

Tarinaa katsottava vuosien päähän

Nostamme Bittiumin tavoitehinnan 7,8 euroon (aik. 6,5 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme. Arvostustaso on osakekurssin mukana noussut edelleen, mutta yhtiön kasvutarinaa täytyy katsoa pidemmällä aikavälillä ja Firstnet-mahdollisuus on mielestämme liian suuri myyntipuolelle kääntymiseen. Lyhyen aikavälin haasteet kuten heikko H1-tulos voivat luoda painetta osakkeeseen, mutta pidemmän aikavälin ajurit ovat vahvat. Toistaiseksi potentiaaliset tuotot ovat mielestämme suurempia kuin riskit.

Firstnet-viranomaisverkon vaikuttaa nyt etenevän AT&T:n valinnan jälkeen

Lähivuosien selvästi suurin ajuri Bittiumille on Yhdysvaltain Firstnet-viranomaisverkon syntyminen, sillä viranomaismarkkinoille suunniteltu Tough Mobile LTE-älypuhelin sopisi hyvin verkon laitetarpeisiin. Verkon operaattoriksi ja rakennuttajaksi valittiin AT&T maaliskuun lopussa, minkä jälkeen projekti on alkanut edetä ja osavaltiokohtaisiin valintoihin päästään ilmeisesti aikataulussa. Arvioimme edelleen, että verkon rakentaminen alkaa 2018 ja laitehankinnat alkavat suuremmassa mittakaavassa 2019. Tätä näkemystä vahvisti Motorolan (Bittiumin pääkilpailija alueella) kommentit: yhtiö ei odota merkittävää liikevaihtoa Firstnetiin liittyen tänä tai ensi vuonna, mutta pitää pidemmän aikavälin mahdollisuutta erittäin innostavana. Vuoden 2017 aikana meidän pitäisi kuitenkin saada tietoa verkkotoimittajasta (arvioimme mukaan Nokia/Ericsson) sekä laitevalintaan liittyvistä spesifikaatioista.

Olemme nostaneet 2018-2020 ennusteita epävarmuuden laskettua hieman

Rahallisesti Firstnet-mahdollisuus on Bittiumille todella merkittävä (arviolta noin 3,8 miljardia dollaria), mistä Bittium pyrkii saamaan osansa yhteistyökumppanien avustuksella. Tämä heijastuu 2019 alkaen erittäin voimakasta tuloskasvua odottaviin ennusteisiimme. Koska projekti näyttää nyt etenevän AT&T:n ohjauksessa ja epävarmuus on sitä kautta hieman laskenut, olemme nostaneet Bittiumin vuosien 2018-2020 ennusteita noin 8 %. Ennusteissa on kuitenkin edelleen huomattava ”epävarmuuskerroin”, koska kaukaisen potentiaalinen täysimääräinen hinnoittelu osakkeeseen tässä vaiheessa olisi mielestämme hyvin spekulatiivista.

Vuosi 2017 on vielä erittäin vaikea, mutta markkinat katsovat sen yli

Bittiumille vuosi 2017 on voimakkaan ja haastavan murroksen aikaa. Palvelupuolelta viime vuonna menetetty Ericssonin asiakkuus aiheuttaa liikevaihtoon merkittävän loven samalla, kun yhtiö tekee merkittäviä T&K-panostuksia omiin tuotteisiin laajentaen tuotevalikoimaansa. Näiden syiden takia H1-tulos tulee olemaan surkea ja myös 2017 liiketulos tappiollinen. Mexsat-tuotetoimitukset tulevat käynnistymään H2'17:n aikana ainakin pienessä mittakaavassa, mikä on merkittävä ajuri erityisesti ensi vuonna.

Lähivuosien ajurit ovat edelleen liian vahvoja negatiiviseksi kääntymiseen

Osakkeen arvostustaso on korkea, vaikka katseet voidaan mielestämme jo suunnata yli tappiollisen vuoden 2017. Voimakkaista ennustetuista tulosparannuksista huolimatta arvostuskertoimet ovat korkeita myös 2018 ennusteilla (EV/EBIT 22x, EV/EBITDA 13x ja P/E 29x), mutta kohtuullisia vuoden 2019 ennusteilla (EVEBIT 14x, EV/EBITDA 9x ja P/E 19x). Firstnetin ja Defense-puolen potentiaali on kuitenkin niin suuri, että sen kohtuullinen realisoituminen tarjoaisi edelleen nousuvaraa. Tähän liittyy merkittävää epävarmuutta ja merkittävää laskupainetta tuovan epäonnistumisen mahdollisuus, mutta odotellessa osakkeelle antaa tukea kohtuullinen yli 4 %:n osinkotuotto.

Analyttikko

Juha Kinnunen
+358 40 778 1368
juha.kinnunen@inderes.fi



Suositus

Lisää



Edellinen: Lisää

Tavoitehinta 7,80 EUR

Edellinen: 6,50



Lähde: Bloomberg

Eiillisen päätös 7,36 EUR

12 kk vaihteluväli 5,16-7,48 EUR

Potentiaali 6,0 %

Ohjeistus

Bittium odottaa vuoden 2017 liikevaihdon pysyvän samalla tasolla kuin edellisvuonna (2016: 64,2 MEUR). Liiketuloksen odotetaan olevan negatiivinen (2016: 2,5 MEUR).

