

United Bankers

Yhtiöpäivitys

18/2/2019

- Toistamme 8,0 euron tavoitehintamme sekä vähennä-suosituksemme
- Yhtiön H2-tulos jäi hieman odotuksistamme
- Ennustamme edelleen tuloskasvua, mutta tämä tuloskasvu on ehdollinen markkinatilanteelle
- Tuloskasvun realisoituessa osakkeessa on nousuvaraa

Pysymme odottavalla kannalla

Toistamme United Bankers 8,0 euron tavoitehintamme sekä vähennä-suosituksemme. Yhtiön perjantainen H2-tulos jäi hieman odotuksistamme, pääosin odotuksia korkeampien kulujen johdosta. Odotamme yhtiöltä edelleen tervettä tuloskasvua kuluvalta vuodelta, mutta tämä tuloskasvu vaatii taakseen markkinan säilymisen kohtuullisena. Tulospäivityksen toteutuessa osakkeessa on nousuvaraa (2019 oik. P/E 11x), mutta kohollaan olevien markkinariskien johdosta näemme lyhyen aikavälin riski/tuotto-suhteen edelleen neutraalina.

Markkinatilanne rokotti odotetusti uusmyyntiä

UB:n liikevaihto oli 15,7 MEUR ja se ylitti lievästi 15,0 MEUR:n ennusteemme. Liikevaihto kasvoi odotetusti SPL-hankinnan sekä onnistuneen uusmyynnin vetämänä. Lisäksi rahastojen tuottosidonnoiset palkkiot olivat H2:lla odotuksiamme suuremmat. Uusmyynti laski odotuksiemme mukaisesti alkuvuoden hyvältä tasolta noin 200 MEUR:oon, johtuen sijoitusrahastojen sekä strukturoitujen tuotteiden laskeneesta myynnistä. Etenkin loppuvuoden markkinaturbulenssi on rokottanut yhtiön myyntiä. Vaikka UB:n syklistyys onkin vähentynyt merkittävästi viimeisen muutaman vuoden aikana strategian edistymisen myötä, on yhtiön herkkyyden markkinan liikkeille edelleen merkittävä. Hallinnoitava varallisuus oli ennusteidemme mukaisesti noin 2900 MEUR ja AUM:n jakauma jatkoi parantumisestaan uusmyynnin painottuessa hyväkattaisiin omiin tuotteisiin.

H2-tulos jäi hieman odotuksista

Vaikka liikevaihto ylittikin lievästi odotuksemme, jäi käyttökate 2,9 MEUR:oon ja jonkin verran 3,4 MEUR:n ennusteestamme. Tulosta painoi odotuksia korkeammat kulut sekä myynnin painottuminen odotettua enemmän asiamiehille. Yhtiön SPL:stä saamat kulusynergiat ovat jääneet suhteellisen vaatimattomiksi (vuositasolla +0,5 MEUR) ja synergiat ovat painottuneet myyntipuolelle. Vaikka yhtiön koko vuoden tulos jäikin lopulta ennustamastamme, korottaa yhtiö silti osinkoa sentillä 0,41 euroon.

Ennustamme edelleen tulosparannusta

UB avasi H2-raportissa liiketoimintaansa ensi kertaa tarkemmin. Tämä parantaa yhtiön läpinäkyvyyttä oleellisesti ja pienentää ennusteisiin liittyvää epävarmuutta. Ennusteissamme on tapahtunut vain rajallisia muutoksia. Ennustamme yhtiöltä olosuhteisiin nähden hyvää tuloskasvua 2019 (EBITDA +17 %) uusmyynnin, AUM:n mixin parantumisen sekä nousevan kulutehokkuuden kautta. Ennusteemme 2019 käyttökatteelle on 8,6 MEUR (aik. 9,6 MEUR). Korostamme, että tulosparannus vaatii taakseen markkinan säilymisen kohtuullisena.

Tuotto-odotus edelleen neutraali

Liikearvopoistoista oikaistu P/E-kerroin on toteutuneella tuloksella 14x ja vastaava EV/EBITDA noin 9x. Kertoimet ovat neutraaleja suhteellisesti ja absoluuttisesti eikä niissä ole nousuvaraa. Osakekurssin nousu vaatii taakseen tuloskasvun jatkumista. 2019 ennusteellamme vastaavat kertoimet ovat 11x ja 8x. Tulospäivityksen toteutuessa kertomissa on nousuvaraa ja yli 5 %:n osinkotuotto tukee osakkeen kokonaistuottoa. Tulospäivityksen toteutumiseen liittyy kuitenkin edelleen epävarmuutta kohollaan olevista markkinariskeistä johtuen ja kokonaisuutena näemme osakkeen riski/tuotto-suhteen edelleen neutraalina.

