

United Bankers

Yhtiöpäivitys

8/6/2020

- Tarkistamme tavoitehintamme 8,0 euroon (aik. 7,5 euroa) ja toistamme vähennä-suosituksen
- Metsärahaoston irtaantuminen nostaa kuluvan vuoden tulosennustetta merkittävästi
- Pääomamarkkinan elpymisen jatkumisen myötä tuloskasvunäkymä on parantunut
- Osakkeen arvostus on neutraali ja se ei tarjoa riittävää tuotto-odotusta ilman tulosennusteiden nousua

Alkuvuodesta muodostuu erittäin vahva

Tarkistamme UB:n tavoitehintamme 8,0 euroon (aik. 7,5 euroa) kohonneita tulosennusteita heijastellen. Perjantainen metsärahasaston irtaantuminen vahvisti sen, että UB tulee tuloksellisesti selviämään koronaviruksesta hämmästyttävän vähäisin vaurioin ja yhtiön tuloskasvunäkymä lähivuosille on jatkanut kirkastumistaan pääomamarkkinan elpymisen myötä. Toistamme kuitenkin vähennä-suosituksemme arvostustason ollessa edelleen neutraali.

Rahaston irtaantuminen on tärkeä referenssi

UB kertoi perjantaina, että se on myynyt sen ensimmäisen metsärahasostonsa Nordic Forest Fund 1:den suurelle eurooppalaiselle vakuutusyhtiölle. Rahaston hallinnoitavat pääomat olivat myyntihetkellä 73 MEUR. 2014 perustettu rahasto tuotti omistajilleen erinomaisen 10,4 %:n vuosituoton. UB kirjaa kaupasta yhteensä 4,1 MEUR:n myyntivoiton josta 1,3 MEUR on kirjattu 2019 aikana ja loput 2,8 MEUR kirjataan nyt H1:lle. Merkittävän myyntivoiton lisäksi NFF1-myynti on UB:lle tärkeä referenssi ja todiste sen metsästrategioiden kyvystä luoda arvoa sijoittajille. Metsä näyttelee keskeistä komponenttia UB:n reaaliomaisuustuotteisiin keskittyvässä strategiassa ja yhtiöllä on parhaillaan kaksi metsärahastoa avoimna uusille sijoituksille.

Yhtiön alkuvuosi sujunut todella hyvin

UB kertoi perjantaina myös rahaston irtaantumisen lisäksi lisätietoja alkuvuoden kehityksestä. Yhtiö toteaa, että sen ensimmäisen vuosipuoliskon tuloskehitys on ollut vahvaa vaikeasta markkinatilanteesta huolimatta. Luonnollisesti alkuvuoden tuloskehitykseen vaikuttaa erittäin voimakkaasti metsärahasoston merkittävä myyntivoitto. Yhtiö kuitenkin toistaa ohjeistuksensa (yhtiö arvioi operatiivisen liikevoittonsa kasvavan edellisvuoteen verrattuna), sillä alkuvuoden suotuisasta kehityksestä huolimatta koronapandemian taloudelliset vaikutukset aiheuttavat edelleen epävarmuutta sijoitusmarkkinoilla. Käytännössä tulkitsemme tiedotteen eräänlaisena piilotettuna positiivisena tulosvaroituksena. Käytännössä yhtiön tulos tulee tänä vuonna kasvamaan merkittävästi edellisvuodesta, kunhan pääomamarkkinan kehitys ei heikkene selvästi loppuvuoden aikana. Ennusteemme ovat yli ohjeistuksen ja odotamme yhtiöltä positiivista tulosvaroitusta H2:n aikana.

Ennusteita tarkistettu selvästi ylöspäin

Olemme päivittäneet ennusteemme nyt ilmoitetulla irtaantumisella sekä pääomamarkkinan nousun jatkumisen myötä hieman kohonneilla hallinnoitavan varallisuuden ennusteillamme. 2020 osalta liikevoittoennusteemme on noussut 43 %:lla 9,2 MEUR:oon. Olemme myös tarkistaneet osinkoennusteemme 0,40 eurosta 0,50 euroon. 2021-2022 osalta ennustemuutokset ovat varsin maltillisia ja liikevoitto- sekä EPS-ennusteemme ovat nousseet 6 ja 4 %:lla. Isossa kuvassa odotamme UB:itä edelleen selkeää tuloskasvua lähivuosilta (2019-2023e EPS CAGR +10 %). Tuloskasvun ajureina toimivat vahva uusmyynti, tuottosidonnaiset palkkiot ja parantuva kulutehokkuus. Maaliskuussa julkistamamme laaja raportti on muuttaneita tulosennusteita lukuun ottamatta edelleen ajankohtainen ja luettavissa vapaasti [täältä](#).