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	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2015	56,8	2,3	4,1 %	2,1	0,02	0,30	2,3	24,6	47,3	297,6	4,3 %
2016	64,2	2,5	3,9 %	3,1	0,10	0,30	1,7	19,1	44,3	57,8	5,3 %
2017e	62,0	-0,9	-1,4 %	-0,1	0,00	0,30	3,0	43,6	-219,0	-4169,9	4,1 %
2018e	78,3	8,9	11,3 %	9,5	0,26	0,30	2,5	13,1	22,2	28,7	4,1 %
2019e	92,4	14,0	15,2 %	14,5	0,39	0,30	2,1	9,3	13,9	19,0	4,1 %
Markkina-arvo, MEUR			263	OPO / osake 2017e, EUR			3,36	CAGR EPS, 2016-2019, %			58 %
Nettovelka 2017e, MEUR			-74	P/B 2017e			2,2	CAGR kasvu, 2016-2019, %			13 %
Yritysarvo (EV), MEUR			189	Nettovelkaisuusaste 2017e, %			-61,4 %	ROE 2017e, %			-0,1 %
Taseen koko 2017e, MEUR			144	Omavaraisuusaste 2017e, %			84,8 %	ROCE 2017e, %			0,0 %

Firstnet etenee nyt AT&T:n komennossa

Firstnet-projekti etenee, mutta paljon tietoja edelleen pimennossa

Lähivuosien selvästi suurin ajuri Bittiumille on Yhdysvaltain Firstnet-viranomaisverkon syntyminen, sillä viranomaismarkkinoille suunniteltu Tough Mobile LTE-älypuhelin sopisi hyvin verkon laitetarpeisiin. Verkon operaattoriksi valittiin AT&T maaliskuun lopussa, minkä jälkeen projekti on alkanut edetä ja osavaltiokohtaisiin valintoihin päästään ilmeisesti aikataulussa. Tässä vaiheessa osavaltioilla on mahdollisuus tehdä oma ratkaisu (opt-out), mutta luonnollisesti helpommin prosessi etenisi laajalla osallistumisella. Arvioimme edelleen, että verkon rakentaminen alkaa 2018 ja laitehankinnat alkavat suuremmassa mittakaavassa 2019. Tätä näkemystä vahvisti Motorolan (Bittiumin pääkilpailija alueella) kommentit: yhtiö ei odota merkittävää liikevaihtoa Firstnetiin liittyen tänä tai ensi vuonna, mutta pitää pidemmän aikavälin mahdollisuutta erittäin innostavana. Vuoden 2017 aikana meidän pitäisi kuitenkin saada tietoa verkkotoimittajasta (arvioimme mukaan Nokia/Ericsson) sekä laitevalintaan liittyvistä spesifikaatioista.

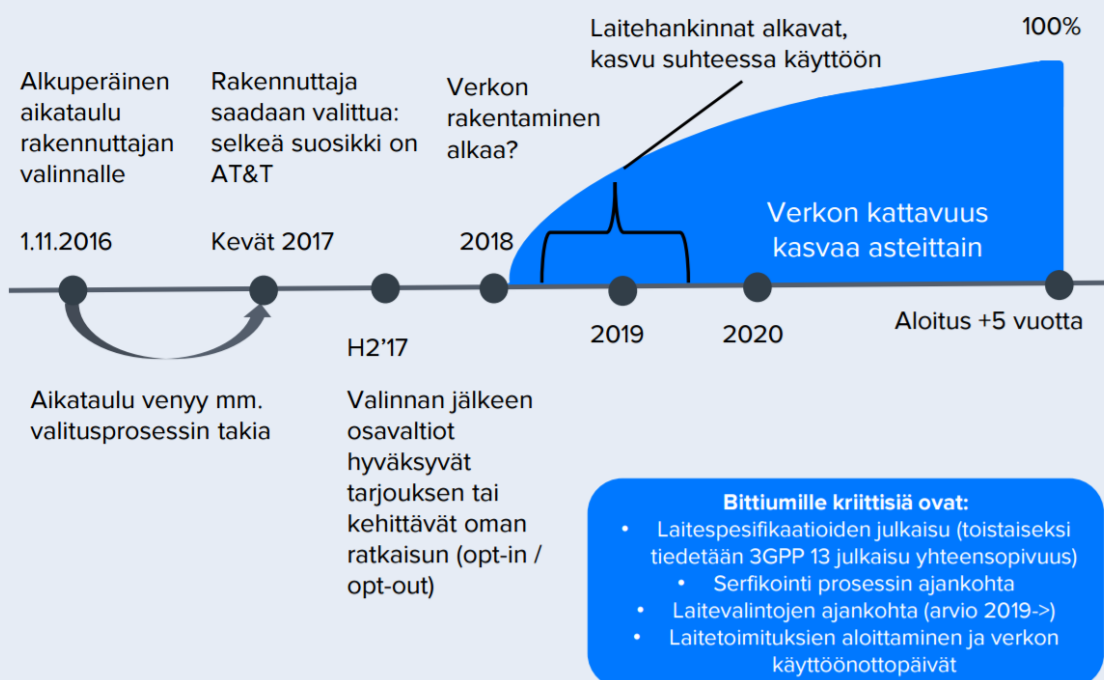
Tärkeistä laitespesifikaatioista ja -vaatimuksista ei toistaiseksi ole uutta oleellista tietoa. Mitä tiukemmaksi laitteiden kehittämiseen annettu aikataulu muodostuu, sitä todennäköisemmin laitevaatimukset ovat löyempiä ainakin alkuvaiheessa. Tämä tarkoittaisi, että ainakin alkuvaiheessa tarvetta kehittää Tough Mobile 3GPP release 13-yhteensopivaksi ei välttämättä olisi. Toisaalta AT&T-hyväksyntä tarvittaisiin lähtökohtaisesti joka tapauksessa. Operaattori hyväksyyntää Tough Mobilelle ei käsityksemme mukaan toistaiseksi ole.

