

Tulosvaroituksen taustalta ei paljastunut vakavampia ongelmia

Toistamme Innofactorin lisää-suosituksen ja 1,20 euron tavoitehinnan heijastellen Q3:n myötä hieman parantunutta näkyvyyttä. Yhtiön rajun Q3-pettymyksen syyt vaikuttavat tilapäisiltä ja yhtiö odottaa kannattavuuden palaavan lähes normaalille uralle loppuvuonna. Q4:n ohjeistus aiheuttaa kuitenkin lievän tulosvaroitusriskin osakkeeseen, mikäli yllättäviä ongelmia ilmenee lisää. Tämä puoltaa lievää varovaisuutta, vaikka osake on painunut jo houkuttelevan alas (2018e P/E 9x). Innofactor on edennyt viime vuosina määrätietoisesti kasvustrategiassaan, mutta kyyti on ollut ajoittain pomppuista.

Q3-raportti paransi näkyvyyttä

Innofactorin Q3-raportti paransi kokonaisuudessaan näkyvyyttä aikaisemman tulosvaroituksen syiden oltua nähtävästi lyhytaikaisia. Q3:lle kasaantui kerralla useita negatiivisia asioita useilla markkinoilla. Suomessa useampi asiakasprojekti käynnistyi odotettua myöhemmin, Tanskassa projektikirjausten korjaukset johtivat tappioihin ja Ruotsissa oli tappiollisia asiakasprojekteja. Ongelmat siis liittyvät pääasiassa projektinhallintaan ja yksittäisiin projekteihin. Toki yhtiö on myös joutunut myöntämään, että yhtenäisen pohjoismaisen organisaation rakentaminen on odotettua vaikeampaa.

Kannattavuuden pitäisi palata lähes normaalille uralleen Q4:llä

Innofactor arvioi edelleen vuoden 2017 liikevaihdon kasvavan ja käyttökateen laskevan edellisestä vuodesta (59,6 MEUR ja 4,8 MEUR). Lisäksi yhtiö kertoi odottavansa Q4:n käyttökateen yltävän suunnilleen edellisvuoden 2,0 MEUR:n tasolle, eli kannattavuuden pitäisi elpyä jo Q4:llä. Oma ennustemme Q4:lle on varovainen 1,8 MEUR ja näemme lievän riskin ohjeistuksen saavuttamisessa, mikäli ongelmat jatkuvat. Ennustamme liikevaihdon kasvavan 14 % kuluvana vuonna ja käyttökateen jäävän 3,0 MEUR:oon. Vuonna 2018 odotamme liikevaihdon kasvavan 4 % ja käyttökateen olevan 8,0 %, mikä on tuntuvasti alle yhtiön potentiaalisen kannattavuustason.

Pitkän aikavälin tavoitteiden lykkäys ei yllätyks

Yhtiön pitkän aikavälin tavoitteiden lykkäminen ei tullut yllätyksenä, sillä odotuksemme olivat jo ennestään huomattavasti alempia. Yhtiö tavoittelee pitkällä aikavälillä 20 %:n kasvua ja 20 %:n käyttökateen, mutta ei arvioi pääsevänsä niihin vielä vuoteen 2020 mennessä. Omat ennustemme odottavat lähivuosien kasvun olevan noin 5 % ja käyttökate-%:n olevan 8-9 %:n tuntumassa, mikä on linjassa vuosina 2013-2016 saavutetun kannattavuustason kanssa. Näemme yhtiöllä positiivisia pitkän aikavälin kannattavuusajureita ja markkinanäkymät ovat hyvät, mutta toistuvien ongelmien ilmaantuminen puoltaa varovaisuutta.

Kurssireaktio ylireagointia ja arvostus on edelleen houkutteleva

Epävarmuuksien selkiinnyttyä näemme Innofactorin tulosvaroituksen jälkeisen kurssireaktion ylireagointina. Varovaisilla ennusteillamme vuoden 2018 EV/liikevaihto-kerroin (0,7x) sekä oikaistu P/E-kerroin (9,1x) ovat noin 40 % sektoria edullisemmat. Olemme oikaisseet arvostuskertoimet yrityskauppoihin liittyvillä kirjanpidollisilla IFRS3-poistoilla. Osakkeessa on selvää nousupotentiaalia, mikäli yhtiö onnistuu palaamaan edes viime vuosien vaatimattomalle kannattavuustasolle (8 - 9 % EBITDA-%). Riskitasoa kuitenkin nostaa lyhyen aikavälin pettymykset sekä kansainvälistymisen liittyvät riskit.

