

# Eezy

## Yhtiöpäivitys

6/3/2020

- Toistamme Eezyn 7,0 euron tavoitehintamme ja osta-suosituksemme
- Yhtiö julkisti eilen Q4-luvut, jotka jäivät ennusteistamme. Yhtiön ohjeistus ja vuoden 2020 osinko vastasivat odotuksiamme ja raportin kokonaiskuva oli mielestämme neutraali
- Ensimmäisiä näyttöjä yhtiön tulospotentiaalista saadaan vuonna 2020, kun Smilen luvut tukevat täysimääräisesti konsernin numeroita
- Osakkeen arvostus on mielestämme matala ja näemme siinä seuraavan 12 kuukauden tähtäimelle selvää nousuvaraa

# Arvostus on houkutteleva

Henkilöstöpalvelualan yhtiö Eezy julkisti eilen Q4-luvut, jotka jäivät liikevaihdon kasvun ja kannattavuuden osalta odotuksistamme. Yhtiön ohjeistus vastasi kuitenkin odotuksiamme ja teimme vain hyvin pieniä ennustetarkistuksia lähivuosille. Osakkeen arvostus on matala ja näemme arvostuskertoimissa selvää nousuvaraa, mitä heijastellen toistamme 7 euron tavoitehintamme ja osta-suosituksemme. Yhtiöllä on edelleen hyvät edellytykset arvoa luoviin yritysostoihin, mitä päivitettyjen taloudellisten tavoitteiden perusteella on myös odotettavissa.

## Q4-luvut jäivät odotuksistamme

Eezyn Q4-liikevaihto kolminkertaistui 65,6 MEUR:oon, mikä alitti hieman reilun 68 MEUR:n ennusteemme. Liikevaihdon kasvua veti etenkin henkilöstövuokraus, joka sai tukea Smile-fusion täysimääräisestä heijastumisesta kvartaalin lukiuihin. Q4:n oik. käyttökate 4,8 MEUR alitti meidän 6,5 MEUR:n ennusteen, minkä taustalla oli liikevaihdon ennusteen alituksen lisäksi koholla olleet kustannukset Smile-fuusiosta ja brändiuudistuksesta. Aempia rivejä painoi lisäksi 0,6 MEUR:n kertaerät irtisanomisiin liittyen, joten Q4:n osakekohtainen tulos jäi 0,05 euroon alittaen ennusteemme selvästi. Osinkoa Eezy maksaa 0,20 euroa/osake, mikä vastasi odotuksiamme.

## Ohjeistus vastasi odotuksiamme

Eezy odottaa sen liikevaihdon olevan 260-300 MEUR ja liikevoiton olevan noin 8 % liikevaihdosta vuonna 2020. Ohjeistus täytti odotuksemme ja teimme raportin jälkeen vain hyvin pieniä tarkistuksia vuoden 2020 ja lähivuosien ennusteisiin. Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan vuonna 2020 269 MEUR:oon ja liiketuloksen 20,6 MEUR:oon (liikevoitto 7,7 %) ja siten arvioimme yhtiön yltävän ohjeistukseensa. Yhtiö on viestinyt, että vuonna 2020 sen fokus on Smile-integraatiossa ja kustannussynergioiden ulosmittaamisessa. Yhtiön tavoittelemista 5 MEUR:n synergioista karkeasti noin puolet on käsityksemme mukaan jo saavutettu (runrate-taso) ja loput saavutetaan vuosina 2020-2021, mikä tukee odottamaamme kannattavuusparannusta. Yhtiö julkisti myös päivitetyt taloudelliset tavoitteet, joiden mukaan sen liikevaihto vuonna 2023 on 400 MEUR ja liikevoitto-% on pitkällä aikavälillä 10 %. Kasvutavoite edellyttää yritysostoja, mitä arvioimme mukaan voidaan odottaa seuraavan 12 kuukauden tähtäimellä. Kannattavuustavoitetta pidämme pitkällä tähtäimellä kunnianhimoisena ja se voi edellyttää liikevaihdon jakauman muutosta suhteessa nykyiseen.

## Arvostus varsin maltillinen, edellytykset arvoa luoville yritysostoille hyvät

Eezyn vuosien 2020 ja 2021 EV/EBITDA-kertoivat ovat 6,5x ja 6x, kun taas vastaavat P/E-kertoimet ovat noin 9x. Arvostuskertoimet ovat matalat ja näemme niissä selvää nousuvaraa nykytasolta. Suhteellisesti yhtiö arvostetaan 10 %:n alennuksella verrokkeihin nähden, kun taas mielestämme yhtiölle voidaan perustella jopa verrokkeja korkeampi arvostus paremman kannattavuuden takia. Ennusteillamme osinkotuotto on hyvällä tasolla noin 4-5 %:ssa lähivuosina. Arvioimme mukaan yhtiöltä voidaan odottaa yritysostoja seuraavan 12 kuukauden aikana, joilla näemme hyvät edellytykset arvonluonnille toimialan luonne ja johdon näytöt huomioiden.

## Analytytikot



**Petri Gostowski**

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

## Suositus ja tavoitehintaa

### Osta

(aik. Osta)



**7,00 EUR**

(aik. 7,00 EUR)

Osakekurssi: 5,75 EUR

Potentiaali: 21,7 %

### Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

Eezy odottaa liikevaihdon olevan 260-300 milj. euroa ja liikevoiton olevan noin 8% liikevaihdosta vuonna 2020.

## Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	170	269	278	283
<b>kasvu-%</b>	108 %	59 %	3 %	2 %
<b>EBIT oik.</b>	11,8	20,6	21,7	24,5
<b>EBIT-% oik.</b>	6,9 %	7,7 %	7,8 %	8,6 %
<b>Nettotulos</b>	4,6	15,3	16,0	18,2
<b>EPS (oik.)</b>	0,46	0,61	0,64	0,73

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

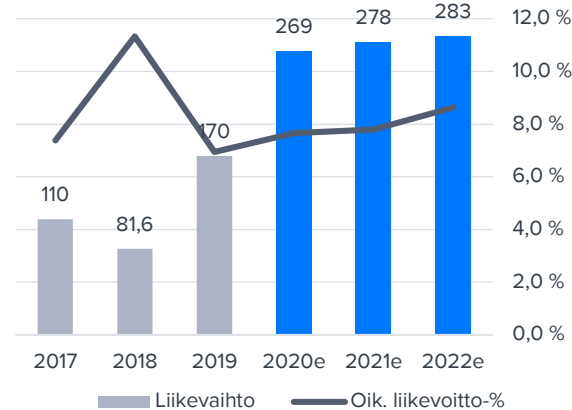
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



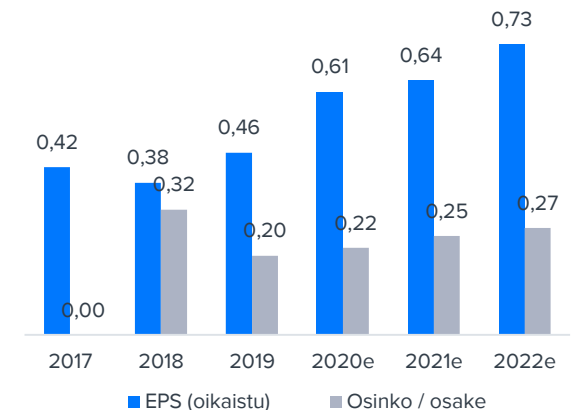
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Markkinan pitkän aikavälin kasvua ajaa rakenteelliset tekijät
- Kannattavuudessa on vielä nousuvaraa liikevaihdon kasvaessa
- Yhtiöllä on edellytykset luoda omistaja-arvoa yritysostoilla, mihin luottamusta nostaa vahva track-record
- Yritystojen synergiat

### Riskitekijät

- Talouden kehitys vaikuttaa vivulla toimialaan
- Työvoiman saatavuus voi hidastaa kasvua
- Kilpailutilanne on tiukka
- Yritystovetoiseen kasvuun liittyy aina riskejä

### Arvostus

- Absoluuttiset arvostuskertoimet ovat maltilliset
- Suhteellinen arvostus tukee näkemystämme osakkeen selvästä nousuvarasta
- Hyvä noin 4 %:n osinkotuotto tukee tuotto-odotusta
- Arviomme mukaan yhtiöltä voidaan odottaa seuraavan 12 kuukauden aikana yritysostoja, joiden arvonluonti edellytykset ovat hyvät

# Q4-luvut jäivät odotuksistamme

## Yritystotot vetivät liikevaihdon kasvua

Eezyn Q4:n liikevaihto kasvoi vertailukaudesta 208 % 65,6 MEUR:oon, mikä jäi 4 % 68,3 MEUR:n ennusteestamme. Liikevaihdon kasvua veti etenkin Henkilöstövuokraus-palvelualueen voimakas (275 %:n) kasvu, mikä oli seurausta Smile-fuusiosta. Muista palvelualueista Rekrytointi ja organisaation kehittäminen kasvoi tiettyä kausiluonteisuutta heijastellen vahvasti (29 %) ja kevytyrittäjäpalvelut ylsi erinomaiseen 13 %:n kasvuun. Palvelualueet ylittivät odotuksemme, mutta tämä ei kuitenkaan niiden pienen kokoluokan vuoksi riittänyt kompensoimaan Henkilöstövuokraus-palvelualueen ennusteemme alitusta.

## Kannattavuus odotuksiamme heikompi

Eezy ylsi Q4:llä 7,3 %:n oikaistuun käyttökatemarginaaliin, joka laski vertailukauden vahvalta tasolta selvästi odotuksiamme enemmän.

Tätä ja odotuksistamme jäänyttä liikevaihdon kehitystä heijastellen yhtiön 4,8 MEUR:n oik. käyttökate jäi selvästi 6,5 MEUR:n ennusteestamme. Yhtiön Q4:n kannattavuutta rasitti odotuksiamme enemmän Smile-fuusion kasvattama kustannusrakenne ja brändiuudistuksen aiheuttamat kustannukset. Siten arvioimme yhtiöllä olevan edellytykset selvästi vahvempaan kannattavuuteen, eikä Q4:n fuusion sulattelukvartaalin kannattavuus heijastele yhdistyneen yhtiön kannattavuuspotentiaalia.

Yhtiö kirjasi Q4:lle lisäksi 0,6 MEUR:n kertaluonteiset kulut irtisanomisiin liittyen ja yhtiön rahoituskulut olivat odotuksiamme suuremmat velkojen uudelleen rahoituksen seurauksena. Vastaavasti Q4:n veroaste painui matalaksi (11 %) aiempien tappioiden hyödyntämisen takia. Tätä taustaa vasten Q4 EPS painui vain 0,05 euroon ja alle ennusteemme. Osinkoa yhtiö maksaa odotuksiamme mukaisesti

0,20 euroa osakkeelta.

