

VMP

Yhtiöpäivitys

8/7/2019

- Nostamme VMP:n tavoitehinnan 6,0 euroon (aik. 5,75 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme
- VMP ja Smile tiedottivat perjantaina yhdistymisestä, suhtaudumme järjestelyyn positiivisesti sen merkittävän arvonluontipotentiaalin myötä
- Alustavilla pro-forma ennusteillamme VMP:n vuoden 2020 liikevaihto nousee 345 MEUR:oon ja käyttökate 30,5 MEUR:oon, tuloskasvupotentiaali vahvistuu selvästi keskipitkälle aikavälillä
- VMP:n arvostus on houkutteleva, kun pro-forma ennusteillamme vuoden 2020 EV/EBITDA 6x

Yrityskaupalla merkittävää arvonluontipotentiaalia

VMP tiedotti perjantaina Smilen osakekannan ostamisesta osakevaihdolla. Pidämme järjestelyä VMP:n osakkeenomistajien kannalta positiivisena, sillä järjestelylle on selvä teollinen logiikka ja se vahvistaa yhtiön markkina-asemaa merkittävästi. Arviomme mukaan järjestely mahdollistaa keskipitkällä aikavälillä selvät kustannussynergiat ja se kasvattaa yhtiön kasvupotentiaalia merkittävästi. Tähän suhteutettuna pidämme osakkeen arvostusta maltillisena. Nostamme VMP:n tavoitehinnan 6,0 euroon (aik. 5,75 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme.

VMP ostaa Smilen osakevastikkeella

Järjestelyssä Smilen osakkeenomistajat saavat vastikkeena noin 0,81 VMP:n uutta osaketta jokaista omistamaansa osaketta vastaan. Lisäksi VMP ottaa kontolleen Smilen noin 33 MEUR:n nettovelat ja kokonaisuutena Smilen velaton kauppahinta on 82 MEUR. Tämä vastaa Smilen vuoden 2018 luvuilla laskettuna 0,6x EV/Sales ja 7x EV/EBITDA-kertoimia. Kertoimet ovat lievästi VMP:n omia kertoimia korkeammat, mutta absoluuttisesti kertoimet ovat mielestämme melko neutraalit ja perusteltavissa Smilen suurella kokoluokalla ja hyvällä kannattavuudella. Vuonna 2018 Smilen liikevaihto oli 129 MEUR ja oikaistu käyttökate 11,5 MEUR, mikä vastaa vahvaa 9 %:n oikaistua käyttökate-% (VMP '18 oik. EBITDA 8,2 %). Koska ostettavan liiketoiminnan arvostus on neutraali, on järjestelyn arvonluonnin tultava tuloskasvun kautta, mille näemme vahvat edellytykset.

Järjestelyllä selkeä teollinen logiikka, synergioiden potentiaali merkittävä

Näkemyksemme mukaan järjestelyllä on selkeä teollinen logiikka ja arvioimillamme yhdistetyn yhtiön alustavilla pro-forma luvuilla sen liikevaihto nousee 345 MEUR:oon vuonna 2020. Näin ollen yhtiön markkinaosuus olisi reilu 10 % ja se olisi Baronan jälkeen markkinan toiseksi suurin toimija. Smilen liikevaihdon jakauma painottuu VMP:tä enemmän suhdanneherkempään teollisuus, rakennus ja logistiikka segmenttiin, mutta yhdistettynä sen osuus ei nouse niin suureksi, että se mielestämme olennaisesti nostaisi yhtiön riskiprofiilia. Yhtiöt eivät tässä vaiheessa tarkentaneet järjestelyn synergioiden potentiaalia tai integraation aikataulua, mutta kaupan odotetaan toteutuvan Q3'19:lla. Alustavan arviomme mukaan organisaatiot yhdistämällä ja toimintoja tehostamalla kustannussynergiapotentiaali on noin 3-5 MEUR. Lisäksi yhdistyneen yhtiön kasvupotentiaali on aiempaa vahvempi muun muassa yhtiöiden laajan palveluvalikoiman potentiaalisen asiakaskunnan kasvun myötä. Arviomme mukaan kovien synergioiden täysimääräistä realisoitumista voidaan odottaa vuonna 2021, mutta niiden ensimmäisiä vaikutuksia voidaan odottaa asteittain vuonna 2020.

