

EAB Group

Yhtiöraportti

24.4.2022 20:35



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



Kasper Mellas
+358 45 6717 150
kasper.mellas@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Järjestely on EAB:n omistajille erinomainen

Evli ja EAB julkaisivat meidät yllättäneet aikeensa fuusioitua järjestelyssä, jossa EAB sulautuu osaksi Evliä. EAB:n omistajien näkökulmasta järjestely on mielestämme houkutteleva, emmekä usko sen läpimenoon liittyvän olennaista riskiä. Näkemyksemme mukaan EAB:n osakkeen käypä arvo on sulautumisvastike ja Evlin nykykurssi huomioiden 3,5 euroa. Osake onkin mielestämme oikein hinnoiteltu. Olemmekin säilyttäneet vähennäsuosituksemme ja nostaneet tavoitehintamme 3,5 euroon (aik. 3,0 euroa). Olemme julkaisseet yhtiöpäivityksen myös Evlin näkökulmasta, ja päivitys on luettavissa [täällä](#).

Evli istuu järjestelyssä kuskin paikalla

Evlin ja EAB kertoivat perjantaina aikeistaan fuusioitua. Evlin omistajat saavat uudesta yhtiöstä noin 91 % ja EAB:n noin 9 %. Uusi yhtiö jatkaa Evlin nimellä ja hallitus sekä toimitusjohtaja tulevat Evliltä. Vaikka kyseessä onkin teknisesti fuusio, niin käytännössä Evli kuitenkin ostaa EAB:n liiketoiminnot. Uuden yhtiön liikevaihto olisi kummankin yhtiön 2021 luvut huomioiden noin 138 MEUR ja liikevoitto noin 59 MEUR (taulukko sivulla 4). Hallinnoitavia asiakasvaroja (AUM) yhtiöllä olisi noin 20 miljardia. Järjestely on tarkoitus saada maaliin lokakuussa eikä sen toteutumiseen ei liity näkemyksemme mukaan juurikaan epävarmuutta, sillä molempien yhtiöiden omistajista yli 80 % on hyväksynyt järjestelyyn. Evli antaa fuusiossa sulautumisvastikkeena EAB:n omistajille 10 % Evlin nykyistä osakemäärää vastaavan määrän uusia B-sarjan osakkeitaan sekä 3 MEUR:n käteisvastikkeen. Lisäksi EAB saa jakaa enintään 2,35 MEUR lisäosion ennen fuusiota, ja oletamme yhtiön käyttävän mahdollisuuden täysimääräisesti.

EAB:n omistajat saavat yhtiöstä hyvän hinnan

Evli maksaa EAB:stä verrattain kovan hinnan, sillä 2021 tuloksella ja perjantain päätöskursseilla laskettuna EAB:n P/E-kerroin on noin 23x ja 2022 tuloksella noin 16x. Suuren kiinteän kulumassan sekä pienen kokonsa vuoksi EAB:n keskeisenä haasteena on ollut keskeisiä verrokkejaan matalampi kannattavuus, ja yhtiön kehityksen kannalta seuraavaan kokoluokkaan pääseminen on avainasemassa. Pidämme kuitenkin epätodennäköisenä, että erillisenä yhtiönä EAB:n tuloskasvu ja sen myötä osakekurssin arvostustason nousu olisi realisoitunut nyt julkaistua järjestelyä vastaavalle tasolle lyhyellä aikavälillä. Näin ollen yhtiön omistajat saavat järjestelyssä mielestämme osakkeistaan kelpo korvauksen ja pääsevät lisäksi jatkamaan matkaa selvästi paremmat näkymät omaavan Evlin kyydissä. EAB:n kulutehokkuuteen liittyviä haasteita olemme avanneet tarkemmin laajassa raportissamme (luettavissa [täällä](#)).

