

# VMP

## Yhtiöpäivitys

3/5/2019

- Nostamme VMP:n tavoitehinnan 5,75 euroon (aik. 5,0 euroa) ja suosituksemme osta-tasolle (aik. lisää)
- VMP tiedotti eilen kustannussäästöohjelmasta, jolla tavoiteltavat säästöt ovat yhtiön kokoluokassa huomattavat
- Nostimme päivityksen yhteydessä lähivuosien ennusteitamme, vuoden 2020 ennustemme nousivat käyttökate-  
tasolla 11 %
- Osakkeen arvostus on tuloskasvu huomioiden matala ja näemme arvostuskertoimissa nousuvaraa nykytasolta

# Säästöohjelma vauhdittaa tulokasvua

Tarkistamme VMP:n tavoitehinnan 5,75 euroon (aik. 5,0 euroa) ja nostamme suosituksemme osta-tasolle (aik. lisää). VMP tiedotti eilen tehostamistoimista, jotka tähtäävät yhtiön kokoluokassa merkittäviin säästöihin. Nostimme VMP:n lähivuosien ennusteitamme päivityksen yhteydessä, sillä näemme selkeät askelmerkit kustannussäästöjen saavuttamiseen. Osakkeen arvostus on hyvin maltillinen suhteessa lähivuosien tulokasvunäkymään ja konservatiiviset ennusteemme sisältävät turvamarginaalia syklisiä riskejä vastaan.

## Yhtiö aloittaa tehostamisohjelman karsiakseen päällekkäisyyksiä

VMP tiedotti eilen aloittavansa kustannussäästöohjelman tehostaakseen toimintaansa ja karsiakseen päällekkäisyyksiä, joita on syntynyt viime vuosina yritysostovetoisen kasvun seurauksena. Osana ohjelmaa yhtiö aloittaa Suomen henkilökuntaa (pl. Corporate Spirit) koskevat yhteistoimintaneuvottelut, joiden yhtiö arvioi johtavan enintään 30 henkilön vähennyksiin konsernin eri tytäryhtiöissä. VMP tavoittelee ohjelmalla noin 2,5-3 MEUR:n vuosittaisia kustannussäästöjä, joista osan se arvioi toteutuvan kuluvana vuonna. Tehostamistoimien avulla tavoiteltavat kustannussäästöt ovat yhtiön kokoluokassa huomattavat, sillä ne ovat 19-23 % ennustamastamme vuoden 2019 käyttökatteesta ennen ohjelmaa.

## Askelmerkit tehostamishyödyille ovat selkeät

Arviomme mukaan tehostamisohjelmalla tavoiteltavista kustannussäästöistä suurin osa odotetaan saavuttavan henkilöstövähennyksin yhtiön kulurakennetta ja henkilöstön lukumäärän laskua heijastellen. Lukuisten yrityskauppojen seurauksena yhtiölle on muodostanut arviomme mukaan tiettyjä päällekkäisyyksiä toimihenkilötehtävissä, joissa on varaa henkilövähennyksille ilman heijasteita liiketoimintaan. Lisäksi arvioimme muiden säästöjen kohdistuvan päällekkäisyyksien karsimiseen markkinoinnissa, toimitiloissa ja muissa pienemmissä tukitoiminnoissa. Kokonaisuutena säästöt ovat mielestämme realistisia, mutta lopputuleman suuruusluokka riippuu mm. toteutuvien henkilöstövähennyksien kokoluokasta. Arviomme mukaan yt-neuvottelujen seurauksena henkilöstövähennyksillä on hyvin pieni positiivinen vaikutus loppuvuonna (lakisääteinen kesto ja irtisanomisajat huomioiden) ja voimakkaammin hyödyt heijastuvat vuonna 2020. Olemme huomioineet säästöjen vaikutuksen konservatiivisesti vuoden 2019 ennusteissamme, jotka nousivat käyttökattetasolla 1 %:n 13,5 MEUR:oon. Vuoden 2020 vastaava ennusteemme nousi 11 % 15,4 MEUR:oon.

## Arvostuskertoimissa selvää nousuvaraa, myös osinko ja yritysosto-optio tukevat tuotto-odotusta

Lyhyen tähtäimen ennusteillamme yhtiön arvostus on maltillinen, kun kuluvaan vuoden EV/EBITDA-kerroin on 7x ja vastaava liikearvon poistoilla oikaistu P/E-kerroin on 7x. Tulokasvun myötä vuoden 2020 vastaavat kertoimet painuvat houkuttelevaksi ja ovat 5,5x ja 7x. Kokonaistuotto-odotusta tukee hyvälle tasolle noin 4-5 %:iin nouseva osinkotuottoennusteemme. Myös suhteellinen arvostus ja pitkän tähtäimen potentiaaliin nojaava kassavirtamallimme tukevat osakkeen selvää nousuvaraa. Odottamamme epäorgaanisen kasvustrategian jatkaminen seuraavan 12 kuukauden tähtäimellä tuo mukanaan yrityskauppaoptio, jonka odotusarvo on mielestämme positiivinen järjestelyjen selkeä logiikka ja yhtiön track-record huomioiden.