Yhteistyöverkoston merkitys on suuri

Bittiumin yhteistyökumppani Harris on USA:n viranomaismarkkinoilla hyvässä asemassa ja yhtiön markkinoima Harris LMC-1000 älypuhelin on ns. white label-versio Bittiumin Tough Mobilesta. Bittiumia voi mahdollisesti auttaa myös Nokia, jos AT&T:n valitsee sen verkkotoimittajaksi. Kokonaistoimituksessa kriittistä on verkon, ohjelmistojen ja laitteiden yhteensovittaminen. Tällä hetkellä vahvimmilla on arviomme mukaan Nokia, jonka valinta päätoimittajaksi olisi mielestämme positiivista Bittiumille. Nokialla, Bittiumilla ja Harrisilla on hyvä yhteistyösuhde, joka voi mahdollistaa laitteiden ja palveluiden differointia parantaen näin Bittiumin laitteiden kilpailukykyä. Sen sijaan suurin kilpailija Motorola Solutions tekee vastaavaa yhteistyötä Ericssonin kanssa. Mitä suurempi osuus kokonaisuuden toimituksesta menee Nokialle (ja mitä pienempi Ericssonille), sitä parempi Bittiumin asema mielestämme on. Järjestelmän kokonaistoimitus jakautuu kuitenkin näille kahdelle jossain suhteessa.

Olemme alla esittäneet arvion Firstnetin etenemisestä, jonka julkaisimme alun perin laajassa raportissamme 21.2.2017. Huomautamme että AT&T:n valinta on tässä vaiheessa luonnollisesti varmistunut, mutta muuten arvio on mielestämme edelleen validi. Voitte tutustua laajaan raporttiimme [tästä linkistä](#).

Arvio Firstnetin etenemisestä



Lähde: Inderes, kuvan aikajana ei ole mittakaavassa

Nostimme hieman 2018-2020 ennusteita Firstnetin takia

Firstnet on potentiaalisesti erittäin suuri, mutta edelleen hyvin epävarma tulonlähde

Verkolla tulee olemaan alustavasti noin 5,4 miljoonaa käyttäjää, jotka kaipaavat päätelaitteita. Rahallisesti mahdollisuus on Bittiumille todella merkittävä (arviolta noin 3,8 miljardia dollaria), mistä Bittium pyrkii saamaan osansa yhteistyökumppanien avustuksella. Tämä heijastuu 2019 alkaen erittäin voimakasta tuloskasvua odottaviin ennusteisiimme.

Koska projekti näyttää nyt etenevän AT&T:n ohjauksessa ja epävarmuus on sitä kautta hieman laskenut, olemme nostaneet Bittiumin vuosien 2018-2020 ennusteita noin 8 %. Ennusteissa on kuitenkin edelleen huomattava ”epävarmuuskerroin”, koska kaukaisen potentiaalin täysimääräinen hinnoittelu osakkeeseen tässä vaiheessa olisi mielestämme hyvin spekulatiivista ja voisi johtaa kuplaantumiseen. Jos Firstnet etenee myös tulevaisuudessa suunnitellusti ja Bittiumin potentiaalia alkaa konkretisoitua, voimme laskea epävarmuuskertoimia lisää.

Oheisessa taulukossa olemme esittäneet Firstnetin rahallisen mahdollisuuden koko luokkaa, jos oletamme Bittium/Harris-markkinaosuuden olevan 10 %. Taustalla on toki paljon muitakin oletuksia, joita avasimme laajassa raportissamme tarkemmin. Laskelma on teoreettinen ja sen tarkoitus on vain avata mahdollisuuden kokoluokkaa sijoittajille.

Firstnet-mahdollisuus	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	Yhteensä
Laitemarkkina (MUSD)	567	756	907	907	643	3780
Markkinaosuus (Harris,%)	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %
Bittiumin liikevaihto (75 %, MUSD)	42,5	56,7	68,0	68,0	48,2	284
Bittiumin liikevoitto-%	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %
Bittiumin liikevoitto (MUSD)	10,6	14,2	17,0	17,0	12,0	70,9

Lähde: Inderes

Iso kuva ennallaan

Muuten Bittiumin näkymissä ei ole mielestämme tapahtunut oleellisia muutoksia. Firstnet-mahdollisuuden lisäksi Mexsat-tuotetoimitukset tulevat käynnistymään H2'17:n aikana ainakin pienessä mittakaavassa, mikä on merkittävä ajuri erityisesti ensi vuodelle. Arvioimme Mexsat-tuotetoimituksien olevan noin 20 MEUR vuonna 2018, joka on myös toimituksien huippuvuosi.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2017e			2018e			2019e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	62,0	62,0	0 %	75,3	78,3	4 %	88,1	92,4	5 %
Käyttökate	4,3	4,3	0 %	14,3	15,0	5 %	20,0	21,0	5 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,9	-0,9	0 %	8,2	8,9	9 %	13,0	14,0	8 %
Liikevoitto	-0,9	-0,9	0 %	8,2	8,9	9 %	13,0	14,0	8 %
Tulos ennen veroja	-0,1	-0,1	0 %	8,8	9,5	8 %	13,6	14,5	7 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,00	0,00	0 %	0,24	0,26	8 %	0,36	0,39	7 %
Osakekohtainen osinko	0,30	0,30	0 %	0,30	0,30	0 %	0,30	0,30	0 %