## Vahva Q4-rahavirta raportin valopilkku

Eezyn Q4:n liiketoiminnan rahavirta oli vahvalla tasolla 6,9 MEUR :ssa ja siten koko vuoden rahavirta nousi hyvälle tasolle 11,3 MEUR:oon. Matalaa käyttöomaisuusinvestointitarvetta heijastellen koko vuoden vapaa rahavirta oli siten hyvällä tasolla 9,6 MEUR:ssa.

Eezyn taseasema säilyi vahvana ja vuoden 2019 lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 49 % ja nettovelkaantumisaste oli 56 %. Yhtiön nettovelka/EBITDA (TTM) oli 2,7x on hieman koholla, mutta laskee kuluvana vuonna selvästi tuloksen tasokorjauksen ja hyvän kassavirran myötä (2020e 1,2x). Kokonaisuutena tase onkin hyvässä kunnossa ja antaa edellytykset jatkaa epäorgaanista kasvua seuraavan 12 kk:n tähtäimellä.

Ennustetaulukko	Q4'18	Q4'19	Q4'19e	Q4'19e	Konsensus		Erotus (%)	2019
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Toteutunut
Liikevaihto	21,3	65,6	68,3				-4 %	170
Käyttökate (oik.)	2,7	4,8	6,5				-26 %	16,4
Liikevoitto	1,7	2,3	4,5				-49 %	8,0
Tulos ennen veroja	1,6	1,6	4,2				-62 %	6,7
EPS (raportoitu)	0,12	0,05	0,18				-72 %	0,25
Osinko/osake*	0,32	0,20	0,20				0 %	0,20
Liikevaihdon kasvu-%		207,6 %	220 %				-12,7 %-yks.	108,1 %
Käyttökate-% (oik.)	12,9 %	7,3 %	9,5 %				-2,2 %-yks.	9,7 %

Lähde: Inderes

\* 2018 osinko sis. 2019 aikana maksetun lisäosingon

# Ohjeistus oli neutraali suhteessa ennusteisiimme

## Ohjeistus vastasi odotuksiamme

Eezy ohjeisti sen vuoden 2020 liikevaihdon olevan noin 260-300 MEUR ja liikevoittomarginaalin noin 8 %. Ohjeistuksen indikoima liikevaihto ja kannattavuus vastasivat hyvin odotuksiamme ja teimme vain pieniä tarkennuksia ennusteisiimme vuodelle 2020 ja lähivuosille.

Eezy on viestinyt selvästi, että tänä vuonna yhtiön fokus on perustan rakentamisessa eli Smile-integraatiossa ja synergioiden ulosmittaamisessa. Yhtiö arvioi, että noin puolet 5 MEUR:n tavoitelluista synergioista on jo tehdyillä toimenpiteillä saavutettu ja loput saavutetaan vuosina 2020-2021.

## Ennustemuutokset jäivät pieniksi

Teimme raportin jälkeen vain hyvin marginaalisia ennustemuutoksia ja odotamme vuodelta 2020 269

MEUR:n liikevaihtoa. Ennusteissamme liikevaihdon kasvua vetää Smilen lukujen heijastuminen koko vuodelle, joten kasvu on voimakkainta henkilöstövuokraus liiketoiminnassa. Huomioitavaa on, että vuoden 2019 pro-forma luvuilla (sis. VMP ja Smile 12 kuukaudelta) Eezyn liikevaihto oli 268 MEUR, joten ennusterima ei ole korkealla.

Ennusteissamme odotamme vuoden 2020 henkilöstöpalveluiden markkinakasvun olevan lievästi negatiivinen talouskasvukuvaa ja koronaviruksen myötä kohonnutta epävarmuutta heijastellen. Kevytyrittäjäpalveluiden odotamme jatkavan kasvurallia, joskin hieman hidastuvalla tahdilla.

Odotamme kuluvalta vuodelta 20,6 MEUR:n liikevoittoa, mikä vastaa 7,7 %:n liikevoittomarginaalia. Tämä on yhtiön ohjeistaman noin 8 %:n liikevoitto-%:n tasolla (arviolta 7,5 %- 8,5 %). Ennusteissamme

odotamme tavoiteltujen synergioiden tukevan tulosta, mutta arviomme mukaan tiettyjä ylimääräisiä kuluja heijastuu vielä alkuvuoteen mm. brändi uudistuksesta sekä markkinointipanostuksista.

Riskinä ennusteille pidämme yleisen talouskasvun selvää hidastumisesta, mikä voisi tulla esimerkiksi koronaviruksen leviämisen kautta. Tämä edellyttäisi, että virus vaikuttaisi Suomessa ihmisten kulutuskäyttäytymiseen (HoReCa-sektori) ja/tai aiheuttaisi tuotannon pysähdyksiä laajemmin (teollisuus ja rakentamisen sektorit). Tällä hetkellä arvioimme esimerkiksi tiettyjen teollisuuden toimijoiden kärsivän Suomen ulkopuolella riehuvasta viruksesta, mutta kokonaisuudessaan sen vaikutus Eezyn asiakkaille on suhteellisen rajallinen.

