

Yliselektroniikka

Yhtiöpäivitys

18.12.2020

- Toistamme lisää-suosituksemme ja nostamme tavoitehintamme 29,00 euroon (aik. 20,00 euroa)
- Yliselektroniikka tiedotti eilen yrityskaupasta, jonka myötä konsernin kasvualusta vahvistuu ja liiketoimintaa laajennetaan Ruotsiin
- Teimme lähivuosien ennusteisiimme nostoja ostetun kokonaisuuden tuomaa liikevaihto- ja tulosvaikutusta mukailen
- Eteenpäin katsova arvostuskuva on maltillinen (2021e: P/E 13x ja EV/EBITDA 9x), emmekä näe syytä sivuuttaa hyväkuntoisen perustekemisen ja oikeansuuntaisesti etenevän strategian tähdittämää sijoittajatarinaa

Kasvualustaan uusi palanen länsinaapurista

Yleiselektronikka tiedotti eilen hankkivansa PM Nordic AB:n ja Sany Nordic AB:n koko osakekannat. Tällä liikkeellä konserni laajentaa maantieteellistä peittoaan Ruotsiin sekä vahvistaa jo olemassa olevia päämiessuhteitaan omilla alueillaan vahvojen päämiesten kanssa. Järkevällä arvostuksella toteutettu transaktio luo mielestämme hyvän pohjan pidemmän aikavälin omistaja-arvon luomiselle sekä samalla vankistaa entisestään luottamustamme konsernin kasvustrategian etenemiseen liittyen. Sekä operatiivisesti että strategisesti määrätietoisia liikkeitä tekevän yhtiön hintalappu ei ole kallis ja osakkeen tuotto/riski-suhde on mielestämme hyvä. Näin ollen toistamme lisää-suosituksemme ja tarkistamme tavoitehintamme 29,00 euroon (aik. 20,00 euroa).

Menolippu Ruotsiin ei ollut kallis

PM Nordic AB ja Sany Nordic AB ovat ruotsalaisia teknisiä tukkukauppoja. Ostetut yhtiöt toimivat paikallisesti Putzmeisterin betoniteollisuuden koneiden ja laitteiden sekä Sany'n maanrakennuskoneiden edustajina. Elokuun loppuun päättyneellä tilikaudella yhtiöt ylsivät yhteensä noin 13 MEUR:n liikevaihtoon ja noin 1,1 MEUR:n Ruotsin kirjanpitoonormiston mukaiseen käyttökatteseen. Täten ostettu kokonaisuus operoi tukkukaupan ansaintalogiikkaan suhteutettuna oikeinkin terveellä kannattavuustasolla. Yleiselektronikan yhtiöistä maksama kauppahinta vastaa toteutuneella ja käsityksemme mukaan kohtuullisen hyvin perustasoa vastaavalla suorituksella noin 6x EV/EBITDA-kerrointa, mikä on absoluuttisesti järkevä ja selvästi yhtiön omaa käyttökatekerrointa matalampi. Tämä sekä ostettujen yhtiöiden operatiivinen kunto huomioiden pidemmekin järjestelyn pidemmän aikavälin arvontuontipotentiaalia mainiona. Kaupan arvioidaan toteutuvan tammikuun alussa ja Yleiselektronikka rahoittaa sen noin 0,4 MEUR:n suunnatun osakeannin, lainarahan sekä kassavarojen yhdistelmällä.

Järjestely on hyvin looginen ja tukee pidemmälle katsovia kasvupolkuja

Yleiselektronikan yritysostostrategian kantavana ajatuksena on toteuttaa nykyisiä liiketoimintoja vahvistavia ja täydentäviä sekä oikean tilaisuuden tullessa myös toiminta-alaa laajentavia järjestelyjä. Tähän peruskallioon linjattuna nyt toteutettu järjestely on hyvin looginen ja konsernin kasvualustan vahvistamisen kannalta oiva kehitysaskel. Ostetun kokonaisuuden kautta Yleiselektronikka vahvistaa käsityksemme mukaan jo ennestään hyviä päämiessuhteitaan omilla alueillaan vahvojen Putzmeisterin ja Sany'n kanssa. Toimialan ansaintalogiikasta johtuen päämiesportfolion ja -suhteiden laatu on oman kilpailukyyn kannalta hyvin olennainen. Tätä kokonaisuutta peilaten pidämme järjestelyä osiensa summaa suurempana (ts. arvoa enemmän yhdessä kuin erikseen) ja sen mahdollistavan konsernille pitkällä aikavälillä myös kokonaan uusia kasvupolkuja.

