

Eezy

Yhtiöraportti

9.12.2021 19:30



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kasvu jatkuu tutuilla askelmerkeillä

Eezy valotti pääomamarkkinapäivässään vuosille 2022-2025 ajoittuvan strategiakauden askelmerkkejä ja keinoja taloudellisten tavoitteiden saavuttamiseksi. Emme tehneet pitkän tähtäimen ennusteisiimme olennaisia muutoksia, mutta tarkistimme lyhyen tähtäimen ennusteitamme varovaisemmaksi toimintaympäristöä varjostavan variantin seurauksena. Näkemyksemme mukaan osakkeen arvostuksessa on nousuvaraa. Siten toistammekin lisää-suosituksemme ja tarkistamme tavoitehintamme 7,0 euroon (aik. 7,2 euroa) ennustemuutoksia mukaillen.

Kasvun askelmerkit ennallaan

Eezy [tiedotti](#) keskiviikkona päivitetystä strategiastaan ja taloudellisista tavoitteistaan. Pääomamarkkinapäivässä keskiössä olivat etenkin keskeiset keinot kasvustrategian tavoitteiden saavuttamiseksi. Eezy tavoittelee vuosille 2022-2025 ajoittuvalla strategiakaudella karkeasti nykyisen (2021e 194 MEUR) liikevaihtotasonsa kaksinkertaistamista. Kasvutavoite jakautuu yhtiölle ominaiseen tapaan orgaaniseen kasvuun sekä epäorgaaniseen kasvuun. 100 MEUR:n orgaaninen kasvu jakautuu sekä koronapandemian aiheuttamaan kysynnän laskun palautumiseen (30-40 MEUR) sekä henkilöstöpalvelualan markkinakasvuun. Epäorgaanisella kasvulla Eezy tavoittelee palvelutarjontansa laajentamista etenkin Asiantuntijapalveluiden liiketoiminta-alueella, vaikka yritysjärjestelyjä muilla alueilla ei poissuljeta. Kasvustrategian keskeiset askelmerkit olivat linjassa odotuksiemme kanssa. Näkemyksemme mukaan keskeinen keino kannattavuustavoitteen saavuttamiseksi on liikevaihdon painopisteen muokkaaminen korkeamman katetason palveluiden suuntaan ja siten pidämme yritysostopanostuksien suuntaamista tähän suuntaan perusteltuna.

Kasvupanoksia riittää

Eezy arvioi, että sillä on strategiakaudella 30-40 MEUR:n varat allokoitavaksi yritysjärjestelyihin, kun huomioidaan muut tavanomaiset pääomaa sitovat erät, kuten velkojen lyhennykset, investoinnit sekä osingot. Tämä on linjassa meidän arvioidemme kanssa. Näkemyksemme mukaan yhtiön tulisi myös käyttää omaa osakettaan maksuvälineenä, sillä historiassaan Eezy on tehnyt pienempiä yritysjärjestelyitä selvästi omia kertoimia matalammilla arvostustasoilla. Oman osakkeen käyttöä puoltaa myös sen sitouttamiseen liittyvät hyödyt. Tämä näkemyksemme mukaan jokseenkin korostuu henkilökeskeisissä asiantuntijayrityksissä, jotka arviomme mukaan ovat Eezyn yritysostostrategian tutkalla. Emme tehneet pidemmän tähtäimen ennusteisiimme olennaisia muutoksia, mutta tarkistimme lyhyen tähtäimen ennusteitamme piirun verran alaspäin toimintaympäristöön heijastuvan pandemian kehityksen seurauksena.

Arvostuskertoimissa on nousuvaraa

Osakkeen vuosien 2022 ja 2023 oikaistut P/E-kertoimet ovat 14x ja 11x ja vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 12x ja 9x. Absoluuttisesti vuoden 2022 arvostuskertoimet ovat mielestämme kohtuulliset, kun taas vuoden 2023 arvostuskertoimet painuvat jo varsin maltilliselle tasolle. Suhteellisesti Eezy arvostetaan vuoden 2022 kertoimilla preemiolla verrokkeihinsa nähden, mutta mielestämme yhtiölle voidaan perustella preemio korkeamman kannattavuuden ansiosta ja verokkiryhmän arvostus on melko matala. Siten suhteellinen arvostus ei mielestämme toimi jarruna arvostuksen nousulle. Näin ollen arvostuksen nousuvarasta ja osingosta muodostuva tuotto-odotus nousee mielestämme hyvälle tasolle.