## Analytikot



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

## Suositus ja tavoitehinta

### Osta

(aik. Lisää)



**5,75 EUR**

(aik. 5,00 EUR)

Osakekurssi: 4,96 EUR

Potentiaali: 15,9 %

### Ohjeistus

(Ennallaan)

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

## Avainluvut

|                    | 2018  | 2019e | 2020e | 2021e |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Liikevaihto</b> | 125   | 176   | 176   | 173   |
| <b>kasvu-%</b>     | 14 %  | 41 %  | 0 %   | -2 %  |
| <b>EBIT oik.</b>   | 8,8   | 13,0  | 14,6  | 14,2  |
| <b>EBIT-% oik.</b> | 7,0 % | 7,4 % | 8,3 % | 8,2 % |
| <b>Nettotulos</b>  | -3,0  | 2,1   | 3,0   | 2,8   |
| <b>EPS (oik.)</b>  | 0,27  | 0,69  | 0,74  | 0,72  |

|                       |       |       |       |       |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>P/E (oik.)</b>     | 12,3  | 7,2   | 6,7   | 6,9   |
| <b>P/B</b>            | 0,9   | 1,3   | 1,3   | 1,3   |
| <b>Osinkotuotto-%</b> | 2,4 % | 4,0 % | 4,4 % | 5,0 % |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b> | 6,9   | 7,0   | 5,8   | 5,4   |
| <b>EV/EBITDA</b>      | 6,2   | 6,8   | 5,5   | 5,1   |
| <b>EV/Liikevaihto</b> | 0,5   | 0,5   | 0,5   | 0,4   |

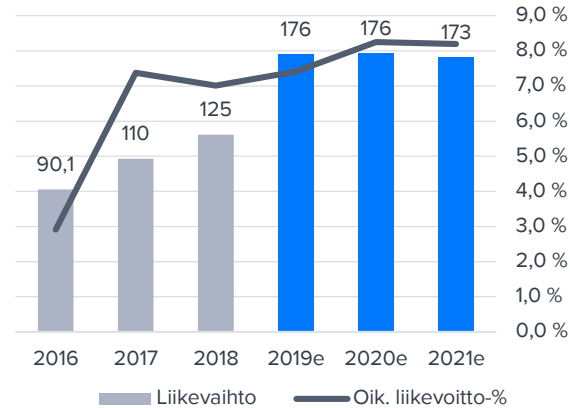
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



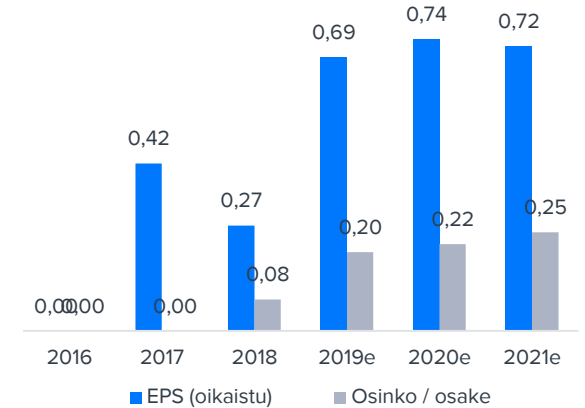
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%

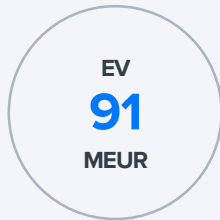


Lähde: Inderes

## 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

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

# Nostimme lähivuosien ennusteita selvästi

## Emme odota oleellisia hyötyjä vuodelle 2019

Vuoden 2019 osalta ennustemuutokset jäivät pieniksi, sillä suurelta osin henkilöstövähennyksien kautta tulevien säästöjen realisoituminen vie aikaa. Arviomme mukaan lakisääteisen yhteistoimintaneuvottelujen viiveen lisäksi aikaviivettä kustannussäästöjen realisoitumiselle kasvattaa toimihenkilöjen irtisanomisajat, jotka vaihtelevat työsuhteen kestosta riippuen. Myös tiettyjen hallinnollisten päällekkäisyyksien karsiminen on riippuvainen ostettujen kohteiden voimassa olleista sopimuksista ja niiden irtisanomisajoista (esim. toimitilat ja hallinnolliset palvelut). Siten näkyvyys vuoden 2019 osalta on hyvin rajallinen, mikä puoltaa varovaisuutta ennustetarkistuksissa.

Vuoden 2019 ennusteisiimme sisällytimme vain pieniä säästöjä, jotka kohdistuvat Q4'19:lle ja niiden

seurauksena koko vuoden ennusteemme nousi 1 %:n 13,5 MEUR:oon.

## Vuonna 2020 kustannussäästöjen pitäisi heijastua vahvemmin tulokseen

Ensi vuonna odotamme kustannussäästöjen heijastuvan yhtiön kannattavuuteen koko vuoden laajuisesti, sillä odotamme henkilöstövähennyksien toteutuvan ennen vuoden 2019 loppua. Arviomme mukaan tämän on myös riittävä aika muiden kulusäästöjen realisoitumiselle. Sisällytimme ennusteisiimme vuodelle 2020 1,5 MEUR:n kustannussäästöt, mikä on maltillinen taso tavoiteltuun 2,5-3 MEUR:oon suhteutettuna.