Eteenpäin houkutteleva tuotto-odotus kainalossa

Ensi vuoden ennusteidemme mukainen oikaistu P/E-luku on 13x ja vastaava EV/EBITDA-kerroin 9x. Nämä kertoimet ovat yhtiölle aikaisemmin määrittämämme ja varsinkin konservatiivisen kerroinhaarukan sisällä (P/E 12x-15x ja EV/EBITDA 6x-9x). Pääosin ruotsalaisista ja hyvin samankaltaisilla toimintamalleilla operoivista yhtiöistä koostuvan verrokkiryhmän hinnoittelu on puolestaan noin 20-30 % preemiolla suhteessa Yleiselektronikkaan. Sekä absoluuttista että suhteellista arvostuskuvaa mukaillen tulokertoimissa on mielestämme pientä nousuvaraa. Kun tähän yhdistetään vielä hyvässä iskussa oleva operatiivinen tekeminen sekä oikeansuuntaisesti etenevä yritysostostrategia että sen pidemmän aikavälin arvontuontikyky, kohoa osakkeen tuotto-odotus mielestämme pääoman tuottovaateen ylittävälle tasolle. Täten tuotto/riski-suhde on hyvä ja lisäostojen jatkaminen perusteltua.

Analytytikot

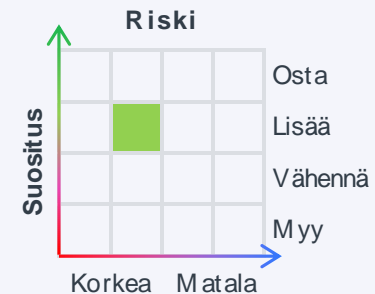


Joonas Korkiakoski

+358 40 182 8660

joonas.korkiakoski@inderes.fi

Suositus



Lisää
(aik. Lisää)
29,00 EUR
(aik. 20,00 EUR)
Osakekurssi:
26,60

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	59,9	97,7	125,9	129,6
kasvu-%	5 %	63 %	29 %	3 %
EBIT oik.	3,5	5,4	8,2	8,8
EBIT-% oik.	5,8 %	5,6 %	6,5 %	6,8 %
Nettotulos	2,3	2,3	5,0	5,8
EPS (oik.)	0,90	1,44	2,05	2,25

P/E (oik.)	11,8	18,5	13,4	11,8
P/B	1,8	3,9	3,2	2,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,4 %	1,5 %	1,7 %
EV/EBIT (oik.)	7,1	15,5	10,8	9,7
EV/EBITDA	5,4	14,0	8,8	7,9
EV/Liikevaihto	0,4	0,9	0,7	0,7