Ennustemuutokset	2019	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	172	170	-2 %	269	269	0 %	272	278	2 %
Käyttökate	14,9	12,6	-16 %	28,5	28,4	0 %	28,4	29,5	4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	13,4	11,8	-12 %	20,5	20,6	1 %	21,3	21,7	2 %
Liikevoitto	10,2	8,0	-22 %	20,5	20,6	1 %	21,3	21,7	2 %
Tulos ennen veroja	9,3	6,7	-28 %	19,2	19,1	-1 %	19,9	20,1	1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,53	0,46	-14 %	0,61	0,61	0 %	0,64	0,64	1 %
Osakekohtainen osinko	0,20	0,20	0 %	0,22	0,22	0 %	0,25	0,25	0 %

Lähde: Inderes

# Päivitetyt taloudelliset tavoitteet viitoittavat kasvun jatkuvan

## Päivitetyt taloudelliset tavoitteet

Eezy julkisti eilen myös päivitetyt taloudelliset tavoitteet IFRS-kirjanpitoon siirtymistä ja päivitettyä [strategiaa](#) heijastellen. Liikevaihdon osalta yhtiö tavoitteena on saavuttaa 400 MEUR:n liikevaihto vuonna 2023. Vastaavasti yhtiön pitkän aikavälin kannattavuustavoite on 10 %:n liikevoittomarginaali. Lisäksi yhtiön tavoitteena on jakaa 30-50 % tilikauden tuloksesta osinkoina.

## Kasvutavoite edellyttää epäorgaanista kasvua

Vuoden 2023 liikevaihdon ennusteamme (287 MEUR) on selvästi yhtiön tavoitetason alapuolella, sillä se pohjautuu ennustamaamme orgaanisen kasvuun emmekä mallinna yritysostoja. Ennusteillamme tavoitteen saavuttaminen edellyttää yhtiöltä reilun 110 MEUR:n liikevaihdon kasvua yritysostojen kautta. Ennusteillamme yhtiön

nettovelka laskee ripeästi lähivuosina vahvan kassavirran ansiosta ja siten taseensa puolesta yhtiöllä on erinomaiset edellytykset tavoitetason edellyttämiin yritysostoihin, kun oletetaan, että transaktiot toteutetaan yhtiön historiallisten transaktioiden tapaan noin 0,3-0,4 EV/Liikevaihtokertoimella.

Yhtiön historialliset yritysostot ja johdon näytöt huomioiden suhtaudumme yritysostoihin positiivisesti ja näemme nykyisessä markkinassa yhtiöllä hyvät edellytykset luoda arvoa niillä. Arviomme mukaan lyhyellä 1-6 kk:n tähtäimellä yhtiön fokus on Smile-fuusion loppuun saattamisessa, mutta pidämme seuraavan 12 kuukauden tähtäimellä yrityskauppoja melko todennäköisenä.

## Kannattavuustavoite edellyttää koneen virittämistä

Arviomme mukaan yhtiön tavoitteleman 10 %:n

liikevoittomarginaalin saavuttaminen edellyttäisi nykyisellä liikevaihdon rakenteella organisaation virittämistä erittäin kovaan iskukykyyn ja pidämme tasoa vaativana henkilöstövuokrausliiketoiminnalle. Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä arvioimme yhtiön pyrkivän kasvattamaan korkeamman marginaalin liiketoiminnan (esim. organisaation kehittäminen) osuutta liikevaihdosta ja siten edistävän tavoitetason saavuttamista liiketoiminnan painopistettä muuttamalla. Toistaiseksi jääme odottamaan yhtiön seuraavaa siirtoa ja näyttöjä kannattavuuskehityksestä ennen ennusteriman venyttämistä.

Vahvan kassavirran ansiosta yhtiöllä riittää pääomia allokoitavaksi epäorgaanisen kasvun lisäksi myös osinkoon ja odotamme yhtiön maksavan lähivuosina ja pitkällä aikavälillä keskimäärin noin 40 % tuloksestaan osinkoina.

[Katso toimitusjohtajan haastattelu tästä:](#)



[Katso yhtiön Q4-tulosinfo tästä:](#)



# Arvostuskertoimissa selvää nousuvaraa

Eezyn osakkeen arvostusta tulee peilata vuoteen 2020, jotta Smilen 12 kuukauden luvut tulevat huomioituksi. Huomioitavaa on lisäksi, että ennusteemme eivät sisällä mielestämme seuraavan 12 kuukauden tähtäimellä jo todennäköisenä pitämiämme yrityskauppoja. Näkemyksemme mukaan osakkeen matalissa arvostuskertoimissa on nousuvaraa, mitä tukee myös suhteellinen ja kassavirtamallimme. Tuotto-odotusta tukee myös hyvälle noin 4-5 %:n tasolle kohoava lähivuosien osinkotuoton ennusteemme.

## Arvostuskertoimissa selvää nousuvaraa

Ennusteillamme Eezyn vuosien 2020-2021 EV/EBITDA-kertoimet ovat 6,5x ja 6x, kun taas vastaavat P/E-kertoimet ovat 9x. Pidämme arvostuskertoimia matalana ja näemme niissä selvää nousuvaraa nykytasolta.

Vuoden 2020 tulospohjaisilla arvostuskertoimilla yhtiö arvostetaan noin 10 %:n alennuksella suhteessa kansainväliseen verrokkiryhmään, jonka arvostuskertoimet ovat mielestämme maltilliset. Näkemyksemme mukaan Eezylle voitaisiin perustella myös lievä arvostuspreemio suhteessa verrokkeihin sen parempien kasvunäkymien ja korkeamman kannattavuuden ansiosta. Siten suhteellinen arvostus tukee näkemystämme osakkeen nousuvarasta.