EAB:n osakkeen hinnoittelu on järkevällä tasolla

EAB:n osakekannan arvo on järjestelyyn toteutuessa sidottu vastikkeena saataviin Evlin uusiin osakkeisiin (noin 2,4 miljoonaa kappaletta), 3 MEUR:n käteisvastikkeeseen sekä 2,35 MEUR:n ennen fuusiota maksettavaan lisäosinkoon. Näin ollen EAB:n markkina-arvoksi saadaan Evlin nykykurssilla noin 50 MEUR ja osakekohtaiseksi arvoksi 3,6 euroa. Tämä ei kuitenkaan huomioi järjestelyyn läpimenoon liittyvää riskiä, joka on mielestämme pieni, mutta joka tapauksessa yhtiön osakkeen käypään arvoon maltillisen negatiivisesti vaikuttava. Kääntäen voidaankin laskea, että yhtiöiden perjantain päätöskurssein markkina arvioi järjestelyyn epäonnistumisen todennäköisyydeksi noin 4 %, mitä pidämme kokoluokaltaan järkevänä oletuksena. Myös Evlin osake hinnoitellaan tällä hetkellä lähelle käypään arvoon perustuvaa tavoitehintaamme (20,0 euroa osakkeelta), mikä osaltaan puoltaa nykyhinnoittelun järkevyyttä. Näemmekin EAB:n osakkeen olevan oikein hinnoiteltu, ja korkeampi kurssi vaatisi Evlin osakekurssin nousua.

Suositus

Vähennä

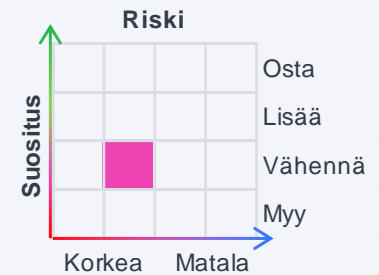
(aik. Vähennä)

3,50 EUR

(aik. 3,00 EUR)

Osakekurssi:

3,48



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	22,2	23,7	27,2	28,9
kasvu-%	19 %	7 %	15 %	6 %
EBIT oik.	2,9	4,1	5,8	5,9
EBIT-% oik.	13,1 %	17,3 %	21,3 %	20,3 %
Nettotulos	2,1	3,1	4,6	4,6
EPS (oik.)	0,15	0,22	0,33	0,33
P/E (oik.)	20,1	15,7	10,6	10,5
P/B	2,1	2,2	2,0	1,8
Osinkotuotto-%	3,6 %	4,3 %	4,6 %	4,9 %
EV/EBIT (oik.)	15,3	11,8	8,1	7,7
EV/EBITDA	8,2	7,5	6,0	5,7
EV/Liikevaihto	2,0	2,0	1,7	1,6

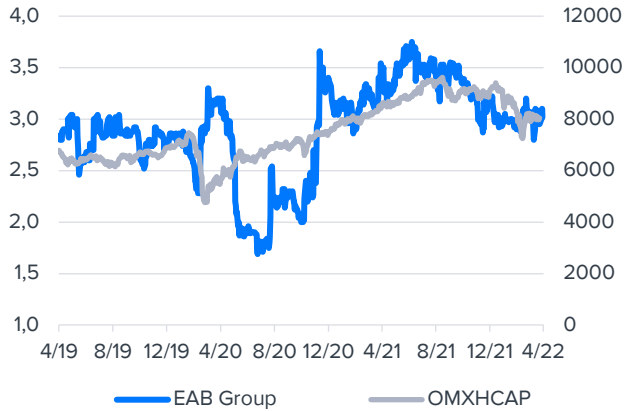
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

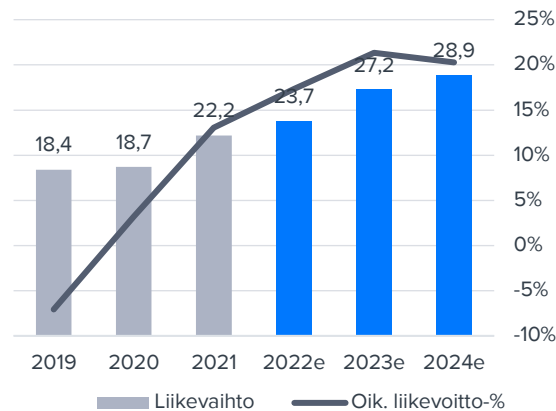
Koko vuoden 2022 nettotuloksen ennakkoidaan olevan selvästi positiivinen, mikäli markkinatilanne säilyy suotuisana.