## Turvamarginaali säästöjen odotetussa vaikutuksessa perusteltua, ainakin toistaiseksi

Mielestämme tietty turvamarginaali on tässä

vaiheessa perusteltua, sillä meillä ei ole näkyvyyttä lopulliseen yhteistoimintaneuvottelujen tulokseen ja siten henkilöstövähennyksien kautta saavutettavien säästöjen tasoon liittyy epävarmuutta. Lisäksi riskinä on, että pidemmällä aikavälillä tavoiteltavien muiden säästöjen (esim. markkinointikulut) vaikutus osittain hautautuu muiden kustannusrakenteeseen nousupainetta aiheuttavien toimien alle. Tämä voisi realisoitua esimerkiksi kilpailutilanteen kiristymisen myötä kasvavien kasvupanostuksien kautta.

Suotuisassa skenaariossa yhtiö etenee kustannussäästöohjelman toteutuksen suhteen määrätietoisesti vuoden 2019 aikana ja saavuttaa tavoitellut 2,5-3 MEUR:n säästöt täysimääräisesti vuonna 2020. Tällöin ennusteissamme olisi nousuvaraa nykytasolta.

| Ennustemuutokset                   | 2019e | 2019e | Muutos | 2020e | 2020e | Muutos | 2021e | 2021e | Muutos |
|------------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR                         | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      |
| <b>Liikevaihto</b>                 | 176   | 176   | 0 %    | 176   | 176   | 0 %    | 173   | 173   | 0 %    |
| <b>Käyttökate</b>                  | 13,3  | 13,5  | 1 %    | 13,9  | 15,4  | 11 %   | 13,6  | 15,0  | 10 %   |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b> | 12,9  | 13,0  | 1 %    | 13,1  | 14,6  | 11 %   | 12,8  | 14,2  | 11 %   |
| <b>Liikevoitto</b>                 | 4,7   | 4,9   | 4 %    | 5,2   | 6,7   | 29 %   | 4,9   | 6,3   | 28 %   |
| <b>Tulos ennen veroja</b>          | 4,5   | 4,7   | 4 %    | 4,3   | 5,8   | 35 %   | 4,0   | 5,4   | 34 %   |
| <b>EPS (ilman kertaeriä)</b>       | 0,68  | 0,69  | 1 %    | 0,66  | 0,74  | 12 %   | 0,64  | 0,72  | 12 %   |
| <b>Osakekohtainen osinko</b>       | 0,20  | 0,20  | 0 %    | 0,22  | 0,22  | 0 %    | 0,25  | 0,25  | 0 %    |

Lähde: Inderes

# Arvostuskertoimissa on nousuvaraa

Näkemyksemme mukaan VMP:n arvostus on houkutteleva suhteessa ennustamaamme tuloskasvuun ja näemme osakkeen arvostuskertoimissa nousuvaraa nykytasolta. Lisäksi odotamme yhtiön jatkavan yritysostovetoinen strategiansa toteuttamista seuraavan 12 kuukauden tähtäimellä, mistä yhtiön näytöt ovat vahvat ja askelmerkit arvonluonnille ovat selkeät.

## Arvostuskertoimet ovat kohtuulliset vuodelle 2019, mutta matalat vuodelle 2020

Vuoden 2019 arvostuskertoimet EV/Liikevaihto 0,5x ja EV/EBITDA 6,8x ovat mielestämme kohtuulliset, kun taas liikearvojen poistoilla oikaistu P/E-kerroin on matala 7,2x. Korkeammat arvostuskertoimet ovat perusteltavissa myös yhtiön liiketoimintamallin vahvalla kassavirtaprofiililla. Lisäksi tuotto-odotusta tukee tuloksen myötä selvästi ennusteissamme nouseva osinko, joka tarjoaa 4 %:n osinkotuottoa.

Vuoden 2020 tulos pohjaiset kertoimet painuvat houkuttelevalle tasolle, kun tuloskasvun myötä 2020e EV/EBITDA-kerroin on 5,5x ja vastaava (oik.) P/E-kerroin on 6,7x. Nousukäyrällä pysyttelevän osingon myötä osinkotuotto nousee 4,4 %:iin vuonna 2020.

## Myös suhteellinen arvostus ja kassavirtamalli tukee osakkeen nousuvaraa

Suhteellisesti VMP:n arvostus on vuoden 2019 ennusteilla EV/liikevaihto-kertoimella 45 %:n preemiolla suhteessa kansainväliseen verrokkiryhmään. Mielestämme yhtiölle voidaan hyväksyä verrokkeja korkeampi liikevaihtopohjainen arvostus sen selvästi verrokkiryhmää korkeamman kannattavuuden ja toisaalta vahvemman keskipitkän aikavälin kasvunäkymän takia.

Selvästi verrokkeja vahvempi kannattavuus

heijastuukin tulos pohjaiseen arvostukseen, kun vuoden 2019 EV/EBITDA-kertoimella osake arvostetaan noin 13 %:n alennuksella suhteessa verrokkiryhmään. Tehostustoimien vetämän tuloskasvun myötä vuoden 2020 EV/EBITDA-kertoimella alennus on selvästi suurempi 23 %. Absoluuttisesti verrokkiryhmän arvostus on mielestämme melko neutraali.

