

VMP

Yhtiöpäivitys

22/8/2019

- Toistamme VMP:n 6,0 euron tavoitehinnan ja lisää-suosituksemme
- Yhtiön Q2-luvut jäivät odotuksistamme, mutta tätä kompensoi odotuksiamme suuremmat kustannussäästöt
- Loppuvuoden ennusteamme laskivat hieman, mutta kokonaiskuva säilyi ennallaan vuoden 2020 ennusteiden muutoksien ollessa hyvin pieniä
- Näkemyksemme mukaan Smile-oston huomioivissa vuoden 2020 arvostuskertoimissa on nousuvaraa, tuotto-odotusta tukee VMP:n lisäosinko

Kustannussäästöt kompensoivat tulosalituksen

VMP julkaisi eilen Q2-raporttinsa, joka oli tuloksen osalta hieman odotuksiamme heikompi. Tulospettymystä kuitenkin kompensoi odotuksiamme suurempana toteutuvat kustannussäästöt. Näin ollen ennusteisiimme ei tullut merkittäviä muutoksia ja osakkeen arvostuskertoimet ovat mielestämme matalat. Näin ollen toistamme aikaisemman 6,0 euron tavoitehintamme ja lisää-suosituksen. Tuotto-odotusta tukee odottamamme Smile-yhdistymisen toteutumisen myötä maksettava lisäosinko.

Voimakas liikevaihdon kasvu jäi hieman odotuksistamme, mikä heijastui tulokseen

VMP:n Q2:n liikevaihto kasvoi 37 % vertailukaudesta 44,4 MEUR:oon. Liikevaihdon kasvua veti etenkin henkilöstövuokraus, mikä sai vetoapua useista toteutuneista yrityskaupoista. Kasvu jäi kuitenkin hieman 43 %:n ennusteestamme, minkä taustalla oli hieman odotuksistamme jäänyt henkilöstövuokraus sekä rekrytointi ja organisaation kehittäminen -palvelualueen odotuksiamme hitaampi kasvu. Itsensäyöllistäminen-palvelualueen kasvu sen sijaan jatkui hyvällä odotuksiemme mukaisella tasolla. Q2:n oikaistu käyttökate-% laski vertailukaudesta hieman odotuksiamme enemmän ja näin ollen yhtiö ylsi 3,2 MEUR:n oikaistuun käyttökatteeseen, kun meidän ennusteemme oli 3,5 MEUR. Rahoituskuluissa tai veroissa ei ollut yllätyksiä, mutta alempia rivejä painoi 0,3 MEUR:n kertaerät säästöohjelmasta, mikä yhdessä operatiivisen tulosalituksen kanssa painoi liikearvon poistoista oikaistun EPS:n 0,14 euroon ja alle 0,16 euron ennusteemme.

Säästöohjelma toteutuu odotuksiamme suurempana ja nopeammin

VMP toisti odotuksiemme mukaisesti oikaistun käyttökateen merkittävää kasvua indikoivan ohjeistuksensa. Lisäksi yhtiö kommentoi keväällä ilmoitetun 2,5-3 MEUR:n säästöohjelman ensimmäisen vaiheen toteutuneen ja yhtiön mukaan sen vuositason kustannussäästöt ovat 2,1 MEUR. Tästä yhtiö odottaa 1 MEUR:n säästöjen toteutuvan jo vuoden 2019 aikana. Tämä oli positiivista suhteessa ennusteisiimme, mutta kokonaisuutena kuluvan vuoden ennusteemme laskivat loppuvuoden ennustetarkistuksien seurauksena ja odotamme nyt vuodelta 2019 12,4 MEUR:n oikaistua käyttökateä (aik. 13,6 MEUR). Vuoden 2020 ennusteemme pysyvät käytännössä ennallaan, sillä säästöohjelman positiivinen vaikutus kompensoi muut ennustetarkistukset. Näin ollen odotamme VMP:n tuloksen pysyvän nousukäyrällä myös ensi vuonna.