Analyytikot

Joni Grönqvist
+358 40 515 3113
joni.gronqvist@inderes.fi



Mikael Rautanen
+358 50 3460321
mikael.rautanen@inderes.fi



Suositus

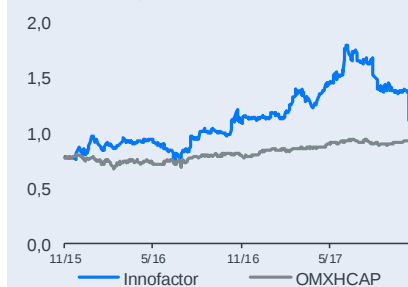
Lisää



Edellinen: Lisää

Tavoitehintaa 1,20 EUR

Edellinen: 1,20



Eiilisen päätös 1,05 EUR

12 kk vaihteluväli 1,04-1,8 EUR

Potentiaali 14,3 %

Katso toimitusjohtajan videohaastattelu



Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto (EBIT) oik.	Liikevoitto-marginaali oik. %	Tulos ennen veroja (PTP)	Tulos/osake	Osinko/osake	EV/Liikevaihto	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	Osinko-tuotto
	MEUR	MEUR		MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2015	44	2,5	5,7 %	1,9	0,05	0,00	0,9	10,5	15,0	16,8	0,0 %
2016	60	4,2	7,1 %	1,9	0,05	0,00	0,9	8,0	12,7	11,1	0,0 %
2017e	68	2,3	3,4 %	-0,2	0,00	0,00	0,7	16,9	21,6	20,1	0,0 %
2018e	71	5,3	7,6 %	2,4	0,05	0,00	0,7	8,7	9,3	9,1	0,0 %
2019e	75	6,4	8,6 %	3,8	0,08	0,00	0,6	6,9	7,5	7,9	0,0 %
Markkina-arvo, MEUR			35	OPO / osake 2017e, EUR			0,74			CAGR EPS, 2016-2019, %	17 %
Nettovelka 2017e, MEUR			12	P/B 2017e			1,4			CAGR kasvu, 2016-2019, %	8 %
Yritysarvo (EV), MEUR			50	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			43,3 %			ROE 2017e, %	-0,6 %
Taseen koko 2017e, MEUR			62	Omavaraisuusaste 2017e, %			43,2 %			ROCE 2017e, %	0,8 %

Q3-raportti paransi näkyvyyttä

Liikevaihto kasvoi Lumagate-kaupan vetämänä

Innofactor antoi aikaisemmin lokakuussa rajun tulosvaroituksen, eikä tällöin vielä kertonut tarkempia syitä varoitukselle, mikä aiheutti rajun negatiivisen reaktion. Ennusteemme laskivat selvästi raportin jälkeen, mutta Q3:n perusteella pahin skenaario ei ainakaan realisoitunut ja näkyvyys oli hieman odottamaamme parempi.

Innofactorin Q3-liikevaihto kasvoi 18 % ja oli 13,9 MEUR ylittäen ennusteemme 2 %:lla. Kasvu perustui vahvasti Lumagate-yrityskauppaan ja orgaanisesti arvioimme liikevaihdon kasvun olleen heikkoa. Innofactor kertoi Q3:n liikevaihtoa painaneen useamman asiakasprojektin arvioitua myöhempi käynnistyminen erityisesti Suomessa. Liikevaihdon kehitystä painaa käsityksemme mukaan edelleen myös oman uuden ERP:n (uusi Dynamics 365) integraatio, joka sitoo yhtiön omia konsulttiresursseja ja vaikeuttaa operatiivista seurantaa lyhyellä aikavälillä. Lisäksi Tanskassa ja Ruotsissa jouduttiin kirjaamaan asiakasprojekteihin liittyneitä tappiota. Yhtiöllä ilmeni jälleen Tanskassa (8 % liikevaihdosta) projektikirjauksiin liittyviä virheitä, mistä realisoitui tappioita. Yhtiö kuitenkin vakuutteli Tanskan tilanteen olevan nyt stabiili. Norjan toimintojen yhtiö kommentoi kehittyneen Q3:lla hyvään suuntaan haasteellisen alkuvuoden jälkeen. Yhtiö laajeni Lumagate-kaupan kautta myös Norjan markkinalle ja markkinan osuus ensimmäisen 9 kuukauden myynnistä oli 8 %.

Viime vuoden viimeisellä neljänneksellä integroidun Lumagaten myötä myös asiakas- ja liikevaihtorakenne muuttui hieman. Innofactorin liikevaihdosta ensimmäisenä yhdeksänä kuukautena yritysasiakkaista tuli noin 46 % (2016: 41 %), julkishallinnon asiakkaista noin 32 % (2016: 35 %) ja kolmannen sektorin asiakkaista noin 22 % (2016: 24 %). Ensimmäisen 9 kuukauden liikevaihdosta oli toimitusprojekteja ja konsultointia 61 % (2016: 62 %), jatkuviin sopimuksiin perustuvaa asiantuntijatyötä 14 % (2016: 14 %), jatkuviin sopimuksiin perustuvaa palvelu ja ohjelmistoylläpitoa 19 % (2016: 19 %) sekä lisenssimyyntiä 6 % (2016: 5 %). Liiketoiminnollainen yhtiön haasteet ovat tällä hetkellä projekti- ja konsultointitoiminnoissa.

