

# Eezy

## Yhtiöraportti

11.8.2021 8:35



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Vakuuttavaa kehitystä

Eezyn eilen julkaisemat Q2-luvut olivat kokonaisuutena odotuksiamme paremmat, minkä lisäksi yhtiön kuluvan vuoden tulosoheistus ylitti odotuksemme. Näin ollen teimmekin positiivisia ennustemuutoksia loppuvuoden tulosenusteisiimme. Myös lähivuosien kannattavuusennusteemme nousivat vakuuttavan kustannustehokkuuden ansiosta. Ennustemuutoksia peilaten nostamme Eezyn tavoitehinnan 7,2 euroon (aik. 5,8 euroa) ja käänämme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä).

## Liikevaihto elpyi odotuksiamme enemmän

Eezyn Q2-liikevaihto kasvoi 23 % vertailukaudesta 48 MEUR:oon, mikä ylitti vajaan 45 MEUR:n tasolla olleen ennusteemme. Liikevaihdon voimakkaan kasvun taustalla oli Henkilöstövuokraus-liiketoiminta, jonka liikevaihto elpyi Q2:lla odotuksiamme voimakkaammin. Myös Asiantuntijapalvelut ja Franchise-tuotot kehittivät odotuksiamme suotuisammin. Oikaistua käyttökatetta Eezy teki 4 MEUR, mikä vastaa liikevaihtotasoon nähden hyvää ja noin odotuksiamme mukaista 8,3 %:n kannattavuutta. Eezy kirjasi neljännekselle 1 MEUR:n Valtiokonttorin kustannustukea, mikä yhdessä odotuksiamme korkeamman liikevaihtotason kanssa veti Q2:n raportoidun osakekohtaisen tuloksen 0,08 euroon ja yli odotuksemme.

## Ohjeistus viitoittaa hyvää loppuvuotta

Eezy antoi kuluvalle vuodelle ohjeistuksen, jonka mukaan sen liikevaihto on 190-210 MEUR ja liikevoitto on 11-14 MEUR. Alkuvuodelta yhtiöllä on kasassa vajaa 85 MEUR liikevaihtoa ja 4 MEUR liikevoittoa. Siten ohjeistus osoittaa, että Eezy on varsin luottavainen loppuvuoden kysynnän suhteen ja odottaa kannattavuuden kohoavan H2:lla, kun liikevaihtotaso jatkaa elpymistä. Liikevaihtotason osalta pientä epävarmuutta aiheuttaa edelleen pandemian käynnissä oleva neljäs aalto, sillä rajoitukset voivat edelleen heikentää näkymää ravintola-alla. Sen sijaan alkuvuoden kehityksen valossa yhtiön tehokkuus näyttää olevan erittäin hyvällä tasolla. Sekä loppuvuoden että lähivuosien liikevaihdon ennusteemme säilyivät pitkälti ennallaan, mutta olemme nostaneet sekä H2:n että myös lähivuosien tulosenusteitamme. Vuodelta 2021 odotamme 203 MEUR:n liikevaihtoa ja 12,1 MEUR:n liikevoittoa. Vuonna 2022 odotamme liikevaihdon kasvavan 251 MEUR:oon, kun markkina palautuu kohti pandemiaa edeltänyttä tasoa. Eezyn parantuneen kulutehokkuuden seurauksena odotamme liiketuloksen kipuavan 17,1 MEUR:oon.

## Odottamamme tulosparannus painaa arvostuksen maltilliseksi

Osakkeen arvostus on kuluvan vuoden arvostuskertoimilla erittäin korkea 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 13x ja 12x, mitkä ovat mielestämme kokonaisuutena maltilliset. Keskeisillä vuoden 2022 tulosperusteilla arvostuskertoimilla yhtiö arvostetaan myös lievällä alennuksella suhteessa verrokkiryhmäänsä nähden. Mielestämme yhtiölle voidaan perustella jopa pieni premio ja siten suhteellinen arvostuskin tukee näkemystämme maltillisesta arvostuksesta. Johdon kommenttien perusteella odotamme yhtiön aktivoituvan loppuvuonna jälleen yritysjärjestelyissä, joiden osalta pidämme edellytyksiä arvonluonnille hyvänä.

## Suositus

### Lisää

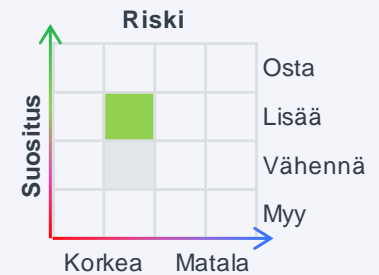
(aik. Vähennä)

### 7,20 EUR

(aik. 5,80 EUR)

### Osakekurssi:

6,60



## Avainluvut

|                       | 2020  | 2021e | 2022e | 2023e |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Liikevaihto</b>    | 191   | 202   | 251   | 271   |
| <b>kasvu-%</b>        | 12 %  | 6 %   | 24 %  | 8 %   |
| <b>EBIT oik.</b>      | 6,9   | 11,0  | 17,1  | 19,8  |
| <b>EBIT-% oik.</b>    | 3,6 % | 5,4 % | 6,8 % | 7,3 % |
| <b>Nettotulos</b>     | 2,7   | 8,0   | 12,4  | 14,6  |
| <b>EPS (oik.)</b>     | 0,16  | 0,28  | 0,50  | 0,59  |
| <b>P/E (oik.)</b>     | 36,8  | 23,6  | 13,2  | 11,3  |
| <b>P/B</b>            | 1,5   | 1,6   | 1,4   | 1,3   |
| <b>Osinkotuotto-%</b> | 2,5 % | 2,3 % | 3,0 % | 3,3 % |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b> | 28,1  | 19,4  | 11,8  | 9,5   |
| <b>EV/EBITDA</b>      | 14,3  | 10,8  | 8,2   | 6,9   |
| <b>EV/Liikevaihto</b> | 1,0   | 1,0   | 0,8   | 0,7   |