Matalissa arvostuskertoimissa nousuvaraa, ylimääräinen osinko tukee tuotto-odotusta

VMP:n arvostusta on mielestämme syytä peilata ensi vuoden tulokseen, sillä odotamme VMP:n ylimääräisen yhtiökokouksen (22.8.) hyväksyvän VMP:n ja Smilen yritysjärjestelyn. Siten VMP nousee täysin uuteen kokoluokkaan vuonna 2020 ja arviomme mukaan järjestelyn myötä uudella yhtiöllä on aiempaa vahvemmat tuloskasvunäkymät lähivuosille. Pro forma -ennusteillamme yhdistyneen yhtiön EV/S- ja EV/EBITDA-kertoimet vuodelle 2020 ovat 0,5x ja 6x, mitkä ovat mielestämme matalat. 2020e EV/EBITDA-kerroin on myös 16 % alle verrokkien vastaavan, mikä ei mielestämme ole perusteltua. Sijoittajien tuotto-odotusta tukee VMP:n yhdistymistä edeltävä ylimääräinen osinko, joka tarjoaa hyvän 4,5 %:n pohjatuoton.

Analytiikko



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

Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

(aik. Lisää)



6,00 EUR

(aik. 6,00 EUR)

Osakekurssi: 5,25 EUR

Potentiaali: 14,3 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

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

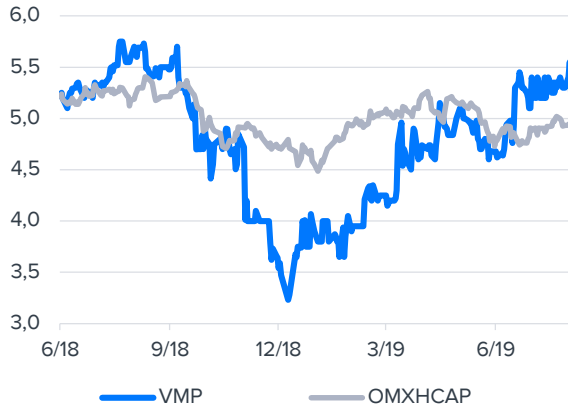
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	125	171	171	169
kasvu-%	14 %	37 %	0 %	-2 %
EBIT oik.	8,8	11,0	14,2	14,2
EBIT-% oik.	7,0 %	6,4 %	8,3 %	8,4 %
Nettotulos	-3,0	0,0	2,0	1,9
EPS (oik.)	0,27	0,54	0,74	0,73

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

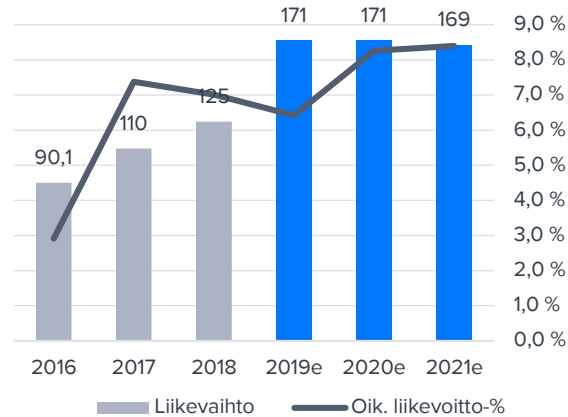
Lähde: Inderes

Osakekurssi



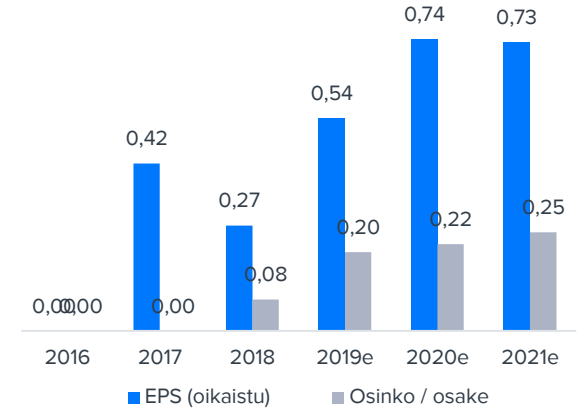
Lähde: Thomson Reuters

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
- 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
- Hyvä osinkotuotto tukee tuotto-odotusta

Liikevaihdon kasvu ja kannattavuus jäivät odotuksistamme

Yritysosot vetivät liikevaihdon kasvua

VMP:n Q2:n liikevaihto kasvoi 37 % 44,4 MEUR:oon, mikä jäi hieman 46,4 MEUR:n ennusteestamme. Liikevaihdon kasvua veti etenkin henkilöstövuokraus-palvelualueen voimakas 61 %:n kasvu, mikä oli pääosin seurausta epäorgaanisesta kasvusta. Itsensä työllistämisen kasvu jatkui hyvällä 7 %:n tasolla, kun yhtiön markkinointipanostukset konvertoituivat hyvin palvelun käyttäjämäärien kasvuna.

