

# Eezy

## Yhtiöpäivitys

18.2.2021

- Tarkistamme Eezyn tavoitehinnan 5,8 euroon (aik. 6,0 euroa) ja toistamme vähennä-suosituksemme
- Yhtiön Q4-liikevaihto jäi selvästi odotuksistamme, mutta tulosta tuki vahva kannattavuus
- Teimme vain lieviä ennustemuutoksia lähivuosille, odotamme toimintaympäristön normalisoitumisen alkavan asteittain Q2:lla
- Osakkeen arvostus on kuluvan vuoden ennusteilla korkea, mutta painuu mielestämme neutraaliksi vuoteen 2022 peilattaessa

# Kulukuri on purrut

Eezyn eilen julkaiseman Q4-raportin kokonaiskuva oli mielestämme suhteellisen neutraali odotuksiamme voimakkaammasta volyymilaskusta huolimatta, sillä tämän vastapainona kannattavuus oli vahvalla tasolla. Yhtiö ei antanut ohjeistusta vuodelle 2021, mutta tästä huolimatta kokonaiskuva on mielestämme ennallaan. Vuonna 2020 tehostunut kustannusrakenne antaa edellytykset tuloksen ripeälle elpymiselle, kun toimintaympäristö normalisoituu. Tekemiämme ennustemuutoksia heijastellen laskemme tavoitehintamme 5,80 euroon (aik. 6,0 euroa) ja toistamme vähennä-suosituksen.

## Q4 oli jälleen osoitus tehostuneesta kannattavuudesta

Eezyn Q4-liikevaihto laski peräti 34 % vertailukaudesta 43 MEUR:oon, mikä alitti ennustemme selvästi. Tämän taustalla oli pandemiasta voimakkaasti Q4:llä kärsineen Horeca-sektorin suuri merkitys Henkilöstövuokrausliiketoiminnalle, joka näyttää olleen odotuksiamme suurempi. Huolimatta voimakkaasta liikevaihdon pudotuksesta yhtiön oikaistu käyttökate oli 3,7 MEUR ja noin odotuksiamme mukaisella tasolla. Tämän taustalla oli vahva 8,5 %:n käyttökatemarginaali, joka ylitti odotuksemme selvästi. Kvartaali osoittikin vuonna 2020 toteutetun tehostusohjelman hyötyjen valuvan tehokkaasti kannattavuuteen, jopa silloin kuin liiketoiminnan volyymi laskee rajusti. Toimialan syklinen luonne huomioiden tämä laskee näkemyksemme mukaan yhtiön riskiprofiilia hieman. Yhtiön hallitus ehdottaa vuodelta 2020 0,10 euron osinkoa sekä lisäksi valtuutusta päättää myöhemmin 0,05 euron osingosta. Tämä ylitti selvästi maltillisemmän 0,05 euron osingon ennusteen.

## Tie on pedattu tuloskasvulle, kun toimintaympäristö normalisoituu

Eezy ei antanut kuluvalle vuodelle ohjeistusta, minkä taustalla on lyhyen tähtäimen korkea epävarmuus. Tämä ei tullut meille yllätyksenä, sillä etenkin alkuvuoteen liittyy paljon epävarmuutta ja toimintaympäristössä voidaan nähdä nopeitakin muutoksia. Vuoden 2021 osalta kokonaiskuva on mielestämme kuitenkin ennallaan ja odotamme edelleen yhtiön liikevaihdon elpyvän asteittain toimintaympäristön normalisoituessa. Odotamme tämän alkavan Q2:n lopulla. Tätä odotellessa tulosta kannattelee hyvällä tasolla säilyvä kannattavuus. Tuloskasvuun yhtiö pääsee ennusteissamme kiinni vuoden jälkimmäisellä puoliskolla, kun palautuva liikevaihto valuu hyvälle tasolle hiottuun kannattavuuteen. Vuosien 2021 ja 2022 liikevaihdon ennustemme laskivat 2-6 % ja vastaavasti oik. käyttökateen ennustemme laskivat 1-3 %. Hallituksen avokätistä osingonjakoehdotusta heijastelle nostimme lähivuosien osinkoennusteitamme selvästi.

## Arvostuskertoimien nousuvara on mielestämme käytetty

Osakkeen arvostus on kuluvan vuoden arvostuskertoimilla erittäin korkea (P/E 23x ja EV/EBIT 19x) liiketoiminnan ja tuloksen kärsiessä merkittävästi pandemian vaikutuksista. Tuntuvaan tulosparannuksen huomioivat vuoden 2022 vastaavat kertoimet ovat 13x ja 12x, mitkä ovat mielestämme neutraalit. Keskeisillä vuoden 2022 tulos pohjaisilla arvostuskertoimilla yhtiö arvostetaan myös noin linjaan verrokkiryhmänsä kanssa, jonka arvostuskertoimet ovat kohonneet tuntuvasti viime aikoina. Mielestämme suhteellinen arvostus puoltaa kokonaisuudessaan näkemystämme osakkeen oikein hinnoittelusta, sillä Eezy on mielestämme perusteltua hinnoitella ainakin linjaan verrokkiryhmän kanssa tai jopa pienellä preemiolla. Osake tarjoaa ennusteillamme noin 3 %:n osinkotuottoa lähivuosina, mutta tästä rakentuva tuotto-odotus on matala.

