

## Seuraamme osaketta edelleen katsomosta

Toistamme Martelan vähennä-suosituksemme ja laskemme tavoitehintamme 4,30 euroon (aik. 4,70 euroa) aikaisempaa varovaisemman näkemyksemme myötä. Näkyvyys Martelan kuluvaan vuoden tuloksen tasoon on arviomme mukaan edelleen heikko ja yhtiön ennustamaamme käännteeseen liittyy epävarmuutta, minkä takia emme ole valmiita hyväksymään korkeita arvostuskertoimia osakkeelle.

### Epävarmuus on mielestämme hieman kasvanut

Valtion yhteishankintayksikkö Hansel kertoi viime viikolla kilpailuttavansa uudestaan Toimistokalusteet 2018-2020 yhteishankinnan. Tämän lisäksi aikaisemmin syyskuussa Kuntahankinnat kertoi keskeyttävänsä Kalusteet 2018 -kilpailutuksen ja myös tämä yhteishankintasopimus kilpailutetaan uudestaan. Tämä sopimus sisältää Kuntaliiton toimistokalusteet, oppikalusteet ja hoivakalusteet vuosille 2018-2022. Nämä sopimukset ovat huomattavan kokoisia, sillä esimerkiksi aikaisempi 2013-2018 viiden vuoden Hanselin Toimistokalusteiden sopimus oli julkisista lähteistä löytyvien tietojen perusteella suuruudeltaan noin 75-85 MEUR. Vertailun vuoksi, Martelan 2017 liikevaihto oli noin 110 MEUR. Martela oli mukana aikaisemmassa Hanselin 2013-2018 sopimuksessa yhtenä toimittajana ja olimme itse aikaisemmin arvioineet, että Martela oli pärjännyt näissä molemmissa vuoden 2018 alkuperäisissä kilpailutuksissa. Nyt uusien kilpailutusten myötä lopputulosta on mielestämme kuitenkin vaikeampi ennakoita ja epävarmuus yhtiön lähivuosien kehityksestä on siten hieman kasvanut.

### Emme ole tehneet muutoksia aikaisempiin Martelan ennusteisiimme

Ennustamme edelleen Martelan liikevaihdon kasvavan noin 2 % vuosittain vuosina 2018-2019 ja liikevoittomarginaalin nousevan noin 1,5 %:iin vuonna 2018 ja 2,1 %:iin vuonna 2019. Vuoden 2018 osakekohtaisen tuloksen ennusteemme on edelleen 0,20 euroa ja vuoden 2019 vastaava ennusteemme on 0,39 euroa (2017: -0,15 euroa, 2016: 0,81 euroa). Ennustamamme kasvu perustuu yhtiön Suomen ja Norjan yksiköiden alkuvuoden 2018 hyvään kehityksen jatkumiseen ja siihen, että yhtiön Suomen liikevaihdon pitäisi arviomme mukaan palautua ensi vuoteen mennessä lähelle 2015-2016 tasoa tietojärjestelmäongelmien ollessa nyt takana. Kannattavuusennusteeseemme liittyy epävarmuutta ja yhtiö erikseen mainitsi Q2-raportissa kilpailutilanteen kiristyneen ja kertoi uskovan markkinatilanteen jatkuvan haasteellisena. Edelleen yhtiön Ruotsin yksikön kehitystä painavat myyntikanavan strategiamuutos ja toukokuussa toteutettu Input interiöriin EFG-kauppa. Mm. näiden tekijöiden takia emme odota Martelan kannattavuuden palautuvan lähivuosina vuoden 2016 tasolle (2016 oik. EBIT-marginaali 5,3 %), vaikka 2017-2018 tietojärjestelmäongelmat ovat arviomme mukaan jo takana.

