

# EAB Group

## Yhtiöpäivitys

20/3/2020

- Leikkaamme tavoitehintamme 1,5 euroon (aik. 2,1e) ja toistamme myy-suosituksemme
- Tulosvaroitus ei ollut meille yllätys, mutta olemme leikanneet ennusteitamme selvästi
- Yhtiön ohut vakavaraisuuspuskuri ja markkinan aiheuttama paine tulokseen nostaa osakkeen riskitasoa selvästi
- Arvostus on edelleen haastava ja nykykurssi hinnoittelee jo merkittävää tulosparannusta

# Vakavaraisuusasema aiheuttaa huolia

Tarkistamme EAB:n tavoitehintamme 1,5 euroon (aik. 2,1e) ja toistamme myy-suosituksemme eilisen tulosvaroituksen jälkeen. Olemme tarkistaneet ennusteitamme selvästi alaspäin ja yhtiön tulospotentiaalin realisoituminen siirtyy jälleen eteenpäin. Ohuet vakavaraisuuspuskurit ja liiketoiminnan heikko tulos nostavat osakkeen riskitasoa selvästi mikä heikentää osakkeen riski-/tuottosuhdetta.

## Markkinan romahdus johti tulosvaroitukseen

EAB antoi eilen tulosvaroituksen koronaviruksen luoman markkinamyllerryksen johdosta. Yhtiö totesi tavoittelevansa edelleen positiivista tulosta vuodelta 2020, mutta poikkeuksellisen epävarmuuden johdosta yhtiö toistaiseksi luopuu liikevaihdon ja ohjeistuksesta. Tulosvaroitusta ei tullut yllätyksenä, kun huomioidaan rajusti heikentynyt markkinatilanne. Heikentyneen markkinatilanteen seurauksena yhtiön hallinnoitava varallisuus on laskenut selvästi ja myös mix on heikentynyt laskun kohdistuessa etenkin korkeakatteisiin osakerahastoihin. Markkinan raju lasku on myös hidastanut sektorille tyypillisesti asiakkaiden päätöksentekoa, joka uhkaa hidastaa uusien tuotteiden ylösajoa.

## Uudet kulusäästöt tulevat tarpeeseen

EAB kertoi tulosvaroituksen yhteydessä myös uusista kulusäästöistä. Yhtiö tavoittelee 1,3 MEUR:n lisäsäästöjä vuoden 2020 aikana ja lisäksi yhtiö pyrkii parantamaan palkkiotuottojaan 0,3 MEUR:lla vähentämällä sijoitustoiminnan ulkoistusta. Yhtiö myös lykkää IT-kehitysinvestointeja 0,6 MEUR:lla (budjetti arviomme mukaan noin 1,5 MEUR). Säästöt ovat hyvin tarpeellisia ja mielestämme on tärkeää, että yhtiö reagoi markkinatilanteen heikentymiseen nopeasti, sillä yhtiöllä oli arviomme mukaan ydinpääomaa Q4'19 lopussa vain noin 2,5 MEUR. Ohut vakavaraisuuspuskuri yhdessä markkinan luoman tulospaineen kanssa nostaa osakkeen riskitasoa selvästi ja nostaa todennäköisyyttä sille, että yhtiö jättää suunnitellun 0,05 euron pääoman palautuksen vuodelta 2019 maksamatta.

## Ennusteita laskettu selvästi

Kuluvan vuoden tulosennusteemme ovat laskeneet voimakkaasti markkinaromahduksen myötä. Liikevaihtoennusteemme on laskenut 17 %:lla 16,2 MEUR:oon. Sijoittajien on tärkeä huomioida, että EAB teki jo 2019 aikana merkittäviä kulusäästöjä ja nämä näkyvät numeroissa täysimääräisesti vasta kuluvana vuonna. Kulusäästöistä huolimatta odotamme yhtiön H1-tuloksen jäävän lievästi tappiolliseksi, mutta nousevan H2:lla takaisin pienelle plussalle, kun pääomarahastojen ylösajo etenee ja kulusäästöt tulevat täysimääräisesti läpi. Kokonaisuutena odotamme kuluvalta vuodelta nollatulosta. Ensi vuoden osalta olemme laskeneet tulosennustettamme 26 %:lla 2,4 MEUR:oon. Odotamme yhtiöltä edelleen selkeää tulosparannusta pääomarahastojen ylösajon etenemisen sekä kulusäästöjen seurauksena. Huomautamme kuitenkin, että tulosparannus vaatii taakseen markkinatilanteen piristymistä.

