

Vincit

Yhtiöraportti

22.10.2024 8.30 EEST



Joni Grönqvist
+358 40 515 3113
joni.gronqvist@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Vincit tulosvaroitti markkinan jatkuttua vaikeana

Toistamme Vincitin vähennä-suosituksen ja laskemme tavoitehinnan 2,30 euroon (aik. 2,60 euroa). Vincit laski eilen liikevaihto- ja kannattavuusohjeistusta odotettua heikomman myynnin myötä, jonka takia laskimme ennusteita suhteellisen selvästi. Ennustamme Vincitille selvästi sektoria heikompaa suoritusta tänä ja ensi vuonna. Markkinan heikkous ja yhtiön transformaatio useammalla rintamalla luo selvää epävarmuutta käänteeseen ajoitukseen. Osake on vuoden 2025 ennustetulla selvällä kannattavuuskäänteellä edelleen haastavasti hinnoiteltu.

Vincit tarkensi liikevaihto-ohjeistusta ja laski kannattavuusohjeistusta

Vincit kertoi eilen vuoden 2024 liikevaihdon olevan 82–87 MEUR, kun yhtiö aikaisemmin odotti liikevaihdon jäävän alle vuoden 2023 98 MEUR:n tason. Lisäksi yhtiö odottaa nyt EBITA-marginaalin olevan 0–2 %, kun yhtiö aikaisemmin odotti kannattavuuden olevan edellisvuotta (1,8 %) parempi. Yhtiö käytännössä tarkensi liikevaihto-ohjeistusta ja laski kannattavuusohjeistusta. Yhtiö kommentoi myynnin olleen odotettua heikompaa ja loppuvuoteen liittyvän epävarmuutta, koska asiakkaiden kulusäästöt hidastavat päätöksentekoa. Pidimme kannattavuusohjeistuksen laskua selvänä, mikäli ennustamaamme liikevaihtokäännettä ei tapahdu H2'24:lla. Tulosvaroituksen myötä pidämme hyvin mahdollisena, että yhtiö tulee kertomaan jälleen uusista tehostamistoimista.

Odotamme liikevaihdon jatkavan selvässä laskussa ja kannattavuuden olleen heikkoa Q3:lla

Ennustamme Vincitin liikevaihdon laskeneen 11 % 19,2 MEUR:oon heikkona jatkuneen markkinan ajamana. Ennustamme näin liikevaihdon laskun jatkuneen selvänä, vaikka vertailukausi oli jo selvästi helpompi. Maantieteellisesti meitä kiinnostaa molemmat markkinat, mutta hieman eri syistä johtuen. USA:n kehitys kiinnostaa viime vuoden aikana tehtyjen rakenteellisten muutoksien myötä. Euroopan markkina kiinnostaa, koska se on markkinana selvästi suurempi (~90 %) ja kysynnän haasteet ovat vaikuttaneet selvästi liiketoiminnan kehitykseen. Ennustamme USA:n liikevaihdon laskeneen 21 % ja Euroopan 12 % Q3:lla (Q2: 22 % ja 14 %). Ennustamme EBITA-liikevoiton olleen 0,3 MEUR tai 1,6 % liikevaihdosta Q3:lla. Kannattavuusparannusta ajaa arviomme mukaan lukuisat säästötoimenpiteet. Kannattavuus on kuitenkin hyvin heikolla tasolla yhtiön potentiaaliin ja sektorin keskimääräiseen (7-8 %) nähden. Kannattavuus on hyvin herkkä asiakaskysynnän heilahteluille ja yhtiön kulurakenteen joustavuudelle. Vincitin kulurakenne ei jousta kovinkaan hyvin alaspäin, jonka takia odotamme yhtiön kertovan uusista säästötoimenpiteistä.

Laskimme kuluvaan ja ensi vuoden ennusteita suhteellisen selvästi

Tulosvaroituksen ja heikkona jatkuneen markkinan myötä laskimme liikevaihto- ja tulosennusteita kuluvalle ja lähivuosille suhteellisen selvästi absoluuttisesti (liikevaihto >5 MEUR ja tulos ~1,5 MEUR). Markkinan heikkous ja Vincitin liiketoiminnan transformaatio useammalla rintamalla luovat selvää epävarmuutta ennusteisiin. Odotamme liikevaihdon laskevan 13 % 85 MEUR:oon ja EBITA-%:n olevan 0,7 % vuonna 2024.