### Tulospohjaiset arvostuskertoimet ovat mielestämme perustellusti alhaisia

Martelan osake on laskenut aikaisemmasta päiväyksestämme noin 17 % ja osakkeen arvostuskertoimet eivät ole korkeita vuoden 2019 ennusteillamme. 2019e P/E-kerroin on 10,5x ja EV/EBITDA-kerroin on n. 3,6x. Tulospohjaiset kertoimet ovat mielestämme kuitenkin perustellusti alhaisia huomioiden ennustamaamme käännteeseen liittyvä epävarmuus ja olemme itse valmiita hyväksymään yhtiölle nyt 11x vuoden 2019 P/E-kertoimen (aik. 12x). Uusi tavoitehintamme perustuu tähän kertoimeen. Osake saa arviomme mukaan osaltaan pientä tukea osakekohtaisesta omasta pääomasta (Q2'18: 4,55 euroa), matalasta liikevaihtopohjaisesta arvostuksesta (2018e EV/Liikevaihto 0,20x) sekä korkeasta osingosta (2018e osinkotuotto: 6,8 %). Nämä rajaavat osakkeen laskuvaraa, mutta eivät mielestämme riitä perustelemaan positiivista suositusta.

### Analyttikko

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



### Suositus

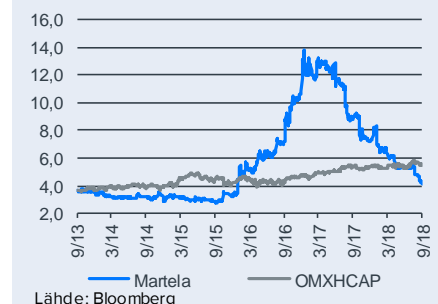
Vähennä



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintana 4,30 EUR

Edellinen: 4,70



Edellinen päätös 4,11 EUR

12 kk vaihteluväli 4,16-9,32 EUR

Potentiaali 4,6 %

### Ohjeistus

Martela-konsernin koko vuoden 2018 liikevaihdon ja liiketuloksen arvioidaan paranevan edellisvuotisesta. Konsernin liiketulos kertyy normaalista kausivaihteluista johtuen toisella vuosipuoliskolla.

Ohjeistusmuutos: Ennallaan

### Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	Tulos/	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	osake	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(x)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	129	6,2	4,8 %	5,6	0,97	0,37	0,4	4,9	7,0	13,2	2,9 %
2017	110	0,3	0,2 %	0,0	-0,15	0,32	0,3	12,8	142,4	-48,8	4,3 %
2018e	112	1,6	1,5 %	1,1	0,20	0,28	0,2	5,1	13,5	20,2	6,8 %
2019e	114	2,4	2,1 %	2,0	0,39	0,28	0,2	3,6	7,4	10,5	6,8 %
2020e	116	3,4	2,9 %	3,1	0,60	0,28	0,1	2,9	5,1	6,9	6,8 %
Markkina-arvo, MEUR			17	OPO / osake 2018e, EUR			5,36	CAGR EPS, 2017-2020, %			-258 %
Nettovelka 2018e, MEUR			5	P/B 2018e			0,8	CAGR kasvu, 2017-2020, %			2 %
Yritysarvo (EV), MEUR			22	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			23,2 %	ROE 2018e, %			3,8 %
Taseen koko 2018e, MEUR			51	Omavaraisuusaste 2018e, %			43,9 %	ROCE 2018e, %			5,2 %

## Arvostustaso

### Osinko tukee osaketta hieman

Ennustamme edelleen Martelan maksavan 0,28 euron osakekohtaisen osingon vuodelta 2018 (2017: 0,32 euroa). Martelan kassatilanne oli kesäkuun lopussa vahva 9,3 MEUR (2,2 euroa per osake), investointitarpeet ovat arviomme mukaan vähäisiä ja yhtiö on historiassa maksanut osinkoa myös heikompina vuosina. Yhtiön käyttöpääomaongelmat vaikuttavat Q2-raportin perusteella olevan nyt takanapäin ja rahavirta oli selvästi positiivinen (+3,9 MEUR) tammi-kesäkuun aikana.

Emme näiden syiden takia ennusta vuodelta 2018 maksettavan osingon laskevan huomattavasti, vaikka 2018 tulos on ennusteessamme jäämässä heikoksi. Korkea osinko ja matalat tase- ja liikevaihtopohjaiset arvostuskertoimet osaltaan arviomme mukaan rajaavat Martelan osakkeen laskuvaraa nykyisestä, mutta ne eivät mielestämme itsessään riitä perustelemaan positiivista suositusta osakkeelle.

