

# EAB Group

## Yhtiöraportti

28.6.2021 22:00



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Tuloskäänte jatkaa realisoitumistaan

Tarkistamme EAB:n tavoitehinnan 3,2 euroon (aik. 3,0e) ja nostamme suosituksemme tasolle vähennä (aik. myy). Yhtiön tulosvaroitusta ei aiheuttanut oleellisia muutoksia ennusteisiimme, mutta se pienentää riskiä tulosparannuksen realisoitumiseen liittyen. Vaikka yhtiö eteneekin nyt vauhdilla oikeaan suuntaan, ei nykyinen arvostustaso tarjoa riittävään houkuttelevaa tuotto-/riskisuhdetta ja jääme odottamaan parempia ostopaikkoja.

## Odotettu ohjeistuksen nosto

EAB antoi maanantaina ennakkotietoja H1-tuloksesta ja nosti samalla koko vuoden ohjeistustaan. Yhtiö kertoi, että H1-tuloksesta on muodostumassa selvästi positiivinen ja myös koko vuoden 2021 nettotuloksen arvioidaan olevan selvästi positiivinen (aiemmin positiivinen). EAB on muun finanssisektorin tavoin hyötynyt pääomamarkkinan vahvasta vedosta. Yhtiön perinteisten rahastojen pääomat kasvaneet H1 aikana voimakkaasti yli 100 MEUR:lla 720 MEUR:oon. Lisäksi yhtiön transaktiopalkkiot tulevat H1:llä olemaan arviomme mukaan hyvällä tasolla strukturoitujen tuotteiden myynnin sekä pääomarahastojen merkintäpalkkioiden johdosta. Uusien pääomarahastojen (Kiinteistökehitys 3 ja Uusiutuva energia) osalta ylösajo on ollut hieman odotuksiamme hitaampaa, mutta käsityksemme mukaan molemmat rahastot käynnistyvät vielä kesäkuun aikana.

## Yhtiön tulos tekee selvän tasokorjauksen

Positiivinen tulosvaroitusta ei ollut meille yllätys ja ennusteemme olivat selvästi ohjeistuksen yläpuolella. Ennustemuutokset ovatkin jääneet varsin pieniksi ja odotamme yhtiön tulokseen huomattavaa tasokorjausta kuluvan ja seuraavan vuoden aikana. Tulosparannuksen ajurina toimii lyhyellä aikavälillä perinteisten rahastojen sekä erilaisten transaktiopalkkioiden kasvu ja tästä syntyvä kulutehokkuuden parannus. 2022 tulosparannuksen vetovastuun siirtyy selvemmin pääomarahastoille, kun Kiinteistökehitys 3 ja Uusiutuvan Energian ylösajot etenevät. 2021 odotamme liikevaihdon kasvavan 16 %:lla ja liikevoiton kohoavan 3,1 MEUR:oon, mikä on kirkkaasti yhtiön pörssihistorian paras. Sijoittajien on hyvä huomioida, että 2021 kannattavuustaso on suhteellisesti edelleen varsin vaatimaton ja mikäli yhtiö saa liiketoimintansa kestäväan kasvuun, tulisi kannattavuuden skaalautua selvästi kasvun mukana. 2022-2023 ennusteemme heijastelevat tätä skaalautumisen mukanaan tuomaa potentiaalia.

## Tarina etenee oikeaan suuntaan, mutta arvostus hiertää edelleen

EAB:n sijoitustarina on parantunut merkittävästi yhtiön onnistuneen tuloskäänteen seurauksena. Osakekurssi on tehnyt täysin oikeutetun tasokorjauksen ja olemme näkemyksessämme olleet liian pessimistisiä yhtiön käänteen kulmakertoimen suhteen. Onnistuneen käänteen myötä yhtiön riskiprofiili on laskenut selvästi ja myös tulevaisuuden potentiaaliin nojaaminen on aiempaa mielekkäämpää toteutuneiden numeroiden tarjotessa konkreettista tukea ennusteille. 2021 vahvalla tulosparannuksella kertoimet (P/E 22x & EV/EBIT 17x) ovat absoluuttisesti ja suhteellisesti korkeita, mutta tulosparannuksen jatkuessa 2022 kertoimet (13x ja 10x) ovat absoluuttisesti ja suhteellisesti neutraaleja. Muistutamme sijoittajia, että 2022 ennusteet vaativat taakseen yhtiöltä nappisuoritusta sekä markkinan säilymistä vahvana. Nykytasolta osaketta ostava sijoittaja luottaakin siihen, että yhtiö on siirtynyt kestävästi kannattavan kasvun uralle. Vaikka yhtiön oma suorittaminen onkin parantunut selvästi, eivät kertoimet tarjoa riittävää nousuvaraa suhteessa sijoittajan kantamaan riskiin ja jääme odottamaan parempia ostopaikkoja.

