

EAB Group

Yhtiöpäivitys

14.12.2020

- Tarkistamme EAB:n tavoitehintamme 2,7 euroon (aik. 2,1€) ja nostamme suosituksemme tasolle vähennä (aik. myy)
- Eilisen ohjeistuksen palautuksen perusteella yhtiön tuloskäänte etenee odotuksiamme nopeammin
- Olemme tarkistaneet ennusteitamme ylöspäin tuloskäänteeseen realisoituessa nyt vauhdilla
- Tulosparannuksen realisoituminen on laskenut osakkeen riskitasoa
- Laskeneesta riskitasosta ja kohonneista ennusteita huolimatta osake ei nykyhinnalla tarjoa kuitenkaan riittävän houkuttelevaa riski-/tuottosuhdetta

Tuloskäännne realisoituu nyt vauhdilla

Tarkistamme EAB:n tavoitehintamme 2,7 euroon (aik. 2,1€) ja nostamme suosituksemme tasolle vähennä (aik. myy). Yhtiön eilsen ohjeistuksen palautuksen perusteella tuloskäännne vaikuttaa etenevän vielä odotuksiammekin vauhdikkaammin ja olemme tarkistaneet ennusteitamme laajalla rintamalla ylöspäin. Voimakkaan tuloskäänteen seurauksena yhtiöllä alkaa myös ensi kertaa pitkään aikaan olla kovaa maata jalkojensa alla, mikä tulosparannuksen realisoitumisen kanssa pienentää osakkeen riskitasoa. Laskeneesta riskitasosta ja kohonneista ennusteita huolimatta osake ei nykyhinnalla tarjoa kuitenkaan riittävän houkuttelevaa riski/tuottosuhdetta.

Ohjeistuksen palautus vahvisti tuloskäänteen etenevän vauhdilla

EAB:n antoi eilen ohjeistuksen kuluvalle vuodelle ja yhtiö odottaa nyt koko vuoden tuloksen muodostuvan jonkin verran voitolliseksi, reilusti positiiviseksi nousseen H2'20 ansiosta. Keskeiset ajurit tämän taustalla ovat yhtiön vahvana säilynyt kulukontrolli (H2:n kulut alle H1-tason), erinomaisesti sujunut uusmyynti sekä pääomamarkkinan elpyminen. Vaikka olimmekin jo valmiiksi ennustaneet yhtiöltä vahvaa tuloskäännnettä, on yhtiön myynti sujunut vuoden jälkipuoliskolla vielä selvästi odotuksiamme paremmin, mikä yhdessä markkinan vahvan vetoavun seurauksena nostaa tulosparannuksen kulmakertoimen odotuksiamme jyrkemmäksi. Kuluvalle vuoden absoluuttiset ennustemuutokset jäävät pieniksi, mutta 2021 ja 2022 liikevoittoennusteemme ovat nousseet 23 % ja 15 %:lla. Luonnollisesti tuloskäänteen konkretisoituminen ja yhtiön hyvä suoriutuminen kulukontrollin kanssa on nostanut luottamustamme tulosparannuksen suhteen.

Odotamme yhtiöltä merkittävää tulosparannusta

Kokonaisuutena odotamme kuluvalle vuoden liikevoiton nousevan 0,5 MEUR:oon ja nettotuloksen 0,3 MEUR:oon, mikä on luonnollisesti linjassa yhtiön tuoreen ohjeistuksen kanssa. Sijoittajan kannalta relevantimpaa on se, että H2'20-liikevoitto nousee 1,3 MEUR:oon, mikä on yhtiön pörssihistorian toiseksi paras taso. 2021 odotamme liikevoiton kohoavan 3,5 MEUR:oon, mikä on kirkkaasti yhtiön pörssihistorian paras. Huomautamme, että 2021 tulosparannus vaatii taakseen markkinan säilymisen suotuisana, kasvuhankkeiden (pääomarahastot) edistymisen ja kulukontrollin pitämisen. Vaikka luottamuksemme yhtiön omaa suorittamista kohtaan onkin noussut kohisten, vaatii ensi vuoden ennusteeseemme yltäminen yhtiöltä erinomaista suoritusta. 2022 ennustamamme liikevoitto 4,7 MEUR (EBIT-% 20 %) on arviomme mukaan lähelle nykyrakenteisen EAB:n täyttä tulospotentiaalia ja tätä korkeampi kannattavuustaso vaatii taakseen liiketoiminnan kokoluokan nousua ja/tai rakenteellisia muutoksia. Vahvasta tuloskehityksestä huolimatta, emme odota yhtiön palaavan osingonmaksajaksi vielä ensi keväänä rajallisista vakavaraisuuspuskureista johtuen ja osingonjakoa saadaan odottaa vielä seuraavaan kevääseen.

