Eezy

Yhtiöpäivitys

13/5/2020

- Toistamme Eezyn vähennä-suosituksemme ja tarkistamme tavoitehintamme 3,5 euroon (aik. 3,0 euroa)
- Eezyn Q1-luvut olivat odotuksiamme vahvemmat
- Emme tehneet merkittäviä ennustemuutoksia, odotamme Horecan-kysynnän palautuvan vain asteittain
- Arvostus on neutraali vuoden 2021 kertoimilla, eikä merkittävä epävarmuus puolla pidemmän ajan potentiaaliin nojaamista

Inderes Yhtiöasiakas

inderes.

Todellinen testi on vielä edessäpäin

Eezyn eilen julkaisemat Q1-luvut olivat odotuksiamme paremmat. Siten yhtiö selvisi koronaviruksen liiketoiminnalle ja etenkin kustannusrakenteen joustolle aiheuttamasta ensimmäisestä testistä suhteellisen kuivin jaloin. Todellinen testi on kuitenkin vasta edessäpäin Q2:lla ja yhtiön asiakaskunnan syklinen luonne huomioiden on epävarmuus pidemmälle katsottaessa koholla. Siten toistamme Eezyn vähennä-suosituksemme, mutta lyhyen tähtäimen lievästi laskenutta riskiprofiilia heijastellen nostamme tavoitehintamme 3,5 euroon (aik. 3,0 euroa).

Q1-luvut ylittivät odotuksemme

Eezyn Q1-liikevaihto lähes kaksinkertaistui vertailukaudesta 55 MEUR:oon Smile-järjestelyä heijastellen ja ylitti 50 MEUR:n ennusteemme. Järjestely heijastui etenkin kokonsa yli kaksinkertaistaneeseen henkilöstövuokrausliiketoimintaan, joka myös oli ennusteemme ylityksen taustalla. Vastaavasti muiden liiketoiminta-alueiden kehityksessä ei ollut yllätyksiä, kun Rekrytointi ja organisaation kehittäminen sekä Kevytyrittäjäpalvelut jatkoivat lievässä kasvussa Q1:llä. Kokonaisuutena koronaviruksen pääasialliset vaikutukset rajoittuivat maaliskuun loppupuolelle ja Horeca-sektoriin, joka vastasi noin 25 % koko vuoden 2019 pro-forma liikevaihdosta. Q1:n kannattavuus (EBITDA-% 5,1 %) oli linjassa ennusteemme kanssa ja siten odotuksiamme vahvempi liikevaihtotaso veti käyttökatteen 2,8 MEUR:oon ja yli 2,5 MEUR:n ennusteemme.

Liian aikaista ohjeistukselle, emme tehneet merkittäviä ennustemuutoksia

Eezy ei antanut loppuvuodelle ohjeistusta, mikä oli odotuksiemme mukaista kysyntään liittyvän epävarmuuden myötä. Teimme ennusteisiimme vain lieviä muutoksia raportin jälkeen ja odotamme Horeca-sektorin toipuvan asteittain kesäkuusta alkaen. Lisäksi arvioimme epävarmuuden heijastuvan lievästi teollisuuden ja rakentamisen työvoiman kysyntään vuoden jälkimmäisellä puoliskolla tilauskantojen purkautumisen ja kesken olleiden hankkeiden valmistumisen jälkeen. Tätä taustaa vasten odotamme liikevaihtotason jäävän Horeca-sektorilla selvästi vertailukauden tasosta ravintoloiden aukeamisesta huolimatta koko vuoden aikana ja odotamme teollisuuden ja rakentamisen jäävän myös hieman viime vuoden kehityksestä. Odotuksiamme vahvempaa Q1-raporttia ja ennustetarkistuksia heijastellen koko vuoden liikevaihdon ennusteemme nousi 3 % 222 MEUR:oon ja käyttökatteen ennusteemme laski 2 % 13,8 MEUR:oon. Ennusteemme eivät sisällä mahdollisia ja todennäköisesti ainakin lieviä luottotappiovarauksia, sillä niiden ennustaminen on hyvin haastavaa.

Arvostusta on peilattava vuoden 2021 kertoimiin, jotka ovat neutraalit

Eezyn osake ei saa tukea vuoden 2020 korkeista arvostuskertoimista (P/E 24x ja EV/EBITDA 10x) tulostason kärsiessä merkittävästi koronan vaikutuksista. Tuntuvan tulosparannuksen huomioivat vuoden 2021 vastaavat kertoimet ovat 10x ja 6x. Kertoimet ovat mielestämme yhtiölle suhteellisen neutraalit, mutta suhteellisesti kertoimet ovat alle verrokkien tason. Verrokkien arvostuskertoimet ovat kuitenkin absoluuttisesti korkeat ja arviomme mukaan niissä on laskuvaraa. Lyhyen tähtäimen tulostasoon, mahdollisiin luottotappiovarauksiin ja yhtiön suhdanneherkkien asiakasalojen kysyntään liittyvä epävarmuus huomioiden emme näe ensi vuoden kertoimiin ja pidemmän aikavälin potentiaaliin nojaamista houkuttelevana tuotto/riski-suhteella arvioituna.