Tulos tappiolla, mutta ei niin pahasti kuin pelkäsimme

Q3:n käyttökate oli -0,9 MEUR, mikä ylitti -1,4 MEUR:n ennusteemme ja jäi selvästi vertailukaudesta (Q3'16: 0,9 MEUR).

Ennustetaulukko	Q3'16	Q3'17	Q3'17e	Q3'17e	Konsensus	Erotus (%)	2017e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	11,8	13,9	13,6				68,0
Käyttökate	0,9	-0,9	-1,4				3,0
Liikevoitto (oikaistu)	0,7	-1,0	-1,6				2,3
Tulos ennen veroja	0,2	-1,6	-2,2				-0,2
EPS (oikaistu)	0,02	-0,03	-0,03				0,05
Liikevaihdon kasvu-%	26,4 %	18,0 %	15,2 %				14,0 %
Käyttökate-%	7,3 %	-6,5 %	-10,6 %				4,4 %

Lähde: Inderes

Kannattavuuteen vaikutti odotettua alhaisempi liikevaihto sekä erityisesti Tanskan liiketoiminnan tulosten merkittävä jääminen tavoitteista. Yhtiö aloitti jo keväällä organisaatorakenteen uusimisen ja tehostamistoimenpiteitä joiden tulisi parantaa kannattavuutta, mutta eivät kuitenkaan kompensoineet uusia heikkouksia Q3:lla. Käsityksemme mukaan Q3:lle osui useita negatiivisia tekijöitä yhdellä kertaa, mikä selittää huonoa tulosta.

Kolmannen neljänneksen oikaistu liikevoitto oli -1,0 MEUR kun odotimme -1,6 MEUR. Olemme oikaisseet liikevoittoa 0,5 MEUR:lla johtuen yrityskauppojen IFRS3-poistoista. Tulovaikutteisesti käsitelty tutkimus- ja tuotekehityksenot olivat Q3:lla 0,6 MEUR (Q3'16: 0,8 MEUR), mikä vastasi 4,3 % liikevaihdosta (2016: 5,9 %). Yhtiö ei arvioimme mukaan enää aktivoinut taseeseensa omaan erp-hankkeeseen liittyviä kuluja joita vielä aktivointiin vielä Q2:lla (Q2'17: 0,4 MEUR, Q1'17: 0,5 MEUR ja 2016: 0,8 MEUR).

Q4:n kannattavuuden pitäisi palata raiteille

Innofactor toisti odotetusti lokakuussa antamansa tulosvaroituksen jälkeisen ohjeistuksensa. Yhtiö arvioi liikevaihdon kasvavan ja käyttökateen laskevan edellisestä vuodesta (59,6 MEUR ja 4,8 MEUR). Lisäksi yhtiö kertoi odottavansa neljännen vuosineljänneksen käyttökateen yltävän suunnilleen vuoden 2016 tasolle, jolloin se oli noin 2 MEUR. Innofactorin Q4:n käyttökateohjeistus indikoi kannattavuuden palaavan lähes normaalille tasolle loppuvuonna. Ennustamme liikevaihdon kasvavan 14 % kuluvaan vuonna ja käyttökateen jäävän 3,0 MEUR:oon. Näin ollen odotamme Q4:n käyttökateen jäävän 1,8 MEUR:oon ja hieman alle viime vuoden.

Yhtiö lykkäsi pitkänajan tavoitteitaan

Yhtiö kertoi eilen myös lykkäävänsä pitkänajan tavoitteitaan. Tämä ei tullut meille yllätyksenä, sillä olemme jo ennen tulosvaroitusta ennustaneet kasvun olevan selvästi tavoitteita hitaampaa ja kannattavuuden tavoitellutta matalampaa. Yhtiö sanoo yhtenäisten pohjoismaisten toimintamallien ja järjestelmien aikaansaamisen ollut arvioitua hitaampaa. Innofactor uskoo kuitenkin edelleen saavuttavansa pitkällä tähtäimellä 20 % kasvun, josta pääosa pyritään saavuttamaan orgaanisesti (aikaisemmin kokonaisuudessaan orgaanisesti), sekä 20 % käyttökateen. Yhtiö ei kuitenkaan tässä tilanteessa enää arvioi pääsevänsä niihin vielä vuoteen 2020 mennessä.

Ennustemuutokset

Teimme pieniä ennustetarkennuksia

Teimme lokakuun alussa rajuja leikkauksia ennusteisiimme tulosvaroituksen jälkeen. Q3-tuloksen oltua odotuksia parempi nousivat hieman tämän vuoden ennusteemme. Ennustamme Innofactorin Q4:n liikevaihdon kasvavan 6 % 19,1 MEUR:oon ja käyttökateen olevan 1,8 MEUR tai 9,5 % liikevaihdosta (Q4'16: 11,0 %). Ennusteemme on varovainen ja varaudumme lähtökohtaisesti siihen, että hidasteita liiketoimintaan voi tulla vielä loppuvuonna.