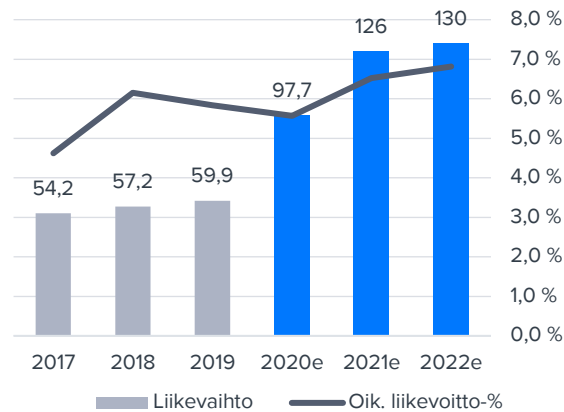
Lähde: Inderes

Osakekurssi



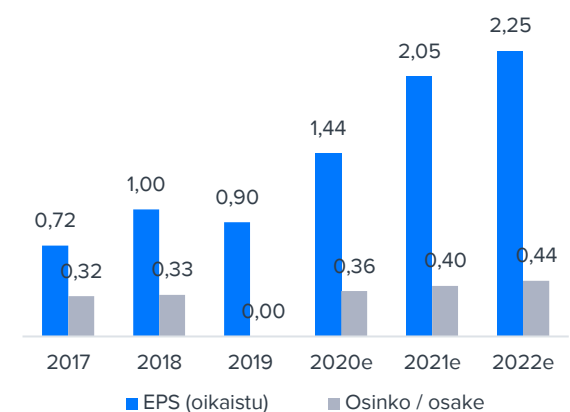
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Liiketoimintaa tukevien ja toiminta-alaa laajentavien yritysostojen toteuttaminen
- Nykyliiketoimintojen vakaa, mutta maltillinen orgaaninen kasvukuva
- Toiminnan pääomakeveä luonne mahdollistaa korkeat pääoman tuottoluvut
- Keskipitkällä aikavälillä kertoimissa selvää nousuvaraa

Riskitekijät

- Yritysostoissa epäonnistuminen
- Kustannustehokkaan toimintamallin rappeutuminen
- Hinnoitteluvoima on kokonaisuudessaan rajallinen
- Kysynnän luonne taipuu sykliseksi
- Koronaviruksen lyhyellä tähtämellä aiheuttamat rasitteet ja mahdolliset pitempiaikaiset vauriot

Arvostus

- Absoluuttinen arvostustaso ei ole korkea
- Pidemmän aikavälin tulospotentiaaliin suhteutettuna arvostus on edullinen
- Suhteellinen alennus on turhan suuri
- Osinko vain maltillisesti tuotto-odotusta tukeva komponentti

Lisäsimme yritysostot ennusteisiimme

Ennustemuutokset	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	97,7	97,7	0 %	112	126	12 %	115	130	12 %
Käyttökate	6,0	6,0	0 %	9,0	10,1	12 %	9,6	10,8	13 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,4	5,4	0 %	7,0	8,2	17 %	7,6	8,8	17 %
Liikevoitto	4,1	4,1	0 %	7,0	8,0	14 %	7,6	8,8	17 %
Tulos ennen veroja	3,4	3,4	0 %	5,7	6,5	15 %	6,4	7,6	18 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,44	1,44	0 %	1,66	2,05	23 %	1,91	2,25	18 %
Osakekohtainen osinko	0,36	0,36	0 %	0,40	0,40	0 %	0,44	0,44	0 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset 2021-2022e:

- Olemme konsolidoineet ostetut yhtiöt ennusteisiimme vuoden 2021 alusta alkaen
- PM Nordicin ja Sany Nordicin peruskannattavuudet ovat linjassa konsernin kanssa ja absoluuttinen tuloskontribuutio on mukava
- Odotamme ostettujen yhtiöiden volyyymi- ja tulostason vuosina 2021-2022 pysyvän lähellä vuoden 2020 suoritusta
- Ostetut yhtiöt ovat tehneet läheistä yhteistyötä Machineryn alla olevan Tornokoneen (ts. Suomen Putzmeister-edustus) kanssa, ja uskomme tämän yhteistyön avaavan oveen myös pienille potentiaalisille synergiahyödyille (mm. myyntiprosessit)
- Vuonna 2021 odotamme liikevaihdon kasvavan reippaasti vuoden aikana toteutettujen yritysjärjestelyjen ja niiden tuomien epäorgaanisten vaikutusten ajamana
- Operatiivisen tuloskasvun odotamme vuonna 2021 olevan liikevaihdon kasvua vauhdikkaampaa koronarasitteiden poistumista, tehokkuustason normalisoitumista sekä 1,5 MEUR:n vuotuisiin säästöihin tähtäävien toimenpiteiden ensimmäisiä vaikutuksia heijastellen
- Vuonna 2022 odotamme pientä volyymikasvua ja reippaampaa operatiivista tuloskasvua jatkuvasti petraavan tehokkuustason ajamana

