

EcoUp

Yhtiöraportti

30.5.2022 8:45



Antti Viljakainen
+358 44 591 2216
antti.viljakainen@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Tavoitteiden siirto murjoi tarinan uuteen uskoon

Leikkaamme EcoUpin tavoitehintamme 5,75 euroon (aik. 8,50 €) ja pudotamme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. osta). EcoUp antoi perjantai-iltana negatiivisen tulosvaroituksen kuluvan vuoden tuloksestaan ja siirsi eteenpäin kahdella vuodella keskipitkän ajan taloudellisia tavoitteitaan. Päivitykset johtivat merkittäviin negatiivisiin ennustemuutoksiin lähivuosille, kun taas samaan aikaan osakemarkkinoiden lyhentynyt tähtäin on painanut yhtiön hyväksyttävää arvostusta etenkin teknologia-liiketoiminnan osalta. Selvästi vajonneen osien summan ja muiden arvostusmallien pohjalta osakkeen 12 kk:n tuotto-odotus ei mielestämme riitä kattamaan kasvaneita riskejä.

Lunta tupaan lyhyellä ja myös keskipitkällä tähtäimellä

EcoUp tiedotti perjantaina, että tuotantokustannusten nopea nousu vaikuttaa yhtiön liiketoiminnan marginaaleihin heikentävästi. Siten konsernin operatiivisen vertailukelpoisen liikeluoksen arvioidaan jäävän edellisuotta alhaisemmaksi (aik. ei ohjeistusta), vaikka konsernin liikevaihto on vuoden 2022 alusta lukien kasvanut. Muutokseen vaikuttavat erityisesti Venäjän hyökkäyssota Ukrainaan sekä vielä koronapandemia, joiden seurauksena Kiertotaloustuotteet- ja palvelut -liiketoiminnan materiaalien, energian ja logistiikan kustannukset ovat nousseet vauhdilla. Nämä tekijät ovat myös lisänneet epävarmuutta rakentamisen toimialalla. Vallitseva tilanne vaikuttaa myös Kiertotalousteknologia-liiketoiminnan toimijoiden päätöksentekoon hidastavasti. Taustalla ovat muun muassa nopeasti muuttuvat materiaalikulut teräksen ja eräiden prosessikemikaalien osalta, sekä yleisesti uuden teknologian käyttöönottoon ja hyödyntämiseen liittyvät kaupalliset riskit, joiden koetaan korostuvan. Edellä kuvatuista tekijöistä johtuen EcoUp siirtää myös arviotaan taloudellisten tavoitteidensa (65 MEUR liikevaihto ja 20 %:n EBITDA-%) toteutumisen ajankohdasta vuoden 2024 lopusta vuoden 2026 loppuun.

Ennusteet menivät täysin uusiksi

Kuluvaa vuotta koskeva tulosvaroitusta oli meille yllätys ja selvä pettymys toimialalle jo jonkun aikaa kasaantuneista inflaatoriskeistä huolimatta. Kuluvaa vuotta suurempi ongelma on mielestämme silti keskipitkän aikavälin tavoitteiden potkiminen eteenpäin. Tämä viittaa inflaation ja epävarmuuden ottaneen toistaiseksi niskalengin vihreän rakentamisen trendistä etenkin Kiertotalousteknologiassa, jossa yhtiöllä saattaa tulla tarve isompiinkin konseptimuutoksiin, jos tilanne ei oikene nopeasti. Uskomme yhä vihreän trendin etenevän tulevaisuudessa kuluttajien valintojen ja regulaation myötä, mutta EcoUpin lyhyen tähtäimen kustannus- ja myös liikevaihto-ongelmien takia olemme pudottaneet tulosennusteitamme lähivuosille useita kymmeniä prosentteja. Arvioimme sen yltävän tavoitteidensa tasolle vuonna 2026, minkä taustalla ovat liiketoimintaa tukevien kysyntätrendien lisäksi EcoUpin investoinnit tuote- ja palveluliiketoimintaan ja teknologia-liiketoiminnan viiveellä etenevä kaupallistaminen.

Laskeneen osien summan valossa lyhyen ajan nousuvara on vähissä

Arvotamme kahdesta hyvin eri tavoin hinnoiteltavasta liiketoiminnasta koostuvaa EcoUpia osien summa - mallin ja myös DCF:n avulla. Osien summa -mallillamme saamme osakkeen arvoksi noin 4,5-6,6 euroa (aik. 7-10 €). Osien summan noin 30 %:n lasku johtuu perjantain kylmän suihkun jälkeen molemmissa liiketoiminnoissa laskeneista ennusteistamme sekä myös paineesta olleesta arvostustasosta Kiertotalousteknologiassa. Rajusti heikompaan muuttunut tilannekuva huomioiden emme näe osakkeessa lyhyen ajan nousuvaraa, sillä tulosvaroitusta sekä taloudellisten tavoitteiden siirtäminen veivät osakkeelta positiiviset lyhyen ajan ajurit ja DCF:n (noin 6 €/osake) väläyttämään kiinnostavaan pitkän ajan tuloskasvupotentiaaliin on vaikea nojata ennen paluuta oikeille raiteille.

