen kannalta tärkeä tunnusluku on Ydintoiminta-salkun vuokrausaste ja tämä nousi vuoden 2018 lopun tason 83,8 %:ista vain hieman 84,1 %:iin. Suunta on oikea, mutta taso oli meille selkeä pettymys. Yhtiön uudella johdolla on ollut koko alkuvuosi aikaa vuokrata näitä asuntoja ja olimme odottaneet selvästi parempaa tulosta. Yhtiön johdon kommentit Q1-tiedotustilaisuudessaan eivät myöskään kasvattaneet luottamustamme siitä, että vuokrausastetta saataisiin nostettua nopeasti.

Liiketoiminnan rahavirta oli edelleen positiivinen

Lievästi myönteinen asia Q1-raportissa oli se, että yhtiön liiketoiminnan nettorahavirta oli tappiollisuudesta huolimatta positiivinen +0,23 MEUR ja se että kassavarat vahvistuivat 4,8 MEUR:oon (Q4'18: 3,6 MEUR).

2019 ohjeistus toistettiin

Alkuvuoden tappiollisuudesta huolimatta yhtiö toisti aikaisemman 2019 ohjeistuksensa ja arvioi edelleen, että sillä on edellytykset parantaa operatiivista tulosta (EPRA-tulosta) vuonna 2019 vuoteen 2018 verrattuna.

Ennustetaulukko	Q1'18	Q1'19	Q1'19e	Q1'19e	Konsensus	Erotus (%)	2019e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes
Liikevaihto	3,29	2,94	3,07				-4 %
Arvonmuutokset	-2,00	-0,70	-0,45				56 %
Liikevoitto	-1,05	-0,21	0,29				-170 %
Oper. tulos EPRA	0,26	-0,23	0,04				-712 %
EPS (EPRA)	0,03	-0,02	0,00				-600 %
EPS (raportoitu)	-0,18	-0,08	-0,03				139 %
Liikevaihdon kasvu-%	-0,1 %	-10,8 %	-6,7 %				-4,1 %-yks.

Lähde: Inderes

Katso toimitusjohtajan videohaastattelu Q1-tulosinfossa oheisesta linkistä:



Lyhyen tähtäimen tuloskehitykseen liittyvä riski on kasvanut

Olemme laskeneet Ovaron kuluvan vuoden ja lähivuosien ennusteitamme Q1-raportin myötä. Mielestämme erityisesti 2019 operatiivisen tuloksen kehitykseen liittyvä riski on kasvanut Q1-raportin jälkeen Ydintoiminta-salkun heikon vuokrausasteen ja Q1-kauden korkeiden kiinteiden kulujen takia.

Emme odota 2019 vuokrausasteen nousevan merkittävästi

Olemme laskeneet Ovaron vuokrausasteen ennusteitamme Ydintoiminta-salkun odotuksiamme heikomman vuokrausasteen kehityksen takia. Ovaron uusi johto ei vastoin odotuksiamme pystynyt Q1:sen aikana merkittävästi nostamaan Ydintoiminta-salkun vuokrausastetta emmekä enää odota sen merkittävästi nousevan kuluvan vuoden aikana. Vuokrausasteen nosto voi vaatia uuden kiinteistömanagerin ja/tai aikaisempaa suurempia panostuksia huoneistojen pintaremontteihin ja nämä tulevat todennäköisesti vievät aikaa ja myös lisäämään kuluja. Nykyisen managerin Colliersin kanssa tehty sopimus on taas voimassa vuoden 2019 loppuun asti. Pidämme myös

mahdollisena, että Ydintoiminta-salkun vuokratasoja joudutaan laskemaan, jotta vuokrausastetta saadaan nostettua.

Emme odota merkittäviä omien osakkeiden ostoja lyhyellä aikavälillä

Ovaron huoneistomyynnit ovat sujuneet hyvin ja yhtiö kertoi eilen käynnistäneensä omien osakkeiden ostot uudestaan, mikä oli mielestämme lievä myönteinen signaali Ovaron taloudellisesta liikkumavarasta. Yhtiölle erääntyy 8 MEUR:n bullet-laina joulukuun lopussa ja 20 MEUR:n jvk-laina 2020 huhtikuussa. Emme odota yhtiön tekevän merkittäviä omien osakkeiden ostoja ennen kuin operatiivinen tuloskehitystä on saatu parannettua ja lainojen uudelleenrahoitus varmistettua.