Arvostus ei ole korkea, mutta ei riittävän houkutteleva ostojen perustelemiseksi

2020 tuloksella laskettuna UB:n P/E-kerroin laskee 11x tasolle joka on hyväksymämme arvostushaarukan (11-13x) alalaidassa. 2020 tulos on kuitenkin epänormaalin hyvä ison irtaantumisen johdosta ja näin ollen se ei anna oikeaa kuvaa yhtiön tuloskunnosta. 2021 ennusteellamme P/E-kerroin on 13x jota pidämme neutraalina tasona. Näin ollen emme edelleenkään näe osakkeen arvostustasossa nousuvaraa 12kk tähtäimellä ja sijoittajien tuotto-odotus jääkin osingon varaan. Nykyistä korkeampi osakekurssi vaatisi taakseen tulosennusteiden nousua. Myös päivitetty DCF-mallimme (8,0e/osake) sekä suhteellinen arvostustaso ovat linjassa näkemyksemme kanssa.

Analytiikot



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

Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

(aik. Vähennä)



8,00 EUR

(aik. 7,50 EUR)

Osakekurssi: 7,95 EUR

Potentiaali: 0,6 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

Yhtiö arvioi operatiivisen liikevoittonsa (2019 6,7 MEUR) kasvavan edellisvuoteen verrattuna

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	32,5	33,8	34,9	37,4
kasvu-%	9 %	4 %	3 %	7 %
EBIT oik.	6,7	9,2	7,8	8,4
EBIT-% oik.	20,7 %	27,3 %	22,4 %	22,5 %
Nettotulos	4,4	7,3	6,2	6,7
EPS (oik.)	0,51	0,70	0,59	0,63

P/E (oik.)	17,2	11,4	13,4	12,5
P/B	2,5	2,1	2,0	1,9
Osinkotuotto-%	4,9 %	6,3 %	5,7 %	6,3 %
EV/EBIT (oik.)	11,8	7,4	8,5	7,7
EV/EBITDA	10,4	6,2	7,1	6,4
EV/Liikevaihto	2,4	2,0	1,9	1,7

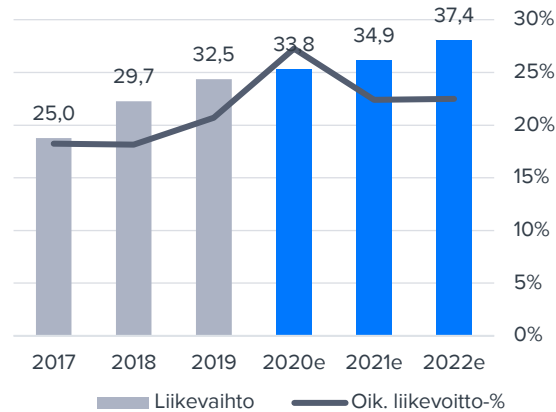
Lähde: Inderes

Osakekurssi



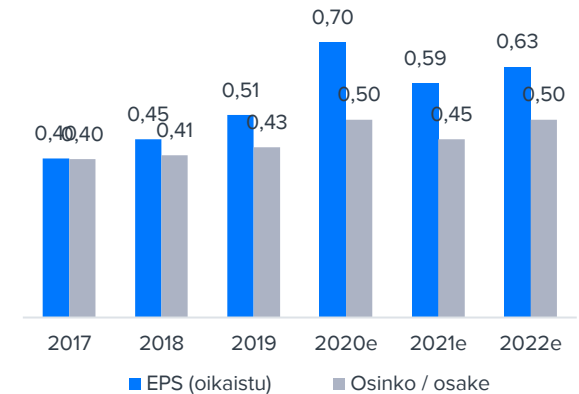
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Uusmyynnin kasvu vahvistuneen myyntivoiman myötä
- Nykyisten tuotteiden kasvu ja tuotetarjonnan laajentaminen
- Kulutehokkuuden parantuminen
- Yritysjärjestelyt