Arvostuskertoimissa nousuvaraa nykytasolta

VMP:n arvostusta tulee peilata vuoden 2020 pro forma-lukuihin, joilla yhtiön EV/Liikevaihto-kerroin on 0,5x ja EV/EBITDA-kerroin on 6x. Pidämme kertoimia absoluuttisesti maltillisina ja tulospohjainen arvostus on 17 % alle verrokkiryhmän vastaavan. Näemme arvostuskertoimissa nousuvaraa ja lisäksi VMP:n osakkeenomistajan tuotto-odotusta tukee ylimääräinen 3,5 MEUR:n osingonjako vuonna 2019 (osinkotuotto 4,5 %). Arviomme mukaan yhdistynyt yhtiö tulee painottamaan strategiassaan markkinoita nopeampaa kasvua, mistä yhtiöllä on vahvat näytöt.

Analytiikko



Petri Gostowski

+358 40 821 5982

petri.gostowski@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Lisää



(aik. Lisää)

6,00 EUR

(aik. 5,75 EUR)

Osakekurssi: 5,30 EUR

Potentiaali: 13,2 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

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

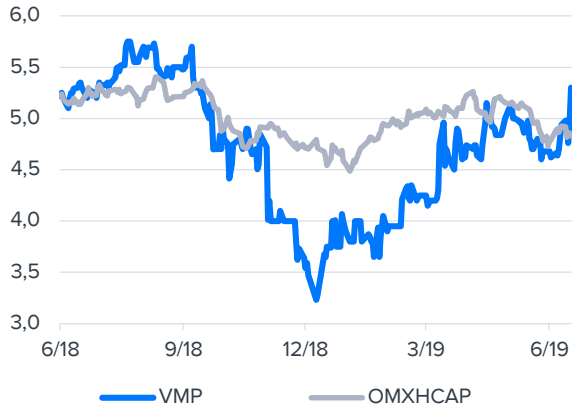
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	125	174	175	172
kasvu-%	14 %	40 %	0 %	-2 %
EBIT oik.	8,8	12,5	14,3	14,0
EBIT-% oik.	7,0 %	7,2 %	8,2 %	8,1 %
Nettotulos	-3,0	1,5	2,2	1,9
EPS (oik.)	0,27	0,62	0,73	0,72

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

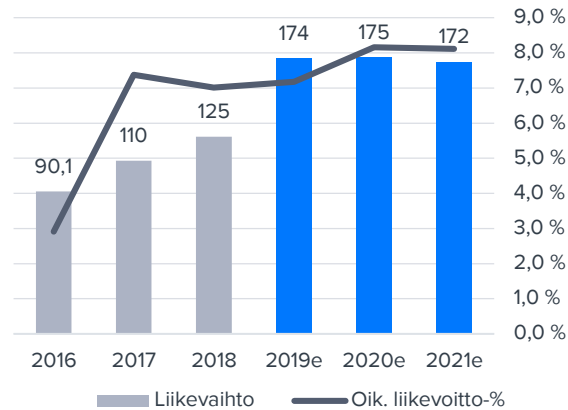
Lähde: Inderes

Osakekurssi



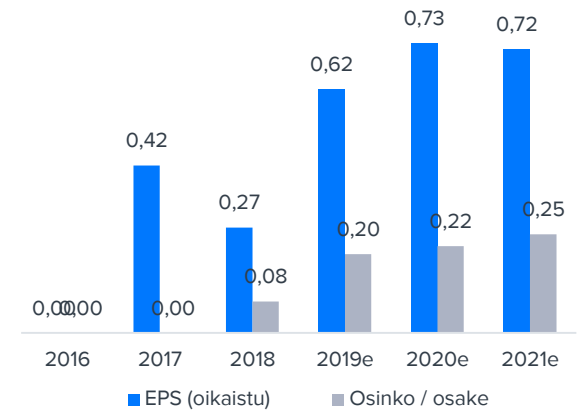
Lähde: Thomson Reuters

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
- Smile-järjestelyn kovat ja pehmeät synergiat