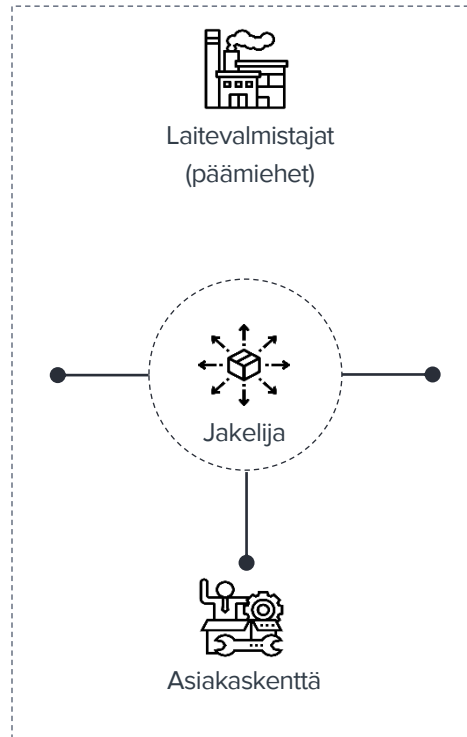
Tuloskasvuajurit 2021-2022e

- Toimintaympäristön oikeneminen ja asiakaskentän päätöksenteon siirtyminen taktisesta takaisin strategiseen asentoon (ts. kassavirtaohjauksesta investointivaiheeseen)
- Lievä orgaaninen volyymikasvu ja sen skaalautuminen
- Toteutettujen yritysjärjestelyiden (Machinery, Muottikolmio, PM Nordic ja Sany Nordic) tuomat epäorgaaniset tulospuuskat
- 1,5 MEUR:n vuotuisiin säästöihin tähtäävien toimenpiteiden ensimmäiset läpi asti tulevat vaikutukset
- Vahvan päämiesportfolion ja pitkien asiakassuhteiden myötä hyvänä säilyvä kilpailukyky
- Kustannustehokkaan toimintamallin ja -kulttuurin säilyttäminen
- PM Nordicin ja Sany Nordicin hankintojen myötä vahvistuneet päämiessuhteet voivat pitkällä aikavälillä tuoda konserniin myös uusia tuotealueita (mm. Sany:n nosturit) ja siten hyvin mielenkiintoisia kasvulähtöjä

Yritysostostrategia

Toimintahorisontin laajentaminen

- Arvoketjuaseman laajentaminen toimintahorisonttia leventävin yritysostoin
- Mahdollista löytää houkuttelevia markkinarakoja nykyisten liiketoimintojen ulkopuolelta
- Pidemmällä aikavälillä toimintahorisontin laajentaminen luo pohjaa myös uusien kasvualustojen rakentamiselle
- Ostokohteen operoitava kohtuullisella kannattavuudella ja liiketoiminnan oltava ennustettavaa sekä pääomakevyttä
- Omistaja-arvon luonti rahoitussynergioiden kautta
- Ostokohteelle yhtiö voi tarjota tiettyjä pörssiyhtiön hyötyjä (mm. tukifunktiot ja -prosessit) ja olla siten houkutteleva omistaja



Vertikaalinen integraatio

- Eteenpäin suuntautuvan vertikaalisen integraation kautta mahdollista löytää hyvin mielenkiintoisia pidemmän aikavälin kasvupolkuja
- Houkuttelevimmat toimijat sellaisia, joiden tuotetarjoaman teknologia korvattavissa yhtiön oman portfolion tarjoamalla
- Vertikaalisen integraation kautta yhtiön on myös mahdollista vahvistaa kilpailuasemaansa ja -kykyään suhteessa integroitumattomiin toimijoihin

Nykytoimintojen vahvistaminen

- Arvoketjuaseman vahvistaminen nykyisiä liiketoimintoja täydentävin ja tukevin yritysostoin
- Järjestelyt joko konsernitasolla tai nykyisen portfolion sisällä (add-on- ja bolt-on-transaktiot)
- Teollisena logiikkana erityisesti päämiesportfolion kasvattaminen ja sitä kautta kriittisen massan saavuttaminen (ts. koko, skaala ja laajuus)
- Ostokohteen kannattavuusprofiilin oltava kohtuullinen ja liiketoiminnan ennustettavaa sekä pääomakevyttä
- Ostetut yhtiöt jatkavat operointiaan itsenäisinä yksikköinä eikä järjestelyin pyritä saavuttamaan mittavia operatiivisia synergioita
- Omistaja-arvon luonti rahoitussynergioiden kautta, vaikka ostetun kohteen operatiivinenkin kehittäminen tärkeässä roolissa