## Arvostus on haastava ilman tulostason merkittävää parantumista

Tulospohjaisesti osake on kohtuullisesti hinnoiteltu 2021 ennusteillamme, mutta näihin nojaaminen ei nykyisessä poikkeuksellisen epävarmassa tilanteessa ole mielekäs. Osakkeen volyympipohjainen EV/S-kerroin on suhteellisen matala 2x ja mikäli yhtiö saisi kannattavuutensa edes lähelle sektorin mediaania, olisi osakkeessa selvää nousuvaraa. Vakavaraisuuteen liittyvän riskitason kohoamisen myötä näemme osakkeessa edelleen selkeää laskuvaraa ja yhtiön tulisi ylittää ennusteemme merkittävästi, jotta nykyistä kurssitasoa voitaisi pitää perusteltuna.

## Analyytikot



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



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

## Suositus ja tavoitehintaa

**Myy**

(aik. Myy)



**1,50 EUR**

(aik. 2,10 EUR)

Osakekurssi: 2,00 EUR

Potentiaali: -25 %

## Ohjeistus

Ei ohjeistusta

## Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	18,4	16,2	19,8	21,7
<b>kasvu-%</b>	-6 %	-12 %	22 %	9 %
<b>EBIT oik.</b>	-1,3	0,1	2,4	3,5
<b>EBIT-% oik.</b>	-7,1 %	0,7 %	12,2 %	15,9 %
<b>Nettotulos</b>	-1,3	0,0	1,9	2,7
<b>EPS (oik.)</b>	-0,10	0,00	0,13	0,20

<b>P/E (oik.)</b>	neg.	neg.	14,8	10,2
<b>P/B</b>	2,0	1,5	1,4	1,3
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,8 %	0,0 %	4,0 %	5,0 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	neg.	>100	12,1	8,3
<b>EV/EBITDA</b>	35,1	13,2	6,5	5,6
<b>EV/Liikevaihto</b>	2,5	2,0	1,5	1,3

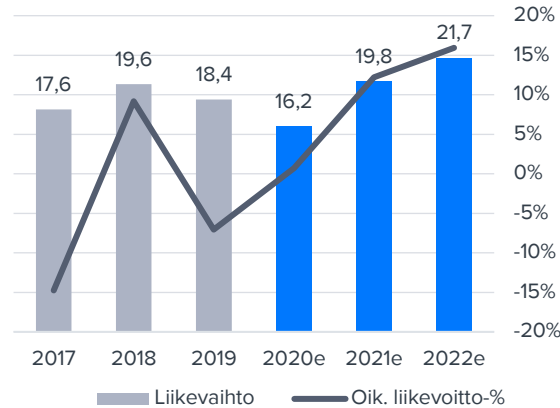
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



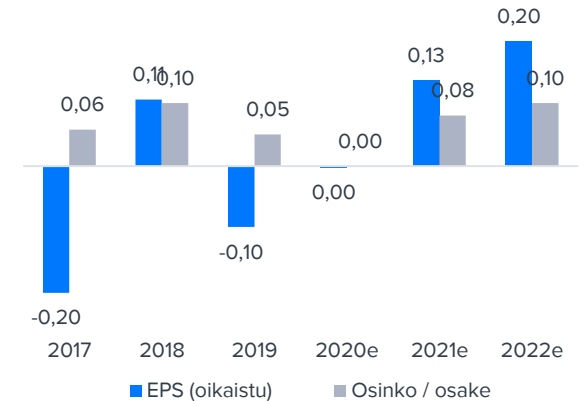
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

### Arvoajurit

- Jatkuvien tuottojen kasvu
- Tuotekohtaisten kannattavuuksien parantuminen
- Asiakaskohtaisten kannattavuuksien parantuminen
- Kulusäästöt
- Yritysjärjestelyt

### Riskitekijät

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

### Arvostus

- Toteutuneella tuloksella osake on kallis suhteellisesti sekä absoluuttisesti
- Tulostason pitää parantua selvästi jotta osakkeessa olisi nousuvaraa
- Huolet vakavaraisuudesta nostavat osakkeen riskitasoa
- Osakkeelle vaikea löytää tukitasoja matalan osingon ja vaisun track-recordin myötä