Analyytikko



Sauli Vilen
+358 44 025 8908
sauli.vilen@inderes.fi

Suositus ja tavoitehintaa

Vähennä

(aik. Vähennä)



8,00 EUR

(aik. 8,00 EUR)

Osakekurssi: 7,65 EUR

Potentiaali: 4,6 %

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

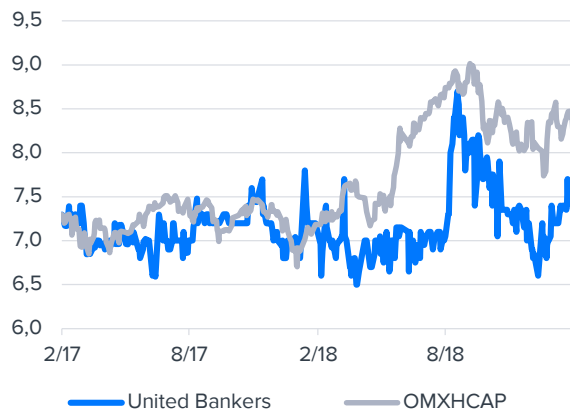
Yhtiö arvioi vertailukelpoisen kannattavuutensa paranevan edellisvuodesta

Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	34	34	37	39
kasvu-%	34 %	2 %	6 %	6 %
EBIT oik.	6,6	7,8	9,1	9,7
EBIT-% oik.	19,5 %	22,6 %	24,9 %	24,9 %
Nettotos	2,9	4,0	5,0	5,4
EPS (oik.)	0,57	0,71	0,81	0,85
P/E (oik.)	11,7	10,8	9,4	9,0
P/B	2,2	2,5	2,5	2,5
Osinkotuotto-%	6,2 %	6,3 %	7,2 %	7,9 %
EV/EBIT (oik.)	8,3	8,6	7,0	6,3
EV/EBITDA	7,4	7,8	6,4	5,8
EV/Liikevaihto	1,6	1,9	1,7	1,6

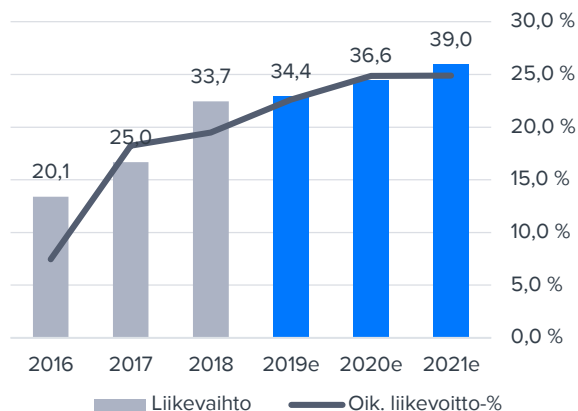
Lähde: Inderes

Osakekurssi



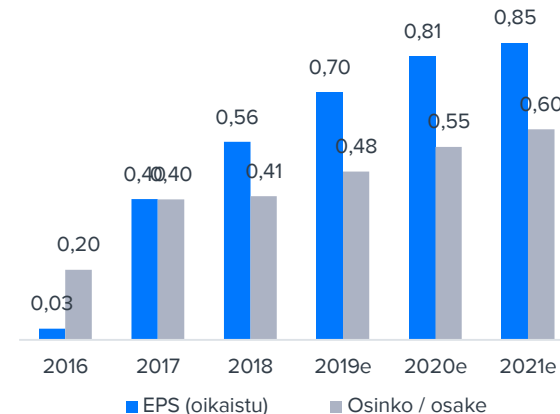
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP

74

MEUR

EV

67

MEUR

Osinko

6,3%

2019e

P/E (oik.)