## Analytiikot

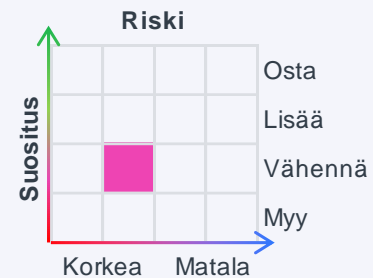


**Petri Gostowski**

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

## Suositus



**Vähennä**  
(aik. Vähennä)

**5,80 EUR**  
(aik. 6,00 EUR)

**Osakekurssi:**  
5,54

## Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	191	203	238	257
<b>kasvu-%</b>	12 %	7 %	17 %	8 %
<b>EBIT oik.</b>	6,9	9,9	14,9	17,6
<b>EBIT-% oik.</b>	3,6 %	4,8 %	6,2 %	6,9 %
<b>Nettotulos</b>	2,7	7,6	10,6	12,9
<b>EPS (oik.)</b>	0,16	0,24	0,43	0,52

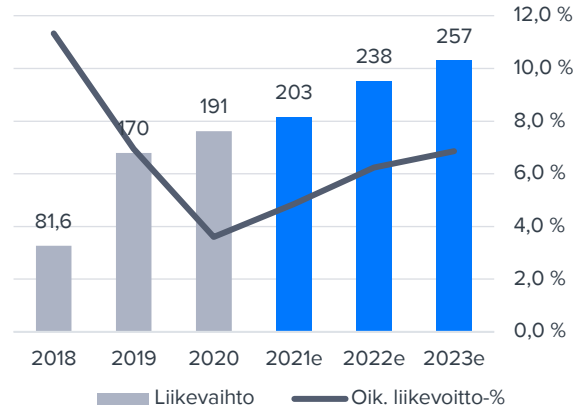
<b>P/E (oik.)</b>	34,3	22,7	12,9	10,7
<b>P/B</b>	1,4	1,3	1,2	1,2
<b>Osinkotuotto-%</b>	2,7 %	2,7 %	3,6 %	3,7 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	26,7	18,9	11,9	9,4
<b>EV/EBITDA</b>	13,6	9,8	7,9	6,6
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,0	0,9	0,7	0,6

## Osakekurssi



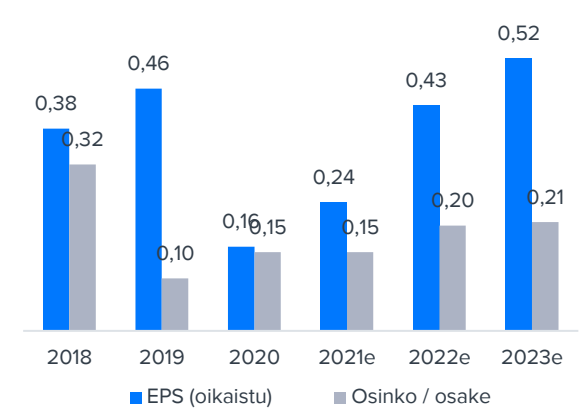
Lähde: Thomson Reuters

## 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
- Korkeamman kannattavuuden omaavien liiketoimintojen kasvu
- Yhtiöllä on edellytykset luoda omistaja-arvoa yritysostoilla, mihin luottamusta nostaa hyvät historialliset näytöt

### Riskitekijät

- Talouden kehitys vaikuttaa vivulla toimialan kysyntään
- Kilpailutilanteen kiristymisen pitkän aikavälin riski
- Yritystovetoiseen kasvuun liittyvät riskit
- Koronapandemian aiheuttamat lyhyen tähtäimen riskit

### Arvostus

- Absoluuttiset arvostuskertoimet ovat lyhyellä tähtämellä korkeat, mutta painuvat neutraaleiksi vuoteen 2022 katsottaessa
- Pitkän aikavälin kassavirtamallimme indikoi vain lievää nousuvaraa
- Vuoden 2022 ennusteilla suhteellinen arvostus on linjassa keskeisten verrokkien arvostuksen kanssa

# Kannattavuus on tehostunut selvästi

## Liikevaihdon lasku odotuksiamme voimakkaampaa Q4:llä

Eezyn Q4:n liikevaihto laski 34 % suhteessa vertailukauteen (joka sisälsi yhdistyneiden VMP:n ja Smilen luvut täysimääräisesti). Liikevaihdon laskua veti etenkin Henkilöstövuokraus-palvelualueen lasku (-37 %), joka oli selvästi odotuksiamme (-26 %) ja markkinoiden arviolta noin 20 %:n laskua voimakkaampaa. Tämän taustalla on etenkin yhtiölle suhteellisesti merkittävän liikevaihtokuorman tuovan Horeca-sektorin heikko kysyntä pandemian seurauksena asetettujen rajoitteiden seurauksena.