Taloudelliset kriteerit

Liikevaihto noin
10-50 MEUR,
toiminta
pääomakevyttä

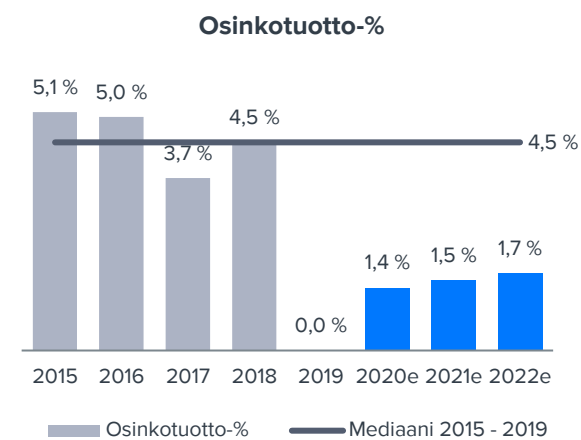
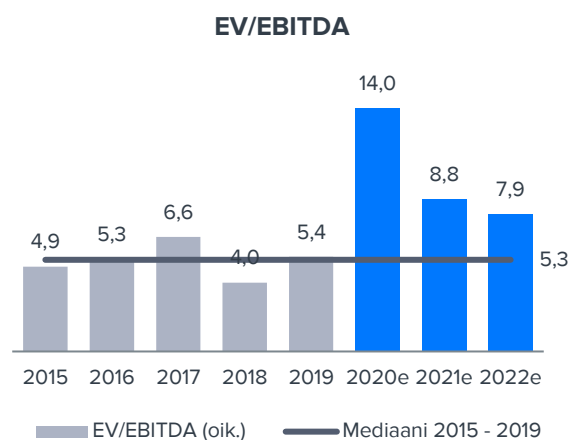
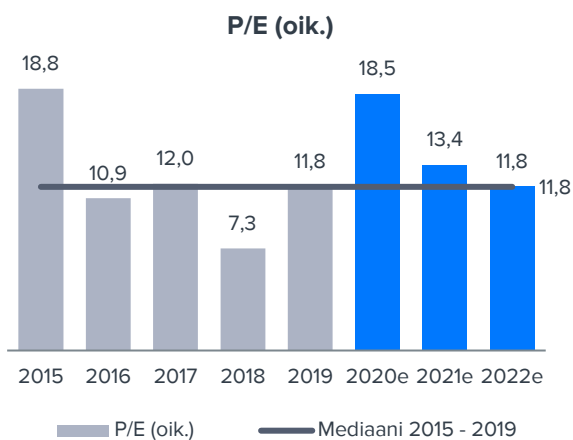
Kohtuullinen
kannattavuus (ei
käänneyhtiöitä)