Riskitekijät

- Markkinatilanne
- Kulutehokkuuden parantuminen myynnin kasvaessa
- Regulaation kiristyminen

Arvostus

- Tulospohjainen arvostus (P/E 2020-21e 11x ja 13x) linjassa yhtiölle hyväksyvämmä tason kanssa
- Nykyinen kurssitaso heijastelee selvästi parantuneita tulosodotuksia
- DCF-malli ja suhteellinen arvostustaso linjassa näkemyksemme kanssa

MCAP
83
MEUR

EV
68
MEUR

Osinko
6,3%
2020e

P/E (oik.)
11,4
2020e

Ennustemuutokset

Keskeiset ennustemuutokset: 2020e:

- Nordic Forest Fund 1 irtaantuminen (2,8 MEUR lisätty ennusteisiin)
- Hallinnoitavan varallisuuden ennustetta tarkistettu lievästi ylöspäin
- Kuluennuste pysynyt ennallaan
- Arviota H2-tuottosidonnaisista palkkioista tarkistettu lievästi ylöspäin pääomamarkkinan elpymässä
- Osinkoennuste noussut tulosennusteen mukana. Vahvasta taseesta johtuen myös odotuksia suurempi osinko mahdollinen markkinatilanteen kestäessä

2021-2022e:

- Tulosennusteet nousseet kasvaneen hallinnoitavan varallisuuden sekä nousseiden tuottosidonnaisten palkkioiden ennusteiden myötä
- Osinkoennusteet pysyneet varovaisuusperiaatteen johdosta ennallaan, tulosennusteidemme toteutuessa osinkoennusteissa nousuvaraa

Keskeiset tulosajurit 2020-2023e:

- Listaamattomien rahastojen (Kiinteistöt ja Metsä) kasvu
- Kasvu muissa tuotteissa
- Palkkiomixin jatkuva parantuminen (fee/AUM paranee)
- Tuottosidonnaiset palkkiot elpyvät
- Yhtiön kulutasossa selkeää skaalautumispotentiaalia

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2020			2021e			2022e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
Liikevaihto	30,6	33,8	10 %	34,4	34,9	2 %	37,0	37,4	1 %
Käyttökate	8,2	10,9	34 %	9,0	9,4	5 %	9,7	10,0	4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,5	9,2	43 %	7,4	7,8	6 %	8,1	8,4	4 %
Tulos ennen veroja	6,5	9,2	43 %	7,4	7,8	6 %	8,1	8,4	4 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,49	0,70	43 %	0,56	0,59	6 %	0,61	0,63	4 %
Osakekohtainen osinko	0,40	0,50	25 %	0,45	0,45	0 %	0,50	0,50	0 %