MCAP  
**28**  
MEUR

EV  
**33**  
MEUR

EV/EBIT  
**11,9**  
2021e

P/E (oik.)  
**14,8**  
2021e

# Ennustemuutokset

## Ennusteita leikattu

Kuluvan vuoden tulosennusteemme ovat laskeneet voimakkaasti markkinaromahduksen myötä. Liikevaihtoennusteemme on laskenut 17 %:lla 16,2 MEUR:oon. Sijoittajien on tärkeä huomioida, että EAB teki jo 2019 aikana merkittäviä kulusäästöjä ja nämä näkyvät numeroissa täysimääräisesti vasta kuluvana vuonna. Kulusäästöistä huolimatta odotamme yhtiön H1-tuloksen jäävän lievästi tappiolliseksi, mutta nousevan H2:lla takaisin pienelle plussalle, kun pääomarahastojen (etenkin Kiinteistökehitys 2) ylösajo etenee ja kulusäästöt tulevat täysimääräisesti läpi. Kokonaisuutena odotamme kuluvalta vuodelta nollatulosta. Olemme myös leikanneet osinkoennusteemme nolnaan, sillä kiristyneen vakavaraisuusaseman myötä yhtiön osingonjakokyky on heikko.

Ensi vuoden osalta olemme laskeneet tulosennustettamme 26 %:lla 2,4 MEUR:oon. Odotamme yhtiöltä edelleen selkeää tulosparannusta pääomarahastojen ylösajon etenemisen sekä kulusäästöjen seurauksena. Huomautamme kuitenkin, että tulosparannus vaatii taakseen markkinatilanteen piristymistä.

Huomautamme, että vuoden 2021 kannattavuusennusteemme ovat edelleen merkittävästi alle sektorin keskiarvon. Yhtiön kannattavuudessa olisikin merkittävästi ennusteitamme suurempaa potentiaalia, mikäli yhtiön strategia etenisi ja markkinatilanne tarjoaisi vetoapua.

## Vakavaraisuus herättää huolia

EAB:n konsernin konsolidointiryhmän vakavaraisuus (CET1) oli vuoden 2019 lopussa 12,8 % eli 4,8 %-yksikköä yli regulaattorin vaatiman

minimivaatimuksen. Omien varojen ylijäämä oli vuodenvaihteessa käsityksemme mukaan 2-2,5 MEUR:n välillä. Tammi-helmikuussa yhtiö on todennäköisesti ollut voitollinen suotuisan markkinan ja viime vuotisten kulusäästöjen ansiosta. Maaliskuussa tulos on kuitenkin suurella todennäköisyydellä painumassa miinukselle AUM:n romahduksen sekä passivoituvien asiakkaiden johdosta. Kulusäästöt ja IT-investointien lykkäykset helpottavat jonkin verran painetta vakavaraisuudessa, mutta puskuri on edelleen ikävän ohut nykyiseen erittäin hankalaan markkinatilanteeseen.

Yhtiö hakee yhtiökokoukselta valtuutusta jakaa 0,05e pääoman palautus hallituksen valitsemana ajankohtana. Kiristynyt vakavaraisuusasema huomioiden emme yllätyisi jos ehdotus vedettäisi pois tai jätettäisi käyttämättä.

Ennustemuutokset	2019	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Toteuma	Ennuste	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	19,6	16,2	-17 %	22,5	19,8	-12 %	23,8	21,7	-9 %
Käyttökate	4,0	2,5	-38 %	5,5	4,5	-18 %	5,5	5,1	-7 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,6	0,1	-93 %	3,3	2,4	-26 %	3,7	3,5	-8 %
Liikevoitto	1,6	0,1	-93 %	3,3	2,4	-26 %	3,7	3,5	-8 %
Tulos ennen veroja	1,5	0,0	-102 %	3,2	2,3	-27 %	3,7	3,4	-8 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,08	0,00	-102 %	0,18	0,13	-27 %	0,22	0,20	-8 %
Osakekohtainen osinko	0,05	0,00	-100 %	0,10	0,08	-20 %	0,12	0,10	-17 %