Ennustamme Innofactorin liikevaihdon kasvavan 4 %:n ja 6 %:n vauhtia vuosina 2018-2019. Operatiivista kehitystä saattaa hidastaa ERP-hankkeen laajentaminen ensi vuonna Ruotsiin ja Norjaan. Suotuisa IT-palvelumarkkinan tilanne kuitenkin kompensoi tätä ja tukee kasvua. ERP-hankkeen tuomien

tehokkuushyötyjen pitäisi myös alkaa vähitellen realisoitua. Odotamme käyttökatemarginaalin pysyvän yhtiön historiallisella noin 8-9 %:n tasolla vuosina 2018-2019, mikä on selvästi alle yhtiön kannattavuuspotentialin.

Yhtiön omat pitkän aikavälin tavoitteet (20 % kasvu ja 20 % EBITDA-%) ovat kunnianhimoisia. Niiden saavuttaminen edellyttää erinomaista onnistumista yhtenäisen pohjoismaisen organisaation rakentamisessa sekä liiketoimintamallin siirtämisessä vahvemmin kohti tuoteliiketoimintaa. Yhtiön osakekurssi ei kuitenkaan nykytasolla hinnoitele Innofactorin yltämistä edes 10 %:n EBITDA-%:iin, joten pitkän aikavälin tavoitteiden lykkääntyminen oli periaatteessa osakkeen kannalta yhdentekevää.

Ennustemuutokset	2017	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	68	68	0 %	70	71	0 %	75	75	0 %
Käyttökate	1,9	3,0	58 %	6,0	5,7	-5 %	7,2	7,0	-3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,3	2,3	86 %	5,4	5,3	0 %	6,6	6,4	-3 %
Liikevoitto	-0,8	0,3	n.a.	3,2	3,0	-6 %	4,5	4,1	-8 %
Tulos ennen veroja	-1,3	-0,2	n.a.	2,4	2,4	0 %	3,9	3,8	-4 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,03	0,05	n.a.	0,11	0,12	4 %	0,13	0,13	1 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet

	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
Yhtiö		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e
Nixu	13,50	88	89	52,2	32,4	31,9	21,8	2,3	1,8	45,0	29,3	1,1	
Bouvet	157,00	170	162	12,0	10,7	10,3	9,3	1,0	0,9	16,1	14,8	4,3	4,5
Digia	2,51	67	71	36,7	11,6	18,8	9,6	0,8	0,7	31,2	14,5	1,9	2,2
Enea	83,25	153	144	10,8	9,2	9,2	7,8	2,2	2,1	15,0	13,6	2,8	3,2
HiQ International	60,00	341	328	15,2	13,7	14,8	13,4	1,8	1,7	20,6	18,3	5,6	5,8
Siili	11,62	81	75	14,0	10,4	11,9	9,4	1,2	1,0	17,6	15,0	3,4	4,1
Solteq	1,57	29	51	52,0	12,0	13,0	8,0	0,8	0,7	19,6	14,3	3,8	4,5
Tieto	26,31	1950	2115	13,8	12,8	10,3	9,7	1,4	1,3	15,9	15,1	5,0	5,4
KnowIT	153,00	308	327	11,0	9,2	10,0	8,8	1,0	0,9	16,0	14,0	3,2	3,8
Vincit	6,89	76	76	18,9	13,4	11,7	9,7	1,9	1,7	26,5	17,2	2,3	2,9
Innofactor (Inderes)	1,05	35	50	21,6	9,3	16,9	8,7	0,7	0,7	20,1	9,1	0,0	0,0
Keskiarvo				23,7	13,5	14,2	10,7	1,4	1,3	22,3	16,6	3,6	3,8
Mediaani				14,6	11,8	11,8	9,5	1,28	1,14	18,6	14,9	3,4	4,0
Erotus-% vrt. mediaani				48 %	-21 %	43 %	-8 %	-42 %	-38 %	8 %	-39 %	-100 %	-100 %