Suositus

Vähennä

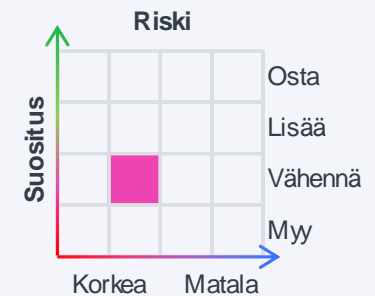
(aik. Osta)

5,75 EUR

(aik. 8,50 EUR)

Osakekurssi:

5,24 EUR



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	31,4	35,4	43,3	53,1
kasvu-%	20 %	13 %	22 %	23 %
EBIT oik.	2,6	0,5	2,5	4,5
EBIT-% oik.	8,3 %	1,5 %	5,9 %	8,5 %
Nettotulos	1,1	-0,3	1,0	2,5
EPS (oik.)	0,18	0,02	0,17	0,33

P/E (oik.)	37,5	>100	31,0	15,7
P/B	2,5	2,1	2,0	1,8
Osinkotuotto-%	0,9 %	0,6 %	0,8 %	1,9 %
EV/EBIT (oik.)	21,3	84,1	18,1	10,0
EV/EBITDA	11,1	12,2	7,9	5,6
EV/Liikevaihto	1,8	1,3	1,1	0,8

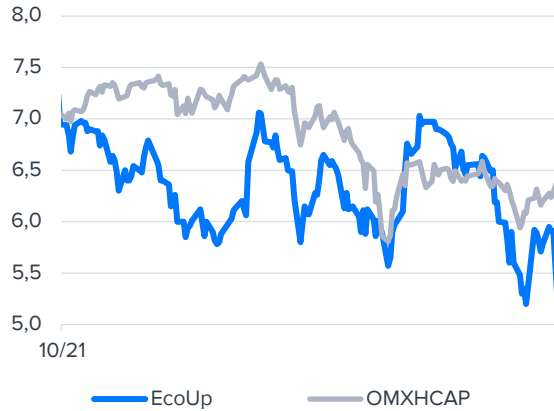
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

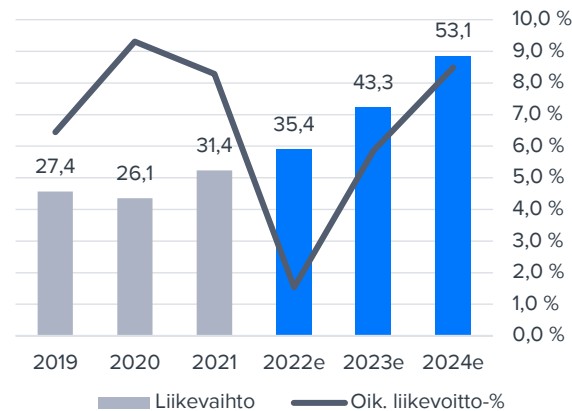
EcoUpin operatiivisen vertailukelpoisen liikeluoksen arvioidaan jäävän edellisuotta alhaisemmaksi, vaikka konsernin liikevaihto on vuoden 2022 alusta lukien kasvanut verrattuna edellisen vuoden vastaavaan ajanjaksoon.

Osakekurssi



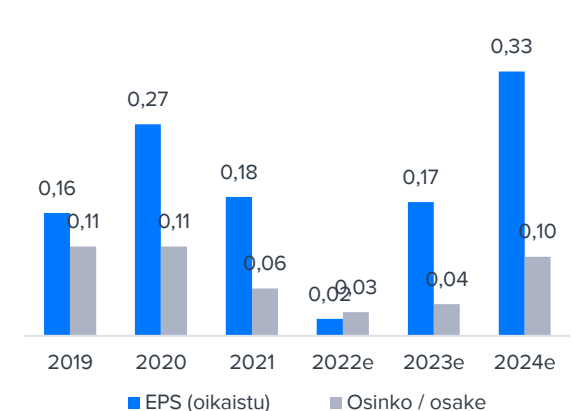
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kierrätykseen ja päästöihin liittyvä lainsäädäntö ja yleinen ilmapiiri tukevat liiketoimintoja
- Volyyimikasvu perinteisessä liiketoimininnassa Suomessa
- Merkittävä kansainvälinen potentiaali skaalautuvassa Kiertotalousteknologiassa
- Hyvä positioituminen ESG-teemoihin voi tukea arvostusta