Peruskorjaustarpeita voi realisoitua vuonna 2019

Ovaron johto kertoi Q1-tiedotustilaisuudessa, että ainakin yhdessä kiinteistökohteessa tullaan tekemään sisäilmaongelmiin liittyviä korjauksia, mutta ei avannut tähän liittyviä kustannuksia. Ennustamme edelleen yhtiön toteuttavan noin 1 MEUR:n edestä vuosittain

ajanmukaistamisinvestointeja vuonna 2019 ja lähivuodet, mutta korostamme, että peruskorjaustarpeita voi realisoitua yllättäen ja tämä arvio voi myös ylittyä. Tällöin käyvän arvon muutokset olisivat ennustamaamme enemmän negatiivisia ja raportoitu tulos jäisi ennustamaamme heikommaksi.

2019 ohjeistuksen saavuttamiseen liittyä mielestämme epävarmuutta

Ovaron 2019 operatiivisen tuloksen kasvu vaatisi loppuvuodelle 1588 TEUR:n operatiivista tulosta eli noin 529 TEUR per kvartaali. Tämän saavuttaminen ei arviomme mukaan ole itsestään selvään yhtiön Q1:sen korkea kiinteä kulurakenne ja Ydintoiminta-salkun heikko vuokrausaste huomioiden, vaikkakin Q1-raporttiin kirjattiin jo koko vuoden 2019 kiinteistöverot 250 TEUR. Loppuvuodelle ei ole tilaa negatiivisille yllätyksille mikäli ohjeistukseen halutaan yltää. Osakkeeseen liittyy arviomme mukaan siten lievä tulosvaroitusriski loppuvuodelle.

Ennustemuutokset	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	12,2	12,0	-2 %	11,6	11,5	-1 %	11,1	11,1	0 %
Käyttökate	1,0	0,5	-52 %	0,7	0,6	-16 %	2,1	2,1	0 %
Liikevoitto	1,0	0,5	-52 %	0,7	0,6	-16 %	2,1	2,1	0 %
Tulos ennen veroja	-1,8	-2,3	29 %	-1,5	-1,6	6 %	0,7	0,7	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,15	-0,20	34 %	-0,13	-0,14	6 %	0,07	0,07	0 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Ennusteet

Ennusteet	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e
Bruttovuokratuotot	13 294	3 294	3 270	3 167	3 082	12 813	2 939	3 085	2 997	2 943	11 963	11 517	11 091
Hoitokulut	-6 028	-1 608	-1 379	-1 365	-1 043	-5 395	-1 726	-1 267	-1 243	-913	-5 149	-5 187	-4 803
Nettotuotto	7 266	1 686	1 891	1 802	2 039	7 417	1 213	1 818	1 754	2 029	6 814	6 330	6 288
Vuokraustoiminnan kulut	-578	-86	-104	-125	-95	-410	-128	-128	-128	-128	-512	-170	-173
Hallituksen palkkiot ja muut palkkiot	-130	-24	-28	-23	-30	-105	-25	-25	-25	-25	-100	-100	-102
Hallinnointipalkkio/uudet hallinnon kulut	-1 267	-305	-301	-297	-474	-1 377	-147	-147	-147	-147	-588	-780	-796
Hallinnon muut kulut	-904	-316	-162	-141	-485	-1 104	-363	-340	-150	-150	-1 003	-755	-770
Muut liiketoiminnan kulut	-366	-10	-5	-221	-247	-483	-58	-58	-10	-10	-136	-100	-5
Yht. liiketoiminnan kulut	-3 245	-741	-600	-807	-1 331	-3 479	-721	-698	-460	-460	-2 339	-1 905	-1 846
Käyvän arvon muutos	-3 794	-1 999	-248	-1 146	-9 485	-12 878	-698	-1 403	-559	-1 350	-4 010	-3 815	-2 375
Liikevoitto	228	-1 053	1 045	-150	-8 778	-8 938	-206	-283	735	219	465	610	2 067
Korkokulut	-2 924	-688	-727	-664	-506	-2 585	-726	-675	-666	-657	-2 723	-2 206	-1 323
Tulos ennen veroja	-2 696	-1 741	318	-814	-9 284	-11 521	-932	-958	69	-437	-2 258	-1 596	744
Verot	-64	-12	-13	-4 251	1 115	-3 161	121	192	-14	87	386	319	-149
Tilikauden voitto	-2 761	-1 574	305	-5 065	-8 169	-14 685	-811	-766	55	-350	-1 872	-1 277	595
Operatiivinen tulos	1 097	257	566	331	200	1 354	-234	356	502	730	1 355	1 775	2 495
EPS	-0,29	-0,18	0,03	-0,50	-0,85	-1,53	-0,08	-0,08	0,01	-0,04	-0,20	-0,14	0,07
Operatiivinen EPS	0,11	0,03	0,06	0,03	0,02	0,14	-0,02	0,04	0,05	0,08	0,14	0,19	0,29
EPRA NAVPS	9,73	9,55	9,59	9,48	8,55	8,55	8,13	8,06	8,07	8,04	8,04	8,26	8,55

