

VMP

Yhtiöpäivitys

3/4/2019

- Nostamme VMP:n tavoitehinnan 5,0 euroon (aik. 4,6 euroa) ja laskemme suosituksemme lisää-tasolle (aik. osta)
- VMP on toteuttanut yritysostovetoista kasvustrategiaa ripeästi, mikä on nostanut tuloskasvuodotuksia. Tarkistimme lähivuosien ennusteitamme maltillisesti ylöspäin Corporate Spirit-yritysoston myötä
- Arvostus on absoluuttisesti ja suhteellisesti houkutteleva, tuotto-odotusta tukee hyvälle tasolle nouseva osinkotuotto ja optio yritysjärjestelyistä

Kasvustrategian toteutus etenee oikeilla urilla

Nostamme VMP:n tavoitehinnan 5,0 euroon (aik. 4,60 euroa) ja laskemme suosituksemme lisää-tasolle (aik. osta). Yhtiö on toteuttanut alkuvuoden aikana yritysostovetoista kasvustrategiaa ripeästi, mikä on vahvistanut tuloskasvunäkymiä. Osakkeen arvostus ei heijastele tätä vahvaa tuloskasvunäkymää täysimääräisesti ja mielestämme tuotto-odotus on edelleen hyvällä tasolla. Odotamme yhtiön myös jatkavan yritysostovetoista kasvua seuraavan 12 kuukauden tähtäimellä, missä edellytykset luoda omistaja-arvoa ovat hyvät.

Yritysostovetoinen kasvustrategia etenee ripeästi

VMP on toteuttanut viimeisen kuuden kuukauden aikana useita yritysjärjestelyitä ja mielestämme järjestelyt ovat olleet strategisesti hyvin perusteltuja ja niiden arvostus on ollut houkutteleva. Nykyisessä markkinatilanteessa pidämme myös markkinaosuuden kasvattamista epäorgaanisella kasvulla perusteltuna ja matalien arvostuskertoimien takia järjestelyillä on mahdollista luoda selvästi omistaja-arvoa. Yhtiöllä on arviomme mukaan edelleen taseensa puolesta liikkumavaraa jatkaa kasvustrategian toteuttamista yritysostoilla ja fragmentoituneella toimialalla riittää potentiaalisia ostokohteita. Uskomme yhtiön yhä haarukoivan potentiaalisia ostokohteita aktiivisesti ja suhtaudumme tähän luottavaisesti yhtiön näyttöjen ja toimialan houkuttelevien järjestelymahdollisuuksien takia.

Teimme pieniä ennustemuutoksia Corporate Spirit-järjestelyn myötä

Päivitimme ennusteitamme viimeisen yritysjärjestelyn seurauksena ja vuosien 2019 ja 2020 ennusteemme nousivat liikevaihdon osalta 1 % ja 2 %. Vuoden 2019 tulosennusteiden osalta ennustemuutokset jäivät pieniksi, sillä Corporate Spirit konsolidoidaan vasta Q2'19:sta alkaen. Lisäksi sisällytimme Q1'19:n ennusteisiimme pieniä ylimääräisiä kulueria yrityskauppojen kertaluonteisista eristä, mikä painoi alempia rivejä. Odotamme vuodelta 2019 176 MEUR:n liikevaihdolla 13,6 MEUR:n oikaistua käyttökatetta (oik. EBITDA-% 7,6 %). Vuoden 2020 liikevaihdon ennusteemme on edellisvuoden tasolla, sillä orgaanisen kasvun ennusteemme on negatiivinen emmekä sisällytä ennusteisiin todennäköisiä yrityskauppoja. Olemme markkinakasvun ennusteissamme varovainen mm. selvästi heikentyntä talouskasvukuvaa heijastellen. Hyvässä skenaariossa yhtiön orgaaninen kasvu voi yltää ennusteitamme korkeammalle markkinan hidastumisesta huolimatta, mutta markkinan historiallisen syklisen luonteen vuoksi varovaisuus ennusteissa on mielestämme perusteltua. Odotamme vuoden 2020 oik. käyttökatteen kasvavan 13,9 MEUR:oon (oik. EBITDA-% 7,9 %).

