

Martela

Yhtiöraportti

15.5.2024 08:20



Thomas Westerholm
+358 50 541 2211
thomas.westerholm@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Tuloskäänteen varassa

Martelan Q1-raportti jäi selvästi odotuksistamme rajusti laskeneen liikevaihdon seurauksena. Katsauskaudelle osui useita väliaikaisesti tehokkuutta heikentäviä tekijöitä, mutta siitä huolimatta toistettu ohjeistus lataa paljon odotuksia loppuvuodelle. Vivutettu tase yhdessä heikon tulostason kanssa jättää riski/tuotto-suhteen heikoksi, minkä seurauksena toistamme myy-suosituksemme. Laskemme tavoitehintamme 1,05 euroon (aik. 1,20 eur).

Liikevaihdon lasku ajoi kannattavuuden luisua

Jo seitsemän kvartaalia jatkunut toimistokalustemarkkinan supistuminen jatkui alkuvuonna. Martelan Q1-liikevaihto laski heikosta vertailukaudesta 16 % 20,2 MEUR:oon, mikä jäi 21,9 MEUR:n ennusteestamme. Heikon kysyntäympäristön ohella yhtiö kärsi Suomen satamalakoista ja organisaation rakennemuutoksista Ruotsissa ja Norjassa, jotka heikensivät tehokkuutta. -2,2 MEUR:n Q1-liiketulos jäi -0,5 MEUR:n ennusteestamme pääosin odotuksiamme matalamman liikevaihdon ja raskaamman kulurakenteen seurauksena. Vuokratulut huomioiva vapaa rahavirta oli Q1:llä -1,0 MEUR ja nettovelka nousi liiketoiminnan kannattavuuteen suhteutettuna korkealle 14,5 MEUR:n (Q1'23: 9,7 MEUR) tasolle. Yhtiön tase kestää näkemyksemme mukaan kausiluonteisesti heikon Q2:n yli, mutta ensi vuoteen mennessä tulostason on noustava merkittävästi taseriskien välttämiseksi.

Ohjeistus toistettiin, mutta sen saavuttaminen vaikuttaa mielestämme haastavalta

Martela toisti raportin yhteydessä kasvavaa liikevaihtoa ja positiivista liiketulosta indikoivan ohjeistuksensa. Q1:lle osui useita väliaikaisia kannattavuutta painavia tekijöitä ja Q2:lla yhtiön alkuvuonna toteuttaman 2 MEUR:n säästöihin tähtäävän tehostamis- ja uudelleenorganisointiohjelman vaikutusten pitäisi näkyä, mikä luo edellytykset paremmalle. Emme tehneet oleellisia ennustemuutoksia raportin yhteydessä, mutta Q1:n selvän ennustealituksen myötä kuluvan vuoden liiketulosennusteemme laski -0,3 MEUR:oon (aik. 1,3 MEUR). Ennusteissamme Martelan liikevaihto elpyy lähivuosina noin 100 MEUR:n tasolle ja yhtiö saavuttaa 1,8 MEUR:n liiketulostason. Martelan kannattavuutta arvioidessa on huomioitava, ettei Nummellan Logistiikkakeskuksen vuokra näy täysmääräisesti yhtiön tuloslaskelmalla (arviomme mukaan uupuva osa noin 0,7-0,8 MEUR) IFRS 16 kirjanpitostandardien vuoksi, joten yhtiön tuloksetekokyky ja kassavirta ovat todellisuudessa tuloslaskelman tunnuslukuja heikompia. Tiedostamme liiketoimintaympäristön olleen viime vuosina haastava koko toimistokalustesektorille, mutta haluamme yhtiöltä näyttöjä sen kilpailukyvystä myös koronasta seuranneessa hybridityön ajassa.

Arvostus vaatii näkyvyyttä tulostason elpymiseen

Q1'24:n lopussa Martelan vuokraveloista oikaistu nettokassa oli enää 2,6 MEUR. Kassa on sulanut viime vuosien heikon tulostason, mutta myös toteutettujen kehitysprojektien vuoksi. Mielestämme Martelan tulos pohjainen arvostus on lähivuosille korkea (2024-25e P/E: neg-10x) eikä tuotto-odotus saa tukea osinkotuotostakaan. Martelan tuotto-odotus onkin nykytasolla odotuksiamme ripeämmän tuloksen elpymisen tai kilpailuasetaelmaa vahvistavan rakennejärjestelyn varassa. Esimerkiksi uuden tehostamisohjelman hyödyt voivat valua tulokseen odotuksiamme paremmin. Iskulla voi nähdäksemme olla kiinnostusta yhdistyä Martelan kanssa, koska se omistaa edelleen noin 10 % konsernista. Kolikon kääntöpuolella taseriski ja riski osakkeen uudelleenhinnoittelulle painavat kuitenkin vaakakupissa selvästi tunnistamiemme potentiaalisia ajureita enemmän.