Pitkän aikavälin potentiaaliin nojaavan kassavirtamallin indikoima osakkeen arvo on 6,61 euroa ja selvästi yli nykykurssin. Ainakin historiallisesti syklisen toimialan luonteen vuoksi emme painota arvonmäärittämisessä DCF-mallia, mutta mielestämme se tukee suhteellisen arvostuksen mukaisesti näkemystämme osakkeen selvästä nousuvarasta.

## Odotamme yhtiön jatkavan epäorgaanista kasvua strategiansa mukaisesti

Arviomme mukaan VMP tulee jatkamaan markkinan konsolidaatiota ja epäorgaanista kasvua strategiansa mukaisesti 12 kuukauden tähtäimellä. Tämä on markkinatilanne huomioiden mielestämme perusteltua ja VMP:llä on vahvat näytöt siitä, että yhtiö ostaa strategiaa hyvin tukevia kohteita järkevällä arvostuksella.

Emme kuitenkaan olisi yllättyneitä, jos lyhyellä tähtäimellä yhtiön fokus olisi jo toteutettujen yritysostojen integroinnissa ja kustannussäästöohjelman läpiviennissä. Mielestämme sijoittaja kuitenkin saa osakkeen mukana yhä odotusarvoltaan positiivisen yrityskauppa-option.

| Arvostustaso          | 2019e   | 2020e   | 2021e   |
|-----------------------|---------|---------|---------|
| Osakekurssi           | 4,96    | 4,96    | 4,96    |
| Osakemäärä, milj. kpl | 14,8    | 14,8    | 14,8    |
| Markkina-arvo         | 73      | 73      | 73      |
| Yritysarvo (EV)       | 91      | 84      | 76      |
| P/E (oik.)            | 7,2     | 6,7     | 6,9     |
| P/E                   | 34,7    | 24,3    | 26,7    |
| P/Kassavirta          | neg.    | 6,7     | 6,4     |
| P/B                   | 1,3     | 1,3     | 1,3     |
| P/S                   | 0,4     | 0,4     | 0,4     |
| EV/Liikevaihto        | 0,5     | 0,5     | 0,4     |
| EV/EBITDA (oik.)      | 6,8     | 5,5     | 5,1     |
| EV/EBIT (oik.)        | 7,0     | 5,8     | 5,4     |
| Osinko/tulos (%)      | 140,0 % | 107,7 % | 134,4 % |
| Osinkotuotto-%        | 4,0 %   | 4,4 %   | 5,0 %   |

Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

| Arvostustaso          | 2018  | 2019e   | 2020e   | 2021e   | 2022e   |
|-----------------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| Osakekurssi           | 3,28  | 4,96    | 4,96    | 4,96    | 4,96    |
| Osakemäärä, milj. kpl | 14,8  | 14,8    | 14,8    | 14,8    | 14,8    |
| Markkina-arvo         | 49    | 73      | 73      | 73      | 73      |
| Yritysarvo (EV)       | 60    | 91      | 84      | 76      | 70      |
| P/E (oik.)            | 12,3  | 7,2     | 6,7     | 6,9     | 7,0     |
| P/E                   | neg.  | 34,7    | 24,3    | 26,7    | 28,0    |
| P/Kassavirta          | 1,7   | neg.    | 6,7     | 6,4     | 6,7     |
| P/B                   | 0,9   | 1,3     | 1,3     | 1,3     | 1,3     |
| P/S                   | 0,4   | 0,4     | 0,4     | 0,4     | 0,4     |
| EV/Liikevaihto        | 0,5   | 0,5     | 0,5     | 0,4     | 0,4     |
| EV/EBITDA (oik.)      | 6,2   | 6,8     | 5,5     | 5,1     | 4,7     |
| EV/EBIT (oik.)        | 6,9   | 7,0     | 5,8     | 5,4     | 5,0     |
| Osinko/tulos (%)      | neg.  | 140,0 % | 107,7 % | 134,4 % | 141,3 % |
| Osinkotuotto-%        | 2,4 % | 4,0 %   | 4,4 %   | 5,0 %   | 5,0 %   |