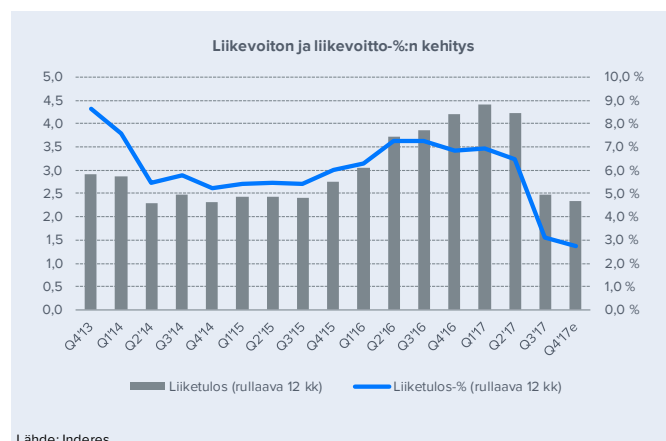
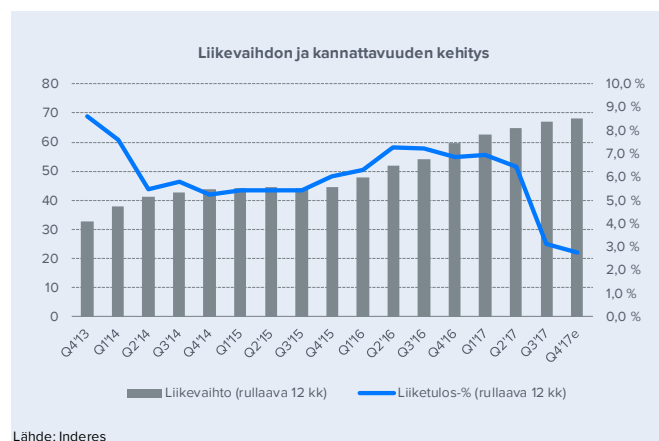
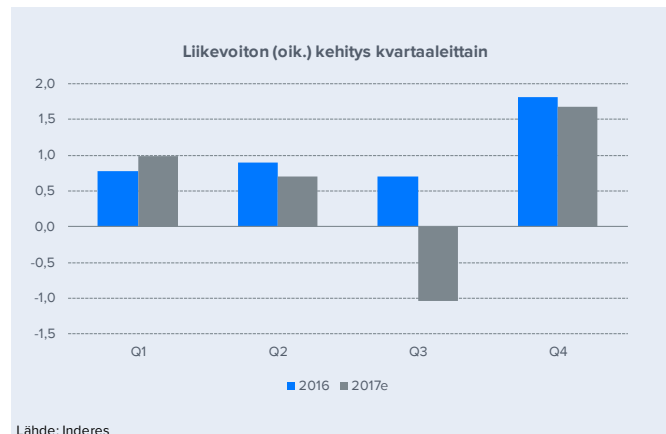
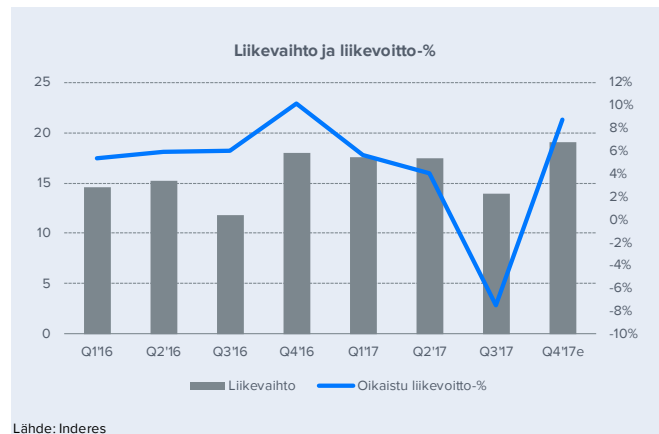
Lähde: Reuters / Inderes.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	44,5	14,6	15,2	11,8	18,0	59,6	17,5	17,5	13,9	19,1	68,0	70,7	74,9
Käyttökate	3,7	0,9	1,1	0,9	2,0	4,8	1,2	0,9	-0,9	1,8	3,0	5,7	7,0
Poistot ja arvonalennukset	-1,2	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-2,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-2,7	-2,7	-2,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,7	0,8	0,9	0,7	1,8	4,2	1,0	0,7	-1,0	1,7	2,3	5,3	6,4
Liikevoitto	2,5	0,3	0,4	0,3	1,3	2,3	0,5	0,2	-1,5	1,2	0,3	3,0	4,1
Nettorahoituskulut	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,5	-0,4
Tulos ennen veroja	1,9	0,2	0,4	0,2	1,2	1,9	0,3	0,1	-1,6	1,0	-0,2	2,4	3,8
Verot	-0,4	0,0	-0,1	0,0	-0,2	-0,4	-0,1	0,0	0,3	-0,2	0,0	-0,5	-0,8
Vähennistöosuudet	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	1,5	0,1	0,3	0,1	1,0	1,5	0,3	0,1	-1,3	0,8	-0,2	1,9	3,0
EPS (oikaistu)	0,06	0,02	0,02	0,02	0,05	0,10	0,02	0,02	-0,02	0,04	0,05	0,12	0,13
EPS (raportoitu)	0,05	0,00	0,01	0,00	0,03	0,05	0,01	0,00	-0,04	0,02	0,00	0,05	0,08