Muissa liiketoiminta-alueissa Franchise-tuotot ylsivät vastoin odotuksiamme kasvuun, mikä on olosuhteet huomioiden hyvä suoritus (+ 3 %). Vastaavasti Asiantuntijapalvelut jäivät odotuksistamme asiakkaiden lykkätyä hankkeita ja Kevytyrittäpalveluiden kehitys oli linjassa odotuksiemme kanssa.

## Kannattavuus vahvalla tasolla

Eezy ylsi Q4:llä 8,5 %:n oikaistuun käyttökatemarginaaliin, joka on volyymin voimakas lasku huomioiden vahva taso. Q4:n kannattavuus osoittaa yhtiön vuonna 2020 työstämän kustannussäästöohjelman puren ja kokonaisuutena vuoden 2020 ja etenkin H2'20:n kannattavuuskehitys (2020: oik. EBITDA-% 7,5 %, H2'20: 9,9 %) lieventää aiempia huoliamme syklisten riskien mittaluokasta. On kuitenkin muistettava, että TyEL-maksujen väliaikainen alennus (5/20-12/20) on osin tukenut kannattavuutta.

Yhtiö kirjasi Q4:lle 0,3 MEUR vertailukelpoisuuteen vaikuttavia eriä yrityskaupoista, irtisanomiskorvauksista ja päälistalle siirtymisen kuluista, minkä lisäksi tuloslaskelman verot olivat hieman odotuksiamme suuremmat. Tätä kokonaiskuvaa peilaten Q4 EPS jäi 0,02 euroon osakkeelta ja alitti ennusteemme.

Osinkoa Eezyn hallitus esittää jaettavaksi 0,10 euroa osakkeelta ja lisäksi hallitus esittää valtuutusta päättää 0,05 euron osakekohtaisesta osingosta myöhemmin.

## Rahavirtaa tuki lykätyt maksut, taseasema on hyvä

Eezyn koko vuoden 2020 rahavirta oli vahva 21,6 MEUR, mitä tuki eläkemaksujen ja verojen maksun lykkääminen. Tämän vaikutus oli vuoden lopussa noin 10 MEUR. Tästä oikaistuna vuoden 2020 vapaa rahavirta (IFRS16 vastuut ja kom. investoinnit huomioiden) oli laskelmiemme mukaan kohtuullinen 7,3 MEUR.

Eezyn taseasema säilyi hyvänä ja Q4:n lopussa sen omavaraisuusaste oli 51 %. Yhtiön nettovelka/oik. EBITDA (TTM) oli Q4:n lopussa 2,9x, mikä on hyvä taso käyttökatteen matala vertailukohta ja odotettu tulosparannus huomioiden.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q4'19	Q4'20	Q4'20e	Q4'20e	Konsensus		Erotus (%)	2020
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Tot
Liikevaihto	65,7	43,4	50,9	53,7	50,9	57,1	-15 %	191
Käyttökate (oik.)	5,1	3,7	3,6	4,1	3,5	5,3	3 %	14,3
Liikevoitto	2,3	1,5	1,8	1,9	1,0	2,9	-15 %	5,6
Tulos ennen veroja	1,6	1,0	1,4	1,7	0,0	2,1	-24 %	4,0
EPS (raportoitu)	0,08	0,02	0,04	0,04	0,04	0,08	-55 %	0,11
Osinko/osake	0,10	0,15	0,05	0,08	0,05	0,13	200 %	0,15
Liikevaihdon kasvu-%		-33,9 %	-22,4 %	-18,2 %	-22,5 %	-13,0 %	-11,5 %-yks.	12,2 %
Käyttökate-% (oik.)	7,8 %	8,5 %	7,1 %	7,7 %	6,9 %	9,3 %	1,5 %-yks.	7,5 %

Lähde: Inderes & Infront (konsensus, 3 ennustetta)

## Katso toimitusjohtajan haastattelu



# Operatiivisen tuloksen ennustemuutokset lieviä

## Sumuinen näkyvyys estää ohjeistamisen

Eezy ei antanut Q4-raportin yhteydessä ohjeistusta kuluvalle vuodelle, mikä ei ollut suuri yllätys olosuhteet huomioiden. Yhtiön mukaan sen tavoitteena on antaa ohjeistus H1'21:n aikana.

Kommenttien perusteella yhtiö odottaa vuoden ensimmäisten kuukausien olevan vaikeita, mutta yhtiö odottaa taloudellisen aktiviteetin toipuvan nopeasti kesästä alkaen. Kommentit olivat varsin odotettuja ja ne ovat linjassa meidän kuluvan vuoden odotuksiemme kanssa.

## Negatiivisia ennustemuutoksia vuodelle 2021

Tarkastimme raportin jälkeen vuoden 2021 ennusteitamme alaspäin lievästi. Pääasiallinen liikevaihdon ennusteen laskun ajuri oli tarkistukset Henkilöstövuokrauksen ensimmäisen vuosipuoliskon liikevaihdon ennusteisiimme Q4:n osoitettua Horeca-sektorin ja ulkomaisen maahantuonnin olleen odotuksiamme suuremmassa suhteellisessa osassa.

Tyypillistä kausiluonteisuutta peilaten Q1 on kvartaaleista heikoin eikä toimintaympäristö arviomme mukaan parane Q4'20 vs. Q1'21, joten etenkin alkuvuoden osalta odotukset ovat maltillisia. Odotamme edelleen toimintaympäristön normalisoituvan asteittain H1:n lopulla.