Suositus

Myy

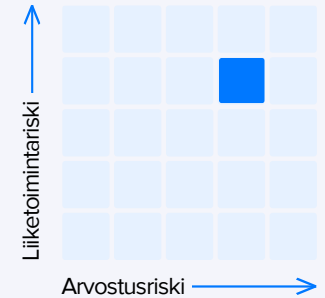
(aik. Myy)

1,05 EUR

(aik. 1,20 EUR)

Osakekurssi:

1,21



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	94,4	96,5	99,7	101,8
kasvu-%	-12 %	2 %	3 %	2 %
EBIT oik.	-2,4	-0,3	1,7	1,8
EBIT-% oik.	-2,5 %	-0,3 %	1,7 %	1,8 %
Nettotulos	-3,5	-1,8	0,5	0,7
EPS (oik.)	-0,78	-0,39	0,12	0,15
P/E (oik.)	neg.	neg.	10,0	8,1
P/B	0,6	0,7	0,7	0,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,8 %	2,5 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	11,6	10,5
EV/EBITDA	4,3	3,2	2,4	2,3
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2	0,2

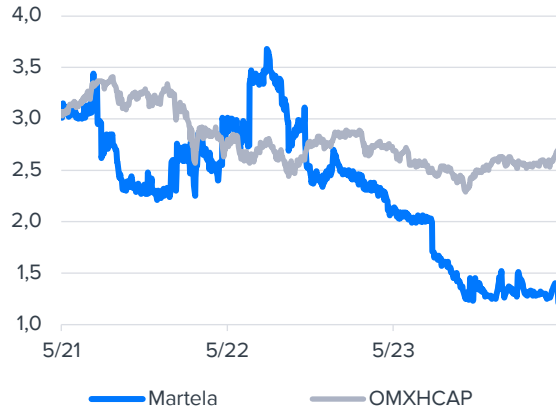
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

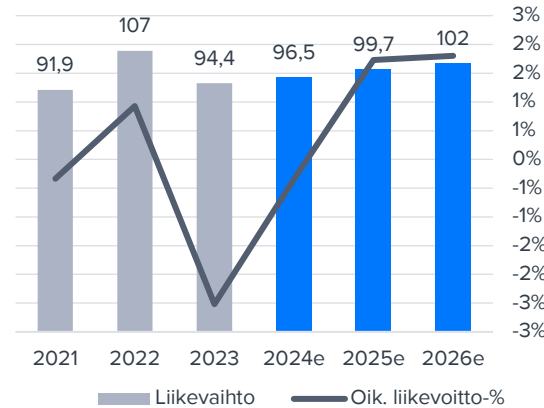
Liikevaihdon arvioidaan kasvavan (2023: 94 MEUR) ja liiketuloksen olevan positiivinen.

Osakekurssi



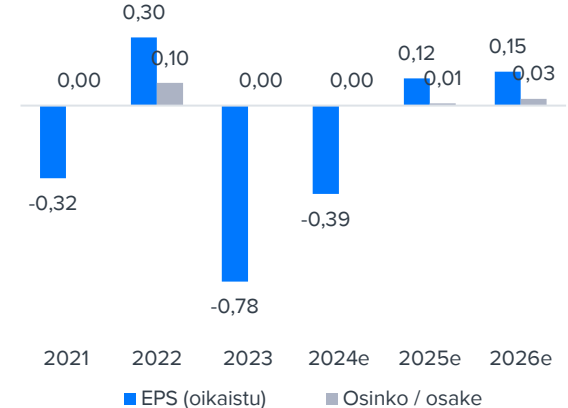
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kasvupotentiaali Suomen ulkopuolella
- Toteutetuista tehostustoimista kiinni pitäminen ja tuloskäänteen eteneminen
- WaaS- ja LaaS-konseptien kaupallistamisessa onnistuminen ja jatkuvien (ts. arvokkaampien) liikevaihtovirtojen kertyminen
- Kysynnän elpyminen