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	1,4 %	30,5 %	34,1 %	26,4 %	43,1 %	34,1 %	20,0 %	14,6 %	18,3 %	5,9 %	14,0 %	4,0 %	6,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	17,9 %	66,7 %	277,0 %	26,2 %	23,9 %	53,8 %	26,6 %	-21,5 %	-246,3 %	-8,2 %	-44,6 %	128,6 %	20,1 %
Käyttökate-%	8,3 %	6,3 %	7,0 %	7,3 %	11,0 %	8,1 %	6,6 %	5,0 %	-6,3 %	9,5 %	4,4 %	8,0 %	9,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	6,2 %	5,4 %	5,9 %	6,0 %	10,1 %	7,1 %	5,7 %	4,1 %	-7,4 %	8,8 %	3,4 %	7,6 %	8,6 %
Nettotulos-%	3,5 %	0,9 %	2,1 %	0,8 %	5,5 %	2,6 %	1,6 %	0,3 %	-9,3 %	4,2 %	-0,2 %	2,7 %	4,0 %

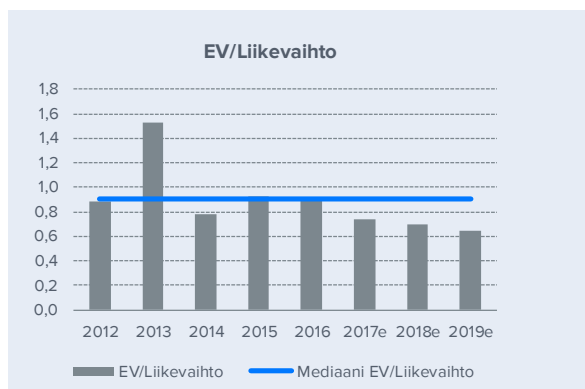
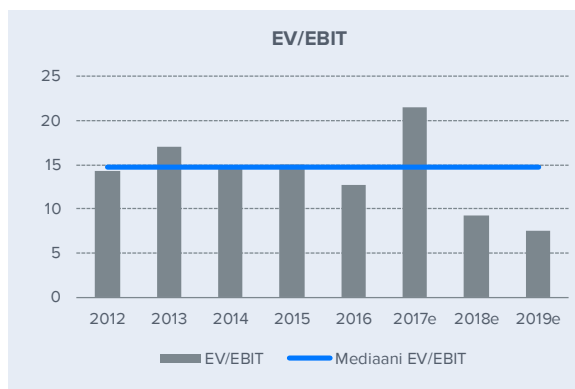
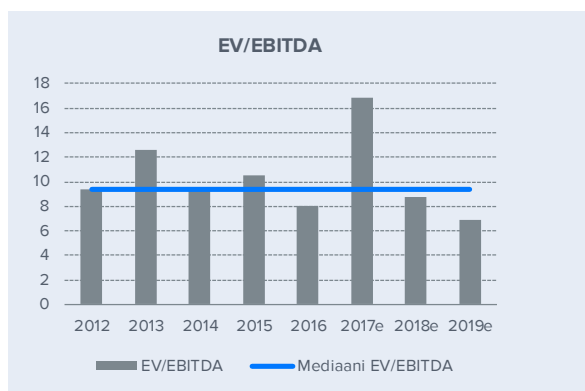
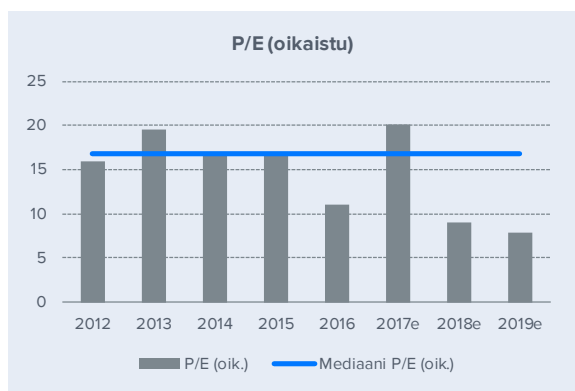
Lähde: Inderes