Rekrytointi ja organisaation kehittämisen palvelualueen liikevaihdon 5 %:n kasvu jäi meidän odotuksista ja oli pettymys, kun huomioidaan toteutetut yritysostot. Arviomme mukaan vertailukaudelle (ja laajemmin viime vuodelle) on osunut jonkin verran julkisen puolen SOTE-liitännäisiä palveluita, joita yhtiö ei ole pystynyt kompensoimaan tänä vuonna arviomme mukaan hieman

hidastuneessa markkinassa.

Kannattavuus jäi hieman odotuksistamme

VMP ylsi Q2:lla 7,2 %:n oikaistuun käyttökatteeseen, mikä laski vertailukauden vahvalta tasolta liikevaihdon jakaumaa heijastellen ja jäi hieman ennusteistamme. Lisäksi korkean kannattavuuden rekrytointiin ja organisaation kehittämisen liikevaihdon odotuksiamme pienempi kasvu selittää arviomme mukaan marginaalin laskua. Odotuksistamme jääneen liikevaihdon kehityksen ja kannattavuuden seurauksena VMP ylsi 3,2 MEUR:n oikaistuun käyttökatteeseen, mikä jäi 3,5 MEUR:n tasolla olleesta ennusteestamme.

Alemmilla riveillä ei ollut yllätyksiä, mutta yhtiö kirjasi Q2:lle 0,3 MEUR:n kertaerät säästöohjelman irtisanomisiin liittyen. Kertaerää ja odotuksemme alittanutta operatiivista kannattavuutta heijastellen

liikearvon poistoista oikaistu EPS 0,14 euroa jäi meidän 0,16 euron ennusteestamme.

Heikossa rahavirrassa ei dramatiikkaa

VMP:n Q2:n liiketoiminnan rahavirta oli heikolla tasolla 1,4 MEUR:ssa (Q2'18: 2,4 MEUR). Arviomme mukaan rahavirtaa on heikentänyt tavanomainen maksuliikenteen heilahtelu. Emme ole tässä vaiheessa huolestuneita rahavirran kehityksestä, mutta sen kehitystä on olennaista seurata tarkasti loppuvuoden aikana.

VMP:n taseasema säilyi odotetun vahvana ja Q2'19:n lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 51 % ja nettovelkaantumisaste oli 39 %. Yhtiön nettovelka/käyttökate oli 1,9x ja on yhtiön pitkän aikavälin tavoitetason (1,5x) yläpuolella. Kokonaisuutena tase on kuitenkin edelleen hyvässä kunnossa.

Ennustetaulukko	Q2'18	Q2'19	Q2'19e	Q2'19e	Konsensus		Erotus (%)	2019e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	32,4	44,4	46,4				-4 %	171
Käyttökate (oik.)	2,7	3,2	3,5				-9 %	12,4
Tulos ennen veroja	-3,4	0,2	0,8				-71 %	2,3
EPS (oik.)	-0,13	0,14	0,16				-14 %	0,54
EPS (raportoitu)	-0,26	-0,02	0,01				-234 %	0,00
Liikevaihdon kasvu-%	0,0 %	36,8 %	43,0 %				-6,2 %-yks.	37,0 %
Käyttökate-% (oik.)	8,3 %	7,2 %	7,5 %				-0,3 %-yks.	7,3 %

Lähde: Inderes

Kustannussäästöt toteutuvat odotuksiamme suurempina

VMP toisti odotetusti merkittävää oikaistun käyttökateen kasvua indikoivan ohjeistuksensa. Teimme raportin jälkeen negatiivisia ennustemuutoksia loppuvuodelle, mutta vuoden 2020 ennusteemme säilyivät käytännössä lähes ennallaan.