Analyytikko

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

Suositus ja tavoitehinta

Vähennä
(aik. Vähennä)

3,50 EUR
(aik. 3,00 EUR)

Osakekurssi: 3,70 EUR
Potentiaali: -5,4 %

Ohjeistus (Ennallaan)
Tulosennuste annetaan, kun yhtiöllä on paremmat edellytykset arvioida koronavirusepidemian kokonaiskestoa ja vaikutusten laajuutta.

Avainluvut

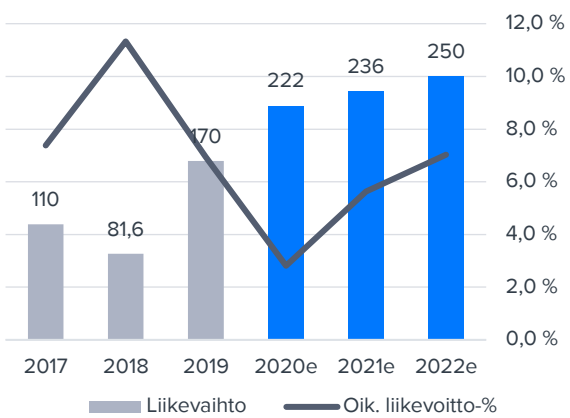
	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	170	222	236	250
kasvu-%	108 %	31 %	6 %	6 %
EBIT oik.	11,8	6,3	13,3	17,6
EBIT-% oik.	6,9 %	2,8 %	5,6 %	7,0 %
Nettotulos	4,6	3,8	9,3	12,7
EPS (oik.)	0,46	0,15	0,37	0,51
P/E (oik.)	13,8	24,4	9,9	7,2
P/B	1,6	0,9	0,8	0,7
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,7 %	4,1 %
EV/EBIT (oik.)	18,1	22,5	9,8	6,7
EV/EBITDA	18,6	10,2	6,3	4,7
EV/Liikevaihto	1,3	0,6	0,6	0,5

Lähde: Inderes

Osakekurssi

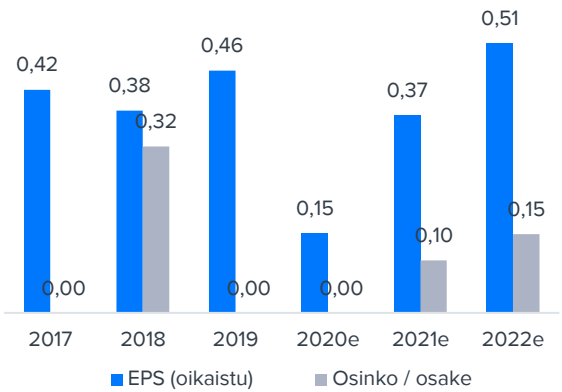
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP
92
MEUR

EV
141
MEUR

EV/EBITDA
10,2
2020e

P/E (oik.)
24,4
2020e

Arvoajurit

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

Riskitekijät

- Talouden kehitys vaikuttaa vivulla toimialaan
- Työvoiman saatavuus voi hidastaa kasvua
- Kilpailutilanne on tiukka
- Yritysostovetoiseen kasvuun liittyy aina riskejä
- Luottotappioriskit asiakkaiden kärsiessä koronan vaikutuksista

Arvostus

- Lyhyen tähtäimen arvostus on korkea, mutta painuu selvän tulosparannuksen myötä neutraaliksi vuoteen 2021 katsottaessa
- Suhdanneherkkien asiakasalojen suuri suhteellinen osuus kasvattaa epävarmuutta pidemmälle katsottaessa
- Pitkän aikavälin potentiaalia painottava kassavirtamalli indikoi tuntuvaa potentiaalia

Q1-luvut ylittivät ennusteemme

Smile-järjstely veti liikevaihdon kasvua

Eezyn Q1:n liikevaihto kasvoi vertailukaudesta reilu 94 % 55 MEUR:oon, mikä ylitti 50 MEUR:n ennusteemme. Liikevaihdon kasvua veti etenkin Henkilöstövuokraus-palvelualueen voimakas (115 %:n) kasvu, joka oli ennusteemme ylityksen taustalla ja oli seurausta Smile-fuusiosta. Muista palvelualueista Rekrytointi ja organisaation kehittäminen kasvoi odotuksiemme mukaisesti lievästi, kuten myös Kevytyrittäjäpalvelut. Vastaavasti Franchise-maksut laskivat selvästi (-28 %) vertailukaudesta, mitä selittää Alina-liiketoiminnasta luopuminen viime vuonna sekä arviomme mukaan myös jossain määrin myös koronaviruksen vaikutus franchise-toimijoiden liiketoimintaan. Kokonaisuutena koronapandemian vaikutukset rajoittuivat Q1:llä pääosin maaliskuun loppupuolelle ja Horeca-sektoriin, joka on alkuvuonna etenkin kesäkvartaaleja pienemmässä roolissa.