### Osakkeessa voi myös olla potentiaalia

Matalan liikevaihtopohjaisen arvostustason takia Martelan osakkeessa on potentiaalia nousta huomattavasti, mikäli yhtiön kannattavuus nousisi ennusteitamme korkeammaksi. Mikäli yhtiö yltäisi vuoden 2016 kannattavuuteen (oikaistu EBIT-marginaali 5,3 %), olisi osakekohtainen tulos arviomme mukaan karkeasti noin yhden euron. Osakekurssi voisi tällöin olla hyväksymällämme noin 11x P/E-kertoimella noin 11 euroa. Emme itse ennusta yhtiön yltävän lähivuosina tälle kannattavuustasolle, mutta sijoittajien on mielestämme hyvä tiedostaa tämä potentiaali.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
HNI	42,47	1590	1816							17,4	13,9			3,3
Herman Miller	37,05	1887	1967	11,4		8,6		0,9		16,6	13,6	1,9	2,1	3,2
Knoll	22,92	969	1389	12,3	10,2	8,7	8,0	1,2	1,1	12,7	11,1			2,8
Steelcase	15,30	1528	1665	11,4		7,7		0,6		18,7	16,7		3,5	2,2
Lammhult Design	44,80	31	51	8,5	8,0	6,3	5,9	0,5	0,5	8,3	7,7	5,1	5,5	0,8
<b>Martela (Inderes)</b>	<b>4,11</b>	<b>17</b>	<b>22</b>	<b>13,5</b>	<b>7,4</b>	<b>5,1</b>	<b>3,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>20,2</b>	<b>10,5</b>	<b>6,8</b>	<b>6,8</b>	<b>0,8</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>10,9</b>	<b>9,1</b>	<b>7,8</b>	<b>6,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>14,7</b>	<b>12,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>2,5</b>
<b>Mediaani</b>				<b>11,4</b>	<b>9,1</b>	<b>8,1</b>	<b>6,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>16,6</b>	<b>13,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				-	<b>-19 %</b>	<b>-37 %</b>	<b>-49 %</b>	<b>-74 %</b>	<b>-81 %</b>	<b>22 %</b>	<b>-23 %</b>	<b>94 %</b>	<b>93 %</b>	<b>-73 %</b>

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

## Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

	FY15	FY16	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	FY17	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	FY18e	FY19e	FY20e
<b>Liikevaihto</b>	<b>132,8</b>	<b>129,1</b>	<b>24,8</b>	<b>25,8</b>	<b>29,4</b>	<b>29,6</b>	<b>109,5</b>	<b>25,3</b>	<b>25,6</b>	<b>30,0</b>	<b>30,9</b>	<b>111,7</b>	<b>113,9</b>	<b>116,1</b>
-Suomi	96,7	95,2	19,1	19,7	24,0	24,8	87,3	20,8	21,1	25,7	26,6	94,2	96,1	98,0
-Ruotsi	14,8	20,4	3,2	3,3	2,2	3,0	11,7	2,0	1,6	1,1	2,0	6,7	6,8	7,1
-Norja	5,2	3,7	1,4	0,5	1,0	1,2	4,1	1,3	1,6	1,7	1,3	5,9	6,0	6,1
-Muut	16,1	9,8	1,1	2,3	2,1	0,7	6,4	1,2	1,3	1,5	1,1	4,9	4,9	4,9
CGS	-74,3	-72,0	-13,6	-14,1	-16,7	-18,5	-62,9	-14,9	-14,8	-17,1	-17,4	-64,2	-64,8	-66,1
<b>Bruttokate</b>	<b>58,5</b>	<b>57,2</b>	<b>11,2</b>	<b>11,7</b>	<b>12,6</b>	<b>11,1</b>	<b>46,6</b>	<b>10,4</b>	<b>10,8</b>	<b>12,9</b>	<b>13,5</b>	<b>47,5</b>	<b>49,1</b>	<b>50,1</b>
Henkilöstökulut	-32,3	-29,7	-6,9	-7,6	-6,1	-6,5	-27,1	-7,0	-7,0	-6,8	-6,8	-27,7	-27,9	-27,9
Liiketoiminnan muut kulut	-19,1	-18,9	-4,3	-4,3	-4,3	-4,3	-17,4	-4,3	-4,2	-4,0	-4,0	-16,5	-16,6	-16,7
Liiketoiminnan muut tuotot	0,4	0,5	0,0	0,1	0,3	0,4	0,8	0,7	0,1	0,1	0,1	1,0	0,4	0,4
<b>EBITDA</b>	<b>7,5</b>	<b>9,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,5</b>	<b>0,6</b>	<b>2,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>	<b>4,3</b>	<b>5,1</b>	<b>5,8</b>
Poistot	-3,4	-2,9	-0,6	-0,7	-0,8	-0,5	-2,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-2,7	-2,6	-2,5
<b>EBIT (raportoitu)</b>	<b>4,1</b>	<b>6,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>2,1</b>	<b>1,6</b>	<b>2,4</b>	<b>3,4</b>
Rahoituserät	-0,7	-0,5	0,0	-0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,5	-0,4	-0,3
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>3,4</b>	<b>5,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,1</b>	<b>2,0</b>	<b>3,1</b>
Verot	-0,9	-2,3	0,0	-0,2	-0,1	-0,4	-0,7	0,0	0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,6
<b>Nettotulos</b>	<b>2,5</b>	<b>3,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,8</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,5</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,61</b>	<b>0,97</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,30</b>	<b>0,37</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,15</b>	<b>-0,27</b>	<b>-0,25</b>	<b>0,29</b>	<b>0,43</b>	<b>0,20</b>	<b>0,39</b>	<b>0,60</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,61</b>	<b>0,81</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,30</b>	<b>0,37</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,15</b>	<b>-0,27</b>	<b>-0,25</b>	<b>0,29</b>	<b>0,43</b>	<b>0,20</b>	<b>0,39</b>	<b>0,60</b>