Lähde: Inderes

Firstnetin lisäksi suunnitteilla on myös UK:n viranomaisverkko, joka valmistuu todennäköisesti hieman ennen USA:n projektia. Tämä on myös potentiaalinen kasvun lähde Bittiumille ja vastaavia on muitakin, mutta näiden potentiaali on kuitenkin pieni verrattuna Firstnetiin. Lisäksi Defense-tuotteiden merkittävä kansainvälinen läpimurto (nyt vain Virossa) on myös mahdollinen lähivuosina. Potentiaalia on siis paljon, mutta valitettavan paljon tästä on edelleen hämärän peitossa.

Emme ole tehneet muita muutoksia ennusteisiimme. Odotamme edelleen Connectivity-liiketoiminnan olevan vaikeuksissa tänä vuonna Ericsson-asiakkuuden loppumisen takia, mutta elpymään hiljalleen ajan kuluessa. Medical Technologies-liiketoiminnalta odotamme vahvaa tuloskasvua, mutta ainakin toistaiseksi pienen liiketoiminnan kontribuutio jää kohtuullisen pieneksi konsernitason tasolla.

Alkuvuosi on ollut Bittiumille vaikea

Vaikka pidemmän aikavälin näkymät ovat siis positiiviset, on vuosi 2017 Bittiumille voimakkaan ja haastavan murroksen aikaa. Palvelupuoletta viime vuonna menetetty Ericssonin asiakkuus aiheuttaa liikevaihtoon merkittävän loven samalla, kun yhtiö tekee merkittäviä T&K-panostuksia omiin tuotteisiin laajentaen tuotevalikoimaansa. Näiden syiden takia Bittiumin H1-tulos tulee olemaan surkea ja myös 2017 liiketulos tappiollinen. Sijoittajat vaikuttavat tällä hetkellä katsovan heikon jakson yli, mutta esimerkiksi H1-raportti voi kuitenkin aiheuttaa painetta osakekurssiin erityisesti arvostustason ollessa korkea. Myös loppuvuoden näkyymiin liittyy epävarmuutta, jos esimerkiksi Mexsat-toimitukset siirtyisivät eteenpäin. Uusia suurempia Defense-tilauksia ei ole kuulunut, minkä takia loppuvuoden parannukseen liittyy edelleen merkittävää epävarmuutta.

Arvostus pohjautuu pitkälti epävarmoille odotuksille

Lähivuosien ennusteilla arvostus edelleen korkea

Osakkeen arvostustaso on korkea, vaikka katseet voidaan mielestämme jo suunnata yli tappiollisen vuoden 2017. Voimakkaista ennustetuista tulosparannuksista huolimatta arvostuskertoimet ovat korkeita myös 2018 ennusteilla (EV/EBIT 22x, EV/EBITDA 13x ja P/E 29x), mutta kohtuullisia vuoden 2019 ennusteilla (EV/EBIT 14x, EV/EBITDA 9x ja P/E 19x). Tilanteen kehitystä seurattessa osakkeelle antaa tukea kohtuullinen yli 4 %:n osinkotuotto, mitä yhtiö voi ylläpitää vahvan taseensa ansiosta. Kertoimista näkee suoraan, että markkinat ovat jo hinnoitelleet merkittävän osan tulevaisuuden epävarmasta potentiaalista. Firstnetin ja Defense-puolen potentiaali on kuitenkin niin suuri, että sen kohtuullinen realisoituminen tarjoaisi edelleen nousuvaraa.

Epäonnistuminen potentiaalain realisoimisessa tulisi osakkeenomistajille kalliiksi