Riskitekijät

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

Arvostus

- Absoluuttiset arvostuskertoimet ovat maltilliset
- Suhteellinen arvostus tukee näkemystämme osakkeen nousuvarasta
- Hyvä osinkotuotto tukee tuotto-odotusta

Markkina-asema vahvistuu selvästi

Smilen oston jälkeen VMP:n markkina-asema vahvistuu selvästi ja yhtiö vahvistaa asemaansa markkinan toiseksi suurimpana toimijana. Smilen liikevaihdon jakauman myötä syklisemmän teollisuuden ja rakentamisen osuus yhtiön liikevaihdon nousee, mutta mielestämme taso on vielä kohtuullinen ja siten yhtiön riskiprofiili ei mielestämme nouse merkittävästi.

Yhdistymisellä uuteen kokoluokkaan

Vuoden 2018 luvuilla yhtiöiden yhdistetyt liikevaihdot olivat noin 254 MEUR. Yhtiöt ovat kuitenkin aktiivisesti konsolidoineet markkinaa, minkä lisäksi markkina on jatkanut kasvu-uralla ja vuoden 2019 ennusteillamme yhtiöiden yhteenlaskettu liikevaihto nousee 325 MEUR:oon. Tämä vastaa reilun 10 %:n markkinaosuutta arviomme mukaan noin 2,8-2,9 miljardin kokonaismarkkinasta Suomessa.

Yhteenlasketulla liikevaihdon yhtiö myös vahvistaa markkina-asemaansa alan toiseksi suurimpana toimijana Baronan jälkeen.

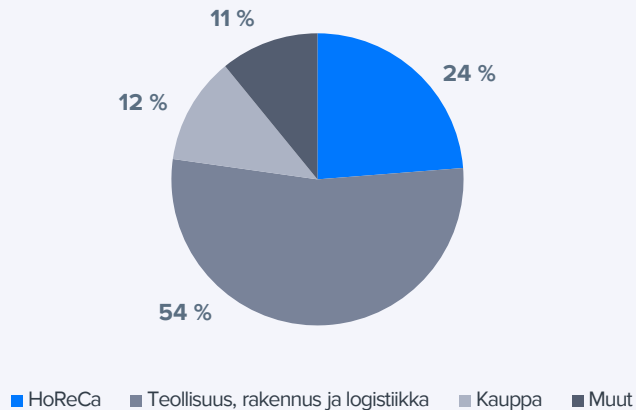
Smilen liikevaihdon tullessa täysin henkilöstövuokrauksesta ja muiden henkilöstöpalveluiden roolin ollessa hyvin pieni, tulee yhdistyneen liikevaihdon jakauma painottumaan hyvin vahvasti henkilöstövuokraukseen. Suurempi kokoluokka vahvistaa toisaalta muiden henkilöstöpalveluiden kasvupotentiaalia laajemman asiakaskunnan myötä ja siten yhdistäminen arviomme mukaan vahvistaa yhtiön kasvupotentiaalia keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

Syklisempien asiakasalojen osuus kasvaa

Smilen liikevaihdon jakauman painottuessa VMP:tä vahvemmin syklisemmille teollisuuden ja rakentamisen aloille yhdistyminen nostaa yhtiön

riskiprofiilia hieman. Vuoden 2018 luvuilla yhdistetyn yhtiön liikevaihdosta 54 % tuli teollisuuden, rakentamisen ja logistiikan aloilta. Arviomme mukaan tämä on suhteellisesti hieman kokonaismarkkinan jakaumaa suurempi osuus.