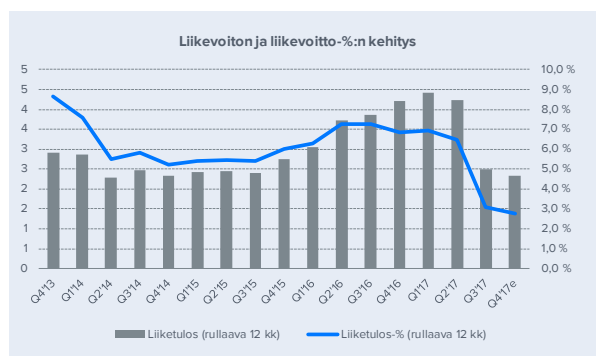
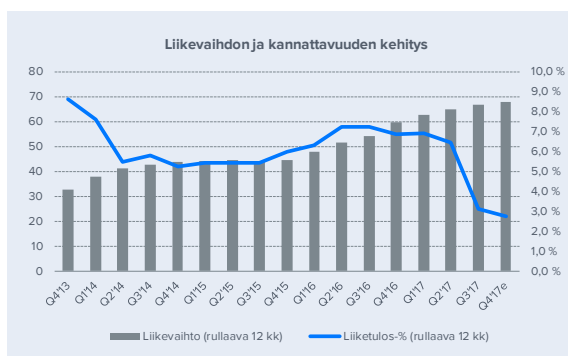
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	0,53	1,26	0,77	0,98	1,15	1,05	1,05	1,05	1,05
Markkina-arvo	16	39	25	33	38	35	38	39	42
Yritysarvo (EV)	17	50	34	41	54	50	50	48	43
P/E (oik.)	15,9	19,6	16,8	16,8	11,1	20,1	9,1	7,9	7,4
P/E	35,5	28,9	15,9	21,2	24,6	neg.	20,1	13,9	11,4
P/Kassavirta	-8,7	-16,3	60,0	26,7	-10,7	428,9	20,2	6,6	6,7
P/B	1,2	2,0	1,1	1,3	1,7	1,4	1,3	1,1	1,0
P/S	0,8	1,2	0,6	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,9	1,5	0,8	0,9	0,9	0,74	0,70	0,6	0,6
EV/EBITDA	9,4	12,6	9,3	10,5	8,0	16,9	8,7	6,9	4,7
EV/EBIT	14,2	17,1	14,8	15,0	12,7	21,6	9,3	7,5	6,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	4,8 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

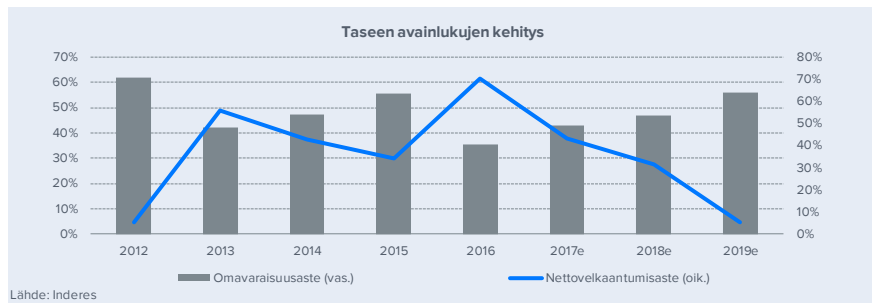


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	31	30	43	42	40
Liikearvo	20	20	28	28	28
Aineettomat oikeudet	3	3	9	8	6
Käyttöomaisuus	1	1	1	1	1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	7	7	6	5	5
Vaihtuvat vastaavat	16	14	20	20	23
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	15	13	19	19	21
Likvidit varat	1	1	1	1	2
Taseen loppusumma	47	44	64	62	63

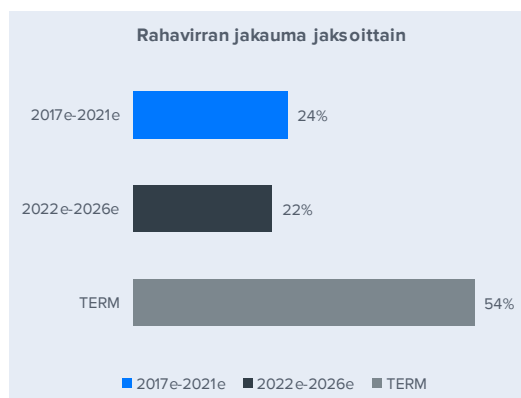
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	22	25	23	27	30
Osakepääoma	2	2	2	2	2
Kertyneet voittovarot	2	3	4	4	6
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	18	19	16	21	21
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	9	6	11	9	10
Laskennalliset verovelat	1	1	2	2	2
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	8	5	9	7	8
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	16	14	30	27	23
Lainat rahoituslaitoksilta	3	4	8	6	4
Lyhytaikaiset korottomat velat	13	9	22	20	20
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	47	44	64	62	63