Ennustamamme tuloskäännne hinnoiteltu jo osakkeeseen

Ennustamamme vahvan tulosparannuksen realisoituessa EAB:n arvostus laskee ensi vuonna siedettävälle (P/E 2021e: 16x) ja pidemmällä aikavälillä varsin edulliselle (P/E 2022e 11x) tasolle. Yhtiön vahvasta etenemisestä huolimatta tulosparannuksen realisoituminen odottamalle kulmakertoimella ei ole itsestäänselvyys ja laskeneesta riskitasosta huolimatta yhtiön riskitaso on edelleen kotimaisen verrokkiryhmämme korkein. 2021 ennusteilla osake hinnoitellaan preemiolla suhteessa verrokkiryhmään, mitä meidän on vaikea pitää perusteltuna osakkeen riskitaso huomioiden. Nykyinen arvostustaso hinnoitteleeen pitkälti jo tulosparannuksen realisoitumisen ja mielestämme sijoittajat eivät saa riittävästi korvausta tulosparannuksen realisoitumiseen liittyvien riskien kantamisesta.

Analytytikot

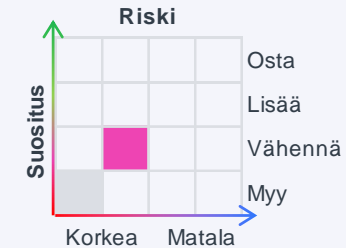


Sauli Vilen
+358 44 025 8908
sauli.vilen@inderes.fi



Matias Arola
+358 40 935 3632
matias.arola@inderes.fi

Suositus



Vähennä
(aik. Myy)

2,70 EUR
(aik. 2,10 EUR)

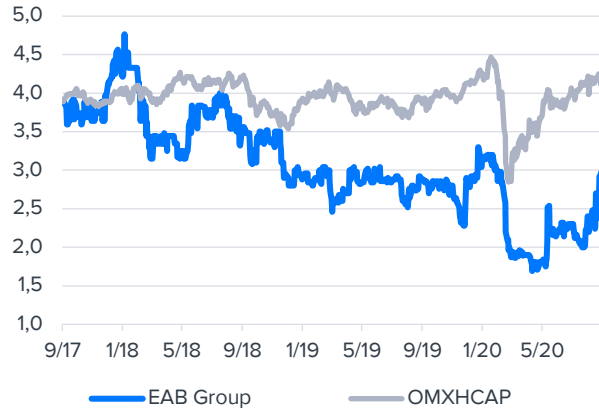
Osakekurssi:
2,96

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	18,4	18,5	21,8	23,5
kasvu-%	-6 %	1 %	18 %	8 %
EBIT oik.	-1,3	0,5	3,5	4,7
EBIT-% oik.	-7,1 %	2,5 %	16,2 %	19,9 %
Nettotulos	-1,3	0,3	2,6	3,7
EPS (oik.)	-0,10	0,02	0,19	0,27

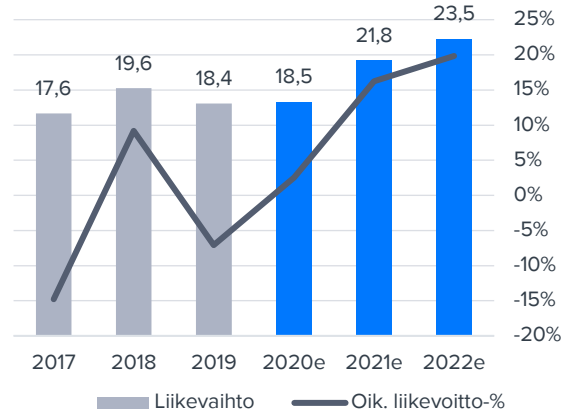
P/E (oik.)	neg.	>100	15,8	11,1
P/B	2,0	2,1	1,9	1,7
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	3,7 %	4,7 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	97,6	11,5	8,2
EV/EBITDA	35,1	13,9	6,7	5,7
EV/Liikevaihto	2,5	2,5	1,9	1,6