Osakekurssi



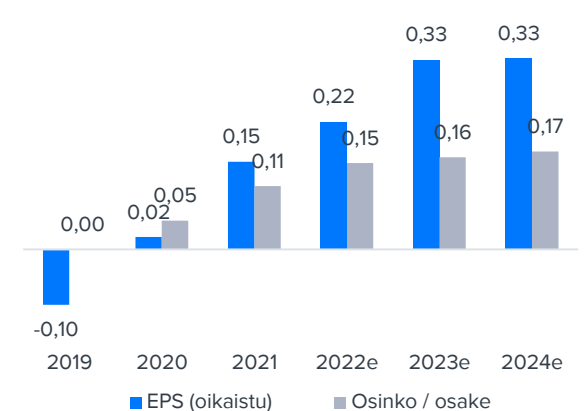
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Markkinatilanteen kestävyys
- Palkkiotason eroosio
- Kulutason pitävyys
- Vakavaraisuus
- Heikko track-record
- Fuusion mahdollinen kariutuminen

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	3,48	3,48	3,48
Osakemäärä, milj. kpl	13,9	13,9	14,0
Markkina-arvo	48	48	48
Yritysarvo (EV)	48	47	45
P/E (oik.)	15,7	10,6	10,5
P/E	15,7	10,6	10,5
P/Kassavirta	11,9	13,6	12,0
P/B	2,2	2,0	1,8
P/S	2,0	1,8	1,7
EV/Liikevaihto	2,0	1,7	1,6
EV/EBITDA (oik.)	7,5	6,0	5,7
EV/EBIT (oik.)	11,8	8,1	7,7
Osinko/tulos (%)	67,7 %	48,6 %	51,2 %
Osinkotuotto-%	4,3 %	4,6 %	4,9 %

Lähde: Inderes

Järjestelyn kuvaus



Sulautumisvastike koostuu:

- ~2,4 miljoonasta Evlin uudesta B-sarjan osakkeesta
- 3,0 MEUR:n EAB:n omistajille maksettavasta käteisvastikkeesta
- 2,35 MEUR:n osingosta, jonka EAB maksaa omistajilleen ennen fuusiota



EAB:n osakkeenomistajat

- Järjestelyn toteutuessa omistusosuus Evlistä ~9 % ja äänistä ~1 % Evlin äänivaltaisemmat A-sarjan osakkeet huomioiden

*Perjantain 22.4.2022 päätöskurssilla

**Ei sisällä EAB:n omistajille maksettavaa ylimääräistä osinkoa

Yhtiöt julkaisivat tiedotteen yhteydessä alustavat tilintarkastamattomat IFRS-standardien mukaiset pro-forma luvut, joiden tarkoituksena on havainnollistaa Uuden Yhtiön lukuja vuodelta 2021, mikäli järjestely olisi toteutettu vuoden 2020 lopussa. Luvut on esitetty alla olevassa taulukossa sellaisina, kuin ne tiedotteessa on annettu.