Omia kertoimia
alhaisempi
arvostustaso

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	5,85	6,17	8,60	7,35	10,6	26,6	26,6	26,6	26,6
Osakemäärä, milj. kpl	2,55	2,55	2,55	2,55	2,55	2,55	2,57	2,57	2,57
Markkina-arvo	15	16	22	19	27	68	68	68	68
Yritysarvo (EV)	12	12	21	16	25	84	88	86	81
P/E (oik.)	18,8	10,9	12,0	7,3	11,8	18,5	13,4	11,8	9,1
P/E	18,8	10,9	12,0	7,3	11,8	29,9	13,8	11,8	9,1
P/Kassavirta	13,1	12,3	neg.	5,8	28,9	neg.	neg.	14,2	10,7
P/B	1,5	1,4	1,8	1,4	1,8	3,9	3,2	2,6	2,1
P/S	0,4	0,4	0,4	0,3	0,5	0,7	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,9	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	4,9	5,3	6,6	4,0	5,4	14,0	8,8	7,9	7,0
EV/EBIT (oik.)	4,9	5,3	8,2	4,6	7,1	15,5	10,8	9,7	8,5
Osinko/tulos (%)	96,8 %	55,1 %	44,6 %	32,9 %	0,0 %	40,5 %	20,7 %	19,5 %	16,3 %
Osinkotuotto-%	5,1 %	5,0 %	3,7 %	4,5 %	0,0 %	1,4 %	1,5 %	1,7 %	1,8 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2020e
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	
Indutrade AB	172,60	6168	6693	27,0	24,5	19,4	17,9	3,2	3,0	38,3	34,9	0,9	1,2	7,2
Bergman & Beving AB	98,90	256	356	23,2	17,7	12,4	10,3	1,1	1,0	19,9	14,3	1,0	2,8	1,6
Momentum Group AB	130,00	636	902	23,1	17,0	12,5	8,2	1,2	1,0	14,8	14,5		2,7	2,6
Bufab AB (publ)	178,80	669	843	15,6	13,1	11,0	9,8	1,4	1,3	23,3	19,9	1,3	1,5	3,3
Christian Berner Tech Trade AB	25,00	43	54	10,4	7,8	6,9	5,6	0,6	0,5	17,1	12,3	2,3	3,3	
Addtech AB	112,00	2857	3184	19,7	30,1	15,9	22,2	1,8	2,7	34,1	33,2	1,3	2,7	10,2
Beijer Ref AB (publ)	357,40	4122	4040	38,1	29,9	27,0	22,4	2,8	2,6	61,9	47,8	0,8	1,0	9,6
Beijer Alma AB	129,00	680	778	15,7	12,5	10,6	8,8	1,8	1,7	22,2	17,5	2,2	3,8	3,0
Lifco AB (publ)	763,00	6348	6812	29,3	25,7	22,5	20,1	4,7	4,2	42,7	38,4	0,8	0,8	7,7
Lagercrantz Group AB	69,80	1362	1352	30,4	28,0	21,3	19,3	3,5	3,4	38,9	38,8	1,1	1,3	7,7
Volati AB	93,60	832	1017	14,0	12,4	7,8	7,2	1,1	1,0	21,7	18,7	1,1	1,3	4,1
Relais Group Oyj	14,05	236	275	27,6	17,9	14,6	10,6	1,9	1,7	28,2	19,2	1,5	2,0	3,3
Yleiselektronikka (Inderes)	26,60	68	84	15,5	10,8	14,0	8,8	0,9	0,7	18,5	13,4	1,4	1,5	3,9
Keskiarvo				22,8	19,7	15,2	13,5	2,1	2,0	30,3	25,8	1,3	2,0	5,5
Mediaani				23,2	17,8	13,6	10,4	1,8	1,7	25,8	19,2	1,1	1,8	4,1
Erotus-% vrt. mediaani				-33 %	-40 %	3 %	-16 %	-52 %	-58 %	-28 %	-31 %	26 %	-14 %	-5 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	57,2	15,1	13,7	15,1	15,9	59,9	18,7	25,0	27,0	27,0	98	126	130	134
Konserni	57,2	15,1	13,7	15,1	15,9	59,9	18,7	25,0	27,0	27,0	98	126	130	134
Käyttökate	4,1	1,4	0,8	1,3	1,0	4,5	0,5	1,2	2,3	2,0	6,0	10,1	10,8	11,5
Poistot ja arvonalennukset	-0,6	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-1,0	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-2,0	-2,1	-2,0	-2,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,5	1,1	0,6	1,0	0,8	3,5	1,1	0,9	2,1	1,4	5,4	8,2	8,8	9,4
Liikevoitto	3,5	1,1	0,6	1,0	0,8	3,5	0,1	0,7	1,8	1,4	4,1	8,0	8,8	9,4
Nettorahoituskulut	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,3	-0,7	-1,5	-1,3	-1,2
Tulos ennen veroja	3,6	1,0	0,6	1,0	0,7	3,3	0,0	0,5	1,8	1,1	3,4	6,5	7,6	8,3
Verot	-0,7	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,6	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,7	-1,2	-1,6	-1,8
Vähemmistöosuudet	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
Nettotulos	2,6	0,7	0,4	0,7	0,5	2,3	-0,2	0,2	1,5	0,8	2,3	5,1	5,8	6,2
EPS (oikaistu)	1,00	0,28	0,15	0,27	0,20	0,90	0,30	0,14	0,69	0,31	1,44	2,05	2,25	2,43
EPS (raportoitu)	1,00	0,28	0,15	0,27	0,20	0,90	-0,07	0,08	0,58	0,30	0,89	1,98	2,25	2,43