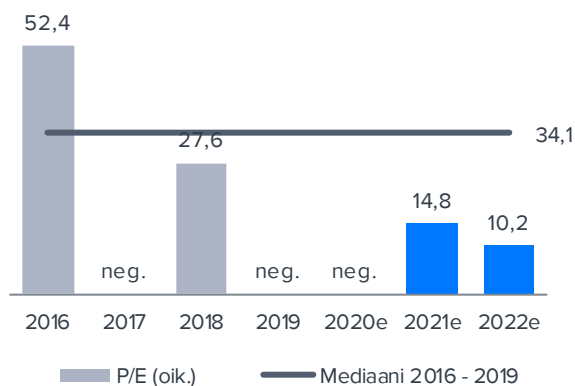
Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

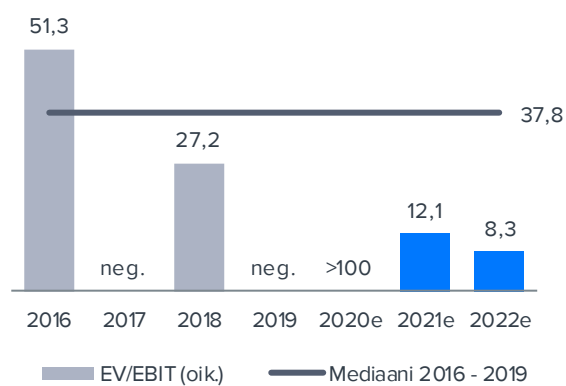
Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	4,87	3,35	4,23	2,90	2,78	2,00	2,00	2,00	2,00
Osakemäärä, milj. kpl	8,59	9,71	11,6	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8
Markkina-arvo	47	34	54	40	38	28	28	28	28
Yritysarvo (EV)	44	35	58	49	46	33	29	29	28
P/E (oik.)	34,1	52,4	neg.	27,6	neg.	neg.	14,8	10,2	9,8
P/E	34,1	54,9	neg.	27,6	neg.	neg.	14,8	10,2	9,8
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	neg.	11,1	12,1	7,0	16,4	13,7
P/B	4,1	2,7	3,1	1,8	2,0	1,5	1,4	1,3	1,2
P/S	3,2	2,0	3,1	2,0	2,1	1,7	1,4	1,3	1,2
EV/Liikevaihto	3,0	2,1	3,3	2,5	2,5	2,0	1,5	1,3	1,2
EV/EBITDA (oik.)	27,2	27,6	neg.	12,0	35,1	13,2	6,5	5,6	5,3
EV/EBIT (oik.)	37,8	51,3	neg.	27,2	neg.	>100	12,1	8,3	7,9
Osinko/tulos (%)	60,8 %	127,2 %	neg.	95,2 %	neg.	0,0 %	59,3 %	50,8 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	1,6 %	2,2 %	1,4 %	3,4 %	1,8 %	0,0 %	4,0 %	5,0 %	6,1 %

Lähde: Iderecs

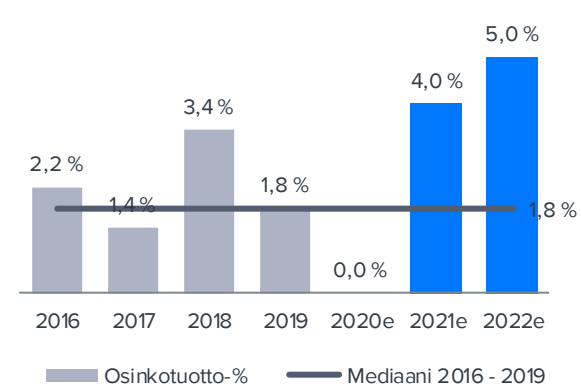
P/E (oik.)