Suositus

Lisää

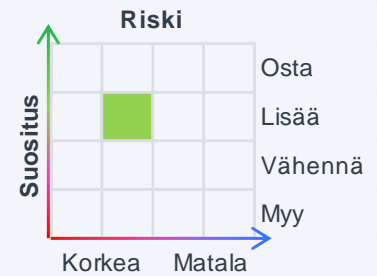
(aik. Lisää)

7,00 EUR

(aik. 7,20 EUR)

Osakekurssi:

6,24



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	191	194	238	267
kasvu-%	12 %	2 %	23 %	12 %
EBIT oik.	6,9	10,7	16,6	20,1
EBIT-% oik.	3,6 %	5,5 %	7,0 %	7,5 %
Nettotulos	2,7	7,5	11,5	14,3
EPS (oik.)	0,16	0,27	0,46	0,57
P/E (oik.)	36,8	23,3	13,6	10,9
P/B	1,5	1,5	1,4	1,3
Osinkotuotto-%	2,5 %	2,4 %	3,2 %	3,5 %
EV/EBIT (oik.)	28,1	19,7	12,1	9,3
EV/EBITDA	14,3	11,1	8,2	6,7
EV/Liikevaihto	1,0	1,1	0,8	0,7

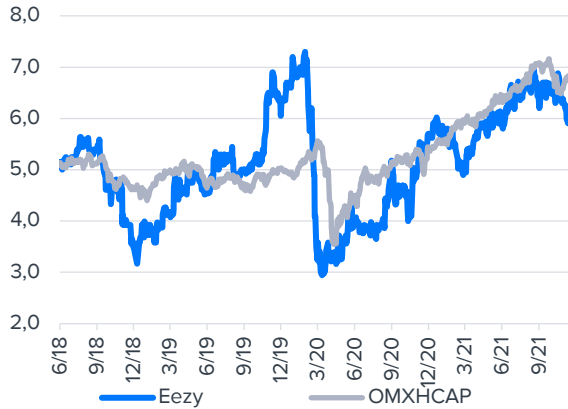
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

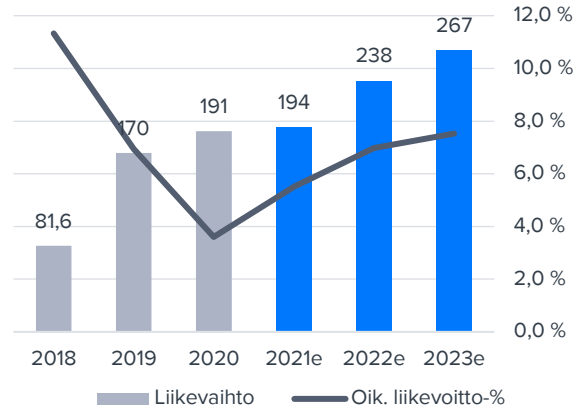
Eezy odottaa liikevaihdon olevan 190-210 MEUR ja liikevoiton olevan 11-14 MEUR