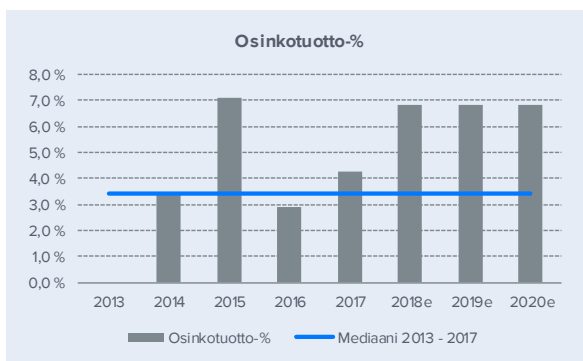
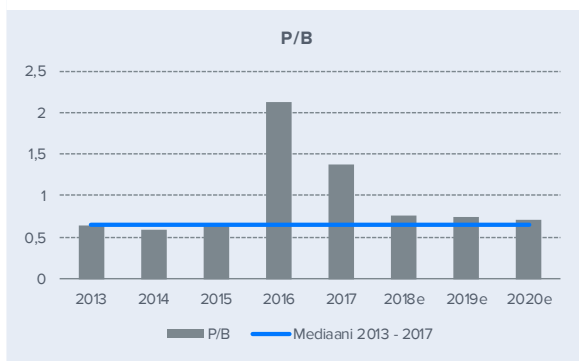
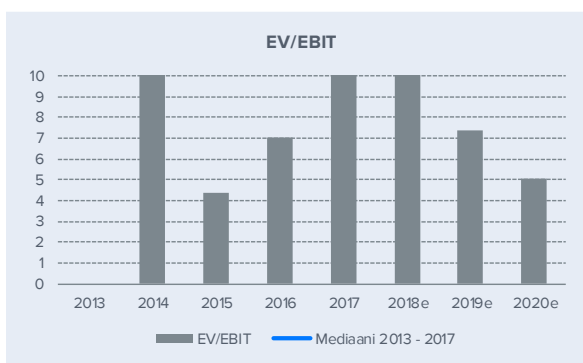
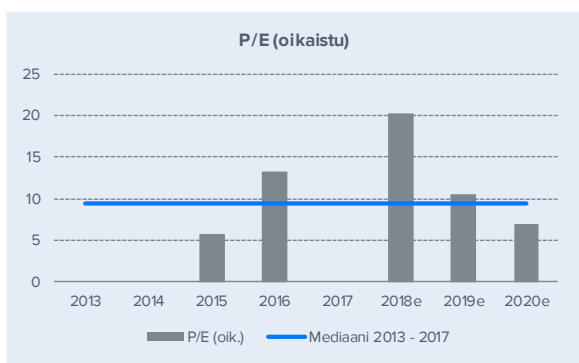
  

