

EAB Group

Yhtiöpäivitys

30/8/2020

- Toistamme EAB:n 2,1 euron tavoitehinnan ja vähennä-suosituksemme
- Vaikka EAB:n H1-raportissa oli useita positiivisia elementtejä, jäi alkuvuoden tulos ennusteistamme
- Teimme ennusteisiimme vain pieniä tarkennuksia ja odotamme yhtiöltä edelleen tulosparannusta ensi vuonna
- Osakkeen avostus ei ole mielestämme 12kk:n tähtämellä edellenkään houkutteleva, kun huomioidaan tuloskäänteeseen yhä liittyvät korkeat riskit

Loppuvuonna pitää onnistua

Toistamme EAB:n 2,1 euron tavoitehinnan ja vähennä-suosituksemme. Vaikka EAB:n H1-raportissa oli useita positiivisia elementtejä, jäi alkuvuoden tulos ennusteistamme. Teimme ennusteisiimme vain pieniä tarkennuksia ja odotamme yhtiöltä edelleen merkittävää tulosparannusta ensi vuonna. Osakkeen avustus ei ole kuitenkaan mielestämme 12kk:n tähtäimellä edellenkään houkutteleva, kun huomioidaan tuloskäänteeseen yhä liittyvät korkeat riskit.

Tuloslittuksesta huolimatta yhtiö etenee oikeaan suuntaan

EAB:n H1-liikevaihto oli 8,7 MEUR, mikä ylitti selvästi 7,7 MEUR:n ennusteemme. Liikevaihtoylityksen taustalla oli 0,8 MEUR:n tuottosidonnaiset palkkiot, jotka olivat pääosin läpilaskutusta. EAB:n tuottojen laatu oli H1-raportin positiivinen yllätys, sillä liikevaihdon laskusta huolimatta yhtiön kannalta kriittiset jatkuvat tuotot kasvoivat laskelmiemme mukaan H1:llä noin 15 % vertailukaudesta. Yhtiön kulutaso oli H1:llä ennusteistamme korkeampi pääasiassa palkkiokuluissa näkyneestä 0,6 MEUR:n läpilaskutuserästä johtuen. Myös henkilöstökulut olivat alkuvuoden osalta hieman ennusteistamme korkeammat, kun kustannussäästöjen hyödyt vaikuttavat heijastuvan täysimääräisesti vasta H2-numeroihin. EAB:n H1-liiketappio oli lopulta -0,8 MEUR (H1'20e: -0,2 MEUR). EAB ilmoitti perjantaina myös vetävänsä myös pois aiemman vuoden 2019 voitonjakoehdotuksen (0,05 euroa/osake).

Koronaviruspandemia vaikeutti alkuvuonna odotetusti uusmyyntiä

EAB:n mukaan koronaviruspandemia heijastui alkuvuonna odotetusti hallinnoitavan varallisuuden sekä tuotto- ja volyymisidonnaisten palkkioiden kehitykseen, minkä lisäksi liikkumisrajoitukset ja etätöy vaikeuttivat myös omaisuudenhoidon uusasiakashankintaa. Positiivista oli kuitenkin se, että yhtiö kuului seurannassamme olevista finanssiyhtiöistä siihen harvalukuisen joukkoon, jonka sijoitusrahastojen nettomerkinnot olivat maaliskuuhun markkinahermoilusta huolimatta alkuvuoden osalta positiiviset (H1'20: 16 MEUR). Koronapandemia ja epävarma markkinaympäristö hidastivat kuitenkin yhtiön mukaan odotetusti instituutioiden päätöksentekoa ja yhtiö kertoiikin lykanneensa tämän myötä vaihtoehtorahastohankkeita myöhempään ajankohtaan. Yhtiö kertoi kuitenkin edelleen tavoitteekseen lanseerata uuden Uusiutuvan energian vaihtoehtorahaston H2:n aikana.

Ennusteisiin tehty vain pieniä tarkennuksia

Olemme tehneet ennusteisiimme vain pieniä tarkennuksia ja odotamme EAB:lta edelleen ensi vuonna merkittävää tulosparannusta ja ennustamme liikevoiton kohoavan 2,9 MEUR:oon ja EPS:n 0,16 euroon. Tulosparannuksen ajureina toimivat erityisesti vaihtoehtoisten rahastojen palkkiotuottojen vetämä liikevaihdon vahva 12 %:n kasvu sekä kulurakenteen selvä skaalautuminen. Huomautamme, että EAB:n vuoden 2021 tulostasoon liittyy kuitenkin huomattavaa epävarmuutta. Keskeisin epävarmuus liittyy markkinatilanteen kestävyyyteen, EAB:n kulutason pitävyyteen ja strategian kannalta keskeisten vaihtoehtoisten rahastojen uusmyynnin onnistumiseen.