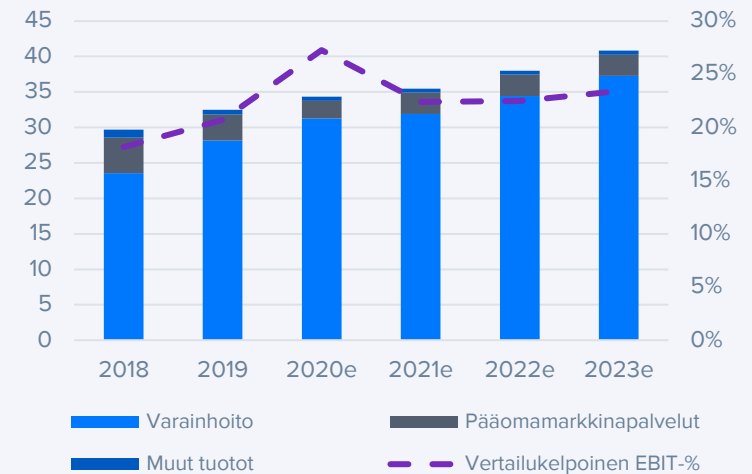
Lähde: Inderes

Ennusteet yhteenveto

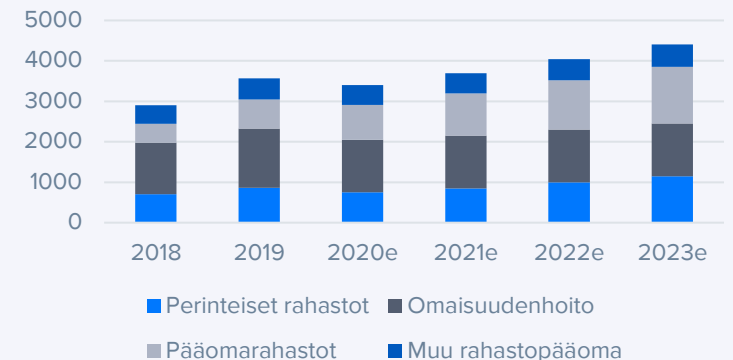
MEUR	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Palkkiotuotot	28,6	31,8	33,2	34,4	36,9	39,7
Rahastot	14,9	20,8	21,8	23,3	25,8	28,6
Omaisuudenhoito	3,2	4,1	4,5	4,9	4,9	4,9
Strukturoidut sijoitukset	5,4	3,2	5,0	3,8	3,8	3,8
Pääomamarkkinapalvelut	5,0	3,7	2,5	3,0	3,0	3,0
Muut tuotot	1,1	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Sijoituspalvelutoiminnan tuotot	29,7	32,5	33,8	34,9	37,4	40,3
Palkkiokulut	-3,9	-4,5	-4,5	-5,0	-5,3	-5,6
Nettopalkkiotuotot	25,8	28,0	29,2	29,9	32,1	34,6
Henkilöstökulut	-12,1	-14,0	-12,2	-13,8	-14,9	-16,0
Muut kulut	-8,3	-8,1	-7,8	-8,3	-8,8	-9,2
Liikevoitto	5,4	5,9	9,2	7,8	8,4	9,4
Kertaerät	0,0	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertailukelpoinen liikevoitto	5,4	6,7	9,2	7,8	8,4	9,4
Vertailukelpoinen EBIT-%	18,1 %	18,3 %	27,3 %	22,4 %	22,5 %	23,4 %
Kulut/ (tEUR)	-92	-102	-92	-100	-105	-110
Henkilöstömäärä (kpl)	130	135	133	138	142	145
Hallinnoitava varallisuus (MEUR)	2900	3565	3404	3694	4044	4404
Rahastopääomat	1624	2101	2104	2394	2744	3104
Omaisuudenhoito	1276	1464	1300	1300	1300	1300
Rahastojen palkkiotuotot/rahasto AUM %	0,92 %	0,99 %	1,03 %	0,97 %	0,94 %	0,92 %
Hallinnointipalkkiot/rahasto AUM-%	0,63 %	0,63 %	0,70 %	0,72 %	0,70 %	0,70 %
Omaisuudenhoidon tuotot/muu AUM %	0,25 %	0,28 %	0,35 %	0,38 %	0,38 %	0,38 %
Jatkuvien tuottojen osuus-%*	56 %	60 %	62 %	69 %	69 %	71 %
Kertatuottojen osuus-%	44 %	40 %	38 %	31 %	31 %	29 %

*Jatkuvat tuotot = rahastojen hallinnointipalkkiot, omaisuudenhoito ja puolet pääomamarkkinapalveluista