Yhdistyneen yhtiön liikevaihdon jakauma (2018)



Toimitusjohtajan haastattelu



Yhdistymisessä merkittävää synergia potentiaalia

Alustavien pro-forma ennusteidemme mukaan yhdistetyn yhtiön vuoden 2020 liikevaihto on 345 MEUR ja maltillisten synergiahyötyjen myötä käyttökate on 30,5 MEUR. Arvioimme yhdistymisen tuovan merkittävää synergia potentiaalia keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

Vuonna 2020 sulatellaan fuusiota

Yhtiöt odottavat yhdistymisen tapahtuvan Q3'19:lla, minkä jälkeen yhtiön on tarkoitus kertoa tarkemmin integraatiosuunnitelmasta sekä strategiastaan. Toistaiseksi yhtiöt eivät kommentoineet integroinnin aikataulua tai potentiaalisten synergioiden kokoluokkaa. Yhtiöt kuitenkin odottavat yhdistymisen mahdollistavan kustannussäästöjä erityisesti organisaatioiden yhdistämisen ja toiminnan tehostamisen kautta.

Alustavan arvioimme mukaan kovat

kustannussynergijat voivat olla noin 3-5 MEUR:n luokkaa. Suuren kokoluokan toimijoiden yhdistäminen tulee kuitenkin viemään aikaa ja odotamme ensimmäisten kustannussyngergioiden toteutuvan asteittain vuonna 2020 ja voimakkaammin vuonna 2021. Arvioimme mukaan vuonna 2020 on perusteltua odottaa myös pieniä kertaluonteisia integrointikustannuksia.

Pro-forma ennusteillamme yhdistetyn yhtiön 2020 käyttökate nousee 30,5 MEUR:oon (marg. 8,8 %), kun huomioidaan arvioimamme 1,5 MEUR:n synergijat. VMP:n ennusteemme sisälsi ennestään yhtiön aiemmin ilmoittaman säästöohjelman myötä 1,5 MEUR:n säästöodotuksen (tavoite 2,5-3 MEUR) ja arvioimme mukaan yhtiön oman tavoitetason tulisi olla meidän ennusteemme yläpuolella. Vuoden 2021 pro-forma ennusteemme sisältää maltillisen odotuksen 3 MEUR:n synergioista.

Merkittävää kasvupotentiaalia keskipitkällä aikavälillä

VMP:n laajan palveluvalikoiman kasvupotentiaali kasvaa selvästi yhdistyneen yhtiön suuremman asiakaskunnan myötä. Arvioimme mukaan yhtiö tulee painottamaan strategiassaan kasvua voimakkaasti myös jatkossa ja yksi keino vauhdittaa kasvua on laajentaa näiden palveluiden myyntiä Smilen asiakaskuntaan. Lisäksi suurempi kokoluokka mahdollistaa entistä voimakkaamman panostuksen lisäpalveluiden kehittämiseen ja myyntiin.

Lisäpalveluiden korkeamman marginaalitason vuoksi niiden liikevaihdon kasvu vahvistaisi myös yhtiön tuloskasvua. Kokonaisuudessaan arvioimmekin yhdistymisen kasvattavan tuloskasvunäkymää kustannussyngergioiden lisäksi myös yläriivin kasvunäkymän vahvistumisen kautta.

VMP Smile pro-forma 2018-2021e

	2018	2019e	2020e	2021e
VMP	125	174	175	172
Smile	127	162	170	179
Liikevaihto	252	336	345	351
VMP	9,8	14,6	15,4	15,0
Smile	8,8	12,3	13,6	14,3
Synergijat	-	-	1,5	3,0
Käyttökate	18,6	26,9	30,5	32,3
Käyttökate-%	7,4 %	8,0 %	8,8 %	9,2 %

Arvostuksessa nousuvaraa nykytasolta

VMP:n arvostusta tarkasteltaessa on katsottava vuoteen 2020, jolloin yhdistymisen ensimmäisiä konkreettisia hyötyjä saadaan esiin. Näkemyksemme mukaan pro-forma ennusteiden mukaiset vuoden 2020 arvostuskertoimet ovat houkuttelevat ja näemme niissä nousuvaraa. Synergioiden realisoitumista odotellessa osake tarjoaa hyvää 4,5 %:n osinkotuottoa VMP:n suunnitteleman ja vuonna 2019 jaettavan ylimääräisen osingon myötä. Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä näemme yhtiöllä hyvät edellytykset jatkaa tuloskasvua.