Arvostus ei ole mielestämme houkutteleva tuloskäänteeseen liittyvä merkittävä epävarmuus huomioiden

Ensi vuodelle ennustamallamme voimakkaalla EAB:n tulos pohjainen arvostus laskee P/E-kertoimella mitattuna noin 13x tasolle, mikä on yli yhtiölle hyväksyvämmä tason (fwd P/E ~10x). EAB:n volyymipohjainen EV/S-kerroin on matala 1,9x, mikä on kuitenkin perusteltua krooniset kannattavuushaasteet ja tulosparannukseen liittyvä epävarmuus huomioiden. Mikäli EAB onnistuu strategiansa toteuttamisessa ja saa nostettua kannattavuutensa kestävästi edes lähelle sektorin keskitasoa, olisi osakkeessa selvää nousuvaraa (sektorin mediaani EV/S 2020e: 3,7x).

Analytytikot



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



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

Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

(aik. Vähennä)



2,10 EUR

(aik. 2,10 EUR)

Osakekurssi: 2,20 EUR

Potentiaali: -4,5 %

Ohjeistus

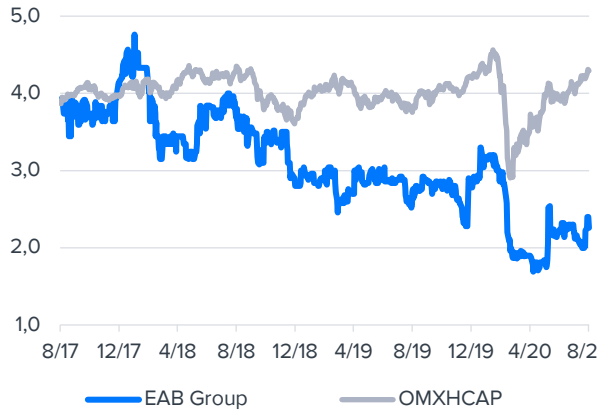
Ei ohjeistusta

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	18,4	18,0	20,2	22,3
kasvu-%	-6 %	-2 %	12 %	10 %
EBIT oik.	-1,3	0,2	2,9	4,1
EBIT-% oik.	-7,1 %	1,2 %	14,3 %	18,2 %
Nettotulos	-1,3	-0,2	2,3	3,2
EPS (oik.)	-0,10	-0,01	0,16	0,23
P/E (oik.)	neg.	neg.	13,5	9,4
P/B	2,0	1,6	1,4	1,3
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	5,0 %	5,5 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	>100	10,6	7,0
EV/EBITDA	35,1	11,6	6,0	4,7
EV/Liikevaihto	2,5	1,9	1,5	1,3

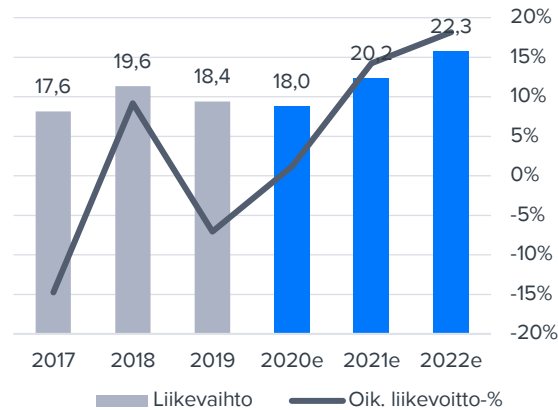
Lähde: Inderes

Osakekurssi



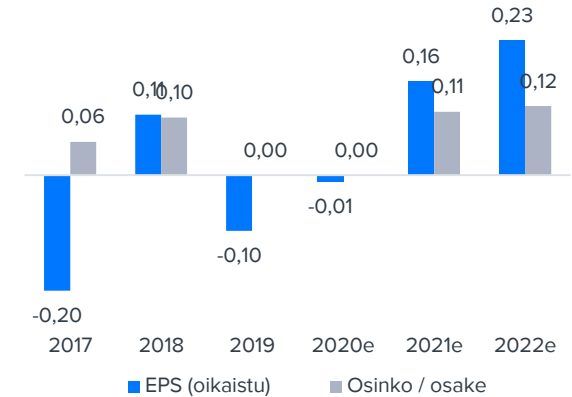
Lähde: Thomson Reuters

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 hyväksyvämmä tason (forward P/E ~10x)
- Osakkeessa olisi selvää nousuvaraa, mikäli yhtiö saa nostettua kannattavuutensa edes lähelle sektorin keskimääräistä tasoa