Nostimme vuoden 2021 kannattavuusennustettamme (2021e oik. EBITDA-% 8,6 %) hieman odotuksiamme vahvemman Q4-kannattavuuden myötä, mutta oikaistun käyttökatteen tasolla tämän käytännössä hautasi alleen liikevaihdon ennusteen lasku. Raportoitua tulosta tukee Q1'21:n 1,5 MEUR:n myyntivoitto Ruotsin liiketoimintojen myynnistä, jonka olimme aiemmin virheellisesti kirjannut Q4'20:lle.

Huomioitavaa kuluvan vuoden osalta on, että TyEL-maksujen paluu kohottaa henkilöstökustannuksia. Näin ollen nykytiedon valossa kustannukset nousevat vuonna 2021 ilman volyymikasvuakin. Kustannustuet ovat mahdollisia myös vuoden 2021

osalta, mutta niitä ei sisälly ennusteisiimme.

## Vuoden 2022 ennusteisiin vain pieni tarkistuksia

Vuoden 2022 ennusteisiimme teimme pieniä tarkistuksia, sillä odotamme yhtiön kysynnän palautuvan voimalla toimintaympäristön ollessa normaali läpi vuoden. Vuoden 2022 liikevaihdon ennusteiden osalta tarkistimme henkilöstövuokrauksen ennustettamme alas marginaalisesti, minkä lisäksi Asiantuntijapalveluiden ennusteemme laski hieman.

Liikevaihdon ennusteen 2 %:n lasku heijastui myös operatiivisen tuloksen ennusteeseemme, joka laski käyttökatetasolla 3%. Tämän lisäksi alempia rivejä painoi lievästi kohonneet poistojen ennusteemme. Avokätistä voitonjakoa heijastellen tarkistimme vuosien 2021 ja 2022 osinkoennusteitamme ylöspäin selvästi.

Ennustemuutokset	2020	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Toteutunut	Inderes	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	198	191	-4 %	217	203	-6 %	242	238	-2 %
Käyttökate	13,7	13,5	-2 %	17,9	19,0	6 %	23,0	22,3	-3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,9	6,9	0 %	10,7	9,9	-8 %	15,7	14,9	-6 %
Liikevoitto	5,9	5,6	-5 %	10,7	11,4	6 %	15,7	14,9	-6 %
Tulos ennen veroja	4,2	4,0	-5 %	9,1	9,8	8 %	14,2	13,4	-6 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,18	0,16	-9 %	0,29	0,24	-16 %	0,46	0,43	-6 %
Osakekohtainen osinko	0,05	0,15	200 %	0,10	0,15	50 %	0,15	0,20	33 %

Lähde: Inderes

# Nojaamme vuoden 2022 tulostasoon

## Vuoden 2022 arvostus on neutraali

Ennusteillamme Eezyn vuoden 2021 oik. P/E-kerroin on 23x ja EV/EBIT-kerroin on 19x. Kertoimet ovat absoluuttisesti hyvin korkeat heijastellen koronapandemian selvästi runtelemaa tulostasoa. Vuoden 2022 P/E- ja EV/EBIT-kertoimet ovat 13x ja 12x, mitä pidämme neutraaleina tasoina.

Vuoden 2022 tulos pohjaisilla arvostuskertoimilla on osake myös hinnoiteltu kokonaisuutena linjaan verrokkiryhmän kanssa. Mielestämme aiemmin yhtiötä on ollut perusteltua hinnoitella jopa preemiolla vahvemman kasvun ja kannattavuuden takia. Huomioiden kuitenkin verrokkien tuntuvasti venyneet kertoimet ei mielestämme suhteellinen arvostus indikoi olennaista nousuvaraa nykytasolta.

## Kassavirtamalli indikoi osakkeen nousuvaran maltilliseksi

Kassavirtamallimme indikoima osakkeen arvo on 6,1 euroa, mihin on maltillinen nousuvara. Arvostuksen kokonaiskuva mallin indikoima maltillinen nousuvara ei kuitenkaan mielestämme riitä kääntämään.

Mallissamme odotamme vuoden 2024 jälkeen liikevaihdon kasvun hidastuvan 2-3 %:iin, mikä on linjassa pidemmän aikavälin talouskasvun kanssa. Tämän arvioimme myös määrittävän toimialan pidemmän tähtäimen kasvuvauhtia. Terminaalijaksolla kasvun ennuste on 2 %:ssa, kun taas pitkän aikavälin kannattavuuden (liikevoitto-%) odotamme asettuvan keskimääri noin 7,7 %:iin terminaalikannattavuuden ollessa 7,3 %.

## Nojaamme vuoden 2022 tulostasoon

Eezyn osakkeen lyhyen tähtäimen arvostus on korkea pandemian aiheuttaman kysynnän laskun painaessa

tuloskuntoa edelleen etenkin alkuvuonna 2021. Tuntuva tulosparannuksen sisältävät vuoden 2022 arvostuskertoimet painuvat toimintaympäristön normalisoituessa mielestämme neutraalille tasolle.