Arvostus on maltillinen suhteessa pro-forma ennusteisiin

Näkemyksemme mukaan VMP:n arvostus on maltillinen, kun ennusteidemme (pro-forma) mukaiset vuoden 2020 EV/Liikevaihto- ja EV/EBITDA-kertoimet 0,5x ja 6x. Mielestämme kertoimissa on nousuvaraa, mitä näkemyksemme mukaan tukee myös suhteellinen arvostus, kun kansainvälisen verrokkiryhmän mediaani vuoden 2020 EV/EBITDA-kerroin on 7x. Verrokkiryhmän korkeampaa arvostuskerrointa tukee jossain määrin toimijoiden selvästi suurempi kokoluokka, mutta absoluuttisesti kerroin on mielestämme melko neutraali ja VMP:n hinnoittelua linjaan verrokkien kanssa tukee yhdistyvien yhtiöiden korkeampi kannattavuustaso.

Päälisalle vuonna 2020?

Yhdistettävän yhtiön omistajat ja johto kertoi harkitsevansa yhtiön siirtämistä päälisalle nykyisen VMP:n First North listauksen sijaan. Pidämme hyvin todennäköisenä, että yhtiö tulee siirtymään kasvaneen kokoluokan myötä päälisalle ja realistinen aikataulu voisi mielestämme olla siirtyminen vuoden 2020 H2:lla. Arviomme mukaan siirtyminen IFRS-

raportointiin ja päälisalle toisi hyötyjä lisääntyneen näkyvyyden ja paremman osakkeen likviditeetin myötä lisäksi sen kautta, että merkittävät yritysostojen myötä tulleet liikearvon poistot poistuisivat. Tämä toisi paremmin esiin yhtiön tuloskasvun alarivillä ja arviomme mukaan voisi nostaa kasvaneen kokoluokan kanssa hyväksyttäviä arvostuskertoimia.

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	5,30	5,30	5,30
Osakemäärä, milj. kpl	14,8	14,8	14,8
Markkina-arvo	78	78	78
Yritysarvo (EV)	95	88	80
P/E (oik.)	8,6	7,2	7,4
P/E	53,8	36,4	40,9
P/Kassavirta	neg.	7,1	6,7
P/B	1,4	1,4	1,5
P/S	0,4	0,4	0,5
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA (oik.)	7,1	5,7	5,3
EV/EBIT (oik.)	7,6	6,2	5,7
Osinko/tulos (%)	202,9 %	151,0 %	192,8 %
Osinkotuotto-%	3,8 %	4,2 %	4,7 %