Laskimme ennusteita H2:n osalta

Tarkastimme raportin jälkeen hieman H2:n ennusteita alaspäin. Laskimme etenkin Rekrytointi ja organisaation kehittäminen -palvelualueen liikevaihdon ennusteita alaspäin. Palvelualue on liikevaihdolla mitattuna pieni konsernin mittakaavassa, mutta sen korkean kannattavuuden vuoksi se heijastui myös tulosenusteisiimme negatiivisesti. Tätä paikkasi kuitenkin osin odotuksiamme voimakkaammin jo vuoden 2019 tulokseen heijastuva kustannussäästöohjelma. VMP kertoi ohjelman vuositason kustannussäästöjen olevan 2,1 MEUR henkilöstövähennyksistä, mistä 1

MEUR toteutuu H2'19:lla. Tarkistimme tältä osin henkilöstökustannusennusteitamme alaspäin, mikä lievensi ennusteiden laskun ja odotuksista jääneen Q2-lukujen vaikutusta vuositasolla. Odotamme nyt vuodelta 2019 12,4 MEUR:n oikaistua käyttökate (aik. 13,6 MEUR).

Vuoden 2020 ennusteissa ei suuria muutoksia

Vuoden 2020 ennusteisiimme ei tullut kokonaisuutena suuria muutoksia, sillä liikevaihdon negatiivisia tulosvaikutuksia lievensi osittain positiiviset ennustetarkistukset säästöohjelmasta.

Aiempi ennusteemme vuodelle 2020 sisälsi 1,5 MEUR:n säästöennusteen, mutta tarkastimme ennusteen nyt yhtiön saavuttamalle 2,1 MEUR:n tasolle. VMP pyrkii saavuttamaan lisäsäästöjä mm. toimitilaratkaisuihin ja muista yritysohjelmista myötä avautuneista synergiamahdollisuuksista, mutta emme ole toistaiseksi sisällyttäneet lisäsäästöjä

ennusteisiimme.

Odotamme Smile-järjestelyn toteutuvan

Odotamme VMP:n vahvistavan Smile-järjestelyn lähiaikoina, sillä odotamme yhtiön yhtiökokouksen (22.8.) hyväksyvän järjestelyn. VMP tulee konsolidoimaan kaupan vahvistumisen ajoituksesta riippuen liiketoiminnat loppuvuoden aikana, minkä seurauksena ennusteemme tulevat nousemaan selvästi.

Näkemyksemme mukaan liiketoimintojen yhdistäminen mahdollistaa merkittävää arvonluontipotentiaalia pitkällä aikavälillä, mutta odotamme kovien synergioiden tukevan tuloskasvua myös lyhyellä tähtäimellä vuosina 2020-2021 odottamastamme markkinan hidastumisesta huolimatta.

Ennustemuutokset	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	174	171	-2 %	175	171	-2 %	172	169	-2 %
Käyttökate	14,6	13,2	-10 %	15,4	15,0	-2 %	15,0	15,0	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	12,5	11,0	-12 %	14,3	14,2	-1%	14,0	14,2	1%
Liikevoitto	4,9	3,0	-39 %	5,6	5,3	-6 %	5,3	5,3	0 %
Tulos ennen veroja	4,1	2,3	-44 %	4,7	4,5	-4 %	4,4	4,4	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,62	0,54	-13 %	0,73	0,74	1%	0,72	0,73	2 %
Osakekohtainen osinko	0,20	0,20	0 %	0,22	0,22	0 %	0,25	0,25	0 %

Lähde: Inderes

VMP:n ja Smilen pro-forma

	2018	2019e	2020e	2021e
VMP	125	171	171	169
Smile	127	151	162	170
Liikevaihto	252	322	333	339
VMP	9,8	13,2	15,0	15,0
Smile	8,8	12,3	13,6	14,3
Syngergiat	-	-	1,5	3,0
Käyttökate	18,6	25,5	30,1	32,3
Käyttökate-%	7,4 %	7,9 %	9,0 %	9,5 %

Lähde: yhtiöt ja Inderes (ennusteet)