Riskitekijät

- Vihreän trendin siirtyminen tai peruuntuminen
- Kiertotalousteknologian kaupallistamisessa ja IPR:n suojaamisessa onnistuminen
- Track-record molemmista liiketoiminnoista on vielä lyhyt tai rajallinen
- Kilpailu pätevistä työntekijöistä
- Kustannusinflaatio

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	5,24	5,24	5,24
Osakemäärä, milj. kpl	8,87	8,87	8,87
Markkina-arvo	46	46	46
Yritysarvo (EV)	46	46	45
P/E (oik.)	>100	31,0	15,7
P/E	neg.	46,6	18,9
P/Kassavirta	neg.	>100	27,4
P/B	2,1	2,0	1,8
P/S	1,3	1,1	0,9
EV/Liikevaihto	1,3	1,1	0,8
EV/EBITDA (oik.)	12,2	7,9	5,6
EV/EBIT (oik.)	84,1	18,1	10,0
Osinko/tulos (%)	neg.	35,6 %	36,1 %
Osinkotuotto-%	0,6 %	0,8 %	1,9 %

Lähde: Inderes

Lyhyen ja keskipitkän ajan näkymä heikkeni selvästi

Ennustemuutokset 2022e-2024e

- Leikkasimme tulosvaroituksen ja tavoitteiden siirron jälkeen EcoUpin kuluvaan vuoden ja lähivuosien liikevaihtoennusteitamme Kiertotaloustuotteiden- ja palveluiden osalta, sillä arvioimme rakentamisen suhdanne ja inflaatio vaikuttavat heikentävän yhtiön volyymikasvua. Odotamme eristetuotevolyyymien kasvavan tänä vuonna ja lähivuosina selvästi vihreän rakentamisen trendin ajamana. Hinnoittelun osalta muutokset olivat myös lievästi negatiivisia.
- Emme enää odota yhtiön saavan teknologia-liikevaihtoa tänä vuonna. Näin ollen kasvu on käytännössä kokonaan perinteisen liiketoiminnan varassa. Siirsimme myös lähivuosien teknologia-liikevaihdon ennusteitamme eteenpäin noin 1-2 vuodella, mutta odotamme silti pientä teknologia-liikevaihto- tai oman laitoksen materiaalityymin kasvua ensi vuonna (myös 2022 ennusteissa on tätä hieman).
- Marginaaliennusteet laskivat selvästi, sillä EcoUp ei näytä pystyvän paikkaamaan raaka-aineiden, energian ja logistiikan inflaatiota hintojen korotuksilla. Näin ollen ennustemme myyntikate-% ja muut kulut-% kehittyivät negatiivisesti.
- Odotamme yhtiön hidastavan hieman OPEX- ja CAPEX-panostuksia markkinan ja teknologian kaupallistamisentökkimisen takia, mutta investoinnit tulevaisuuteen jatkuvat silti voimakkaina ja pitävät vapaan kassavirran pakkasella
- Pitkän ajan ennustemuutokset jäivät vähäisemmiksi