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Manpowergroup	96,17	5126	5628	8,0	7,6	7,3	7,0	0,3	0,3	12,3	11,4	2,2	2,0	2,1
Cross Country Healthcare	9,09	298	350	47,6	21,4	18,0	11,4	0,5	0,5	181,8	43,1			1,5
Adecco	56,62	8531	9590	9,2	8,6	8,1	7,4	0,4	0,4	11,8	11,1	4,5	4,7	2,1
Staffline Group	118,00	46	87	5,1	3,2	4,4	2,9	0,1	0,1	1,8	1,3	11,8	12,1	
BG Staffing	18,59	169	190							14,7	11,1		6,5	
Trueblue	21,95	785	888	11,1	10,8	6,8	5,9	0,3	0,3	9,9	9,3			1,2
Kforce	35,43	802	877	11,3	10,2	9,9	8,9	0,7	0,6	14,9	13,0	2,0	2,0	3,6
Hays	158,00	2582	2535	8,9	8,3	8,3	7,8	0,4	0,3	13,5	12,7	3,8	4,2	3,1
Sthree	286,50	420	423	6,4	5,8	5,7	5,2	0,3	0,3	8,5	7,9	5,6	5,8	3,0
Groupe Crit	61,00	690	679	4,8	3,9	4,0	3,2	0,2	0,2	9,6	9,0	1,7	1,7	1,1
Randstad	47,54	8761	10355	9,4	9,0	7,6	7,3	0,4	0,4	10,9	10,6	5,9	5,9	1,9
Enersense	1,82	11	12	12,0	6,0		6,0	0,2	0,2	14,0	9,6	2,7	3,3	1,1
VMP (Inderes)	5,30	78	95	7,6	6,2	7,1	5,7	0,5	0,5	8,6	7,2	3,8	4,2	1,4
Keskiarvo				12,2	8,6	8,0	6,6	0,3	0,3	25,3	12,5	4,5	4,8	2,1
Mediaani				9,2	8,3	7,4	7,0	0,3	0,3	12,0	10,9	3,8	4,4	2,0
Erotus-% vrt. mediaani				-17%	-25%	-5%	-18%	65%	71%	-28%	-33%	-1%	-6%	-30%

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	Q1'19	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	110	28,0	32,5	31,1	33,2	125	38,2	46,4	45,1	44,8	174	175	172	174
Henkilöstövuokraus	59,7	15,9	18,0	17,9	18,2	70,0	25,7	30,5	30,4	29,6	116	115	112	113
Rekrytoinnin ja organisaation kehittämisen palvelut	8,5	2,2	2,7	1,5	2,3	8,7	2,0	3,4	2,3	3,2	10,8	11,2	10,9	10,9
Itsensätyöllistämisen palvelut	41,4	9,9	11,8	11,7	12,7	46,1	10,5	12,5	12,4	12,1	47,4	48,6	49,6	50,6
Käyttökate	9,3	2,0	2,5	2,8	2,5	9,8	3,6	3,5	3,6	3,9	14,6	15,4	15,0	14,9
Poistot ja arvonalennukset	-3,2	-1,8	-1,9	-2,1	-2,1	-7,9	-2,4	-2,5	-2,5	-2,5	-9,8	-9,8	-9,8	-9,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,1	2,1	2,3	2,0	2,4	8,8	2,3	3,2	3,3	3,7	12,5	14,3	14,0	13,9
Liikevoitto	6,1	0,2	0,6	0,7	0,4	1,8	1,2	1,0	1,1	1,5	4,9	5,6	5,3	5,2
Nettorahoituskulut	-0,3	-0,6	-4,0	0,4	-0,1	-4,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9
Tulos ennen veroja	5,7	-0,4	-3,4	1,1	0,3	-2,5	1,0	0,8	0,9	1,3	4,1	4,7	4,4	4,3
Verot	-1,5	-0,4	0,2	-0,4	0,2	-0,5	-0,7	-0,6	-0,6	-0,7	-2,6	-2,5	-2,5	-2,4
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	0,4	0,2	0,3	0,6	1,5	2,2	1,9	1,8
EPS (oikaistu)	0,42	0,09	-0,13	0,13	0,17	0,27	0,10	0,16	0,17	0,19	0,62	0,73	0,72	0,71
EPS (raportoitu)	0,29	-0,03	-0,24	0,05	0,03	-0,20	0,02	0,01	0,02	0,04	0,10	0,15	0,13	0,12

Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	21,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-69,7 %	13,9 %	36,4 %	42,6 %	45,0 %	35,0 %	39,8 %	0,3 %	-1,6 %	1,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	208,2 %				-70,1 %	8,2 %	9,4 %	41,9 %	67,8 %	52,9 %	43,0 %	14,0 %	-2,1 %	-0,6 %
Käyttökate-%	8,5 %	7,2 %	7,6 %	8,9 %	7,6 %	7,8 %	9,5 %	7,5 %	7,9 %	8,8 %	8,4 %	8,8 %	8,7 %	8,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,4 %	7,5 %	7,0 %	6,3 %	7,3 %	7,0 %	6,0 %	7,0 %	7,3 %	8,2 %	7,2 %	8,2 %	8,1 %	8,0 %
Nettotulos-%	3,9 %	-1,8 %	-11,1 %	2,2 %	1,3 %	-2,4 %	0,9 %	0,5 %	0,6 %	1,3 %	0,8 %	1,2 %	1,1 %	1,1 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	3,1	3,2	15,6	15,5	15,4
Liikearvo	0,1	0,1	10,1	10,1	10,1
Aineettomat hyödykkeet	0,2	0,2	1,4	1,9	2,2
Käyttöomaisuus	0,4	0,7	1,9	1,3	0,9
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	38,3	38,0	43,8
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	22,7	22,4	22,0
Likvidit varat	4,8	8,6	12,0	12,1	18,2
Taseen loppusumma	79,0	101	113	104	101

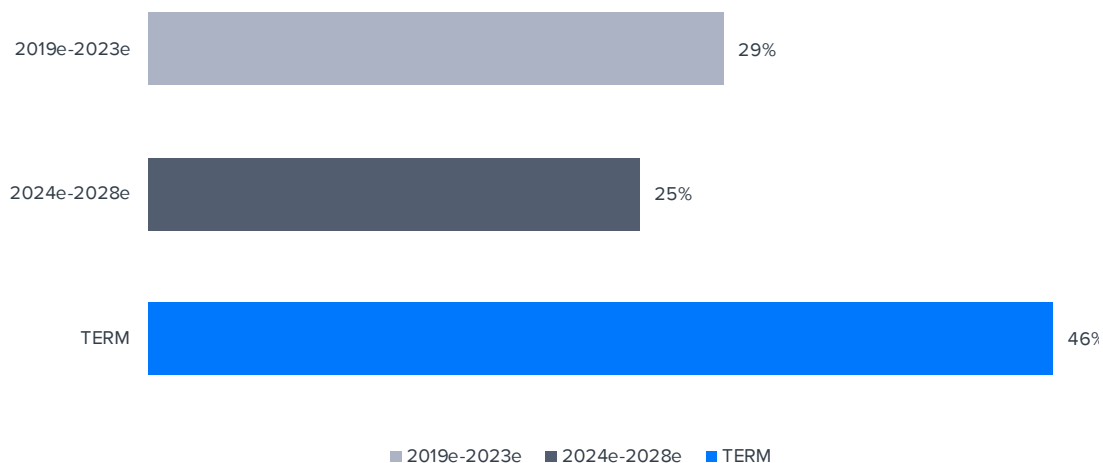
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	5,2	55,8	56,1	55,3	54,0
Osakepääoma	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-1,6	-4,0	-3,7	-4,6	-5,9
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	28,3	21,2	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	28,3	21,2	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	28,3	27,1	26,6
Lainat rahoituslaitoksilta	1,7	0,1	0,8	0,4	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,9	2,2	5,2	4,4	4,3
Muut lyhytaikaiset velat	16,9	22,3	22,3	22,3	22,3
Taseen loppusumma	79,0	101	113	104	101