Yhtiön vahvistettua selvästi omaa kustannustehokkuutta kuluvan vuoden aikana olemme luottavaisia, että yhtiö selviää yli lähivartaalien haastavasta jaksosta hyvässä iskukunnossa. Uskomme myös, että kysyntäkuvan normalisoituessa liikevaihdon kasvu valuu tehokkaasti tulokseen. Siten nojaamme vahvemmin vuoden 2022 arvostustasoon näkemyksessämme.

Keskeinen riski näkemyksellemme on mielestämme lyhyellä tähtäimellä mahdollisesti muuttuva rokotteiden levitysaikataulu, joka on yhdessä rajoitustoimien kehityksen kanssa olennaisessa asemassa kysyntäkuvan asteittaisen normalisoitumisen kannalta.

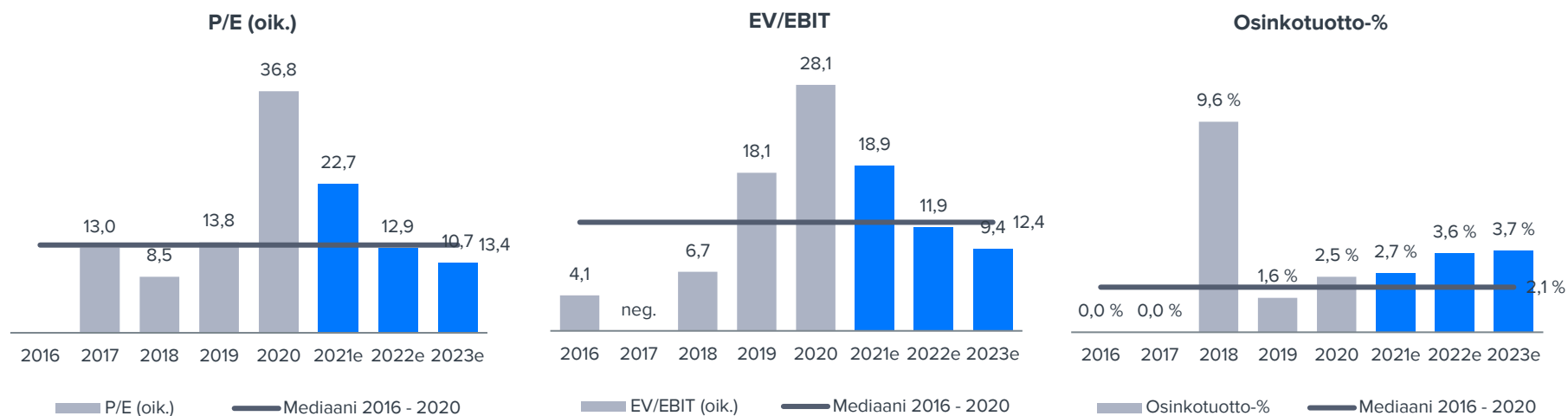
Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	5,54	5,54	5,54
Osakemäärä, milj. kpl	24,8	24,8	24,8
Markkina-arvo	138	138	138
Yritysarvo (EV)	186	177	166
P/E (oik.)	22,7	12,9	10,7
P/E	18,2	12,9	10,7
P/Kassavirta	neg.	9,6	8,1
P/B	1,3	1,2	1,2
P/S	0,7	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	0,9	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	9,8	7,9	6,6
EV/EBIT (oik.)	18,9	11,9	9,4
Osinko/tulos (%)	49,2 %	46,7 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	2,7 %	3,6 %	3,7 %

Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	3,28	6,35	5,90	5,54	5,54	5,54	5,54
Osakemäärä, milj. kpl	14,8	18,2	24,8	24,8	24,8	24,8	24,8
Markkina-arvo	49	158	147	138	138	138	138
Yritysarvo (EV)	62	213	193	186	177	166	155
P/E (oik.)	8,5	13,8	36,8	22,7	12,9	10,7	10,7
P/E	10,6	25,3	54,7	18,2	12,9	10,7	10,7
P/Kassavirta	1,3	neg.	10,4	neg.	9,6	8,1	8,1
P/B	1,0	1,6	1,5	1,3	1,2	1,2	1,1
P/S	0,6	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,8	1,3	1,0	0,9	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	6,2	18,6	14,3	9,8	7,9	6,6	6,2
EV/EBIT (oik.)	6,7	18,1	28,1	18,9	11,9	9,4	8,8
Osinko/tulos (%)	101,9 %	54,3 %	139,1 %	49,2 %	46,7 %	40,0 %	40,0 %
Osinkotuotto-%	9,6 %	1,6 %	2,5 %	2,7 %	3,6 %	3,7 %	3,7 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Manpowergroup	94,10	4500	4143	8,0	6,0	7,1	5,3	0,2	0,2	16,9	12,6	2,4	2,7	2,1
Cross Country Healthcare	9,31	295	339	18,7	12,4	11,4	8,5	0,5	0,4	32,4	20,7			1,8
Adecco	56,62	8624	9094	10,6	9,1	9,1	7,7	0,4	0,4	14,7	12,4	4,2	4,5	2,4
Staffline Group	57,00	45	94	18,5	10,1	10,5	7,0	0,1	0,1	15,8	12,2			
BG Staffing	13,36	116	147							13,3		3,0		
Trueblue	20,22	589	642	69,1	22,2	11,1	8,4	0,3	0,3	18,9	14,8			1,6
Kforce	47,28	870	867	12,4	11,9	10,6	10,6	0,8	0,8	16,7	15,1	1,9	2,2	7,4
Hays	153,80	3059	2765	37,0	14,8	18,8	11,0	0,4	0,4	78,5	28,3	1,9	3,0	3,2
Sthree	338,50	517	499	10,6	8,8	7,9	7,0	0,3	0,3	19,0	15,3	2,5	2,7	3,0
Groupe Crit	57,90	661	463	10,2	6,1	5,8	3,8	0,3	0,2	25,3	17,2	1,7	1,7	1,0
Randstad	54,18	10094	10350	12,1	10,2	9,2	7,9	0,5	0,4	15,5	13,3	4,1	4,4	2,1
<b>Eezy (Inderes)</b>	<b>5,54</b>	<b>138</b>	<b>186</b>	<b>18,9</b>	<b>11,9</b>	<b>9,8</b>	<b>7,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>22,7</b>	<b>12,9</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>	<b>1,3</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>20,7</b>	<b>11,1</b>	<b>10,2</b>	<b>7,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>24,3</b>	<b>16,2</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>
<b>Mediaani</b>				<b>12,2</b>	<b>10,1</b>	<b>9,9</b>	<b>7,8</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>16,9</b>	<b>15,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,1</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>54 %</b>	<b>18 %</b>	<b>-1 %</b>	<b>1 %</b>	<b>148 %</b>	<b>118 %</b>	<b>34 %</b>	<b>-14 %</b>	<b>46 %</b>	<b>37 %</b>	<b>-38 %</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	Q1'21e	Q2'21e	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>42,5</b>	<b>46,7</b>	<b>59,4</b>	<b>54,8</b>	<b>203</b>	<b>238</b>	<b>257</b>	<b>265</b>
Henkilöstövuokraus	149	51,0	35,2	49,6	37,7	173	37	42	55	48	182	215	232	239
Franchise-maksut	7,8	1,4	1,3	1,7	1,7	6,1	1,3	1,5	2,0	1,8	6,6	7,0	7,3	7,5
Asiantuntijapalvelut	9,4	2,0	1,9	1,1	3,5	8,4	3,3	2,9	1,6	3,9	11,6	12,8	14,0	14,6
Kevytyrittäjäpalvelut	3,2	0,7	0,6	1,0	0,5	2,7	0,6	0,7	0,8	0,8	2,8	3,2	3,5	3,6
<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>4,6</b>	<b>4,1</b>	<b>5,5</b>	<b>4,7</b>	<b>19,0</b>	<b>22,3</b>	<b>25,0</b>	<b>24,9</b>
Poistot ja arvonalennukset	-4,6	-1,8	-2,3	-1,9	-1,9	-7,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-7,6	-7,4	-7,3	-7,3
<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>1,2</b>	<b>2,2</b>	<b>3,6</b>	<b>2,8</b>	<b>9,9</b>	<b>14,9</b>	<b>17,6</b>	<b>17,6</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>2,7</b>	<b>2,2</b>	<b>3,6</b>	<b>2,8</b>	<b>11,4</b>	<b>14,9</b>	<b>17,6</b>	<b>17,6</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>2,3</b>	<b>1,8</b>	<b>3,2</b>	<b>2,4</b>	<b>9,8</b>	<b>13,4</b>	<b>16,1</b>	<b>16,1</b>
Verot	-2,1	-0,2	0,3	-0,6	-0,2	-0,8	-0,5	-0,4	-0,6	-0,5	-2,0	-2,7	-3,2	-3,2
Vähemmistöosuudet	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-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>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>2,5</b>	<b>1,9</b>	<b>7,6</b>	<b>10,6</b>	<b>12,9</b>	<b>12,8</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>0,06</b>	<b>0,10</b>	<b>0,08</b>	<b>0,24</b>	<b>0,43</b>	<b>0,52</b>	<b>0,52</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>0,07</b>	<b>0,06</b>	<b>0,10</b>	<b>0,08</b>	<b>0,30</b>	<b>0,43</b>	<b>0,52</b>	<b>0,52</b>

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	108,1%	94,3 %	19,9 %	23,0 %	-34,1 %	12,2 %	-22,9 %	19,9 %	11,7 %	26,6 %	6,7 %	17,0 %	8,0 %	3,1 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	27,6 %	-54,3 %	-99,4 %	3,3 %	-38,8 %	-41,8 %	23,7 %	12234 %	-11,9 %	59,1%	43,7 %	50,7 %	18,6 %	-0,3 %
<b>Käyttökate-%</b>	7,4 %	5,1%	4,6 %	10,3 %	7,9 %	7,1%	10,9 %	8,8 %	9,3 %	8,6 %	9,3 %	9,4 %	9,7 %	9,4 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	6,9 %	1,8 %	0,0 %	7,7 %	4,1%	3,6 %	2,9 %	4,7 %	6,1%	5,1%	4,8 %	6,2 %	6,9 %	6,6 %
<b>Nettotulos-%</b>	2,7 %	0,9 %	-1,8 %	4,7 %	0,9 %	1,4 %	4,2 %	3,0 %	4,2 %	3,4 %	3,7 %	4,5 %	5,0 %	4,8 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>168</b>	<b>167</b>	<b>165</b>	<b>162</b>	<b>159</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>55</b>	<b>66</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	34	39	42
Likvidit varat	6	15	8	15	23
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>210</b>	<b>205</b>	<b>207</b>	<b>217</b>	<b>225</b>