MCAP
30
MEUR

EV
35
MEUR

EV/EBIT
10,6
2021e

P/E (oik.)
13,5
2021e

H1-tulos jäi selvästi ennusteistamme

Liikevaihto ylitti ennusteemme

EAB:n H1-liikevaihto oli 8,7 MEUR (H1'19: 9,3 MEUR), mikä ylitti selvästi 7,7 MEUR:n ennusteemme. Liikevaihtoylityksen taustalla oli 0,8 MEUR:n tuottosidonnaiset palkkiot, jotka liittyivät pääasiassa yhteistyökumppani Zeniton rahaston tuottopalkkioihin (läpilaskutusta). Muilta osin keskeisimmät tuottorivit olivat hyvin linjassa ennusteisiimme. EAB:n tuottojen laatu oli H1-raportin positiivinen yllätys, sillä liikevaihdon laskusta huolimatta yhtiön kannalta kriittiset jatkuvat tuotot kasvoivat laskelmiemme mukaan H1:llä noin 15 % vertailukaudesta.

Kulutaso oli H1:llä ennusteitamme korkeampi

EAB:n kulutaso oli H1:llä ennusteitamme korkeampi pääasiassa palkkiokuluissa näkyneestä 0,6 MEUR:n läpilaskutuserästä johtuen. Vaikka EAB:n henkilöstökulut laskivat H2'19 ja erityisesti vertailukauden tasosta, olivat ne hieman ennusteitamme korkeammat, kun

kustannussäästöjen hyödyt vaikuttavat heijastuvan täysimääräisesti vasta vuoden jälkipuoliskon numeroihin.

EAB:n H1-liiketappio oli lopulta vertailukauden tasolla -0,8 MEUR:ssa ja selvästi -0,2 MEUR:n ennustettamme suurempi. Tuloslaskelman alimmilla riveillä ei ollut yllätyksiä ja H1:n EPS oli -0,06 euroa (H1'20e: -0,02 euroa).

Koronapandemian vaikutukset alkuvuonna odotettuja

EAB:n mukaan koronaviruspandemia heijastui alkuvuonna odotetusti hallinnoitavan varallisuuden sekä tuotto- ja volyymisidonnaisten palkkioiden kehitykseen, minkä lisäksi liikkumisrajoitukset ja etätö vaikeuttivat myös omaisuuden hoidon uusasiakashankintaa. Positiivista oli kuitenkin se, että yhtiö kuului seurannassamme olevista finanssiyhtiöistä siihen harvalukuisen joukkoon, jonka sijoitusrahastojen nettomerkinnot olivat maaliskuuhun markkinaherroilusta huolimatta

alkuvuoden osalta positiiviset (H1'20: 16 MEUR). Koronapandemia ja epävarma markkinaympäristö hidastivat kuitenkin yhtiön mukaan odotetusti instituutioasikkaiden päätöksentekoa ja yhtiö kertoi lykänneensä tämän myötä vaihtoehtorahastohankkeita myöhempään ajankohtaan. Yhtiö kertoi kuitenkin edelleen tavoitteekseen lanseerata uuden Uusiutuvan energian vaihtoehtorahaston H2:n aikana.

H1-raportti ei tarjonnut uutta ohjeistusta

EAB veti keväällä ohjeistuksensa monen muun yhtiön tapaan pois, eikä H1-raportti tarjonnut päivitystä tähän. Ohjeistuksesta pidättäytyminen oli varsin ymmärrettävää markkinatilanteeseen liittyvä epävarmuus ja yhtiöltä viime vuosina nähdyt useat tulosvaroitukset huomioiden. Näkymien osalta yhtiö kertoi liikevaihto- ja tuloskehityksen olevan luonnollisesti riippuvaista ulkoisista tekijöistä ja keskittyvänsä strategiansa mukaisesti loppuvuonna kustannustasonsa keventämiseen H1-tasosta.

Ennustetaulukko	H1'19		H1'20		H1'20e		Konsensus		Erotus (%)		2020e
	MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes		
Liikevaihto		9,3	8,7	7,7				13 %		18,0	
Liikevoitto		-0,8	-0,8	-0,2				305 %		0,2	
EPS (raportoitu)		-0,06	-0,06	-0,02				287 %		-0,01	
Osinko/osake										0,00	
Liikevaihdon kasvu-%		-4,3 %	-6,9 %	-17,6 %				10,8 %-yks.		-2,0 %	
Liikevoitto-% (oik.)		-9,0 %	-9,2 %	-2,6 %				-6,6 %-yks.		1,2 %	

Lähde: Inderes

[Katso toimitusjohtajan H1'20-haastattelu alla olevasta linkistä](#)



Ennusteisiin vain pieniä tarkennuksia

EAB veti pois voitonjakoehdotuksensa

EAB ilmoitti perjantaina julkaisemassaan [yhtiökokouskutsussa](#) vetävänsä pois aiemman 0,05 euron voitonjakoehdotuksen. Tämä ei tullut meille yllätyksenä, sillä vaikka konsolidointiryhmän vakavaraisuus parantui alkuvuonna 13,1 %:iin (H2'19: 12,6 %), ovat yhtiön vakavaraisuuspuskurit edelleen suhteellisen ohuet. Olimme myös nostaneet voitonjakoon liittyvän epävarmuuden esiin jo [maaliskuun yhtiöpäivityksessämme](#).

