

Eezy

Yhtiöpäivitys

15/3/2020

- Laskemme Eezyn tavoitehinnan 5,0 euroon (aik. 7,0 euroa) ja toistamme Osta-suosituksemme
- Olemme leikanneet lyhyen tähtäimen ennusteitamme reilusti koronan heijastuessa etenkin HoReCa-sektorin kysynnän kautta yhtiöön rajusti
- Lyhyellä tähtäimellä kysyntäshokki testaa jousen kutistumiskykyä, mutta arvioimme sen palautuvan suhteellisen nopeasti ennalleen
- Arvostus on koholla vuoden 2020 kertoimilla, mutta painuu houkuttelevaksi pidemmälle katsottaessa

Jousen kutistumiskyky testissä

Eezyn liikevaihto ottaa arviomme mukaan tuntuvan osuman lyhyellä tähtäimellä koronaviruksen vaikuttaessa merkittävästi yhtiön asiakkaiden kysyntään. Tämä testaa yhtiön liiketoimintamallin iskunkantokykyä lyhyellä tähtäimellä, mutta odotamme jousen palautuvan iskusta suhteellisen ripeästi. Näkemyksemme mukaan pidemmän aikavälin potentiaali kompensoi lyhyen tähtäimen kohonneet riskit. Siten toistamme osta-suosituksemme, mutta ennustemuutoksia heijastellen tarkistamme tavoitehintamme 5,00 euroon (aik. 7,00 euroa). Korostamme samalla ajallisesti hajautettujen ostojen merkitystä nykyisessä epävarmassa markkinassa.

Hotelli, ravintola ja catering ottaa merkittävää osumaa lyhyellä tähtäimellä

Arviomme mukaan karkeasti noin 30 % Eezyn liikevaihdosta tulee hotelli, ravintola ja catering -alasta (HoReCa), joka ottaa koronaviruksen myötä merkittävän osuman lyhyellä tähtäimellä. Tätä heijastellen olemme laskeneet maaliskuuun ennusteitamme tuntuvasti. Peruskenaariossamme yhtiön pääasiakasaloista HoReCan liikevaihto laskee maaliskuun ja Q2:n aikana rajusti. Teollisuuden odotamme niin ikään kärsivän jonkin verran asiakkaiden operatiivisen toiminnan pullonkaulojen ja kysynnän hidastumisen myötä, kun taas rakentaminen ja kaupanala eivät lukeudu olennaisiin kärsijiin. HoReCan merkittävän osuuden takia koronan vaikutuksia nähdään yhtiössä nopeasti jo Q1:llä ja Q2:sta tulee yhtiölle poikkeuksellisen heikko. Tämä testaa yhtiön liiketoiminnan joustokykyä kysynnän vaihtelulle. Arviomme mukaan yhtiön henkilöstökustannuksista pääosin muodostuva kustannusrakenne joustaa työsopimusrakenteiden vuoksi kysynnän ripeään muutokseen suhteellisen nopeasti, mikä lievittää tulokseen kohdistuvaa painetta. Lyhyellä tähtäimellä näkyvyys sopimusrakenteisiin on heikko, mikä pitää H1:n tulokseen liittyvän epävarmuuden korkeana.

Ennusteisiin merkittäviä leikkauksia

Ripeää kysynnän heikentymistä heijastellen olemme laskeneet kuluvan vuoden liikevaihdon ennustettamme 16 % 226 MEUR:oon. Odotamme kysynnän äkkijarrutuksen lyövän yhtiön tulokseen H1:n aikana, mutta kysynnän palautuessa odotamme kannattavuuden myös virkoavan vuoden jälkimmäistä puoliskoa kohden, mikä toimii lyhyen tähtäimen epävarmuuden vastapainona. Olemme tarkistaneet vuoden 2020 liikevoiton ennusteemme 9,1 MEUR:oon (aik. 20,6 MEUR). Huomioitavaa on, että Smile-yhdistymisestä johtuen odotamme yhtiön liikevaihdon ja liikevoiton yhä kasvavan edellisvuodesta, mutta emme odota yhtiön yltävän ohjeistukseensa, jota Eezy arviomme mukaan joutuu tarkistamaan alaspäin. Tarkistimme myös vuodelta 2019 maksettavan osingon ennusteemme nolnaan, sillä yhtiöllä on vielä mahdollisuus muuttaa osinkoehdotusta ja näkemyksemme mukaan vahvempi likviditeettitilanne voisi avata mahdollisuuksia arvonluonnille toimialan ottaessa merkittävästi osumaa koronasta.