10,8

2019e



Arvoajurit

- SPL-integraation onnistuminen
- Uusmyynnin kasvu vahvistuneen myyntivoiman myötä
- Kulutehokkuuden parantuminen
- Yritysjärjestelyt



Riskitekijät

- Regulaation kiristymisen
- Markkinatilanne
- SPL-integraation onnistuminen
- Heikko läpinäkyvyys



Arvostus

- Tulosparannuksen realisoituessa osakkeessa nousuvaraa
- Korkea osinko rajaa laskuvaraa

Hieman odotuksia vaisumpi H2-tulos

Markkinan heikentyminen hidasti uusmyyntiä

UB:n liikevaihto oli H2:lla 15,7 MEUR ja se ylitti lievästi 15,0 MEUR:n ennustemme. Liikevaihto kasvoi odotetusti SPL-hankinnan sekä onnistuneen uusmyynnin vetämänä. Lisäksi rahastojen tuottosidonnaiset palkkiot olivat H2:lla odotuksiamme suuremmat. Ruotsin investointipankin divestoinnilla oli selkeä negatiivinen vaikutus liikevaihtoon. Uusmyynti laski odotuksiamme mukaisesti alkuvuoden hyvältä tasolta noin 200 MEUR:oon johtuen sijoitusrahastojen sekä strukturoitujen tuotteiden laskeneesta mynnistä. Etenkin loppuvuoden markkinaturbulenssi on rokottanut yhtiön myyntiä. Vaikka myynti laskikin alkuvuoden tasosta, oli myyntimix erittäin hyvä. Iso osa yhtiön uusmyynnistä kohdistui yhtiölle tärkeisiin tuotteisiin (mm. kiinteistö ja metsärahastot) joiden katerakenne on hyvä ja rahan pysyvyys korkea.

Yhtiö on myös onnistunut suuntaamaan SPL:n myyntiä yhä selvemmin sen omiin tuotteisiin ja H2:lla UB:n

tuotteiden osuus SPL:n myynnistä oli yli 70 %. Odotamme tämän suhteen kasvavan edelleen 2019 aikana UB:n uuden kiinteistörahaston ansiosta (UB Suomi Kiinteistöt). Hallinnoitava varallisuus oli ennusteidemme mukaisesti noin 2900 MEUR ja AUM:n mix jatkoi parantumistaan uusmyynnin painottuessa hyväkatteisiin omiin tuotteisiin.

H2-tulos jäi odotuksista

Vaikka UB:n sykliisyys onkin vähentynyt merkittävästi viimeisen muutaman vuoden aikana strategian edistymisen myötä (jatkuvien palkkioiden osuuden merkittävä kasvu, transaktioliiketoiminnan kokoluokan lasku, tuotetarjonnan laajentuminen ja myyntivoiman selkeä kasvu), on yhtiön herkkyys markkinan liikkeille edelleen merkittävä. Vaikka liikevaihto ylittikin lievästi odotuksemme, jäi käyttökate 2,9 MEUR:oon ja jonkin verran 3,4 MEUR:n ennusteestamme. Tulosta painoi odotuksia korkeammat kulut sekä myynnin painottuminen odotettua enemmän asiamiehille

(provisiopohjainen palkitseminen). Yhtiön SPL:stä saamat kulusynergiat ovat jääneet suhteellisen vaatimattomiksi (vuositasolla +0,5 MEUR) ja synergiat ovat painottuneet myyntipuolelle. Vaikka yhtiön koko vuoden tulos jäikin lopulta ennustamastamme, korottaa yhtiö silti osinkoa sentillä 0,41 euroon.

Yhtiö oli näkymien suhteen varsin positiivinen

Yhtiö kommentoi näkymiään varsin positiivisesti. Yhtiö kommentoi, että varainhoitoliiketoiminnan kasvuedellytykset ovat markkinatilanteen heikkenemisestä huolimatta hyvät, mikä antaa suotuisat edellytykset konsernin taloudelliselle kehitykselle vuonna 2019. Virallinen tulosohjeistus oli selvästi tätä varovaisempi ja yhtiö ohjeistaa suhteellisen kannattavuuden parantuvan 2019. Varovainen ohjeistus on ymmärrettävä, sillä näkyvyys on heikko ja yhtiön tuloskehitys on muiden finanssipalveluyhtiöiden tapaan varsin riippuvainen markkinakehityksestä.

Ennustetaulukko	H2'17	H2'18	H2'18e	H2'18e	Konsensus		Erutus (%)	2018e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	13,4	15,7	15,0				4 %	33,7
Käyttökate	3,0	2,9	3,4				-13 %	7,3
Liikevoitto (oik.)	2,8	2,5	3,0				-17 %	6,6
Liikevoitto	2,3	1,1	1,9				-42 %	4,1
EPS (oik.)	0,24	0,22	0,27				-18 %	0,57
Osinko/osake	2,00	0,41	0,45				-9 %	0,41
Liikevaihdon kasvu-%	38,1 %	16,6 %	11,6 %				5 %-yks.	34,5 %
Liikevoitto-% (oik.)	20,7 %	15,9 %	20,0 %				-4,1 %-yks.	19,5 %