Lyhyen aikavälin arvostuskuva puoltaa edelleen varovaisuutta, eikä pidemmän aikavälin potentiaalin ole kiirettä

Sijoitusprofiililtaan Vincit on selvä käännänyhtiö, jonka mittava fuusio on takana, mutta markkina on luonut yhtiölle uusia vastatuulia ja organisaatioon muutostarpeita. Osakkeen arvostus vuoden 2025 P/E- ja EV/EBIT-kertoimilla on 15x ja 8x, mikä on ennustetulla selvällä tuloskäänteellä hieman yli suomalaisten verrokkien. P/E-kerroin ei kuitenkaan huomioi mittavaa nettokassaa, mutta on siinä mielessä relevantti tarkistuspiste, kun kassaa ei olla saatu käytettyä. Arvostuskertoimet ovat näkemyksemme mukaan edelleen haastavat. Kassavirtalaskelma (3,2 euroa osakkeelta) indikoi selvää nousuvaraa osakkeelle, mutta lyhyen aikavälin korkeasta operatiivisesta riskitasosta ja strategian transformaatioprosessista johtuen emme ole valmiita tukeutumaan pelkästään tähän.

Suositus

Vähennä

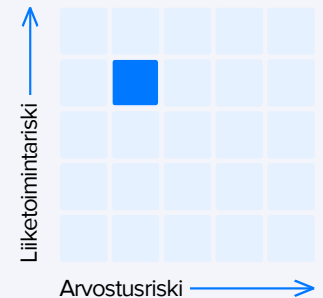
(aik. Vähennä)

2,30 EUR

(aik. 2,60 EUR)

Osakekurssi:

2,08



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	98	85	84	89
kasvu-%	16 %	-13 %	-1 %	6 %
EBIT oik.	3,4	1,1	3,0	5,2
EBIT-% oik.	3,4 %	1,3 %	3,6 %	5,8 %
Nettotulos	-2,9	-2,8	-0,8	1,1
EPS (oik.)	0,16	0,05	0,15	0,26
P/E (oik.)	20,2	40,7	14,1	8,1
P/B	1,5	1,1	1,2	1,2
Osinkotuotto-%	3,1 %	4,8 %	7,2 %	8,2 %
EV/EBIT (oik.)	12,3	21,2	7,7	4,3
EV/EBITDA	21,2	14,8	5,9	3,7
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,3	0,2

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Laskenut)

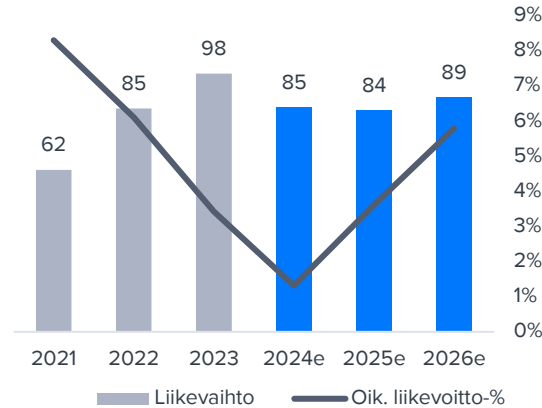
Vincit arvioi vuoden 2024 liikevaihdon olevan 82–87 MEUR ja EBITA-marginaalin olevan 0–2 %.

Osakekurssi



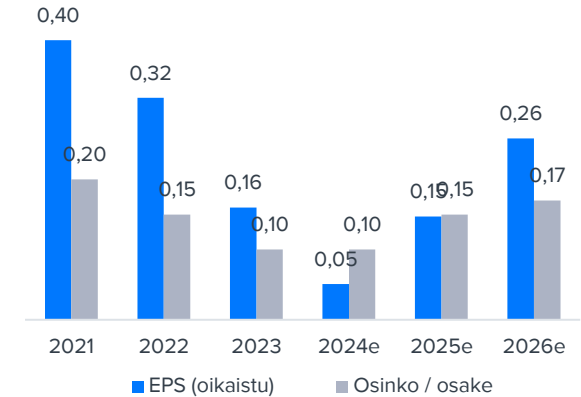
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Fuusion mahdolliset liikevaihtosynergiat
- USA:n asiakkuuksien toimitus Euroopasta tukee kannattavuutta
- Uudet tehokkuustoimenpiteet
- Markkinalla vahvat kysyntäfundamentit keskipitkällä- ja pitkällä aikavälillä
- Onnistuminen skaalautuvissa tuoteliiketoiminnassa ja ohjelmistoylläpidossa
- Julkisen sektorin vahvempi laajentuminen
- Yritysosot
- Kannattavuudessa potentiaalia parantaa palvelu- ja tuoteliiketoiminnan myötä