## Kassavirtamalli indikoi osakkeelle selvää nousuvaraa

Kassavirtamallimme indikoima osakkeen arvo on 8,5 euroa, missä on selvää potentiaalia suhteessa osakkeen nykykurssiin.

Mallissamme yhtiön keskipitkän ja pitkän aikavälin kasvuvauhti on noin 2-3 % ja tasaantuu

terminaaliarvossa 2 %:iin. Vastaavasti kannattavuusennusteemme odottavat liikevoitto-%:n tasaantuvan vuoden 2023 8,9 %:n tasolta pitkällä aikavälillä 7,5-8,5 %:n tasolle ja terminaaliarvon ennusteemme on maltillinen 7,3 %. Siten mallin asettama rima on mielestämme varsin kohtuullinen ja kannattavuusennusteemme on selvästi yhtiön tavoitteleman pitkän aikavälin tason alapuolella. Näin ollen myös DCF-malli mielestämme tukee osakkeen selvää nousuvaraa.

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	5,75	5,75	5,75
Osakemäärä, milj. kpl	24,8	24,8	24,8
Markkina-arvo	143	143	143
Yritysarvo (EV)	185	172	156
P/E (oik.)	9,4	8,9	7,8
P/E	9,4	8,9	7,8
P/Kassavirta	7,4	7,1	6,3
P/B	1,3	1,2	1,1
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	6,5	5,8	4,8
EV/EBIT (oik.)	9,0	7,9	6,4
Osinko/tulos (%)	35,8 %	38,8 %	36,8 %
Osinkotuotto-%	3,8 %	4,3 %	4,7 %

Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	3,28	6,35	<b>5,75</b>	<b>5,75</b>	<b>5,75</b>	<b>5,75</b>
Osakemäärä, milj. kpl	14,8	18,2	<b>24,8</b>	<b>24,8</b>	<b>24,8</b>	<b>24,8</b>
Markkina-arvo	49	158	<b>143</b>	<b>143</b>	<b>143</b>	<b>143</b>
Yritysarvo (EV)	62	213	<b>185</b>	<b>172</b>	<b>156</b>	<b>143</b>
P/E (oik.)	8,5	13,8	<b>9,4</b>	<b>8,9</b>	<b>7,8</b>	<b>7,5</b>
P/E	10,6	25,3	<b>9,4</b>	<b>8,9</b>	<b>7,8</b>	<b>7,5</b>
P/Kassavirta	1,3	neg.	<b>7,4</b>	<b>7,1</b>	<b>6,3</b>	<b>6,9</b>
P/B	1,0	1,6	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>
P/S	0,6	0,9	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>
EV/Liikevaihto	0,8	1,3	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>
EV/EBITDA (oik.)	6,2	18,6	<b>6,5</b>	<b>5,8</b>	<b>4,8</b>	<b>4,3</b>
EV/EBIT (oik.)	6,7	18,1	<b>9,0</b>	<b>7,9</b>	<b>6,4</b>	<b>5,6</b>
Osinko/tulos (%)	101,9 %	108,6 %	<b>35,8 %</b>	<b>38,8 %</b>	<b>36,8 %</b>	<b>40,0 %</b>
Osinkotuotto-%	9,6 %	3,1 %	<b>3,8 %</b>	<b>4,3 %</b>	<b>4,7 %</b>	<b>5,3 %</b>

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	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Manpowergroup	72,28	4014	4073	7,6	6,7	7,0	6,4	0,3	0,2	10,0	9,2	3,0	3,2	1,6
Cross Country Healthcare	9,37	330	385	22,3	16,7	13,2	9,8	0,5	0,4	44,4	28,4			2,1
Adecco	48,42	7425	7831	8,4	7,7	7,2	6,8	0,4	0,4	10,8	10,0	5,3	5,4	1,8
Staffline Group	37,85	30	144		3,3		2,7		0,1	1,9	1,6			
BG Staffing	15,89	150	168							10,7		7,4		
Trueblue	14,40	523	612	16,4	14,4	9,3	8,2	0,4	0,3	9,1	8,1			0,8
Kforce	32,23	662	703	10,6	10,3	9,6	9,2	0,6	0,6	12,3	11,4	2,4	2,5	4,5
Hays	127,80	2167	2470	11,3	10,4	9,5	9,0	0,4	0,4	15,5	14,1	5,3	5,5	2,7
Sthree	317,00	487	477	7,5	6,9	6,8	6,3	0,3	0,3	10,1	9,5	4,9	5,1	3,1
Groupe Crit	56,10	638	689	4,6	3,7	3,7	3,0	0,2	0,2	8,7	8,3	1,9	2,0	0,9
Randstad	42,46	8144	9522	9,7	9,7	7,3	7,2	0,4	0,4	10,8	10,5	6,1	6,0	1,8
Enersense	1,69	10	11					0,2	0,1	18,8	14,1		1,2	1,2
<b>Eezy (Inderes)</b>	<b>5,75</b>	<b>143</b>	<b>185</b>	<b>9,0</b>	<b>7,9</b>	<b>6,5</b>	<b>5,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>9,4</b>	<b>8,9</b>	<b>3,8</b>	<b>4,3</b>	<b>1,3</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>10,9</b>	<b>9,0</b>	<b>8,2</b>	<b>6,8</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>13,6</b>	<b>11,4</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>	<b>2,1</b>
<b>Mediaani</b>				<b>9,7</b>	<b>8,7</b>	<b>7,3</b>	<b>7,0</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>10,7</b>	<b>10,0</b>	<b>5,1</b>	<b>4,2</b>	<b>1,8</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-8 %</b>	<b>-9 %</b>	<b>-11 %</b>	<b>-17 %</b>	<b>89 %</b>	<b>88 %</b>	<b>-13 %</b>	<b>-11 %</b>	<b>-25 %</b>	<b>4 %</b>	<b>-30 %</b>