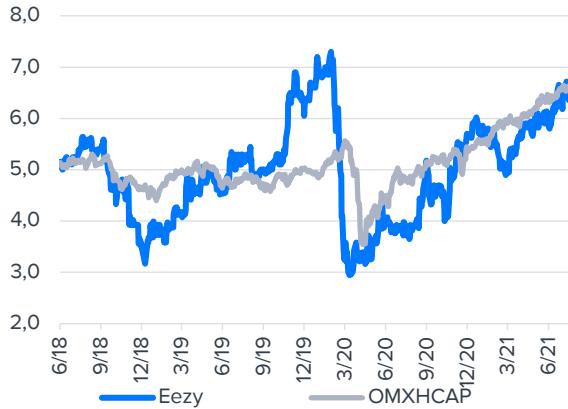
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

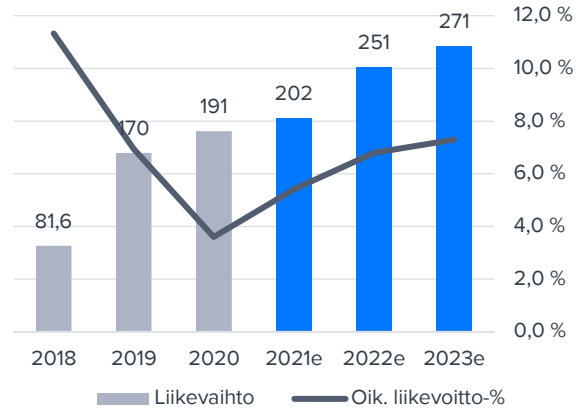
Eezy odottaa liikevaihdon olevan 190-210 MEUR ja liikevoiton olevan 11-14 MEUR

## Osakekurssi



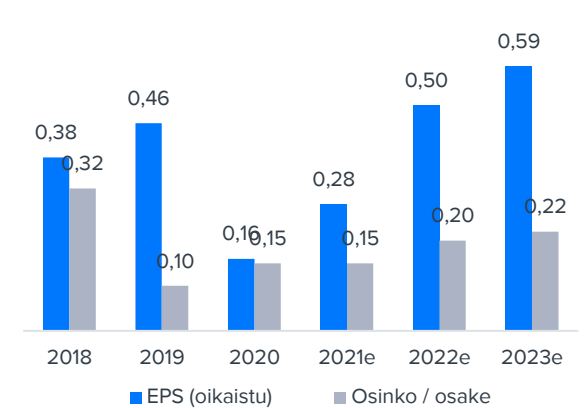
Lähde: Thomson Reuters

## 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 palveluiden kasvu
- Yhtiöllä on hyvä edellytykset luoda omistaja-arvoa yritysostoilla



## 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           | 6,60  | 6,60  | 6,60  |
| Osakemäärä, milj. kpl | 24,8  | 24,8  | 24,8  |
| Markkina-arvo         | 164   | 164   | 164   |
| Yritysarvo (EV)       | 212   | 201   | 188   |
| P/E (oik.)            | 23,6  | 13,2  | 11,3  |
| P/E                   | 20,4  | 13,2  | 11,3  |
| P/Kassavirta          | 59,9  | 10,1  | 8,8   |
| P/B                   | 1,6   | 1,4   | 1,3   |
| P/S                   | 0,8   | 0,7   | 0,6   |
| EV/Liikevaihto        | 1,0   | 0,8   | 0,7   |
| EV/EBITDA (oik.)      | 10,8  | 8,2   | 6,9   |
| EV/EBIT (oik.)        | 19,4  | 11,8  | 9,5   |
| Osinko/tulos (%)      | 46,3% | 40,1% | 37,5% |
| Osinkotuotto-%        | 2,3%  | 3,0%  | 3,3%  |

Lähde: Inderes

# Liikevaihto elpyi odotuksiamme voimakkaammin

## Liikevaihdon kasvu ylitti odotuksemme

Eezyn Q2:n liikevaihto kasvoi 23 % suhteessa vertailukauteen, mikä ylitti reilun 14 %:n kasvua odottaneen ennustemme. Liikevaihdon kasvua veti etenkin Henkilöstövuokraus-palvelualueen kasvu (+ 19 %), joka oli odotuksiamme (+ 14 %) voimakkaampaa. Arviomme mukaan palvelualueen kasvu on hyvin linjassa koko henkilöstövuokrausmarkkinoiden kasvun kanssa. Elpyneestä kysynnästä huolimatta henkilöstövuokrausmarkkina oli arviomme mukaan Q2:lla karkeasti 10-15 % alle ”normaalin” vuoden 2019 tason.

Muista kokoluokaltaan selvästi pienemmistä liiketoiminta-alueista Franchise-tuotot sekä Asiantuntijapalvelut elpyivät matalalta vertailukauden tasolta odotuksiamme enemmän, kun taas Kevytyrittäjäpalvelut olivat vertailukauden ja noin odotuksiamme mukaisella tasolla.

## Kannattavuus oli hyvällä tasolla myös kertaerästä oikaistuna

Eezy ylsi Q2:lla 5 MEUR:n käyttökatteeseen. Tämä kuitenkin sisältää 1 MEUR:n kertaluonteisen tuoton Valtiokonttorin kustannustuesta, jonka olemme oikaisseet. Oikaistu käyttökate ylsi näin ollen 4 MEUR:oon, mikä sekini ylitti ennustemme. Tämän taustalla oli odotuksiamme korkeampi liikevaihtotaso, sillä oikaistu käyttökatemarginaali oli 8,3 % ja hyvin linjassa ennustemme kanssa. Näkemyksemme mukaan kannattavuustaso on hyvä, kun huomioidaan, että liikevaihtotaso on vielä melko selvästi alle pandemian edeltävän tason. Siten Q2 osoittaa yhtiön tehostustoimien pitäneen myös volyymin elpyessä, mikä indikoi hyvää kannattavuustasoa normaalissa toimintaympäristössä.

Alemmillä riveillä verot ja rahoituskulut olivat noin odotuksien mukaiset ja siten EPS:n kipuaminen ennusteiden yli selittyi kustannustuella ja odotukset

ylittyneellä liikevaihdolla.

## Koronahelpotukset syö rahavirtaa

H1'21:n lopussa yhtiön liiketoiminnan rahavirta on -0,7 MEUR. Tämän taustalla on viime vuodelta siirtyneiden eläke- ja veromaksujen vaikutus, sillä H1:llä yhtiö on maksanut näitä 7 MEUR. Loppuvuodelle poikkeuksellisia eriä osuu arviomme mukaan vielä noin 3 MEUR, sillä viime vuonna helpotuksia tuli noin 10 MEUR:n edestä. Näin ollen kuluvan vuoden rahavirta jää väistämättä tulosta heikommaksi, vaikka yhtiön hyvässä liiketoiminnan rahavirran tuottokyvyyssä ei arviomme mukaan ole tapahtunut muutoksia.