Arvostuskertoimet ovat maltilliset ja näemme niissä nousuvaraa nykytasolta

Päivityksillä ennusteillamme VMP:n arvostuskertoimet ovat matalat, kun sen vuosien 2019-2020 EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 0,5x ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 6x. Liikearvon poistoilla oikaistut vastaavat P/E-kertoimet ovat niin ikään hyvin matalat 7x. Lähivuosien ennusteissamme nousukäyrällä pysyvän osingon myötä osinkotuotto nousee noin 4-5 %:iin ja tukee tuotto-odotusta. Suhteellisesti VMP arvostetaan volyympipohjaisella EV/liikevaihto-kertoimella selvällä preemiolla ja 2019e EV/EBITDA-kertoimella 10 %:n diskontolla suhteessa verrokkiryhmään. Mielestämme suhteellinen aliarvostus verrokkeihin nähden tulospohjaisilla kertoimilla ei ole perusteltua. Absoluuttisesti matalien arvostuskertoimien houkuttelevuutta kasvattaa VMP:n vahvaa kassavirtaa tuottava liiketoimintamalli. Odotammamme epäorgaanisen kasvustrategian toteutus tuo mukanaan yritysosto-option, jonka odotusarvo on mielestämme positiivinen.

Analytytikot



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

Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

(aik. Osta)



5,00 EUR

(aik. 4,60 EUR)

Osakekurssi: 4,54 EUR

Potentiaali: 10,1%

Ohjeistus

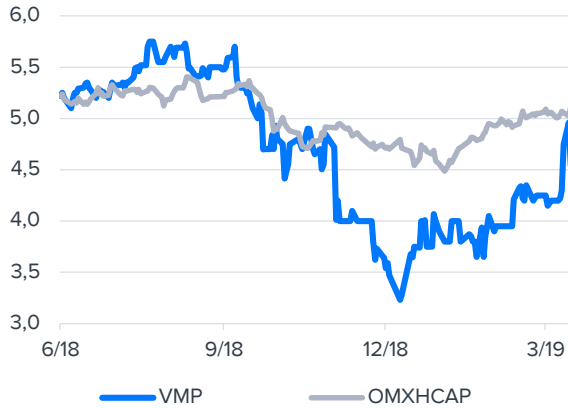
(Ennallaan)

Yhtiö odottaa vuoden 2019 oikaistun käyttökatteen kasvavan merkittävästi verrattuna vuoteen 2018 (2018 oik. EBITDA 10,2 MEUR)

Avainluvut

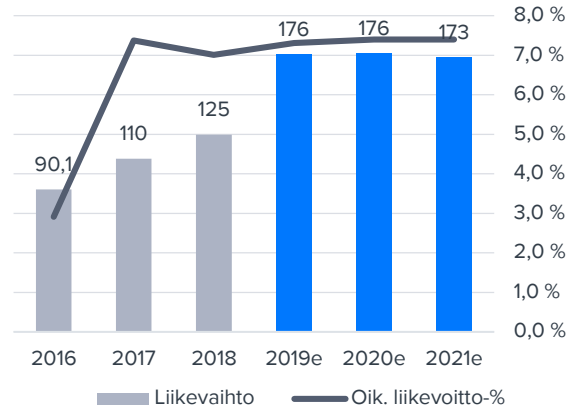
	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	125	176	176	173
kasvu-%	14 %	41 %	0 %	-2 %
EBIT oik.	8,8	12,9	13,1	12,8
EBIT-% oik.	7,0 %	7,3 %	7,4 %	7,4 %
Nettotulos	-3,0	2,0	1,8	1,6
EPS (oik.)	0,27	0,68	0,66	0,64
P/E (oik.)	12,3	6,6	6,9	7,0
P/B	0,9	1,2	1,2	1,2
Osinkotuotto-%	2,4 %	4,4 %	4,8 %	5,5 %
EV/EBIT (oik.)	6,9	6,6	6,0	5,7
EV/EBITDA	6,2	6,4	5,7	5,3
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4	0,4