Konsernitason ennusteet



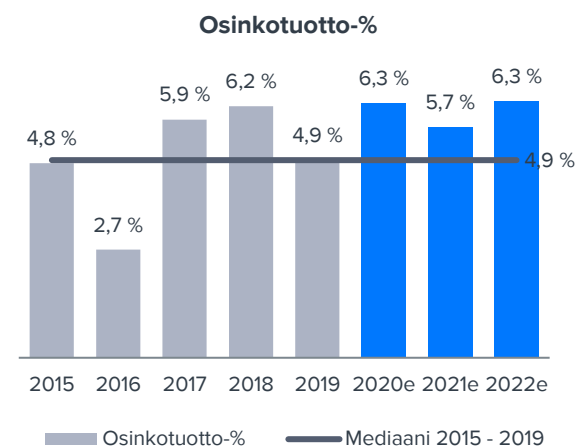
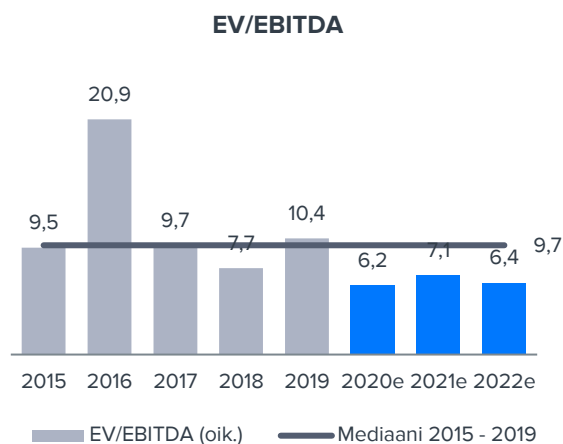
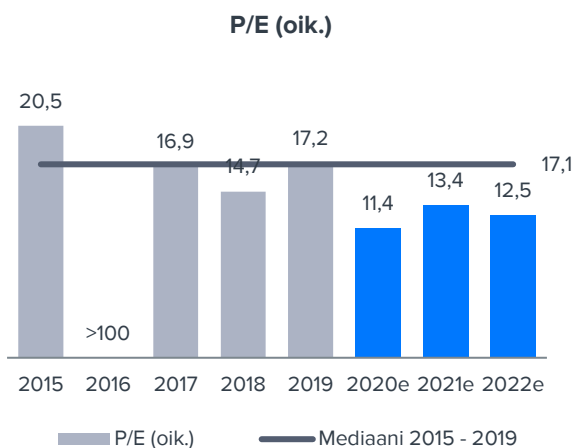
AUM-ennusteet



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	9,78	7,50	6,80	6,60	8,80	7,95	7,95	7,95	7,95
Osakemäärä, milj. kpl	7,53	7,68	8,24	9,59	10,2	10,5	10,5	10,6	10,6
Markkina-arvo	74	58	56	63	92	83	83	83	83
Yritysarvo (EV)	65	54	49	55	79	68	67	64	62
P/E (oik.)	20,5	>100	16,9	14,7	17,2	11,4	13,4	12,5	11,2
P/E	20,5	>100	24,0	14,7	20,3	11,4	13,4	12,5	11,2
P/Kassavirta	14,1	neg.	13,4	33,5	79,1	10,8	13,1	12,0	10,7
P/B	4,4	3,9	2,9	2,1	2,5	2,1	2,0	1,9	1,8
P/S	2,7	2,9	2,2	2,1	2,8	2,5	2,4	2,2	2,1
EV/Liikevaihto	2,4	2,7	1,9	1,8	2,4	2,0	1,9	1,7	1,5
EV/EBITDA (oik.)	9,5	20,9	9,7	7,7	10,4	6,2	7,1	6,4	5,6
EV/EBIT (oik.)	10,0	36,3	10,6	10,1	11,8	7,4	8,5	7,7	6,6
Osinko/tulos (%)	98,4 %	622,2 %	141,2 %	91,0 %	101,2 %	71,9 %	76,0 %	78,8 %	80,0 %
Osinkotuotto-%	4,8 %	2,7 %	5,9 %	6,2 %	4,9 %	6,3 %	5,7 %	6,3 %	7,2 %