Lyhyen tähtäimen riskit kompensoituvat pidemmän aikavälin tuottopotentialilla

Eezyn lyhyen tähtäimen arvostus on koholla (P/E 17x ja EV/EBITDA 9x), mutta painuu houkuttelevaksi ensi vuoteen katsottaessa (P/E 8x ja EV/EBITDA 5x). Odotamme yhtiön tulokseen elpyvän korona-iskusta suhteellisen ripeästi ja siten annamme tavanomaista selvästi enemmän painoarvoa ensi vuoden kertoimille. Pitkän tähtäimen potentiaalia kuvaavaa kassavirtamallimme (arvo 7,9 euroa/osake) tukee näkemystämme osakkeen selvästä arvonnousupotentiaalista lyhyen tähtäimen kysyntäshokin yli katsottaessa.

Analytiikot



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

Suositus ja tavoitehinta

Osta

(aik. Osta)



5,00 EUR

(aik. 7,00 EUR)

Osakekurssi: 4,10 EUR

Potentiaali: 22,0 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

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

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	170	226	257	275
kasvu-%	108 %	33 %	14 %	7 %
EBIT oik.	11,8	9,1	18,0	22,4
EBIT-% oik.	6,9 %	4,0 %	7,0 %	8,2 %
Nettotulos	4,6	6,1	13,1	16,6
EPS (oik.)	0,46	0,24	0,53	0,67

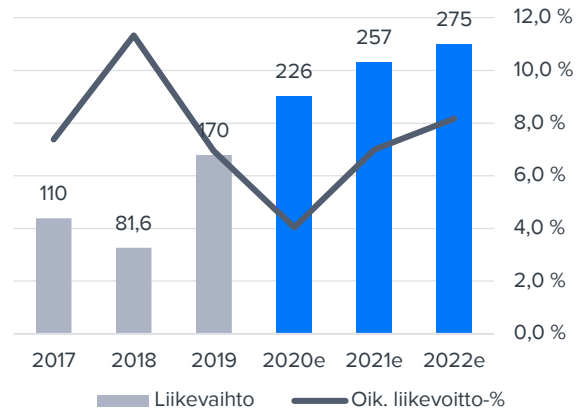
P/E (oik.)	13,8	16,8	7,8	6,1
P/B	1,6	1,0	0,8	0,8
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	3,7 %	4,9 %
EV/EBIT (oik.)	18,1	16,3	7,3	5,2
EV/EBITDA	18,6	8,8	5,1	3,8
EV/Liikevaihto	1,3	0,7	0,5	0,4

Osakekurssi



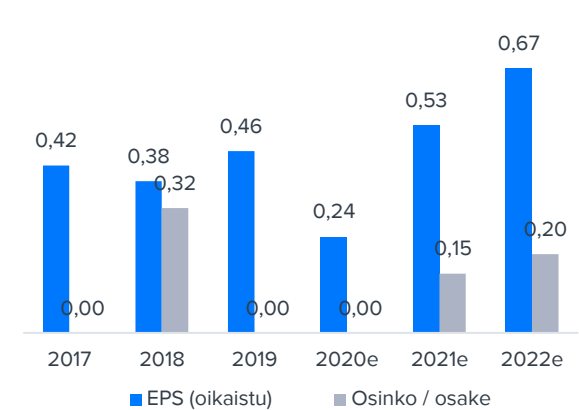
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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

Riskitekijät

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

Arvostus

- Lyhyen tähtäimen kireä arvostus kompensoituu vuoden 2021 matalalla arvostuksella
- Odotamme tulostason elpymisen suhteellisen ripeästi, mikä puoltaa arvostuksen peilaamista vuotta 2020 pidemmälle
- Pitkän aikavälin kassavirtamallimme tukee näkemystämme osakkeen selvästä potentiaalista