Osakekurssi



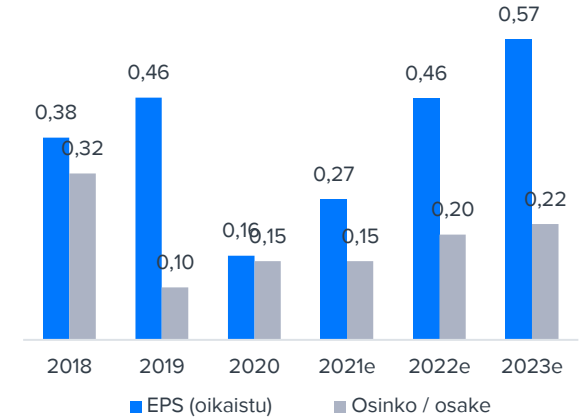
Lähde: Thomson Reuters

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	6,24	6,24	6,24
Osakemäärä, milj. kpl	24,8	25,0	25,0
Markkina-arvo	155	156	156
Yritysarvo (EV)	211	201	188
P/E (oik.)	23,3	13,6	10,9
P/E	20,8	13,6	10,9
P/Kassavirta	neg.	9,6	7,9
P/B	1,5	1,4	1,3
P/S	0,8	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	1,1	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	11,1	8,2	6,7
EV/EBIT (oik.)	19,7	12,1	9,3
Osinko/tulos (%)	50,0 %	43,5 %	38,5 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	3,2 %	3,5 %

Lähde: Inderes

Ennusteiden iso kuva ennallaan

Teimme pieniä tarkistuksia lyhyen tähtäimen ennusteisiimme

Tarkistimme päivityksen yhteydessä lyhyen tähtäimen ennusteitamme lievästi alaspäin. Ennustemuutoksien taustalla on koronapandemian viime aikainen kehitys ja näin ollen ennustemuutokset kohdistuivat ainoastaan kuluvan vuoden viimeiselle neljännekselle ja vuoden 2022 Q1:lle. Arviomme mukaan koronapandemian viimeinen kehitys varjostaa jossain määrin Horeca-sektorin kysyntää lyhyellä tähtämellä ja sen painoarvo on Eezyllä merkittävä.

Pidemmän tähtäimen ennusteet pitkälti ennallaan

Emme tehneet pitkän tähtäimen ennusteisiimme olennaisia muutoksia pääomamarkkinapäivän jälkeen. Keskipitkän tähtäimen ennusteissamme odotamme Eezyn liikevaihdon yltävän 287

MEUR:oon vuonna 2025. Vastaavan vuoden liikevoittomarginaalin ennusteemme on 7,5 % ja siten ennusteemme ovat alle taloudellisten tavoitteiden alapuolella. Tämän taustalla on pääasiassa se, että emme ennusta yrityskauppoja, sillä se on käytännössä mahdotonta.

Tavoitteiden saavuttaminen linkittyy vahvasti onnistuneisiin yritysjärjestelyihin

Vuoden 2020 tehostusohjelman jälkeen yhtiön nykyinen tuloskunto on toimialan kontekstissa erittäin hyvällä tasolla ja Eezy on arviomme mukaan toimialan kannattavimpia yhtiöitä. Näin ollen kannattavuustavoitteen saavuttaminen linkittyy näkemyksemme mukaan olennaisesti korkeampikatteisten palveluiden kasvuun, jossa merkittävä painoarvo on yritysjärjestelyillä.

Tätä taustaa vasten arvioimmekin, että pääoman

allokoinnissa onnistuminen strategiakaudella tulee vaikuttamaan olennaisesti siihen, saavuttaako yhtiö tavoitteensa.

Käsityksemme mukaan yrityscenttä asiantuntijapalveluissa on erittäin pirstaleinen ja se muodostuu merkittävältä osin pienistä toimijoista, mikä antaa hyvät edellytykset täsmäostoille.

Pienissä asiantuntijaorganisaatioissa on tyypillistä korkea avainhenkilöriippuvuus, minkä takia Eezyn tulisi mielestämme käyttää myös tulevissa yritysjärjestelyissä omaa osaketta sitouttamiskeinona. Tätä puoltaa myös se, että historiallisesti Eezy on toteuttanut yritysostot sen omia arvostuskertoimia matalammilla arvostuksilla. Näin ollen oman osakkeen käyttö vahvistaisi järjestelyiden arvonluontiedellytyksiä, jonka näemme yleisellä tasolla Eezyn yrityskauppahistorian perusteella hyvänä.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2021e		Muutos %	2022e		Muutos %	2023e		Muutos %
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Liikevaihto	198	194	-2 %	244	238	-2 %	267	267	0 %
Käyttökate	19,5	18,9	-3 %	25,1	24,6	-2 %	28,1	28,2	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,3	10,7	-5 %	17,2	16,6	-3 %	20,1	20,1	0 %
Liikevoitto	12,1	11,5	-5 %	17,2	16,6	-3 %	20,1	20,1	0 %
Tulos ennen veroja	10,6	10,0	-5 %	15,7	15,1	-3 %	18,6	18,6	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,29	0,27	-6 %	0,48	0,46	-4 %	0,57	0,57	0 %
Osakekohtainen osinko	0,15	0,15	0 %	0,20	0,20	0 %	0,22	0,22	0 %