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	Q1'20e	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	<b>81,6</b>	<b>28,4</b>	<b>32,5</b>	<b>43,3</b>	<b>65,7</b>	<b>170</b>	<b>60,5</b>	<b>68,5</b>	<b>73,3</b>	<b>66,9</b>	<b>269</b>	<b>278</b>	<b>283</b>	<b>287</b>
Henkilöstövuokraus	61,1	28,4	32,5	43,3	45,3	149	56,0	63,0	69,0	61,2	249	257	262	264
Franchise-maksut	8,9	0,0	0,0	0,0	7,8	7,8	1,6	1,8	1,9	1,6	6,9	7,0	7,0	7,1
Rekrytoinnin ja organisaation kehittäi	8,7	0,0	0,0	0,0	9,4	9,4	2,1	2,9	1,5	3,2	9,7	10,2	10,5	10,8
Kevytyrittäjäpalvelut	2,9	0,0	0,0	0,0	3,2	3,2	0,8	0,9	0,9	0,9	3,5	3,8	4,1	4,3
<b>Käyttökate</b>	<b>10,1</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>	<b>4,2</b>	<b>12,6</b>	<b>5,4</b>	<b>7,4</b>	<b>8,3</b>	<b>7,4</b>	<b>28,4</b>	<b>29,5</b>	<b>32,3</b>	<b>33,1</b>
Poistot ja arvonalennukset	-1,9	-0,7	-0,8	-1,2	-1,9	-4,6	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-7,8	-7,8	-7,8	-7,7
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>9,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,8</b>	<b>4,0</b>	<b>2,9</b>	<b>11,8</b>	<b>3,4</b>	<b>5,4</b>	<b>6,4</b>	<b>5,4</b>	<b>20,6</b>	<b>21,7</b>	<b>24,5</b>	<b>25,4</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>8,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>1,3</b>	<b>2,3</b>	<b>8,0</b>	<b>3,4</b>	<b>5,4</b>	<b>6,4</b>	<b>5,4</b>	<b>20,6</b>	<b>21,7</b>	<b>24,5</b>	<b>25,4</b>
Nettorahoituskulut	-2,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,7	-1,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>5,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>6,7</b>	<b>3,0</b>	<b>5,1</b>	<b>6,0</b>	<b>5,0</b>	<b>19,1</b>	<b>20,1</b>	<b>22,9</b>	<b>23,9</b>
Verot	-0,8	-0,7	-0,5	-0,7	-0,2	-2,1	-0,6	-1,0	-1,2	-1,0	-3,8	-4,0	-4,6	-4,8
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Nettotulos</b>	<b>4,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>0,3</b>	<b>1,4</b>	<b>4,6</b>	<b>2,4</b>	<b>4,0</b>	<b>4,8</b>	<b>4,0</b>	<b>15,3</b>	<b>16,0</b>	<b>18,2</b>	<b>19,1</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,38</b>	<b>0,07</b>	<b>0,12</b>	<b>0,16</b>	<b>0,11</b>	<b>0,46</b>	<b>0,10</b>	<b>0,16</b>	<b>0,19</b>	<b>0,16</b>	<b>0,61</b>	<b>0,64</b>	<b>0,73</b>	<b>0,77</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,31</b>	<b>0,07</b>	<b>0,09</b>	<b>0,02</b>	<b>0,08</b>	<b>0,25</b>	<b>0,10</b>	<b>0,16</b>	<b>0,19</b>	<b>0,16</b>	<b>0,61</b>	<b>0,64</b>	<b>0,73</b>	<b>0,77</b>

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20e	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-25,5 %	0,0 %	0,0 %	-28,2 %	207,8 %	108,1 %	113,3 %	110,6 %	69,5 %	2,0 %	58,6 %	3,1 %	2,1 %	1,1 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	14,4 %			-38,4 %	2,5 %	27,6 %	58,6 %	95,0 %	60,6 %	86,7 %	74,8 %	5,0 %	12,9 %	4,0 %
<b>Käyttökate-%</b>	12,3 %	9,9 %	9,6 %	5,8 %	6,3 %	7,4 %	8,9 %	10,8 %	11,3 %	11,0 %	10,6 %	10,6 %	11,4 %	11,6 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	11,3 %	7,6 %	8,6 %	9,2 %	4,4 %	6,9 %	5,6 %	7,9 %	8,7 %	8,1 %	7,7 %	7,8 %	8,6 %	8,9 %
<b>Nettotulos-%</b>	5,6 %	4,4 %	5,1 %	0,7 %	2,1 %	2,7 %	4,0 %	5,9 %	6,5 %	6,0 %	5,7 %	5,8 %	6,4 %	6,6 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>68,6</b>	<b>168</b>	<b>165</b>	<b>162</b>	<b>159</b>
Liikearvo	59,9	126	126	126	126
Aineettomat hyödykkeet	4,2	32,2	28	24	20
Käyttöomaisuus	3,3	6,8	8,0	9,4	10,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut sijoitukset	0,2	0,7	0,7	0,7	0,7
Muut pitkäaikaiset varat	0,4	1,9	1,9	1,9	1,9
Laskennalliset verosaamiset	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>28</b>	<b>42</b>	<b>60</b>	<b>71</b>	<b>84</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	2,3	0,7	0,7	0,7	0,7
Myyntisaamiset	16,7	35,5	43,1	43,0	42,5
Likvidit varat	8,6	5,7	16,1	27,5	40,7
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>96</b>	<b>210</b>	<b>225</b>	<b>233</b>	<b>243</b>