Osakekurssi



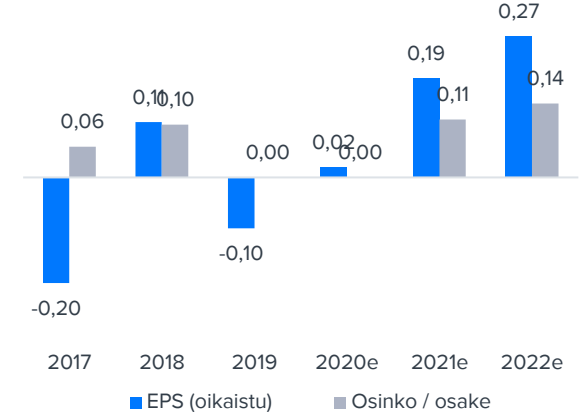
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Jatkuvien tuottojen kasvu
- Vaihtoehtoisten rahastojen kasvu
- Tuote- ja asiakaskohtaisten kannattavuuksien parantuminen
- Kulusäästöt
- Yritysjärjestelyt



Riskitekijät

- Markkinatilanteen kestävyys
- Palkkiotason eroosio
- Ongelmat kuluhallinnan kanssa
- Vakavaraisuus
- Heikko track-record



Arvostus

- Ensi vuoden voimakkaasta tulosparannuksesta huolimatta arvostus yli yhtiölle hyväksyttävälle tasolle
- Tulosparannus onkin pitkälti hinnoiteltu osakkeeseen
- Yhtiön tuloskehityksen pitää lähivuosina olla ennusteitamme parempaa, jotta kurssinousu nykytasolta perusteltu
- Yhtiötä hinnoitellaan myös preemiolla suhteessa verrokkeihin mikä ei mielestämme ole perusteltua

MCAP
41
MEUR

EV
45
MEUR

EV/EBIT
12
2021e

P/E (oik.)
16
2021e

Ennustemuutokset

Ennustemuutokset	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Ennuste	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	18,0	18,5	3 %	20,2	21,8	8 %	22,3	23,5	5 %
Käyttökate	3,0	3,3	8 %	5,1	6,0	18 %	6,1	6,7	9 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,2	0,5	114 %	2,9	3,5	23 %	4,1	4,7	15 %
Liikevoitto	0,2	0,5	114 %	2,9	3,5	23 %	4,1	4,7	15 %
Tulos ennen veroja	-0,2	0,1		2,8	3,2	15 %	4,0	4,7	15 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,01	0,02		0,16	0,19	15 %	0,23	0,27	14 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,11	0,11	0 %	0,12	0,14	17 %

Lähde: Inderes

Yhtiön toimitusjohtajan H1-tuloshaastattelu
katsottavissa oheisesta linkistä



Keskeiset ennustemuutokset:

- Perinteisten rahastojen AUM-tasoa nostettu selvästi vahvan uusmyynnin ja pääomamarkkinan vedon ansiosta
- Perinteisten rahastojen suhteellista palkkiotasoa tarkistettu ylöspäin odotuksia paremmin kehittyneen mixin johdosta
- Pääomarahastojen kasvun kulmakerrointa laskettu hieman, sillä yhtiö edennyt näissä hieman odotuksiamme hitaammin
- Tuottosidonnaisten palkkioiden ennusteita nostettu 2021 osalta rahastojen hyvän performanssin ansiosta

Tuloskasvuajurit tuleville vuosille:

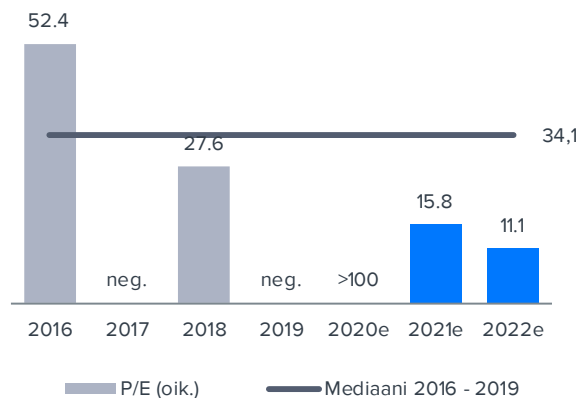
- Perinteisten rahastojen palkkiotasojen laskun pysähtyminen ja kääntyminen vihdoin kasvuun (kääntyneet H2'20)
- Pääomarahastohankkeiden (etenkin Kiinteistökehitys 3 sekä uusiutuva energia) eteneminen
- Elpyvät transaktiopalkkiot
- Onnistunut uusmyynti
- Kulukontrollin pysyminen tiukkana, kulutason pitää kasvaa liikevaihtoa hitaammin tulevina vuosina

Arvostustaulukko

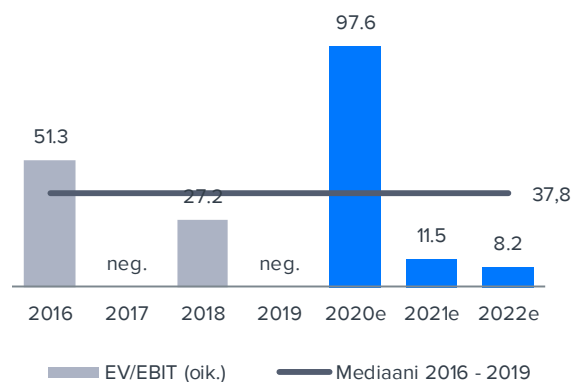
Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	4,87	3,35	4,23	2,90	2,78	2,96	2,96	2,96	2,96
Osakemäärä, milj. kpl	8,59	9,71	11,6	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8
Markkina-arvo	47	34	54	40	38	41	41	41	41
Yritysarvo (EV)	44	35	58	49	46	45	41	38	37
P/E (oik.)	34,1	52,4	neg.	27,6	neg.	>100	15,8	11,1	9,9
P/E	34,1	54,9	neg.	27,6	neg.	>100	15,8	11,1	9,9
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	neg.	11,1	13,7	8,5	9,8	11,7
P/B	4,1	2,7	3,1	1,8	2,0	2,1	1,9	1,7	1,5
P/S	3,2	2,0	3,1	2,0	2,1	2,2	1,9	1,7	1,6
EV/Liikevaihto	3,0	2,1	3,3	2,5	2,5	2,5	1,9	1,6	1,4
EV/EBITDA (oik.)	27,2	27,6	neg.	12,0	35,1	13,9	6,7	5,7	5,0
EV/EBIT (oik.)	37,8	51,3	neg.	27,2	neg.	97,6	11,5	8,2	7,0
Osinko/tulos (%)	60,8 %	127,2 %	neg.	95,2 %	0,0 %	0,0 %	58,7 %	52,3 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	1,6 %	2,2 %	1,4 %	3,4 %	0,0 %	0,0 %	3,7 %	4,7 %	6,1 %

Lähde: Inderes

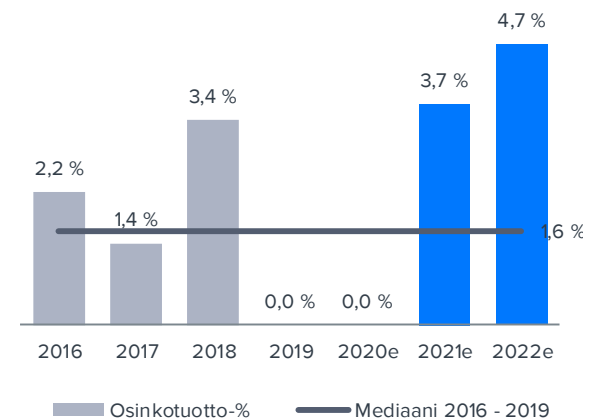
P/E (oik.)