Lähde: Inderes

Toimitusjohtajan haastattelu



Arvostuksessa on nousuvaraa

Lähivuosien arvostuskertoimet

Ennusteillamme Eezyn vuoden 2022 oikaistu P/E-kerroin on 14x ja vastaava EV/EBIT-kerroin on 12x. Kertoimet ovat näkemyksemme mukaan kohtuulliset. Vastaavasti vuoden 2023 P/E- ja EV/EBIT-kertoimet ovat 11x ja 9x, mitkä taas ovat näkemyksemme mukaan varsin maltilliset. Tätä taustaa vasten absoluuttisissa arvostuskertoimissa on mielestämme nousuvaraa nykytasolta.

Arvostuksen nousuvaran lisäksi tuotto-odotus saa maltillista tukea lähivuosien ennusteillamme noin reilun 2-3,5 %:n tuntumaan asettuvasta osinkotuotosta.

Suhteellinen arvostus ei mielestämme toimi arvostuksen nousuvaran jarruna

Vuoden 2022 keskeisillä tulospohjaisilla arvostuskertoimilla osake on hinnoiteltu noin 15 %:n preemiolla suhteessa laajaan verrokkiryhmäänsä. Mielestämme Eezyä on perusteltua hinnoitella preemiolle suhteessa verrokkiryhmään ripeämmän kasvun ja paremman kannattavuuden takia, minkä lisäksi verrokkiryhmän arvostus on näkemyksemme mukaan absoluuttisesti matalalla tasolla. Siten suhteellinen arvostus ei mielestämme aseta arvostuskertoimien nousulle jarrua.

Kassavirtamalli indikoi tuntuva potentiaalia

Kassavirtamallimme indikoima osakkeen arvo on 8,4 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 7,7 %:iin terminaalikannattavuuden ollessa 7,5 %. Suhteessa Eezyn omiin tavoitteisiin ovat kassavirtamallimme parametrit suhteellisen konservatiiviset. Näin ollen myös kassavirtamalliin pohjautuva arvonnäily tukkee osakkeen nousuvaraa.