Riskitekijät

- USA:n organisaatiouudistuksen epäonnistuminen
- Asiakaskysynnän heikentyminen tai jatkuminen heikkona lyhyellä aikavälillä
- Henkilöstön ja vahvan kulttuurin säilyttäminen
- Kansainvälistymiseen liittyvät riskit ja saatavien alaskirjaukset
- Työntekijöiden saatavuus ja vaihtuvuus
- Teknologia valintojen epäonnistuminen (SAP)
- Asiakashintojen hidaskasvu ja palkkainflaation jatkuminen selvästi kovempaan
- Tuoteliiketoiminnan strategian ja kehityksen epäonnistuminen
- Yritysosojen epäonnistuminen

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	2,08	2,08	2,08
Osakemäärä, milj. kpl	16,6	16,6	16,6
Markkina-arvo	34	34	34
Yritysarvo (EV)	24	23	22
P/E (oik.)	40,7	14,1	8,1
P/E	neg.	neg.	32,0
P/B	1,1	1,2	1,2
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,28	0,28	0,25
EV/EBITDA	14,8	5,9	3,7
EV/EBIT (oik.)	21,2	7,7	4,3
Osinko/tulos (%)	neg.	neg.	262 %
Osinkotuotto-%	4,8 %	7,2 %	8,2 %

Lähde: Inderes

Odotamme liikevaihdon jatkaneen selvässä laskussa ja kannattavuuden olleen heikko Q3:lla

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q3'23	Q3'24	Q3'24e	Q3'24e	Konsensus		2024e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	21,7		19,2				85,2
Orgaaninen kasvu-%	-4,3 %		-11,4 %				8516,8 %
EBITA (oik.)	1,4		0,5				1,1
Liikevoitto			-0,4				-2,6
EPS (oikaistu)			0,02				-0,17
Liikevaihdon kasvu-%	-4,3 %		-11,4 %				-13,2 %
EBITA-% (oik.)	6,3 %		2,4 %				1,3 %

Lähde: Inderes

Laskimme ennusteita suhteellisen selvästi

Ennustemuutokset 2024e-2026e

- Tulosvaroituksen ja heikkona jatkuneen markkinan myötä laskimme liikevaihto- ja tulosenusteita kuluvalle ja lähivuosille suhteellisen selvästi absoluuttisesti (liikevaihto >5 MEUR ja tulos ~1,5 MEUR)
- Markkinan heikkous ja Vincitin liiketoiminnan transformaatio useammalla rintamalla luovat selvää epävarmuutta ennusteisiin
- Odotamme liikevaihdon laskevan 13 % 85 MEUR:oon ja EBITA-%:n olevan 0,7 % vuonna 2024
- Pidämme hyvin todennäköisenä että yhtiö käynnistää uusia tehostustoimenpiteitä henkilöstön, mutta etenkin liiketoiminnan muiden kulujen karsimiseksi