Riskitekijät

- Kiristynvä kilpailutilanne ja laskevat myyntikatteet
- Työympäristöjen murroksen todellinen laajuus ja aikataulu
- WaaS-konseptin kaupallistamisessa epäonnistuminen ja jämähtäminen hintaherkkiin kalustetoimituksiin
- Tuloskäänteessä epäonnistuminen
- Taseriski

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	1,21	1,21	1,21
Osakemäärä, milj. kpl	4,52	4,52	4,52
Markkina-arvo	5,5	5,5	5,5
Yritysarvo (EV)	20	20	19
P/E (oik.)	neg.	10,0	8,1
P/E	neg.	10,0	8,1
P/B	0,7	0,7	0,6
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	3,2	2,4	2,3
EV/EBIT (oik.)	neg.	11,6	10,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	8,3 %	20,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,8 %	2,5 %

Lähde: Inderes

Heikko myynti johti ennustealitukseen

Satamalakat ja tehottomuus painoivat myyntiä

Toimistokalustemarkkinan kysyntäympäristö oli Q1:llä Pohjoismaiden heikko suhdanne huomioiden odotetusti heikko. Martelan Q1-liikevaihto laski 16 % 20,2 MEUR:oon, mikä jäi 21,9 MEUR:n ennusteestamme. Liikevaihto supistui tuntuvasti kaikilla markkina-alueilla Muita maita lukuun ottamatta.

Liikevaihdon lasku kohdistui tavaroiden myyntiin (-24 %), sillä konsernin palvelumyynti kasvoi 23 % vertailukaudesta. Muiden maiden ja palvelumyynnin osuus on kuitenkin liian pieni peittääkseen muun myynnin heikkoutta. Katsauskauden aikana Suomen satamalakat kiusasivat yhtiötä kotimarkkinalla, kun taas rakenteelliset muutokset Ruotsissa ja Norjassa heikensivät tehokkuutta kyseisillä markkinoilla. Q1:llä konsernin yhteenlasketut tilaukset laskivat 8 % vertailukauteen nähden, mutta tilausten kasvua

nähtiin kotimarkkinalla, mikä on lievä myönteinen signaali.

Martelalle strategisesti keskeisten työpaikka- ja oppimisympäristö-palveluna palvelumallin liikevaihto kasvoi Q1:llä 1,1 MEUR:oon vertailukauden 1,0 MEUR:sta. Palvelumalli tasaa yhtiölle haastavaa kausiluonteisuutta, mutta sen nykyisessä kokoluokassa tulosvaikutus on vielä pieni.

Laskenut liikevaihto ja rakenteelliset muutokset painoivat kannattavuutta

Martelan Q1-liiketulos asettui -2,2 MEUR:oon, mikä jäi selvästi -0,5 MEUR:n ennusteestamme. Ennustealituksen taustalla oli odotuksiamme rajummin laskenut liikevaihto ja korkeampi kulutaso. Yhtiön mukaan tuottavuus ja operatiivisen toiminnan tehokkuus parantuivat lakoista huolimatta vertailukauteen nähden ja katsauskauden aikana

tiedotetut tehostamista ja uudelleenorganisointia koskevat toimenpiteet on saatettu päätökseen. Tehostamistoimien odotetaan kuitenkin näkyvän kuluissa vasta Q2:lla ja käsityksemme mukaan ne aiheuttivat sekä kuluja että tehottomuutta Q1:llä. Heikosta tuloksesta huolimatta -0,1 MEUR:n liiketoiminnan rahavirta ei maalannut yhtä synkkää kuvaa, joskin luku ei huomioi 0,9 MEUR:n vuokratuloja.

Viime vuosien heikko tulostaso on syönyt taseen tappiopuskuria

Katsauskauden lopussa yhtiön nettovelka nousi 14,5 MEUR:oon vertailukauden 9,7 MEUR:sta ja nettovelkaantumisaste oli korkealla 203 %:n tasolla. Konsernin taseen tappiopuskuri on nähdäksemme vähissä, mikä alleviivaa tarvetta ripeälle tuloskäänteelle.