Ennusteisiin vain pieniä tarkennuksia

Olemme tehneet ennusteisiimme vain pieniä tarkennuksia H1-raportin jälkeen ja ennustemuutokset ovat jääneet kokonaisuudessaan vähäisiksi. Odotamme EAB:n liikevaihdon kääntyvän kasvu-uralle H2 alkaen ja ennustamme liikevaihdon kasvavan vuoden jälkipuoliskolla vertailukauden

tasosta 3 %:lla 9,3 MEUR:oon. Tässä avainasemassa ovat strategian kannalta keskeisten uusien vaihtoehtorahastojen onnistunut uusmyynti, erityisesti Uusiutuva energia sekä uudet UCITS-rahastot Alfred Berg salkunhoitoyhteistyön myötä (toimitusjohtaja kommentoi tätä tarkemmin [H1-tuloshaastattelussamme](#)).

EAB:n liiketulos nousee ennusteissamme H2:lla ensi kertaa positiiviseksi sitten H2'18:n ja operatiivinen tulos nousee terveelle 1,0 MEUR:n tasolle (H2'20e: EBIT-% 10,9 %) liikevaihdon kasvun ja erityisesti alkuvuoden säästötoimenpiteiden heijastuessa täysimääräisesti H2-lukuihin. Huomautamme, että ennustamamme H2-tulostaso vaatii yhtiöltä taakseen kulutason laskua alkuvuoden tasosta, sillä H1-kulutaso oli 0,6 MEUR:n läpilaskutuserästäkin oikaistuna liian korkea EAB:n nykyiseen liikevaihtotasoon nähden.

Odotamme edelleen merkittävää tulosparannusta ensi vuonna, mutta epävarmuustekijöitä riittää

Odotamme EAB:lta edelleen ensi vuonna merkittävää tulosparannusta ja ennustamme liikevoiton kohoavan 2,9 MEUR:oon ja EPS:n 0,16 euroon. Tulosparannuksen ajureina toimivat erityisesti vaihtoehtoisten rahastojen palkkiotuottojen vetämä liikevaihdon vahva 12 %:n kasvu sekä kulurakenteen selvä skaalautuminen. Huomautamme, että EAB:n vuoden 2021 tulostasoon liittyy kuitenkin huomattavaa epävarmuutta. Keskeisin epävarmuus liittyy markkinatilanteen kestävyteen, EAB:n kulutason pitävyyteen ja strategian kannalta keskeisten vaihtoehtoisten rahastojen uusmyyntiin onnistumiseen.

Ennustemuutokset	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Ennuste	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	16,9	18,0	7 %	20,1	20,2	0 %	22,3	22,3	0 %
Käyttökate	3,4	3,0	-12 %	5,0	5,1	2 %	6,1	6,1	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,7	0,2		2,8	2,9	4 %	4,0	4,1	1 %
Liikevoitto	0,7	0,2		2,8	2,9	4 %	4,0	4,1	1 %
Tulos ennen veroja	0,6	-0,2		2,7	2,8	4 %	4,0	4,0	1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,03	-0,01		0,16	0,16	4 %	0,23	0,23	1 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,11	0,11	0 %	0,12	0,12	0 %

Lähde: Inderes



Pysymme edelleen odottavalla kannalla

Arvostus ei saa tukea tulospohjaisista kertoimista

EAB:n tulos jää kuluvana vuonna ennusteissamme vaisuksi, eikä arvostus saa näin ollen tukea vuoden 2020 tulospohjaisista arvostuskertoimista (2020e: P/E neg ja EV/EBIT > 100).

Ensi vuodelle ennustamallamme voimakkaalla tulospohjainen arvostus laskee P/E-kertoimella mitattuna noin 13x tasolle, mutta on yli yhtiölle hyväksyvämmä tason (forward P/E ~10x). Vuoteen 2022 katsottaessa P/E-kerroin painuu jo kohtuullisen houkuttelevalle noin 9x tasolle, mutta näin kauas nojaaminen ei ole perusteltua heikko historiallinen track-record ja tuloskäänteeseen liittyvä epävarmuus huomioiden.