Osakekurssi



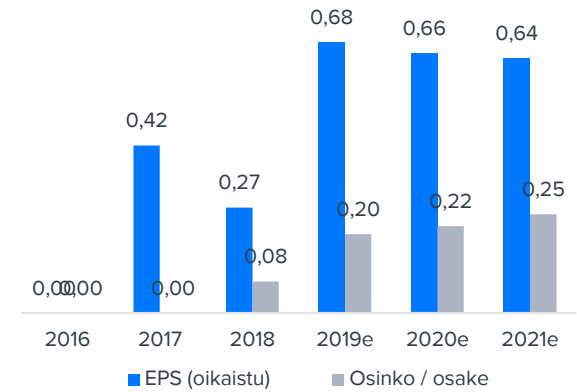
Lähde: Thomson Reuters

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



Riskitekijät

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



Arvostus

- Absoluuttiset arvostuskertoimet ovat maltilliset
- Suhteellinen arvostus tukee näkemystämme osakkeen nousuvarasta
- Yhtiöllä on liikkumavaraa taseessa yritysostoja ajatellen
- Hyvä osinkotuotto tukee tuotto-odotusta

MCAP
67
MEUR

EV
85
MEUR

EV/EBIT
6,4
2019e

P/E (oik.)
6,6
2019e

Sisällyttimme Corporate Spirit-yritystoston ennusteisiimme

Ennustemuutokset	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	174	176	1 %	173	176	2 %	170	173	2 %
Käyttökate	13,2	13,3	0 %	13,4	13,9	3 %	13,1	13,6	4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	12,6	12,9	2 %	12,8	13,1	2 %	12,5	12,8	3 %
Liikevoitto	5,0	4,7	-7 %	5,2	5,2	-1%	4,9	4,9	1%
Tulos ennen veroja	4,8	4,5	-7 %	4,3	4,3	-1%	4,0	4,0	1%
EPS (ilman kertaeriä)	0,67	0,68	2 %	0,71	0,66	-7 %	0,69	0,64	-6 %
Osakekohtainen osinko	0,15	0,20	33 %	0,17	0,22	29 %	0,19	0,25	32 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	3,28	4,54	4,54	4,54	4,54
Osakemäärä, milj. kpl	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8
Markkina-arvo	49	67	67	67	67
Yritysarvo (EV)	60	85	79	73	67
P/E (oik.)	12,3	6,6	6,9	7,0	6,8
P/E	neg.	34,1	36,9	40,9	35,1
P/Kassavirta	1,7	neg.	6,9	6,5	6,6
P/B	0,9	1,2	1,2	1,2	1,3
P/S	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	6,2	6,4	5,7	5,3	4,8
EV/EBIT (oik.)	6,9	6,6	6,0	5,7	5,1
Osinko/tulos (%)	neg.	150,2 %	178,6 %	225,1 %	193,1 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	4,4 %	4,8 %	5,5 %	5,5 %