Ennustetaulukko	Q1'23	Q1'24	Q1'24e	Q1'24e	Konsensus	Erotus (%)	2024e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	24,1	20,2	21,9				-8 %	96,5
Liikevoitto (oik.)	-1,8	-2,2	-0,5					-0,3
Liikevoitto	-1,8	-2,2	-0,5					-0,3
Tulos ennen veroja	-2,1	-2,5	-0,8					-1,5
EPS (raportoitu)	-0,49	-0,60	-0,17					-0,39
Liikevaihdon kasvu-%	-10,8 %	-16,1 %	-9,1 %				-7 %-yks.	2,2 %
Liikevoitto-% (oik.)	-7,5 %	-10,9 %	-2,4 %				-8,5 %-yks.	-0,3 %

Lähde: Inderes

Katsauskauden luvut ajoivat ennustemuutoksia

Heikko Q1 jätti loppuvuodelle kirittävää

Raportin yhteydessä Martela toisti kasvavaa liikevaihtoa ja positiivista liiketulosta indikoivan ohjeistuksensa. Heikon Q1-raportin jälkeen yhtiölle jäi paljon kirittävää loppuvuoteen, mutta toisaalta Suomen satamalakon ja Ruotsin sekä Norjan rakennemuutosten aiheuttama tehottomuus ovat hyvin ohimeneviä luonteeltaan. Näin ollen näemme yhtiöllä edellytykset parantaa tulokuntoaan melko nopeastikin emmekä tehneet oleellisia muutoksia loppuvuoden ennusteisiimme. Q1-ennustealituksen vuoksi kuluvan vuoden liiketulosennusteemme laski kuitenkin -0,3 MEUR:oon, mikä on hieman ohjeistuksen alapuolella.

Pieni lasku liikevaihtoennusteissa ajoi lähivuosien ennustemuutoksia

Lähivuosien ennustemuutokset jäivät pieneksi, mutta

Martelan tuntuvan kiinteän kulumurakenteen vuoksi pieni muutos liikevaihdossa heijastuu rajummin yhtiön tulostasoon. Laskimme kiristyneen taseaseaman seurauksena myös osinkoennusteitamme.

Martelan tase kestää nähdäksemme kausiluontoisesti heikon Q2:n yli ja yhtiöllä olikin 0,3 MEUR:n lyhytaikaiset limiitit käyttämättä Q1 lopussa. Loppuvuosi onkin yhtiölle poikkeuksetta vahvempi niin tuloksen kuin kassavirrankin osalta. Yhtiön tase ei kuitenkaan nähdäksemme kestä ensi vuoden alkuvuotta, jollei yhtiö saa selvää tasokorjausta toteutettua kannattavuudessaan.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	97,5	96,5	-1 %	101	99,7	-1 %	103	102	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,3	-0,3	-125 %	1,8	1,7	-4 %	1,9	1,8	-4 %
Liikevoitto	1,3	-0,3	-125 %	1,8	1,7	-4 %	1,9	1,8	-4 %
Tulos ennen veroja	0,4	-1,5	-515 %	1,2	0,7	-43 %	1,3	0,9	-35 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,06	-0,39	-790 %	0,21	0,12	-43 %	0,23	0,15	-35 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,02	0,01	-50 %	0,06	0,03	-50 %

Lähde: Inderes

Tuotto/riski-suhde kääntyy silmissämme heikoksi

Tulos pohjaisesti arvostukselle ei löydy tukipisteitä

Perinteiset P/E- ja EV/EBIT-kertoimet vaikuttavat 2024 ja 2025 ennusteillamme korkeilta, mutta tuntuva vuokravelan ja tuloslaskelman ulkopuolella majailevien vuokratulujen vuoksi yhtiötä on hyvä katsoa myös näistä oikaistuna. Arviomme mukaan tuloslaskelman ulkopuolinen vuokratulo on kooltaan noin 0,7-0,8 MEUR vuositasolla (muut erät kirjataan osana poistoja ja rahoituskuluja).