## Suositus

### Vähennä

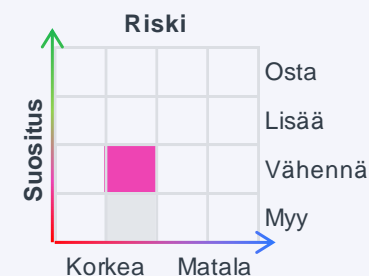
(aik. Myy)

**3,20 EUR**

(aik. 3,00 EUR)

### Osakekurssi:

3,53



## Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	18,7	21,7	24,2	26,1
<b>kasvu-%</b>	2 %	16 %	11 %	8 %
<b>EBIT oik.</b>	0,6	3,1	4,8	5,6
<b>EBIT-% oik.</b>	3,2 %	14,4 %	19,9 %	21,5 %
<b>Nettotulos</b>	0,3	2,3	3,7	4,5
<b>EPS (oik.)</b>	0,02	0,16	0,27	0,32
<b>P/E (oik.)</b>	>100	21,6	13,1	11,0
<b>P/B</b>	2,3	2,4	2,1	1,9
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,6 %	3,1 %	4,2 %	4,5 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	80,8	16,3	10,1	8,3
<b>EV/EBITDA</b>	14,7	9,1	7,0	6,0
<b>EV/Liikevaihto</b>	2,6	2,4	2,0	1,8

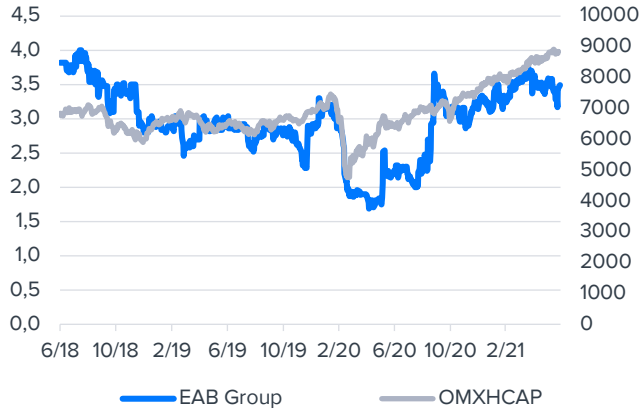
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Noussut)

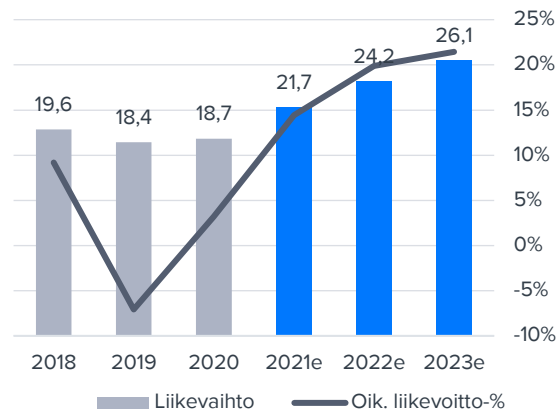
Tammi-kesäkuun 2021 tulos on liiketoiminnan positiivisen kehityksen johdosta muodostumassa selvästi positiiviseksi. Myös koko vuoden 2021 nettotuloksen ennakoidaan olevan selvästi positiivinen (aiemmin positiivinen), mikäli markkinatilanne pysyy ennallaan loppuvuoden aikana.