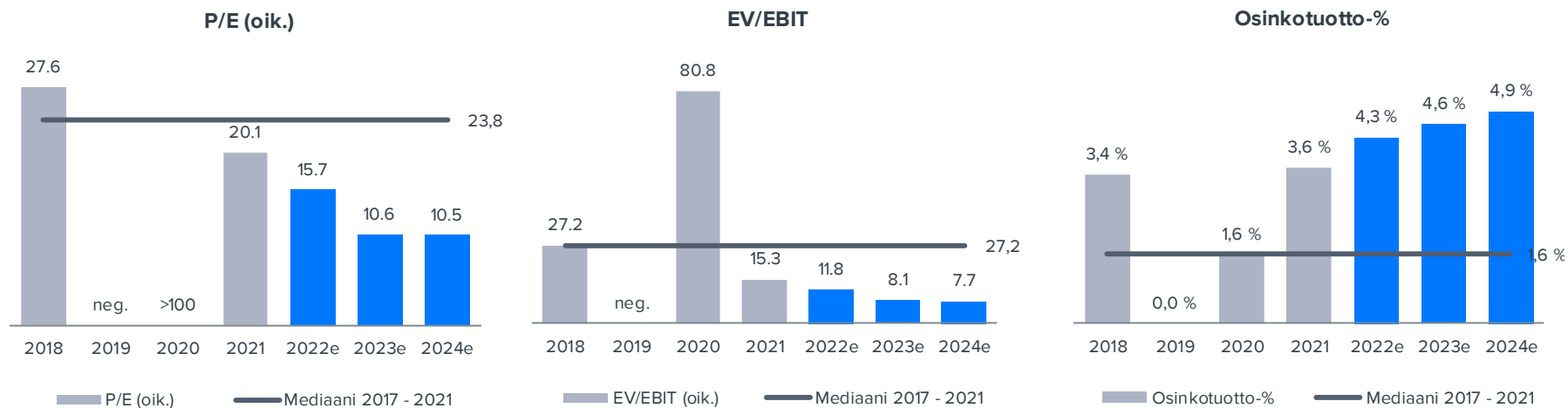
Uuden yhtiön alustavat pro-forma luvut	Evli*	EAB	Uusi Yhtiö
Liiketoiminnan tuotot (MEUR)	116,2	22,2	138,4
Liikevoitto (MEUR)	56,5	2,9	59,4
Hallinnoitava varallisuus (mrd. euroa)	17,5	2,5	20,0
Työntekijät	244	89	333

*Evlin Pankin 2.4.2022 toteutetun jakautumisen seurauksena Evlin osalta esitetty yhtiön antamat carve-out perusteiset luvut ilman pankkiliiketoimintaa

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	4,23	2,90	2,78	3,14	3,05	3,48	3,48	3,48	3,48
Osakemäärä, milj. kpl	11,6	13,8	13,8	13,8	13,8	13,9	13,9	14,0	14,0
Markkina-arvo	54	40	38	43	42	48	48	48	48
Yritysarvo (EV)	58	49	46	48	45	48	47	45	44
P/E (oik.)	neg.	27,6	neg.	>100	20,1	15,7	10,6	10,5	12,1
P/E	neg.	27,6	neg.	>100	20,1	15,7	10,6	10,5	12,1
P/Kassavirta	neg.	neg.	11,1	14,4	10,9	11,9	13,6	12,0	13,5
P/B	3,1	1,8	2,0	2,3	2,1	2,2	2,0	1,8	1,7
P/S	3,1	2,0	2,1	2,3	1,9	2,0	1,8	1,7	1,6
EV/Liikevaihto	3,3	2,5	2,5	2,6	2,0	2,0	1,7	1,6	1,5
EV/EBITDA (oik.)	neg.	12,0	35,1	14,7	8,2	7,5	6,0	5,7	6,1
EV/EBIT (oik.)	neg.	27,2	neg.	80,8	15,3	11,8	8,1	7,7	8,7
Osinko/tulos (%)	neg.	95,2 %	0,0 %	230,7 %	72,3 %	67,7 %	48,6 %	51,2 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	1,4 %	3,4 %	0,0 %	1,6 %	3,6 %	4,3 %	4,6 %	4,9 %	5,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Taaleri	10,72	309	253	15,8	6,8	15,0	6,6	4,9	3,5	26,6	11,7	8,6	8,8	1,5
eQ	23,10	927	870	17,8	15,2	17,4	15,0	10,5	9,1	23,8	20,5	4,4	5,1	11,7
United Bankers	13,50	144	131	10,4	8,2	9,0	7,3	3,0	2,6	15,2	12,6	5,9	6,3	3,2
CapMan	2,51	394	422	11,8	9,9	11,8	9,6	5,6	5,5	16,4	12,8	6,4	6,8	3,2
Titanium	13,80	142	122	7,1	6,4	6,9	6,2	4,3	3,8	10,3	9,4	8,2	9,0	5,4
Evli	18,60	450	410	10,9	10,4	9,7	9,4	4,2	4,3	16,5	15,1	12,6	9,0	5,3
Aktia	10,02	722				7,9	7,2			9,9	9,0	6,0	7,0	0,9
Alexandria	8,44	84	68	7,4	6,4	5,9	5,2	1,5	1,4	12,7	11,5	7,6	8,3	2,9
EAB Group (Inderes)	3,48	48	48	11,8	8,1	7,5	6,0	2,0	1,7	15,7	10,6	4,3	4,6	2,2
Keskiarvo				11,6	9,0	18,8	17,6	4,9	4,3	15,9	12,6	6,9	7,0	3,9
Mediaani				10,9	8,2	9,7	7,3	4,3	3,8	15,2	11,7	6,4	7,0	3,2
Erotus-% vrt. mediaani				8%	-2%	-22%	-17%	-53%	-55%	3%	-10%	-33%	-34%	-30%