Kulurakenteen joustokyky testissä

Lyhyen tähtäimen kysyntäshokki

Lähdemme ennusteissamme liikkeelle siitä, että koronaviruksen aiheuttama HoReCa sektorin kysynnän jarrutus on lyhyen tähtäimen kysyntäshokki, joka vaikuttaa maaliskesäkuun aikana. Odotamme HoReCan kysynnän elpymistä kesäkuun jälkeen ja yhtiön liikevaihdon palautuvan asteittain Q3:lla, mutta jäävän kuitenkin aikaisemmista odotuksistamme. Tämän taustalla on odotuksemme siitä, että epidemia vaikuttaa ihmisten liikkuvuuteen (mm. matkailu) ja aiheuttaa teollisuudessa pitkittyneitä tuotantohaasteita, sillä arviomme mukaan koronavirus tulee hidastamaan toimitusketjuja (tuotantopanokset) ja heikentämään myös asiakkaiden kysyntää. Rakentamisen puolella odotamme vaikutusten jäävän lievemmiksi ja rajoittuvan lieviin hidastumisiin, kun taas arviomme mukaan kaupanala ei kärsi nykytilanteessa olennaisesti. Näin ollen odotamme yhtiön vuoden

2020 liikevaihdon kasvavan Smile-kaupan myötä 33 % 226 MEUR:oon.

Kustannusten joustokyky testissä

Reilu 80 % Eezyn kustannuksista (suhteessa liikevaihtoon) muodostuu henkilöstökustannuksista, ja näistä pääosa on asiakkaille vuokrattavan työvoiman kuluja. Arviomme mukaan yhtiön sopimusrakenteiden myötä nämä kustannukset joustavat suhteellisen ripeästi kysynnän laskeessa ja siten odotamme henkilöstökustannusten laskevan selvästi Q2:lla, mikä lieventää tulospainetta. Lisäksi, yhtiö aloitti perjantaina yt-neuvottelut koskien koko oman henkilöstönsä lomauttamista, joka edelleen tuo henkilöstökustannuksiin joustoa vain muutaman viikon viiveellä. Materiaalit ja palvelut ja muut kulut olivat yhteensä vuonna 2019 noin 11 % liikevaihdosta, ja arvioimme niiden skaalautuvan hieman liikevaihdon kasvun mukana vuonna 2020.

Liikevaihdon elpymistä heijastellen odotamme Q3:n ja Q4:n tulostason elpymistä, mutta jäävän kuitenkin aiemmista odotuksistamme suhteellisesti koholla olevan kustannustason takia.

Tätä taustaa vasten olemme leikanneet vuoden 2020 liikevoiton ennusteemme 9,1 MEUR:oon (aik. 20,6 MEUR).

Tuloskunto palautuu merkittävästi ensi vuonna

Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan vuonna 2021 14 % asiakaskysynnän normalisoitumisen myötä, mutta olemme leikanneet ennusteitamme (ao. taulukko), sillä arviomme mukaan äkillinen kysyntäshokki tulee vaikuttamaan asiakasalojen kysyntään talouden vaikutuksien kautta. Odotamme kannattavuuden palautuvan liikevaihdon kasvun myötä asteittain ja olevan kohtuullisella tasolla 7 %:ssa (liikevoitto-%) vuonna 2021.

Ennustemuutokset	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	269	226	-16 %	278	257	-7 %	283	275	-3 %
Käyttökate	28,4	16,9	-40 %	29,5	25,8	-12 %	32,3	30,3	-6 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	20,6	9,1	-56 %	21,7	18,0	-17 %	24,5	22,4	-8 %
Liikevoitto	20,6	9,1	-56 %	21,7	18,0	-17 %	24,5	22,4	-8 %
Tulos ennen veroja	19,1	7,6	-60 %	20,1	16,4	-18 %	22,9	20,8	-9 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,61	0,24	-60 %	0,64	0,53	-18 %	0,73	0,67	-9 %
Osakekohtainen osinko	0,22	0,00	-100 %	0,25	0,15	-40 %	0,27	0,20	-26 %

Lähde: Inderes

Katsomme vuotta 2020 pidemmälle

Vuoden 2020 arvostus on koholla, mutta pelaamme pidempää peliä

Päivitetyllä ennusteillamme vuoden 2020 P/E ja EV/EBITDA-kertoimet ovat 17x ja 9x, mitkä ovat yhtiölle korkeat. Arvostuskertoimet painuvat kuitenkin hyvin houkuttelevalle tasolle vuonna 2021, kun vastaavat kertoimet ovat 8x ja 5x.