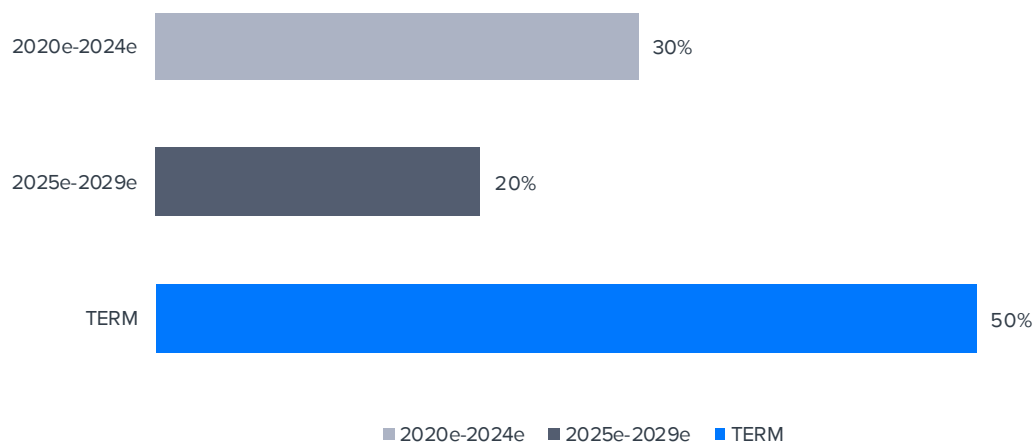
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Oma pääoma</b>	<b>50,8</b>	<b>102</b>	<b>112</b>	<b>123</b>	<b>135</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-7,3	-5,9	4,4	14,9	27,0
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	58	107	107	107	107
Vähemmistöosuus	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>22</b>	<b>60</b>	<b>58</b>	<b>56</b>	<b>54</b>
Laskennalliset verovelat	0,5	6,0	6	6	6
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	21	54	52	50	48
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>23</b>	<b>48</b>	<b>55</b>	<b>55</b>	<b>54</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	1,1	5,6	5	5	5
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,3	40,8	48	49	48
Muut lyhytaikaiset velat	20,9	1,2	1,2	1,2	1,2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>96</b>	<b>210</b>	<b>225</b>	<b>233</b>	<b>243</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
<b>Liikevoitto</b>	<b>8,0</b>	<b>20,6</b>	<b>21,7</b>	<b>24,5</b>	<b>25,4</b>	<b>25,1</b>	<b>25,8</b>	<b>25,1</b>	<b>25,7</b>	<b>26,2</b>	<b>25,0</b>	<b>24,9</b>	<b>25,4</b>
+ Kokonaispoistot	4,6	7,8	7,8	7,8	7,7	7,0	5,0	5,1	4,5	4,7	4,8	4,8	4,9
- Maksetut verot	3,8	-3,9	-4,0	-4,6	-4,8	-4,7	-4,9	-4,7	-4,8	-4,9	-4,7	-4,7	-4,8
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
+ verot rahoitustuotoista	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
- Käyttöpääoman muutos	2,6	0,2	0,2	0,1	-2,8	-1,4	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>18,7</b>	<b>24,4</b>	<b>25,3</b>	<b>27,5</b>	<b>25,3</b>	<b>25,7</b>	<b>24,2</b>	<b>25,2</b>	<b>25,1</b>	<b>25,6</b>	<b>24,8</b>	<b>24,7</b>	<b>25,2</b>
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Bruttoninvestoinnit	-104,0	-5,0	-5,2	-4,7	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,9
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-85,6</b>	<b>19,4</b>	<b>20,1</b>	<b>22,8</b>	<b>20,8</b>	<b>21,2</b>	<b>19,7</b>	<b>20,7</b>	<b>20,6</b>	<b>21,1</b>	<b>20,3</b>	<b>20,2</b>	<b>20,2</b>
+/- Muut	51,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vapaa kassavirta	-34,6	19,4	20,1	22,8	20,8	21,2	19,7	20,7	20,6	21,1	20,3	20,2	20,2
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>18,3</b>	<b>17,5</b>	<b>18,4</b>	<b>15,5</b>	<b>14,7</b>	<b>12,7</b>	<b>12,3</b>	<b>11,4</b>	<b>10,8</b>	<b>9,6</b>	<b>8,9</b>	<b>8,3</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		302	283	266	247	232	217	205	192	181	170	160	151
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>302</b>											
- Korolliset velat		-59,8											
+ Rahavarat		5,7											
-Vähemmistöosuus		-1,3											
-Osinko/pääomapalautus		-5,0											
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>211</b>											
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>8,50</b>											