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22e	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	8,7	10,0	18,7	10,5	11,7	22,2	11,4	12,3	23,7	27,2	28,9	29,7
Konserni	8,7	10,0	18,7	10,5	11,7	22,2	11,4	12,3	23,7	27,2	28,9	29,7
Käyttökate	0,6	2,7	3,3	2,4	3,0	5,4	2,9	3,5	6,4	7,8	7,9	7,2
Poistot ja arvonalennukset	-1,4	-1,3	-2,7	-1,3	-1,2	-2,5	-1,2	-1,1	-2,3	-2,0	-2,1	-2,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,8	1,4	0,6	1,1	1,8	2,9	1,7	2,4	4,1	5,8	5,9	5,1
Liikevoitto	-0,8	1,4	0,6	1,1	1,8	2,9	1,7	2,4	4,1	5,8	5,9	5,1
Konserni	-0,8	1,4	0,6	1,1	1,8	2,9	1,7	2,4	4,1	5,8	5,9	5,1
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	-1,0	1,3	0,3	1,0	1,6	2,6	1,6	2,3	3,9	5,8	5,8	5,1
Verot	0,2	-0,2	0,0	-0,16	-0,34	-0,5	-0,3	-0,5	-0,8	-1,2	-1,2	-1,0
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	-0,8	1,1	0,3	0,8	1,3	2,1	1,3	1,8	3,1	4,6	4,6	4,0
EPS (oikaistu)	-0,06	0,08	0,02	0,06	0,09	0,15	0,09	0,13	0,22	0,33	0,33	0,29
EPS (raportoitu)	-0,06	0,08	0,02	0,06	0,09	0,15	0,09	0,13	0,22	0,33	0,33	0,29
Tunnusluvut	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22e	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	-6,9 %	10,6 %	1,7 %	20,7 %	17,0 %	18,7 %	8,4 %	5,5 %	6,9 %	14,8 %	6,0 %	2,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-4,8 %	-404,3 %	-146,2 %	-242,5 %	25,7 %	383,3 %	52,0 %	35,2 %	41,8 %	41,3 %	0,7 %	-13,4 %
Käyttökate-%	6,9 %	27,0 %	17,6 %	23,2 %	25,3 %	24,3 %	25,8 %	28,2 %	27,0 %	28,7 %	27,4 %	24,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	-9,2 %	14,0 %	3,2 %	10,9 %	15,0 %	13,1 %	15,2 %	19,3 %	17,3 %	21,3 %	20,3 %	17,1 %
Nettotulos-%	-9,2 %	11,0 %	1,6 %	7,7 %	11,0 %	9,5 %	11,0 %	14,7 %	12,9 %	16,8 %	16,1 %	13,6 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	21,7	21,1	20,0	20,2	20,4
Liikearvo	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1
Aineettomat hyödykkeet	3,8	3,3	3,2	3,3	3,3
Käyttöomaisuus	2,7	2,5	2,5	2,6	2,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1,9	2,1	2,1	2,1	2,1
Muut sijoitukset	1,0	1,4	1,4	1,4	1,4
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Laskennalliset verosaamiset	3,1	2,5	1,5	1,5	1,5
Vaihtuvat vastaavat	11,1	12,3	13,1	15,0	16,3
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	10,5	9,9	10,7	12,3	13,0
Likvidit varat	0,6	2,4	2,4	2,7	3,3
Taseen loppusumma	32,8	33,4	33,1	35,2	36,7