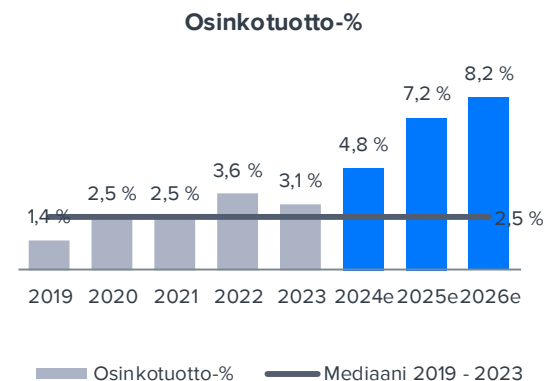
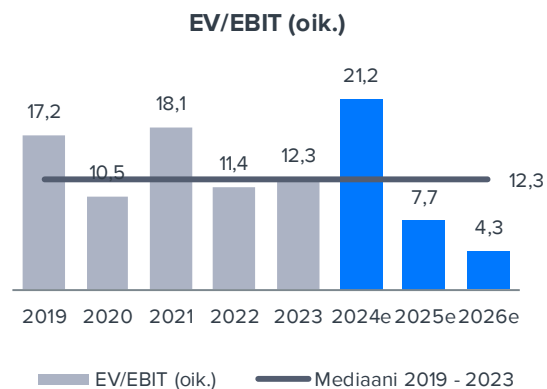
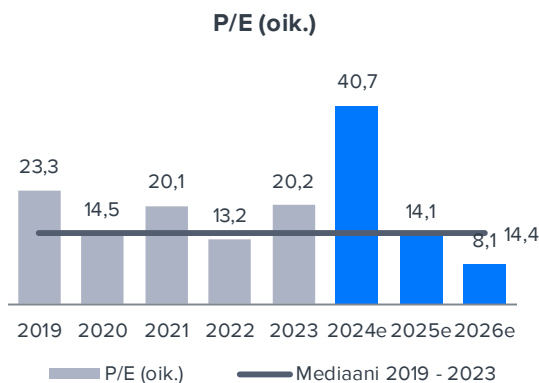
Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	89,9	85,2	-5 %	93,7	84,1	-10 %	99,6	89,2	-10 %
Käyttökate	2,6	1,6	-39 %	5,3	4,0	-24 %	6,8	6,1	-10 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,1	1,1	-47 %	4,5	3,0	-33 %	5,8	5,2	-11 %
Liikevoitto	-1,6	-2,6	-65 %	1,3	-0,2	-112 %	2,6	2,0	-25 %
Tulos ennen veroja	-1,5	-2,5	-69 %	1,5	-0,2	-110 %	2,8	2,1	-25 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,10	0,05	-49 %	0,23	0,15	-35 %	0,29	0,26	-12 %
Osakekohtainen osinko	0,10	0,10	0 %	0,15	0,15	0 %	0,17	0,17	0 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	5,00	7,18	8,02	4,16	3,23	2,08	2,08	2,08	2,08
Osakemäärä, milj. kpl	12,1	12,1	12,2	14,7	16,9	16,6	16,6	16,6	16,6
Markkina-arvo	60	87	98	69	53	34	34	34	34
Yritysarvo (EV)	59	79	93	59	41	24	23	22	20
P/E (oik.)	23,3	14,5	20,1	13,2	20,2	40,7	14,1	8,1	6,3
P/E	60,0	19,8	28,2	neg.	neg.	neg.	neg.	32,0	14,1
P/B	2,8	3,5	3,7	1,7	1,5	1,1	1,2	1,2	1,3
P/S	1,3	1,7	1,6	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	1,2	1,5	1,5	0,7	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	13,7	9,7	14,4	16,3	21,2	14,8	5,9	3,7	2,6
EV/EBIT (oik.)	17,2	10,5	18,1	11,4	12,3	21,2	7,7	4,3	3,0
Osinko/tulos (%)	84,0 %	49,7 %	70,4 %	neg.	neg.	neg.	neg.	261,8 %	135,5 %
Osinkotuotto-%	1,4 %	2,5 %	2,5 %	3,6 %	3,1 %	4,8 %	7,2 %	8,2 %	9,6 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e
Digia*	150	163	8,3	7,1	6,9	5,9	0,8	0,7	10,2	9,1	3,4	3,8
Digital Workforce*	44	29	27,8	11,8	23,6	10,8	1,1	0,9	44,8	19,9		
Gofore*	355	332	12,9	11,9	11,2	10,3	1,8	1,7	17,2	16,0	2,2	2,6
Loihde*	66	62	15,8	9,6	6,1	4,6	0,5	0,4	20,8	12,5	3,4	5,2
Innofactor*	60	66	13,7	11,5	9,3	7,5	0,8	0,8	17,4	14,3	4,8	5,4
Netum Group*	36	42	9,7	9,1	9,3	8,7	0,9	0,9	13,4	10,7	5,0	5,7
Siili Solutions*	57	60	10,0	8,3	6,8	5,3	0,5	0,5	14,0	11,1	4,0	4,3
Solteq*	12	36	28,0	11,6	9,8	7,5	0,7	0,6		30,4		
Tietoevry*	2110	3042	8,7	8,4	7,5	7,1	1,1	1,1	8,9	8,7	8,4	8,7
Witted Megacorp*	25	17	9,8	6,2	11,7	6,1	0,3	0,3	16,7	11,8		
Bouvet	605	650	15,1	13,6	12,3	11,3	2,0	1,8	18,0	16,4	4,9	5,5
Knowit	369	451	20,6	13,5	8,8	7,3	0,8	0,8	27,1	14,9	2,4	4,0
Endava PLC	1539	1702	18,4	16,2	13,5	11,9	1,9	1,8	18,0	18,1		
Kainos Group PLC	1253	1108	13,7	12,7	12,4	11,9	2,4	2,3	18,5	17,9	3,0	3,3
Globant SA	8876	8982	26,9	22,8	19,7	17,1	4,0	3,5	35,0	30,2		
Netcompany Group	2112	2427	21,5	17,7	16,0	13,5	2,7	2,5	26,3	20,2		
Avensia AB	29	34	11,5	8,9	7,4	6,5	0,9	0,9	13,0	9,6	3,3	5,6
CombinedX	58	59	8,6	6,9	5,4	4,6	0,7	0,7	10,9	8,6		
Vincit (Inderes)	34	24	21,2	7,7	14,8	5,9	0,28	0,28	40,7	14,1	4,8	7,2
Keskiarvo			15,5	13,8	11,4	9,0	1,3	1,2	24,7	16,0	4,1	5,0
Mediaani kaikki			13,7	11,8	9,8	7,5	0,9	0,9	18,0	14,9	3,7	5,3
Erotus-% vrt. mediaani			55 %	-35 %	52 %	-22 %	-70 %	-68 %	127 %	-5 %	30 %	37 %
Mediaani suomalaiset			11,5	9,6	9,3	7,1	0,8	0,7	17,0	11,8	4,2	5,3
Erotus-% vrt. Mediaani suomalaiset			85 %	-20 %	59 %	-17 %	-65 %	-61 %	140 %	19 %	13 %	37 %