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Manpowergroup	84,75	4538	5035	6,7	6,4	6,1	5,9	0,2	0,2	10,9	10,1	2,4	2,3	1,9
Cross Country Healthcare	7,31	236	296	35,6	15,2	13,5	8,6	0,4	0,4	117,6	29,6			1,2
Adecco	53,84	8070	9202	8,3	7,6	7,4	6,9	0,4	0,3	11,3	10,5	4,7	4,9	2,0
Staffline Group	873,00	285	330	8,1	7,3	6,9	6,1	0,2	0,2	7,3	7,1	3,3	3,3	
BG Staffing	21,68	198	216							13,3	10,6	5,5	5,5	
Trueblue	24,00	858	975	12,5	10,8	7,1	6,0	0,3	0,3	10,8	10,0			1,3
Kforce	35,71	824	889	11,0	10,0	9,7	8,8	0,7	0,6	14,7	12,3	2,0	2,0	3,9
Hays	149,90	2544	2506	8,1	7,6	7,6	7,1	0,3	0,3	12,6	11,8	4,8	5,1	3,1
Sthree	276,00	424	431	6,4	5,7	5,8	5,3	0,3	0,3	8,3	7,8	5,5	5,8	2,9
Groupe Crit	61,80	690	779	4,4	3,5	3,8	2,9	0,2	0,2	10,1	9,1	1,8	2,4	1,1
Randstad	44,30	8128	9114	8,6	8,2	7,5	7,2	0,4	0,4	10,3	10,0	6,0	6,6	1,8
Enersense	2,04	11	12	12,0	6,0	6,0	6,0	0,2	0,2	15,5	10,6	2,5	3,0	1,2
VMP (Inderes)	4,54	67	85	6,6	6,0	6,4	5,7	0,5	0,4	6,6	6,9	4,4	4,8	1,2
Keskiarvo				11,1	8,0	7,4	6,4	0,3	0,3	20,2	11,6	3,9	4,1	2,0
Mediaani				8,3	7,6	7,1	6,1	0,3	0,3	11,1	10,3	4,0	4,1	1,8
Erutus-% vrt. mediaani				-20 %	-20 %	-10 %	-7 %	41 %	47 %	-40 %	-33 %	10 %	18 %	-34 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	110	28,0	32,5	31,1	33,2	125	39,5	46,4	45,1	44,8	176	176	173	176
Henkilöstövuokraus	59,7	15,9	18,0	17,9	18,2	70,0	27,0	30,5	30,4	29,6	118	116	113	114
Rekrytoinnin ja organisaation kehittämiseen liittyvät palvelut	8,5	2,2	2,7	1,5	2,3	8,7	2,3	3,5	2,3	3,2	11,2	11,6	11,3	11,3
Itsensätyöllistämisen palvelut	41,4	9,9	11,8	11,7	12,7	46,1	10,3	12,5	12,4	12,1	47,2	48,4	49,3	50,3
Käyttökate	9,3	2,0	2,5	2,8	2,5	9,8	2,4	3,6	3,6	3,8	13,3	13,9	13,6	14,0
Poistot ja arvonalennukset	-3,2	-1,8	-1,9	-2,1	-2,1	-7,9	-2,1	-2,2	-2,2	-2,2	-8,6	-8,7	-8,7	-8,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,1	2,1	2,3	2,0	2,4	8,8	2,5	3,4	3,4	3,6	12,9	13,1	12,8	13,2
Liikevoitto	6,1	0,2	0,6	0,7	0,4	1,8	0,3	1,4	1,4	1,6	4,7	5,2	4,9	5,3
Nettorahoituskulut	-0,3	-0,6	-4,0	0,4	-0,1	-4,3	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,9	-0,9
Tulos ennen veroja	5,7	-0,4	-3,4	1,1	0,3	-2,5	0,7	1,2	1,2	1,4	4,5	4,3	4,0	4,4
Verot	-1,5	-0,4	0,2	-0,4	0,2	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-2,5	-2,4	-2,4	-2,5
Vähemmistöosuudet	0,0	0,3	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	4,3	-0,5	-3,6	0,7	0,4	-3,0	0,2	0,6	0,5	0,7	2,0	1,8	1,6	1,9
EPS (oikaistu)	0,42	0,09	-0,13	0,13	0,17	0,27	0,16	0,17	0,17	0,18	0,68	0,66	0,64	0,66
EPS (raportoitu)	0,29	-0,03	-0,24	0,05	0,03	-0,20	0,01	0,04	0,04	0,05	0,13	0,12	0,11	0,13