EV/EBIT



Osinkotuotto-%



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Taaleri	7,00	199	273	17,1	11,4	14,4	10,5	4,2	3,6	18,2	10,7	4,8	5,4	1,4
eQ	15,80	615	616	20,9	16,0	20,1	15,6	11,3	9,1	25,9	20,1	3,9	5,1	9,4
United Bankers	9,50	99	102	11,3	11,3	9,3	10,2	2,9	2,9	13,4	14,8	5,8	5,8	2,5
CapMan	2,22	348	378	51,2	11,6	43,3	12,2	9,4	7,1	240,0	13,5	6,3	6,8	3,2
Titanium	12,30	126	113	22,6	9,4	9,4	8,1	5,4	4,9	24,1	13,8	6,6	7,4	5,6
Evli	11,40	274	274	11,9	9,7	9,4	7,9	3,7	3,2	16,5	13,9	6,1	6,6	3,4
Aktia	9,66	673								16,1	11,7	4,7	6,4	1,0
OmaSp	9,68	287								13,1	9,6	2,6	3,1	0,8
AGF Management	5,77	265	364	7,6	11,1	5,2	6,4	1,3	1,4	12,1	12,4	5,6	5,6	0,4
GAM Holding	1,77	262	84	0,8	0,8		3,9	0,4	0,4					0,8
Wisdom Tree Investments	4,93	606	773	16,9	16,7	17,1	16,7	3,7	3,6	20,5	20,3	2,5	2,5	2,0
River and Mercantile Group	159,75	150	126	9,0	14,5	8,7		1,6	1,7	14,0	14,7	6,1	8,0	2,4
EAB Group (Inderes)	2,96	41	45	97,6	11,5	13,9	6,7	2,5	1,9	154,4	15,8	0,0	3,7	2,1
Keskiarvo				16,9	11,3	15,2	10,2	4,4	3,8	37,6	14,2	5,0	5,7	2,7
Mediaani				14,4	11,4	9,4	10,2	3,7	3,4	16,5	13,8	5,6	5,8	2,2
Erotus-% vrt. mediaani				577%	1%	48%	-34%	-34%	-45%	835%	14%	-100%	-36%	-5%

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	9,8	9,8	19,6	9,3	9,0	18,4	8,7	9,8	18,5	21,8	23,5	25,4
Konserni	9,8	9,8	19,6	9,3	9,0	18,4	8,7	9,8	18,5	21,8	23,5	25,4
Käyttökate	2,6	1,5	4,1	0,5	0,8	1,3	0,6	2,7	3,3	6,0	6,7	7,3
Poistot ja arvonalennukset	-1,1	-1,2	-2,3	-1,3	-1,3	-2,6	-1,4	-1,4	-2,8	-2,5	-2,0	-2,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,5	0,3	1,8	-0,8	-0,5	-1,3	-0,8	1,3	0,5	3,5	4,7	5,2
Liikevoitto	1,5	0,3	1,8	-0,8	-0,5	-1,3	-0,8	1,3	0,5	3,5	4,7	5,2
Konserni	1,5	0,3	1,8	-0,8	-0,5	-1,3	-0,8	1,3	0,5	3,5	4,7	5,2
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	1,4	0,2	1,6	-1,0	-0,6	-1,6	-1,0	1,1	0,1	3,2	4,7	5,2
Verot	-0,1	0,0	-0,1	0,14	0,10	0,2	0,2	0,0	0,2	-0,6	-1,0	-1,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,3	0,2	1,5	-0,8	-0,5	-1,3	-0,8	1,1	0,3	2,6	3,7	4,1
EPS (oikaistu)	0,09	0,01	0,11	-0,06	-0,04	-0,10	-0,06	0,08	0,02	0,19	0,27	0,30
EPS (raportoitu)	0,09	0,01	0,11	-0,06	-0,04	-0,10	-0,06	0,08	0,02	0,19	0,27	0,30

Tunnusluvut	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	4,9 %	18,6 %	11,4 %	-4,3 %	-8,1 %	-6,2 %	-6,9 %	8,5 %	0,7 %	17,8 %	7,8 %	8,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	400,0 %	-110,3 %	-169,2 %	-156,0 %	-253,3 %	-172,2 %	-4,8 %	-375,1 %	-135,8 %	661,2 %	31,8 %	11,4 %
Käyttökate-%	26,6 %	15,2 %	20,9 %	4,9 %	9,3 %	7,1 %	6,9 %	27,2 %	17,6 %	27,7 %	28,3 %	28,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	15,4 %	3,0 %	9,2 %	-9,0 %	-5,1 %	-7,1 %	-9,2 %	12,9 %	2,5 %	16,2 %	19,9 %	20,4 %
Nettotulos-%	13,3 %	1,6 %	7,4 %	-8,7 %	-5,7 %	-7,2 %	-9,2 %	10,9 %	1,4 %	11,9 %	15,8 %	16,3 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	22,1	22,5	21,3	20,1	20,3
Liikearvo	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1
Aineettomat hyödykkeet	4,3	4,5	3,3	2,9	3,1
Käyttöomaisuus	3,2	3,0	2,8	2,7	2,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6
Muut sijoitukset	0,5	0,8	0,8	0,8	0,8
Muut pitkäaikaiset varat	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3
Laskennalliset verosaamiset	2,8	2,9	3,1	2,5	2,5
Vaihtuvat vastaavat	14,3	12,8	12,0	12,0	13,6
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	13,2	12,3	11,1	10,9	10,6
Likvidit varat	1,1	0,5	0,9	1,1	3,0
Taseen loppusumma	36,4	35,3	33,3	32,1	33,9