Maltillisissa arvostuskertoimissa nousuvaraa

VMP:n arvostusta tarkasteltaessa on katsottava vuoteen 2020, jolloin VMP:n ja Smilen ensimmäisiä konkreettisia synergioita 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 (kaupan toteutumiselle ehdollisen) 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 vuoden 2020 EV/EBITDA-kertoimen mediaani on 7x. Verrokkiryhmän korkeampaa arvostusta puoltaa jossain määrin toimijoiden selvästi suurempi kokoluokka, mutta absoluuttisesti kerroin on mielestämme melko neutraali ja VMP:n hinnoittelua linjaan verrokkien kanssa tukee yhdistyvien yhtiöiden verrokkeja selvästi korkeampi kannattavuus.

Yhdistyneen yhtiön strategia painottanee kasvua myös tulevaisuudessa

Odotamme myös yhtiön julkistavan pian yhdistymisen toteutumisen jälkeen päivitetyn strategian lähivuosille. Arviomme mukaan yhtiö tulee myös jatkossa painottamaan strategiassaan kasvua, missä keskeisessä roolissa on epäorgaaninen kasvu. Historiallisen track-recordin sekä yrityskauppojen

selkeän logiikan vuoksi suhtaudumme niihin positiivisesti.

IFRS-kirjanpito toisi vahvemmin esiin matalan P/E-kertoimen

Pidämme hyvin todennäköisenä, että yhtiö tulee siirtymään kasvaneen kokoluokan myötä päälistalle ja realistinen aikataulu voisi mielestämme olla siirtyminen vuoden 2020 H2:n aikana. Arviomme mukaan siirtyminen IFRS-raportointiin ja päälistalle 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.

Lyhyen pörssihistorian aikana markkinoiden VMP:lle hyväksymä P/E-kerroin on ollut kroonisesti poikkeuksellisen matala, kun tuloksesta oikaistaan liikearvon poistot. Siirtyminen IFRS-kirjanpitoon voi arviomme mukaan tukea markkinoiden hyväksymää P/E-kerrointa. Keskeisenä riskinä hyväksyttävän arvostuksen nousulle näemme mm. Smilen myötä tulevat vähemmistöt, jotka tulevat nakertamaan tuloslaskelman alariviä. Siten matalan P/E-pohjaisen arvostuksen esiin tuleminen on ehdollinen sille, että operatiivinen tulos valuu tehokkaasti myös tuloslaskelman alimmalle riville saakka.

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	5,25	5,25	5,25
Osakemäärä, milj. kpl	14,8	14,8	14,8
Markkina-arvo	78	78	78
Yritysarvo (EV)	95	88	80
P/E (oik.)	9,8	7,1	7,2
P/E	neg.	38,4	40,7
P/Kassavirta	neg.	7,2	6,7
P/B	1,4	1,4	1,5
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA (oik.)	7,9	5,9	5,4
EV/EBIT (oik.)	8,7	6,2	5,7
Osinko/tulos (%)	neg.	161,1 %	193,6 %
Osinkotuotto-%	3,8 %	4,2 %	4,8 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	3,28	5,25	5,25	5,25	5,25
Osakemäärä, milj. kpl	14,8	14,8	14,8	14,8	14,8
Markkina-arvo	49	78	78	78	78
Yritysarvo (EV)	60	95	88	80	73
P/E (oik.)	12,3	9,8	7,1	7,2	6,9
P/E	neg.	neg.	38,4	40,7	32,3
P/Kassavirta	1,7	neg.	7,2	6,7	6,7
P/B	0,9	1,4	1,4	1,5	1,5
P/S	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA (oik.)	6,2	7,9	5,9	5,4	4,7
EV/EBIT (oik.)	6,9	8,7	6,2	5,7	5,0
Osinko/tulos (%)	neg.	neg.	161,1 %	193,6 %	153,9 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	3,8 %	4,2 %	4,8 %	4,8 %