Nettovelkaa Eezyllä oli H1:n lopussa 49 MEUR ja siten nettovelka/oik. EBITDA (TTM) oli 2,9x, mikä on mielestämme melko neutraali taso ja alittaa kovenanttien ehdot. H2:n kassavirta ja tulosennusteet huomioiden velkaantuneisuus painuu loppuvuonna selvästi mukavuusalueen sisälle.

| Ennustetaulukko      | Q2'20    | Q2'21      | Q2'21e  | Q2'21e    | Konsensus |          | Erotus (%)       | 2021e   |
|----------------------|----------|------------|---------|-----------|-----------|----------|------------------|---------|
| MEUR / EUR           | Vertailu | Toteutunut | Inderes | Konsensus | Alin      | Ylin     | Tot. vs. inderes | Inderes |
| Liikevaihto          | 39,0     | 48,0       | 44,6    | 44,6      | 44,3      | - 45,0   | 8 %              | 202     |
| Käyttökate (oik.)    | 1,8      | 4,0        | 3,6     | 3,7       | 3,4       | - 4,1    | 11 %             | 18,5    |
| Käyttökate           | 1,8      | 5,0        | 3,6     | 3,7       | 3,4       | - 4,1    | 40 %             | 19,6    |
| Liikevoitto          | -0,5     | 3,1        | 1,7     | 2,4       | 1,5       | - 4,0    | 84 %             | 12,1    |
| Tulos ennen veroja   | -1,0     | 2,7        | 1,3     | 1,8       | 1,1       | - 3,0    | 109 %            | 10,6    |
| EPS (raportoitu)     | -0,03    | 0,08       | 0,04    | 0,05      | 0,04      | - 0,08   | 97 %             | 0,32    |
| Liikevaihdon kasvu-% |          | 23,1%      | 14,4 %  | 14,4 %    | 13,6 %    | - 15,4 % | 8,6 %-yks.       | 6,3 %   |
| Käyttökate-% (oik.)  | 4,6 %    | 8,3 %      | 8,1%    | 8,3 %     | 7,7 %     | - 9,1%   | 0,3 %-yks.       | 9,1%    |

Lähde: Inderes & Infront (konsensus, 3 ennustetta)

## [Katso toimitusjohtajan haastattelu](#)



# Tulosennusteemme nousivat

## Ohjeistus parantaa näkyvyyttä

Eezy antoi kuluvalle vuodelle ohjeistuksen, jonka mukaan sen liikevaihto on 190-210 MEUR ja liikevoitto on 11-14 MEUR. Arviomme mukaan yhtiöllä on jo tässä vaiheessa melko hyvä näkyvyys Q3-lukuihin ja siten merkittävin yllätysmomentti liittyy enää Q4:n lukuihin. Yhtiön mukaan ohjeistuksessa oletuksena on, että ettei uusia rajoitustoimia tule, vaan yhteiskunta pysyy avoimena.

Arviomme mukaan ohjeistuksen kannalta kriittistä ei ole viime aikoina esillä olleet pienehköt muutokset ravintola-alalla. Sen sijaan keskeinen epävarmuustekijä Q4:llä on Horeca-sektorille tärkeä pikkujoulukausi. Tämän osalta olennainen tekijä on luonnollisesti mahdolliset rajoitukset, mutta myös se miten ihmiset reagoivat tartuntalukemiin ja minkä verran yhtiöt uskaltavat järjestää tilaisuuksia. Vaikka

tämä aiheuttaa epävarmuutta loppuvuotta ajatellen, ei sen merkitys Eezyn pidemmän tähtäimen kehityksen kannalta ole mielestämme kuitenkaan erityisen merkittävä.

## Nostimme tulosennusteitamme loppuvuoden osalta

Raportin jälkeen emme tehneet olennaisia ennustemuutoksia loppuvuoden liikevaihdon ennusteisiimme. Odotamme Q3:n liikevaihdon kasvavan 12 %, minkä ajurina toimii henkilöstövuokrauksen 8 %:n kasvu. Vastassa on selvästi alkuvuotta paremmat vertailuluvut, mutta 2019 tasoon nähden Q3'20 markkina oli kuitenkin vielä lähes 20 % heikompi. Q4-liikevaihdon odotamme kasvavan heikolta vertailukaudelta lähes 40 %, mutta olevan kuitenkin edelleen noin 10 % alle nykymuotoisen Eezyn liikevaihtohuipun tason (Q4'19

lv. 65,6 MEUR).

Ennallaan säilyneistä liikevaihdon ennusteistamme huolimatta kuluvalle vuoden oik. liikevoiton ennusteemme kohosi Q2:n tuloslityksen ja H2:n kannattavuusennusteiden nousun myötä 11 MEUR:oon. Liikevoiton ennusteemme on 12,1 MEUR:ssa ja linjassa ohjeistuksen kanssa.

## Lähivuosien ennusteet

Ennustamme Eezyn liikevaihdon kasvavan ensi vuonna 24 % 251 MEUR:oon, minkä taustalla on etenkin sekä Horecan että työvoiman maahantuonnin elpyminen. Vakuuttavan H1:n ansiosta olemme laskeneet lähivuosien kulutason ennusteitamme ja odotamme liikevaihdon kasvun valuvan tehokkaasti tulokseen. Teimme vastaavia kulutarkistuksia myös vuodelle 2023.

