

Eezy

Yhtiöraportti

10.11.2021 9:00



Petri Gostowski
+358 40 821 5982
petri.gostowski@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Mallikasta menoa

Eezyn eilen julkaisema Q3-tulos oli odotuksiamme parempi ja yhtiö toisti kuluvan vuoden ohjeistuksensa, mikä vastasi ennakko-odotuksiamme. Teimme lyhyen tähtäimen ennusteisiimme varsin lieviä tarkistuksia, minkä lisäksi huomioimme tuoreet yritysostot lähivuosien ennusteissamme. Kokonaisuutena ennustemuutokset jäivät kuitenkin hyvin maltillisiksi ja tätä taustaa vasten toistammekin 7,2 euron tavoitehintamme ja lisää-suosituksemme.

Liikevaihto linjassa odotuksiemme kanssa, kannattavuus yllätti myönteisesti

Eezyn Q3-liikevaihto kasvoi 10 % vertailukaudesta 58 MEUR:oon, mikä oli hyvin linjassa ennusteemme kanssa. Liikevaihdon kasvun taustalla oli etenkin Henkilöstövuokraus-liiketoiminta, jonka liikevaihto kasvoi lähes odotuksiemme mukaisesti. Myös muiden liiketoiminta-alueiden liikevaihdon kehitys oli hyvin linjassa odotuksiemme kanssa. Käyttökate Eezy teki 6,5 MEUR, mikä vastaa myös Q3:n kausiluonteisuus huomioiden erittäin hyvää 11,1 %:n käyttökatemarginaalia. Alemmilla riveille ei ollut yllätyksiä ja siten Q3:n osakekohtainen tulos kipusi 0,13 euroon ja sekin ylitti ennusteemme. Eezy myös tiedotti eilen, että sen hallitus suunnittelee päättävänsä 0,05 euron osingosta vielä loppuvuonna keväällä jaetun 0,10 euron lisäksi, mikä on linjassa odotuksiemme kanssa.

Ennusteissa ajureita molempiin suuntiin

Eezy toisti kuluvalla vuodelle annetun ohjeistuksen, jonka mukaan sen liikevaihto on 190-210 MEUR ja liikevoitto on 11-14 MEUR. Tämä oli linjassa ennakko-odotuksiemme kanssa ja siten teimmekin vain pientä viilausta kuluvan vuoden ennusteisiimme. Kuluvan vuoden liikevaihdon ennusteemme on haarukan keskikohdalla, kun taas liikevoiton ennusteemme on piirun verran haarukan keskikohdan alapuolella. Viimeisellä neljänneksellä kysynnän kannalta keskiössä on Horeca-sektori ja etenkin ravintoloiden asiakasvirta nyt, kun pandemia aiheuttaa edelleen tiettyjä rajoitteita muihin sektorin kysyntäajureihin. Käsityksemme mukaan viimeisen neljänneksen kysyntäkuva on ravintoloissa varsin hyvä, vaikkakin lievää epävarmuutta on edelleen ilmassa. Kokonaiskuvaa tämä ei mielestämme kuitenkaan muuta ja katseet voidaan asteittain siirtää jo ensi vuoteen. Teimme muutoksia ensi vuoden ennusteisiin, kun tarkistimme koronan aiheuttaman liikevaihdon menetyksen palautumisen kulmakerronta alaspäin. Vastavoimana tälle toimi kuitenkin hiljattain toteutettujen yritysostojen sisällyttäminen ennusteisiimme. Tätä taustaa vasten lähivuosien ennustemuutokset jäivät varsin maltillisiksi.

Kokonaisuus kallistuu houkuttelevan puoleiseksi

Osakkeen arvostus on kuluvan vuoden arvostuskertoimilla erittäin korkea (2021e P/E 23x ja EV/EBIT 20x) liiketoiminnan ja tuloksen kärsittyä alkuvuonna merkittävästi pandemian vaikutuksista. Täyteen tulosvauhtiin odotamme yhtiön pääsevän ensi vuonna ja tulosparannuksen huomioivat vuoden 2022 P/E- ja EV/EBIT-kertoimet ovat 14x ja 12x, mitkä ovat mielestämme kokonaisuutena kohtuulliset. Keskeisillä vuoden 2022 tulos pohjaisilla arvostuskertoimilla yhtiö arvostetaan myös preemiolla suhteessa verrokkiryhmäänsä nähden. Mielestämme yhtiölle voidaan perustella preemio korkeamman kannattavuuden ansiosta ja siten suhteellinen arvostus ei mielestämme toimi jarruna arvostuksen nousulle. Näkemyksemme mukaan lievästä arvostuksen nousuvarasta ja osingoista muodostuva tuotto-odotus yhdessä odotusarvoltaan positiivisen yrityskauppaoption kanssa pitää riski/tuotto-suhteen riittävän hyvänä.