Lähde: Inderes



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
eQ	14,25	535	533	18,1	14,6	17,5	14,2	9,7	8,1	23,3	18,9	4,4	5,4	8,5
Taaleri	6,90	194	271	15,9	12,3	24,6	12,9	3,9	3,5	15,3	11,5	5,1	5,5	1,4
Titanium	8,80	89	74	9,3	8,2	6,7	6,7	3,9	3,5	10,9	10,1	8,5	9,1	4,2
CapMan	2,03	311	333	39,6	10,3	34,3	10,6	7,1	5,7	236,5	12,3	7,0	7,5	2,9
Evli	9,68	232	232	14,2	10,4	10,5	8,2	3,5	3,0	18,3	12,7	4,1	6,2	3,0
EAB Group	2,52	28	39	77,4	19,4	11,1	7,7	2,3	1,9	137,3	17,9		3,2	1,5
Aktia	9,20	642								15,5	10,9	4,9	6,6	1,0
AGF Management	5,05	245	365	10,6	12,0	6,2	6,5	1,4	1,5	11,4	12,4	6,8	6,8	0,4
GAM Holding	2,68	394	192	21,0	9,9	9,5	3,4	0,7	0,7	250,2	20,3		2,7	0,6
Wisdom Tree Investments	3,72	488	679	16,0	16,2	16,9	17,2	3,3	3,2	20,8	20,2	3,4	3,6	1,4
River & Mercantile Group	196,50	184	160	11,2	12,0	10,9	10,4	2,0	2,0	17,1	16,4	5,0	5,2	2,9
United Bankers (Inderes)	7,95	83	68	7,4	8,5	6,2	7,1	2,0	1,9	11,4	13,4	6,3	5,7	2,1
Keskiarvo				23,3	12,5	14,8	9,8	3,8	3,3	68,8	14,9	5,5	5,6	2,5
Mediaani				16,0	12,0	11,0	9,3	3,4	3,1	18,3	12,7	5,0	5,5	1,5
Erotus-% vrt. mediaani				-54 %	-29 %	-43 %	-24 %	-41 %	-38 %	-37 %	5 %	27 %	3 %	37 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20e	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	29,7	14,7	17,8	32,5	17,2	16,5	33,8	34,9	37,4	40,3
United Bankers	29,7	14,7	17,8	32,5	17,2	16,5	33,8	34,9	37,4	40,3
Käyttökate	7,1	2,9	4,8	7,7	6,0	4,9	10,9	9,4	10,0	11,1
Poistot ja arvonalennukset	-1,7	-0,8	-1,0	-1,7	-0,9	-0,9	-1,7	-1,6	-1,6	-1,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,4	2,3	4,4	6,7	5,2	4,0	9,2	7,8	8,4	9,4
Liikevoitto	5,4	2,1	3,8	5,9	5,2	4,0	9,2	7,8	8,4	9,4
United Bankers	5,4	2,1	3,8	5,9	5,2	4,0	9,2	7,8	8,4	9,4
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	5,4	2,1	3,8	5,9	5,2	4,0	9,2	7,8	8,4	9,4
Verot	-1,2	-0,5	-1,0	-1,5	-1,1	-0,8	-1,9	-1,6	-1,7	-1,9
Vähemmistöosuudet	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	4,3	1,6	2,8	4,4	4,1	3,2	7,3	6,2	6,7	7,5
EPS (oikaistu)	0,43	0,18	0,33	0,51	0,39	0,31	0,70	0,59	0,63	0,71
EPS (raportoitu)	0,45	0,16	0,27	0,43	0,39	0,31	0,70	0,59	0,63	0,71

Tunnusluvut	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20e	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	18,6 %	6,2 %	12,2 %	9,4 %	17,4 %	-7,3 %	3,9 %	3,4 %	7,2 %	7,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	17,9 %	15,0 %	30,6 %	24,8 %	124,2 %	-8,7 %	36,7 %	-15,0 %	7,6 %	12,0 %
Käyttökate-%	23,9 %	19,7 %	26,8 %	23,6 %	34,9 %	29,6 %	32,3 %	27,0 %	26,8 %	27,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	18,1 %	15,7 %	24,8 %	20,7 %	30,0 %	24,4 %	27,3 %	22,4 %	22,5 %	23,4 %
Nettotulos-%	14,5 %	11,1 %	15,6 %	13,6 %	23,7 %	19,3 %	21,5 %	17,8 %	17,9 %	18,6 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	25,3	24,7	24,6	24,6	24,7
Liikearvo	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7
Aineettomat hyödykkeet	4,3	4,0	3,8	3,6	3,6
Käyttöomaisuus	2,8	2,0	2,1	2,3	2,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	2,5	3,0	3,0	3,0	3,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	26,7	37,6	38,1	39,3	41,5
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	12,3	21,8	21,8	21,8	21,8
Myyntisaamiset	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9
Likvidit varat	13,7	15,0	15,5	16,6	18,8
Taseen loppusumma	52,0	62,3	62,7	63,9	66,2