Lähde: Refinitiv / Inderes *Inderesin oikaistu ennuste. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'22	H2'22	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	35,8	49,0	84,8	52,8	45,3	98,1	44,7	40,5	85,2	84,1	89,2	94,5
Palveluliiketoiminta	34,5	48,3	82,8	51,7	43,8	95,5	43,1	39,0	82,1	81,0	85,9	91,0
Tuoteliiketoiminta	1,4	1,3	2,7	1,5	1,5	3,0	1,6	1,5	3,1	3,3	3,5	3,7
Eliminoinnit	-0,1	-0,6	-0,7	-0,4	0,0	-0,4	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Käyttökate	2,9	0,8	3,6	2,3	-0,4	2,0	0,0	1,6	1,6	4,0	6,1	7,6
Poistot ja arvonalennukset	-1,2	-2,1	-3,4	-2,1	-2,1	-4,2	-2,1	-2,1	-4,2	-4,2	-4,1	-4,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,6	2,6	5,2	2,2	1,2	3,4	0,0	1,1	1,1	3,0	5,2	6,6
Liikevoitto	1,6	-1,4	0,2	0,3	-2,5	-2,2	-2,1	-0,5	-2,6	-0,2	2,0	3,6
Palveluliiketoiminta	2,7	2,6	5,2	2,1	-0,3	1,9	0,1	1,3	1,4	3,3	5,5	7,0
Tuoteliiketoiminta	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,5	-0,2	0,0	-0,2	0,1	0,3	0,3
Liikearvon poistot	-1,0	-1,9	-2,9	-1,8	-1,8	-3,6	-1,8	-1,6	-3,4	-3,2	-3,2	-3,0
Nettorahoituskulut	0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	0,1	0,0	0,1	0,0	0,2	0,2
Tulos ennen veroja	1,8	-1,6	0,2	0,1	-2,6	-2,5	-2,0	-0,5	-2,5	-0,2	2,1	3,8
Verot	-0,4	0,0	-0,4	-0,4	0,0	-0,4	-0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-1,1	-1,4
Vähemmistöosuudet	-0,2	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,2	-1,5	-0,3	-0,3	-2,6	-2,9	-2,1	-0,7	-2,8	-0,8	1,1	2,4
EPS (oikaistu)	0,15	0,17	0,32	0,10	0,06	0,16	0,00	0,05	0,05	0,15	0,26	0,33
EPS (raportoitu)	0,08	-0,10	-0,02	-0,02	-0,15	-0,17	-0,13	-0,04	-0,17	-0,05	0,06	0,15
Tunnusluvut	H1'22	H2'22	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	22,6 %	65,5 %	37,9 %	47,5 %	-7,6 %	15,7 %	-15,3 %	-10,7 %	-13,2 %	-1,3 %	6,1 %	6,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-5,5 %	9,0 %	1,3 %	-14,8 %	-54,8 %	-35,0 %	-100,0 %	-5,1 %	-66,6 %	171,2 %	69,8 %	28,1 %
Käyttökate-%	8,0 %	1,6 %	4,3 %	4,4 %	-0,8 %	2,0 %	0,0 %	4,0 %	1,9 %	4,8 %	6,8 %	8,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,2 %	5,3 %	6,1 %	4,1 %	2,6 %	3,4 %	0,0 %	2,8 %	1,3 %	3,6 %	5,8 %	7,0 %
Nettotulos-%	3,4 %	-3,0 %	-0,3 %	-0,5 %	-5,7 %	-2,9 %	-4,8 %	-1,7 %	-3,3 %	-0,9 %	1,2 %	2,6 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	2,2	24,5	20,1	17,4	14,7
Liikearvo	0,0	20,7	17,5	14,3	11,1
Aineettomat hyödykkeet	1,1	1,6	2,2	2,9	3,4
Käyttöomaisuus	0,7	0,6	0,4	0,2	0,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	35,6	32,4	29,0	29,1	31,4
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	25,2	20,3	18,3	18,1	19,2
Likvidit varat	10,3	12,2	10,7	11,0	12,2
Taseen loppusumma	62,0	57,0	49,1	46,4	46,1