Kannattavuus odotuksiamme mukaisella tasolla

Eezy ylsi Q1:llä 5,1 %:n oikaistuun käyttökatemarginaaliin, joka oli linjassa 5 %:n ennusteemme kanssa. Siten oikaistu käyttökate oli vertailukauden tasolla 2,8 MEUR:ssa ja ylitti ennusteemme korkeampaa liikevaihtotasoa heijastellen. Käyttökatemarginaali vastaa kuitenkin yhtiölle vain välttävää tasoa ja potentiaali on selvästi korkeammalla.

Kannattavuutta heikensi mm. palvelualueista matalamman kannattavuuden omaavan henkilöstövuokrauksen suurempi suhteellinen osuus liikevaihdosta, matalan liikevaihtotason negatiivinen vaikutus suorarekrytoinnin ja organisaation kehittämisen kannattavuuteen ja brändiuudistuksen sekä IT-järjestelmien kehitystyön kustannukset.

Näiden ei-jatkuvien kustannusten suuruusluokka oli yhtiön mukaan noin 0,5 MEUR, mutta emme ole oikaisseet niitä ennusteissamme niiden ollessa osa tavanomaista operatiivista toimintaa.

Alimmilla riveillä ei ollut yllätyksiä ja siten 0,02 euron osakekohtainen tulos ylitti 0,01 euron ennusteemme operatiivista tulosta heijastellen.

Likviditeetti ja tase kunnossa

Eezyn taseasema säilyi vahvana ja Q1:n lopussa omavaraisuusaste oli 49 % ja nettovelkaantumisaste oli 53 %. Yhtiön nettovelka/EBITDA (TTM) on 2,9x, mikä on suhteellisen korkea, mutta velan maturiteetti huomioiden tasoon ei näkemyksemme mukaan liity erityistä huomioitavaa riskiä. Q1:n lopussa Eezyn likvidit varat olivat reilu 7 MEUR ja yhtiöllä oli edelleen 10 MEUR:n käyttämätön luottolimiitti. Siten myös yhtiön likviditeettitilanne on hyvä.

Ennustetaulukko	Q1'19	Q1'20	Q1'20e	Q1'20e	Konsensus		Erotus (%)	2020e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	28,4	55,1	50,1				10 %	222
Käyttökate (oik.)	2,8	2,8	2,5				12 %	14,1
Liikevoitto	2,1	1,0	0,6				72 %	6,3
Tulos ennen veroja	1,9	0,7	0,2				267 %	4,8
EPS (raportoitu)	0,07	0,02	0,01				225 %	0,15
Liikevaihdon kasvu-%		94,3 %	77 %				17,6 %-yks.	30,8 %
Käyttökate-% (oik.)	9,9 %	5,1 %	5,0 %				0,1 %-yks.	6,3 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset jäivät maltillisiksi

Liian aikaista ohjeistukselle

Eezy ei odotetusti antanut ohjeistusta kuluvalle vuodella ja kommentoi, että koronapandemia vaikutti maaliskuusta alkaen joidenkin asiakkaiden liiketoimintaan voimakkaasti. Vaikutus on ollut luonnollisesti suurin Horeca-sektorilla, mutta yhtiö arvioi, että koronan vaikutus näkynee loppuvuoden aikana myös jonkin suuruisena teollisuudessa ja rakentamisessa.

Ohjeistuksen panttaaminen vielä tässä vaiheessa vuotta oli odotettua, sillä etenkin kesäkvartaaleina suhteellisesti suuremmassa roolissa olevan Horecan kysyntäkuvaan liittyy merkittävää epävarmuutta, vaikka ravintolat aukeavat näillä näkymin kesäkuusta alkaen. Lisäksi huomioitavaa on, että suuret tapahtumat jäävät tulevana kesänä pitämättä, mikä entisestään heikentää Horecan koko vuoden liikevaihtotasoa.