## Osakekurssi



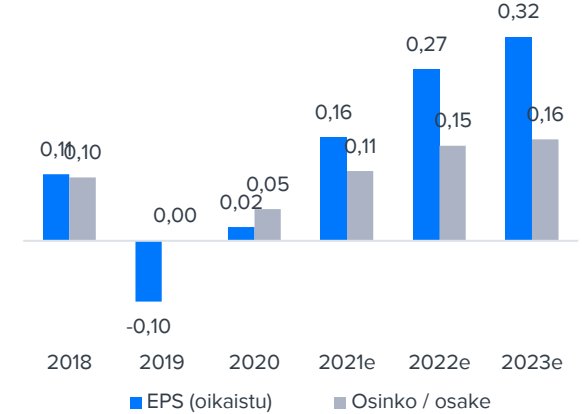
Lähde: Thomson Reuters

## 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
- Kulutason pitävyyys
- Vakavaraisuus
- Heikko track-record

### Arvostus

- Kuluvan vuoden voimakkaasta tulosparannuksesta huolimatta arvostus yli yhtiölle hyväksyvämmä tason
- Edes 2022 erittäin kovalla tuloksella osake ei ole erityisen edullinen
- Yhtiön tuloskehityksen pitää lähivuosina olla ennusteitamme parempaa, jotta kurssinousu nykytasolta perusteltu
- Myös suhteellisesti osakkeessa vaikea nähdä nousuvaraa

MCAP  
**49**  
MEUR

EV  
**51**  
MEUR

EV/EBIT  
**10**  
2022e

P/E (oik.)  
**13**  
2022e

# Ennustemuutokset

## Ennustemuutokset 2021e-2023e

- 2021 Perinteisen rahastojen ennusteita tarkistettu ylöspäin ja Pääomarahastojen ennusteita tarkistettu lievästi alaspäin
- 2022 ennusteet kohonneet Perinteisen varainhoidon korkeammasta AUM:sta johtuen (H1'21 kasvu)
- 2023 ennusteet laskeneet, kun Kiinteistökehitys2-rahaston tuottopalkkioita siirretty vuodelle eteenpäin. Tuottopalkkioista oikaistuna ennusteet nousseet noin 5 %:lla perinteisen varainhoidon ansiosta
- Osinkoennusteita tarkistettu ylöspäin tulosparannuksen realisoitumisen pienentäessä tähän liittyvää riskiä
- Yhtiöllä on edelleen maksamatta 0,05e osinko vuodelta 2020 ja pidämme todennäköisenä, että yhtiö maksaa osingon lähiaikoina

## Operatiiviset tulosajurit 2020-2023e:

- Perinteisten rahastojen kasvu vahvan markkinan vetämänä
- Pääomarahastojen rooli kasvussa nousee asteittain, kun uudet isot rahastot nousevat täyteen kokoonsa
- Yhtiön pitää onnistua ylläpitämään parantunutta kulutehokkuuttaan ja tiukkaa kulukuria tulee jatkaa
- Strategijassa yhtiön tulee edelleen tiivistää fokustaan ja kasvuhankkeiden valikoinnissa tulee olla kriittinen
- Tuottosidonnaisissa palkkioissa on pitkällä aikavälillä selvää potentiaalia (Pääomarahastot), mutta olemme ennusteissamme niiden suhteen varovaisia heikon näkyvyyden vuoksi

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Ennuste	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	21,7	21,7	0 %	23,9	24,2	1 %	27,0	26,1	-3 %
Käyttökate	5,7	5,6	0 %	6,7	6,9	3 %	8,4	7,7	-8 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,2	3,1	-1 %	4,6	4,8	4 %	6,3	5,6	-10 %
Liikevoitto	3,2	3,1	-1 %	4,6	4,8	4 %	6,3	5,6	-10 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,17	0,16	-1 %	0,26	0,27	4 %	0,36	0,32	-10 %
Osakekohtainen osinko	0,11	0,11	0 %	0,14	0,15	7 %	0,15	0,16	7 %

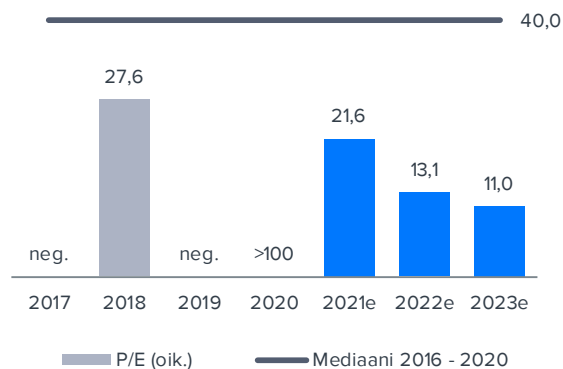
Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