Lähde: Inderes

# Verrokkiryhmän arvostus

| Verrokkiryhmän arvostus<br>Yhtiö | Osakekurssi | Markkina-arvo<br>MEUR | Yritysarvo<br>MEUR | EV/EBIT      |              | EV/EBITDA    |              | EV/Liikevaihto |             | P/E          |              | Osinkotuotto-% |             | P/B          |
|----------------------------------|-------------|-----------------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|-------------|--------------|--------------|----------------|-------------|--------------|
|                                  |             |                       |                    | 2019e        | 2020e        | 2019e        | 2020e        | 2019e          | 2020e       | 2019e        | 2020e        | 2019e          | 2020e       | 2019e        |
| Manpowergroup                    | 94,39       | 5107                  | 5611               | 8,0          | 7,6          | 7,4          | 7,0          | 0,3            | 0,3         | 12,2         | 11,3         | 2,2            | 2,0         | 2,1          |
| Cross Country Healthcare         | 7,29        | 226                   | 287                | 43,1         | 16,0         | 14,2         | 8,7          | 0,4            | 0,4         | 123,8        | 32,3         |                |             | 1,2          |
| Adecco                           | 57,80       | 8526                  | 9681               | 8,6          | 7,9          | 7,7          | 7,1          | 0,4            | 0,4         | 12,0         | 11,3         | 4,4            | 4,5         | 2,2          |
| Staffline Group                  | 852,00      | 287                   | 331                | 8,1          | 7,3          | 6,9          | 6,1          | 0,2            | 0,2         | 7,4          | 7,1          | 3,3            | 3,4         |              |
| BG Staffing                      | 22,88       | 211                   | 229                |              |              |              |              |                |             | 14,1         | 11,3         | 5,2            | 5,2         |              |
| Trueblue                         | 24,65       | 881                   | 999                | 13,2         | 13,0         | 8,0          | 7,3          | 0,4            | 0,4         | 11,1         | 10,4         |                |             | 1,4          |
| Kforce                           | 34,89       | 807                   | 873                | 11,4         | 10,3         | 9,9          | 8,9          | 0,7            | 0,6         | 14,7         | 12,2         | 2,1            | 2,1         | 3,5          |
| Hays                             | 150,10      | 2575                  | 2541               | 8,6          | 8,1          | 8,1          | 7,7          | 0,4            | 0,3         | 13,1         | 12,4         | 3,2            | 3,9         | 3,1          |
| Sthree                           | 307,00      | 463                   | 469                | 6,5          | 5,9          | 5,9          | 5,4          | 0,3            | 0,3         | 9,0          | 8,5          | 5,0            | 5,3         | 3,2          |
| Groupe Crit                      | 67,30       | 765                   | 760                | 5,2          | 4,2          | 4,3          | 3,5          | 0,3            | 0,2         | 10,8         | 10,1         | 1,5            | 1,6         | 1,2          |
| Randstad                         | 50,56       | 9309                  | 10975              | 9,5          | 9,0          | 7,8          | 7,5          | 0,4            | 0,4         | 11,6         | 11,3         | 5,4            | 5,7         | 2,1          |
| Enersense                        | 2,04        | 12                    | 13                 | 12,0         | 6,0          | 6,0          | 6,0          | 0,2            | 0,2         | 16,2         | 11,1         | 2,4            | 2,9         | 1,3          |
| <b>VMP (Inderes)</b>             | <b>4,96</b> | <b>73</b>             | <b>91</b>          | <b>7,0</b>   | <b>5,8</b>   | <b>6,8</b>   | <b>5,5</b>   | <b>0,5</b>     | <b>0,5</b>  | <b>7,2</b>   | <b>6,7</b>   | <b>4,0</b>     | <b>4,4</b>  | <b>1,3</b>   |
| <b>Keskiarvo</b>                 |             |                       |                    | <b>12,2</b>  | <b>8,7</b>   | <b>7,8</b>   | <b>6,8</b>   | <b>0,4</b>     | <b>0,3</b>  | <b>21,3</b>  | <b>12,4</b>  | <b>3,5</b>     | <b>3,7</b>  | <b>2,1</b>   |
| <b>Mediaani</b>                  |             |                       |                    | <b>8,6</b>   | <b>7,9</b>   | <b>7,7</b>   | <b>7,1</b>   | <b>0,4</b>     | <b>0,3</b>  | <b>12,1</b>  | <b>11,3</b>  | <b>3,2</b>     | <b>3,7</b>  | <b>2,1</b>   |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b>    |             |                       |                    | <b>-19 %</b> | <b>-27 %</b> | <b>-13 %</b> | <b>-23 %</b> | <b>45 %</b>    | <b>39 %</b> | <b>-41 %</b> | <b>-40 %</b> | <b>25 %</b>    | <b>21 %</b> | <b>-38 %</b> |

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       |
|-----------------------------------------------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevaihto</b>                                  | <b>110</b>  | <b>28,0</b>  | <b>32,5</b>  | <b>31,1</b> | <b>33,2</b> | <b>125</b>   | <b>39,5</b> | <b>46,4</b> | <b>45,1</b> | <b>44,8</b> | <b>176</b>  | <b>176</b>  | <b>173</b>  | <b>176</b>  |
| 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 kehittämisen 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        |
| <b>Käyttökate</b>                                   | <b>9,3</b>  | <b>2,0</b>   | <b>2,5</b>   | <b>2,8</b>  | <b>2,5</b>  | <b>9,8</b>   | <b>2,4</b>  | <b>3,6</b>  | <b>3,6</b>  | <b>3,9</b>  | <b>13,5</b> | <b>15,4</b> | <b>15,0</b> | <b>14,9</b> |
| 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        |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>                  | <b>8,1</b>  | <b>2,1</b>   | <b>2,3</b>   | <b>2,0</b>  | <b>2,4</b>  | <b>8,8</b>   | <b>2,5</b>  | <b>3,4</b>  | <b>3,4</b>  | <b>3,7</b>  | <b>13,0</b> | <b>14,6</b> | <b>14,2</b> | <b>14,0</b> |
| <b>Liikevoitto</b>                                  | <b>6,1</b>  | <b>0,2</b>   | <b>0,6</b>   | <b>0,7</b>  | <b>0,4</b>  | <b>1,8</b>   | <b>0,3</b>  | <b>1,4</b>  | <b>1,4</b>  | <b>1,7</b>  | <b>4,9</b>  | <b>6,7</b>  | <b>6,3</b>  | <b>6,1</b>  |
| 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        |
| <b>Tulos ennen veroja</b>                           | <b>5,7</b>  | <b>-0,4</b>  | <b>-3,4</b>  | <b>1,1</b>  | <b>0,3</b>  | <b>-2,5</b>  | <b>0,7</b>  | <b>1,2</b>  | <b>1,2</b>  | <b>1,5</b>  | <b>4,7</b>  | <b>5,8</b>  | <b>5,4</b>  | <b>5,2</b>  |
| Verot                                               | -1,5        | -0,4         | 0,2          | -0,4        | 0,2         | -0,5         | -0,6        | -0,6        | -0,6        | -0,7        | -2,6        | -2,7        | -2,7        | -2,6        |
| 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         |
| <b>Nettotulos</b>                                   | <b>4,3</b>  | <b>-0,5</b>  | <b>-3,6</b>  | <b>0,7</b>  | <b>0,4</b>  | <b>-3,0</b>  | <b>0,2</b>  | <b>0,6</b>  | <b>0,5</b>  | <b>0,8</b>  | <b>2,1</b>  | <b>3,0</b>  | <b>2,8</b>  | <b>2,6</b>  |
| <b>EPS (oikaistu)</b>                               | <b>0,42</b> | <b>0,09</b>  | <b>-0,13</b> | <b>0,13</b> | <b>0,17</b> | <b>0,27</b>  | <b>0,16</b> | <b>0,17</b> | <b>0,17</b> | <b>0,19</b> | <b>0,69</b> | <b>0,74</b> | <b>0,72</b> | <b>0,71</b> |
| <b>EPS (raportoitu)</b>                             | <b>0,29</b> | <b>-0,03</b> | <b>-0,24</b> | <b>0,05</b> | <b>0,03</b> | <b>-0,20</b> | <b>0,01</b> | <b>0,04</b> | <b>0,04</b> | <b>0,06</b> | <b>0,14</b> | <b>0,20</b> | <b>0,19</b> | <b>0,18</b> |