Liiketoiminnan kausivaihtelun ja toisaalta historiallisesti ailahtelevan tuloskunnan vuoksi Martelan liiketoiminta vaatii tuntuva käteispuskuria (Inderesin arvio: ~4-6 % liikevaihdosta), mikä rajaa taseen liikkumavaraa ja jakokelpoisia varoja. Viime vuoden heikon tuloskunnan myötä ylimääräistä käteiskassaa ei enää ole, jollei yhtiö kykene alentamaan käyttöpääomatasojaan. Osan Martelan käteisestä voi nähdäksemme mieltää osaksi käyttöpääomaa liiketoiminnan käteistarpeen vuoksi. IFRS 16 vaikutuksista oikaistu EV/EBIT-kerroin on 2024 ennusteillamme negatiivisen kantaluvin vuoksi negatiivinen, mutta 2025 ennusteillamme vaan 8x. Jos oletamme liiketoiminnan sitovan käteistä 5 % liikevaihdosta osaksi käyttöpääomaa. Laskelmassa on hyvä huomioida, että oikaisemme EBIT-ennusteestamme myös tuloslaskelman ulkopuolisen erän vuokrasopimusvelkojen poistoista ja normalisoimme vuokrasopimusvelan korkokomponentin (korkokomponentin tulosvaikutus on etupainotteinen, mutta kassavirtavaikutus tasainen).

Pienten kantaluukujen vuoksi Martelan arvostuskertoimet ovat erittäin herkkiä ennustemuutoksille ja vuoden 2025-26 ennusteillamme vastaava kerroin on enää 5-7x, mikä

on mielestämme neutraali muutaman vuoden päästä liiketoiminnan korkea riskiprofiili ja uupuvat osinkoennusteet huomioiden. Mielestämme Martelalle neutraali kerroinhaarukka nykyisessä liiketoimintaympäristössä noin EV/EBIT 6-8x, joskin suosimme toistaiseksi vaihteluvälin alapäätä. Martelan merkittävän operatiivisen vivun ja matalan liikevaihtopohjaisen arvostuksen vuoksi ennusteriski on kuitenkin tuntuva ja yhtiön kannattavuus voi poiketa merkittävästikin ennusteistamme, jos kysyntäympäristö vetää odotuksiamme paremmin/heikommin. Kyseisen potentiaalinen houkuttelevuutta rajaa kuitenkin potentiaalinen taseriski, joka voi johtaa nykyisten osakkeenomistajien omistusten liudentumiseen.

Rakennejärjestelyt voisivat vahvistaa suhteellista asemaa

Martelan suurin kotimainen kilpailija Isku omistaa edelleen noin 10 % konsernista. Arviomme mukaan yhtiön tukalan tilanteen myötä sen omistajat ja hallitus saattavat suhtautua aiempaa avoimemmin fuusioon kilpailijan kanssa. Yhdistyminen Iskun kanssa voisi arviomme mukaan tervehdyttää toimialan epätervettä kilpailudynamiikkaa ja tuoda tiettyä skaalaetua, minkä seurauksena yhdistyneellä toimijalla voisi olla paremmat edellytykset luoda kestävästi omistaja-arvoa (ts. normalisoitu ROIC > WACC). Tämän kaltainen järjestely voisi nähdäksemme ajaa kummankin yhtiön osakkeenomistajien etua ja toimia ajurina Martelan osakkeelle