Suositus

Lisää

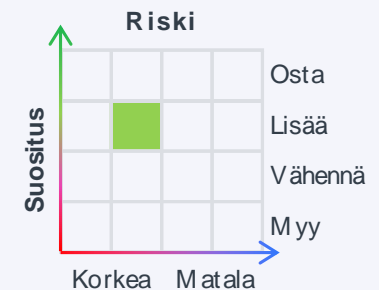
(aik. Lisää)

7,20 EUR

(aik. 7,20 EUR)

Osakekurssi:

6,66



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	191	198	244	267
kasvu-%	12 %	4 %	23 %	10 %
EBIT oik.	6,9	11,3	17,2	20,1
EBIT-% oik.	3,6 %	5,7 %	7,1 %	7,5 %
Nettotulos	2,7	7,9	11,9	14,3
EPS (oik.)	0,16	0,29	0,48	0,57

P/E (oik.)	36,8	23,3	14,0	11,7
P/B	1,5	1,6	1,5	1,4
Osinkotuotto-%	2,5 %	2,3 %	3,0 %	3,3 %
EV/EBIT (oik.)	28,1	19,6	12,3	9,8
EV/EBITDA	14,3	11,3	8,4	7,0
EV/Liikevaihto	1,0	1,1	0,9	0,7

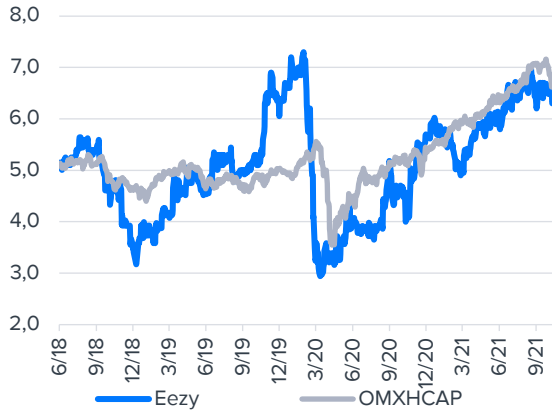
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

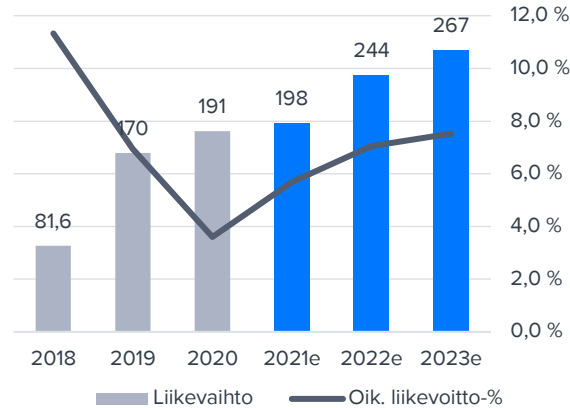
Eezy odottaa liikevaihdon olevan 190-210 MEUR ja liikevoiton olevan 11-14 MEUR

Osakekurssi



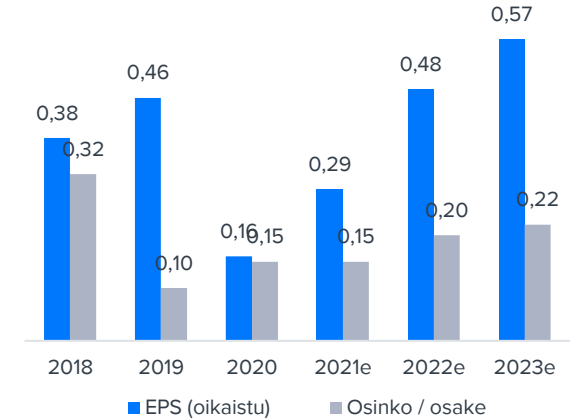
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Markkinan pitkän aikavälin kasvua ajaa rakenteelliset tekijät
- Tehostusohjelman myötä laskenut kustannustaso tukee kannattavuutta
- Korkean kannattavuuden Asiantuntijapalveluiden kasvu
- Yhtiöllä on edellytykset luoda omistaja-arvoa yritysostoilla, mihin luottamusta nostaa hyvät historialliset näytöt



Riskitekijät

- Talouden kehitys vaikuttaa vivulla toimialaan
- Kilpailutilanteen kiristymisen pitkän aikavälin riski
- Yritysostovetoiseen kasvuun liittyvät riskit
- Koronapandemian aiheuttamat lyhyen tähtäimen riskit

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	6,66	6,66	6,66
Osakemäärä, milj. kpl	24,8	25,0	25,0
Markkina-arvo	165	167	167
Yritysarvo (EV)	221	211	198
P/E (oik.)	23,3	14,0	11,7
P/E	20,9	14,0	11,7
P/Kassavirta	neg.	10,0	8,5
P/B	1,6	1,5	1,4
P/S	0,8	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	1,1	0,9	0,7
EV/EBITDA (oik.)	11,3	8,4	7,0
EV/EBIT (oik.)	19,6	12,3	9,8
Osinko/tulos (%)	47,1 %	41,9 %	38,6 %
Osinkotuotto-%	2,3 %	3,0 %	3,3 %