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	85,01	4541	4870	7,8	7,3	7,2	6,8	0,3	0,3	11,0	10,4	2,6	2,7	1,9
Cross Country Healthcare	10,39	337	379	43,9	19,3	17,2	11,4	0,5	0,4	154,2	51,8			2,4
Adecco	52,04	7833	9222	8,8	8,0	7,7	7,0	0,4	0,4	11,3	10,8	4,6	4,8	2,0
Staffline Group	153,40	116	185	6,6	4,9	5,8	4,5	0,1	0,1	3,5	3,1			
BG Staffing	18,64	169	190							13,7	12,2		6,5	
Trueblue	19,69	704	793	12,9	13,4	7,9	7,4	0,4	0,3	9,7	9,8			1,2
Kforce	33,33	724	725	11,9	11,0	10,7	9,7	0,7	0,6	14,0	12,3		2,2	3,7
Hays	148,20	2370	2334	8,4	7,9	7,9	7,3	0,4	0,3	12,8	12,6	4,2	3,9	3,0
Sthree	264,00	379	388	5,9	5,3	5,3	4,9	0,3	0,2	7,9	7,3	5,9	6,2	2,8
Groupe Crit	64,20	722	715	4,8	3,9					10,5	9,8	1,6	1,6	1,2
Randstad	42,40	7772	9799	8,8	8,6	6,9	6,8	0,4	0,4	10,0	9,7	6,2	6,4	1,7
Enersense	1,67	10	11							13,9	9,8	2,4	3,6	
VMP (Inderes)	5,25	78	95	8,7	6,2	7,9	5,9	0,6	0,5	9,8	7,1	3,8	4,2	1,4
Keskiarvo				12,0	9,0	8,5	7,3	0,4	0,3	22,7	13,3	3,9	4,2	2,2
Mediaani				8,6	8,0	7,7	7,0	0,4	0,3	11,1	10,1	4,2	3,9	2,0
Erotus-% vrt. mediaani				1%	-22%	3%	-16%	50%	51%	-12%	-30%	-9%	7%	-31%

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	Q2'19	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	110	28,0	32,5	31,1	33,2	125	38,2	44,4	44,3	44,1	171	171	169	171
Henkilöstövuokraus	59,7	15,9	18,0	17,9	18,2	70,0	25,7	28,9	29,9	29,2	114	113	109	110
Rekrytointin ja organisaation kehittämisen palvelut	8,5	2,2	2,7	1,5	2,3	8,7	2,0	2,8	2,0	2,8	9,6	10,0	9,7	9,7
Itsensätyöllistämisen palvelut	41,4	9,9	11,8	11,7	12,7	46,1	10,5	12,7	12,4	12,1	47,7	48,7	49,7	50,7
Käyttökate	9,3	2,0	2,5	2,8	2,5	9,8	3,6	3,0	3,2	3,4	13,2	15,0	15,0	15,5
Poistot ja arvonalennukset	-3,2	-1,8	-1,9	-2,1	-2,1	-7,9	-2,4	-2,6	-2,6	-2,6	-10,2	-9,8	-9,7	-9,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,1	2,1	2,3	2,0	2,4	8,8	2,3	2,7	2,9	3,1	11,0	14,2	14,2	14,8
Liikevoitto	6,1	0,2	0,6	0,7	0,4	1,8	1,2	0,4	0,6	0,8	3,0	5,3	5,3	5,9
Nettorahoituskulut	-0,3	-0,6	-4,0	0,4	-0,1	-4,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9
Tulos ennen veroja	5,7	-0,4	-3,4	1,1	0,3	-2,5	1,0	0,2	0,4	0,6	2,3	4,5	4,4	5,0
Verot	-1,5	-0,4	0,2	-0,4	0,2	-0,5	-0,7	-0,5	-0,5	-0,6	-2,3	-2,5	-2,5	-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
Nettotulos	4,3	-0,5	-3,6	0,7	0,4	-3,0	0,4	-0,3	-0,1	0,0	0,0	2,0	1,9	2,4
EPS (oikaistu)	0,42	0,09	-0,13	0,13	0,17	0,27	0,10	0,14	0,15	0,16	0,54	0,74	0,73	0,76
EPS (raportoitu)	0,29	-0,03	-0,24	0,05	0,03	-0,20	0,02	-0,02	-0,01	0,00	0,00	0,14	0,13	0,16
Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	21,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-69,7 %	13,9 %	36,4 %	36,6 %	42,6 %	32,8 %	37,0 %	0,2 %	-1,6 %	1,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	208,2 %				-70,1 %	8,2 %	9,4 %	19,5 %	46,5 %	28,1 %	25,6 %	28,8 %	0,1 %	4,3 %
Käyttökate-%	8,5 %	7,2 %	7,6 %	8,9 %	7,6 %	7,8 %	9,5 %	6,7 %	7,2 %	7,7 %	7,7 %	8,8 %	8,9 %	9,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,4 %	7,5 %	7,0 %	6,3 %	7,3 %	7,0 %	6,0 %	6,1 %	6,5 %	7,0 %	6,4 %	8,3 %	8,4 %	8,7 %
Nettotulos-%	3,9 %	-1,8 %	-11,1 %	2,2 %	1,3 %	-2,4 %	0,9 %	-0,6 %	-0,3 %	0,0 %	0,0 %	1,2 %	1,1 %	1,4 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	3,1	3,2	15,5	15,4	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	1,8	1,2	0,8
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	37,6	37,3	42,4
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	22,2	21,9	21,6
Likvidit varat	4,8	8,6	11,8	11,8	17,2
Taseen loppusumma	79,0	101	112	103	98,9