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	19,1	20,5	22,1	24,6	27,0
Osakepääoma	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Kertyneet voittovarot	-2,5	-1,1	0,5	3,0	5,4
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	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8
Vähemmistöosuus	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Pitkäaikaiset velat	9,6	8,6	6,3	5,2	4,0
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	5,5	4,6	2,3	1,2	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	3,7	3,8	3,8	3,8	3,8
Lyhytaikaiset velat	4,1	4,3	4,7	5,4	5,8
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	4,1	4,3	4,7	5,4	5,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	32,8	33,4	33,1	35,2	36,7

DCF-laskelma

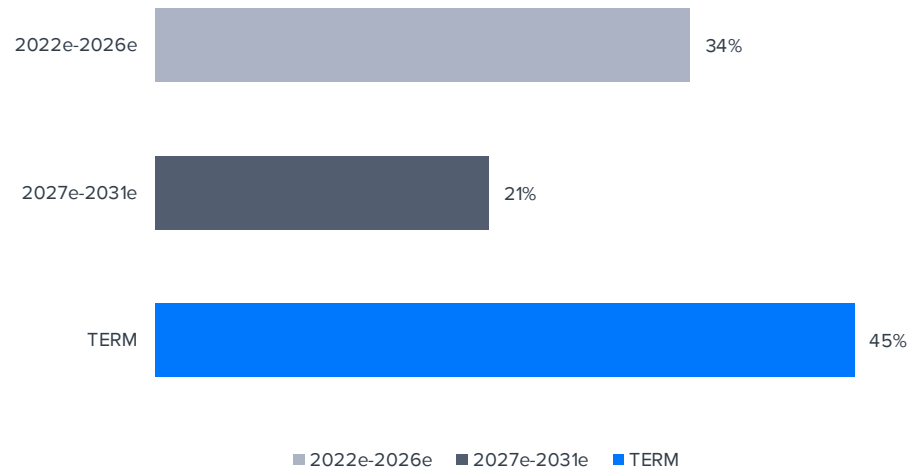
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	2,9	4,1	5,8	5,9	5,1	5,8	5,7	5,5	5,0	5,2	5,3	
+ Kokonaispoistot	2,5	2,3	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	
- Maksetut verot	0,0	0,2	-1,2	-1,2	-1,0	-1,2	-1,2	-1,1	-1,0	-1,1	-1,1	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-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 muutokset	0,8	-0,3	-0,9	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	6,1	6,2	5,7	6,3	6,0	6,6	6,6	6,5	6,1	6,2	6,4	
+ 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	
- Bruttoinvestoinnit	-2,3	-2,2	-2,2	-2,3	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	3,9	4,0	3,5	4,0	3,6	4,2	4,2	4,1	3,7	3,8	3,9	
+/- 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	3,9	4,0	3,5	4,0	3,6	4,2	4,2	4,1	3,7	3,8	3,9	50,8
Diskontattu vapaa kassavirta		3,8	3,0	3,1	2,5	2,7	2,4	2,1	1,7	1,6	1,5	19,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		44,0	40,2	37,2	34,1	31,6	29,0	26,6	24,5	22,7	21,1	19,6
Velaton arvo DCF		44,0										
- Korolliset velat		-4,6										
+ Rahavarat		2,4										
-Vähemmistöosuus		-0,2										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		41,6										
Oman pääoman arvo DCF per osake		3,0										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likvideettipremio	3,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	10,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,3 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	18,4	18,7	22,2	23,7	27,2	EPS (raportoitu)	-0,10	0,02	0,15	0,22	0,33