| Tunnusluvut                          | 2017    | Q1'18  | Q2'18   | Q3'18 | Q4'18   | 2018   | Q1'19e | Q2'19e | Q3'19e | Q4'19e | 2019e  | 2020e  | 2021e  | 2022e  |
|--------------------------------------|---------|--------|---------|-------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Liikevaihdon kasvu-%</b>          | 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 %  |
| <b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b> | 208,2 % |        |         |       | -70,1 % | 8,2 %  | 19,7 % | 50,6 % | 70,5 % | 55,0 % | 48,9 % | 11,7 % | -2,3 % | -1,2 % |
| <b>Käyttökate-%</b>                  | 8,5 %   | 7,2 %  | 7,6 %   | 8,9 % | 7,6 %   | 7,8 %  | 6,1 %  | 7,7 %  | 7,9 %  | 8,8 %  | 7,7 %  | 8,7 %  | 8,6 %  | 8,5 %  |
| <b>Oikaistu liikevoitto-%</b>        | 7,4 %   | 7,5 %  | 7,0 %   | 6,3 % | 7,3 %   | 7,0 %  | 6,3 %  | 7,4 %  | 7,5 %  | 8,4 %  | 7,4 %  | 8,3 %  | 8,2 %  | 8,0 %  |
| <b>Nettotulos-%</b>                  | 3,9 %   | -1,8 % | -11,1 % | 2,2 % | 1,3 %   | -2,4 % | 0,4 %  | 1,2 %  | 1,2 %  | 1,9 %  | 1,2 %  | 1,7 %  | 1,6 %  | 1,5 %  |

Lähde: Inderes



# Tase

| Vastaavaa                      | 2017        | 2018        | 2019e       | 2020e       | 2021e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>3,1</b>  | <b>3,2</b>  | <b>15,9</b> | <b>16,1</b> | <b>16,4</b> |
| 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         |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>21,0</b> | <b>30,0</b> | <b>38,6</b> | <b>38,3</b> | <b>42,8</b> |
| 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        | 17,0        |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>79,0</b> | <b>101</b>  | <b>114</b>  | <b>106</b>  | <b>103</b>  |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa                    | 2017        | 2018        | 2019e       | 2020e       | 2021e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>5,2</b>  | <b>55,8</b> | <b>56,8</b> | <b>56,9</b> | <b>56,4</b> |
| Osakepääoma                    | 0,0         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         |
| Kertyneet voittovarot          | -1,6        | -4,0        | -3,1        | -3,0        | -3,5        |
| 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         |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>53,4</b> | <b>20,4</b> | <b>28,8</b> | <b>21,9</b> | <b>20,0</b> |
| 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        | 28,8        | 21,9        | 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         |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>20,5</b> | <b>24,6</b> | <b>28,5</b> | <b>27,3</b> | <b>26,6</b> |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 1,7         | 0,1         | 0,9         | 0,6         | 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        |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>79,0</b> | <b>101</b>  | <b>114</b>  | <b>106</b>  | <b>103</b>  |