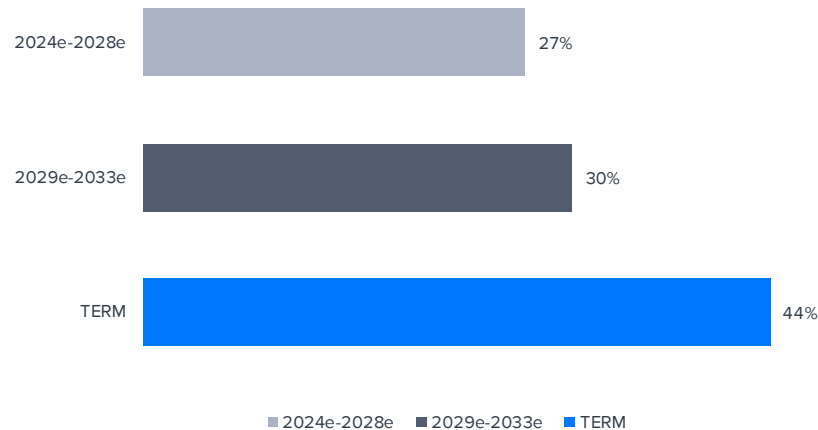
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	41,6	36,1	31,6	29,2	27,8
Osakepääoma	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Kertyneet voittovarot	7,6	2,3	-2,2	-4,7	-6,1
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	33,1	33,3	33,3	33,3	33,3
Vähemmistöosuus	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,2	0,1	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	20,3	20,8	17,5	17,2	18,3
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	20,3	20,7	17,5	17,2	18,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	62,0	57,0	49,1	46,4	46,1

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	15,7 %	-13,2 %	-1,3 %	6,1%	6,0 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	-2,3 %	-3,0 %	-0,2 %	2,2 %	3,8 %	4,4 %	4,7 %	4,8 %	6,7 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Liikevoitto	-2,2	-2,6	-0,2	2,0	3,6	4,3	4,8	5,1	7,4	6,8	6,9	
+ Kokonaispoistot	4,2	4,2	4,2	4,1	4,0	3,7	3,4	3,7	1,7	1,4	1,4	
- Maksetut verot	-0,3	-0,4	-0,6	-1,1	-1,4	-1,4	-1,5	-1,6	-1,6	-1,4	-1,4	
- 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	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	5,5	-1,3	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	7,2	-0,1	3,4	5,0	6,3	6,6	6,7	7,3	7,5	6,8	6,9	
+ 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	
- Bruttoinvestoinnit	-2,4	0,3	-1,4	-1,5	-1,4	-1,3	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	4,8	0,2	2,0	3,5	4,9	5,3	5,4	6,0	6,2	5,4	5,5	
+/- 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	4,8	0,2	2,0	3,5	4,9	5,3	5,4	6,0	6,2	5,4	5,5	52,9
Diskontattu vapaa kassavirta		0,2	1,7	2,8	3,4	3,3	3,0	2,9	2,7	2,1	1,9	18,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		42,6	42,4	40,7	38,0	34,6	31,3	28,3	25,4	22,6	20,5	18,6
Velaton arvo DCF		42,6										
- Korolliset velat		-0,1										
+ Rahavarat		12,2										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-1,7										
Oman pääoman arvo DCF		53,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		3,2										

Rahavirran jakauma jaksoittain



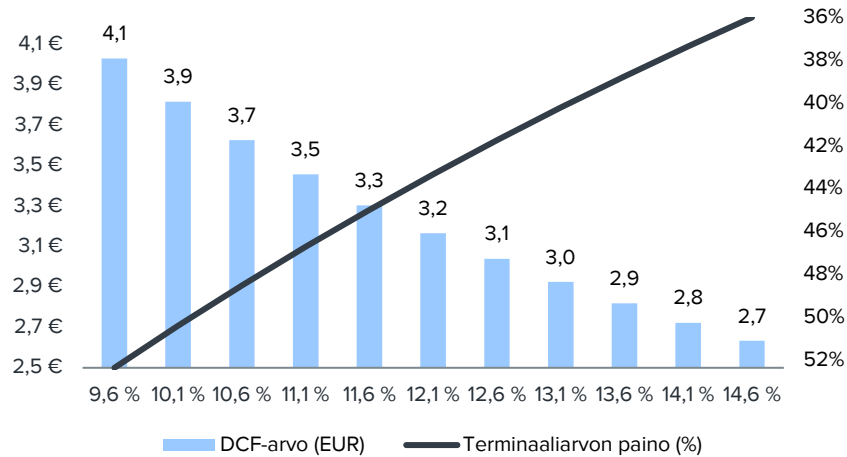
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,80
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	12,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	12,1 %