Toisaalta täydellinen epäonnistuminen potentiaalain realisoimisessa painaisi osakkeen arviomme mukaan voimakkaaseen laskuun, sillä nykyinen liiketoiminnan taso ei riitä tukemaan osaketta. Riskit kasvavat aina, kun valtaosa osakkeen arvosta pohjautuu voimakkaisiin tulevaisuuden odotuksiin eikä esimerkiksi olemassa olevan liiketoiminnan jatkuvuuteen. ”Normaalit” arvostuskertoimet ovat huomattavasti nykyisiä alhaisempia ilman houkuttelevia kasvunäkymiä ja samalla tietysti myös tulosennusteet laskisivat, jos yhtiö ei jostain syystä saisi oleellista markkinaosuutta Firstnetin laite-toimituksista. Tämä olisi osakkeenomistajan kannalta tuhoisa yhdistelmä.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo		Yritysarvo		EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e		
Bittium	7,36	262	171	18,9	25,1	9,5	2,4	2,0	30,7	1,0	4,8	2,2				
Spirent	120,00	868	782	13,2	11,8	9,6	8,6	1,6	1,5	22,6	19,7	2,6	2,8	2,8		
Tieto	29,24	2160	2211	14,4	13,3	10,6	10,0	1,4	1,4	17,2	16,6	4,5	4,7	4,7		
Kongsberg	131,50	1680	1896	15,1	10,5	10,4	8,1	1,1	1,0	19,6	13,8	3,1	3,7	2,3		
Semcon	65,50	122	107	9,5	7,8	8,3	6,9	0,6	0,5	13,8	11,9	3,5	3,7	2,1		
HIQ	58,00	326	304	12,9	12,0	12,3	12,1	1,7	1,6	17,5	16,3	5,7	6,0	4,0		
Etteplan	7,44	184	215	13,6	11,4	10,2	8,8	1,0	0,9	16,7	14,4	2,8	3,3	3,1		
Thales	98,48	20784	18679	14,8	13,0	11,1	9,8	1,3	1,3	20,4	18,0	1,9	2,1	4,0		
Harris	110,81	11942	15429	15,2	13,9	12,2	11,1	2,9	2,7	19,9	18,0			4,7		
Ultra Electronics	2116,00	1701	2000	13,1	12,0	11,6	10,7	2,1	2,0	15,0	14,1	2,4	2,5	3,8		
Motorola Solutions	82,29	11982	15245	11,7	11,2	10,2	9,7	2,8	2,8	15,8	14,7	2,2	2,3			
Bittium (Inderes)	7,36	263	189	neg.	22,2	43,6	13,1	3,0	2,5	neg.	28,7	4,1	4,1	2,2		
Keskiarvo				13,4	12,4	12,0	9,6	1,7	1,6	17,9	17,1	3,0	3,6	3,4		
Mediaani				13,4	12,0	10,6	9,7	1,6	1,5	17,4	16,3	2,7	3,5	3,4		
Erotus-% vrt. mediaani					85 %	309 %	35 %	94 %	69 %		76 %	52 %	17 %	-36 %		

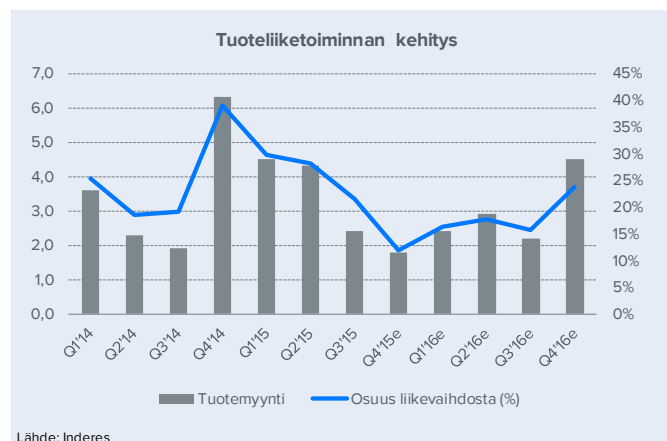
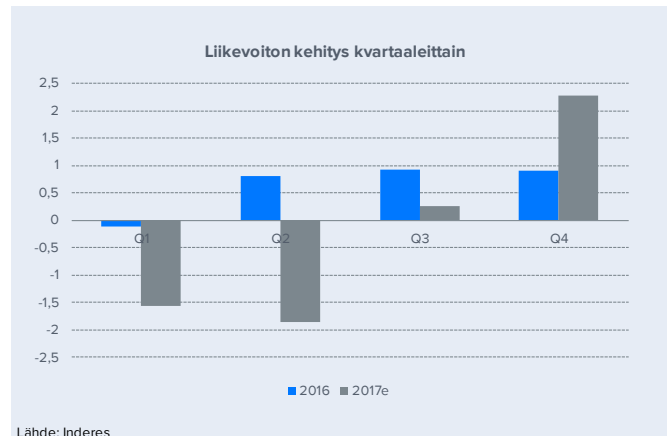
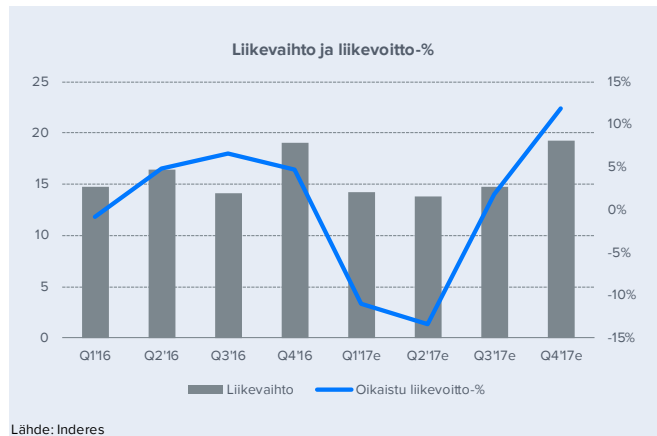
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	56,8	14,7	16,4	14,1	19,0	64,2	14,2	13,8	14,8	19,2	62,0	78,3	92,4
<i>Bitium</i>	56,8	14,7	16,4	14,1	19,0	64,2	14,2	13,8	14,8	19,2	62,0	78,3	92,4
Käyttökate	4,8	0,6	1,5	1,6	2,1	5,8	-0,4	-0,6	1,7	3,7	4,3	15,0	21,0
Poistot ja arvonalennukset	-2,5	-0,7	-0,7	-0,7	-1,2	-3,3	-1,2	-1,2	-1,4	-1,4	-5,2	-6,1	-7,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,7	-0,1	0,8	0,9	0,9	2,5	-1,6	-1,8	0,3	2,3	-0,9	8,9	14,0
Liikevoitto	2,3	-0,1	0,8	0,9	0,9	2,5	-1,6	-1,8	0,3	2,3	-0,9	8,9	14,0
<i>Bitium</i>	2,3	-0,1	0,8	0,9	0,9	2,5	-1,6	-1,8	0,3	2,3	-0,9	8,9	14,0
<i>NRIs</i>	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
Nettorahoituskulut	-0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,8	0,6	0,5
Tulos ennen veroja	2,1	-0,1	1,0	1,1	1,1	3,1	-1,4	-1,6	0,5	2,5	-0,1	9,5	14,5
Verot	0,2	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,7
Vähemmistöosuudet	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	2,3	-0,1	1,0	1,1	1,5	3,5	-1,4	-1,6	0,5	2,5	-0,1	9,2	13,8
EPS (oikaistu)	0,05	0,00	0,03	0,03	0,04	0,10	-0,04	-0,05	0,01	0,07	0,00	0,26	0,39
EPS (raportoitu)	0,02	0,00	0,01	0,01	0,01	0,10	-0,01	-0,01	0,00	0,04	0,00	0,26	0,39