# DCF-laskelma

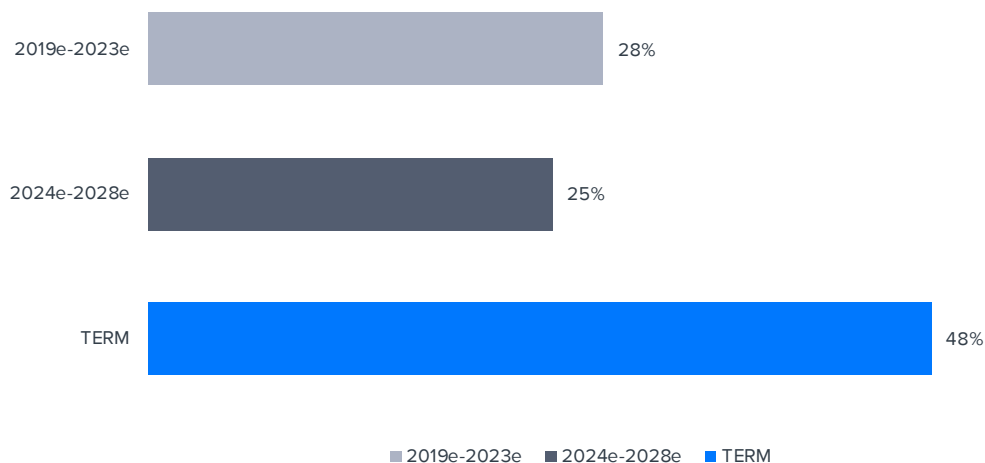
| DCF-laskelma                            | 2018        | 2019e       | 2020e       | 2021e       | 2022e       | 2023e       | 2024e       | 2025e       | 2026e       | 2027e       | 2028e       | 2029e       | 2030e       |
|-----------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevoitto</b>                      | <b>1,8</b>  | <b>4,9</b>  | <b>6,7</b>  | <b>6,3</b>  | <b>6,1</b>  | <b>5,2</b>  | <b>5,2</b>  | <b>5,0</b>  | <b>4,9</b>  | <b>13,2</b> | <b>13,4</b> | <b>12,0</b> | <b>12,3</b> |
| + 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         | -2,6        | -2,7        | -2,7        | -2,6        | -2,4        | -2,4        | -2,4        | -2,5        | -2,6        | -2,6        | -2,3        | -2,4        |
| - 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        |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>         | <b>11,1</b> | <b>8,9</b>  | <b>11,9</b> | <b>12,4</b> | <b>11,8</b> | <b>10,6</b> | <b>10,9</b> | <b>10,5</b> | <b>10,0</b> | <b>10,9</b> | <b>11,1</b> | <b>10,1</b> | <b>10,0</b> |
| + 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        |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>   | <b>-9,5</b> | <b>-4,6</b> | <b>10,9</b> | <b>11,4</b> | <b>10,9</b> | <b>9,8</b>  | <b>10,1</b> | <b>9,7</b>  | <b>9,2</b>  | <b>10,0</b> | <b>10,1</b> | <b>9,1</b>  | <b>9,2</b>  |
| +/- 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        | -4,6        | 10,9        | 11,4        | 10,9        | 9,8         | 10,1        | 9,7         | 9,2         | 10,0        | 10,1        | 9,1         | 9,2         |
| <b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>     |             | <b>-4,3</b> | <b>9,4</b>  | <b>9,1</b>  | <b>8,0</b>  | <b>6,6</b>  | <b>6,2</b>  | <b>5,4</b>  | <b>4,7</b>  | <b>4,7</b>  | <b>4,4</b>  | <b>3,6</b>  | <b>3,4</b>  |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta |             | 111         | 115         | 106         | 96,6        | 88,7        | 82,1        | 75,8        | 70,4        | 65,6        | 60,9        | 56,5        | 52,9        |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                 |             | <b>111</b>  |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| - Korolliset velat                      |             | -20,5       |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| + Rahavarat                             |             | 8,6         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| -Vähemmistöosuus                        |             | 0,0         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| -Osinko/pääomapalautus                  |             | -1,2        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>            |             | <b>97,8</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>  |             | <b>6,61</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |

## 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 %         |
| <b>Oman pääoman kustannus</b>           | <b>10,2 %</b> |
| <b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b> | <b>9,0 %</b>  |