Siirrymme seuraamaan yhtiön kehitystä sivusta

Q1-pettymyksen jälkeen kasvaneen riskitason myötä emme pidä Ovaron osakkeen tuotto-odotusta riittävän houkuttelevana riskeihin nähden ja jääme seuraamaan yhtiön kehitystä tarkkailuasemista. Osakkeessa voi olla selvää nousuvaraa, mikäli saneeraus onnistuu, mutta haluamme paremman näkyvyyden yhtiön tulevasta kehityksestä ennen kuin olemme valmiita hyväksymään merkittävästi nykyistä korkeamman arvostustason.

Likvidaatioarvo on selvästi aikaisempaa arviotamme matalampi mikäli vuokrausaste ei nouse

Olimme aikaisemmin maaliskuussa julkaisemassamme laajassa [analyysiraportissamme](#) arvioineet Ovaron likvidaatioarvoksi noin 5,0 euroa per osake. Tämä arvioi perustui kuitenkin mm. siihen, että Ydintoiminta-salkun vuokrausaste saataisiin nostettua 92 %:iin. Maaliskuun lopussa vuokrausaste oli 84,1% eli se oli kaukana tästä. Arvioimamme likvidaatioarvo on hyvin herkkä vuokrausasteen oletukselle ja mikäli vuokrausaste jää 86 %:iin, niin arvioimamme likvidaatioarvo laskee 4,1 euroon per osake.

Osake ei saa tukea nettovarallisuudesta

Ovaron osake arvostetaan tällä hetkellä noin 47 % alle Q1'19 EPRA nettovarallisuuden (NAV). Yhtiön tulevaan nettovarallisuuteen liittyy kuitenkin epävarmuutta erityisesti, koska yhtiö on myymässä noin 36 % kiinteistöportfoliostaan pois (Muu toiminta -salkku) ja näiden myyntien jälkeinen NAV ei ole vielä tiedossa. Emme myöskään odota osakkeen saavan tukea osakekohtaisesta NAV:ista niin kauan kuin yhtiön operatiivinen tuloskehitys jatkuu heikkona.

Markkinoiden luottamus ei tule palautumaan hetkessä

Inderesin näkemyksen mukaan Ovaron käypä arvo on nykyistä osakekurssitasoa korkeampi, mutta tämä arvo ei todennäköisesti pääse täysimääräisesti realisoitumaan lyhyellä aikavälillä operatiivisen tuloskehityksen jatkuessa heikkona. Osakemarkkinoiden luottamus yhtiötä kohtaan on arviomme mukaan hyvin heikko viime vuosien osakekurssin laskun ja tappiollisuuden takia. Arvioimme, että luottamuksen palautuminen ja arvostustason nousu tulevat vaatimaan näyttöjä operatiivisen tuloskehityksen kääntymisestä parempaan usean kvartaalin ajalta.

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	4,52	4,52	4,52
Osakemäärä, milj. kpl	9,54	9,22	8,66
Markkina-arvo	43	42	39
Yritysarvo (EV)	128	100	85
P/E (oik.)	neg.	neg.	65,7
P/E	neg.	neg.	65,7
P/Kassavirta	3,4	1,4	2,6
P/B	0,6	0,6	0,6
P/S	3,6	3,7	3,9
EV/Liikevaihto	10,7	8,7	7,6
EV/EBITDA (oik.)	>100	>100	41,0
EV/EBIT (oik.)	>100	>100	41,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	200	179	163	132	114
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	200	179	163	132	114
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	3,9	4,0	3,7	3,6	3,4
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	1,3	0,4	0,4	0,3	0,3
Likvidit varat	2,7	3,6	3,4	3,2	3,1
Taseen loppusumma	204	183	166	135	117