Ennustemuutokset vuodelle 2020 jäivät pieniksi

Teimme raportin jälkeen suhteellisin pieniä ennustemuutoksia ja näitä sekä odotuksiamme vahvempaa Q1-raporttia heijastellen koko vuoden liikevaihdon ennusteemme nousi 3 % 223 MEUR:oon, kun taas käyttökatteen ennusteemme laski 2 % 13,8 MEUR:oon. Vaikka täysimääräiseen testiin yhtiön kustannusrakenne ei vielä Q1:llä joutunut, osoitti se kustannuksien joustavan kohtuullisen hyvin liikevaihdon laskiessa ja tätä sekä toimihenkilöiden lomautuksien tuomia kustannussäästöjä heijastellen tarkistimme Q2:n kannattavuusennusteitamme ylöspäin. Vastaavasti tarkistimme H2:n kannattavuusennusteitamme alaspäin, sillä tarkistimme korkeamman marginaalin Rekrytointi ja organisaation kehittämisen sekä Kevytyrittäjäpalveluiden liikevaihdon ennusteitamme alaspäin, mikä rokottaa myös kannattavuutta tuntuvasti. Lisäksi korkean katteen Franchise-maksujen ennustetarkistuksen alaspäin rokottivat tulosennusteitamme. Ennusteissamme emme odota Horeca-sektorin kysynnän palautuvan kesäkuussa olennaisesti, kun taas Q3:lla odotamme sen olevan karkeasti 60 % vertailukauden tasosta ja Q4:llä vastaavasti 80 %. Lisäksi odotamme muun liikevaihdon laskevan suhteessa vertailukauteen. Ennusteemme ei sisällä mahdollisia luottotappioita, sillä niiden ennustaminen on hyvin haastavaa.

Paluu kasvuun vuonna 2021

Tarkistimme myös vuoden 2021 kannattavuusennusteitamme lievästi alaspäin ja oikaistun käyttökatteen ennusteemme laski 21,2 MEUR:oon. Odotamme yhtiön palaavan kasvu-uralle vuonna 2021 talouden kasvukuvaa ja Horecan jokseenkin ehjää vuotta heijastellen.

Ennustemuutokset	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	216	222	3 %	230	236	3 %	243	250	3 %
Käyttökate	14,1	13,8	-2 %	22,4	20,8	-7 %	26,1	25,1	-4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,3	6,3	-1 %	14,6	13,3	-9 %	18,2	17,6	-4 %
Liikevoitto	6,3	6,3	-1 %	14,6	13,3	-9 %	18,2	17,6	-4 %
Tulos ennen veroja	4,7	4,8	1 %	13,0	11,7	-10 %	16,6	16,0	-4 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,15	0,15	-1 %	0,42	0,37	-10 %	0,53	0,51	-4 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,10	0,10	0 %	0,15	0,15	0 %

Lähde: Inderes

Arvostusta peilattava vuoteen 2021

Eezyn osakkeen lyhyen tähtäimen arvostus on korkea koronapandemian vaikutusten rokottaessa tuloskuntoa etenkin vuonna 2020. Selvän tulosparannuksen sisältävät vuoden 2021 arvostuskertoimet ovat mielestämme suhteellisen neutraalit ja pidemmän aikavälin potentiaalia indikoiva kassavirtamallimme indikoi osakkeelle tuntuvaa nousuvaraa. Näkemyksemme mukaan pidemmän tähtäimeen potentiaaliin nojaaminen ei ole riski/tuotto-suhteeltaan houkuttelevaa, kun huomioidaan lyhyen tähtäimen tuloskuntoon liittyvä tuntuva epävarmuus (ml. luottotappioriskit) sekä suhdanneherkkien asiakasalojen tuntuva osuus liikevaihdosta.

Arviomme mukaan koronapandemia myös todennäköisesti hidastaa epäorgaanisen kasvustrategian toteutusta ainakin jossain määrin, emmekä siten odota yrityskauppojen ajavan osaketta lyhyellä tähtäimellä. Siten odotamme yhä parempia ostopaikkoja päästä mukaan Eezyn pitkän aikavälin kasvutarinaan.

Arvostuskertoimia peilattava vuoteen 2021

Ennusteillamme Eezyn vuoden 2020 P/E-kerroin on 24x, EV/EBIT-kerroin on 22,5x ja vastaavasti EV/EBITDA-kerroin on 10x. Kertoimet ovat absoluuttisesti hyvin korkeat ja ne ovat myös kokonaisuutena selvästi yli verrokkiryhmän kertoimien tason.

Vuoden 2021 P/E-kerroin on 10x ja vastaavat EV/EBIT ja EV/EBITDA-kertoimet ovat 10x ja 6x, mitkä ovat mielestämme suhteellisen neutraalit. Suhteellisesti vuoden 2021 kertoimet ovat alle verrokkien tason (18 % ja 28 %), mutta absoluuttisesti verrokkien kertoimet ovat mielestämme korkeat, kun huomioidaan suhdanneherkän toimialan näkymiin liittyvä epävarmuus. Kokonaisuutena näkemyksemme mukaan osakkeen arvostuskertoimissa ei ole nousuvaraa ja näkemyksemme mukaan tätä tukee myös Eezyn suhteellinen arvostus.