	FY15	FY16	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	FY17	Q1'18	Q2'18	Q3'18e	Q4'18e	FY18e	FY19e	FY20e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	<b>-2,3 %</b>	<b>-2,8 %</b>	<b>-10,8 %</b>	<b>-19,0 %</b>	<b>-16,6 %</b>	<b>-13,7 %</b>	<b>-15,2 %</b>	<b>1,9 %</b>	<b>-1,0 %</b>	<b>2,1 %</b>	<b>4,4 %</b>	<b>2,0 %</b>	<b>2,0 %</b>	<b>2,0 %</b>
-Suomi	-	-1,6 %	-1,5 %	-13,2 %	-9,4 %	-6,8 %	-8,3 %	8,9 %	7,1 %	7,1 %	7,4 %	7,9 %	2,0 %	2,0 %
-Ruotsi	-	37,9 %	-39,6 %	-45,9 %	-51,1 %	-33,3 %	-42,6 %	-37,5 %	-51,5 %	-50,0 %	-35,0 %	-43,2 %	3,0 %	3,0 %
-Norja	-	-29,2 %	75,0 %	-28,6 %	11,1 %	-7,7 %	10,8 %	-7,1 %	220,0 %	70,0 %	5,0 %	42,9 %	2,0 %	2,0 %
-Muut	-	-39,1 %	-52,2 %	-4,2 %	-38,2 %	-58,8 %	-34,7 %	4,7 %	-45,1 %	-30,0 %	50,0 %	-22,9 %	0,0 %	0,0 %
<b>Bruttokate-%</b>	<b>44,0 %</b>	<b>44,3 %</b>	<b>45,1 %</b>	<b>45,4 %</b>	<b>43,1 %</b>	<b>37,5 %</b>	<b>42,6 %</b>	<b>41,0 %</b>	<b>42,2 %</b>	<b>43,0 %</b>	<b>43,7 %</b>	<b>42,6 %</b>	<b>43,1 %</b>	<b>43,1 %</b>
EBITDA-%	5,6 %	7,0 %	0,0 %	-0,8 %	8,5 %	2,1 %	2,6 %	-1,1 %	-1,1 %	7,1 %	8,9 %	3,9 %	4,4 %	5,0 %
<b>EBIT-% (raportoitu)</b>	<b>3,1 %</b>	<b>4,8 %</b>	<b>-2,5 %</b>	<b>-3,5 %</b>	<b>5,9 %</b>	<b>0,3 %</b>	<b>0,2 %</b>	<b>-3,6 %</b>	<b>-3,7 %</b>	<b>4,8 %</b>	<b>6,6 %</b>	<b>1,5 %</b>	<b>2,1 %</b>	<b>2,9 %</b>
Tulos ennen veroja-%	2,5 %	4,4 %	-2,7 %	-4,0 %	5,4 %	0,4 %	0,0 %	-4,3 %	-4,4 %	4,4 %	6,5 %	1,0 %	1,8 %	2,7 %
Nettotulos-%	1,9 %	2,6 %	-2,7 %	-4,8 %	5,2 %	-0,9 %	-0,6 %	-4,4 %	-4,1 %	4,0 %	5,8 %	0,8 %	1,4 %	2,1 %