Annamme nykytilanteessa selvästi tavanomaista suuremman painoarvon ensi vuoden kertoimilla sillä, arviomme mukaan yhtiön kysyntäkuva elpyy suhteellisen ripeästi koronaviruksen aiheuttamasta kysyntäshokista ja odotamme myös tulostuksen elpymisen tämän mukana.

Myös pitkän aikavälin kassavirtamallimme tukee näkemystämme osakkeen nousuvarasta, sillä sen indikoima osakkeen arvo lähes 8 euroa eli merkittävästi yli nykyisen kurssitason.

Yritystoihin todennäköisesti tauko

Huomattavien ennusteiden laskun myötä yhtiön edellytykset toteuttaa lyhyellä tähtäimellä yritysostoja luonnollisesti heikentyivät olennaisesti emmekä odota yhtiöltä järjestelyjä enää vuonna 2020.

Ennusteillamme yhtiön velkaantuneisuus nousee lyhyellä tähtäimellä korkeaksi (nettovelka/käyttökate 2020 lopussa 2,8x), mutta emme odota tämän muodostuvan ongelmaksi. Lyhyen tähtäimen rahoitusilanteen turvaamiseksi yhtiöllä oli vuoden 2019 lopussa 10 MEUR:n limiitti, joka oli kokonaan käyttämättä.

Osingon panttaaminen voisi avata mahdollisuuksia

Olemme myös leikanneet vuodelta 2019 maksettavan osingon ennusteamme nollaan, joten odotamme yhtiön muuttavan yhtiökokoukselle annettavaa

ehdotusta. Mielestämme osingon leikkaaminen olisi perusteltua, sillä arviomme mukaan äkillinen kysyntäshokki todennäköisesti heikentää useiden toimijoiden toimintaedellytyksiä. Siten oman yritysostokapasiteetin ripeä kohentaminen jättämällä osinko maksamatta voisi avata yhtiölle erinomaisia mahdollisuuksia luoda omistaja-arvoa yritysostoilla. Siten suhtautuisimme osingon ennustettuun maksamatta jättämiseen myönteisestä keskipitkän aikavälin arvonnun kannalta.

Leikkasimme myös vuosien 2021 ja 2022 osinkoennusteitamme ja odotamme yhtiön suosivan lähivuosina pääoman allokoinnissa yritysostoja osinkoja enemmän kasvuyhtiöprofiilinsa mukaisesti.

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	4,10	4,10	4,10
Osakemäärä, milj. kpl	24,8	24,8	24,8
Markkina-arvo	102	102	102
Yritysarvo (EV)	149	132	116
P/E (oik.)	16,8	7,8	6,1
P/E	16,8	7,8	6,1
P/Kassavirta	10,9	5,8	4,8
P/B	1,0	0,8	0,8
P/S	0,5	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,5	0,4
EV/EBITDA (oik.)	8,8	5,1	3,8
EV/EBIT (oik.)	16,3	7,3	5,2
Osinko/tulos (%)	0,0 %	28,5 %	29,9 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	3,7 %	4,9 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	3,28	6,35	4,10	4,10	4,10	4,10
Osakemäärä, milj. kpl	14,8	18,2	24,8	24,8	24,8	24,8
Markkina-arvo	49	158	102	102	102	102
Yritysarvo (EV)	62	213	149	132	116	103
P/E (oik.)	8,5	13,8	16,8	7,8	6,1	5,8
P/E	10,6	25,3	16,8	7,8	6,1	5,8
P/Kassavirta	1,3	neg.	10,9	5,8	4,8	5,3
P/B	1,0	1,6	1,0	0,8	0,8	0,7
P/S	0,6	0,9	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,8	1,3	0,7	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	6,2	18,6	8,8	5,1	3,8	3,3
EV/EBIT (oik.)	6,7	18,1	16,3	7,3	5,2	4,4
Osinko/tulos (%)	101,9 %	0,0 %	0,0 %	28,5 %	29,9 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	9,6 %	0,0 %	0,0 %	3,7 %	4,9 %	6,9 %