Osinko on täysin riippuvainen tuloskehityksestä

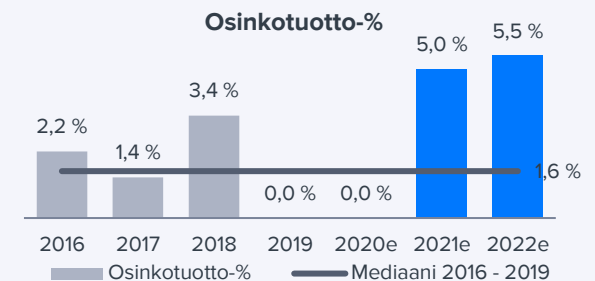
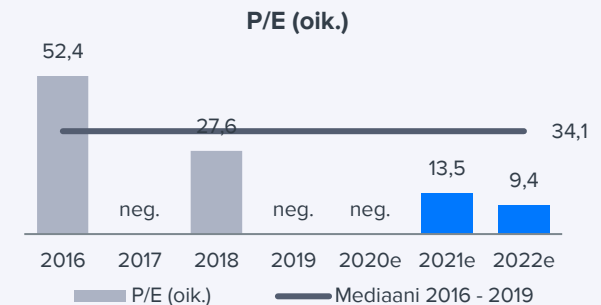
EAB:n osakkeen arvostus ei saa myöskään tukea osingosta, sillä näkemyksemme mukaan yhtiö ei tule jakamaan osinkoa myöskään ensi keväänä. Lisäksi tulevat osingot ovat näkemyksemme mukaan täysin riippuvaisia tulosparannuksesta.

Pidemmän aikavälin potentiaaliin nojaaminen ei ole toistaiseksi perusteltua

EAB:n volyymipohjainen EV/Liikevaihto-kerroin on suhteellisen matala 1,9x, mikä on kuitenkin perusteltua krooniset kannattavuushaasteet ja tulosparannukseen liittyvä merkittävä epävarmuus huomioiden. Mikäli EAB onnistuu strategiansa toteuttamisessa ja saa nostettua kannattavuutensa kestävästi edes lähelle sektorin keskimääräistä tasoa, olisi osakkeessa selvää nousuvaraa (sektorin mediaani EV/Liikevaihto 2020e: 3,7x).

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	2,20	2,20	2,20
Osakemäärä, milj. kpl	13,8	13,8	13,8
Markkina-arvo	30	30	30
Yritysarvo (EV)	35	31	28
P/E (oik.)	neg.	13,5	9,4
P/E	neg.	13,5	9,4
P/Kassavirta	10,2	7,0	8,5
P/B	1,6	1,4	1,3
P/S	1,7	1,5	1,4
EV/Liikevaihto	1,9	1,5	1,3
EV/EBITDA (oik.)	11,6	6,0	4,7
EV/EBIT (oik.)	>100	10,6	7,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	67,5 %	51,3 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	5,0 %	5,5 %

Lähde: Inderes

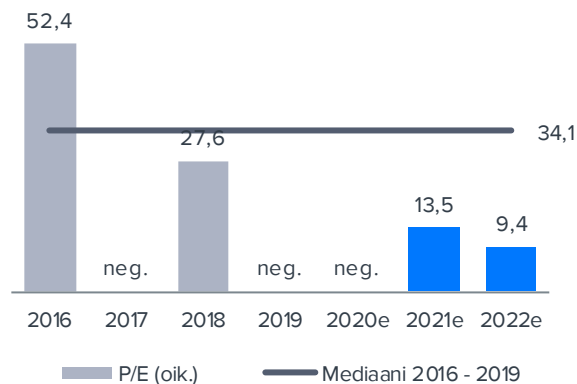


Arvostustaulukko

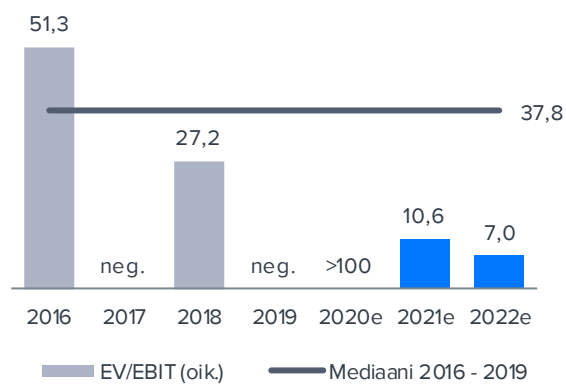
Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	4,87	3,35	4,23	2,90	2,78	2,20	2,20	2,20	2,20
Osakemäärä, milj. kpl	8,59	9,71	11,6	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8
Markkina-arvo	47	34	54	40	38	30	30	30	30
Yritysarvo (EV)	44	35	58	49	46	35	31	28	27
P/E (oik.)	34,1	52,4	neg.	27,6	neg.	neg.	13,5	9,4	9,2
P/E	34,1	54,9	neg.	27,6	neg.	neg.	13,5	9,4	9,2
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	neg.	11,1	10,2	7,0	8,5	11,0
P/B	4,1	2,7	3,1	1,8	2,0	1,6	1,4	1,3	1,2
P/S	3,2	2,0	3,1	2,0	2,1	1,7	1,5	1,4	1,3
EV/Liikevaihto	3,0	2,1	3,3	2,5	2,5	1,9	1,5	1,3	1,2
EV/EBITDA (oik.)	27,2	27,6	neg.	12,0	35,1	11,6	6,0	4,7	4,5
EV/EBIT (oik.)	37,8	51,3	neg.	27,2	neg.	>100	10,6	7,0	6,6
Osinko/tulos (%)	60,8 %	127,2 %	neg.	95,2 %	0,0 %	0,0 %	67,5 %	51,3 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	1,6 %	2,2 %	1,4 %	3,4 %	0,0 %	0,0 %	5,0 %	5,5 %	6,5 %