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	93,3	78,7	76,4	72,4	70,2
Osakepääoma	72,1	72,1	72,1	72,1	72,1
Kertyneet voittovarot	-2,1	-16,6	-18,5	-19,8	-19,2
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	23,3	23,2	22,8	20,0	17,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	107	94,6	84,0	58,7	43,8
Laskennalliset verovelat	0,0	3,1	-0,1	1,5	1,5
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	106	90,8	84,1	57,2	42,3
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,8	0,7	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	3,6	10,0	5,8	4,4	3,5
Lainat rahoituslaitoksilta	2,1	8,4	4,4	3,0	2,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,5	1,5	1,4	1,4	1,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	204	183	166	135	117

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	12,5	13,3	12,8	12,0	11,5	EPS (raportoitu)	0,17	-0,29	-1,53	-0,20	-0,14
Käyttökate	4,6	0,2	-8,9	0,5	0,6	EPS (oikaistu)	0,17	-0,29	-1,53	-0,20	-0,14
Liikevoitto	4,6	0,2	-8,9	0,5	0,6	Operat. kassavirta / osake	-0,09	-0,24	-0,77	-0,30	0,22
Voitto ennen veroja	1,6	-2,7	-11,5	-2,3	-1,6	Vapaa kassavirta / osake	-1,79	0,94	1,35	2,11	3,25
Nettovoitto	1,5	-2,8	-14,7	-1,9	-1,3	Omapääoma / osake	11,03	9,72	8,22	8,01	7,85
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,09	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	216,1	203,6	183,2	166,3	135,5	Liikevaihdon kasvu-%	24 %	6 %	-4 %	-7 %	-4 %
Oma pääoma	97,0	93,3	78,7	76,4	72,4	Käyttökateen kasvu-%	-53 %	-95 %	-4020 %	-105 %	31 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-53 %	-95 %	-4020 %	-105 %	31 %
Nettovelat	110,3	105,3	95,6	85,2	57,0	EPS oik. kasvu-%	-82 %	-266 %	434 %	-87 %	-29 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	36,7 %	1,7 %	-69,8 %	3,9 %	5,3 %
Käyttökate	4,6	0,2	-8,9	0,5	0,6	Oik. Liikevoitto-%	36,7 %	1,7 %	-69,8 %	3,9 %	5,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-5,1	-2,5	0,9	-0,1	0,0	Liikevoitto-%	36,7 %	1,7 %	-69,8 %	3,9 %	5,3 %
Operatiivinen kassavirta	-0,8	-2,3	-7,3	-2,9	2,0	ROE-%	1,6 %	-2,9 %	-17,1 %	-2,4 %	-1,7 %
Investoinnit	-15,1	11,3	20,4	16,7	30,7	ROI-%	2,3 %	0,1 %	-4,7 %	0,3 %	0,4 %
Vapaa kassavirta	-15,7	9,0	12,9	20,2	29,9	Omavaraisuusaste	44,9 %	45,8 %	43,0 %	46,0 %	53,4 %
						Nettovelkaantumisaste	113,7 %	112,8 %	121,5 %	111,5 %	78,8 %

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta. Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia 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 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 latineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin latineen analytikon 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, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositus historia 36kk

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
21/03/2016	Vähennä	10,00 €	10,04 €
20/05/2016	Vähennä	9,40 €	8,98 €
19/08/2016	Vähennä	8,20 €	8,51 €
14/11/2016	Lisää	6,60 €	6,20 €
18/11/2016	Vähennä	6,30 €	6,13 €
07/12/2016	Vähennä	6,00 €	5,73 €
05/01/2017	Vähennä	6,00 €	5,74 €
06/02/2017	Vähennä	5,00 €	5,10 €
02/03/2017	Vähennä	4,60 €	4,38 €
19/05/2017	Vähennä	4,40 €	4,25 €
17/07/2017	Vähennä	4,10 €	4,17 €
17/08/2017	Vähennä	4,10 €	4,30 €
21/08/2017	Lisää	5,50 €	4,98 €
21/09/2017	Lisää	6,50 €	5,72 €
17/10/2017	Lisää	6,30 €	5,50 €
26/10/2017	Osta	6,30 €	5,36 €
23/11/2017	Osta	6,30 €	4,88 €
19/12/2017	Osta	6,30 €	5,13 €
12/02/2018	Osta	6,00 €	4,97 €
28/02/2018	Osta	6,00 €	4,95 €
18/05/2018	Lisää	6,00 €	5,27 €
17/08/2018	Lisää	6,00 €	5,40 €
23/11/2018	Lisää	5,80 €	5,08 €
18/02/2019	Vähennä	5,00 €	4,78 €
09/03/2019	Lisää	5,00 €	4,52 €
10/05/2019	Vähennä	4,50 €	4,32 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia.

Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER

**Analyysi kuuluu
kaikille.**