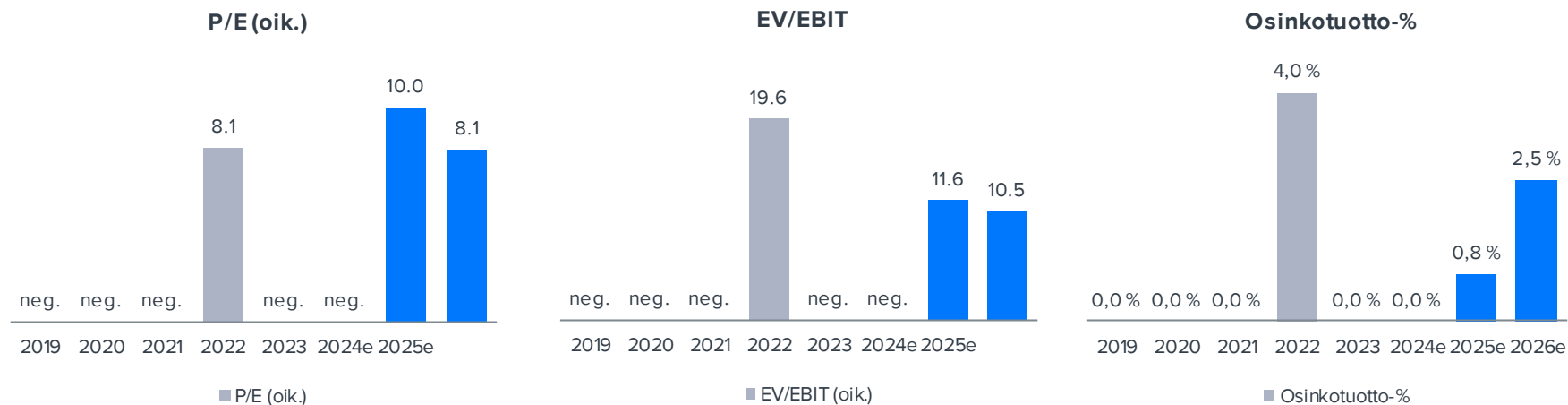
Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	1,21	1,21	1,21
Osakemäärä, milj. kpl	4,52	4,52	4,52
Markkina-arvo	5,5	5,5	5,5
Yritysarvo (EV)	20	20	19
P/E (oik.)	neg.	10,0	8,1
P/E	neg.	10,0	8,1
P/B	0,7	0,7	0,6
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	3,2	2,4	2,3
EV/EBIT (oik.)	neg.	11,6	10,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	8,3 %	20,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,8 %	2,5 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	3,36	3,09	2,29	2,45	1,28	1,21	1,21	1,21	1,21
Osakemäärä, milj. kpl	4,14	4,14	4,51	4,52	4,52	4,52	4,52	4,52	4,52
Markkina-arvo	14	13	10	11	5,9	5,5	5,5	5,5	5,5
Yritysarvo (EV)	19	17	18	19	19	20	20	19	18
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	8,1	neg.	neg.	10,0	8,1	5,5
P/E	neg.	neg.	neg.	4,3	neg.	neg.	10,0	8,1	5,5
P/B	0,9		1,0	0,8	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6
P/S	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	6,5	6,8	4,4	2,3	4,3	3,2	2,4	2,3	2,1
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	19,6	neg.	neg.	11,6	10,5	8,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	17,7 %	0,0 %	0,0 %	8,3 %	20,0 %	30,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	4,0 %	0,0 %	0,0 %	0,8 %	2,5 %	5,4 %

Lähde: Inderes



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	107	24,1	19,4	24,5	26,4	94,4	20,2	21,9	26,5	27,9	96,5	99,7	102	104
Suomi	74,5	17,7	14,4	17,6	17,7	67,4	15,2	16,0	19,0	19,0	69,2	71,3	72,6	74,0
Ruotsi	11,1	3,2	0,7	2,2	3,4	9,6	1,8	2,2	2,3	3,5	9,8	10,2	10,4	10,7
Norja	7,6	2,0	1,4	1,9	1,6	6,9	1,0	1,4	2,1	1,7	6,2	6,5	6,7	6,8
Muut	13,5	1,2	2,9	2,8	3,6	10,5	2,2	2,3	3,1	3,6	11,2	11,7	12,1	12,3
Käyttökate	8,3	-0,1	-1,4	2,5	3,5	4,4	-0,5	1,0	2,9	2,8	6,3	8,3	8,4	8,7
Poistot ja arvonalennukset	-5,8	-1,7	-1,6	-1,6	-1,9	-6,8	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-6,7	-6,5	-6,6	-6,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,0	-1,8	-2,9	0,8	1,5	-2,4	-2,2	-0,6	1,3	1,2	-0,3	1,7	1,8	2,1
Liikevoitto	2,5	-1,8	-2,9	0,8	1,5	-2,4	-2,2	-0,6	1,3	1,2	-0,3	1,7	1,8	2,1
Nettorahoituskulut	-1,1	-0,3	0,0	-0,2	-0,3	-0,9	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,1	-1,0	-1,0	-0,8
Tulos ennen veroja	1,3	-2,1	-3,0	0,6	1,2	-3,3	-2,5	-0,9	1,0	0,9	-1,5	0,7	0,9	1,2
Verot	1,2	-0,1	0,0	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,3	-0,1	-0,2	-0,3
Nettotulos	2,6	-2,2	-3,0	0,7	1,0	-3,5	-2,7	-0,9	1,0	0,9	-1,8	0,5	0,7	1,0
EPS (oikaistu)	0,30	-0,49	-0,66	0,15	0,22	-0,78	-0,59	-0,21	0,22	0,19	-0,39	0,12	0,15	0,22
EPS (raportoitu)	0,56	-0,49	-0,66	0,15	0,22	-0,78	-0,59	-0,21	0,22	0,19	-0,39	0,12	0,15	0,22