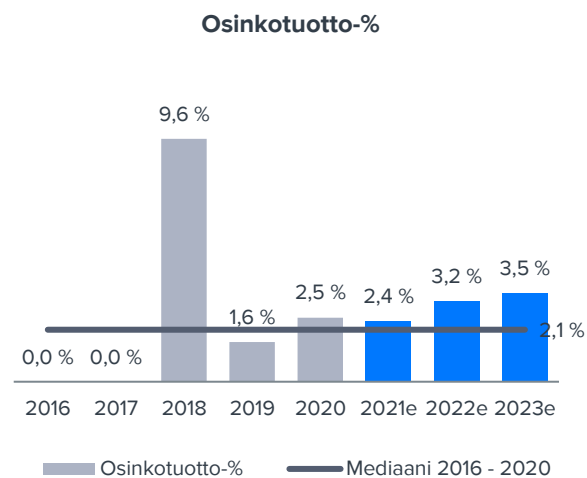
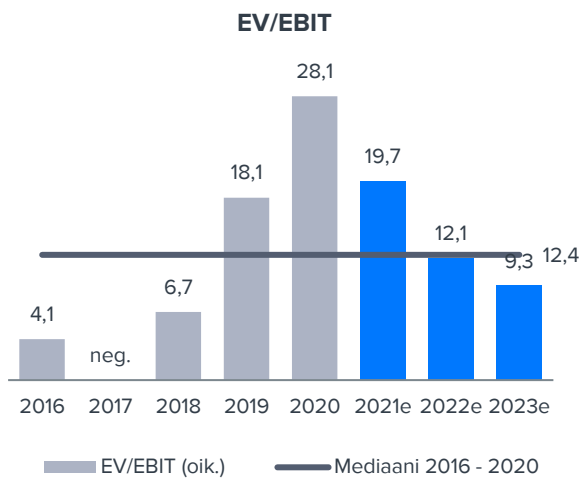
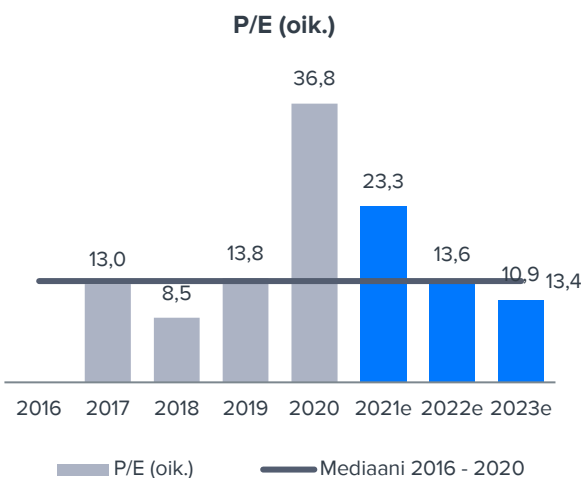
Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	6,24	6,24	6,24
Osakemäärä, milj. kpl	24,8	25,0	25,0
Markkina-arvo	155	156	156
Yritysarvo (EV)	211	201	188
P/E (oik.)	23,3	13,6	10,9
P/E	20,8	13,6	10,9
P/Kassavirta	neg.	9,6	7,9
P/B	1,5	1,4	1,3
P/S	0,8	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	1,1	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	11,1	8,2	6,7
EV/EBIT (oik.)	19,7	12,1	9,3
Osinko/tulos (%)	50,0 %	43,5 %	38,5 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	3,2 %	3,5 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	3,28	6,35	5,90	6,24	6,24	6,24	6,24
Osakemäärä, milj. kpl	14,8	18,2	24,8	24,8	25,0	25,0	25,0
Markkina-arvo	49	158	147	155	156	156	156
Yritysarvo (EV)	62	213	193	211	201	188	174
P/E (oik.)	8,5	13,8	36,8	23,3	13,6	10,9	10,1
P/E	10,6	25,3	54,7	20,8	13,6	10,9	10,1
P/Kassavirta	1,3	neg.	10,4	neg.	9,6	7,9	7,5
P/B	1,0	1,6	1,5	1,5	1,4	1,3	1,2
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	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	6,2	18,6	14,3	11,1	8,2	6,7	5,9
EV/EBIT (oik.)	6,7	18,1	28,1	19,7	12,1	9,3	8,1
Osinko/tulos (%)	101,9 %	54,3 %	139,1 %	50,0 %	43,5 %	38,5 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	9,6 %	1,6 %	2,5 %	2,4 %	3,2 %	3,5 %	4,0 %