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Manpowergroup	75,08	3967	4027	6,7	5,9	6,2	5,6	0,2	0,2	9,9	9,1	3,0	3,3	1,5
Cross Country Healthcare	7,89	262	326	23,0	15,2	12,6	9,1	0,5	0,4	38,3	22,0			1,6
Adecco	35,67	5525	5931	7,8	7,1	6,6	6,2	0,3	0,3	8,0	7,5	7,1	7,3	1,4
Staffline Group	33,00	26	134		3,2		2,6		0,1	1,6	1,3			
BG Staffing	11,26	105	129							7,5				
Trueblue	12,99	452	541	9,5	7,9	5,4	4,5	0,2	0,2	7,8	7,0			0,7
Kforce	27,46	562	602	9,0	8,7	8,2	7,8	0,5	0,5	10,4	9,6	2,9	3,0	3,8
Hays	115,30	1870	2108	10,8	10,0	9,1	8,6	0,4	0,3	13,2	12,2	5,6	6,0	2,3
Sthree	252,00	370	358	7,2	6,6	6,5	6,0	0,3	0,3	7,6	7,2	6,5	6,8	2,3
Groupe Crit	45,95	521	570	4,3	3,4	3,4	2,7	0,2	0,2	7,1	6,8	2,3	2,4	0,8
Randstad	31,93	5853	7231	9,2	9,2	6,9	6,9	0,4	0,4	7,8	7,6	8,7	9,0	1,3
Enersense	1,49	9	10					0,2	0,1	16,6	12,4		1,3	1,1
Eezy (Inderes)	4,10	102	149	16,3	7,3	8,8	5,1	0,7	0,5	16,8	7,8	0,0	3,7	1,0
Keskiarvo				9,7	7,7	7,2	6,0	0,3	0,3	11,3	9,3	5,2	4,9	1,7
Mediaani				9,0	7,5	6,6	6,1	0,3	0,3	7,9	7,6	5,6	4,7	1,4
Erutus-% vrt. mediaani				81 %	-2 %	34 %	-16 %	103 %	74 %	113 %	2 %	-100 %	-21 %	-34 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20e	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	81,6	28,4	32,5	43,3	65,7	170	50,2	47,7	64,1	63,6	226	257	275	278
Henkilöstövuokraus	61,1	28,4	32,5	43,3	45,3	149	46,0	43,0	60,0	58,2	207	238	255	258
Franchise-maksut	8,9	0,0	0,0	0,0	7,8	7,8	1,3	1,0	1,7	1,5	5,5	5,6	5,6	5,7
Rekrytointin ja organisaation kehittäminen	8,7	0,0	0,0	0,0	9,4	9,4	2,1	2,9	1,5	2,9	9,4	9,9	10,2	10,5
Kevytyrittäjäpalvelut	2,9	0,0	0,0	0,0	3,2	3,2	0,8	0,9	0,9	0,9	3,5	3,7	4,0	4,2
Käyttökate	10,1	2,8	3,1	2,5	4,2	12,6	2,3	1,5	6,3	6,8	16,9	25,8	30,3	31,2
Poistot ja arvonalennukset	-1,9	-0,7	-0,8	-1,2	-1,9	-4,6	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-7,8	-7,8	-7,8	-7,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,2	2,2	2,8	4,0	2,9	11,8	0,3	-0,5	4,4	4,9	9,1	18,0	22,4	23,5
Liikevoitto	8,2	2,1	2,3	1,3	2,3	8,0	0,3	-0,5	4,4	4,9	9,1	18,0	22,4	23,5
Nettorahoituskulut	-2,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,7	-1,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6
Tulos ennen veroja	5,4	1,9	2,1	1,1	1,6	6,7	-0,1	-0,9	4,0	4,5	7,6	16,4	20,8	22,0
Verot	-0,8	-0,7	-0,5	-0,7	-0,2	-2,1	0,0	0,2	-0,8	-0,9	-1,5	-3,3	-4,2	-4,4
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	0,0	-0,7	3,2	3,6	6,1	13,1	16,6	17,5
EPS (oikaistu)	0,38	0,07	0,12	0,16	0,11	0,46	0,00	-0,03	0,13	0,14	0,24	0,53	0,67	0,71
EPS (raportoitu)	0,31	0,07	0,09	0,02	0,08	0,25	0,00	-0,03	0,13	0,14	0,24	0,53	0,67	0,71
Tunnusluvut	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20e	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	-25,5 %	0,0 %	0,0 %	-28,2 %	207,8 %	108,1 %	77,0 %	46,7 %	48,3 %	-3,2 %	32,9 %	14,1 %	6,7 %	1,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	14,4 %			-38,4 %	2,5 %	27,6 %	-84,5 %	-117,3 %	11,0 %	68,8 %	-22,6 %	97,3 %	24,6 %	4,8 %
Käyttökate-%	12,3 %	9,9 %	9,6 %	5,8 %	6,3 %	7,4 %	4,5 %	3,1 %	9,9 %	10,8 %	7,5 %	10,0 %	11,0 %	11,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	11,3 %	7,6 %	8,6 %	9,2 %	4,4 %	6,9 %	0,7 %	-1,0 %	6,9 %	7,7 %	4,0 %	7,0 %	8,2 %	8,5 %
Nettotulos-%	5,6 %	4,4 %	5,1 %	0,7 %	2,1 %	2,7 %	-0,1 %	-1,5 %	5,0 %	5,7 %	2,7 %	5,1 %	6,0 %	6,3 %