Käyttökate	1,3	3,3	5,4	6,4	7,8	EPS (oikaistu)	-0,10	0,02	0,15	0,22	0,33
Liikevoitto	-1,3	0,6	2,9	4,1	5,8	Operat. kassavirta / osake	0,20	0,40	0,44	0,45	0,41
Voitto ennen veroja	-1,6	0,3	2,6	3,9	5,8	Vapaa kassavirta / osake	0,25	0,22	0,28	0,29	0,25
Nettovoitto	-1,3	0,3	2,1	3,1	4,6	Omapääoma / osake	1,39	1,37	1,48	1,58	1,76
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,05	0,11	0,15	0,16
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	35,3	32,8	33,4	33,1	35,2	Liikevaihdon kasvu-%	-6 %	2 %	19 %	7 %	15 %
Oma pääoma	19,3	19,1	20,5	22,1	24,6	Käyttökateen kasvu-%	-68 %	154 %	64 %	19 %	22 %
Liikearvo	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	-172 %	-146 %	383 %	42 %	41 %
Nettovelat	6,9	4,9	2,2	-0,1	-1,5	EPS oik. kasvu-%	-191 %	-123 %	602 %	46 %	49 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	7,1 %	17,6 %	24,3 %	27,0 %	28,7 %
Käyttökate	1,3	3,3	5,4	6,4	7,8	Oik. Liikevoitto-%	-7,1 %	3,2 %	13,1 %	17,3 %	21,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,5	2,2	0,8	-0,3	-0,9	Liikevoitto-%	-7,1 %	3,2 %	13,1 %	17,3 %	21,3 %
Operatiivinen kassavirta	2,8	5,5	6,1	6,2	5,7	ROE-%	-6,5 %	1,6 %	10,7 %	14,5 %	19,7 %
Investoinnit	-2,9	-1,5	-2,3	-2,2	-2,2	ROI-%	-4,4 %	2,3 %	11,7 %	16,6 %	23,2 %
Vapaa kassavirta	3,5	3,0	3,9	4,0	3,5	Omavaraisuusaste	54,7 %	58,1 %	61,4 %	66,7 %	69,8 %
						Nettovelkaantumisaste	35,8 %	25,9 %	10,7 %	-0,5 %	-6,3 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	2,5	2,6	2,0	2,0	1,7						
EV/EBITDA (oik.)	35,1	14,7	8,2	7,5	6,0						
EV/EBIT (oik.)	neg.	80,8	15,3	11,8	8,1						
P/E (oik.)	neg.	>100	20,1	15,7	10,6						
P/B	2,0	2,3	2,1	2,2	2,0						
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,6 %	3,6 %	4,3 %	4,6 %						

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 (välttämät 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 suosituksiin 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 Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliketoimintaa.

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 €
14/02/2021	Myy	3,00 €	3,50 €
29/06/2021	Vähennä	3,20 €	3,54 €
09/08/2021	Vähennä	3,20 €	3,42 €
01/11/2021	Vähennä	3,20 €	2,92 €
14/02/2022	Vähennä	3,00 €	3,04 €
25/04/2022	Vähennä	3,50 €	3,48 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme 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 Oyj

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.**