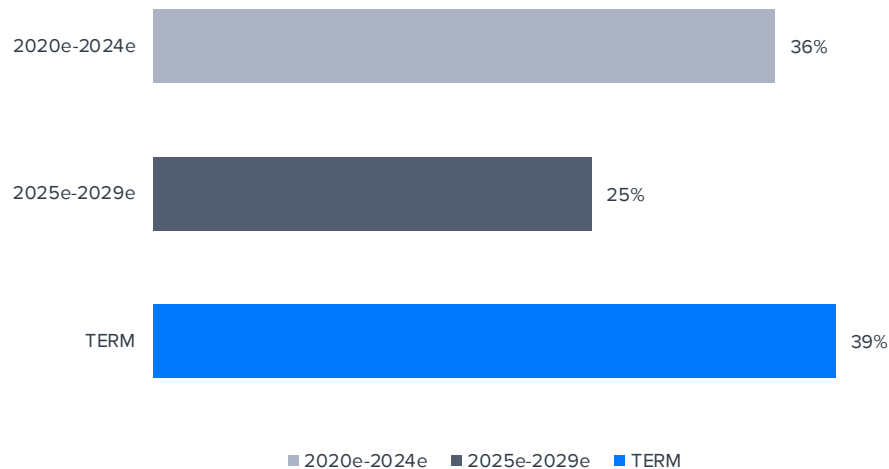
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	22,1	19,3	19,6	22,2	24,3
Osakepääoma	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Kertyneet voittovarot	-1,0	-2,4	-2,1	0,5	2,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	22,3	20,9	20,9	20,9	20,9
Vähemmistöosuus	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Pitkäaikaiset velat	11,2	12,3	10,1	5,6	4,9
Laskennalliset verovelat	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	9,8	7,4	5,2	0,7	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	1,1	4,7	4,7	4,7	4,7
Lyhytaikaiset velat	3,1	3,7	3,7	4,4	4,7
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,1	3,7	3,7	4,4	4,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	36,4	35,3	33,3	32,1	33,9

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	-1,3	0,5	3,5	4,7	5,2	5,3	5,3	5,2	5,0	4,6	4,7	
+ Kokonaispoistot	2,6	2,8	2,5	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3	2,3	2,3	2,4	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-0,9	-1,0	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	1,5	1,2	0,9	0,7	-0,5	-0,3	-0,3	-0,2	4,2	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	2,8	4,4	6,8	6,4	5,7	6,0	6,1	6,2	10,5	5,9	6,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	3,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-2,9	-1,4	-2,0	-2,2	-2,2	-2,3	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	3,5	3,0	4,8	4,2	3,5	3,7	3,7	3,8	8,1	3,5	3,5	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	3,5	3,0	4,8	4,2	3,5	3,7	3,7	3,8	8,1	3,5	3,5	43,6
Diskontattu vapaa kassavirta		3,0	4,4	3,4	2,6	2,5	2,2	2,0	4,0	1,5	1,4	17,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		44,1	41,1	36,8	33,4	30,8	28,4	26,2	24,1	20,2	18,7	17,3
Velaton arvo DCF		44,1										
- Korolliset velat		-7,4										
+ Rahavarat		0,5										
- Vähemmistöosuus		-0,2										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		37,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,7										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	3,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	11,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,8 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	17,6	19,6	18,4	18,5	21,8	EPS (raportoitu)	-0,20	0,11	-0,10	0,02	0,19
Käyttökate	-0,7	4,1	1,3	3,3	6,0	EPS (oikaistu)	-0,20	0,11	-0,10	0,02	0,19
Liikevoitto	-2,6	1,8	-1,3	0,5	3,5	Operat. kassavirta / osake	-0,18	0,00	0,20	0,32	0,49
Voitto ennen veroja	-2,7	1,6	-1,6	0,1	3,2	Vapaa kassavirta / osake	-0,92	-0,54	0,25	0,22	0,35
Nettovoitto	-2,3	1,5	-1,3	0,3	2,6	Omapääoma / osake	1,52	1,59	1,39	1,41	1,59
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,06	0,10	0,00	0,00	0,11

Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	31,5	36,4	35,3	33,3	32,1	Liikevaihdon kasvu-%	3 %	11 %	-6 %	1 %	18 %
Oma pääoma	17,8	22,1	19,3	19,6	22,2	Käyttökateen kasvu-%	-155 %	-686 %	-68 %	151 %	85 %
Liikearvo	9,0	9,1	9,1	9,1	9,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	-477 %	-169 %	-172 %	-136 %	661 %
Nettovelat	3,8	8,7	6,9	4,2	-0,4	EPS oik. kasvu-%	-413 %	-153 %	-191 %	-120 %	878 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	-4,0 %	20,9 %	7,1 %	17,6 %	27,7 %
Käyttökate	-0,7	4,1	1,3	3,3	6,0	Oik. Liikevoitto-%	-14,8 %	9,2 %	-7,1 %	2,5 %	16,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,2	-4,0	1,5	1,2	0,9	Liikevoitto-%	-14,8 %	9,2 %	-7,1 %	2,5 %	16,2 %
Operatiivinen kassavirta	-2,1	0,1	2,8	4,4	6,8	ROE-%	-15,5 %	7,3 %	-6,5 %	1,4 %	12,5 %
Investoinnit	-7,7	-4,6	-2,9	-1,4	-2,0	ROI-%	-13,7 %	6,5 %	-4,4 %	1,8 %	14,9 %
Vapaa kassavirta	-10,7	-7,4	3,5	3,0	4,8	Omavaraisuusaste	56,4 %	60,8 %	54,7 %	58,7 %	69,0 %
						Nettovelkaantumisaste	21,4 %	39,3 %	35,8 %	21,6 %	-1,7 %

Suurimmat omistajat	%-osakkeista	Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
BNP Paribas	17,6 %	EV/Liikevaihto	3,3	2,5	2,5	2,5	1,9
Joensuun Kauppa ja Kone	11,0 %	EV/EBITDA (oik.)	neg.	12,0	35,1	13,9	6,7
UMO Invest Oy	10,0 %	EV/EBIT (oik.)	neg.	27,2	neg.	97,6	11,5
Janne Nieminen	8,0 %	P/E (oik.)	neg.	27,6	neg.	>100	15,8
Jouni Kaaria	7,7 %	P/B	3,1	1,8	2,0	2,1	1,9
Gösta Serlachiuksen Taidesäätiö	6,2 %	Osinkotuotto-%	1,4 %	3,4 %	0,0 %	0,0 %	3,7 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttömät 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 käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat 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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
11/10/2017	Lisää	4,00 €	3,70 €
20/02/2018	Vähennä	4,20 €	4,40 €
01/03/2018	Vähennä	4,00 €	4,08 €
28/03/2018	Lisää	4,00 €	3,20 €
27/08/2018	Vähennä	3,80 €	3,90 €
19/12/2018	Vähennä	3,00 €	2,90 €
01/03/2019	Myy	2,70 €	2,90 €
08/04/2019	Vähennä	2,50 €	2,58 €
14/08/2019	Myy	2,30 €	2,78 €
29/08/2019	Myy	2,00 €	2,56 €
04/12/2019	Myy	2,10 €	2,62 €
16/02/2020	Myy	2,10 €	3,20 €
19/03/2020	Myy	1,50 €	1,96 €
25/05/2020	Vähennä	1,75 €	1,81 €
26/06/2020	Vähennä	2,10 €	2,20 €
31/08/2020	Vähennä	2,10 €	2,20 €
24/09/2020	Myy	2,10 €	2,94 €
14/12/2020	Vähennä	2,70 €	2,96 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme tarpeisiin.

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**