Lähde: Inderes

Liikevaihto linjassa odotuksiemme kanssa, kannattavuus yllätti myönteisesti

Liikevaihto linjassa odotuksiemme kanssa

Eezyn Q3:n liikevaihto kasvoi 10 % suhteessa vertailukauteen, mikä oli hyvin linjassa ennusteemme kanssa. Q3:lla HPL:n top20 yrityksen kasvu oli 10-15 %, mutta suoraviivaista henkilöstöpalvelualan markkinakasvua tästä ei voi johtaa, sillä käsityksemme mukaan muutamat yritysostot ovat vauhdittaneet kentän kasvua. Lisäksi tietyt sektoripainot voivat vaikuttaa kasvuun kvartaalitasolla, minkä vuoksi markkinaosuuden kasvua on mielekkäämpää seurata pidemmällä perspektiivillä.

Eezyn liikevaihdon kasvua veti etenkin suurin palvelualue eli Henkilöstövuokraus, joka kasvoi 6 % ja ylsi lähes ennusteeseemme (+ 8 %). Muista kokoluokaltaan selvästi pienemmistä liiketoimintaluokista Franchise-tuotot sekä Asiantuntijapalvelut ylsivät kasvuun, kun taas Kevytyrittäjäpalvelut jäi vertailukaudesta..

Kannattavuus ylsi lähelle korkealla ollutta rimaa

Eezy ylsi Q3:lla 6,5 MEUR:n käyttökatteeseen, mikä vastaa Q3:n kausiluonteisuuskin huomioiden erittäin hyvää 11,1 %:n käyttökate-%. Siten neljänneksen kannattavuus ylitti ennusteemme ja ylsi myös lähelle vertailukauden tasoa. Vertailukauden asettama kannattavuusrima oli näkemyksemme mukaan korkea, sillä Q3'20:lla kannattavuutta tuki 0,8 MEUR:n Valtiokonttorin kustannustuki. Siten Q3'21 osoitti kustannusrakenteessa olevan hyvää skaalautumispotentiaalia volyymien noustessa ja myös, että viime vuonna toteutetut tehostamistoimet purevat edelleen.

Mallikkaan Q3-tuloksen sinetöi alempien rivien tyyli puhdas suoritus, sillä tulokseen ei kirjattu kertaeriä ja myös rahoituskustannukset ja verot eivät sisältäneet yllätyksiä. Näin ollen EPS ylitti odotuksemme operatiivista tulosta mukailleen.

Koronahelpotukset syö rahavirtaa

Q3'21:n lopussa yhtiön operatiivinen vapaa kassavirta oli 0,9 MEUR. Tätä heikentää noin 8 MEUR:n eläkkeiden ja verojen maksut, joita lykättiin viime vuonna koronan vuoksi. Näin ollen vapaa kassavirta ei sisältänyt yllätyksiä. Kuluvaan vuoteen vapaa rahavirta jää väistämättä heikoksi, mutta yhtiön hyvässä liiketoiminnan rahavirran tuottokyvyssä ei nähdäksemme ole tapahtunut muutoksia.

Nettovelkaa Eezyllä oli Q3:n lopussa 46 MEUR ja siten nettovelka/käyttökate (TTM) oli 2,6x, mikä on mielestämme melko neutraali taso ja alittaa kovenanttien ehdot. Rahoitusasema siis mahdollistaa suunnitellut osingot yhdessä pienempien yrityskauppojen kanssa, mutta mahdolliset suuremmat yritysjärjestelyt edellyttävät aseman vahvistamista eli rahavirran kerryttämistä tai vaihtoehtoisia rahoitusvälineitä, kuten oman osakkeen käyttöä.

Ennustetaulukko	Q3'20	Q3'21	Q3'21e	Q3'21e	Konsensus	Erotus (%)	2021e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	53,2	58,3	58,7	61,8	58,7	65,0	-1 %	198
Käyttökate	5,5	6,5	6,0	6,9	6,0	7,5	8 %	19,5
Liikevoitto	3,7	4,7	4,1	5,1	4,1	6,0	14 %	12,1
Tulos ennen veroja	3,3	4,3	3,7	4,5	3,7	5,0	15 %	10,6
EPS (raportoitu)	0,10	0,13	0,12	0,15	0,10	0,16	10 %	0,32
Liikevaihdon kasvu-%		9,6 %	10,3 %	16,2 %	10,3 %	22,2 %	-0,7 %-yks.	3,9 %
Käyttökate-% (oik.)	10,3 %	11,1 %	10,2 %	11,2 %	10,2 %	11,5 %	0,9 %-yks.	9,8 %

Lähde: Inderes & Infront (konsensus, 3 ennustetta)

[Katso toimitusjohtajan haastattelu](#)



Ennusteissa ajureita molempiin suuntiin

Ohjeistus odotetusti ennallaan, ennustemuutokset loppuvuodelle pieniä

Eezy toisti kuluvalle vuodelle annetun ohjeistuksen, jonka mukaan sen liikevaihto on 190-210 MEUR ja liikevoitto on 11-14 MEUR. Tämä oli linjassa odotuksiemme kanssa.