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	8,0	9,4	10,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut sijoitukset	0,2	0,7	0,7	0,7	0,7
Muut pitkäaikaiset varat	0,4	1,9	1,9	1,9	1,9
Laskennalliset verosaamiset	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3
Vaihtuvat vastaavat	28	42	48	66	82
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	36,1	39,9	41,2
Likvidit varat	8,6	5,7	11,0	25,4	39,7
Taseen loppusumma	96	210	213	228	241

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	50,8	102	108	121	134
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-7,3	-5,9	0,2	13,3	26,2
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	47	51	53
Lainat rahoituslaitoksilta	1,1	5,6	5	5	5
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,3	40,8	41	45	47
Muut lyhytaikaiset velat	20,9	1,2	1,2	1,2	1,2
Taseen loppusumma	96	210	213	228	241

DCF-laskelma

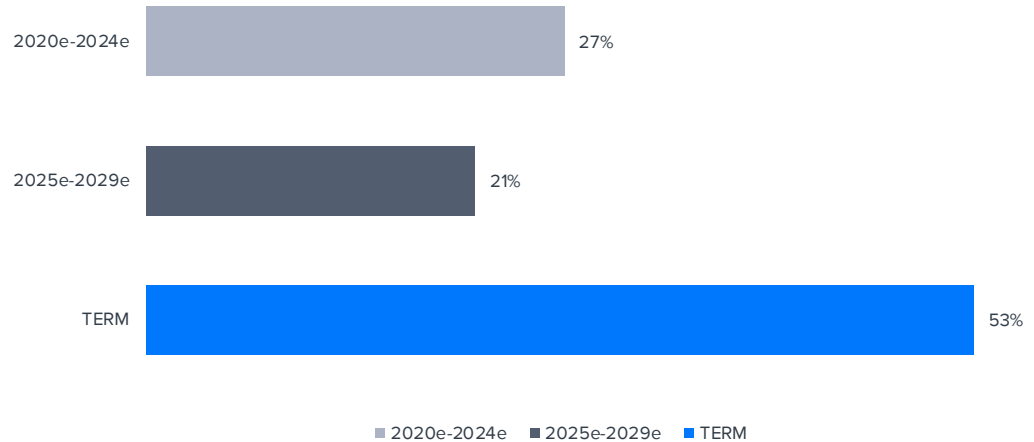
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Liikevoitto	8,0	9,1	18,0	22,4	23,5	24,3	25,1	24,3	24,9	25,4	24,3	24,1	24,6
+ Kokonaispoistot	4,6	7,8	7,8	7,8	7,7	7,0	5,0	5,1	4,5	4,7	4,8	4,8	4,9
- Maksetut verot	3,8	-1,6	-3,3	-4,2	-4,4	-4,6	-4,7	-4,6	-4,7	-4,8	-4,6	-4,5	-4,6
- 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	-0,7	0,6	0,3	-2,7	-1,3	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operatiivinen kassavirta	18,7	14,3	22,9	26,1	23,8	25,1	23,6	24,6	24,5	25,0	24,2	24,1	24,5
+ 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	-5,0	-5,2	-4,7	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,9
Vapaa operatiivinen kassavirta	-85,6	9,4	17,7	21,4	19,3	20,6	19,1	20,1	20,0	20,5	19,7	19,6	19,6
+/- 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	9,4	17,7	21,4	19,3	20,6	19,1	20,1	20,0	20,5	19,7	19,6	19,6
Diskontattu vapaa kassavirta	8,8	15,4	17,3	14,5	14,3	12,3	12,0	11,1	10,5	9,4	8,7	8,0	8,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		282	273	257	240	226	211	199	187	176	165	156	147
Velaton arvo DCF		282											
- Korolliset velat		-59,8											
+ Rahavarat		5,7											
-Vähemmistöosuus		-1,0											
-Osinko/pääomapalautus		0,0											
Oman pääoman arvo DCF		197											
Oman pääoman arvo DCF per osake		7,91											