Lähde: Inderes

Katso toimitusjohtajan videohaastattelu oheisesta linkistä:



Ennustemuutokset

Läpinäkyvyys parani oleellisesti

UB avasi H2-raportissa liiketoimintaansa ensi kertaa tarkemmin. Tämä parantaa yhtiön läpinäkyvyyttä oleellisesti ja pienentää ennusteisiin liittyvää epävarmuutta. Yhtiö raportoi liikevaihtonsa jatkossa kahtena segmenttinä (Varainhoito & Pääomamarkkinapalvelut) ja etenkin Varainhoito-segmentistä yhtiö antoi hyvin tarkat tiedot liikevaihdon jakaumasta. Yhtiön tarkemmat numerot olivat lopulta varsin hyvin linjassa aiempien arvioidemme kanssa. Suurimpana poikkeamana oli Varainhoidon yllättävän korkeat tuottopalkkiot vuosilta 2017 ja 2018, sekä omaisuudenhoidon yllättävän matala liikevaihto. Vastaavasti rahastojen hallinnointipalkkiot olivat hieman odotuksiamme korkeammat.

Ennusteissa vain lieviä muutoksia

Olemme tarkistaneet ennusteitamme lievästi alaspäin johtuen hieman odotuksista jääneestä H2-tuloksesta sekä parantuneen läpinäkyvyyden myötä.

Ennusteidemme lähtökohtana on edelleen skenaario, jossa markkina pysyy hankalana, mutta ei oleellisesti heikkene nykyisestä. Liikevaihto ei ennusteissamme oleellisesti kasva 2019 johtuen Ruotsin investointipankin myynnin negatiivisesta vaikutuksesta liikevaihtoon. Tästä oikaistuna liikevaihto kasvaa noin 10 %:lla. Ennustamme yhtiöltä olosuhteisiin nähden hyvää tulokasvua 2019 (EBITDA +17 %) uusmyynnin, AUM:n mixin parantumisen sekä nousevan kulutehokkuuden kautta. Ennusteemme 2019 käyttökateelle on 8,6 MEUR (aik. 9,6 MEUR). Korostamme, että tulosparannus vaatii taakseen markkinan säilymisen kohtuullisena.

Ottaen huomioon kohollaan olevat markkinariskit ja heikentyneen markkinatilanteen, tulisi yhtiön mielestämme myös kriittisesti tarkastella sen kulurakennetta. Kulurakenne on SPL-kaupan jälkeen ollut odotuksia korkeampi ja arviomme mukaan siinä olisi edelleen tehostamisvaraa. Lisätoimenpiteet

kustannusten kanssa vähentäisivät tulosparannuksen riippuvuutta markkinatilanteesta.

Pitkällä aikavälillä näemme UB:llä edellytykset selvästi nykyistä tulosta korkeampaan tulokseen sekä kannattavuuteen. Tämä vaatii kuitenkin taakseen kasvun jatkumista sekä kustannustehokkuuden jatkuvaa parantumista.

Päälisalle 2019 aikana

UB kertoi H1'18-raportissaan käynnistäneensä valmistelut siirtymään IFRS-kirjanpitoon ja myöhemmin pörssin päälisalle. H2-raportissa ei kerrottu tästä uutta tietoa, mutta johdon kommenttien perusteella projekti etenee. Odotamme yhtiön siirtyvän IFRS-raportointiin H1'19:n aikana ja päälisalle siirtyminen tulee todennäköisesti tapahtumaan H2'19:n aikana. Pidämme IFRS-siirtymää positiivisena yhtiön kannalta, sillä se parantaa yhtiön vertailtavuutta suhteessa muihin finanssipalveluyhtiöihin.

Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	33,0	33,7	2 %	34,8	34,4	-1 %	37,0	36,6	-1 %
Käyttökate	7,8	7,3	-6 %	9,6	8,6	-11 %	10,7	9,9	-8 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,9	6,6	-17 %	8,9	7,8	-13 %	10,0	9,1	-9 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,62	0,57	-9 %	0,73	0,71	-4 %	0,80	0,81	1 %
Osakekohtainen osinko	0,45	0,41	-9 %	0,50	0,48	-4 %	0,60	0,55	-8 %

Lähde: Inderes

Arvostus neutraali

Suosittelimme sijoittajia käyttämään liikearvopoistoista oikaistuja numeroita UB:n arvostustasoa haarukoitaessa. Liikearvopoistojen määrä on todella merkittävä (2019e -2,8 MEUR) ja niillä ei ole kassavirtavaikutusta. Liikearvopoistoista oikaistu P/E-kerroin on toteutuneella tuloksella 14x ja vastaava EV/EBITDA noin 9x. Kertoimet ovat neutraaleja suhteellisesti ja absoluuttisesti eikä niissä ole nousuvaraa.