Lähde: Inderes

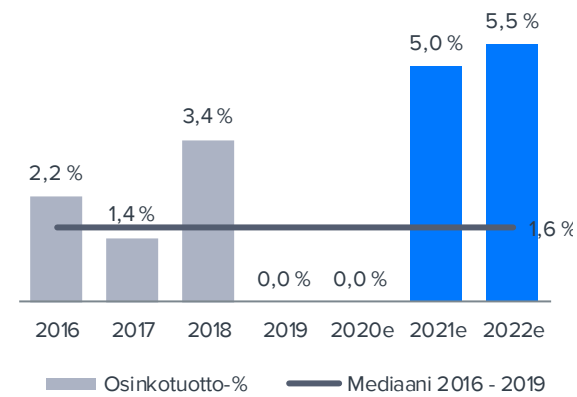
P/E (oik.)



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	6,98	197	272	17,6	11,3	14,3	10,5	4,2	3,6	18,1	10,6	4,8	5,5	1,4
eQ	13,25	510	506	18,0	13,8	17,4	13,4	9,5	7,7	22,7	17,6	4,5	5,9	8,0
United Bankers	9,20	97	100	11,1	11,1	9,0	10,0	5,5	2,8	23,1	14,7	5,9	5,9	2,4
CapMan	2,05	318	346	39,7	10,6	35,1	11,3	7,9	6,3	100,5	12,7	6,9	7,4	2,8
Titanium	11,00	104	88	8,8	8,0	14,7	6,8	4,4	3,8	11,2	10,0	7,9	8,9	4,9
Evli	9,64	232	232	11,2	8,5	8,7	7,0	3,3	2,8	15,6	11,7	5,2	6,7	2,9
Aktia	9,57	658								15,4	11,1	4,8	6,5	1,0
AGF Management	5,12	259	368	8,5	11,7	6,1	6,7	1,4	1,5	12,2	13,6	6,4	6,4	0,4
GAM Holding	2,24	331	152	81,7	42,3	21,8	2,5	0,6	0,6		20,2		1,6	0,7
Wisdom Tree Investments	3,76	477	655	15,1	14,2	14,6	14,3	3,2	3,0	17,5	16,2	3,2	3,4	1,5
River and Mercantile Group	173,00	158	133	9,3	9,9	8,9	8,3	1,7	1,6	14,5	13,2	5,7	6,2	2,5
EAB Group (Inderes)	2,20	30	35	160,3	10,6	11,6	6,0	1,9	1,5	-197,5	13,5	0,0	5,0	1,6
Keskiarvo				22,1	14,1	15,1	9,1	4,2	3,4	25,1	13,8	5,5	5,9	2,6
Mediaani				13,2	11,2	14,5	9,1	3,7	2,9	16,6	13,2	5,4	6,2	2,4
Erotus-% vrt. mediaani				1117 %	-5 %	-20 %	-34 %	-48 %	-48 %		2 %	-100 %	-20 %	-35 %