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	16,1 %	-10,8 %	-28,9 %	-2,9 %	-2,8 %	-11,5 %	-16,1 %	13,2 %	7,9 %	5,6 %	2,2 %	3,3 %	2,1 %	2,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-419,4 %	-1742,7 %	-3831,6 %	32,9 %	843,2 %	-340,2 %	19,5 %	-78,2 %	52,9 %	-23,1 %	-86,1 %	-622,0 %	6,3 %	13,2 %
Käyttökate-%	7,8 %	-0,5 %	-7,2 %	10,0 %	13,1 %	4,7 %	-2,3 %	4,6 %	11,1 %	10,1 %	6,6 %	8,3 %	8,3 %	8,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	0,9 %	-7,5 %	-15,2 %	3,5 %	5,8 %	-2,5 %	-10,7 %	-2,9 %	4,9 %	4,2 %	-0,3 %	1,7 %	1,8 %	2,0 %
Nettotulos-%	2,4 %	-9,2 %	-15,3 %	2,7 %	3,8 %	-3,7 %	-13,2 %	-4,3 %	3,7 %	3,1 %	-1,8 %	0,5 %	0,7 %	1,0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	21,0	22,3	22,6	22,7	22,6
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	4,3	4,3	4,4	4,5	4,5
Käyttöomaisuus	13,3	14,4	14,7	14,8	14,9
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	2,9	3,0	3,0	2,9	2,7
Vaihtuvat vastaavat	41,3	33,4	31,4	32,4	33,1
Vaihto-omaisuus	11,8	9,2	10,1	10,5	10,7
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	18,2	19,1	16,4	16,9	17,3
Likvidit varat	11,3	5,1	4,8	5,0	5,1
Taseen loppusumma	62,3	55,7	54,0	55,1	55,7

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	13,9	9,6	7,8	8,3	9,0
Osakepääoma	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Kertyneet voittovarot	5,3	1,5	-0,2	0,3	0,9
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	1,6	1,0	1,0	1,0	1,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	15,0	14,2	10,2	10,1	9,8
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	14,8	13,9	9,9	9,8	9,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Lyhytaikaiset velat	33,4	31,9	36,0	36,7	37,0
Korolliset velat	4,6	4,3	9,9	9,8	9,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	28,8	27,7	26,0	26,9	27,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	62,3	55,7	54,0	55,1	55,7

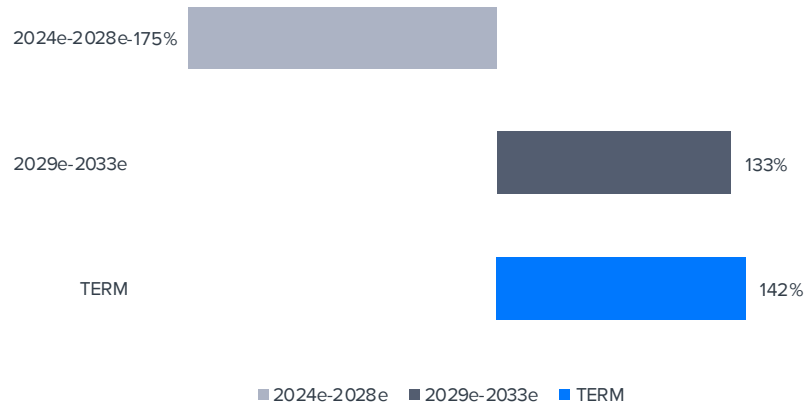
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-11,5 %	2,2 %	3,3 %	2,1 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	-2,5 %	-0,3 %	1,7 %	1,8 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %
Liikevoitto	-2,4	-0,3	1,7	1,8	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	2,2	2,2	2,2
+ Kokonaispoistot	6,8	3,3	3,3	3,2	3,2	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	
- Maksetut verot	-0,4	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	
- verot rahoituskuluista	0,1	0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitusuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,5	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	4,6	2,6	4,7	4,8	5,1	5,1	5,1	5,1	5,0	5,0	4,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-7,9	-3,6	-3,5	-3,3	-3,3	-3,2	-3,2	-3,2	-3,1	-3,1	-2,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-3,3	-1,0	1,2	1,5	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	2,0	1,8	
+/- Muut	0,0	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	
Vapaa kassavirta	-3,3	-2,3	-0,1	0,2	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,4	4,0
Diskontattu vapaa kassavirta	-2,4	-0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	1,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1,0	3,4	3,5	3,3	3,0	2,6	2,3	2,0	1,8	1,5	1,4
Velaton arvo DCF		1,0										
- Korolliset velat		-1,4										
+ Rahavarat		5,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		4,6										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,0										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	18,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	8,5 %
Yrityksen Beta	1,70
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	3,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	13,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	13,2 %