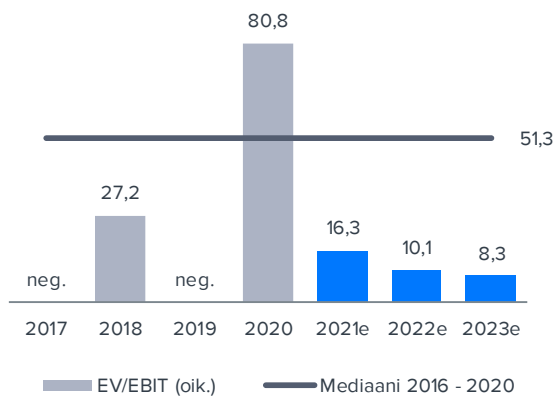
Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	3,35	4,23	2,90	2,78	3,14	<b>3,53</b>	<b>3,53</b>	<b>3,53</b>	<b>3,53</b>
Osakemäärä, milj. kpl	9,71	11,6	13,8	13,8	13,8	<b>13,8</b>	<b>13,8</b>	<b>13,8</b>	<b>13,8</b>
Markkina-arvo	34	54	40	38	43	<b>49</b>	<b>49</b>	<b>49</b>	<b>49</b>
Yritysarvo (EV)	35	58	49	46	48	<b>51</b>	<b>48</b>	<b>46</b>	<b>45</b>
P/E (oik.)	52,4	neg.	27,6	neg.	>100	<b>21,6</b>	<b>13,1</b>	<b>11,0</b>	<b>11,2</b>
P/E	54,9	neg.	27,6	neg.	>100	<b>21,6</b>	<b>13,1</b>	<b>11,0</b>	<b>11,2</b>
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.	11,1	14,4	<b>12,7</b>	<b>11,5</b>	<b>12,4</b>	<b>12,5</b>
P/B	2,7	3,1	1,8	2,0	2,3	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>
P/S	2,0	3,1	2,0	2,1	2,3	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>
EV/Liikevaihto	2,1	3,3	2,5	2,5	2,6	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>
EV/EBITDA (oik.)	27,6	neg.	12,0	35,1	14,7	<b>9,1</b>	<b>7,0</b>	<b>6,0</b>	<b>5,9</b>
EV/EBIT (oik.)	51,3	neg.	27,2	neg.	80,8	<b>16,3</b>	<b>10,1</b>	<b>8,3</b>	<b>8,2</b>
Osinko/tulos (%)	127,2 %	neg.	95,2 %	0,0 %	230,7 %	<b>67,3 %</b>	<b>55,5 %</b>	<b>49,7 %</b>	<b>60,0 %</b>
Osinkotuotto-%	2,2 %	1,4 %	3,4 %	0,0 %	1,6 %	<b>3,1 %</b>	<b>4,2 %</b>	<b>4,5 %</b>	<b>5,4 %</b>

Lähde: Inderes

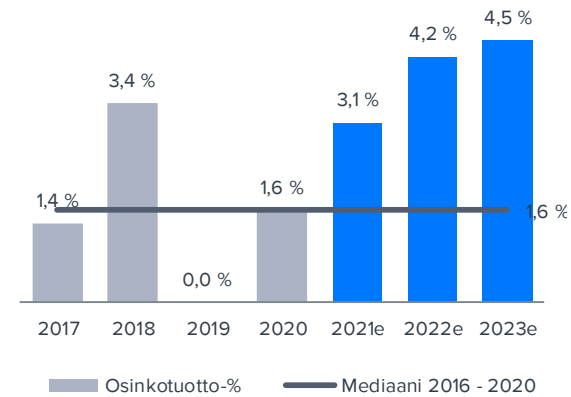
P/E (oik.)