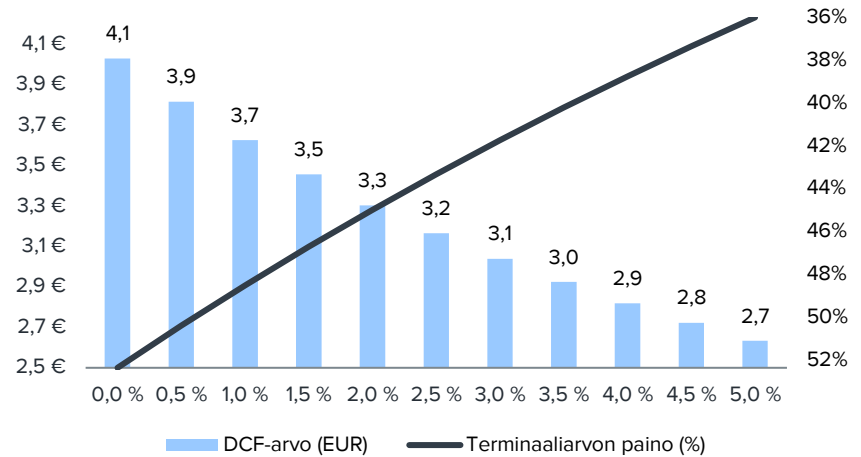
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

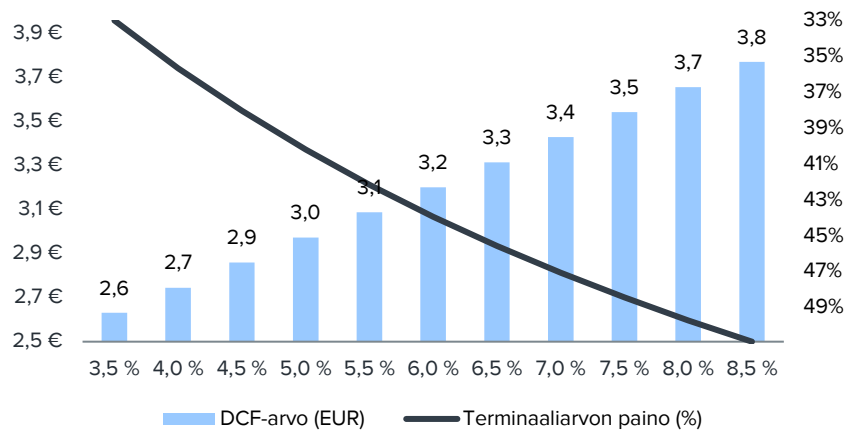
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