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17e	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	7,8 %	-2,6 %	7,1 %	26,3 %	24,7 %	13,0 %	-3,7 %	-15,8 %	5,1 %	1,1 %	-3,4 %	26,3 %	18,0 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	837 %	-125 %	-43 %	4403 %	13 %	-8 %	1200 %	-331 %	-71 %	153 %	-135 %	-1127 %	58 %
<i>Käyttökate-%</i>	8,5 %	3,9 %	9,2 %	11,5 %	11,1 %	9,0 %	-2,5 %	-4,7 %	11,2 %	19,2 %	7,0 %	19,2 %	22,8 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	4,8 %	-0,8 %	4,9 %	6,5 %	4,7 %	3,9 %	-11,0 %	-13,4 %	1,8 %	11,9 %	-1,4 %	11,3 %	15,2 %
<i>Nettotulos-%</i>	4,1 %	-0,6 %	6,2 %	8,0 %	7,6 %	5,5 %	-9,6 %	-11,9 %	3,1 %	12,9 %	-0,1 %	11,7 %	14,9 %

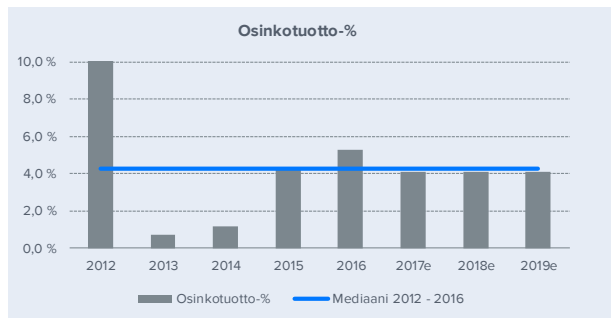
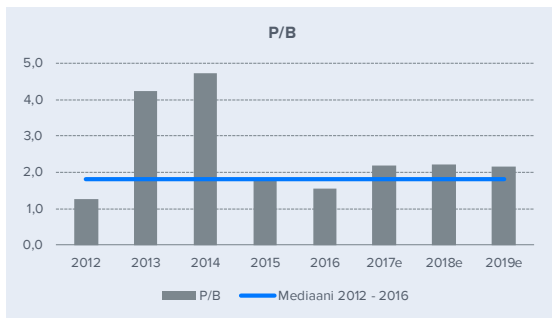
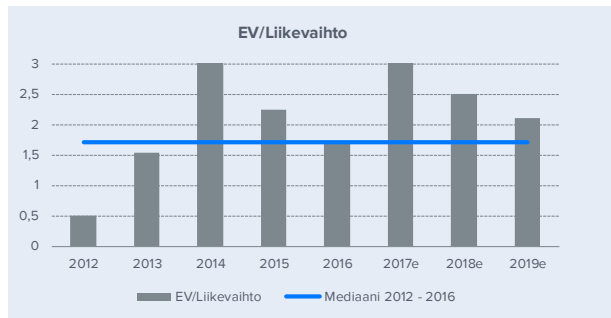
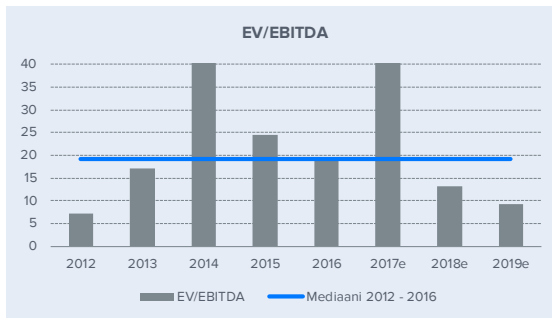
Lähde: Inderes