Emme odota Eezyn maksavan osinkoa vuodelta 2019, josta yhtiön hallitus päättää vielä erikseen syksyllä, emmekä myöskään odota yhtiön maksavan osinkoa vuodelta 2020. Mielestämme sotakassan kasvattamisen priorisointi markkinan mahdollisesti tarjoamien epäorgaanisten kasvumahdollisuuksien varalle olisi yhtiön kasvuyhtiöprofiili huomioiden pidemmän tähtäimen sijoittajan perspektiivistä perustellumpi ratkaisu, etenkin kun huomioidaan yhtiön velkaantuneisuus.

Kassavirtamalli indikoi osakkeelle tuntuvaa nousuvaraa

Kassavirtamallimme indikoima osakkeen arvo on 5,50 euroa, mihin on tuntuvaa nousuvaraa. Tämä mielestämme kuvastaa osakkeessa piilevää pidemmän tähtäimen potentiaalia, vaikkakin sen soveltuvuus suhdanneherkän yhtiön mallintamiseen on heikohko, sillä malli on herkkä muutoksille ennusteparametreissä. Lyhyen tähtäimen tuloskehitykseen liittyvät riskit sekä suhdanneherkät asiakasalat huomioiden nykyisessä epävarmuuden hallitsemassa ympäristössä kassavirtamallin indikoimaan potentiaaliin nojaaminen ei mielestämme ole houkuttelevaa.

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	3,70	3,70	3,70
Osakemäärä, milj. kpl	24,8	24,8	24,8
Markkina-arvo	92	92	92
Yritysarvo (EV)	141	131	119
P/E (oik.)	24,4	9,9	7,2
P/E	24,4	9,9	7,2
P/Kassavirta	12,9	7,9	5,8
P/B	0,9	0,8	0,7
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA (oik.)	10,2	6,3	4,7
EV/EBIT (oik.)	22,5	9,8	6,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	26,7 %	29,3 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,7 %	4,1 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	3,28	6,35	**3,70**	**3,70**	**3,70**	**3,70**
Osakemäärä, milj. kpl	14,8	18,2	**24,8**	**24,8**	**24,8**	**24,8**
Markkina-arvo	49	158	**92**	**92**	**92**	**92**
Yritysarvo (EV)	62	213	**141**	**131**	**119**	**105**
P/E (oik.)	8,5	13,8	**24,4**	**9,9**	**7,2**	**5,9**
P/E	10,6	25,3	**24,4**	**9,9**	**7,2**	**5,9**
P/Kassavirta	1,3	neg.	**12,9**	**7,9**	**5,8**	**4,9**
P/B	1,0	1,6	**0,9**	**0,8**	**0,7**	**0,7**
P/S	0,6	0,9	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**0,4**
EV/Liikevaihto	0,8	1,3	**0,6**	**0,6**	**0,5**	**0,4**
EV/EBITDA (oik.)	6,2	18,6	**10,2**	**6,3**	**4,7**	**3,7**
EV/EBIT (oik.)	6,7	18,1	**22,5**	**9,8**	**6,7**	**5,0**
Osinko/tulos (%)	101,9 %	0,0 %	**0,0 %**	**26,7 %**	**29,3 %**	**40,0 %**
Osinkotuotto-%	9,6 %	0,0 %	**0,0 %**	**2,7 %**	**4,1 %**	**6,8 %**

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		**MEUR**	**MEUR**	**2020e**	**2021e**	**2020e**	**2021e**	**2020e**	**2021e**	**2020e**	**2021e**	**2020e**	**2021e**	**2020e**
Manpowergroup	68,88	3741	3747	11,2	6,2	8,7	5,4	0,2	0,2	24,6	13,7	3,2	3,4	1,6
Cross Country Healthcare	6,11	219	267	22,7	17,0	12,1	8,6	0,3	0,3	33,4	30,0			1,4
Adecco	41,18	6401	6777	14,0	7,5	11,0	6,7	0,4	0,3	21,3	10,9	4,8	5,6	1,8
Staffline Group	26,50	23	135		23,0		13,5		0,1		11,4			
BG Staffing	9,92	99	142							11,4				
Trueblue	14,41	481	593		16,2	46,5	9,6	0,3	0,3	85,8	14,6			1,0
Kforce	27,99	594	657	15,6	14,0	13,0	11,7	0,6	0,6	18,1	14,2	2,7	2,9	7,0
Hays	103,40	2019	2264	22,5	20,1	13,2	12,3	0,3	0,4	24,1	24,9	0,1	1,2	1,9
Sthree	220,00	350	336	10,2	7,4	8,9	6,5	0,2	0,2	15,2	10,9	4,5	5,5	2,1
Groupe Crit	50,80	572	489	10,3	6,5	6,6	4,5	0,2	0,2	25,0	16,9	2,1	2,1	0,9
Randstad	36,06	6581	7998	13,6	8,4	8,6	6,5	0,4	0,3	16,7	10,4	1,9	5,6	1,4
Enersense	1,64	9	11					0,2	0,1	12,1	8,1		1,4	1,3
Eezy (Inderes)	**3,70**	**92**	**141**	**22,5**	**9,8**	**10,2**	**6,3**	**0,6**	**0,6**	**24,4**	**9,9**	**0,0**	**2,7**	**0,9**
Keskiarvo				**15,0**	**12,6**	**14,3**	**8,5**	**0,3**	**0,3**	**26,1**	**15,1**	**2,7**	**3,5**	**2,0**
Mediaani				**13,8**	**11,2**	**11,0**	**7,6**	**0,3**	**0,3**	**21,3**	**13,7**	**2,7**	**3,1**	**1,5**
Erotus-% vrt. mediaani				***63 %***	***-12 %***	***-7 %***	***-18 %***	***101 %***	***102 %***	***14 %***	***-28 %***	***-100 %***	***-13 %***	***-42 %***