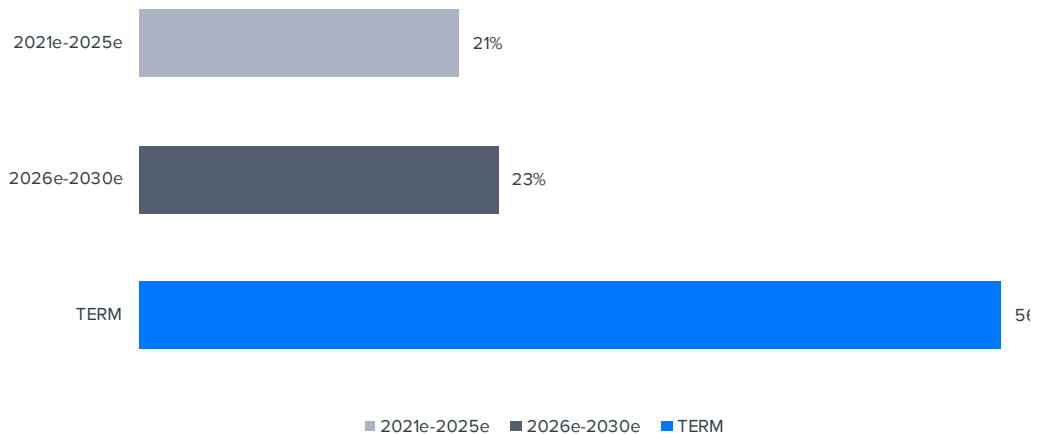
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Oma pääoma</b>	<b>102</b>	<b>104</b>	<b>106</b>	<b>113</b>	<b>121</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-5,9	-5,7	-1,9	5,0	12,9
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>50</b>	<b>53</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	5,6	6,2	5	5	5
Lyhytaikaiset korottomat velat	41	35	39	44	47
Muut lyhytaikaiset velat	1	3	1	1	1
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>210</b>	<b>205</b>	<b>207</b>	<b>217</b>	<b>225</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>11,4</b>	<b>14,9</b>	<b>17,6</b>	<b>17,6</b>	<b>21,3</b>	<b>22,5</b>	<b>23,1</b>	<b>22,1</b>	<b>22,5</b>	<b>22,9</b>	<b>22,8</b>	<b>23,2</b>
+ Kokonaispoistot	7,9	7,6	7,4	7,3	7,3	6,7	6,1	5,0	4,0	4,1	3,9	3,9	4,0
- Maksetut verot	-1,5	-1,4	-2,7	-3,2	-3,2	-4,0	-4,2	-4,3	-4,1	-4,2	-4,3	-4,3	-4,3
- 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	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,5	-0,6	0,0
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>21,1</b>	<b>7,7</b>	<b>19,0</b>	<b>21,3</b>	<b>21,2</b>	<b>23,6</b>	<b>24,0</b>	<b>23,3</b>	<b>21,4</b>	<b>21,8</b>	<b>21,7</b>	<b>21,6</b>	<b>22,7</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	-4,6	-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>2,4</b>	<b>14,4</b>	<b>16,9</b>	<b>16,9</b>	<b>19,6</b>	<b>20,0</b>	<b>19,3</b>	<b>17,4</b>	<b>17,8</b>	<b>17,7</b>	<b>17,6</b>	<b>18,7</b>
+/- Muut	0,0	-10,2	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	-7,8	14,4	16,9	16,9	19,6	20,0	19,3	17,4	17,8	17,7	17,6	18,7
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>-7,2</b>	<b>12,4</b>	<b>13,5</b>	<b>12,5</b>	<b>13,4</b>	<b>12,6</b>	<b>11,2</b>	<b>9,4</b>	<b>8,9</b>	<b>8,1</b>	<b>7,5</b>	<b>7,3</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		230	237	224	211	199	185	173	161	152	143	135	128
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>230</b>											
- Korolliset velat		-58											
+ Rahavarat		15,4											
-Vähemmistöosuus		-1,3											
-Osinko/pääomapalautus		-3,7											
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>152</b>											
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>6,1</b>											