EV/EBIT



Osinkotuotto-%



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
Taaleri	6,10	177	251	9,3	9,4	8,5	8,5	3,1	3,1	8,4	8,5	5,8	6,2	1,2
eQ	9,60	385	375	10,5	10,3	10,2	10,1	5,7	5,6	13,5	13,5	7,6	7,5	5,5
United Bankers	6,95	70	72	8,0	7,2	7,2	6,0	2,1	1,9	10,2	8,8	8,3	9,0	1,8
CapMan	1,49	243	249	7,6	6,5	7,3	6,3	4,4	4,0	9,0	8,0	9,2	10,0	1,8
Titanium	7,98	81	65	6,5	5,9	5,4	5,0	3,1	2,8	8,7	7,7	9,8	10,4	3,6
Evi	7,28	63								10,4	8,5	9,6	11,3	2,1
Aktia	6,80	493	3034	41,5	37,3			14,0	13,5	10,0	7,9	8,0	8,7	0,8
AGF Management	3,44	171	256	6,7	7,1	3,8	3,8	1,0	1,0	6,3	6,1	9,4	9,7	0,3
GAM Holding	1,37	214	4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	13,6	5,7	7,1	7,1	0,3
Wisdom Tree Investments	2,04	292	491	8,3	7,8	8,5	7,4	1,9	1,9	9,4	8,2	6,4	6,3	0,8
River and Mercantile Group	194,50	179	154	7,8	6,4	8,8	7,1	2,0	1,7	13,4	11,7	6,1	7,0	2,7
<b>EAB Group (Inderes)</b>	<b>2,00</b>	<b>28</b>	<b>33</b>	<b>286,4</b>	<b>12,1</b>	<b>13,2</b>	<b>6,5</b>	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>	<b>-1095,3</b>	<b>14,8</b>	<b>0,0</b>	<b>4,0</b>	<b>1,5</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>10,7</b>	<b>9,8</b>	<b>6,7</b>	<b>6,0</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>	<b>10,3</b>	<b>8,6</b>	<b>7,9</b>	<b>8,5</b>	<b>1,9</b>
<b>Mediaani</b>				<b>7,9</b>	<b>7,2</b>	<b>7,3</b>	<b>6,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>10,0</b>	<b>8,2</b>	<b>8,0</b>	<b>8,7</b>	<b>1,8</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>3506 %</b>	<b>69 %</b>	<b>82 %</b>	<b>3 %</b>	<b>-21 %</b>	<b>-37 %</b>	<b>#####</b>	<b>82 %</b>	<b>-100 %</b>	<b>-54 %</b>	<b>-15 %</b>

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	H1'20e	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	<b>9,8</b>	<b>9,8</b>	<b>19,6</b>	<b>9,3</b>	<b>9,0</b>	<b>18,4</b>	<b>7,5</b>	<b>8,7</b>	<b>16,2</b>	<b>19,8</b>	<b>21,7</b>	<b>23,1</b>
Konserni	9,8	9,8	19,6	9,3	9,0	18,4	7,5	8,7	16,2	19,8	21,7	23,1
<b>Käyttökate</b>	<b>2,6</b>	<b>1,5</b>	<b>4,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,7</b>	<b>2,5</b>	<b>4,5</b>	<b>5,1</b>	<b>5,4</b>
Poistot ja arvonalennukset	-1,1	-1,2	-2,3	-1,3	-1,3	-2,6	-1,2	-1,2	-2,4	-2,1	-1,7	-1,8
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>1,5</b>	<b>0,3</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>2,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>1,5</b>	<b>0,3</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>2,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>
Konserni	1,5	0,3	1,8	-0,8	-0,5	-1,3	-0,4	0,5	0,1	2,4	3,5	3,6
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>1,4</b>	<b>0,2</b>	<b>1,6</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>2,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>
Verot	-0,1	0,0	-0,1	0,14	0,10	0,2	0,1	-0,1	0,0	-0,5	-0,7	-0,7
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
<b>Nettotulos</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,09</b>	<b>0,01</b>	<b>0,11</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,03</b>	<b>0,00</b>	<b>0,13</b>	<b>0,20</b>	<b>0,20</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,09</b>	<b>0,01</b>	<b>0,11</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,03</b>	<b>0,00</b>	<b>0,13</b>	<b>0,20</b>	<b>0,20</b>