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	9,3	18,0	20,2	22,3	23,4
Konserni	9,8	9,8	19,6	9,3	9,0	18,4	8,7	9,3	18,0	20,2	22,3	23,4
Käyttökate	2,6	1,5	4,1	0,5	0,8	1,3	0,6	2,4	3,0	5,1	6,1	6,1
Poistot ja arvonalennukset	-1,1	-1,2	-2,3	-1,3	-1,3	-2,6	-1,4	-1,4	-2,8	-2,2	-2,0	-1,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,5	0,3	1,8	-0,8	-0,5	-1,3	-0,8	1,0	0,2	2,9	4,1	4,1
Liikevoitto	1,5	0,3	1,8	-0,8	-0,5	-1,3	-0,8	1,0	0,2	2,9	4,1	4,1
Konserni	1,5	0,3	1,8	-0,8	-0,5	-1,3	-0,8	1,0	0,2	2,9	4,1	4,1
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,4	-0,1	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	1,4	0,2	1,6	-1,0	-0,6	-1,6	-1,0	0,8	-0,2	2,8	4,0	4,1
Verot	-0,1	0,0	-0,1	0,14	0,10	0,2	0,2	-0,2	0,0	-0,6	-0,8	-0,8
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	0,6	-0,2	2,3	3,2	3,3
EPS (oikaistu)	0,09	0,01	0,11	-0,06	-0,04	-0,10	-0,06	0,05	-0,01	0,16	0,23	0,24
EPS (raportoitu)	0,09	0,01	0,11	-0,06	-0,04	-0,10	-0,06	0,05	-0,01	0,16	0,23	0,24

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 %	3,0 %	-2,0 %	12,2 %	10,4 %	4,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	400,0 %	-110,3 %	-169,2 %	-156,0 %	-253,3 %	-172,2 %	-4,8 %	-321,2 %	-116,7 %	1225,5 %	40,7 %	1,9 %
Käyttökate-%	26,6 %	15,2 %	20,9 %	4,9 %	9,3 %	7,1 %	6,9 %	26,0 %	16,7 %	25,3 %	27,3 %	25,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	15,4 %	3,0 %	9,2 %	-9,0 %	-5,1 %	-7,1 %	-9,2 %	10,9 %	1,2 %	14,3 %	18,2 %	17,6 %
Nettotulos-%	13,3 %	1,6 %	7,4 %	-8,7 %	-5,7 %	-7,2 %	-9,2 %	6,9 %	-0,9 %	11,2 %	14,5 %	14,1 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	22,1	22,5	21,1	20,2	20,4
Liikearvo	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1
Aineettomat hyödykkeet	4,3	4,5	3,3	3,1	3,2
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	3,0	2,4	2,4
Vaihtuvat vastaavat	14,3	12,8	11,7	11,1	12,1
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	10,8	10,1	10,0
Likvidit varat	1,1	0,5	0,9	1,0	2,1
Taseen loppusumma	36,4	35,3	32,8	31,3	32,5

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	22,1	19,3	19,1	21,4	23,1
Osakepääoma	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Kertyneet voittovarot	-1,0	-2,4	-2,6	-0,3	1,4
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	5,9	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	1,0	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	3,6	4,1	4,5
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,1	3,7	3,6	4,1	4,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	36,4	35,3	32,8	31,3	32,5