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
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Taaleri	10,35	293	354	4,8	18,6	2,7	17,7	7,1	6,9	4,3	20,3	4,3	12,1	1,3
eQ	23,80	915	917	20,5	20,6	20,0	20,1	12,3	12,1	25,4	25,5	4,0	4,1	12,0
United Bankers	13,55	141	144	11,1	11,1	10,3	10,3	3,6	3,5	14,4	14,9	4,8	5,2	3,3
CapMan	2,78	430	466	11,9	10,8	12,8	11,2	8,3	7,0	14,3	13,1	5,5	5,8	3,6
Titanium	13,40	138	120	10,9	9,2	8,6	8,0	5,5	4,6	12,7	11,8	6,7	7,0	5,9
Evli	18,45	446	446	10,2	9,9	9,0	8,6	4,4	4,3	14,5	13,8	6,5	6,9	4,3
Aktia	10,66	755								12,2	10,1	5,5	6,6	1,1
OmaSp	13,10	379								9,9	9,6	2,7	3,1	1,0
Alexandria	7,00	69	56	9,4	8,5	6,0	5,6	1,5	1,4	12,3	13,3	5,8	6,5	3,2
<b>EAB Group (Inderes)</b>	<b>3,53</b>	<b>49</b>	<b>51</b>	<b>16,3</b>	<b>10,1</b>	<b>9,1</b>	<b>7,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>21,6</b>	<b>13,1</b>	<b>3,1</b>	<b>4,2</b>	<b>2,4</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>11,2</b>	<b>12,7</b>	<b>9,9</b>	<b>11,6</b>	<b>6,1</b>	<b>5,7</b>	<b>13,3</b>	<b>14,7</b>	<b>5,1</b>	<b>6,4</b>	<b>4,0</b>
<b>Mediaani</b>				<b>10,9</b>	<b>10,8</b>	<b>9,0</b>	<b>10,3</b>	<b>5,5</b>	<b>4,6</b>	<b>12,7</b>	<b>13,3</b>	<b>5,5</b>	<b>6,5</b>	<b>3,3</b>
<b>Erutus-% vrt. mediaani</b>				<b>49 %</b>	<b>-7 %</b>	<b>1 %</b>	<b>-32 %</b>	<b>-57 %</b>	<b>-57 %</b>	<b>69 %</b>	<b>-2 %</b>	<b>-43 %</b>	<b>-35 %</b>	<b>-28 %</b>

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

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21e	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	<b>9,3</b>	<b>9,0</b>	<b>18,4</b>	<b>8,7</b>	<b>10,0</b>	<b>18,7</b>	<b>10,5</b>	<b>11,2</b>	<b>21,7</b>	<b>24,2</b>	<b>26,1</b>	<b>27,4</b>
Konserni	9,3	9,0	18,4	8,7	10,0	18,7	10,5	11,2	21,7	24,2	26,1	27,4
<b>Käyttökate</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>0,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>	<b>2,6</b>	<b>3,1</b>	<b>5,6</b>	<b>6,9</b>	<b>7,7</b>	<b>7,6</b>
Poistot ja arvonalennukset	-1,3	-1,3	-2,6	-1,4	-1,3	-2,7	-1,3	-1,2	-2,5	-2,1	-2,1	-2,2
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,4</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,9</b>	<b>3,1</b>	<b>4,8</b>	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,4</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,9</b>	<b>3,1</b>	<b>4,8</b>	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>
Konserni	-0,8	-0,5	-1,3	-0,8	1,4	0,6	1,3	1,9	3,1	4,8	5,6	5,5
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>0,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>	<b>4,7</b>	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>
Verot	0,1	0,1	0,2	0,20	-0,20	0,0	-0,2	-0,3	-0,6	-1,0	-1,1	-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
<b>Nettotulos</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>2,3</b>	<b>3,7</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,06</b>	<b>0,08</b>	<b>0,02</b>	<b>0,07</b>	<b>0,10</b>	<b>0,16</b>	<b>0,27</b>	<b>0,32</b>	<b>0,32</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,06</b>	<b>0,08</b>	<b>0,02</b>	<b>0,07</b>	<b>0,10</b>	<b>0,16</b>	<b>0,27</b>	<b>0,32</b>	<b>0,32</b>

Tunnusluvut	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21e	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-4,3 %	-8,1 %	-6,2 %	-6,9 %	10,6 %	1,7 %	21,0 %	11,8 %	16,1 %	11,3 %	8,2 %	5,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	-156,0 %	-253,3 %	-172,2 %	-4,8 %	-404,3 %	-146,2 %	-259,8 %	32,3 %	421,7 %	53,5 %	16,7 %	-2,2 %
<b>Käyttökate-%</b>	4,9 %	9,3 %	7,1 %	6,9 %	27,0 %	17,6 %	24,5 %	27,3 %	25,9 %	28,6 %	29,6 %	27,9 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	-9,0 %	-5,1 %	-7,1 %	-9,2 %	14,0 %	3,2 %	12,1 %	16,6 %	14,4 %	19,9 %	21,5 %	20,0 %
<b>Nettotulos-%</b>	-8,7 %	-5,7 %	-7,2 %	-9,2 %	11,0 %	1,6 %	8,6 %	12,2 %	10,4 %	15,5 %	17,1 %	15,9 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>22,5</b>	<b>21,7</b>	<b>20,6</b>	<b>20,7</b>	<b>20,8</b>
Liikearvo	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1
Aineettomat hyödykkeet	4,5	3,8	3,4	3,4	3,4
Käyttöomaisuus	3,0	2,7	2,6	2,7	2,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1,6	1,9	1,9	1,9	1,9
Muut sijoitukset	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	2,9	3,1	2,5	2,5	2,5
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>12,8</b>	<b>11,1</b>	<b>11,5</b>	<b>11,6</b>	<b>14,2</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	12,3	10,5	10,9	10,9	11,8
Likvidit varat	0,5	0,6	0,7	0,7	2,5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>35,3</b>	<b>32,8</b>	<b>32,1</b>	<b>32,3</b>	<b>35,0</b>