Rahavirranjakauma jaksoittain



Lähde: Inderes HUOM: Malli havainnollistaa rahavirtaa ilman IFRS 16 vaikutusta

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	91,9	106,7	94,4	96,5	99,7	EPS (raportoitu)	-0,53	0,56	-0,78	-0,39	0,12
Käyttökate	4,1	8,3	4,4	6,3	8,3	EPS (oikaistu)	-0,32	0,30	-0,78	-0,39	0,12
Liikevoitto	-1,3	2,5	-2,4	-0,3	1,7	Operat. kassavirta / osake	-0,29	2,25	1,02	1,43	1,78
Voitto ennen veroja	-2,3	1,3	-3,3	-1,5	0,7	Vapaa kassavirta / osake	-0,99	2,46	-0,72	-0,12	0,28
Nettovoitto	-2,4	2,6	-3,5	-1,8	0,5	Omapääoma / osake	2,39	3,06	2,11	1,72	1,84
Kertaluontoiset erät	-1,0	1,5	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,10	0,00	0,00	0,01
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	51,1	62,3	55,7	54,0	55,1	Liikevaihdon kasvu-%	4 %	16 %	-12 %	2 %	3 %
Oma pääoma	10,8	13,9	9,6	7,8	8,3	Käyttökateen kasvu-%	63 %	101 %	-47 %	44 %	31 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-92 %	-419 %	-340 %	-86 %	-622 %
Nettovelat	7,8	8,1	13,1	15,0	14,6	EPS oik. kasvu-%	-72 %	-194 %	-358 %	-50 %	-131 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	4,5 %	7,8 %	4,7 %	6,6 %	8,3 %
Käyttökate	4,1	8,3	4,4	6,3	8,3	Oik. Liikevoitto-%	-0,3 %	0,9 %	-2,5 %	-0,3 %	1,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-5,3	3,6	0,5	0,2	0,0	Liikevoitto-%	-1,4 %	2,3 %	-2,5 %	-0,3 %	1,7 %
Operatiivinen kassavirta	-1,3	10,2	4,6	6,5	8,0	ROE-%	-21,7 %	20,7 %	-30,0 %	-20,3 %	6,8 %
Investoinnit	-3,3	-9,8	-7,9	-7,0	-6,8	ROI-%	-5,2 %	8,8 %	-7,8 %	-1,2 %	6,2 %
Vapaa kassavirta	-4,5	11,1	-3,3	-0,5	1,2	Omavaraisuusaste	22,2 %	24,7 %	19,3 %	16,3 %	17,1 %
						Nettovelkaantumisaste	72,6 %	58,6 %	137,2 %	192,6 %	175,0 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2						
EV/EBITDA (oik.)	4,4	2,3	4,3	3,2	2,4						
EV/EBIT (oik.)	neg.	19,6	neg.	neg.	11,6						
P/E (oik.)	neg.	8,1	neg.	neg.	10,0						
P/B	1,0	0,8	0,6	0,7	0,7						
Osinkotuotto-%	0,0 %	4,0 %	0,0 %	0,0 %	0,8 %						

Lähde: Inderes

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 (välttämät 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 käytettävää 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 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), 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 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 Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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
04/10/2021	Vähennä	2,50 €	2,36 €
07/11/2021	Vähennä	2,30 €	2,30 €
12/01/2022	Lisää	3,00 €	2,73 €
09/05/2022	Lisää	3,30 €	3,01 €
13/07/2022	Lisää	3,80 €	3,38 €
13/08/2022	Lisää	4,10 €	3,68 €
06/11/2022	Vähennä	2,80 €	2,75 €
13/02/2023	Vähennä	2,60 €	2,48 €
02/05/2023	Vähennä	2,20 €	2,29 €
08/05/2023	Vähennä	2,10 €	2,11 €
14/08/2023	Vähennä	1,50 €	1,71 €
20/10/2023	Myy	1,10 €	1,30 €
12/11/2023	Myy	1,10 €	1,34 €
15/02/2024	Myy	1,20 €	1,39 €
15/05/2024	Myy	1,05 €	1,21 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**