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	95,01	4531	4057	9,6	8,1	8,5	7,1	0,3	0,3	13,3	11,2	2,6	2,8	3,3
Cross Country Healthcare	25,59	847	936	7,5	9,9	6,7	8,2	0,6	0,6	9,1	16,2			3,8
Adecco	46,20	7407	7655	8,6	8,3	7,0	6,9	0,4	0,4	11,7	10,3	5,0	5,2	2,1
Staffline Group	61,60	113	94							11,7	12,6			
BG Staffing	14,47	133	169							12,6	11,1	3,0	3,3	
Trueblue	26,74	847	882	14,6	9,4	9,7	7,2	0,4	0,3	15,4	12,3			
Kforce	74,13	1412	1398							21,0	19,3	1,2	1,4	
Hays	145,00	2898	2647	22,9	12,3	14,7	9,6	0,4	0,3	43,0	20,1	3,0	3,3	2,7
Sthree	547,00	864	848	11,4	10,3	9,7	9,0	0,5	0,5	18,8	17,3	1,9	2,0	4,4
Groupe Crit	64,20	732	518	7,8	5,8	4,7	3,6	0,3	0,2	21,9	17,9		1,8	1,2
Randstad	58,40	10603	10912	11,1	9,6	8,4	7,5	0,5	0,4	14,2	12,5	3,8	5,7	2,3
Eezy (Inderes)	6,24	155	211	19,7	12,1	11,1	8,2	1,1	0,8	23,3	13,6	3,2	3,5	1,5
Keskiarvo				11,7	9,2	8,7	7,4	0,4	0,4	17,5	14,6	2,9	3,2	2,8
Mediaani				10,4	9,5	8,5	7,4	0,4	0,4	14,2	12,6	3,0	3,1	2,7
Erotus-% vrt. mediaani				90 %	27 %	32 %	11 %	171 %	141 %	64 %	8 %	7 %	16 %	-45 %

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	51,4	194	238	267	278
Henkilöstövuokraus	149	51,0	35,2	49,6	37,7	173	32	42	53	45	171	203	230	239
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	27,6
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	4,7	18,9	24,6	28,2	29,5
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 kertaeriä	11,8	1,0	0,0	4,1	1,8	6,9	0,8	2,1	4,7	3,2	10,7	16,6	20,1	21,5
Liikevoitto	8,0	1,0	-0,5	3,7	1,5	5,6	0,9	3,1	4,7	2,9	11,5	16,6	20,1	21,5
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	2,5	10,0	15,1	18,6	20,0
Verot	-2,1	-0,2	0,3	-0,6	-0,2	-0,8	-0,2	-0,6	-0,9	-0,5	-2,2	-3,0	-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	1,9	7,5	11,5	14,3	15,4
EPS (oikaistu)	0,46	0,02	-0,01	0,12	0,03	0,16	0,01	0,04	0,13	0,09	0,27	0,46	0,57	0,62
EPS (raportoitu)	0,25	0,02	-0,03	0,10	0,02	0,11	0,01	0,08	0,13	0,08	0,30	0,46	0,57	0,62

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 %	18,8 %	2,0 %	22,6 %	12,2 %	4,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	27,6 %	-54,3 %	-99,4 %	3,3 %	-38,8 %	-41,8 %	-18,7 %	11428 %	14,1 %	78,4 %	55,9 %	55,4 %	21,0 %	7,1 %
Käyttökate-%	7,4 %	5,1 %	4,6 %	10,3 %	7,9 %	7,1 %	7,5 %	10,4 %	11,1 %	9,1 %	9,7 %	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 %	6,2 %	5,5 %	7,0 %	7,5 %	7,7 %
Nettotulos-%	2,7 %	0,7 %	-2,1 %	4,8 %	1,3 %	1,4 %	0,7 %	4,2 %	5,7 %	3,7 %	3,8 %	4,8 %	5,4 %	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	50	65
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	32	40	45
Likvidit varat	6	15	8	10	20
Taseen loppusumma	210	205	212	218	229

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	102	104	106	113	123
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-5,9	-5,7	-2,0	5,8	15,1
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	50	55
Lainat rahoituslaitoksilta	5,6	6,2	7	5	5
Lyhytaikaiset korottomat velat	41	35	37	44	49
Muut lyhytaikaiset velat	1	3	1	1	1
Taseen loppusumma	210	205	212	218	229