| Ennustemuutokset<br>MEUR / EUR | 2021e |      | Muutos<br>% | 2022e |      | Muutos<br>% | 2023e |      | Muutos<br>% |
|--------------------------------|-------|------|-------------|-------|------|-------------|-------|------|-------------|
|                                | Vanha | Uusi |             | Vanha | Uusi |             | Vanha | Uusi |             |
| Liikevaihto                    | 203   | 202  | 0 %         | 252   | 251  | 0 %         | 272   | 271  | 0 %         |
| Käyttökate                     | 17,5  | 19,6 | 12 %        | 22,1  | 24,6 | 11 %        | 25,0  | 27,2 | 9 %         |
| Liikevoitto ilman kertaeriä    | 9,8   | 11,0 | 12 %        | 14,6  | 17,1 | 17 %        | 17,7  | 19,8 | 12 %        |
| Liikevoitto                    | 9,9   | 12,1 | 22 %        | 14,6  | 17,1 | 17 %        | 17,7  | 19,8 | 12 %        |
| Tulos ennen veroja             | 8,4   | 10,6 | 26 %        | 13,1  | 15,6 | 19 %        | 16,2  | 18,3 | 13 %        |
| EPS (ilman kertaeriä)          | 0,26  | 0,28 | 10 %        | 0,42  | 0,50 | 19 %        | 0,52  | 0,59 | 13 %        |
| Osakekohtainen osinko          | 0,15  | 0,15 | 0 %         | 0,20  | 0,20 | 0 %         | 0,22  | 0,22 | 0 %         |

Lähde: Inderes

# Arvostuksen kokonaiskuva maltillinen

## Tulosparannus painaa arvostuksen maltilliseksi

Ennusteillamme Eezyn vuoden 2021 oik. P/E-kerroin on 24x ja EV/EBIT-kerroin on 19x. Kertoimet ovat absoluuttisesti hyvin korkeat ja heijastelevat koronapandemian edelleen alkuvuonna selvästi runtelemaa tulostasoa. Paremman mittatikun arvostukselle antaakin mielestämme vuoden 2022 tulos pohjainen arvostus. Ennusteidemme mukaiset vuoden 2022 P/E- ja EV/EBIT-kertoimet ovat 13x ja 12x, mitkä ovat mielestämme kokonaisuutena maltilliset. Vastaavat vuoden 2023 arvostuskertoimet ovat 11x ja 10x. Vaikka suhteellisen syklisen yhtiön kohdalla ei arvostuskertoimen horisontin venyttäminen ole mielekästä, kuvaa etenkin matalaksi painuva vuoden 2023 EV-pohjainen arvostus liiketoiminnan hyvää rahavirran tuottokykyä.

## Suhteellinen arvostus

Vuoden 2022 keskeisillä tulos pohjaisilla arvostuskertoimilla on osake myös hinnoiteltu lievällä alennuksella suhteessa laajaan verrokkiryhmäänsä. Mielestämme yhtiötä on perusteltua hinnoitella jopa preemiolle suhteessa verrokkiryhmään vahvemman kasvun ja kannattavuuden takia. Samalla on kuitenkin huomioitava, että verrokkiryhmän arvostustaso on noussut suhteessa historialliseen tasoon. Emme kuitenkaan pidä nykyistä arvostustasoa hälyttävän korkeana, kun huomioidaan yleisesti arvostustasoja tukevat tekijät. Siten suhteellinen arvostus ei mielestämme aseta arvostuskertoimien nousulle jarrua.

## Kassavirtamalli indikoi osakkeen nousuvaran maltilliseksi

Keskipitkän tulosennusteiden lisäksi olemme nostaneet pidemmän tähtäimen

kannattavuusennusteitamme. Siten päivitetyn kassavirtamallimme indikoima osakkeen arvo kohosi 8,3 euroon, 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 %.

## Loppuvuonna odotettavissa yritysostoja

Q2-raportilla toimitusjohtajan katsauksessa yhtiö antoi selvästi ymmärtää, että loppuvuonna yhtiön voidaan jälleen odottaa aktivoituvan yritysostoissa. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on hyvät edellytykset jatkaa kasvua kiihdyttäviä ja kannattavuuden nousua tukevia yritysostoja maltillisilla arvostuksilla. Siten pidämme yritysostojen arvonluontipotentiaalia hyvänä. H2:n ennustettu hyvä kassavirta huomioiden yhtiö voisi laskelmiemme mukaan allokoida loppuvuonna karkeasti 10 MEUR yritysostoihin.

Näkemyksemme mukaan maltilliset absoluuttiset arvostuskertoimet, osingon antama tuki tuotto-odotukselle sekä yrityskauppojen arvonluontipotentiaalia kallistavat kokonaisuuden houkuttelevan puoleiseksi.

| Arvostustaso          | 2021e  | 2022e  | 2023e  |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi           | 6,60   | 6,60   | 6,60   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 24,8   | 24,8   | 24,8   |
| Markkina-arvo         | 164    | 164    | 164    |
| Yritysarvo (EV)       | 212    | 201    | 188    |
| P/E (oik.)            | 23,6   | 13,2   | 11,3   |
| P/E                   | 20,4   | 13,2   | 11,3   |
| P/Kassavirta          | 59,9   | 10,1   | 8,8    |
| P/B                   | 1,6    | 1,4    | 1,3    |
| P/S                   | 0,8    | 0,7    | 0,6    |
| EV/Liikevaihto        | 1,0    | 0,8    | 0,7    |
| EV/EBITDA (oik.)      | 10,8   | 8,2    | 6,9    |
| EV/EBIT (oik.)        | 19,4   | 11,8   | 9,5    |
| Osinko/tulos (%)      | 46,3 % | 40,1 % | 37,5 % |
| Osinkotuotto-%        | 2,3 %  | 3,0 %  | 3,3 %  |

Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

| Arvostustaso          | 2018    | 2019   | 2020    | 2021e         | 2022e         | 2023e         | 2024e         |
|-----------------------|---------|--------|---------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Osaakekurssi          | 3,28    | 6,35   | 5,90    | <b>6,60</b>   | <b>6,60</b>   | <b>6,60</b>   | <b>6,60</b>   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 14,8    | 18,2   | 24,8    | <b>24,8</b>   | <b>24,8</b>   | <b>24,8</b>   | <b>24,8</b>   |
| Markkina-arvo         | 49      | 158    | 147     | <b>164</b>    | <b>164</b>    | <b>164</b>    | <b>164</b>    |
| Yritysarvo (EV)       | 62      | 213    | 193     | <b>212</b>    | <b>201</b>    | <b>188</b>    | <b>176</b>    |
| P/E (oik.)            | 8,5     | 13,8   | 36,8    | <b>23,6</b>   | <b>13,2</b>   | <b>11,3</b>   | <b>10,8</b>   |
| P/E                   | 10,6    | 25,3   | 54,7    | <b>20,4</b>   | <b>13,2</b>   | <b>11,3</b>   | <b>10,8</b>   |
| P/Kassavirta          | 1,3     | neg.   | 10,4    | <b>59,9</b>   | <b>10,1</b>   | <b>8,8</b>    | <b>8,4</b>    |
| P/B                   | 1,0     | 1,6    | 1,5     | <b>1,6</b>    | <b>1,4</b>    | <b>1,3</b>    | <b>1,2</b>    |
| P/S                   | 0,6     | 0,9    | 0,8     | <b>0,8</b>    | <b>0,7</b>    | <b>0,6</b>    | <b>0,6</b>    |
| EV/Liikevaihto        | 0,8     | 1,3    | 1,0     | <b>1,0</b>    | <b>0,8</b>    | <b>0,7</b>    | <b>0,6</b>    |
| EV/EBITDA (oik.)      | 6,2     | 18,6   | 14,3    | <b>10,8</b>   | <b>8,2</b>    | <b>6,9</b>    | <b>6,3</b>    |
| EV/EBIT (oik.)        | 6,7     | 18,1   | 28,1    | <b>19,4</b>   | <b>11,8</b>   | <b>9,5</b>    | <b>8,5</b>    |
| Osinko/tulos (%)      | 101,9 % | 54,3 % | 139,1 % | <b>46,3 %</b> | <b>40,1 %</b> | <b>37,5 %</b> | <b>40,0 %</b> |
| Osinkotuotto-%        | 9,6 %   | 1,6 %  | 2,5 %   | <b>2,3 %</b>  | <b>3,0 %</b>  | <b>3,3 %</b>  | <b>3,7 %</b>  |

Lähde: Inderes

# Verrokkiryhmän arvostus

| Verrokkiryhmän arvostus<br>Yhtiö | Osakekurssi | Markkina-arvo<br>MEUR | Yritysarvo<br>MEUR | EV/EBIT     |             | EV/EBITDA   |             | EV/Liikevaihto |              | P/E         |              | Osinkotuotto-% |             | P/B          |
|----------------------------------|-------------|-----------------------|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|--------------|-------------|--------------|----------------|-------------|--------------|
|                                  |             |                       |                    | 2021e       | 2022e       | 2021e       | 2022e       | 2021e          | 2022e        | 2021e       | 2022e        | 2021e          | 2022e       | 2021e        |
| Manpowergroup                    | 118,25      | 5452                  | 5147               | 9,2         | 7,5         | 8,3         | 6,7         | 0,3            | 0,2          | 16,8        | 13,8         | 2,1            | 2,7         | 2,7          |
| Cross Country Healthcare         | 18,76       | 618                   | 701                | 8,1         | 13,0        | 6,6         | 9,2         | 0,4            | 0,5          | 12,0        | 30,2         |                |             | 3,5          |
| Adecco                           | 53,16       | 8111                  | 8683               | 9,7         | 8,8         | 8,2         | 7,5         | 0,4            | 0,4          | 12,7        | 11,4         | 4,4            | 4,7         | 2,5          |
| Staffline Group                  | 72,00       | 137                   | 153                | 16,5        | 13,5        | 11,0        | 9,5         | 0,2            | 0,2          | 14,4        | 15,5         |                |             |              |
| BG Staffing                      | 13,40       | 118                   | 152                |             |             |             |             |                |              | 13,7        | 11,4         | 3,0            | 3,0         |              |
| Trueblue                         | 25,85       | 789                   | 773                | 16,9        | 12,4        | 9,7         | 7,2         | 0,4            | 0,3          | 15,2        | 11,8         |                |             |              |
| Kforce                           | 60,59       | 1108                  | 1093               | 12,8        | 12,7        | 11,3        | 11,1        | 0,9            | 0,8          | 18,3        | 17,1         | 1,6            | 1,7         | 7,0          |
| Hays                             | 151,10      | 3002                  | 2797               | 23,1        | 13,7        | 15,2        | 10,8        | 0,4            | 0,4          | 45,6        | 22,4         | 3,1            | 2,4         | 2,9          |
| Sthree                           | 520,00      | 825                   | 809                | 12,1        | 10,8        | 9,6         | 8,8         | 0,5            | 0,4          | 21,1        | 18,9         | 1,7            | 1,8         | 4,5          |
| Groupe Crit                      | 68,20       | 769                   | 583                | 8,6         | 5,9         | 4,9         | 3,8         | 0,3            | 0,2          | 24,7        | 15,8         | 1,5            | 1,6         | 1,2          |
| Randstad                         | 61,70       | 11384                 | 11798              | 11,7        | 10,4        | 9,1         | 8,2         | 0,5            | 0,5          | 15,4        | 13,7         | 3,6            | 5,2         | 2,4          |
| <b>Eezy (Inderes)</b>            | <b>6,60</b> | <b>164</b>            | <b>212</b>         | <b>19,4</b> | <b>11,8</b> | <b>10,8</b> | <b>8,2</b>  | <b>1,0</b>     | <b>0,8</b>   | <b>23,6</b> | <b>13,2</b>  | <b>3,0</b>     | <b>3,3</b>  | <b>1,6</b>   |
| <b>Keskiarvo</b>                 |             |                       |                    | <b>12,9</b> | <b>10,9</b> | <b>9,4</b>  | <b>8,3</b>  | <b>0,4</b>     | <b>0,4</b>   | <b>19,1</b> | <b>16,5</b>  | <b>2,6</b>     | <b>2,9</b>  | <b>3,3</b>   |
| <b>Mediaani</b>                  |             |                       |                    | <b>11,9</b> | <b>11,6</b> | <b>9,4</b>  | <b>8,5</b>  | <b>0,4</b>     | <b>0,4</b>   | <b>15,4</b> | <b>15,5</b>  | <b>2,6</b>     | <b>2,6</b>  | <b>2,8</b>   |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b>    |             |                       |                    | <b>63 %</b> | <b>1 %</b>  | <b>16 %</b> | <b>-4 %</b> | <b>162 %</b>   | <b>100 %</b> | <b>53 %</b> | <b>-15 %</b> | <b>19 %</b>    | <b>31 %</b> | <b>-44 %</b> |