Lähde: Inderes

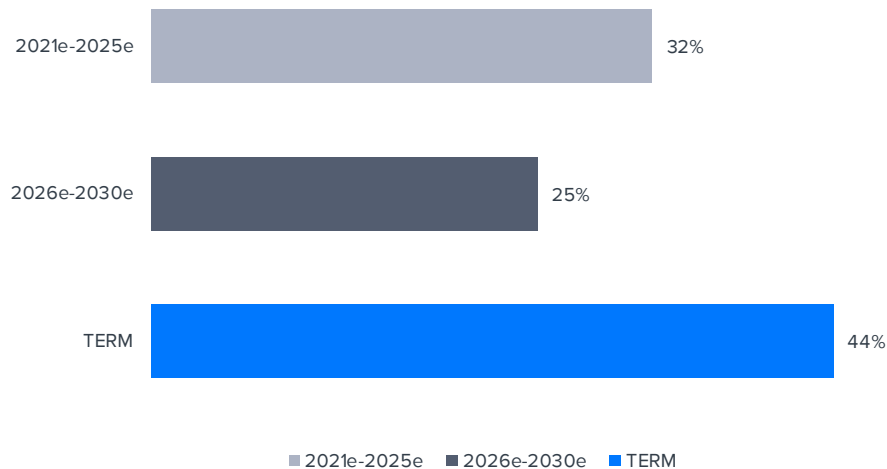
Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Oma pääoma</b>	<b>19,3</b>	<b>19,1</b>	<b>20,6</b>	<b>22,9</b>	<b>25,2</b>
Osakepääoma	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Kertyneet voittovarot	-2,4	-2,5	-0,9	1,3	3,7
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	20,9	20,8	20,8	20,8	20,8
Vähemmistöosuus	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>12,3</b>	<b>9,6</b>	<b>6,7</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>
Laskennalliset verovelat	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	7,4	5,5	2,7	0,1	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	4,7	3,7	3,7	3,7	3,7
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>3,7</b>	<b>4,1</b>	<b>4,8</b>	<b>5,3</b>	<b>5,7</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,7	4,1	4,8	5,3	5,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>35,3</b>	<b>32,8</b>	<b>32,1</b>	<b>32,3</b>	<b>35,0</b>



# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>0,6</b>	<b>3,1</b>	<b>4,8</b>	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>	<b>5,7</b>	<b>5,6</b>	<b>5,5</b>	<b>5,3</b>	<b>4,8</b>	<b>5,0</b>	
+ Kokonaispoistot	2,7	2,5	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4	
- Maksetut verot	-0,1	0,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,1	-1,1	-1,0	-1,0	
- 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	2,2	0,3	0,5	-0,5	-0,3	-0,3	-0,2	4,4	-0,1	-0,1	-0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>5,5</b>	<b>5,9</b>	<b>6,4</b>	<b>6,1</b>	<b>6,2</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	<b>11,0</b>	<b>6,5</b>	<b>6,1</b>	<b>6,3</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-1,5	-2,0	-2,2	-2,2	-2,3	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>3,0</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>8,6</b>	<b>4,1</b>	<b>3,7</b>	<b>4,2</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	3,0	3,9	4,2	3,9	3,9	4,1	4,1	8,6	4,1	3,7	4,2	54,9
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>4,6</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>21,6</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		49,6	45,9	42,2	39,2	36,4	33,8	31,3	26,8	24,8	23,2	21,6
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>49,6</b>										
- Korolliset velat		-5,5										
+ Rahavarat		0,6										
-Vähemmistöosuus		-0,1										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>44,5</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>3,2</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	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	3,00 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>10,7 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>10,3 %</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	19,6	18,4	18,7	<b>21,7</b>	<b>24,2</b>	EPS (raportoitu)	0,11	-0,10	0,02	<b>0,16</b>	<b>0,27</b>
Käyttökate	4,1	1,3	3,3	<b>5,6</b>	<b>6,9</b>	EPS (oikaistu)	0,11	-0,10	0,02	<b>0,16</b>	<b>0,27</b>
Liikevoitto	1,8	-1,3	0,6	<b>3,1</b>	<b>4,8</b>	Operat. kassavirta / osake	0,00	0,20	0,40	<b>0,42</b>	<b>0,47</b>
Voitto ennen veroja	1,6	-1,6	0,3	<b>2,8</b>	<b>4,7</b>	Vapaa kassavirta / osake	-0,54	0,25	0,22	<b>0,28</b>	<b>0,31</b>
Nettovoitto	1,5	-1,3	0,3	<b>2,3</b>	<b>3,7</b>	Omapääoma / osake	1,59	1,39	1,37	<b>1,49</b>	<b>1,65</b>
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,10	0,00	0,05	<b>0,11</b>	<b>0,15</b>
<b>Tase</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Taseen loppusumma	36,4	35,3	32,8	<b>32,1</b>	<b>32,3</b>	Liikevaihdon kasvu-%	11 %	-6 %	2 %	<b>16 %</b>	<b>11 %</b>
Oma pääoma	22,1	19,3	19,1	<b>20,6</b>	<b>22,9</b>	Käyttökateen kasvu-%	-686 %	-68 %	154 %	<b>71 %</b>	<b>23 %</b>
Liikearvo	9,1	9,1	9,1	<b>9,1</b>	<b>9,1</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	-169 %	-172 %	-146 %	<b>422 %</b>	<b>54 %</b>
Nettovelat	8,7	6,9	4,9	<b>2,0</b>	<b>-0,6</b>	EPS oik. kasvu-%	-153 %	-191 %	-123 %	<b>655 %</b>	<b>65 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	Käyttökate-%	20,9 %	7,1 %	17,6 %	<b>25,9 %</b>	<b>28,6 %</b>
Käyttökate	4,1	1,3	3,3	<b>5,6</b>	<b>6,9</b>	Oik. Liikevoitto-%	9,2 %	-7,1 %	3,2 %	<b>14,4 %</b>	<b>19,9 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	-4,0	1,5	2,2	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	Liikevoitto-%	9,2 %	-7,1 %	3,2 %	<b>14,4 %</b>	<b>19,9 %</b>
Operatiivinen kassavirta	0,1	2,8	5,5	<b>5,9</b>	<b>6,4</b>	ROE-%	7,3 %	-6,5 %	1,6 %	<b>11,4 %</b>	<b>17,2 %</b>
Investoinnit	-4,6	-2,9	-1,5	<b>-2,0</b>	<b>-2,2</b>	ROI-%	6,5 %	-4,4 %	2,3 %	<b>13,1 %</b>	<b>20,8 %</b>
Vapaa kassavirta	-7,4	3,5	3,0	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>	Omavaraisuusaste	60,8 %	54,7 %	58,1 %	<b>64,2 %</b>	<b>70,7 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	39,3 %	35,8 %	25,9 %	<b>9,8 %</b>	<b>-2,7 %</b>
<b>Suurimmat omistajat</b>						<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
			<b>%-osakkeista</b>			EV/Liikevaihto	2,5	2,5	2,6	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>
BNP Paribas			17,6 %			EV/EBITDA (oik.)	12,0	35,1	14,7	<b>9,1</b>	<b>7,0</b>
Joensuun Kauppa ja Kone			11,0 %			EV/EBIT (oik.)	27,2	neg.	80,8	<b>16,3</b>	<b>10,1</b>
UMO Invest Oy			10,0 %			P/E (oik.)	27,6	neg.	>100	<b>21,6</b>	<b>13,1</b>
Janne Nieminen			8,0 %			P/B	1,8	2,0	2,3	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>
Jouni Kaaria			7,7 %			Osinkotuotto-%	3,4 %	0,0 %	1,6 %	<b>3,1 %</b>	<b>4,2 %</b>
Gösta Serlachiuksen Taidesäätiö			6,2 %								

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 (välttämättä 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 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 €
14/02/2021	Myy	3,00 €	3,50 €
29/06/2021	Vähennä	3,20 €	3,53 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

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

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

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä 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.**