DCF-laskelma

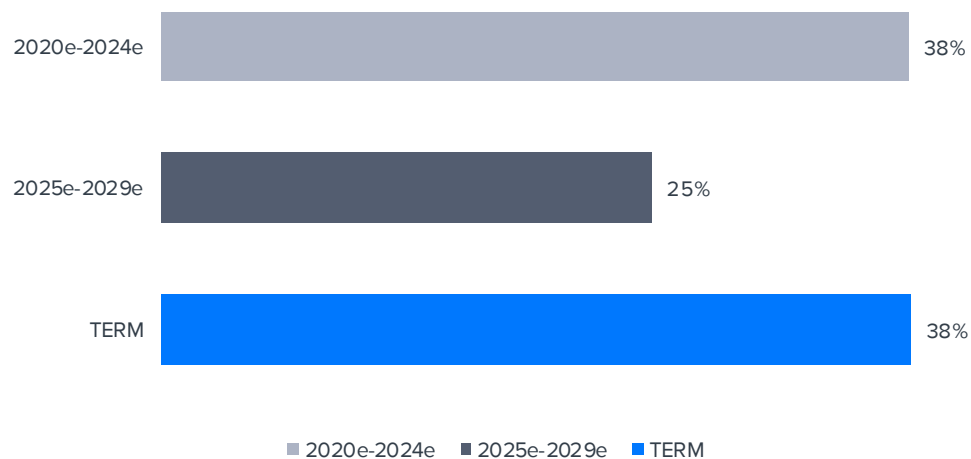
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	-1,3	0,2	2,9	4,1	4,1	4,3	4,4	4,4	4,4	4,4	4,5	
+ Kokonaispoistot	2,6	2,8	2,2	2,0	1,9	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1	2,2	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,1	0,0	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	1,4	1,1	0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	3,9	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	2,8	4,4	6,2	5,8	5,0	4,8	5,0	5,2	9,4	5,5	5,7	
+ 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	-1,9	-2,2	-2,2	-2,3	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	3,5	3,0	4,3	3,6	2,8	2,5	2,6	2,8	7,0	3,1	3,1	
+/- 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	4,3	3,6	2,8	2,5	2,6	2,8	7,0	3,1	3,1	35,8
Diskontattu vapaa kassavirta		2,9	3,8	2,8	1,9	1,6	1,5	1,4	3,2	1,3	1,1	12,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		34,3	31,4	27,7	24,9	23,0	21,4	19,9	18,5	15,3	14,1	12,9
Velaton arvo DCF		34,3										
- Korolliset velat		-7,4										
+ Rahavarat		0,5										
-Vähemmistöosuus		-0,1										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		27,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,0										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	3,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	11,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,5 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	17,6	19,6	18,4	18,0	20,2	EPS (raportoitu)	-0,20	0,11	-0,10	-0,01	0,16
Käyttökate	-0,7	4,1	1,3	3,0	5,1	EPS (oikaistu)	-0,20	0,11	-0,10	-0,01	0,16
Liikevoitto	-2,6	1,8	-1,3	0,2	2,9	Operat. kassavirta / osake	-0,18	0,00	0,20	0,32	0,45
Voitto ennen veroja	-2,7	1,6	-1,6	-0,2	2,8	Vapaa kassavirta / osake	-0,92	-0,54	0,25	0,21	0,31
Nettovoitto	-2,3	1,5	-1,3	-0,2	2,3	Omapääoma / osake	1,52	1,59	1,39	1,38	1,54
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	32,8	31,3	Liikevaihdon kasvu-%	3 %	11 %	-6 %	-2 %	12 %
Oma pääoma	17,8	22,1	19,3	19,1	21,4	Käyttökatteen kasvu-%	-155 %	-686 %	-68 %	132 %	69 %
Liikearvo	9,0	9,1	9,1	9,1	9,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	-477 %	-169 %	-172 %	-117 %	1226 %
Nettovelat	3,8	8,7	6,9	4,3	0,0	EPS oik. kasvu-%	-413 %	-153 %	-191 %	-88 %	-1563 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	-4,0 %	20,9 %	7,1 %	16,7 %	25,3 %
Käyttökate	-0,7	4,1	1,3	3,0	5,1	Oik. Liikevoitto-%	-14,8 %	9,2 %	-7,1 %	1,2 %	14,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,2	-4,0	1,5	1,4	1,1	Liikevoitto-%	-14,8 %	9,2 %	-7,1 %	1,2 %	14,3 %
Operatiivinen kassavirta	-2,1	0,1	2,8	4,4	6,2	ROE-%	-15,5 %	7,3 %	-6,5 %	-0,8 %	11,2 %
Investoinnit	-7,7	-4,6	-2,9	-1,4	-1,9	ROI-%	-13,7 %	6,5 %	-4,4 %	0,9 %	12,4 %
Vapaa kassavirta	-10,7	-7,4	3,5	3,0	4,3	Omavaraisuusaste	56,4 %	60,8 %	54,7 %	58,3 %	68,3 %
						Nettovelkaantumisaste	21,4 %	39,3 %	35,8 %	22,2 %	-0,2 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
BNP Paribas			17,6 %			EV/Liikevaihto	3,3	2,5	2,5	1,9	1,5
Kari Juurakko			15,8 %			EV/EBITDA (oik.)	neg.	12,0	35,1	11,6	6,0
UMO Invest Oy			10,0 %			EV/EBIT (oik.)	neg.	27,2	neg.	>100	10,6
Janne Nieminen			8,0 %			P/E (oik.)	neg.	27,6	neg.	neg.	13,5
Jouni Kaaria			7,7 %			P/B	3,1	1,8	2,0	1,6	1,4
Daniel Pasternack			7,2 %			Osinkotuotto-%	1,4 %	3,4 %	0,0 %	0,0 %	5,0 %

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 osavuositarkastusten 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
11.10.2017	Lisää	4,00 €	3,70 €
20.2.2018	Vähennä	4,20 €	4,40 €
1.3.2018	Vähennä	4,00 €	4,08 €
28.3.2018	Lisää	4,00 €	3,20 €
27.8.2018	Vähennä	3,80 €	3,90 €
19.12.2018	Vähennä	3,00 €	2,90 €
1.3.2019	Myy	2,70 €	2,90 €
8.4.2019	Vähennä	2,50 €	2,58 €
14.8.2019	Myy	2,30 €	2,78 €
29.8.2019	Myy	2,00 €	2,56 €
4.12.2019	Myy	2,10 €	2,62 €
16.2.2020	Myy	2,10 €	3,20 €
19.3.2020	Myy	1,50 €	1,96 €
25.5.2020	Vähennä	1,75 €	1,81 €
26.6.2020	Vähennä	2,10 €	2,20 €
31.8.2020	Vähennä	2,10 €	2,20 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

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 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.**