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Liikevoitto	5,6	11,5	16,6	20,1	21,5	21,5	22,1	23,3	24,4	25,2	25,7	24,6	25,1
+ 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	-1,6	-3,0	-3,7	-4,0	-4,0	-4,1	-4,4	-4,6	-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	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,5	-0,6	-0,3	-0,3	0,0
Operatiivinen kassavirta	21,1	7,2	20,7	24,1	25,1	25,3	25,1	24,2	23,3	23,9	24,5	23,6	24,3
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	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	-4,6	16,3	19,7	20,8	21,3	21,1	20,2	19,2	19,8	20,5	19,6	20,1
+/- 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	-4,6	16,3	19,7	20,8	21,3	21,1	20,2	19,2	19,8	20,5	19,6	20,1
Diskontattu vapaa kassavirta		-4,6	15,0	16,9	16,5	15,6	14,4	12,7	11,2	10,7	10,3	9,1	8,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		286	291	276	259	243	227	213	200	189	178	168	159
Velaton arvo DCF		286											
- Korolliset velat		-58											
+ Rahavarat		15,4											
- Vähemmistöosuus		-1,5											
- Osinko/pääomapalautus		-3,7											
Oman pääoman arvo DCF		209											
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,4											

Rahavirran jakauma jaksoittain

2021e-2025e 22%

2026e-2030e 22%

TERM

56%

■ 2021e-2025e ■ 2026e-2030e ■ TERM

Pääoman kustannus (wacc)

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

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	81,6	169,8	190,6	194,3	238,3	EPS (raportoitu)	0,31	0,25	0,11	0,30	0,46
Käyttökate	10,1	12,6	13,5	18,9	24,6	EPS (oikaistu)	0,38	0,46	0,16	0,27	0,46
Liikevoitto	8,2	8,0	5,6	11,5	16,6	Operat. kassavirta / osake	0,68	1,03	0,85	0,29	0,83
Voitto ennen veroja	5,4	6,7	4,0	10,0	15,1	Vapaa kassavirta / osake	2,44	-1,90	0,57	-0,18	0,65
Nettovoitto	4,6	4,6	2,7	7,5	11,5	Omapääoma / osake	3,43	5,54	4,06	4,21	4,49
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	211,8	217,8	Liikevaihdon kasvu-%	-26 %	108 %	12 %	2 %	23 %
Oma pääoma	50,8	101,8	103,8	105,7	113,5	Käyttökateen kasvu-%	8 %	25 %	7 %	40 %	30 %
Liikearvo	59,9	125,8	127,9	127,9	127,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	14 %	28 %	-42 %	56 %	55 %
Nettovelat	13,8	54,1	42,4	54,1	43,4	EPS oik. kasvu-%	-9 %	20 %	-65 %	67 %	72 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	12,3 %	7,4 %	7,1 %	9,7 %	10,3 %
Käyttökate	10,1	12,6	13,5	18,9	24,6	Oik. Liikevoitto-%	11,3 %	6,9 %	3,6 %	5,5 %	7,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,5	2,6	9,4	-9,7	-0,6	Liikevoitto-%	10,0 %	4,7 %	2,9 %	5,9 %	7,0 %
Operatiivinen kassavirta	10,1	18,7	21,1	7,2	20,7	ROE-%	18,2 %	6,0 %	2,7 %	7,3 %	10,6 %
Investoinnit	-11,8	-104,0	-7,1	-11,8	-4,4	ROI-%	12,2 %	6,8 %	3,4 %	7,0 %	10,0 %
Vapaa kassavirta	36,1	-34,6	14,1	-4,6	16,3	Omavaraisuusaste	52,8 %	48,6 %	50,6 %	49,9 %	52,1 %
						Nettovelkaantumisaste	27,2 %	53,1 %	40,9 %	51,2 %	38,2 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	0,8	1,3	1,0	1,1	0,8						
EV/EBITDA (oik.)	6,2	18,6	14,3	11,1	8,2						
EV/EBIT (oik.)	6,7	18,1	28,1	19,7	12,1						
P/E (oik.)	8,5	13,8	36,8	23,3	13,6						
P/B	1,0	1,6	1,5	1,5	1,4						
Osinkotuotto-%	9,6 %	1,6 %	2,5 %	2,4 %	3,2 %						

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 käytettävä 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 osavuositarkastusten 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.

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

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

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 €
10.12.2021	Lisää	7,00 €	6,24 €

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.**