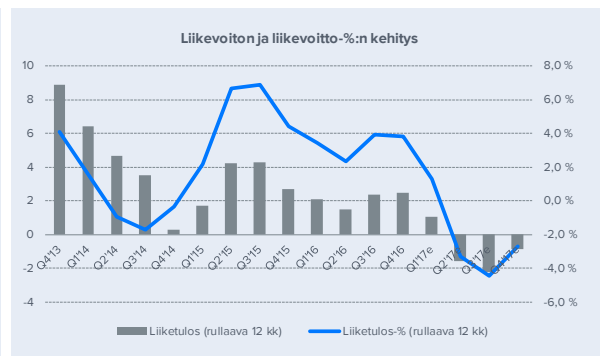
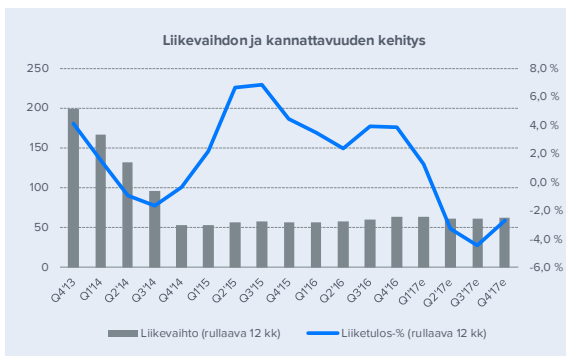
Arvostus

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	0,65	2,66	3,36	7,01	5,67	7,36	7,36	7,36	7,36
Markkina-arvo	84	346	442	250	202	263	263	263	263
Yritysarvo (EV)	88	308	407	128	111	189	197	195	187
P/E (oik.)	13,3	10,9	576,0	298	58	neg.	28,7	19,0	16,4
P/E	37,1	11,2	349,1	349	58	neg.	28,7	19,0	16,4
P/Kassavirta	8,9	6,0	-33,6	5,6	-10,1	-32	112	21,9	14,4
P/B	1,3	4,2	4,7	1,8	1,5	2,2	2,2	2,2	2,1
P/S	0,5	1,7	8,4	4,4	3,2	4,2	3,4	2,8	2,6
EV/Liikevaihto	0,5	1,5	7,7	2,3	1,7	3,0	2,5	2,1	1,9
EV/EBITDA	7,3	17,2	155,0	24,6	19,1	43,6	13,1	9,3	7,6
EV/EBIT	17,2	34,6	1407,2	47,3	44,3	neg.	22,2	13,9	10,9
Osinko/tulos (%)	685,6 %	8,4 %	415,0 %	462,7 %	305,9 %	-16996,7 %	116,8 %	77,6 %	66,9 %
Osinkotuotto-%	18,5 %	0,8 %	1,2 %	4,3 %	5,3 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

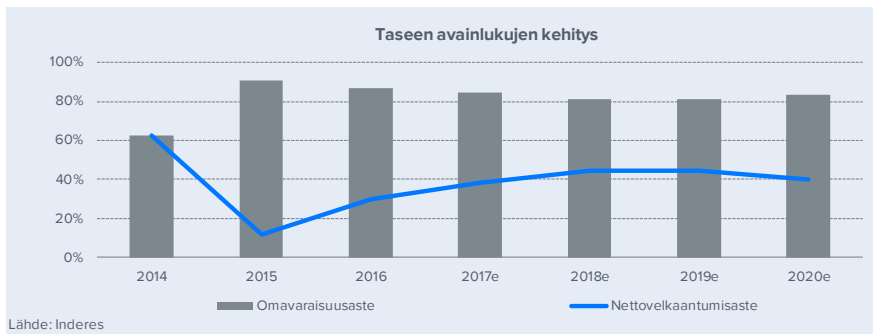


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	49	14	30	39	42
Liikearvo	19	1	7	7	7
Aineettomat oikeudet	17	8	9	14	16
Käyttöomaisuus	11	4	13	17	18
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	2	1	2	2	2
Vaihtuvat vastaavat	118	145	123	105	108
Varastot	2	2	4	4	5
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	73	20	24	22	28
Likvidit varat	43	123	95	79	74
Taseen loppusumma	167	159	153	144	150

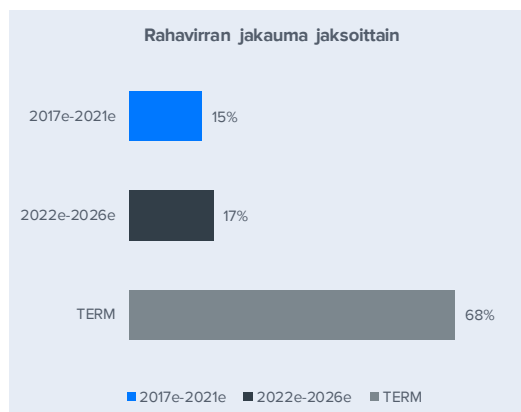
Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	93	138	131	120	118
Osakepääoma	13	13	13	13	13
Kertyneet voittovarot	54	98	91	80	78
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	2	1	1	1	1
Muu oma pääoma	25	26	26	26	26
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	10	3	5	5	5
Laskennalliset verovelat	1	0	1	1	1
Varaukset	3	2	2	2	2
Lainat rahoituslaitoksilta	4	1	2	2	2
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	3	0	1	0	0
Lyhytaikaiset velat	63	19	17	20	26
Lainat rahoituslaitoksilta	5	1	1	4	6
Lyhytaikaiset korottomat velat	58	18	16	16	20
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	167	159	153	144	150