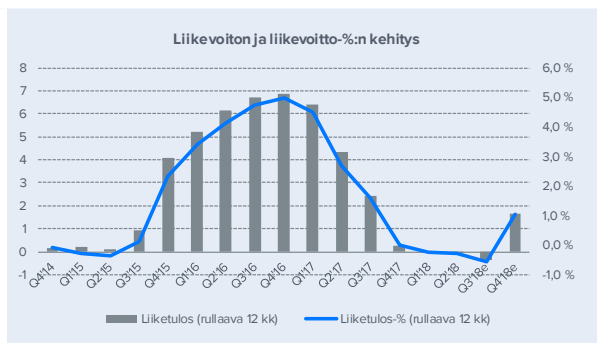
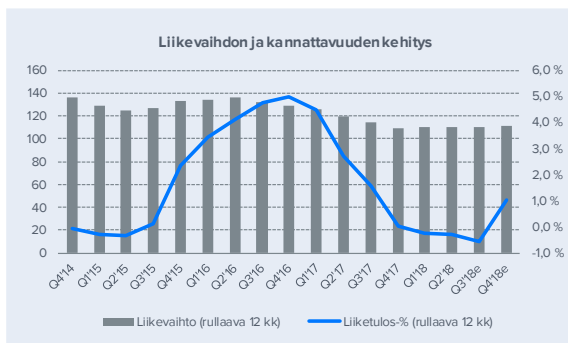
## Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	3,35	2,91	3,53	12,84	7,47	4,11	4,11	4,11
Markkina-arvo	14	12	15	53	31	17	17	17
Yritysarvo (EV)	25	18	18	48	37	22	18	17
P/E (oik.)	neg.	neg.	5,8	13,2	neg.	20,2	10,5	6,9
P/E	neg.	neg.	5,8	16,0	neg.	20,2	10,5	6,9
P/Kassavirta	-54,4	2,0	4,1	5,6	-3,4	7,1	3,0	7,3
P/B	0,6	0,6	0,6	2,1	1,4	0,8	0,8	0,7
P/S	0,1	0,1	0,1	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,2	0,1	0,1	0,4	0,3	0,20	0,2	0,1
EV/EBITDA	57,3	4,6	2,4	4,9	12,8	5,1	3,6	2,9
EV/EBIT	neg.	116,4	4,4	7,0	142,4	13,5	7,4	5,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	-57,0 %	41,0 %	46,1 %	-209,1 %	137,8 %	71,3 %	46,8 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	3,4 %	7,1 %	2,9 %	4,3 %	6,8 %	6,8 %	6,8 %

Lähde: Inderes



## Tulostrendi (rollaava 12 kk)

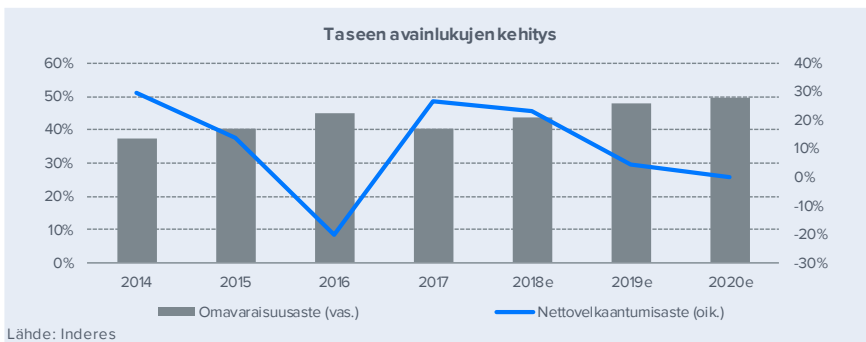


## Tase ja kassavirtalaskelma

### Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>14</b>
Liikearvo	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	5	6	7	8	8
Käyttöomaisuus	9	7	5	5	5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	1	1	1	1	1
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	1	1
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>43</b>	<b>37</b>	<b>34</b>
Varastot	11	8	9	8	7
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Saamiset	23	21	27	25	22
Likvidit varat	8	13	7	4	5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>51</b>	<b>48</b>

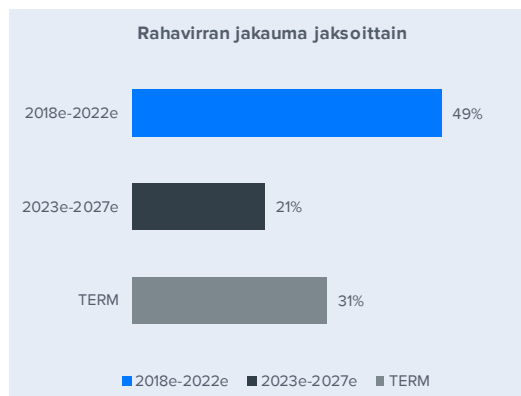
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
<b>Oma pääoma</b>	<b>23</b>	<b>25</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>23</b>
Osakepääoma	7	7	7	7	7
Kertyneet voittovarot	15	17	14	14	14
Omat osakkeet	-1	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	1	1	1	1	1
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>10</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>5</b>
Laskennalliset verovelat	1	1	0	0	0
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	8	6	6	8	4
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	1	0	1	0	0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>27</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	3	2	7	2	1
Lyhytaikaiset korottomat velat	21	22	19	18	19
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>51</b>	<b>48</b>



### DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>0,3</b>	<b>1,6</b>	<b>2,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	
+ Kokonaispoistot	2,6	2,7	2,6	2,5	2,2	1,8	2,1	2,2	2,3	2,4	2,4	
- Maksetut verot	-0,7	-0,7	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	
- 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 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	-9,2	2,4	3,7	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>-7,1</b>	<b>6,0</b>	<b>8,3</b>	<b>4,9</b>	<b>5,2</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,2	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-2,2	-3,0	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,3	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-9,0</b>	<b>2,4</b>	<b>5,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	
+/- 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	-9,1	2,4	5,7	2,3	2,6	2,2	2,3	2,4	2,5	2,0	2,4	21,8
Diskontattu vapaa kassavirta		2,3	4,9	1,8	1,8	1,3	1,3	1,2	1,1	0,8	0,8	7,7
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>		<b>25,1</b>	<b>22,7</b>	<b>17,8</b>	<b>16,0</b>	<b>14,2</b>	<b>12,9</b>	<b>11,6</b>	<b>10,4</b>	<b>9,3</b>	<b>8,5</b>	<b>7,7</b>
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>25,1</b>										
- Korolliset velat		-13,3										
+ Rahavarat		7,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-1,3										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>17,8</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>4,27</b>										

Pääoman kustannus (WACC)	
Veron-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	5,00 %
Likviditeettipremio	4,20 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	13,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,9 %



## Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	132,8	129,1	109,5	111,7	113,9
EBITDA	7,5	9,1	2,9	4,3	5,1
EBITDA-marginaali (%)	5,6	7,0	2,6	3,9	4,4
EBIT	4,1	6,2	0,3	1,6	2,4
Voitto ennen veroja	3,4	5,6	0,0	1,1	2,0
Nettovoitto	2,5	3,3	-0,6	0,8	1,6
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	56,0	56,2	56,4	50,8	47,6
Oma pääoma	22,7	25,2	22,6	22,3	22,7
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	10,9	8,3	13,3	9,6	5,5

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	7,5	9,1	2,9	4,3	5,1
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,1	5,6	-9,2	2,4	3,7
Operatiivinen kassavirta	4,4	12,4	-7,1	6,0	8,3
Vapaa kassavirta	3,6	9,6	-9,1	2,4	5,7

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,61	0,81	-0,15	0,20	0,39
EPS oikaistu	0,61	0,97	-0,15	0,20	0,39
Operat. kassavirta per osake	1,05	2,97	-1,70	1,44	1,99
Tasearvo per osake	5,45	6,06	5,44	5,36	5,47
Osinko per osake	0,25	0,37	0,32	0,28	0,28
Voitonjako, %	41	46	-209	138	71
Osinkotuotto, %	7,1	2,9	4,3	6,8	6,8

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	5,8	16,0	neg.	20,2	10,5
P/B	0,6	2,1	1,4	0,8	0,8
P/Liikevaihto	0,1	0,4	0,3	0,2	0,1
P/CF	3,3	4,3	neg.	2,9	2,1
EV/Liikevaihto	0,1	0,4	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	2,4	5,3	12,8	5,1	3,6
EV/EBIT	4,4	7,8	142,4	13,5	7,4

## Suositus historia, viimeiset 12kk

### Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
23/10/2017	Vähennä	8,10 €	8,14 €
03/11/2017	Lisää	9,00 €	7,87 €
27/11/2017	Lisää	8,00 €	7,44 €
19/01/2018	Vähennä	7,00 €	7,36 €
05/02/2018	Vähennä	7,00 €	6,80 €
30/03/2018	Lisää	6,30 €	5,96 €
02/05/2018	Vähennä	5,50 €	5,62 €
09/08/2018	Vähennä	4,70 €	4,96 €
18/09/2018	Vähennä	4,30 €	4,11 €

## 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 neuvonantaja. 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 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 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 nousuvara 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 ylittävää 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, 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/>