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	21,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-69,7 %	13,9 %	41,1 %	42,8 %	45,1 %	35,0 %	40,9 %	0,3 %	-1,6 %	1,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	208,2 %				-70,1 %	8,2 %	19,7 %	50,6 %	70,5 %	47,6 %	46,9 %	1,6 %	-1,7 %	2,7 %
Käyttökate-%	8,5 %	7,2 %	7,6 %	8,9 %	7,6 %	7,8 %	6,1 %	7,7 %	7,9 %	8,4 %	7,6 %	7,9 %	7,8 %	8,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,4 %	7,5 %	7,0 %	6,3 %	7,3 %	7,0 %	6,3 %	7,4 %	7,5 %	8,0 %	7,3 %	7,4 %	7,4 %	7,5 %
Nettotulos-%	3,9 %	-1,8 %	-11,1 %	2,2 %	1,3 %	-2,4 %	0,4 %	1,2 %	1,2 %	1,5 %	1,1 %	1,0 %	0,9 %	1,1 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	3,1	3,2	15,9	16,1	16,4
Liikearvo	0,1	0,1	10,1	10,1	10,1
Aineettomat hyödykkeet	0,2	0,2	1,4	1,9	2,4
Käyttöomaisuus	0,4	0,7	2,3	1,9	1,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut sijoitukset	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Muut pitkäaikaiset varat	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	21,0	30,0	38,6	38,3	40,4
Vaihto-omaisuus	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	1,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Myyntisaamiset	14,5	17,8	22,9	22,6	22,2
Likvidit varat	4,8	8,6	12,1	12,2	14,6
Taseen loppusumma	79,0	101	114	106	101

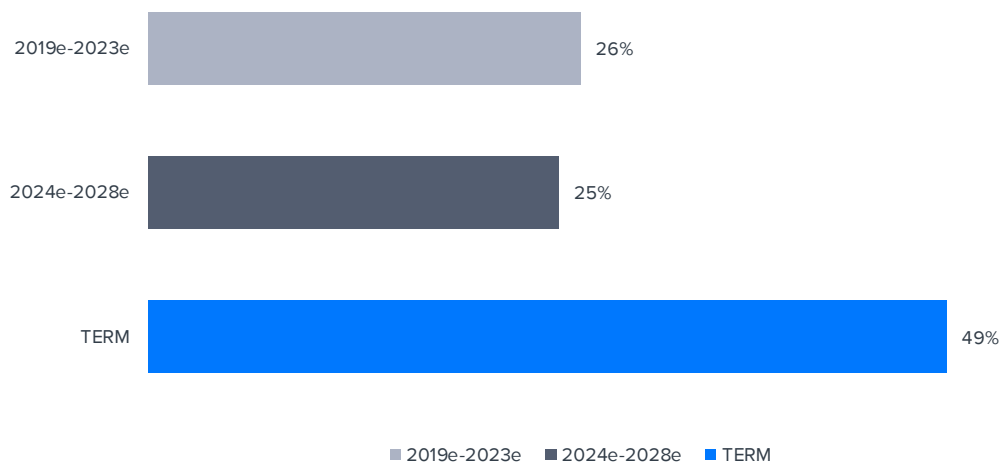
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	5,2	55,8	56,7	55,5	53,9
Osakepääoma	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-1,6	-4,0	-3,2	-4,4	-6,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	1,2	59,8	59,8	59,8	59,8
Vähemmistöosuus	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	53,4	20,4	28,9	22,9	20,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	53,3	20,4	28,9	22,9	20,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	20,5	24,6	28,5	27,7	26,6
Lainat rahoituslaitoksilta	1,7	0,1	1,0	1,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,9	2,2	5,3	4,4	4,3
Muut lyhytaikaiset velat	16,9	22,3	22,3	22,3	22,3
Taseen loppusumma	79,0	101	114	106	101

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Liikevoitto	1,8	4,7	5,2	4,9	5,3	4,5	4,5	4,4	4,0	13,2	13,4	11,6	11,8
+ Kokonaispoistot	7,9	8,6	8,7	8,7	8,7	8,6	8,3	8,2	8,2	0,8	0,7	0,7	0,6
- Maksetut verot	0,0	-2,5	-2,4	-2,4	-2,5	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,6	-2,6	-2,3	-2,3
- verot rahoituskuluista	0,8	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
+ 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	0,5	-2,0	-0,6	0,3	-0,2	-0,5	0,0	-0,2	-0,6	-0,5	-0,4	-0,2	-0,4
Operatiivinen kassavirta	11,1	8,7	10,7	11,3	11,1	10,1	10,3	10,0	9,2	10,9	11,1	9,8	9,7
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	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	-20,5	-13,5	-1,0	-1,0	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0	-0,8
Vapaa operatiivinen kassavirta	-9,5	-4,7	9,7	10,3	10,2	9,3	9,5	9,2	8,4	10,0	10,1	8,8	8,8
+/- Muut	37,5	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	28,0	-4,7	9,7	10,3	10,2	9,3	9,5	9,2	8,4	10,0	10,1	8,8	8,8
Diskontattu vapaa kassavirta		-4,4	8,3	8,1	7,4	6,2	5,8	5,2	4,3	4,7	4,4	3,5	3,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		104	108	100	91,9	84,5	78,4	72,5	67,4	63,1	58,4	54,0	50,5
Velaton arvo DCF		104											
- Korolliset velat		-20,5											
+ Rahavarat		8,6											
-Vähemmistöosuus		0,0											
-Osinko/pääomapalautus		-1,2											
Oman pääoman arvo DCF		90,9											
Oman pääoman arvo DCF per osake		6,15											