Osakekurssin nousu vaatii taakseen tuloskasvun jatkumista. Vuoden 2019 ennusteellamme vastaavat kertoimet ovat tulosparannuksen realisoitumisen myötä 11x ja 8x. Kertoimet ovat varsin kohtuulliset suhteellisesti sekä absoluuttisesti, varsinkin kun huomioidaan, että UB:hen ei tule enää soveltaa ylimääristä riskipreemiota heikon läpinäkyvyyden johdosta. Tulosparannuksen realisoituessa kertoimissa on kohtuullista nousuvaraa ja yli 5 %:n osinkotuotto nostaisi osakkeen kokonaistuotto-odotuksen hyvälle tasolle. Tulosparannuksen realisoitumiseen liittyy kuitenkin edelleen selkeää epävarmuutta koholla olevista markkinariskeistä johtuen ja lisäksi yhtiön osinkotuotto on hyvin riippuvainen yhtiön tuloskehityksestä. Kokonaisuutena näemmekin osakkeen riski/tuotto-suhteen edelleen neutraalina ja toistamme neutraalin näkemyksemme yhtiöstä.

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	7,65	7,65	7,65
Osakemäärä, milj. kpl	9,62	9,67	9,72
Markkina-arvo	74	74	74
Yritysarvo (EV)	67	64	61
P/E (oik.)	10,8	9,4	9,0
P/E	18,5	14,7	13,7
P/Kassavirta	34,2	9,5	8,9
P/B	2,5	2,5	2,5
P/S	2,1	2,0	1,9
EV/Liikevaihto	1,9	1,7	1,6
EV/EBITDA (oik.)	7,8	6,4	5,8
EV/EBIT (oik.)	8,6	7,0	6,3
Osinko/tulos (%)	115,8 %	105,7 %	107,1 %
Osinkotuotto-%	6,3 %	7,2 %	7,9 %

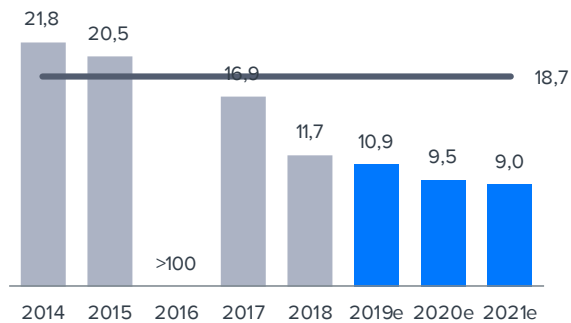
Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

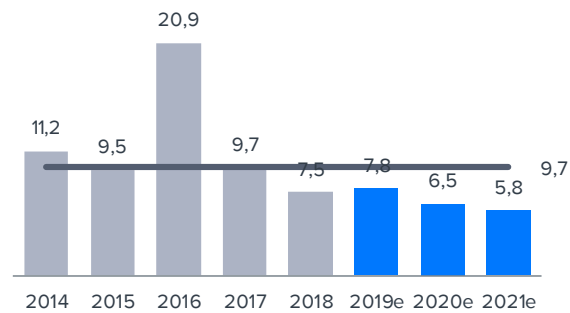
Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	7,42	9,78	7,50	6,80	6,60	7,65	7,65	7,65	7,65
Osakemäärä, milj. kpl	7,53	7,53	7,68	8,24	9,59	9,64	9,69	9,74	9,79
Markkina-arvo	56	74	58	56	63	74	74	74	74
Yritysarvo (EV)	45	65	54	49	55	67	64	61	58
P/E (oik.)	21,8	20,5	>100	16,9	11,7	10,9	9,5	9,0	8,6
P/E	21,8	20,5	>100	24,0	21,7	18,5	14,7	13,7	12,3
P/Kassavirta	61,7	14,1	neg.	13,0	41,1	34,3	9,6	8,9	8,3
P/B	3,6	4,4	3,9	2,9	2,2	2,5	2,5	2,5	2,5
P/S	2,7	2,7	2,9	2,2	1,9	2,1	2,0	1,9	1,8
EV/Liikevaihto	2,2	2,4	2,7	1,9	1,6	1,9	1,7	1,6	1,4
EV/EBITDA (oik.)	11,2	9,5	20,9	9,7	7,5	7,8	6,5	5,8	5,2
EV/EBIT (oik.)	11,6	10,0	36,3	10,6	8,3	8,6	7,0	6,3	5,6
Osinko/tulos (%)	81,2 %	98,4 %	622,2 %	141,2 %	134,7 %	116,1 %	105,9 %	107,4 %	80,0 %
Osinkotuotto-%	3,7 %	4,8 %	2,7 %	5,9 %	6,2 %	6,3 %	7,2 %	7,9 %	6,6 %