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Liikevoitto	1,8	4,9	5,6	5,3	5,2	5,2	5,2	4,9	4,9	13,1	13,3	11,5	11,7
+ Kokonaispoistot	7,9	9,8	9,8	9,8	9,7	9,0	9,0	8,7	8,4	0,7	0,7	0,7	0,8
- Maksetut verot	0,0	-2,6	-2,5	-2,5	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,5	-2,6	-2,6	-2,2	-2,3
- verot rahoituskuluista	0,8	-0,2	-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 muutokset	0,5	-1,9	-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	10,0	12,1	12,7	12,0	11,1	11,5	10,9	10,2	10,7	10,9	9,7	9,8
+ 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	-3,5	11,1	11,7	11,1	10,3	10,7	10,1	9,4	9,8	9,9	8,7	8,9
+/- 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	-3,5	11,1	11,7	11,1	10,3	10,7	10,1	9,4	9,8	9,9	8,7	8,9
Diskontattu vapaa kassavirta		-3,3	9,8	9,5	8,2	7,0	6,7	5,8	4,9	4,7	4,4	3,6	3,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		114	117	107	97,6	89,4	82,4	75,7	69,9	65,0	60,2	55,8	52,3
Velaton arvo DCF		114											
- Korolliset velat		-20,5											
+ Rahavarat		8,6											
-Vähemmistöosuus		0,0											
-Osinko/pääomapalautus		-1,2											
Oman pääoman arvo DCF		100											
Oman pääoman arvo DCF per osake		6,79											

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	174,5	174,9	EPS (raportoitu)		0,29	-0,20	0,10	0,15
Käyttökate	5,1	9,3	9,8	14,6	15,4	EPS (oikaistu)		0,42	0,27	0,62	0,73
Liikevoitto	2,6	6,1	1,8	4,9	5,6	Operat. kassavirta / osake		0,58	0,75	0,67	0,82
Voitto ennen veroja	2,5	5,7	-2,5	4,1	4,7	Vapaa kassavirta / osake		-2,40	1,89	-0,24	0,75
Nettovoitto	1,9	4,3	-3,0	1,5	2,2	Omapääoma / osake		-0,02	3,77	3,79	3,74
Kertaluontoiset erät	0,0	-2,0	-6,9	-7,7	-8,7	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	112,7	103,6	Liikevaihdon kasvu-%	29 %	22 %	14 %	40 %	0 %
Oma pääoma	4,7	5,2	55,8	56,1	55,3	Käyttökateen kasvu-%	227 %	81 %	5 %	50 %	5 %
Liikearvo	0,3	0,1	0,1	10,1	10,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	67 %	208 %	8 %	43 %	14 %
Nettovelat	10,6	50,1	11,8	17,0	9,6	EPS oik. kasvu-%			-37 %	131 %	19 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	5,7 %	8,5 %	7,8 %	8,4 %	8,8 %
Käyttökate	5,1	9,3	9,8	14,6	15,4	Oik. Liikevoitto-%	2,9 %	7,4 %	7,0 %	7,2 %	8,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,7	0,8	0,5	-1,9	-0,6	Liikevoitto-%	2,9 %	5,6 %	1,5 %	2,8 %	3,2 %
Operatiivinen kassavirta	5,2	8,6	11,1	10,0	12,1	ROE-%	45,6 %	201,3 %	-10,7 %	2,6 %	3,9 %
Investoinnit	-7,8	-44,1	-20,5	-13,5	-1,0	ROI-%	16,7 %	15,4 %	2,7 %	6,0 %	6,9 %
Vapaa kassavirta	-2,7	-35,5	28,0	-3,5	11,1	Omavaraisuusaste	14,1 %	6,6 %	55,4 %	49,8 %	53,4 %
						Nettovelkaantumisaste	228,6 %	962,3 %	21,2 %	30,2 %	17,3 %
Suurimmat omistajat						Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
Sentica Byuout V Ky			37,3 %			EV/Liikevaihto	0,1	neg.	0,5	0,5	0,5
Meissa-Capital Oy			19,3 %			EV/EBITDA (oik.)	2,1	neg.	6,2	7,1	5,7
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen			3,0 %			EV/EBIT (oik.)	4,1	neg.	6,9	7,6	6,2
Odin Finland			2,7 %			P/E (oik.)		13,0	12,3	8,6	7,2
Sijoitusrahasto Taaleritehdas Mikro Markka			2,6 %			P/B	0,0	neg.	0,9	1,4	1,4
Sijoitusrahasto Säästöpankki Pienyhtiöt			1,8 %			Osinkotuotto-%		0,0 %	2,4 %	3,8 %	4,2 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvara 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.

Suositus historia (>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 €



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.**