Tunnusluvut	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20e	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	4,9 %	18,6 %	11,4 %	-4,3 %	-8,1 %	-6,2 %	-19,7 %	-3,4 %	-11,7 %	22,1 %	9,4 %	6,7 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	400,0 %	-110,3 %	-169,2 %	-156,0 %	-253,3 %	-172,2 %	-52,4 %	-212,2 %	-108,9 %	1987,2 %	42,6 %	3,2 %
<b>Käyttökate-%</b>	26,6 %	15,2 %	20,9 %	4,9 %	9,3 %	7,1 %	10,7 %	19,7 %	15,5 %	22,7 %	23,7 %	23,2 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	15,4 %	3,0 %	9,2 %	-9,0 %	-5,1 %	-7,1 %	-5,3 %	5,9 %	0,7 %	12,2 %	15,9 %	15,4 %
<b>Nettotulos-%</b>	13,3 %	1,6 %	7,4 %	-8,7 %	-5,7 %	-7,2 %	-5,0 %	4,0 %	-0,2 %	9,4 %	12,6 %	12,2 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>22,1</b>	<b>22,5</b>	<b>21,6</b>	<b>20,9</b>	<b>21,5</b>
Liikearvo	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1
Aineettomat hyödykkeet	4,3	4,5	3,9	4,0	4,4
Käyttöomaisuus	3,2	3,0	2,7	2,5	2,7
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	2,9	2,5	2,5
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>14,3</b>	<b>12,8</b>	<b>11,4</b>	<b>10,9</b>	<b>11,9</b>
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	10,5	9,9	10,8
Likvidit varat	1,1	0,5	0,8	1,0	1,1
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>36,4</b>	<b>35,3</b>	<b>32,9</b>	<b>31,8</b>	<b>33,4</b>

Lähde: Inderes

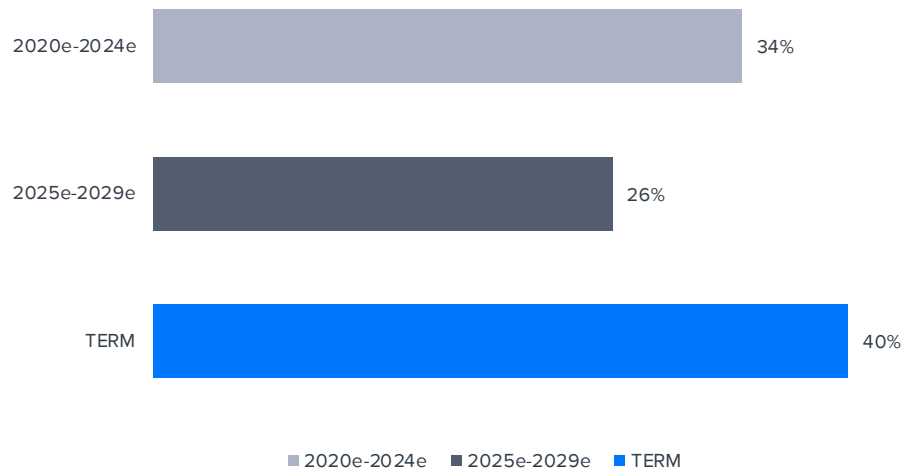
Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Oma pääoma</b>	<b>22,1</b>	<b>19,3</b>	<b>18,6</b>	<b>20,4</b>	<b>22,1</b>
Osakepääoma	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Kertyneet voittovarot	-1,0	-2,4	-3,1	-1,2	0,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	22,3	20,9	20,9	20,9	20,9
Vähemmistöosuus	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>11,2</b>	<b>12,3</b>	<b>11,1</b>	<b>7,4</b>	<b>7,0</b>
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	6,2	2,5	2,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	1,1	4,7	4,7	4,7	4,7
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>3,1</b>	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,1	3,7	3,2	4,0	4,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>36,4</b>	<b>35,3</b>	<b>32,9</b>	<b>31,8</b>	<b>33,4</b>



# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,1</b>	<b>2,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>	
+ Kokonaispoistot	2,6	2,4	2,1	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1	2,2	2,2	2,3	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	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	1,3	1,4	-0,6	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	4,6	-0,1	-0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>2,8</b>	<b>3,8</b>	<b>5,8</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>9,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	
+ 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	-1,5	-1,9	-2,2	-2,2	-2,3	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,3	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>3,5</b>	<b>2,3</b>	<b>3,9</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>7,1</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	
+/- 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	2,3	3,9	1,7	2,0	2,2	2,1	2,2	7,1	2,6	2,8	31,5
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>2,1</b>	<b>3,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>3,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>10,9</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		27,3	25,2	21,9	20,7	19,3	18,0	16,9	15,9	12,8	11,8	10,9
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>27,3</b>										
- Korolliset velat		-7,4										
+ Rahavarat		0,5										
-Vähemmistöosuus		-0,1										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>20,2</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>1,46</b>										