Viimeisellä neljänneksellä korostuu Horeca-sektorin merkitys, jossa koronatilanne vaikuttaa edelleen. Keskeinen kysymysmerkki ja epävarmuustekijä onkin, miten pandemia vaikuttaa kuluttajien ja yritysten käyttäytymiseen ja millainen pikkujoulusesongista muodostuu. Näkemyksemme mukaan tämä epävarmuustekijä on kuitenkin isossa kuvassa varsin pieni. Tätä suurempi tekijä on Q3:lla saadut näytöt siitä, että yhtiön kannattavuus on varsin hyvällä pohjalla ja tulos seuraa volyymin elpymistä mallikkaalla suhteella.

Teimme raportin jälkeen varsin pieniä

ennustemuutoksia loppuvuodelle. Tarkistimme Q4:n ennusteitamme hieman alaspäin etenkin Henkilöstövuokrauksen osalta, minkä lisäksi sisällytimme ennusteisiimme oletukset pienestä kertaeristä Q4:lle viimeaikaisia yrityskauppoja myötäillen. Näiden ennustelaskujen vaikutuksen kuitenkin pitkälti neutralisoi Q3:n ennusteiden ylitys, minkä ansiosta kuluvan vuoden ennustemuutokset jäivät marginaalisiksi.

Ensi vuodelle ennustemuutoksia molempiin suuntiin

Eezy kommentoi Q3-tilaisuudessa, että arviolta noin 50 MEUR liikevaihtoa on menetetty tänä vuonna pandemian johdosta, kun Horeca-sektorin kysyntä on laskenut ja työvoiman maahantuontikanavat eivät ole toimineet tavanomaiseen tapaan. Odotimme ennusteissamme aiemmin tämän liikevaihdon palautuvan käytännössä kokonaan, kun taas Eezy arvioi nyt sen palautuvan vain osin vuonna 2022.

Tätä taustaa vasten teimme Henkilöstövuokrauksen ennusteisiimme tarkistuksia alaspäin. Lisäsimme kuitenkin ennusteisiimme myös hiljattain tehdyt [Triton-](#) ja [Valmennuskeskus-yritysostot](#). Operatiivisen tuloksen tasolla nämä yritysostot käytännössä neutralisoivat muut ennustemuutokset, mutta osakekohtaisen tuloksen tasolla ennusteemme laskivat lievästi mm. kasvanutta osakemäärää ja lievästi nousutta vähemmistöjen tulososuutta mukaillen.

Q3-raportissa Eezy kertoi päivittävänsä strategiaansa loppuvuonna. Yhtiö tavoittelee kuitenkin jatkossakin kasvua sekä orgaanisesti että epäorgaanisesti. Siten emme odota kasvun ja kannattavuuden suuntaviivoihin isoja muutoksia, mutta erityisen mielenkiinnolla seuraamme konkretiaa tavoitteiden osalta.

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	202	198	-2 %	251	244	-3 %	271	267	-2 %
Käyttökate	19,6	19,5	-1 %	24,6	25,1	2 %	27,2	28,1	3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,0	11,3	3 %	17,1	17,2	1 %	19,8	20,1	2 %
Liikevoitto	12,1	12,1	0 %	17,1	17,2	1 %	19,8	20,1	2 %
Tulos ennen veroja	10,6	10,6	0 %	15,6	15,7	1 %	18,3	18,6	2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,28	0,29	2 %	0,50	0,48	-4 %	0,58	0,57	-2 %
Osakekohtainen osinko	0,15	0,15	0 %	0,20	0,20	0 %	0,22	0,22	0 %

Lähde: Inderes

Kokonaisuus kallistuu houkuttelevan puoleiseksi

Tuloskasvu painaa arvostuskertoimia ensi vuoteen katsottaessa

Ennusteillamme Eezyn vuoden 2021 oik. P/E-kerroin on 23x ja EV/EBIT-kerroin on 19x. Kertoimet ovat absoluuttisesti hyvin korkeat ja heijastelevat koronapandemian edelleen alkuvuonna selvästi runtelemaa tulostasoa.

Todellisen mittatikon arvostukselle antaakin mielestämme vuoden 2022 tulos pohjainen arvostus. Ennusteidemme mukaiset vuoden 2022 P/E- ja EV/EBIT-kertoimet ovat 14x ja 12x, mitkä ovat mielestämme kokonaisuutena kohtuulliset.

Suhteellinen arvostus

Vuoden 2022 keskeisillä tulos pohjaisilla arvostuskertoimilla on osake myös hinnoiteltu preemiolla suhteessa laajaan verrokkiryhmäänsä. Mielestämme yhtiötä on perusteltua hinnoitella preemiolle suhteessa verrokkiryhmään vahvemman kasvun ja kannattavuuden takia, eikä verrokkiryhmän arvostus mielestämme ole erityisen vaativalla tasolla. Siten suhteellinen arvostus ei mielestämme aseta lievälle arvostuskertoimien nousulle jarrua.