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       | Q3'21e      | Q4'21e      | 2021e       | 2022e       | 2023e       | 2024e       |
|------------------------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevaihto</b>                 | <b>170</b>  | <b>55,1</b> | <b>39,0</b>  | <b>53,2</b> | <b>43,3</b> | <b>191</b>  | <b>36,6</b> | <b>48,0</b> | <b>58,7</b> | <b>59,3</b> | <b>202</b>  | <b>251</b>  | <b>271</b>  | <b>280</b>  |
| Henkilöstövuokraus                 | 149         | 51,0        | 35,2         | 49,6        | 37,7        | 173         | 32          | 42          | 53          | 53          | 180         | 226         | 245         | 252         |
| Franchise-maksut                   | 7,8         | 1,4         | 1,3          | 1,7         | 1,7         | 6,1         | 1,3         | 1,7         | 2,0         | 1,8         | 6,8         | 7,5         | 8,0         | 8,2         |
| Asiantuntijapalvelut               | 9,4         | 2,0         | 1,9          | 1,1         | 3,5         | 8,4         | 3,0         | 3,6         | 2,9         | 3,9         | 13,3        | 14,4        | 15,4        | 16,0        |
| Kevyrittäjäpalvelut                | 3,2         | 0,7         | 0,6          | 1,0         | 0,5         | 2,7         | 0,5         | 0,6         | 0,8         | 0,8         | 2,7         | 3,0         | 3,3         | 3,4         |
| <b>Käyttökate</b>                  | <b>12,6</b> | <b>2,8</b>  | <b>1,8</b>   | <b>5,5</b>  | <b>3,4</b>  | <b>13,5</b> | <b>2,8</b>  | <b>5,0</b>  | <b>6,0</b>  | <b>5,9</b>  | <b>19,6</b> | <b>24,6</b> | <b>27,2</b> | <b>28,0</b> |
| Poistot ja arvonalennukset         | -4,6        | -1,8        | -2,3         | -1,9        | -1,9        | -7,9        | -1,9        | -1,9        | -1,9        | -1,9        | -7,5        | -7,5        | -7,4        | -7,4        |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b> | <b>11,8</b> | <b>1,0</b>  | <b>0,0</b>   | <b>4,1</b>  | <b>1,8</b>  | <b>6,9</b>  | <b>0,8</b>  | <b>2,1</b>  | <b>4,1</b>  | <b>4,0</b>  | <b>11,0</b> | <b>17,1</b> | <b>19,8</b> | <b>20,6</b> |
| <b>Liikevoitto</b>                 | <b>8,0</b>  | <b>1,0</b>  | <b>-0,5</b>  | <b>3,7</b>  | <b>1,5</b>  | <b>5,6</b>  | <b>0,9</b>  | <b>3,1</b>  | <b>4,1</b>  | <b>4,0</b>  | <b>12,1</b> | <b>17,1</b> | <b>19,8</b> | <b>20,6</b> |
| Nettorahoituskulut                 | -1,3        | -0,3        | -0,4         | -0,5        | -0,3        | -1,6        | -0,4        | -0,4        | -0,4        | -0,4        | -1,5        | -1,5        | -1,5        | -1,5        |
| <b>Tulos ennen veroja</b>          | <b>6,7</b>  | <b>0,7</b>  | <b>-1,0</b>  | <b>3,1</b>  | <b>1,2</b>  | <b>4,0</b>  | <b>0,5</b>  | <b>2,7</b>  | <b>3,7</b>  | <b>3,6</b>  | <b>10,6</b> | <b>15,6</b> | <b>18,3</b> | <b>19,1</b> |
| Verot                              | -2,1        | -0,2        | 0,3          | -0,6        | -0,2        | -0,8        | -0,2        | -0,6        | -0,7        | -0,7        | -2,3        | -3,1        | -3,7        | -3,8        |
| Vähemmistöosuudet                  | -0,1        | 0,0         | 0,0          | 0,0         | -0,5        | -0,5        | 0,0         | -0,1        | -0,1        | 0,0         | -0,2        | -0,1        | -0,1        | -0,1        |
| <b>Nettotulos</b>                  | <b>4,6</b>  | <b>0,5</b>  | <b>-0,7</b>  | <b>2,5</b>  | <b>0,4</b>  | <b>2,7</b>  | <b>0,3</b>  | <b>2,0</b>  | <b>2,9</b>  | <b>2,8</b>  | <b>8,0</b>  | <b>12,4</b> | <b>14,6</b> | <b>15,2</b> |
| <b>EPS (oikaistu)</b>              | <b>0,46</b> | <b>0,02</b> | <b>-0,01</b> | <b>0,12</b> | <b>0,03</b> | <b>0,16</b> | <b>0,01</b> | <b>0,04</b> | <b>0,12</b> | <b>0,11</b> | <b>0,28</b> | <b>0,50</b> | <b>0,59</b> | <b>0,61</b> |
| <b>EPS (raportoitu)</b>            | <b>0,25</b> | <b>0,02</b> | <b>-0,03</b> | <b>0,10</b> | <b>0,02</b> | <b>0,11</b> | <b>0,01</b> | <b>0,08</b> | <b>0,12</b> | <b>0,11</b> | <b>0,32</b> | <b>0,50</b> | <b>0,59</b> | <b>0,61</b> |

| Tunnusluvut                          | 2019    | Q1'20   | Q2'20   | Q3'20  | Q4'20   | 2020    | Q1'21   | Q2'21   | Q3'21e | Q4'21e  | 2021e  | 2022e  | 2023e  | 2024e  |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Liikevaihdon kasvu-%</b>          | 108,1 % | 94,3 %  | 19,9 %  | 23,0 % | -34,1 % | 12,2 %  | -33,6 % | 23,0 %  | 10,3 % | 37,0 %  | 6,3 %  | 24,1 % | 7,9 %  | 3,1 %  |
| <b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b> | 27,6 %  | -54,3 % | -99,4 % | 3,3 %  | -38,8 % | -41,8 % | -18,7 % | 11428 % | 0,8 %  | 123,9 % | 59,8 % | 55,6 % | 15,9 % | 4,1 %  |
| <b>Käyttökate-%</b>                  | 7,4 %   | 5,1 %   | 4,6 %   | 10,3 % | 7,9 %   | 7,1 %   | 7,5 %   | 10,4 %  | 10,3 % | 9,9 %   | 9,7 %  | 9,8 %  | 10,0 % | 10,0 % |
| <b>Oikaistu liikevoitto-%</b>        | 6,9 %   | 1,8 %   | 0,0 %   | 7,7 %  | 4,1 %   | 3,6 %   | 2,2 %   | 4,3 %   | 7,0 %  | 6,7 %   | 5,4 %  | 6,8 %  | 7,3 %  | 7,4 %  |
| <b>Nettotulos-%</b>                  | 2,7 %   | 0,9 %   | -1,8 %  | 4,7 %  | 0,9 %   | 1,4 %   | 0,7 %   | 4,2 %   | 5,0 %  | 4,8 %   | 4,0 %  | 4,9 %  | 5,4 %  | 5,4 %  |