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain



# Yhteenveto

| Tuloslaskelma                              | 2016        | 2017        | 2018                | 2019e        | 2020e        | Osakekohtaiset luvut         | 2016        | 2017        | 2018        | 2019e         | 2020e         |
|--------------------------------------------|-------------|-------------|---------------------|--------------|--------------|------------------------------|-------------|-------------|-------------|---------------|---------------|
| Liikevaihto                                | 90,1        | 109,6       | 124,8               | <b>175,9</b> | <b>176,3</b> | EPS (raportoitu)             |             | 0,29        | -0,20       | <b>0,14</b>   | <b>0,20</b>   |
| Käyttökate                                 | 5,1         | 9,3         | 9,8                 | <b>13,5</b>  | <b>15,4</b>  | EPS (oikaistu)               |             | 0,42        | 0,27        | <b>0,69</b>   | <b>0,74</b>   |
| Liikevoitto                                | 2,6         | 6,1         | 1,8                 | <b>4,9</b>   | <b>6,7</b>   | Operat. kassavirta / osake   |             | 0,58        | 0,75        | <b>0,60</b>   | <b>0,80</b>   |
| Voitto ennen veroja                        | 2,5         | 5,7         | -2,5                | <b>4,7</b>   | <b>5,8</b>   | Vapaa kassavirta / osake     |             | -2,40       | 1,89        | <b>-0,31</b>  | <b>0,74</b>   |
| Nettovoitto                                | 1,9         | 4,3         | -3,0                | <b>2,1</b>   | <b>3,0</b>   | Omapääoma / osake            |             | -0,02       | 3,77        | <b>3,84</b>   | <b>3,84</b>   |
| Kertaluontoiset erät                       | 0,0         | -2,0        | -6,9                | <b>-8,2</b>  | <b>-7,9</b>  | Osinko / osake               | 0,00        | 0,00        | 0,08        | <b>0,20</b>   | <b>0,22</b>   |
| <b>Tase</b>                                | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b>         | <b>2019e</b> | <b>2020e</b> | <b>Kasvu ja kannattavuus</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019e</b>  | <b>2020e</b>  |
| Taseen loppusumma                          | 33,0        | 79,0        | 100,7               | <b>114,1</b> | <b>106,1</b> | Liikevaihdon kasvu-%         | 29 %        | 22 %        | 14 %        | <b>41 %</b>   | <b>0 %</b>    |
| Oma pääoma                                 | 4,7         | 5,2         | 55,8                | <b>56,8</b>  | <b>56,9</b>  | Käyttökateen kasvu-%         | 227 %       | 81 %        | 5 %         | <b>38 %</b>   | <b>14 %</b>   |
| Liikearvo                                  | 0,3         | 0,1         | 0,1                 | <b>10,1</b>  | <b>10,1</b>  | Liikevoiton oik. kasvu-%     | 67 %        | 208 %       | 8 %         | <b>49 %</b>   | <b>12 %</b>   |
| Nettovelat                                 | 10,6        | 50,1        | 11,8                | <b>17,6</b>  | <b>10,4</b>  | EPS oik. kasvu-%             |             |             | -37 %       | <b>160 %</b>  | <b>6 %</b>    |
| <b>Kassavirta</b>                          | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b>         | <b>2019e</b> | <b>2020e</b> | Käyttökate-%                 | 5,7 %       | 8,5 %       | 7,8 %       | <b>7,7 %</b>  | <b>8,7 %</b>  |
| Käyttökate                                 | 5,1         | 9,3         | 9,8                 | <b>13,5</b>  | <b>15,4</b>  | Oik. Liikevoitto-%           | 2,9 %       | 7,4 %       | 7,0 %       | <b>7,4 %</b>  | <b>8,3 %</b>  |
| Nettokäyttöpääoman muutos                  | 0,7         | 0,8         | 0,5                 | <b>-2,0</b>  | <b>-0,6</b>  | Liikevoitto-%                | 2,9 %       | 5,6 %       | 1,5 %       | <b>2,8 %</b>  | <b>3,8 %</b>  |
| Operatiivinen kassavirta                   | 5,2         | 8,6         | 11,1                | <b>8,9</b>   | <b>11,9</b>  | ROE-%                        | 45,6 %      | 201,3 %     | -10,7 %     | <b>3,8 %</b>  | <b>5,3 %</b>  |
| Investoinnit                               | -7,8        | -44,1       | -20,5               | <b>-13,5</b> | <b>-1,0</b>  | ROI-%                        | 16,7 %      | 15,4 %      | 2,7 %       | <b>6,0 %</b>  | <b>8,0 %</b>  |
| Vapaa kassavirta                           | -2,7        | -35,5       | 28,0                | <b>-4,6</b>  | <b>10,9</b>  | Omavaraisuusaste             | 14,1 %      | 6,6 %       | 55,4 %      | <b>49,8 %</b> | <b>53,6 %</b> |
|                                            |             |             |                     |              |              | Nettovelkaantumisaste        | 228,6 %     | 962,3 %     | 21,2 %      | <b>31,0 %</b> | <b>18,3 %</b> |
| <b>Suurimmat omistajat</b>                 |             |             | <b>%-osakkeista</b> |              |              | <b>Arvostuskertoimet</b>     | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019e</b>  | <b>2020e</b>  |
| Sentica Byuout V Ky                        |             |             | 37,3 %              |              |              | EV/Liikevaihto               | 0,1         | neg.        | 0,5         | <b>0,5</b>    | <b>0,5</b>    |
| Meissa-Capital Oy                          |             |             | 19,3 %              |              |              | EV/EBITDA (oik.)             | 2,1         | neg.        | 6,2         | <b>6,8</b>    | <b>5,5</b>    |
| Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen   |             |             | 3,0 %               |              |              | EV/EBIT (oik.)               | 4,1         | neg.        | 6,9         | <b>7,0</b>    | <b>5,8</b>    |
| Odin Finland                               |             |             | 2,7 %               |              |              | P/E (oik.)                   |             | 13,0        | 12,3        | <b>7,2</b>    | <b>6,7</b>    |
| Sijoitusrahasto Taaleritehdas Mikro Markka |             |             | 2,6 %               |              |              | P/B                          | 0,0         | neg.        | 0,9         | <b>1,3</b>    | <b>1,3</b>    |
| Sijoitusrahasto Säästöpankki Pienyhtiöt    |             |             | 1,8 %               |              |              | Osinkotuotto-%               |             | 0,0 %       | 2,4 %       | <b>4,0 %</b>  | <b>4,4 %</b>  |

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 €      |
| 3.5.2019   | Osta     | 5,75 €  | 4,96 €      |



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](http://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.**