Kassavirtamalli indikoi tuntuvaa potentiaalia

Kassavirtamallimme indikoima osakkeen arvo on 8,3 eurossa, mihin on tuntuva nousuvara. Mallissamme odotamme vuoden 2024 jälkeen liikevaihdon kasvun hidastuvan 2-3 %:iin, mikä on linjassa pidemmän aikavälin talouskasvunäkymän kanssa. Tämän arvioimme myös määrittävän toimialan pitkän aikavälin orgaanista kasvuvauhtia. Terminaalijaksolla kasvun ennuste on 2 %:ssa, kun taas pitkän aikavälin kannattavuuden (liikevoitto-%) odotamme asettuvan keskimääri noin 7,8 %:iin terminaalikannattavuuden

ollessa 7,5 %. Suhteessa Eezyn omiin tavoitteisiin ovat kassavirtamallimme parametrit suhteellisen konservatiiviset.

Yritysostoja on odotettavissa myös jatkossa

Eezy on toteuttanut Q3:lla kaksi pientä täydentävää yritysostoa, jotka mielestämme sopivat osaksi konsernia ja yhtiön kasvustrategiaan erittäin hyvin. Arviomme mukaan täydentäviä yritysostoja voidaan odottaa myös jatkossa ja mielestämme niiden arvonluontipotentiaali on odotusarvoltaan positiivinen.

Näkemyksemme mukaan kohtuulliset vuoden 2022 absoluuttiset arvostuskertoimet, osingon antama tuki tuotto-odotukselle sekä yrityskauppojen arvonluontipotentiaali kallistavat kokonaisuuden houkuttelevan puoleiseksi, vaikkakaan halvaksi tulos pohjaista arvostusta ei voi mielestämme sanoa.