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	2,3	0,3	3,0	4,1	4,7	5,7	6,0	6,2	6,0	5,7	5,7	
+ Kokonaispoistot	2,5	2,7	2,7	2,9	2,5	1,5	0,8	0,6	0,6	0,7	0,7	
- Maksetut verot	2,0	0,1	0,0	0,0	-0,9	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,2	-1,2	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitusluotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	6,7	-1,4	-2,8	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	13,4	1,6	2,8	6,8	6,2	6,0	5,5	5,5	5,3	5,1	5,2	
+ 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	
- Bruttoinvestoinnit	-16,9	-1,5	-0,9	-1,1	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-3,5	0,1	1,9	5,7	5,4	5,3	4,8	4,8	4,6	4,5	4,5	
+/- 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	-3,5	0,1	1,9	5,7	5,4	5,3	4,8	4,8	4,6	4,5	4,5	67,2
Diskontattu vapaa kassavirta	0,1	1,7	4,8	4,2	3,8	3,2	2,9	2,6	2,3	2,2	2,2	32,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	60,2	60,1	58,4	53,6	49,4	45,6	42,4	39,5	36,9	34,5	32,4	
Velaton arvo DCF	60,2											
- Korolliset velat	-16,7											
+ Rahavarat	0,9											
-Vähemmistöosuus	0,0											
-Osinko/pääomapalautus	0,0											
Oman pääoman arvo DCF	44,4											
Oman pääoman arvo DCF per osake	1,23											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,50 %
Riskiton korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,3 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	43,8	44,5	59,6	68,0	70,7
EBITDA	3,8	3,7	4,8	3,0	5,7
EBITDA-marginaali (%)	8,7	8,3	8,1	4,4	8,0
EBIT	2,4	2,5	2,3	0,3	3,0
Voitto ennen veroja	1,9	1,9	1,9	-0,2	2,4
Nettovoitto	1,6	1,5	1,5	-0,2	1,9
Kertaluontoiset erät	0,1	-0,2	-1,9	-2,0	-2,4

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	47,4	44,0	63,6	62,2	62,9
Oma pääoma	22,5	24,5	22,5	26,8	29,6
Liikearvo	19,6	19,6	27,7	27,7	27,7
Korolliset velat	10,6	9,2	16,7	13,0	11,5

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	3,8	3,7	4,8	3,0	5,7
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,2	-1,9	6,7	-1,4	-2,8
Operatiivinen kassavirta	1,4	1,8	13,4	1,6	2,8
Vapaa kassavirta	0,4	1,2	-3,5	0,1	1,9

Yhtiökuvaus
Vuonna 2000 perustettu Innofactor on Pohjoismaiden johtavia Microsoft-ratkaisuihin keskittyneitä ohjelmistotoimittajia. Yhtiön liiketoiminta koostuu järjestelmäintegraattorina toimimisesta IT-projekteissa sekä omien ohjelmistotuotteiden ja -palveluiden kehittämisestä ja myynnistä. Innofactorin asiakkaina on yli 1000 yritystä ja julkishallinnon organisaatiota Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja muualla Euroopassa. Liikevaihdosta noin puolet tulee yritysasiakkailta ja puolet julkishallinnon asiakkailta. Innofactorin strategian perustana on voimakas keskittyminen Microsoftin teknologioihin. Yhtiö toimii Microsoft-ekosysteemissä sekä ohjelmistotuotekumppanina että järjestelmäintegraattorina, mikä tarjoaa synergiahyötyjä. Yhtiön johto uskoo Microsoftin olevan vahvoilla IT-markkinoiden murroksessa, mitä tukee Microsoftin tuotteiden markkinoita nopeampi kasvu.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	0,05	0,05	0,05	0,00	0,05
EPS oikaistu	0,05	0,06	0,10	0,05	0,12
Operat. kassavirta per osake	0,04	0,05	0,41	0,04	0,08
Tasearvo per osake	0,70	0,73	0,68	0,74	0,80
Osinko per osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Voitonjako, %	0	0	0	0	0
Osinkotuotto, %	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	16,8	16,8	11,1	20,1	9,1
P/B	1,1	1,3	1,7	1,4	1,3
P/Liikevaihto	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6
P/CF	18,2	17,9	2,8	23,9	13,9
EV/Liikevaihto	0,8	0,9	0,9	0,7	0,7
EV/EBITDA	9,1	11,1	11,1	16,7	8,3
EV/EBIT	14,8	15,0	12,7	21,6	9,3

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Ensio Sami	20,6 %
Tilman Tuomo Tapani	7,6 %
Ilmarinen	4,3 %
Laiho Rami Tapani	3,7 %
Linturi Kaija ja Risto	3,5 %

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
22.12.2015	Vähennä	0,90 €	0,90 €
2.3.2016	Vähennä	1,00 €	0,96 €
27.4.2016	Lisää	1,00 €	0,94 €
11.7.2016	Lisää	0,95 €	0,86 €
20.7.2016	Lisää	1,05 €	0,92 €
11.10.2016	Osta	1,20 €	1,03 €
25.10.2016	Lisää	1,20 €	1,12 €
8.3.2017	Lisää	1,50 €	1,32 €
7.4.2017	Osta	1,50 €	1,27 €
4.5.2017	Osta	1,70 €	1,47 €
20.6.2017	Lisää	1,85 €	1,66 €
1.8.2017	Lisää	1,70 €	1,53 €
16.10.2017	Lisää	1,20 €	1,11 €
1.11.2017	Lisää	1,20 €	1,05 €

Vastuuvapauslauseke

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät 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:

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistussuosuuksia 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, 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/>