Lähde: Inderes

# Tase

| Vastaavaa                      | 2019       | 2020       | 2021e      | 2022e      | 2023e      |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>168</b> | <b>167</b> | <b>165</b> | <b>161</b> | <b>158</b> |
| Liikearvo                      | 126        | 128        | 128        | 128        | 128        |
| Aineettomat hyödykkeet         | 32         | 30         | 26         | 22         | 18         |
| Käyttöomaisuus                 | 7          | 7          | 8          | 9          | 10         |
| 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        |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>42</b>  | <b>38</b>  | <b>42</b>  | <b>60</b>  | <b>73</b>  |
| 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         | 42         | 45         |
| Likvidit varat                 | 6          | 15         | 8          | 18         | 27         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>210</b> | <b>205</b> | <b>207</b> | <b>222</b> | <b>231</b> |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa                    | 2019       | 2020       | 2021e      | 2022e      | 2023e      |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>102</b> | <b>104</b> | <b>106</b> | <b>115</b> | <b>125</b> |
| Osakepääoma                    | 0,1        | 0,1        | 0,1        | 0,1        | 0,1        |
| Kertyneet voittovarot          | -5,9       | -5,7       | -1,4       | 7,3        | 16,9       |
| Oman pääoman ehtoiset lainat   | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |
| Uudelleenarvostusrahasto       | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |
| Muu oma pääoma                 | 107        | 107        | 107        | 107        | 107        |
| Vähemmistöosuus                | 1,0        | 2,9        | 1,0        | 1,0        | 1,0        |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>60</b>  | <b>57</b>  | <b>56</b>  | <b>54</b>  | <b>51</b>  |
| Laskennalliset verovelat       | 6,0        | 5,5        | 6          | 6          | 6          |
| Varaukset                      | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 54         | 52         | 50         | 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        |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>48</b>  | <b>44</b>  | <b>45</b>  | <b>53</b>  | <b>56</b>  |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 5,6        | 6,2        | 5          | 5          | 5          |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 41         | 35         | 38         | 46         | 50         |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 1          | 3          | 1          | 1          | 1          |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>210</b> | <b>205</b> | <b>207</b> | <b>222</b> | <b>231</b> |

# DCF-laskelma

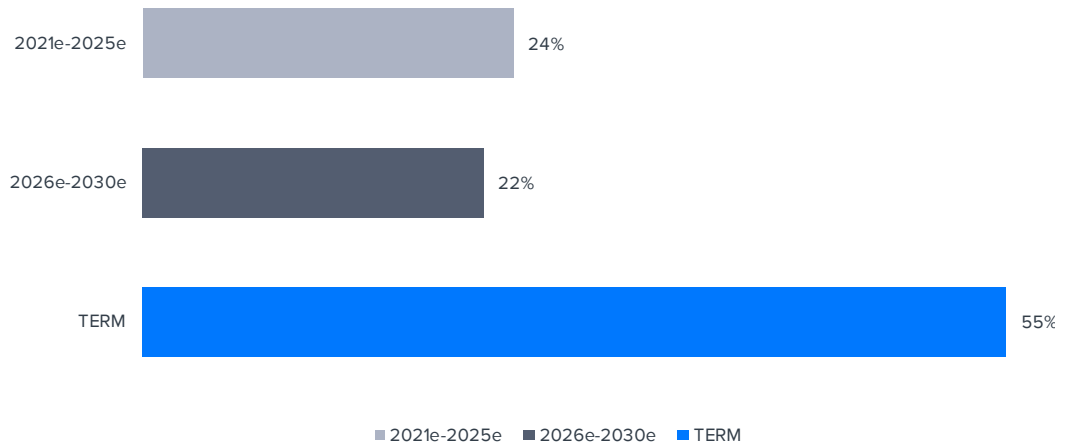
| DCF-laskelma                            | 2020        | 2021e       | 2022e       | 2023e       | 2024e       | 2025e       | 2026e       | 2027e       | 2028e       | 2029e       | 2030e       | 2031e       | 2032e       |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevoitto</b>                      | <b>5,6</b>  | <b>12,1</b> | <b>17,1</b> | <b>19,8</b> | <b>20,6</b> | <b>21,6</b> | <b>22,2</b> | <b>23,4</b> | <b>24,5</b> | <b>25,3</b> | <b>25,8</b> | <b>24,7</b> | <b>25,2</b> |
| + Kokonaispoistot                       | 7,9         | 7,5         | 7,5         | 7,4         | 7,4         | 7,5         | 7,5         | 5,8         | 3,8         | 3,9         | 3,9         | 3,8         | 3,9         |
| - Maksetut verot                        | -1,5        | -1,7        | -3,1        | -3,7        | -3,8        | -4,0        | -4,1        | -4,4        | -4,6        | -4,8        | -4,9        | -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         | -9,5        | -0,5        | -0,2        | -0,1        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,5        | -0,6        | -0,3        | -0,3        | 0,0         |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>         | <b>21,1</b> | <b>8,0</b>  | <b>20,6</b> | <b>23,0</b> | <b>23,7</b> | <b>24,6</b> | <b>25,1</b> | <b>24,3</b> | <b>22,9</b> | <b>23,6</b> | <b>24,2</b> | <b>23,3</b> | <b>24,1</b> |
| + 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         |
| - Bruttoinvestoinnit                    | -7,1        | -5,3        | -4,4        | -4,4        | -4,3        | -4,0        | -4,0        | -4,0        | -4,0        | -4,0        | -4,0        | -4,0        | -4,0        |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>   | <b>14,1</b> | <b>2,7</b>  | <b>16,2</b> | <b>18,6</b> | <b>19,4</b> | <b>20,6</b> | <b>21,1</b> | <b>20,3</b> | <b>18,9</b> | <b>19,6</b> | <b>20,2</b> | <b>19,3</b> | <b>20,1</b> |
| +/- 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        | 2,7         | 16,2        | 18,6        | 19,4        | 20,6        | 21,1        | 20,3        | 18,9        | 19,6        | 20,2        | 19,3        | 20,1        |
| <b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>     |             | <b>2,7</b>  | <b>14,6</b> | <b>15,5</b> | <b>15,0</b> | <b>14,8</b> | <b>14,0</b> | <b>12,5</b> | <b>10,7</b> | <b>10,4</b> | <b>9,9</b>  | <b>8,7</b>  | <b>8,4</b>  |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta |             | 283         | 280         | 266         | 250         | 235         | 221         | 207         | 194         | 183         | 173         | 163         | 154         |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                 |             | <b>283</b>  |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| - Korolliset velat                      |             | -58         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| + Rahavarat                             |             | 15,4        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| -Vähemmistöosuus                        |             | -1,6        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| -Osinko/pääomapalautus                  |             | -3,7        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>            |             | <b>205</b>  |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>  |             | <b>8,3</b>  |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |