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	5,5 %	7,2 %	-1,6 %	11,0 %	2,3 %	4,6 %	23,8 %	82,6 %	78,4 %	69,8 %	63,3 %	28,8 %	3,0 %	3,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	40,5 %	49,1 %	-14,5 %	-1,5 %	-26,8 %	-0,8 %	-6,1 %	53,6 %	103,6 %	84,9 %	55,9 %	50,8 %	7,7 %	6,9 %
Käyttökate-%	7,1 %	9,0 %	6,2 %	8,6 %	6,4 %	7,6 %	2,6 %	4,9 %	8,6 %	7,3 %	6,2 %	8,0 %	8,4 %	8,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	6,2 %	7,4 %	4,2 %	6,7 %	4,9 %	5,8 %	5,6 %	3,5 %	7,7 %	5,3 %	5,6 %	6,5 %	6,8 %	7,1 %
Nettotulos-%	4,5 %	4,6 %	2,9 %	4,6 %	3,2 %	3,8 %	-0,9 %	0,8 %	5,5 %	2,8 %	2,3 %	4,0 %	4,5 %	4,7 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	3,3	4,8	25,8	31,8	31,8
Liikearvo	0,6	0,6	19,9	24,9	24,9
Aineettomat hyödykkeet	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9
Käyttöomaisuus	1,5	2,9	5,0	5,9	5,9
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	19,8	21,1	34,2	40,3	46,0
Vaihto-omaisuus	7,1	7,3	11,7	15,1	15,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	7,9	7,2	10,8	13,8	14,9
Likvidit varat	4,7	6,6	11,7	11,3	15,6
Taseen loppusumma	23,1	25,8	60,0	72,0	77,8

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	13,8	16,2	17,4	21,4	26,2
Osakepääoma	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Kertyneet voittovarot	10,6	12,6	14,9	18,9	23,7
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	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,7	1,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,8	2,0	21,6	22,9	25,3
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,8	2,0	21,6	22,9	25,3
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	8,5	7,7	21,1	27,8	26,3
Lainat rahoituslaitoksilta	0,4	0,5	6,4	8,9	8,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	8,0	7,1	14,7	18,9	18,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	23,1	25,8	60,0	72,0	77,8

DCF-laskelma

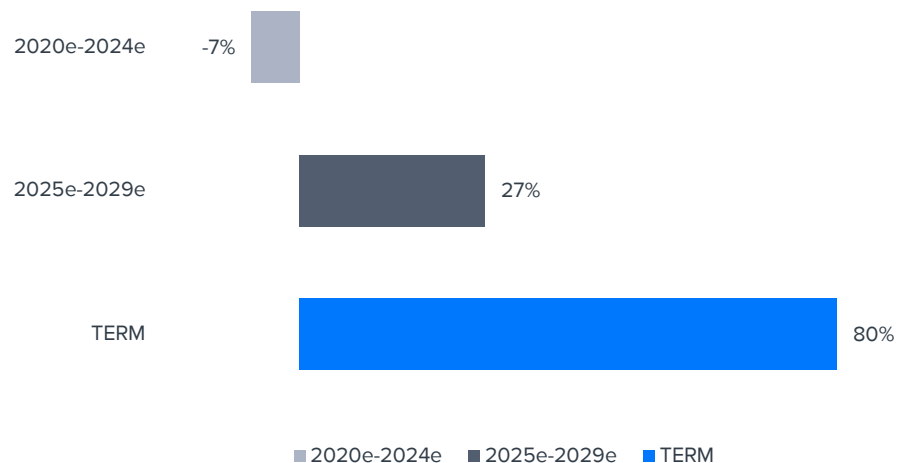
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	3,5	4,1	8,0	8,8	9,4	9,6	9,9	10,2	10,4	9,9	10,2	
+ Kokonaispoistot	1,0	2,0	2,1	2,0	2,0	2,0	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	
- Maksetut verot	-0,7	-0,6	-1,3	-1,6	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0	-1,8	-2,0	-2,1	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,1	-0,3	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	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	-0,4	-0,4	-2,2	-2,2	-1,7	-1,1	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
Operatiivinen kassavirta	3,4	4,8	6,2	6,8	7,9	8,6	8,1	8,3	8,5	8,1	8,3	
+ 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	-2,5	-23,2	-8,0	-2,0	-1,5	-1,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,9	-18,3	-1,8	4,8	6,4	7,1	7,6	7,8	8,0	7,6	7,8	
+/- 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	0,9	-18,3	-1,8	4,8	6,4	7,1	7,6	7,8	8,0	7,6	7,8	133
Diskontattu vapaa kassavirta		-18,3	-1,6	4,1	5,0	5,1	5,0	4,8	4,5	3,9	3,7	63,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		80,0	98,3	99,9	95,9	90,9	85,8	80,8	76,0	71,5	67,5	63,8
Velaton arvo DCF		80,0										
- Korolliset velat		-2,5										
+ Rahavarat		6,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		84,1										
Oman pääoman arvo DCF per osake		32,9										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,70 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	9,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,5 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenvedo

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	54,2	57,2	59,9	97,7	125,9	EPS (raportoitu)	0,72	1,00	0,90	0,89	1,93
Käyttökate	3,1	4,1	4,5	6,0	10,1	EPS (oikaistu)	0,72	1,00	0,90	1,44	1,99
Liikevoitto	2,5	3,5	3,5	4,1	8,0	Operat. kassavirta / osake	0,06	1,46	1,34	1,90	2,43
Voitto ennen veroja	2,6	3,6	3,3	3,4	6,5	Vapaa kassavirta / osake	-0,47	1,27	0,37	-7,18	-0,69
Nettovoitto	1,8	2,6	2,3	2,3	5,0	Omapääoma / osake	4,68	5,15	5,96	6,81	8,35
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	-1,4	-0,2	Osinko / osake	0,32	0,33	0,00	0,36	0,40

Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	21,2	23,1	25,8	60,0	72,0	Liikevaihdon kasvu-%	35 %	5 %	5 %	63 %	29 %
Oma pääoma	12,6	13,8	16,2	17,4	21,4	Käyttökateen kasvu-%	42 %	31 %	11 %	32 %	68 %
Liikearvo	0,6	0,6	0,6	19,9	24,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	14 %	40 %	-1 %	56 %	51 %
Nettovelat	-2,6	-3,5	-4,0	16,3	20,4	EPS oik. kasvu-%	27 %	40 %	-10 %	60 %	38 %
						Käyttökate-%	5,7 %	7,1 %	7,6 %	6,2 %	8,0 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Oik. Liikevoitto-%	4,6 %	6,2 %	5,8 %	5,6 %	6,5 %
Käyttökate	3,1	4,1	4,5	6,0	10,1	Liikevoitto-%	4,6 %	6,2 %	5,8 %	4,2 %	6,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,3	-0,4	-0,4	-0,4	-2,2	ROE-%	15,9 %	20,4 %	16,2 %	13,9 %	25,5 %
Operatiivinen kassavirta	0,2	3,7	3,4	4,8	6,2	ROI-%	18,9 %	24,0 %	20,7 %	12,7 %	16,3 %
Investoinnit	-1,4	-0,5	-2,5	-23,2	-8,0	Omavaraisuusaste	59,4 %	60,0 %	62,6 %	29,0 %	29,7 %
Vapaa kassavirta	-1,2	3,2	0,9	-18,3	-1,8	Nettovelkaantumisaste	-20,6 %	-25,5 %	-24,9 %	93,6 %	95,3 %

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Preato Capital Ab	76,0 %
Mikko Määttä	1,7 %
AK Capital Oy	1,4 %
Ari Sulin	1,1 %
Mikko Moilanen	1,0 %
Aku Rumpunen	0,8 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,4	0,9	0,7
EV/EBITDA (oik.)	6,6	4,0	5,4	14,0	8,8
EV/EBIT (oik.)	8,2	4,6	7,1	15,5	10,8
P/E (oik.)	12,0	7,3	11,8	18,5	13,4
P/B	1,8	1,4	1,8	3,9	3,2
Osinkotuotto-%	3,7 %	4,5 %	0,0 %	1,4 %	1,5 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. 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 (välttömät 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), 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 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa 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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27.4.2020	Lisää	15,50 €	14,20 €
8.5.2020	Lisää	15,50 €	14,40 €
7.8.2020	Lisää	16,00 €	14,80 €
3.9.2020	Lisää	18,00 €	16,50 €
6.11.2020	Lisää	20,00 €	18,60 €
18.12.2020	Lisää	29,00 €	26,60 €



Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**