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	**81,6**	**28,4**	**32,5**	**43,3**	**65,7**	**170**	**55,1**	**48,9**	**60,6**	**57,6**	**222**	**236**	**250**	**262**
Henkilöstövuokraus	61,1	28,4	32,5	43,3	45,3	149	51	45	57	52	205	219	232	244
Franchise-maksut	8,9	0,0	0,0	0,0	7,8	7,8	1,4	1,0	1,4	1,5	5,3	5,3	5,4	5,4
Rekrytoinnin ja organisaation kehittämise	8,7	0,0	0,0	0,0	9,4	9,4	2,0	2,5	1,4	2,9	8,8	8,5	8,9	9,2
Kevytyrittäjäpalvelut	2,9	0,0	0,0	0,0	3,2	3,2	0,7	0,9	0,8	0,9	3,2	3,3	3,5	3,7
Käyttökate	**10,1**	**2,8**	**3,1**	**2,5**	**4,2**	**12,6**	**2,8**	**2,3**	**4,4**	**4,2**	**13,8**	**20,8**	**25,1**	**28,6**
Poistot ja arvonalennukset	-1,9	-0,7	-0,8	-1,2	-1,9	-4,6	-1,8	-1,9	-1,9	-1,9	-7,5	-7,5	-7,5	-7,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	**9,2**	**2,2**	**2,8**	**4,0**	**2,9**	**11,8**	**1,0**	**0,4**	**2,5**	**2,3**	**6,3**	**13,3**	**17,6**	**21,0**
Liikevoitto	**8,2**	**2,1**	**2,3**	**1,3**	**2,3**	**8,0**	**1,0**	**0,4**	**2,5**	**2,3**	**6,3**	**13,3**	**17,6**	**21,0**
Nettorahoituskulut	-2,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,7	-1,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6
Tulos ennen veroja	**5,4**	**1,9**	**2,1**	**1,1**	**1,6**	**6,7**	**0,7**	**0,0**	**2,1**	**1,9**	**4,8**	**11,7**	**16,0**	**19,5**
Verot	-0,8	-0,7	-0,5	-0,7	-0,2	-2,1	-0,2	0,0	-0,4	-0,4	-1,0	-2,3	-3,2	-3,9
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Nettotulos	**4,6**	**1,3**	**1,7**	**0,3**	**1,4**	**4,6**	**0,5**	**0,0**	**1,7**	**1,6**	**3,8**	**9,3**	**12,7**	**15,5**
EPS (oikaistu)	**0,38**	**0,07**	**0,12**	**0,16**	**0,11**	**0,46**	**0,02**	**0,00**	**0,07**	**0,06**	**0,15**	**0,37**	**0,51**	**0,63**
EPS (raportoitu)	**0,31**	**0,07**	**0,09**	**0,02**	**0,08**	**0,25**	**0,02**	**0,00**	**0,07**	**0,06**	**0,15**	**0,37**	**0,51**	**0,63**

Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	-25,5 %	0,0 %	0,0 %	-28,2 %	207,8 %	108,1 %	94,3 %	50,2 %	40,0 %	-12,3 %	30,8 %	6,4 %	5,8 %	4,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	14,4 %			-38,4 %	2,5 %	27,6 %	-53,6 %	-85,8 %	-36,1 %	-19,3 %	-46,9 %	112,3 %	32,1 %	19,8 %
Käyttökate-%	12,3 %	9,9 %	9,6 %	5,8 %	6,3 %	7,4 %	5,1 %	4,7 %	7,3 %	7,4 %	6,2 %	8,8 %	10,0 %	10,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	11,3 %	7,6 %	8,6 %	9,2 %	4,4 %	6,9 %	1,8 %	0,8 %	4,2 %	4,1 %	2,8 %	5,6 %	7,0 %	8,0 %
Nettotulos-%	5,6 %	4,4 %	5,1 %	0,7 %	2,1 %	2,7 %	0,9 %	0,0 %	2,8 %	2,7 %	1,7 %	3,9 %	5,1 %	5,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	**68,6**	**168**	**165**	**162**	**159**
Liikearvo	59,9	126	126	126	126
Aineettomat hyödykkeet	4,2	32,2	28	24	20
Käyttöomaisuus	3,3	6,8	7,9	8,9	9,9
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut sijoitukset	0,2	0,7	0,7	0,7	0,7
Muut pitkäaikaiset varat	0,4	1,9	1,9	1,9	1,9
Laskennalliset verosaamiset	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3
Vaihtuvat vastaavat	**28**	**42**	**45**	**57**	**69**
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	2,3	0,7	0,7	0,7	0,7
Myyntisaamiset	16,7	35,5	35,5	39,0	41,3
Likvidit varat	8,6	5,7	8,9	17,1	27,2
Taseen loppusumma	**96**	**210**	**210**	**219**	**228**

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	**50,8**	**102**	**106**	**115**	**125**
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarat	-7,3	-5,9	-2,1	7,2	17,5
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	58	107	107	107	107
Vähemmistöosuus	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Pitkäaikaiset velat	**22**	**60**	**58**	**56**	**54**
Laskennalliset verovelat	0,5	6,0	6	6	6
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	21	54	52	50	48
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	**23**	**48**	**46**	**48**	**49**
Lainat rahoituslaitoksilta	1,1	5,6	5	5	5
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,3	40,8	40	41	43
Muut lyhytaikaiset velat	20,9	1,2	1,2	1,2	1,2
Taseen loppusumma	**96**	**210**	**210**	**219**	**228**

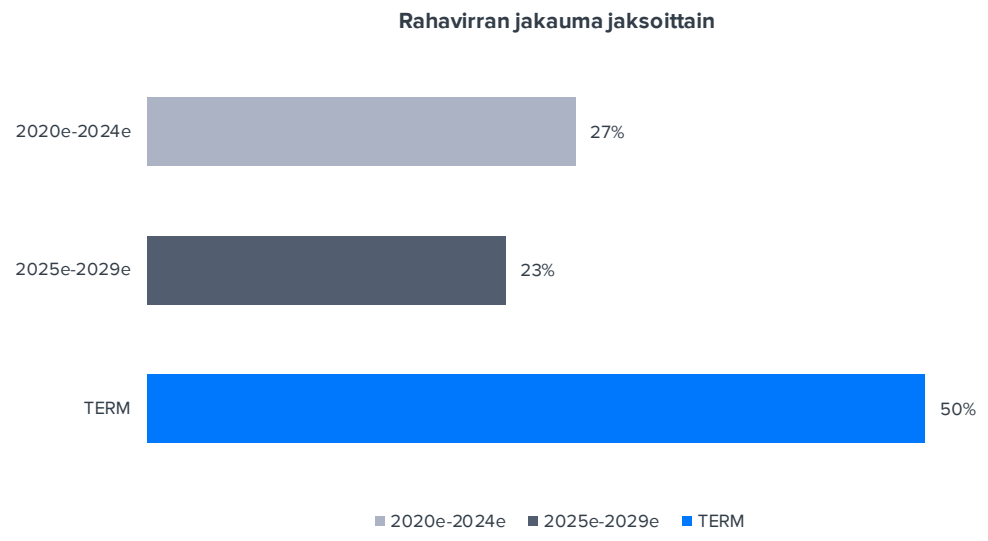
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	**8,0**	**6,3**	**13,3**	**17,6**	**21,0**	**20,3**	**20,9**	**20,9**	**20,6**	**21,0**	**21,4**	**21,2**	**21,5**	
+ Kokonaispoistot	4,6	7,5	7,5	7,5	7,6	6,9	4,9	4,9	4,3	4,4	4,4	4,3	4,3	
- Maksetut verot	3,8	-1,1	-2,3	-3,2	-3,9	-3,8	-3,9	-3,9	-3,8	-3,9	-4,0	-3,9	-4,0	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	2,6	-0,8	-2,1	-1,1	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	**18,7**	**11,6**	**16,1**	**20,4**	**23,2**	**23,1**	**21,6**	**21,6**	**20,7**	**21,1**	**21,5**	**21,3**	**21,5**	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-104,0	-4,5	-4,5	-4,6	-4,4	-4,3	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	**-85,6**	**7,1**	**11,6**	**15,8**	**18,8**	**18,8**	**17,6**	**17,6**	**16,7**	**17,1**	**17,5**	**17,3**	**17,3**	
+/- Muut	51,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-34,6	7,1	11,6	15,8	18,8	18,8	17,6	17,6	16,7	17,1	17,5	17,3	17,3	
Diskontattu vapaa kassavirta		**6,8**	**10,2**	**12,8**	**14,1**	**13,0**	**11,2**	**10,4**	**9,1**	**8,6**	**8,2**	**7,4**	**6,9**	**103**
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		222	215	205	192	178	165	154	143	134	126	117	110	103