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,0 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	90,1	109,6	124,8	175,9	176,3	EPS (raportoitu)		0,29	-0,20	0,13	0,12
Käyttökate	5,1	9,3	9,8	13,3	13,9	EPS (oikaistu)		0,42	0,27	0,68	0,66
Liikevoitto	2,6	6,1	1,8	4,7	5,2	Operat. kassavirta / osake		0,58	0,75	0,59	0,72
Voitto ennen veroja	2,5	5,7	-2,5	4,5	4,3	Vapaa kassavirta / osake		-2,40	1,89	-0,32	0,65
Nettovoitto	1,9	4,3	-3,0	2,0	1,8	Omapääoma / osake		-0,02	3,77	3,83	3,75
Kertaluontoiset erät	0,0	-2,0	-6,9	-8,2	-7,9	Osinko / osake	0,00	0,00	0,08	0,20	0,22
Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	33,0	79,0	100,7	114,1	106,1	Liikevaihdon kasvu-%	29 %	22 %	14 %	41 %	0 %
Oma pääoma	4,7	5,2	55,8	56,7	55,5	Käyttökateen kasvu-%	227 %	81 %	5 %	36 %	4 %
Liikearvo	0,3	0,1	0,1	10,1	10,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	67 %	208 %	8 %	47 %	2 %
Nettovelat	10,6	50,1	11,8	17,7	11,7	EPS oik. kasvu-%			-37 %	156 %	-4 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	5,7 %	8,5 %	7,8 %	7,6 %	7,9 %
Käyttökate	5,1	9,3	9,8	13,3	13,9	Oik. Liikevoitto-%	2,9 %	7,4 %	7,0 %	7,3 %	7,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,7	0,8	0,5	-2,0	-0,6	Liikevoitto-%	2,9 %	5,6 %	1,5 %	2,7 %	2,9 %
Operatiivinen kassavirta	5,2	8,6	11,1	8,7	10,7	ROE-%	45,6 %	201,3 %	-10,7 %	3,5 %	3,3 %
Investoinnit	-7,8	-44,1	-20,5	-13,5	-1,0	ROI-%	16,7 %	15,4 %	2,7 %	5,8 %	6,2 %
Vapaa kassavirta	-2,7	-35,5	28,0	-4,7	9,7	Omavaraisuusaste	14,1 %	6,6 %	55,4 %	49,7 %	52,3 %
						Nettovelkaantumisaste	228,6 %	962,3 %	21,2 %	31,3 %	21,1 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
Sentica Byuout V Ky			37,3 %			EV/Liikevaihto	0,1	neg.	0,5	0,5	0,4
Meissa-Capital Oy			19,3 %			EV/EBITDA (oik.)	2,1	neg.	6,2	6,4	5,7
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen			3,0 %			EV/EBIT (oik.)	4,1	neg.	6,9	6,6	6,0
Odin Finland			2,7 %			P/E (oik.)		13,0	12,3	6,6	6,9
Sijoitusrahasto Taaleritehdas Mikro Markka			2,6 %			P/B	0,0	neg.	0,9	1,2	1,2
Sijoitusrahasto Säästöpankki Pienyhtiöt			1,8 %			Osinkotuotto-%		0,0 %	2,4 %	4,4 %	4,8 %

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 tulevast. 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 prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen 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 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 €



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



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**