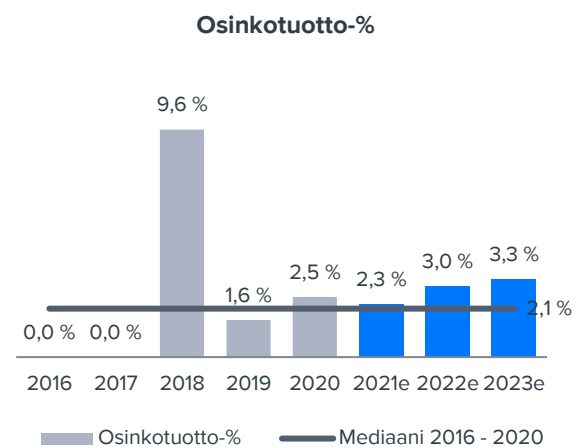
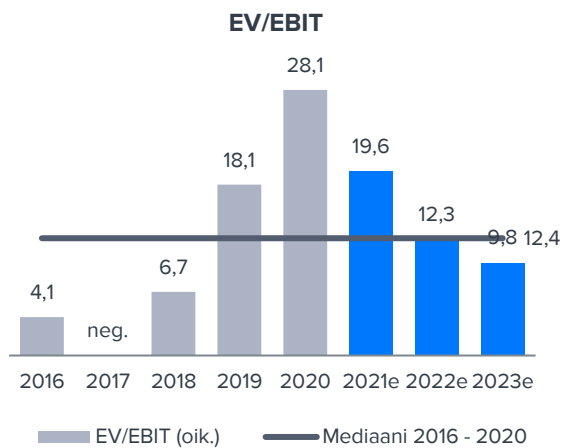
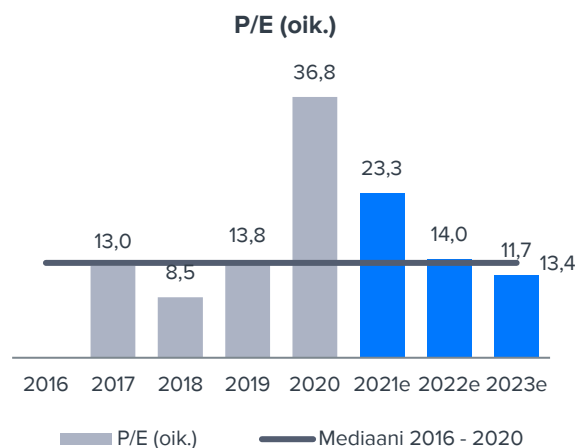
Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	6,66	6,66	6,66
Osakemäärä, milj. kpl	24,8	25,0	25,0
Markkina-arvo	165	167	167
Yritysarvo (EV)	221	211	198
P/E (oik.)	23,3	14,0	11,7
P/E	20,9	14,0	11,7
P/Kassavirta	neg.	10,0	8,5
P/B	1,6	1,5	1,4
P/S	0,8	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	1,1	0,9	0,7
EV/EBITDA (oik.)	11,3	8,4	7,0
EV/EBIT (oik.)	19,6	12,3	9,8
Osinko/tulos (%)	47,1 %	41,9 %	38,6 %
Osinkotuotto-%	2,3 %	3,0 %	3,3 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	3,28	6,35	5,90	6,66	6,66	6,66	6,66
Osakemäärä, milj. kpl	14,8	18,2	24,8	24,8	25,0	25,0	25,0
Markkina-arvo	49	158	147	165	167	167	167
Yritysarvo (EV)	62	213	193	221	211	198	184
P/E (oik.)	8,5	13,8	36,8	23,3	14,0	11,7	11,0
P/E	10,6	25,3	54,7	20,9	14,0	11,7	11,0
P/Kassavirta	1,3	neg.	10,4	neg.	10,0	8,5	8,1
P/B	1,0	1,6	1,5	1,6	1,5	1,4	1,3
P/S	0,6	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,8	1,3	1,0	1,1	0,9	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)	6,2	18,6	14,3	11,3	8,4	7,0	6,3
EV/EBIT (oik.)	6,7	18,1	28,1	19,6	12,3	9,8	8,7
Osinko/tulos (%)	101,9 %	54,3 %	139,1 %	47,1 %	41,9 %	38,6 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	9,6 %	1,6 %	2,5 %	2,3 %	3,0 %	3,3 %	3,6 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Manpowergroup	103,00	4821	4512	9,6	8,1	8,5	7,1	0,3	0,3	14,5	12,1	2,4	2,8	3,6
Cross Country Healthcare	25,14	825	912	6,0	7,8	5,2	6,7	0,5	0,5	9,1	16,8			5,0
Adecco	46,67	7442	7690	8,7	8,5	7,2	7,0	0,4	0,4	11,8	10,2	4,9	5,2	2,1
Staffline Group	69,00	132	114	16,2		10,8				14,0	15,1			
BG Staffing	13,94	125	160							12,2	11,1	3,2	3,4	
Trueblue	28,59	876	910	15,5	10,0	10,3	7,7	0,4	0,4	16,3	13,0			
Kforce	75,81	1402	1388							21,4	19,6	1,2	1,3	
Hays	165,30	3248	3019	22,9	13,6	14,7	10,5	0,4	0,4	49,5	22,8	2,6	3,0	3,1
Sthree	575,00	900	890	11,8	10,7	10,0	9,3	0,5	0,5	19,4	17,8	1,9	2,0	4,7
Groupe Crit	65,90	741	524	8,4	5,9	5,0	3,8	0,3	0,2	19,4	15,3		1,7	1,2
Randstad	62,68	11536	11791	11,7	10,3	8,9	8,0	0,5	0,5	15,5	13,8	3,4	5,5	2,5
Eezy (Inderes)	6,66	165	221	19,6	12,3	11,3	8,4	1,1	0,9	23,3	14,0	3,0	3,3	1,6
Keskiarvo				12,3	9,4	9,0	7,5	0,4	0,4	18,4	15,2	2,8	3,1	3,2
Mediaani				11,7	9,2	8,9	7,4	0,4	0,4	15,5	15,1	2,6	2,9	3,1
Erutus-% vrt. mediaani				67 %	33 %	27 %	13 %	174 %	128 %	51 %	-8 %	13 %	14 %	-50 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	170	55,1	39,0	53,2	43,3	191	36,6	48,0	58,4	55,1	198	244	267	276
Henkilöstövuokraus	149	51,0	35,2	49,6	37,7	173	32	42	53	48	175	209	230	237
Franchise-maksut	7,8	1,4	1,3	1,7	1,7	6,1	1,3	1,7	2,1	1,9	7,0	7,8	8,3	8,6
Asiantuntijapalvelut	9,4	2,0	1,9	1,1	3,5	8,4	3,0	3,6	2,8	4,2	13,6	24,3	26,0	27,3
Kevytyrittäjäpalvelut	3,2	0,7	0,6	1,0	0,5	2,7	0,5	0,6	0,7	0,7	2,5	2,7	3,0	3,1
Käyttökate	12,6	2,8	1,8	5,5	3,4	13,5	2,8	5,0	6,5	5,3	19,5	25,1	28,1	29,2
Poistot ja arvonalennukset	-4,6	-1,8	-2,3	-1,9	-1,9	-7,9	-1,9	-1,9	-1,8	-1,8	-7,4	-8,0	-8,0	-7,9
Liikevoitto ilman kertaerää	11,8	1,0	0,0	4,1	1,8	6,9	0,8	2,1	4,7	3,7	11,3	17,2	20,1	21,3
Liikevoitto	8,0	1,0	-0,5	3,7	1,5	5,6	0,9	3,1	4,7	3,4	12,1	17,2	20,1	21,3
Nettorahoituskulut	-1,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-1,6	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5
Tulos ennen veroja	6,7	0,7	-1,0	3,3	1,0	4,0	0,5	2,7	4,3	3,1	10,6	15,7	18,6	19,8
Verot	-2,1	-0,2	0,3	-0,6	-0,2	-0,8	-0,2	-0,6	-0,9	-0,6	-2,3	-3,1	-3,7	-4,0
Vähemmistöosuudet	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,5	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6
Nettotulos	4,6	0,4	-0,8	2,5	0,6	2,7	0,3	2,0	3,3	2,3	7,9	11,9	14,3	15,2
EPS (oikaistu)	0,46	0,02	-0,01	0,12	0,03	0,16	0,01	0,04	0,13	0,11	0,29	0,48	0,57	0,61
EPS (raportoitu)	0,25	0,02	-0,03	0,10	0,02	0,11	0,01	0,08	0,13	0,09	0,32	0,48	0,57	0,61
Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	108,1 %	94,3 %	19,9 %	23,0 %	-34,1 %	12,2 %	-33,6 %	23,0 %	9,7 %	27,5 %	3,9 %	23,0 %	9,6 %	3,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	27,6 %	-54,3 %	-99,4 %	3,3 %	-38,8 %	-41,8 %	-18,7 %	11428 %	14,1 %	111,0 %	64,3 %	52,3 %	17,0 %	5,8 %
Käyttökate-%	7,4 %	5,1 %	4,6 %	10,3 %	7,9 %	7,1 %	7,5 %	10,4 %	11,1 %	9,6 %	9,8 %	10,3 %	10,5 %	10,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	6,9 %	1,8 %	0,0 %	7,7 %	4,1 %	3,6 %	2,2 %	4,3 %	8,0 %	6,8 %	5,7 %	7,1 %	7,5 %	7,7 %
Nettotulos-%	2,7 %	0,7 %	-2,1 %	4,8 %	1,3 %	1,4 %	0,7 %	4,2 %	5,7 %	4,3 %	4,0 %	4,9 %	5,3 %	5,5 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	168	167	167	164	160
Liikearvo	126	128	128	128	128
Aineettomat hyödykkeet	32	30	26	21	17
Käyttöomaisuus	7	7	11	12	13
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Muut sijoitukset	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7
Muut pitkäaikaiset varat	1,9	1,2	1,9	1,9	1,9
Laskennalliset verosaamiset	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3
Vaihtuvat vastaavat	42	38	41	52	66
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,7	2,1	0,7	0,7	0,7
Myyntisaamiset	35	21	33	41	45
Likvidit varat	6	15	8	11	20
Taseen loppusumma	210	205	213	220	230