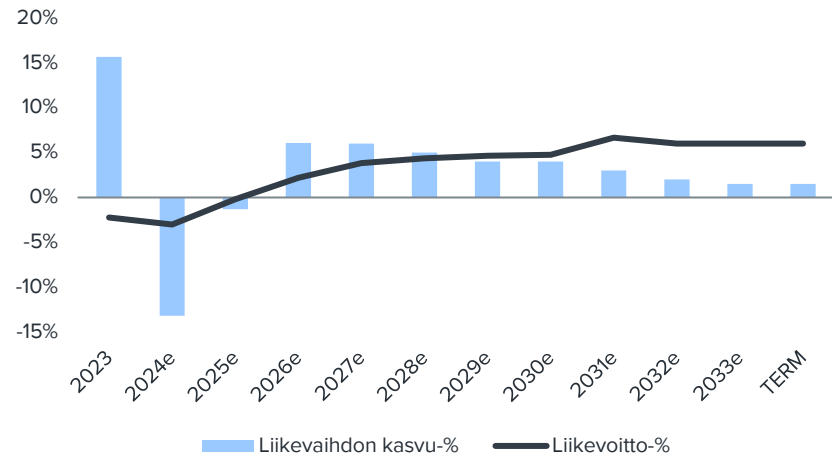
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	61,5	84,8	98,1	85,2	84,1	EPS (raportoitu)	0,28	-0,02	-0,17	-0,17	-0,05
Käyttökate	6,5	3,6	2,0	1,6	4,0	EPS (oikaistu)	0,40	0,32	0,16	0,05	0,15
Liikevoitto	4,1	0,2	-2,2	-2,6	-0,2	Operat. kassavirta / osake	0,46	0,07	0,42	-0,01	0,21
Voitto ennen veroja	4,8	0,2	-2,5	-2,5	-0,2	Vapaa kassavirta / osake	0,01	-0,87	0,28	0,01	0,12
Nettovoitto	3,5	-0,3	-2,9	-2,8	-0,8	Omapääoma / osake	2,17	2,80	2,13	1,91	1,76
Kertaluontoiset erät	-1,0	-4,9	-5,6	-3,7	-3,2	Osinko / osake	0,20	0,15	0,10	0,10	0,15
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	39,1	62,0	57,0	49,1	46,4	Liikevaihdon kasvu-%	17 %	38 %	16 %	-13 %	-1 %
Oma pääoma	27,4	41,6	36,1	31,6	29,2	Käyttökateen kasvu-%	-21 %	-44 %	-46 %	-18 %	149 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-33 %	1 %	-35 %	-67 %	171 %
Nettovelat	-8,7	-10,2	-12,1	-10,7	-11,0	EPS oik. kasvu-%	-20 %	-21 %	-49 %	-68 %	188 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	10,5 %	4,3 %	2,0 %	1,9 %	4,8 %
Käyttökate	6,5	3,6	2,0	1,6	4,0	Oik. Liikevoitto-%	8,3 %	6,1 %	3,4 %	1,3 %	3,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,0	-2,1	5,5	-1,3	0,0	Liikevoitto-%	6,7 %	0,3 %	-2,3 %	-3,0 %	-0,2 %
Operatiivinen kassavirta	5,6	1,0	7,2	-0,1	3,4	ROE-%	13,6 %	-0,8 %	-7,4 %	-8,4 %	-2,5 %
Investoinnit	-5,4	-13,8	-2,4	0,3	-1,4	ROI-%	15,4 %	0,7 %	-5,7 %	-7,1 %	0,0 %
Vapaa kassavirta	0,2	-12,8	4,8	0,2	2,0	Omavaraisuusaste	70,2 %	67,0 %	63,4 %	64,4 %	62,9 %
						Nettovelkaantumisaste	-31,6 %	-24,5 %	-33,4 %	-33,8 %	-37,7 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	1,5	0,7	0,4	0,3	0,3						
EV/EBITDA	14,4	16,3	21,2	14,8	5,9						
EV/EBIT (oik.)	18,1	11,4	12,3	21,2	7,7						
P/E (oik.)	20,1	13,2	20,2	40,7	14,1						
P/B	3,7	1,7	1,5	1,1	1,2						
Osinkotuotto-%	2,5 %	3,6 %	3,1 %	4,8 %	7,2 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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 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 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 tehdyin arviot 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 yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatinen 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.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
20.6.2019	Lisää	5,70 €	5,00 €
23.8.2019	Osta	5,00 €	3,90 €
21.10.2019	Lisää	5,60 €	5,10 €
6.2.2020	Lisää	5,20 €	4,73 €
23.3.2020	Lisää	3,50 €	3,05 €
24.4.2020	Osta	4,50 €	3,75 €
28.5.2020	Vähennä	4,50 €	4,76 €
28.8.2020	Osta	6,20 €	5,24 €
30.10.2020	Osta	7,50 €	6,28 €
5.2.2021	Osta	10,00 €	8,64 €
22.3.2021	Osta	10,50 €	9,12 €
30.4.2021	Vähennä	11,50 €	11,20 €
26.5.2021	Osta	11,50 €	9,28 €
16.7.2021	Lisää	11,50 €	10,40 €
30.7.2021	Lisää	11,50 €	10,45 €
5.10.2021	Osta	10,50 €	7,58 €
29.10.2021	Lisää	9,80 €	8,60 €
4.2.2022	Vähennä	7,80 €	7,56 €
25.2.2022	Lisää	6,70 €	5,70 €
29.4.2022	Lisää	6,70 €	5,66 €
1.7.2022	Osta	7,20 €	5,91 €
26.8.2022	Lisää	6,40 €	5,65 €
28.10.2022	Lisää	5,20 €	4,45 €
1.3.2023	Osta	5,70 €	4,55 €
28.4.2023	Osta	6,00 €	4,83 €
25.5.2023	Osta	6,00 €	4,60 €
5.7.2023	Lisää	4,80 €	3,90 €
28.7.2023	Lisää	4,30 €	3,59 €
27.10.2023	Osta	4,30 €	2,90 €
22.12.2023	Lisää	4,00 €	3,22 €
23.2.2024	Lisää	3,30 €	2,75 €
26.4.2024	Lisää	3,10 €	2,61 €
19.7.2024	Vähennä	2,60 €	2,41 €
22.10.2024	Vähennä	2,30 €	2,08 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa 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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**