Lähde: Inderes

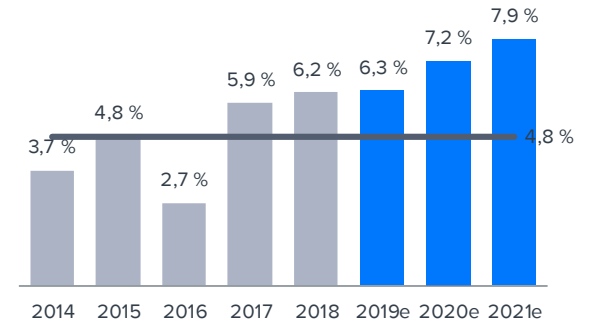
P/E (oik.)



EV/EBITDA



Osinkotuotto-%



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
eQ	8,58	324	314	11,0	10,6	11,8	11,0	5,8	5,5	14,5	14,1	7,1	7,3	5,1
Taaleri	7,70	218	282	10,4	10,8	10,1	10,1	3,8	3,6	11,4	10,5	4,2	4,4	1,7
Titanium	7,38	74	62	10,3	8,9	6,9	6,9	3,4	3,4	9,7	10,1	8,5	8,9	4,9
CapMan	1,75	258	218	8,5	7,0	8,4	7,0	4,6	4,2	12,5	10,3	7,4	8,2	2,1
Evli	8,90	212	212	11,0	10,0	10,0	9,0	3,1	2,9	14,4	12,0	7,0	7,3	2,8
EAB Group	2,80	23	30	15,1	7,6	7,6	5,0	1,5	1,3	21,5	11,7	3,9	5,4	2,0
Privanet	0,90	13	17		16,6	16,6	8,3	2,1	2,1	18,0	8,2	1,1	4,5	1,2
United Bankers (Inderes)	7,65	74	67	8,6	7,0	7,8	6,5	1,9	1,7	10,9	9,5	6,3	7,2	2,5
Keskiarvo				11,1	10,2	10,2	8,2	3,5	3,3	14,6	11,0	5,6	6,6	2,8
Mediaani				10,7	10,0	10,0	8,3	3,4	3,4	14,4	10,5	7,0	7,3	2,1
Erotus-% vrt. mediaani				-20 %	-30 %	-22 %	-22 %	-44 %	-49 %	-24 %	-10 %	-10 %	-1 %	23 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	11,6	13,4	25,0	18,0	15,7	33,7	17,9	16,5	34,4	36,6	39,0	40,7
United Bankers	11,6	13,4	25,0	18,0	15,7	33,7	17,9	16,5	34,4	36,6	39,0	40,7
Käyttökate	2,0	3,0	5,0	4,4	2,9	7,3	4,6	4,0	8,6	9,9	10,5	11,3
Poistot ja arvonalennukset	-0,7	-0,7	-1,4	-1,4	-1,8	-3,2	-1,8	-1,8	-3,6	-3,6	-3,6	-3,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,8	2,8	4,6	4,1	2,5	6,6	4,2	3,6	7,8	9,1	9,7	10,5
Liikevoitto	1,3	2,3	3,6	3,0	1,1	4,1	2,8	2,2	5,0	6,3	6,9	7,9
United Bankers	1,3	2,3	3,6	3,0	1,1	4,1	2,8	2,2	5,0	6,3	6,9	7,9
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	1,3	2,3	3,6	3,0	1,1	4,1	2,8	2,2	5,0	6,3	6,9	7,9
Verot	-0,3	-0,6	-0,9	-0,8	-0,4	-1,2	-0,6	-0,4	-1,0	-1,3	-1,4	-1,6
Vähemmistöosuudet	-0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2
Nettotulos	0,8	1,5	2,3	2,2	0,7	2,9	2,2	1,8	4,0	5,0	5,4	6,1
EPS (oikaistu)	0,16	0,24	0,40	0,34	0,22	0,57	0,38	0,33	0,71	0,81	0,85	0,89
EPS (raportoitu)	0,51	0,91	0,28	0,23	0,08	0,31	0,23	0,18	0,41	0,52	0,56	0,62