Velaton arvo DCF	**222**
- Korolliset velat	-59,8
+ Rahavarat	5,7
-Vähemmistöosuus	-0,9
-Osinko/pääomapalautus	0,0
Oman pääoman arvo DCF	**137**
Oman pääoman arvo DCF per osake	**5,51**

Pääoman kustannus (wacc)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	**9,7 %**
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	**8,3 %**

Lähde: Inderes



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	109,6	81,6	169,8	**222,1**	**236,3**
Käyttökate	9,3	10,1	12,6	**13,8**	**20,8**
Liikevoitto	6,1	8,2	8,0	**6,3**	**13,3**
Voitto ennen veroja	5,7	5,4	6,7	**4,8**	**11,7**
Nettovoitto	4,3	4,6	4,6	**3,8**	**9,3**
Kertaluontoiset erät	-2,0	-1,1	-3,8	**0,0**	**0,0**

Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	79,0	96,3	209,6	**209,8**	**218,5**
Oma pääoma	5,2	50,8	101,8	**105,6**	**114,9**
Liikearvo	0,1	59,9	125,8	**125,8**	**125,8**
Nettovelat	50,1	13,8	54,1	**48,1**	**37,9**

Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e
Käyttökate	9,3	10,1	12,6	**13,8**	**20,8**
Nettokäyttöpääoman muutos	0,8	0,5	2,6	**-0,8**	**-2,1**
Operatiivinen kassavirta	8,6	10,1	18,7	**11,6**	**16,1**
Investoinnit	-44,1	-11,8	-104,0	**-4,5**	**-4,5**
Vapaa kassavirta	-35,5	36,1	-34,6	**7,1**	**11,6**

Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
EPS (raportoitu)	0,29	0,31	0,25	**0,15**	**0,37**
EPS (oikaistu)	0,42	0,38	0,46	**0,15**	**0,37**
Operat. kassavirta / osake	0,58	0,68	1,03	**0,47**	**0,65**
Vapaa kassavirta / osake	-2,40	2,44	-1,90	**0,29**	**0,47**
Omapääoma / osake	-0,02	3,43	5,54	**4,21**	**4,58**
Osinko / osake	0,00	0,32	0,00	**0,00**	**0,10**

Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	22 %	-26 %	108 %	**31 %**	**6 %**
Käyttökatteen kasvu-%	81 %	8 %	25 %	**10 %**	**51 %**
Liikevoiton oik. kasvu-%	208 %	14 %	28 %	**-47 %**	**112 %**
EPS oik. kasvu-%		-9 %	20 %	**-67 %**	**147 %**
Käyttökate-%	8,5 %	12,3 %	7,4 %	**6,2 %**	**8,8 %**
Oik. Liikevoitto-%	7,4 %	11,3 %	6,9 %	**2,8 %**	**5,6 %**
Liikevoitto-%	5,6 %	10,0 %	4,7 %	**2,8 %**	**5,6 %**
ROE-%	201,3 %	18,2 %	6,0 %	**3,7 %**	**8,5 %**
ROI-%	15,4 %	12,2 %	6,8 %	**3,9 %**	**8,0 %**
Omavaraisuusaste	6,6 %	52,8 %	48,6 %	**50,3 %**	**52,6 %**
Nettovelkaantumisaste	962,3 %	27,2 %	53,1 %	**45,6 %**	**33,0 %**

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

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
EV/Liikevaihto	neg.	0,8	1,3	**0,6**	**0,6**
EV/EBITDA (oik.)	neg.	6,2	18,6	**10,2**	**6,3**
EV/EBIT (oik.)	neg.	6,7	18,1	**22,5**	**9,8**
P/E (oik.)	13,0	8,5	13,8	**24,4**	**9,9**
P/B	neg.	1,0	1,6	**0,9**	**0,8**
Osinkotuotto-%	0,0 %	9,6 %	0,0 %	**0,0 %**	**2,7 %**

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.
Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroon. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), 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 nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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 €

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot

STARMINE ANALYST AWARDS FROM REFINITIV

THOMSON REUTERS ANALYST AWARDS WINNER

2012, 2016, 2017, 2018, 2019
Suositus- ja ennustetarkkuus

2014, 2016, 2017, 2019
Suositustarkkuus

2014, 2015, 2016, 2018, 2019
Suositus- ja ennustetarkkuus

2012, 2016, 2018, 2019
Suositustarkkuus

2015, 2018
Suositus- ja ennustetarkkuus

2017, 2019
Suositustarkkuus

2017
Suositustarkkuus

2018
Ennustetarkkuus

2019
Suositustarkkuus

Analyysi kuuluu kaikille.