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	102	104	106	114	124
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-5,9	-5,7	-1,5	6,7	16,0
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	107	107	107	107	107
Vähemmistöosuus	1,0	2,9	1,0	1,0	1,0
Pitkäaikaiset velat	60	57	61	54	51
Laskennalliset verovelat	6,0	5,5	6	6	6
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	54	52	55	48	45
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	48	44	45	51	55
Lainat rahoituslaitoksilta	5,6	6,2	7	5	5
Lyhytaikaiset korottomat velat	41	35	38	45	49
Muut lyhytaikaiset velat	1	3	1	1	1
Taseen loppusumma	210	205	213	220	230

DCF-laskelma

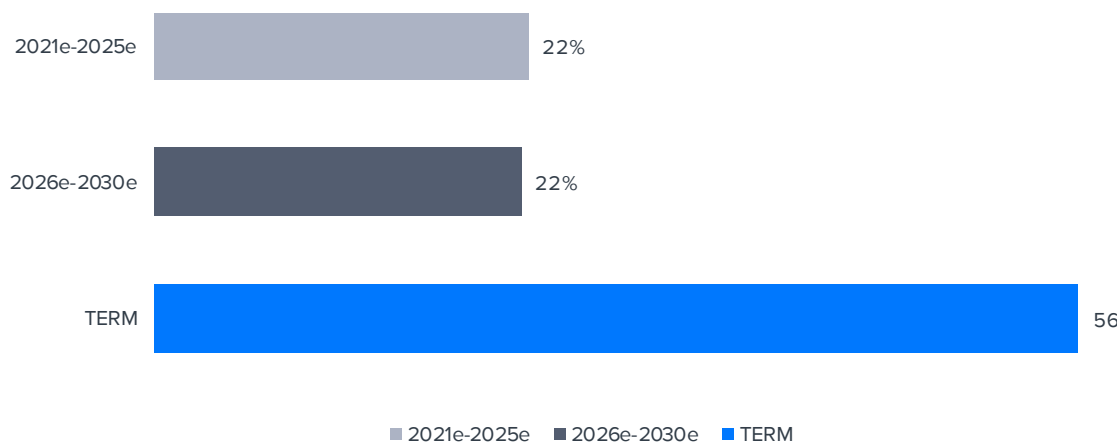
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Liikevoitto	5,6	12,1	17,2	20,1	21,3	21,3	21,9	23,1	24,1	24,9	25,4	24,3	24,8
+ Kokonaispoistot	7,9	7,4	8,0	8,0	7,9	8,3	7,6	5,7	4,3	4,3	4,2	4,2	4,2
- Maksetut verot	-1,5	-1,8	-3,1	-3,7	-4,0	-4,0	-4,1	-4,3	-4,5	-4,7	-4,8	-4,6	-4,7
- 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	9,4	-9,7	-0,6	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,5	-0,6	-0,3	-0,3	0,0
Operatiivinen kassavirta	21,1	7,8	21,1	24,0	24,8	25,1	24,9	24,0	23,1	23,7	24,3	23,4	24,1
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Bruttoninvestoinnit	-7,1	-11,8	-4,4	-4,4	-4,3	-4,0	-4,0	-4,0	-4,1	-4,1	-4,0	-4,0	-4,2
Vapaa operatiivinen kassavirta	14,1	-4,0	16,7	19,6	20,5	21,1	20,9	20,0	19,0	19,6	20,3	19,4	19,9
+/- Muut	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
Vapaa kassavirta	14,1	-4,0	16,7	19,6	20,5	21,1	20,9	20,0	19,0	19,6	20,3	19,4	19,9
Diskontattu vapaa kassavirta		-4,0	15,3	16,6	16,2	15,4	14,2	12,5	11,0	10,5	10,1	9,0	8,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		283	287	272	255	239	223	209	197	186	175	165	156
Velaton arvo DCF		283											
- Korolliset velat		-58											
+ Rahavarat		15,4											
-Vähemmistöosuus		-1,6											
-Osinko/pääomapalautus		-3,7											
Oman pääoman arvo DCF		205											
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,3											