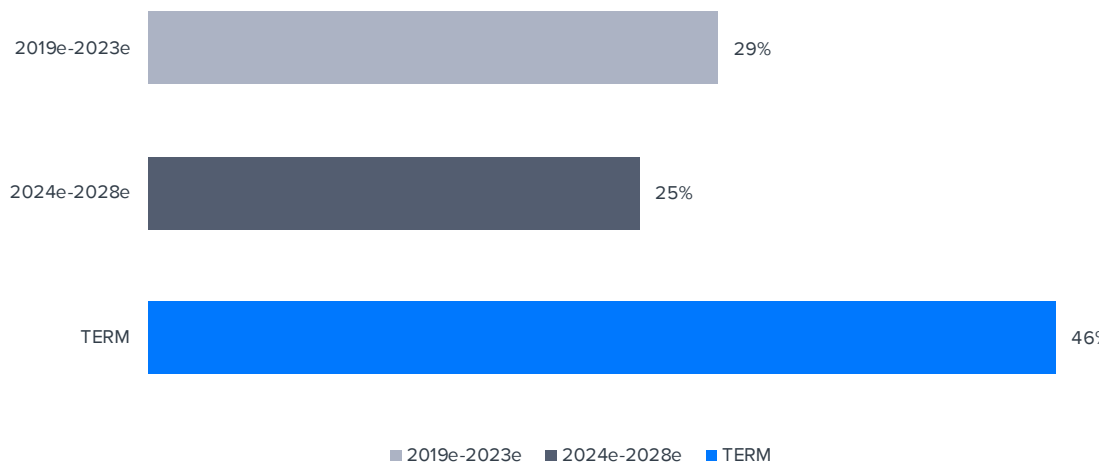
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	5,2	55,8	54,7	53,7	52,4
Osakepääoma	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-1,6	-4,0	-5,2	-6,2	-7,5
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
Pitkäaikaiset velat	53,4	20,4	28,6	21,7	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	28,6	21,7	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	26,5
Lainat rahoituslaitoksilta	1,7	0,1	0,9	0,6	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,9	2,2	5,1	4,3	4,2
Muut lyhytaikaiset velat	16,9	22,3	22,3	22,3	22,3
Taseen loppusumma	79,0	101	112	103	98,9