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,9 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	109,6	81,6	169,8	225,6	257,5	EPS (raportoitu)	0,29	0,31	0,25	0,24	0,53
Käyttökate	9,3	10,1	12,6	16,9	25,8	EPS (oikaistu)	0,42	0,38	0,46	0,24	0,53
Liikevoitto	6,1	8,2	8,0	9,1	18,0	Operat. kassavirta / osake	0,58	0,68	1,03	0,58	0,92
Voitto ennen veroja	5,7	5,4	6,7	7,6	16,4	Vapaa kassavirta / osake	-2,40	2,44	-1,90	0,38	0,71
Nettovoitto	4,3	4,6	4,6	6,1	13,1	Omapääoma / osake	-0,02	3,43	5,54	4,30	4,83
Kertaluontoiset erät	-2,0	-1,1	-3,8	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,32	0,00	0,00	0,15
Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	79,0	96,3	209,6	212,7	228,3	Liikevaihdon kasvu-%	22 %	-26 %	108 %	33 %	14 %
Oma pääoma	5,2	50,8	101,8	107,9	121,0	Käyttökateen kasvu-%	81 %	8 %	25 %	35 %	53 %
Liikearvo	0,1	59,9	125,8	125,8	125,8	Liikevoiton oik. kasvu-%	208 %	14 %	28 %	-23 %	97 %
Nettovelat	50,1	13,8	54,1	46,0	29,6	EPS oik. kasvu-%		-9 %	20 %	-47 %	116 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	8,5 %	12,3 %	7,4 %	7,5 %	10,0 %
Käyttökate	9,3	10,1	12,6	16,9	25,8	Oik. Liikevoitto-%	7,4 %	11,3 %	6,9 %	4,0 %	7,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,8	0,5	2,6	-0,7	0,6	Liikevoitto-%	5,6 %	10,0 %	4,7 %	4,0 %	7,0 %
Operatiivinen kassavirta	8,6	10,1	18,7	14,3	22,9	ROE-%	201,3 %	18,2 %	6,0 %	5,8 %	11,5 %
Investoinnit	-44,1	-11,8	-104,0	-5,0	-5,2	ROI-%	15,4 %	12,2 %	6,8 %	5,6 %	10,6 %
Vapaa kassavirta	-35,5	36,1	-34,6	9,4	17,7	Omavaraisuusaste	6,6 %	52,8 %	48,6 %	50,7 %	53,0 %
						Nettovelkaantumisaste	962,3 %	27,2 %	53,1 %	42,6 %	24,5 %
Suurimmat omistajat						Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
Noho Partners Oyj			30,3 %			EV/Liikevaihto	neg.	0,8	1,3	0,7	0,5
Sentica Buyout V Ky			24,6 %			EV/EBITDA (oik.)	neg.	6,2	18,6	8,8	5,1
Meissa-Capital Oy			13,0 %			EV/EBIT (oik.)	neg.	6,7	18,1	16,3	7,3
Sijoitusrahasto Evli Suomi Pienyhtiöt			1,7 %			P/E (oik.)	13,0	8,5	13,8	16,8	7,8
Sami Asikainen			1,6 %			P/B	neg.	1,0	1,6	1,0	0,8
Sijoitusrahasto Taaleri Mikro Markka			1,5 %			Osinkotuotto-%	0,0 %	9,6 %	0,0 %	0,0 %	3,7 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

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

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

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

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 €

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

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.**