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	2,5	-0,9	8,9	14,0	17,2	17,3	17,2	16,8	16,4	17,2	18,0	
+ Kokonaispoistot	3,3	5,2	6,1	7,0	7,4	6,2	5,4	4,9	4,9	5,0	5,2	
- Maksetut verot	0,5	0,0	-0,3	-0,7	-1,8	-1,8	-2,7	-3,5	-3,5	-3,6	-3,8	
- verot rahoituskuluista	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Käyttöpääoman muutos	-7,7	2,0	-3,4	-3,3	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0	-1,1	-1,1	-1,0	
Operatiivinen kassavirta	-1,5	6,3	11,4	17,0	21,3	20,5	18,8	17,4	17,0	17,7	18,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,4	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-18,8	-14,0	-9,0	-5,0	-3,0	-2,5	-3,6	-4,8	-5,4	-5,5	-6,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-20,0	-8,2	2,4	12,0	18,3	17,9	15,2	12,6	11,6	12,2	12,4	
+/- 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	-20,0	-8,2	2,4	12,0	18,3	17,9	15,2	12,6	11,6	12,2	12,4	296,0
Diskontattu vapaa kassavirta	-7,8	2,1	9,7	13,6	12,3	9,6	7,3	6,2	6,0	5,6	134,4	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	199,0	206,8	204,7	195,0	181,4	169,1	159,6	152,3	146,1	140,0	134,4	
Velaton arvo DCF	199,0											
- Korolliset velat		-3,2										
+ Rahavarat		94,9										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-10,7										
Oman pääoman arvo DCF	280,0											
Oman pääoman arvo DCF per osake	7,84											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	2,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,6 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2014	2015	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	52,7	56,8	64,2	62,0	78,3
EBITDA	3,1	4,8	5,8	4,3	15,0
EBITDA-marginaali (%)	5,9	8,5	9,0	7,0	19,2
EBIT	0,8	2,3	2,5	-0,9	8,9
Voitto ennen veroja	0,6	2,1	3,1	-0,1	9,5
Nettovoitto	1,3	2,3	3,5	-0,1	9,2
Kertaluontoiset erät	0,5	-0,4	0,0	0,0	0,0

Tase	2014	2015	2016	2017e	2018e
Taseen loppusumma	166,8	159,4	153,3	144,4	149,9
Oma pääoma	93,4	137,6	130,6	119,9	118,4
Liikearvo	19,3	1,4	6,7	6,7	6,7
Korolliset velat	8,3	1,4	3,2	5,7	8,5

Kassavirta	2014	2015	2016	2017e	2018e
EBITDA	3,1	4,8	5,8	4,3	15,0
Nettokäyttöpääoman muutos	-13,0	11,8	-7,7	2,0	-3,4
Operatiivinen kassavirta	-9,4	16,8	-1,5	6,3	11,4
Vapaa kassavirta	-13,2	44,8	-20,0	-8,2	2,4

Yhtiökuvaus
Bittium on erikoistunut luotettavien ja turvallisten viestintä- ja liitetävyysratkaisujen kehittämiseen käyttäen uusimpia teknologioita ja pitkäaikaista ja syvällistä radioteknologian osaamistaan. Bittium tarjoaa innovatiivisia tuotteita ja tuotealustoihinsa perustuvia asiakaskohtaisia ratkaisuja sekä tuotekehityspalveluita. Lisäksi Bittium tarjoaa korkealaatuisia tietoturvaratkaisuja mobiililaitteisiin ja kannettaviin tietokoneisiin.

Osakekohtaiset luvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
EPS	0,01	0,02	0,10	0,00	0,26
EPS oikaistu	0,01	0,02	0,10	0,00	0,26
Operat. kassavirta per osake	-0,07	0,15	-0,04	0,18	0,32
Tasearvo per osake	0,71	1,20	3,66	3,36	3,32
Osinko per osake	0,04	0,30	0,30	0,30	0,30
Voitonjako, %	415	463	306	-16997	117
Osinkotuotto, %	1,2	4,3	5,3	4,1	4,1

Tunnusluvut	2014	2015	2016	2017e	2018e
P/E	348,6	108,1	57,8	neg.	28,7
P/B	4,7	1,8	1,5	2,2	2,2
P/Liikevaihto	8,4	4,4	3,2	4,2	3,4
P/CF	neg.	14,8	neg.	41,5	23,1
EV/Liikevaihto	7,7	2,3	1,7	3,0	2,5
EV/EBITDA	130,2	26,6	19,1	43,6	13,1
EV/EBIT	516,1	55,5	44,3	neg.	22,2

Suurimmat omistajat	31.1.2017	%-osakkeista
Harju Jukka Risto		4,8 %
Hulkko Juha Olavi		4,2 %
Veikkolainen Erkki		4,2 %
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma		3,8 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen		3,6 %
Nordea Pankki Suomi Oyj		2,5 %

Suositushistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
3.5.2015	Osta	4,75 €	3,94 €
8.5.2015	Osta	4,80 €	4,14 €
20.5.2015	Lisää	5,30 €	4,91 €
7.8.2015	Lisää	5,30 €	4,96 €
7.9.2015	Lisää	5,30 €	4,85 €
20.10.2015	Lisää	5,60 €	5,20 €
6.11.2015	Lisää	6,20 €	5,86 €
16.12.2015	Vähennä	7,00 €	7,00 €
19.2.2016	Vähennä	5,50 €	5,70 €
2.5.2016	Lisää	6,40 €	6,04 €
5.8.2016	Lisää	6,40 €	5,98 €
5.10.2016	Myy	6,00 €	6,66 €
6.10.2016	Myy	5,20 €	6,21 €
4.11.2016	Vähennä	5,50 €	5,82 €
21.2.2017	Lisää	6,50 €	6,25 €
26.5.2017	Lisää	7,80 €	7,36 €

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 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 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/>