## Rahavirranjakauma jaksottain



## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,50 %
Riskitön korko	3,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,3 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>7,9 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	109,6	81,6	169,8	<b>269,3</b>	<b>277,6</b>	EPS (raportoitu)	0,29	0,31	0,25	<b>0,61</b>	<b>0,64</b>
Käyttökate	9,3	10,1	12,6	<b>28,4</b>	<b>29,5</b>	EPS (oikaistu)	0,42	0,38	0,46	<b>0,61</b>	<b>0,64</b>
Liikevoitto	6,1	8,2	8,0	<b>20,6</b>	<b>21,7</b>	Operat. kassavirta / osake	0,58	0,68	1,03	<b>0,98</b>	<b>1,02</b>
Voitto ennen veroja	5,7	5,4	6,7	<b>19,1</b>	<b>20,1</b>	Vapaa kassavirta / osake	-2,40	2,44	-1,90	<b>0,78</b>	<b>0,81</b>
Nettovoitto	4,3	4,6	4,6	<b>15,3</b>	<b>16,0</b>	Omapääoma / osake	-0,02	3,43	5,54	<b>4,47</b>	<b>4,89</b>
Kertaluontoiset erät	-2,0	-1,1	-3,8	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,00	0,32	0,20	<b>0,22</b>	<b>0,25</b>

Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	79,0	96,3	209,6	<b>224,8</b>	<b>233,5</b>	Liikevaihdon kasvu-%	22 %	-26 %	108 %	<b>59 %</b>	<b>3 %</b>
Oma pääoma	5,2	50,8	101,8	<b>112,1</b>	<b>122,6</b>	Käyttökateen kasvu-%	81 %	8 %	25 %	<b>126 %</b>	<b>4 %</b>
Liikearvo	0,1	59,9	125,8	<b>125,8</b>	<b>125,8</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	208 %	14 %	28 %	<b>75 %</b>	<b>5 %</b>
Nettovelat	50,1	13,8	54,1	<b>40,9</b>	<b>27,5</b>	EPS oik. kasvu-%		-9 %	20 %	<b>33 %</b>	<b>5 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	Käyttökate-%	8,5 %	12,3 %	7,4 %	<b>10,6 %</b>	<b>10,6 %</b>
Käyttökate	9,3	10,1	12,6	<b>28,4</b>	<b>29,5</b>	Oik. Liikevoitto-%	7,4 %	11,3 %	6,9 %	<b>7,7 %</b>	<b>7,8 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	0,8	0,5	2,6	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	Liikevoitto-%	5,6 %	10,0 %	4,7 %	<b>7,7 %</b>	<b>7,8 %</b>
Operatiivinen kassavirta	8,6	10,1	18,7	<b>24,4</b>	<b>25,3</b>	ROE-%	201,3 %	18,2 %	6,0 %	<b>14,4 %</b>	<b>13,7 %</b>
Investoinnit	-44,1	-11,8	-104,0	<b>-5,0</b>	<b>-5,2</b>	ROI-%	15,4 %	12,2 %	6,8 %	<b>12,5 %</b>	<b>12,5 %</b>
Vapaa kassavirta	-35,5	36,1	-34,6	<b>19,4</b>	<b>20,1</b>	Omavaraisuusaste	6,6 %	52,8 %	48,6 %	<b>49,9 %</b>	<b>52,5 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	962,3 %	27,2 %	53,1 %	<b>36,5 %</b>	<b>22,5 %</b>

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Noho Partners Oyj	30,3 %
Sentica Buyout V Ky	24,6 %
Meissa-Capital Oy	13,0 %
Sijoitusrahasto Evli Suomi Pienyhtiöt	1,7 %
Sami Asikainen	1,6 %
Sijoitusrahasto Taaleri Mikro Markka	1,5 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
EV/Liikevaihto	neg.	0,8	1,3	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>
EV/EBITDA (oik.)	neg.	6,2	18,6	<b>6,5</b>	<b>5,8</b>
EV/EBIT (oik.)	neg.	6,7	18,1	<b>9,0</b>	<b>7,9</b>
P/E (oik.)	13,0	8,5	13,8	<b>9,4</b>	<b>8,9</b>
P/B	neg.	1,0	1,6	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>
Osinkotuotto-%	0,0 %	9,6 %	3,1 %	<b>3,8 %</b>	<b>4,3 %</b>

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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 suosituksen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon 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:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla 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 sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon 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, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

## Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
19.12.2018	Vähennä	3,80 €	3,64 €
15.2.2019	Lisää	4,40 €	3,95 €
29.2.2019	Osta	4,60 €	3,95 €
3.4.2019	Lisää	5,00 €	4,54 €
3.5.2019	Osta	5,75 €	4,96 €
23.5.2019	Lisää	5,75 €	5,10 €
8.7.2019	Lisää	6,00 €	5,30 €
22.8.2019	Lisää	6,00 €	5,25 €
4.10.2019	Lisää	5,75 €	5,00 €
13.11.2019	Osta	7,00 €	5,85 €
6.3.2020	Osta	7,00 €	5,75 €

Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)

## Palkinnot



**STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV**



**THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS  
WINNER**



**2012, 2016, 2017, 2018,  
2019**

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2014, 2016, 2017, 2019**

Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018,  
2019**

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2012, 2016, 2018, 2019**

Suositustarkkuus



**2015, 2018**

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2017, 2019**

Suositustarkkuus



**2017**

Suositustarkkuus



**2018**

Ennustetarkkuus



**2019**

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**