## Rahavirran jakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (wacc)

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

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	17,6	19,6	18,4	<b>16,2</b>	<b>19,8</b>	EPS (raportoitu)	-0,20	0,11	-0,10	<b>0,00</b>	<b>0,13</b>
Käyttökate	-0,7	4,1	1,3	<b>2,5</b>	<b>4,5</b>	EPS (oikaistu)	-0,20	0,11	-0,10	<b>0,00</b>	<b>0,13</b>
Liikevoitto	-2,6	1,8	-1,3	<b>0,1</b>	<b>2,4</b>	Operat. kassavirta / osake	-0,18	0,00	0,20	<b>0,27</b>	<b>0,42</b>
Voitto ennen veroja	-2,7	1,6	-1,6	<b>0,0</b>	<b>2,3</b>	Vapaa kassavirta / osake	-0,92	-0,54	0,25	<b>0,16</b>	<b>0,29</b>
Nettovoitto	-2,3	1,5	-1,3	<b>0,0</b>	<b>1,9</b>	Omapääoma / osake	1,52	1,59	1,39	<b>1,34</b>	<b>1,47</b>
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,06	0,10	0,05	<b>0,00</b>	<b>0,08</b>
<b>Tase</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Taseen loppusumma	31,5	36,4	35,3	<b>32,9</b>	<b>31,8</b>	Liikevaihdon kasvu-%	3 %	11 %	-6 %	<b>-12 %</b>	<b>22 %</b>
Oma pääoma	17,8	22,1	19,3	<b>18,6</b>	<b>20,4</b>	Käyttökateen kasvu-%	-155 %	-686 %	-68 %	<b>94 %</b>	<b>79 %</b>
Liikearvo	9,0	9,1	9,1	<b>9,1</b>	<b>9,1</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	-477 %	-169 %	-172 %	<b>-109 %</b>	<b>1987 %</b>
Nettovelat	3,8	8,7	6,9	<b>5,4</b>	<b>1,5</b>	EPS oik. kasvu-%	-413 %	-153 %	-191 %	<b>-98 %</b>	<b>-7491 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	Käyttökate-%	-4,0 %	20,9 %	7,1 %	<b>15,5 %</b>	<b>22,7 %</b>
Käyttökate	-0,7	4,1	1,3	<b>2,5</b>	<b>4,5</b>	Oik. Liikevoitto-%	-14,8 %	9,2 %	-7,1 %	<b>0,7 %</b>	<b>12,2 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,2	-4,0	1,5	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	Liikevoitto-%	-14,8 %	9,2 %	-7,1 %	<b>0,7 %</b>	<b>12,2 %</b>
Operatiivinen kassavirta	-2,1	0,1	2,8	<b>3,8</b>	<b>5,8</b>	ROE-%	-15,5 %	7,3 %	-6,5 %	<b>-0,1 %</b>	<b>9,6 %</b>
Investoinnit	-7,7	-4,6	-2,9	<b>-1,5</b>	<b>-1,9</b>	ROI-%	-13,7 %	6,5 %	-4,4 %	<b>0,5 %</b>	<b>10,1 %</b>
Vapaa kassavirta	-10,7	-7,4	3,5	<b>2,3</b>	<b>3,9</b>	Omavaraisuusaste	56,4 %	60,8 %	54,7 %	<b>56,4 %</b>	<b>64,2 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	21,4 %	39,3 %	35,8 %	<b>29,2 %</b>	<b>7,5 %</b>
<b>Suurimmat omistajat</b>	<b>%-osakkeista</b>					<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
BNP Paribas	17,6 %					EV/Liikevaihto	3,3	2,5	2,5	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>
Kari Juurakko	15,8 %					EV/EBITDA (oik.)	neg.	12,0	35,1	<b>13,2</b>	<b>6,5</b>
UMO Invest Oy	10,0 %					EV/EBIT (oik.)	neg.	27,2	neg.	<b>&gt;100</b>	<b>12,1</b>
Janne Nieminen	8,0 %					P/E (oik.)	neg.	27,6	neg.	<b>neg.</b>	<b>14,8</b>
Jouni Kaaria	7,7 %					P/B	3,1	1,8	2,0	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>
Daniel Pasternack	7,2 %					Osinkotuotto-%	1,4 %	3,4 %	1,8 %	<b>0,0 %</b>	<b>4,0 %</b>

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden 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 €
20/02/2018	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 €
20/03/2020	Myy	1,50 €	2,00€



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysia 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 analyysia osoitteessa [www.inderes.fi](http://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.**