Tunnusluvut	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	11,9 %	38,1%	24,6 %	55,2 %	16,6 %	34,5 %	-0,6 %	5,3 %	2,2 %	6,5 %	6,4 %	4,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	176,7 %	226,0 %	204,7 %	127,1%	-10,4 %	43,5 %	2,6 %	44,8 %	18,7 %	17,0 %	6,5 %	7,9 %
Käyttökate-%	17,4 %	22,1%	20,0 %	24,2 %	18,8 %	21,7 %	25,6 %	24,3 %	25,0 %	26,9 %	27,0 %	27,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	15,4 %	20,7 %	18,3 %	22,6 %	15,9 %	19,5 %	23,3 %	21,9 %	22,6 %	24,9 %	24,9 %	25,7 %
Nettotulos-%	7,2 %	11,1%	9,3 %	12,1 %	4,7 %	8,7 %	12,4 %	10,7 %	11,6 %	13,7 %	14,0 %	15,0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	12,4	21,5	21,5	19,1	16,7
Liikearvo	8,1	15,0	14,7	11,9	9,1
Aineettomat hyödykkeet	1,4	3,7	4,1	4,4	4,8
Käyttöomaisuus	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	15,6	23,1	17,9	19,5	22,5
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	4,4	8,7	8,7	8,7	8,7
Myyntisaamiset	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8
Likvidit varat	10,4	13,7	8,6	10,1	13,1
Taseen loppusumma	28,0	44,6	39,5	38,6	39,2

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	19,5	29,2	29,2	29,6	29,9
Osakepääoma	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1
Kertyneet voittovarot	7,1	6,8	6,8	7,2	7,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	7,2	17,2	17,2	17,2	17,2
Muu oma pääoma	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Pitkäaikaiset velat	3,0	5,4	2,0	0,4	0,4
Laskennalliset verovelat	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	3,0	5,0	1,6	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	5,4	10,0	8,2	8,6	8,9
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,1	7,0	5,2	5,5	5,8
Muut lyhytaikaiset velat	2,3	3,1	3,1	3,1	3,1
Taseen loppusumma	28,0	44,6	39,5	38,6	39,2

DCF-laskelma

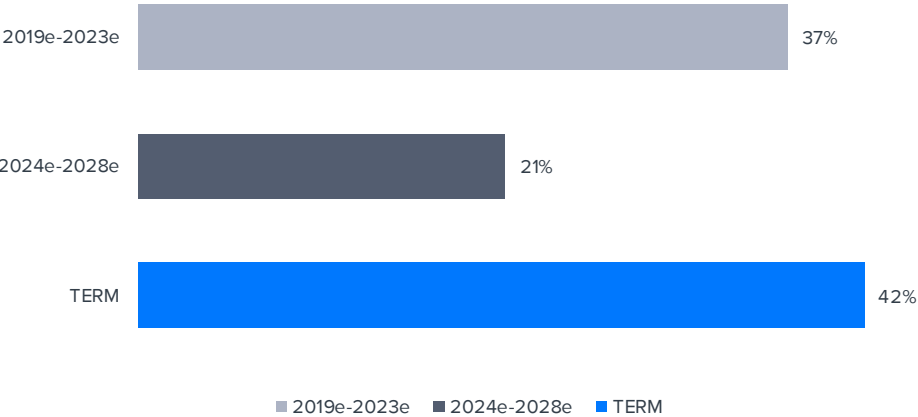
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	4,1	5,0	6,3	6,9	7,9	8,4	8,2	8,0	7,8	8,0	8,2	
+ Kokonaispoistot	3,2	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	2,9	1,0	1,0	1,0	1,0	
- Maksetut verot	-0,9	-1,0	-1,3	-1,4	-1,6	-1,6	-1,8	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutokset	0,4	-1,8	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	-1,2	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	6,9	5,8	8,9	9,5	10,0	10,4	9,5	6,2	7,4	7,6	7,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-12,3	-3,7	-1,2	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-5,5	2,2	7,7	8,3	8,8	9,3	8,3	5,1	6,2	6,4	6,7	
+/- Muut	7,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,5	2,2	7,7	8,3	8,8	9,3	8,3	5,1	6,2	6,4	6,7	80,9
Diskontattu vapaa kassavirta		2,0	6,4	6,2	5,9	5,6	4,5	2,5	2,7	2,6	2,4	29,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		69,7	67,8	61,4	55,2	49,3	43,8	39,2	36,7	34,0	31,4	29,0
Velaton arvo DCF		69,7										
- Korolliset velat		-5,0										
+ Rahavarat		13,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		78,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,2										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,50 %
Riskitön korko	3,5 %
Oman pääoman kustannus	10,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,9 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	20,1	25,0	33,7	34,4	36,6
Käyttökate	2,6	5,0	7,3	8,6	9,9
Liikevoitto	1,5	3,6	4,1	5,0	6,3
Voitto ennen veroja	1,5	3,6	4,1	5,0	6,3
Nettovoitto	0,2	2,3	2,9	4,0	5,0
Kertaluontoiset erät	0,0	-1,0	-2,5	-2,8	-2,8

Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	23,3	28,0	44,6	39,5	38,6
Oma pääoma	15,3	19,5	29,2	29,2	29,6
Liikearvo	4,7	8,1	15,0	14,7	11,9
Nettovelat	-5,9	-7,4	-8,8	-7,0	-10,1

Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e
Käyttökate	2,6	5,0	7,3	8,6	9,9
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,3	1,0	0,4	-1,8	0,3
Operatiivinen kassavirta	-0,2	5,1	6,9	5,8	8,9
Investoinnit	-5,6	-5,2	-12,3	-3,7	-1,2
Vapaa kassavirta	-5,8	4,3	1,5	2,2	7,7

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
OY Castor-Invest AB (Carl-Gustaf Von Troil)	10,5 %
Jarafi Oy (Rasmus Finnilä)	10,1 %
Bockholmen Invest AB (Patrick Anderson)	6,1 %
J. Lehti & Co Oy (Jani Lehti)	6,1 %
Biomerit Oy	5,7 %
Tom Olsio	5,0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
EPS (raportoitu)	0,03	0,28	0,31	0,41	0,52
EPS (oikaistu)	0,03	0,40	0,57	0,71	0,81
Operat. kassavirta / osake	-0,03	0,62	0,72	0,60	0,92
Vapaa kassavirta / osake	-0,76	0,52	0,16	0,22	0,80
Omapääoma / osake	1,90	2,37	3,05	3,04	3,07
Osinko / osake	0,20	0,40	0,08	0,48	0,55

Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	-27 %	25 %	34 %	2 %	6 %
Käyttökateen kasvu-%	-62 %	92 %	46 %	18 %	15 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-77 %	205 %	43 %	19 %	17 %
EPS oik. kasvu-%	-93 %	1149 %	41 %	25 %	15 %
Käyttökate-%	12,9 %	20,0 %	21,7 %	25,0 %	26,9 %
Oik. Liikevoitto-%	7,5 %	18,3 %	19,5 %	22,6 %	24,9 %
Liikevoitto-%	7,5 %	14,4 %	12,1 %	14,5 %	17,2 %
ROE-%	1,6 %	13,7 %	12,0 %	13,7 %	17,1 %
ROI-%	8,2 %	17,6 %	14,4 %	15,3 %	20,9 %
Omavaraisuusaste	65,9 %	69,8 %	65,4 %	74,0 %	76,8 %
Nettovelkaantumisaste	-38,6 %	-37,9 %	-30,0 %	-23,9 %	-34,0 %

Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
EV/Liikevaihto	2,7	1,9	1,6	1,9	1,7
EV/EBITDA (oik.)	20,9	9,7	7,4	7,8	6,4
EV/EBIT (oik.)	36,3	10,6	8,3	8,6	7,0
P/E (oik.)	>100	16,9	11,7	10,8	9,4
P/B	3,9	2,9	2,2	2,5	2,5
Osinkotuotto-%	2,7 %	5,9 %	6,2 %	6,3 %	7,2 %

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 suositukseen 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla 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 laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositus historia (>12 kk)			
Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
16/02/2017	Vähennä	6,80 €	7,30 €
03/05/2017	Vähennä	6,80 €	6,99 €
24/08/2017	Vähennä	7,20 €	7,16 €
16/11/2017	Vähennä	7,80 €	7,60 €
28/02/2018	Vähennä	7,80 €	7,36 €
16/05/2018	Lisää	7,50 €	7,00 €
24/08/2018	Lisää	8,30 €	7,50 €
16/10/2018	Vähennä	8,00 €	7,95 €
18/02/2019	Vähennä	8,00 €	7,65 €



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



**Analyysi kuuluu
kaikille.**