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	30,3	37,1	39,9	40,9	42,8
Osakepääoma	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1
Kertyneet voittovarot	7,9	10,5	13,3	14,3	16,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	17,2	21,4	21,4	21,4	21,4
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Pitkäaikaiset velat	6,1	4,1	1,3	1,3	1,3
Laskennalliset verovelat	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	5,0	2,8	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	15,6	21,1	21,6	21,7	22,1
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,1	4,6	5,1	5,2	5,6
Muut lyhytaikaiset velat	12,5	16,5	16,5	16,5	16,5
Taseen loppusumma	52,0	62,3	62,7	63,9	66,2

DCF-laskelma

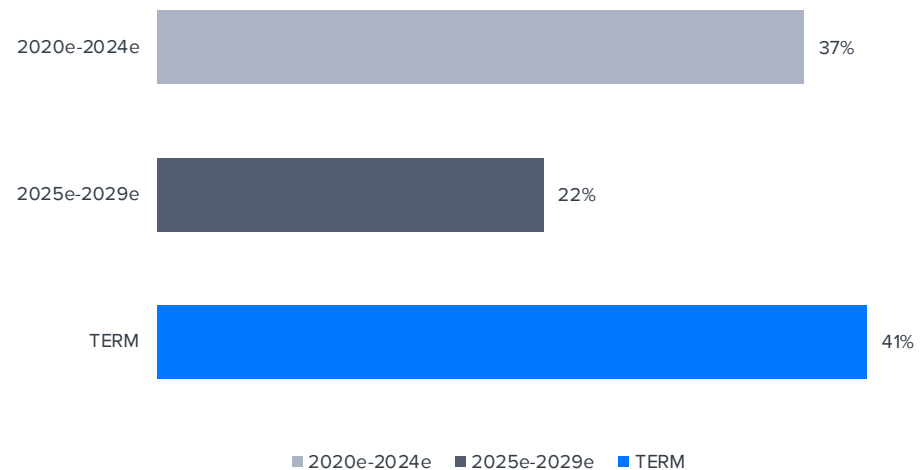
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	5,9	9,2	7,8	8,4	9,4	9,5	9,4	9,2	9,1	8,9	9,1	
+ Kokonaispoistot	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	
- Maksetut verot	-1,2	-1,9	-1,6	-1,7	-1,9	-2,0	-1,9	-1,9	-1,9	-1,8	-1,9	
- verot rahoituskuluista	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	-4,1	0,4	0,1	0,3	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	
Operatiivinen kassavirta	2,4	9,3	8,0	8,6	9,5	9,4	9,3	9,2	9,1	9,0	9,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-1,2	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,9	-2,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,2	7,7	6,4	6,9	7,8	7,6	7,5	7,4	7,3	7,1	6,8	
+/- 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	1,2	7,7	6,4	6,9	7,8	7,6	7,5	7,4	7,3	7,1	6,8	83,1
Diskontattu vapaa kassavirta		7,3	5,4	5,3	5,4	4,7	4,2	3,8	3,3	2,9	2,5	30,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		75,6	68,3	62,9	57,6	52,2	47,5	43,3	39,5	36,2	33,3	30,8
Velaton arvo DCF		75,6										
- Korolliset velat		-2,8										
+ Rahavarat		15,0										
-Vähemmistöosuus		-0,1										
-Osinko/pääomapalautus		-4,5										
Oman pääoman arvo DCF		83,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,0										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,9 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	25,0	29,7	32,5	33,8	34,9	EPS (raportoitu)	0,28	0,45	0,43	0,70	0,59
Käyttökate	5,0	7,1	7,7	10,9	9,4	EPS (oikaistu)	0,40	0,45	0,51	0,70	0,59
Liikevoitto	3,6	5,4	5,9	9,2	7,8	Operat. kassavirta / osake	0,90	0,73	0,23	0,89	0,76
Voitto ennen veroja	3,6	5,4	5,9	9,2	7,8	Vapaa kassavirta / osake	0,51	0,20	0,11	0,74	0,60
Nettovoitto	2,3	4,3	4,4	7,3	6,2	Omapääoma / osake	2,38	3,16	3,63	3,81	3,88
Kertaluontoiset erät	-1,0	0,0	-0,8	0,0	0,0	Osinko / osake	0,40	0,41	0,43	0,50	0,45

Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	44,5	52,0	62,3	62,7	63,9	Liikevaihdon kasvu-%	25 %	19 %	9 %	4 %	3 %
Oma pääoma	19,6	30,3	37,1	39,9	40,9	Käyttökateen kasvu-%	92 %	42 %	8 %	42 %	-14 %
Liikearvo	8,1	15,7	15,7	15,7	15,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	205 %	18 %	25 %	37 %	-15 %
Nettovelat	-7,4	-8,7	-12,2	-15,5	-16,6	EPS oik. kasvu-%	1149 %	12 %	14 %	36 %	-15 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	20,0 %	23,9 %	23,6 %	32,3 %	27,0 %
Käyttökate	5,0	7,1	7,7	10,9	9,4	Oik. Liikevoitto-%	18,3 %	18,1 %	20,7 %	27,3 %	22,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	3,4	0,0	-4,1	0,4	0,1	Liikevoitto-%	14,4 %	18,1 %	18,2 %	27,3 %	22,4 %
Operatiivinen kassavirta	7,4	7,0	2,4	9,3	8,0	ROE-%	13,6 %	17,3 %	13,1 %	18,9 %	15,4 %
Investoinnit	-7,6	-12,1	-1,2	-1,6	-1,6	ROI-%	17,6 %	18,6 %	15,8 %	23,1 %	19,4 %
Vapaa kassavirta	4,2	1,9	1,2	7,7	6,4	Omavaraisuusaste	44,1 %	58,3 %	59,5 %	63,6 %	64,0 %
						Nettovelkaantumisaste	-37,7 %	-28,8 %	-33,0 %	-38,8 %	-40,7 %

Suurimmat omistajat	%-osakkeista	Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
OY Castor-Invest AB (Carl-Gustaf Von Troil)	10,6 %	EV/Liikevaihto	1,9	1,8	2,4	2,0	1,9
Amos Partners (Antti Asunmaa)	10,1 %	EV/EBITDA (oik.)	9,7	7,7	10,4	6,2	7,1
Jarafi Oy (Rasmus Finnilä)	10,0 %	EV/EBIT (oik.)	10,6	10,1	11,8	7,4	8,5
J. Lehti & Co Oy (Jani Lehti)	5,8 %	P/E (oik.)	16,9	14,7	17,2	11,4	13,4
Bockholmen Invest AB (Patrick Anderson)	5,7 %	P/B	2,9	2,1	2,5	2,1	2,0
Biomerit Oy	5,0 %	Osinkotuotto-%	5,9 %	6,2 %	4,9 %	6,3 %	5,7 %

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 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 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 prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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) ja lisäarvomalli (EVA), 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 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 sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole 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
27/07/2016	Vähennä	7,40 €	7,15 €
25/08/2016	Vähennä	7,20 €	6,90 €
16/02/2017	Vähennä	6,80 €	7,30 €
03/05/2017	Vähennä	6,80 €	6,99 €
24/08/2017	Vähennä	7,20 €	7,16 €
16/11/2017	Vähennä	7,80 €	7,60 €
28/02/2018	Vähennä	7,80 €	7,36 €
16/05/2018	Lisää	7,50 €	7,00 €
24/08/2018	Lisää	8,30 €	7,50 €
16/10/2018	Vähennä	8,00 €	7,95 €
18/02/2019	Vähennä	8,00 €	7,65 €
26/06/2019	Vähennä	8,00 €	7,55 €
23/08/2019	Vähennä	7,50 €	7,40 €
16/12/2019	Myy	8,20 €	9,35 €
20/12/2019	Myy	8,20 €	8,95 €
07/02/2020	Vähennä	9,00 €	9,45 €
03/03/2020	Vähennä	9,00 €	8,90 €
23/03/2020	Vähennä	6,40 €	6,90 €
14/05/2020	Vähennä	7,50 €	7,75 €
08/06/2020	Vähennä	8,00 €	7,95 €



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

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.**