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Liikevoitto	1,8	3,0	5,3	5,3	5,9	5,1	5,1	4,9	4,8	12,8	13,1	11,3	11,5
+ Kokonaispoistot	7,9	10,2	9,8	9,7	9,6	9,0	9,0	8,7	8,4	0,7	0,6	0,7	0,8
- Maksetut verot	0,0	-2,3	-2,5	-2,5	-2,6	-2,4	-2,4	-2,4	-2,5	-2,5	-2,6	-2,2	-2,2
- verot rahoituskuluista	0,8	-0,1	-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	-1,5	-0,5	0,3	-0,2	-0,5	0,0	-0,2	-0,5	-0,5	-0,4	-0,2	-0,4
Operatiivinen kassavirta	11,1	9,2	11,8	12,6	12,6	11,0	11,4	10,9	10,1	10,5	10,7	9,6	9,6
+ 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	-0,7
Vapaa operatiivinen kassavirta	-9,5	-4,3	10,8	11,6	11,7	10,2	10,6	10,1	9,3	9,6	9,7	8,6	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	-4,3	10,8	11,6	11,7	10,2	10,6	10,1	9,3	9,6	9,7	8,6	8,9
Diskontattu vapaa kassavirta		-4,1	9,6	9,5	8,7	7,0	6,7	5,8	5,0	4,7	4,3	3,5	3,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		113	117	108	98,1	89,3	82,3	75,6	69,8	64,8	60,2	55,8	52,3
Velaton arvo DCF		113											
- 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		6,76											

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	171,0	171,4	EPS (raportoitu)		0,29	-0,20	0,00	0,14
Käyttökate	5,1	9,3	9,8	13,2	15,0	EPS (oikaistu)		0,42	0,27	0,54	0,74
Liikevoitto	2,6	6,1	1,8	3,0	5,3	Operat. kassavirta / osake		0,58	0,75	0,62	0,80
Voitto ennen veroja	2,5	5,7	-2,5	2,3	4,5	Vapaa kassavirta / osake		-2,40	1,89	-0,29	0,73
Nettovoitto	1,9	4,3	-3,0	0,0	2,0	Omapääoma / osake		-0,02	3,77	3,69	3,63
Kertaluontoiset erät	0,0	-2,0	-6,9	-8,0	-8,9	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	111,6	102,5	Liikevaihdon kasvu-%	29 %	22 %	14 %	37 %	0 %
Oma pääoma	4,7	5,2	55,8	54,7	53,7	Käyttökateen kasvu-%	227 %	81 %	5 %	35 %	14 %
Liikearvo	0,3	0,1	0,1	10,1	10,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	67 %	208 %	8 %	26 %	29 %
Nettovelat	10,6	50,1	11,8	17,7	10,4	EPS oik. kasvu-%			-37 %	102 %	37 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	5,7 %	8,5 %	7,8 %	7,7 %	8,8 %
Käyttökate	5,1	9,3	9,8	13,2	15,0	Oik. Liikevoitto-%	2,9 %	7,4 %	7,0 %	6,4 %	8,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,7	0,8	0,5	-1,5	-0,5	Liikevoitto-%	2,9 %	5,6 %	1,5 %	1,7 %	3,1 %
Operatiivinen kassavirta	5,2	8,6	11,1	9,2	11,8	ROE-%	45,6 %	201,3 %	-10,7 %	-0,1 %	3,7 %
Investoinnit	-7,8	-44,1	-20,5	-13,5	-1,0	ROI-%	16,7 %	15,4 %	2,7 %	3,7 %	6,6 %
Vapaa kassavirta	-2,7	-35,5	28,0	-4,3	10,8	Omavaraisuusaste	14,1 %	6,6 %	55,4 %	49,0 %	52,4 %
						Nettovelkaantumisaste	228,6 %	962,3 %	21,2 %	32,4 %	19,4 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
Sentica Byuout V Ky			37,3 %			EV/Liikevaihto	0,1	neg.	0,5	0,6	0,5
Meissa-Capital Oy			19,3 %			EV/EBITDA (oik.)	2,1	neg.	6,2	7,9	5,9
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen			3,0 %			EV/EBIT (oik.)	4,1	neg.	6,9	8,7	6,2
Odin Finland			2,7 %			P/E (oik.)		13,0	12,3	9,8	7,1
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 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
19.12.2018	Vähennä	3,80 €	3,64 €
15.2.2019	Lisää	4,40 €	3,95 €
29.2.2019	Osta	4,60 €	3,95 €
3.4.2019	Lisää	5,00 €	4,54 €
3.5.2019	Osta	5,75 €	4,96 €
23.5.2019	Lisää	5,75 €	5,10 €
8.7.2019	Lisää	6,00 €	5,30 €
22.8.2019	Lisää	6,00 €	5,25 €

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**