## 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 %        |
| <b>Oman pääoman kustannus</b>           | <b>9,3 %</b> |
| <b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b> | <b>7,9 %</b> |

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain



# Yhteenveto

| Tuloslaskelma             | 2018        | 2019        | 2020        | 2021e        | 2022e        | Osakekohtaiset luvut         | 2018        | 2019        | 2020        | 2021e        | 2022e        |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Liikevaihto               | 81,6        | 169,8       | 190,6       | 202,5        | 251,3        | EPS (raportoitu)             | 0,31        | 0,25        | 0,11        | 0,32         | 0,50         |
| Käyttökate                | 10,1        | 12,6        | 13,5        | 19,6         | 24,6         | EPS (oikaistu)               | 0,38        | 0,46        | 0,16        | 0,28         | 0,50         |
| Liikevoitto               | 8,2         | 8,0         | 5,6         | 12,1         | 17,1         | Operat. kassavirta / osake   | 0,68        | 1,03        | 0,85        | 0,32         | 0,83         |
| Voitto ennen veroja       | 5,4         | 6,7         | 4,0         | 10,6         | 15,6         | Vapaa kassavirta / osake     | 2,44        | -1,90       | 0,57        | 0,11         | 0,65         |
| Nettovoitto               | 4,6         | 4,6         | 2,7         | 8,0          | 12,4         | Omapääoma / osake            | 3,43        | 5,54        | 4,06        | 4,24         | 4,59         |
| Kertaluontoiset erät      | -1,1        | -3,8        | -1,3        | 1,1          | 0,0          | Osinko / osake               | 0,32        | 0,10        | 0,15        | 0,15         | 0,20         |
| <b>Tase</b>               | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> | <b>Kasvu ja kannattavuus</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> |
| Taseen loppusumma         | 96,3        | 209,6       | 205,2       | 207,0        | 221,7        | Liikevaihdon kasvu-%         | -26 %       | 108 %       | 12 %        | 6 %          | 24 %         |
| Oma pääoma                | 50,8        | 101,8       | 103,8       | 106,3        | 115,0        | Käyttökateen kasvu-%         | 8 %         | 25 %        | 7 %         | 45 %         | 25 %         |
| Liikearvo                 | 59,9        | 125,8       | 127,9       | 127,9        | 127,9        | Liikevoiton oik. kasvu-%     | 14 %        | 28 %        | -42 %       | 60 %         | 56 %         |
| Nettovelat                | 13,8        | 54,1        | 42,4        | 46,7         | 35,4         | EPS oik. kasvu-%             | -9 %        | 20 %        | -65 %       | 75 %         | 79 %         |
| <b>Kassavirta</b>         | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> | Käyttökate-%                 | 12,3 %      | 7,4 %       | 7,1 %       | 9,7 %        | 9,8 %        |
| Käyttökate                | 10,1        | 12,6        | 13,5        | 19,6         | 24,6         | Oik. Liikevoitto-%           | 11,3 %      | 6,9 %       | 3,6 %       | 5,4 %        | 6,8 %        |
| Nettokäyttöpääoman muutos | 0,5         | 2,6         | 9,4         | -9,5         | -0,5         | Liikevoitto-%                | 10,0 %      | 4,7 %       | 2,9 %       | 6,0 %        | 6,8 %        |
| Operatiivinen kassavirta  | 10,1        | 18,7        | 21,1        | 8,0          | 20,6         | ROE-%                        | 18,2 %      | 6,0 %       | 2,7 %       | 7,8 %        | 11,3 %       |
| Investoinnit              | -11,8       | -104,0      | -7,1        | -5,3         | -4,4         | ROI-%                        | 12,2 %      | 6,8 %       | 3,4 %       | 7,5 %        | 10,4 %       |
| Vapaa kassavirta          | 36,1        | -34,6       | 14,1        | 2,7          | 16,2         | Omavaraisuusaste             | 52,8 %      | 48,6 %      | 50,6 %      | 51,3 %       | 51,9 %       |
|                           |             |             |             |              |              | Nettovelkaantumisaste        | 27,2 %      | 53,1 %      | 40,9 %      | 43,9 %       | 30,8 %       |
| <b>Arvostuskertoimet</b>  | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021e</b> | <b>2022e</b> |                              |             |             |             |              |              |
| EV/Liikevaihto            | 0,8         | 1,3         | 1,0         | 1,0          | 0,8          |                              |             |             |             |              |              |
| EV/EBITDA (oik.)          | 6,2         | 18,6        | 14,3        | 10,8         | 8,2          |                              |             |             |             |              |              |
| EV/EBIT (oik.)            | 6,7         | 18,1        | 28,1        | 19,4         | 11,8         |                              |             |             |             |              |              |
| P/E (oik.)                | 8,5         | 13,8        | 36,8        | 23,6         | 13,2         |                              |             |             |             |              |              |
| P/B                       | 1,0         | 1,6         | 1,5         | 1,6          | 1,4          |                              |             |             |             |              |              |
| 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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon 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 investointipankkiliketoimintaa.

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 €      |

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.**