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,35
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,25 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,7 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,2 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	81,6	169,8	190,6	<b>203,4</b>	<b>238,1</b>	EPS (raportoitu)	0,31	0,25	0,11	<b>0,30</b>	<b>0,43</b>
Käyttökate	10,1	12,6	13,5	<b>19,0</b>	<b>22,3</b>	EPS (oikaistu)	0,38	0,46	0,16	<b>0,24</b>	<b>0,43</b>
Liikevoitto	8,2	8,0	5,6	<b>11,4</b>	<b>14,9</b>	Operat. kassavirta / osake	0,68	1,03	0,85	<b>0,31</b>	<b>0,76</b>
Voitto ennen veroja	5,4	6,7	4,0	<b>9,8</b>	<b>13,4</b>	Vapaa kassavirta / osake	2,44	-1,90	0,57	<b>-0,31</b>	<b>0,58</b>
Nettovoitto	4,6	4,6	2,7	<b>7,6</b>	<b>10,6</b>	Omapääoma / osake	3,43	5,54	4,06	<b>4,22</b>	<b>4,50</b>
Kertaluontoiset erät	-1,1	-3,8	-1,3	<b>1,5</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,32	0,10	0,15	<b>0,15</b>	<b>0,20</b>
<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	<b>207,0</b>	<b>217,0</b>	Liikevaihdon kasvu-%	-26 %	108 %	12 %	<b>7 %</b>	<b>17 %</b>
Oma pääoma	50,8	101,8	103,8	<b>105,8</b>	<b>112,7</b>	Käyttökateen kasvu-%	8 %	25 %	7 %	<b>41 %</b>	<b>18 %</b>
Liikearvo	59,9	125,8	127,9	<b>127,9</b>	<b>127,9</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	14 %	28 %	-42 %	<b>44 %</b>	<b>51 %</b>
Nettovelat	13,8	54,1	42,4	<b>47,1</b>	<b>37,7</b>	EPS oik. kasvu-%	-9 %	20 %	-65 %	<b>53 %</b>	<b>75 %</b>
<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 %	<b>9,3 %</b>	<b>9,4 %</b>
Käyttökate	10,1	12,6	13,5	<b>19,0</b>	<b>22,3</b>	Oik. Liikevoitto-%	11,3 %	6,9 %	3,6 %	<b>4,8 %</b>	<b>6,2 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	0,5	2,6	9,4	<b>-9,5</b>	<b>-0,3</b>	Liikevoitto-%	10,0 %	4,7 %	2,9 %	<b>5,6 %</b>	<b>6,2 %</b>
Operatiivinen kassavirta	10,1	18,7	21,1	<b>7,7</b>	<b>19,0</b>	ROE-%	18,2 %	6,0 %	2,7 %	<b>7,4 %</b>	<b>9,8 %</b>
Investoinnit	-11,8	-104,0	-7,1	<b>-5,3</b>	<b>-4,6</b>	ROI-%	12,2 %	6,8 %	3,4 %	<b>7,0 %</b>	<b>9,1 %</b>
Vapaa kassavirta	36,1	-34,6	14,1	<b>-7,8</b>	<b>14,4</b>	Omavaraisuusaste	52,8 %	48,6 %	50,6 %	<b>51,1 %</b>	<b>51,9 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	27,2 %	53,1 %	40,9 %	<b>44,5 %</b>	<b>33,4 %</b>
<b>Suurimmat omistajat</b>			<b>%-osakkeista</b>			<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Noho Partners Oyj			30,3 %			EV/Liikevaihto	0,8	1,3	1,0	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>
Sentica Buyout V Ky			24,6 %			EV/EBITDA (oik.)	6,2	18,6	13,6	<b>9,8</b>	<b>7,9</b>
Meissa-Capital Oy			13,0 %			EV/EBIT (oik.)	6,7	18,1	26,7	<b>18,9</b>	<b>11,9</b>
Sami Asikainen			1,6 %			P/E (oik.)	8,5	13,8	34,3	<b>22,7</b>	<b>12,9</b>
Sijoitusrahasto Evli Suomi Pienyhtiöt			1,6 %			P/B	1,0	1,6	1,4	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>
Sijoitusrahasto Taaleri Mikro Markka			1,5 %			Osinkotuotto-%	9,6 %	1,6 %	2,7 %	<b>2,7 %</b>	<b>3,6 %</b>

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn 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 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 analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
19.12.2018	Vähennä	3,80 €	3,64 €
15.2.2019	Lisää	4,40 €	3,95 €
29.2.2019	Osta	4,60 €	3,95 €
3.4.2019	Lisää	5,00 €	4,54 €
3.5.2019	Osta	5,75 €	4,96 €
23.5.2019	Lisää	5,75 €	5,10 €
8.7.2019	Lisää	6,00 €	5,30 €
22.8.2019	Lisää	6,00 €	5,25 €
4.10.2019	Lisää	5,75 €	5,00 €
13.11.2019	Osta	7,00 €	5,85 €
6.3.2020	Osta	7,00 €	5,75 €
16.3.2020	Osta	5,00 €	4,10 €
30.3.2020	Vähennä	3,00 €	3,00 €
13.5.2020	Vähennä	3,50 €	3,70 €
12.8.2020	Lisää	4,00 €	3,65 €
12.10.2020	Lisää	5,00 €	4,59 €
11.11.2020	Lisää	5,50 €	5,04 €
12.1.2020	Vähennä	6,00 €	5,92 €
19.2.2021	Vähennä	5,80 €	5,54 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöme tarpeisiin.

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

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

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

#### Inderes Oy

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.**