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieeraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,10 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	9,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,9 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



■ 2021e-2025e ■ 2026e-2030e ■ TERM

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	81,6	169,8	190,6	198,1	243,6	EPS (raportoitu)	0,31	0,25	0,11	0,32	0,48
Käyttökate	10,1	12,6	13,5	19,5	25,1	EPS (oikaistu)	0,38	0,46	0,16	0,29	0,48
Liikevoitto	8,2	8,0	5,6	12,1	17,2	Operat. kassavirta / osake	0,68	1,03	0,85	0,31	0,84
Voitto ennen veroja	5,4	6,7	4,0	10,6	15,7	Vapaa kassavirta / osake	2,44	-1,90	0,57	-0,16	0,67
Nettovoitto	4,6	4,6	2,7	7,9	11,9	Omapääoma / osake	3,43	5,54	4,06	4,23	4,53
Kertaluontoiset erät	-1,1	-3,8	-1,3	0,8	0,0	Osinko / osake	0,32	0,10	0,15	0,15	0,20
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	96,3	209,6	205,2	212,5	219,7	Liikevaihdon kasvu-%	-26 %	108 %	12 %	4 %	23 %
Oma pääoma	50,8	101,8	103,8	106,2	114,4	Käyttökateen kasvu-%	8 %	25 %	7 %	44 %	29 %
Liikearvo	59,9	125,8	127,9	127,9	127,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	14 %	28 %	-42 %	64 %	52 %
Nettovelat	13,8	54,1	42,4	53,6	42,4	EPS oik. kasvu-%	-9 %	20 %	-65 %	79 %	67 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	12,3 %	7,4 %	7,1 %	9,8 %	10,3 %
Käyttökate	10,1	12,6	13,5	19,5	25,1	Oik. Liikevoitto-%	11,3 %	6,9 %	3,6 %	5,7 %	7,1 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,5	2,6	9,4	-9,7	-0,6	Liikevoitto-%	10,0 %	4,7 %	2,9 %	6,1 %	7,1 %
Operatiivinen kassavirta	10,1	18,7	21,1	7,8	21,1	ROE-%	18,2 %	6,0 %	2,7 %	7,7 %	10,9 %
Investoinnit	-11,8	-104,0	-7,1	-11,8	-4,4	ROI-%	12,2 %	6,8 %	3,4 %	7,3 %	10,3 %
Vapaa kassavirta	36,1	-34,6	14,1	-4,0	16,7	Omavaraisuusaste	52,8 %	48,6 %	50,6 %	49,9 %	52,1 %
						Nettovelkaantumisaste	27,2 %	53,1 %	40,9 %	50,5 %	37,0 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	0,8	1,3	1,0	1,1	0,9						
EV/EBITDA (oik.)	6,2	18,6	14,3	11,3	8,4						
EV/EBIT (oik.)	6,7	18,1	28,1	19,6	12,3						
P/E (oik.)	8,5	13,8	36,8	23,3	14,0						
P/B	1,0	1,6	1,5	1,6	1,5						
Osinkotuotto-%	9,6 %	1,6 %	2,5 %	2,3 %	3,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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 suosituksiin 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 yksilöitynä 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.

Lisätietoja 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.

Suositushistoria (>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 €
16.3.2020	Osta	5,00 €	4,10 €
30.3.2020	Vähennä	3,00 €	3,00 €
13.5.2020	Vähennä	3,50 €	3,70 €
12.8.2020	Lisää	4,00 €	3,65 €
12.10.2020	Lisää	5,00 €	4,59 €
11.11.2020	Lisää	5,50 €	5,04 €
12.1.2021	Vähennä	6,00 €	5,92 €
19.2.2021	Vähennä	5,80 €	5,54 €
12.5.2021	Vähennä	5,80 €	5,72 €
11.8.2021	Lisää	7,20 €	6,60 €
10.11.2021	Lisää	7,20 €	6,66 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

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

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

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

Inderes 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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**