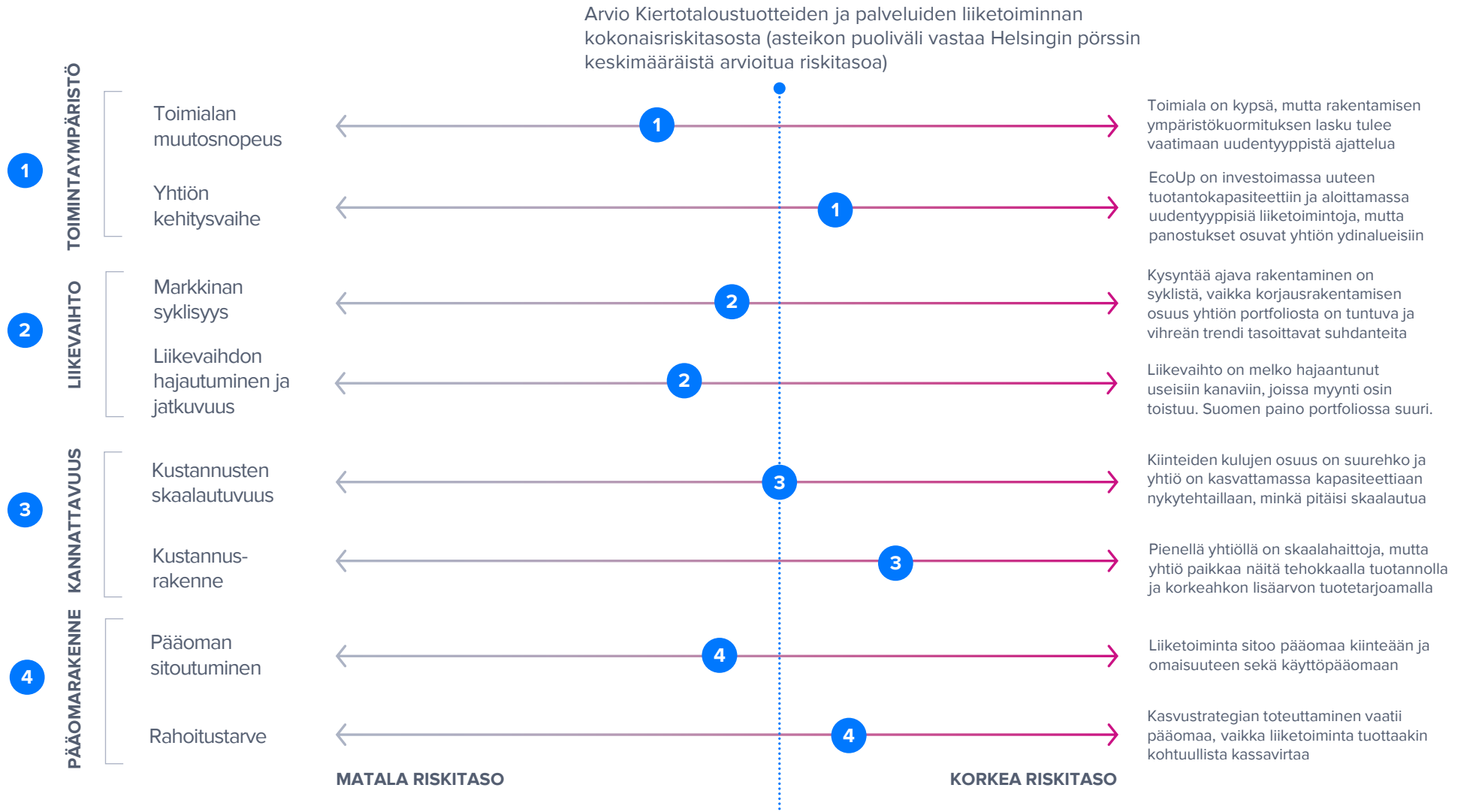
Operatiiviset tulosajurit 2020-2023e:

- Tänä vuonna kasvu on Kiertotaloustuotteiden ja -palveluiden varassa. Odotamme volyymikasvua tuotteista ja myös kuluttajien eristeremonttikonseptin pitäisi tukea kasvua, vaikka laskenut kuluttajaluottamus onkin loiventanut siihen liittyviä ennusteita. Arvioimme Kiertotaloustuotteiden ja -palveluiden saavuttavan merkittävää volyymivetoista tuloskasvua vuosista 2023 alkaen, kun vihreän rakentamisen trendi on edennyt ja inflaatio helpottaa
- Odotamme Kiertotalousteknologian kontribuoivan yhtiön kasvuun kunnolla vuonna 2023 alkaen, mutta tuloksen osalta tulituki venynee hitaammin käynnistyvän liikevaihtokertymän takia vuosiin 2025-2026
- EcoUpin molempien liiketoimintojen korkeiden myyntikatteiden ja isojen poistojen takia kasvun rooli tuloskasvun osalta on iso ja muutokset kasvuennusteissa vaikuttavat voimalla marginaaleihin
- Mielestämme EcoUpin tavoitteet 65 MEUR:n liikevaihdosta ja 20 %:n EBITDA-%:sta ovat yhtiön liiketoimintojen rakenteisiin ja pitkän ajan ajureiden suhteutettuna realistisia, mutta tavoitteiden saavuttaminen vaatii molemmilta liiketoimintojen vetoapua

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	39,7	35,4	-11 %	48,9	43,3	-11 %	56,5	53,0	-6 %
Käyttökate	6,6	3,7	-44 %	9,6	5,8	-39 %	11,8	8,0	-32 %
Liikevoitto	2,9	0,0	-99 %	5,7	2,0	-64 %	7,8	4,5	-42 %
Tulos ennen veroja	2,6	-0,3	-110 %	5,4	1,7	-68 %	7,5	3,7	-51 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,26	0,02	-92 %	0,50	0,17	-66 %	0,69	0,33	-52 %
Osakekohtainen osinko	0,09	0,03	-67 %	0,16	0,04	-75 %	0,19	0,10	-49 %

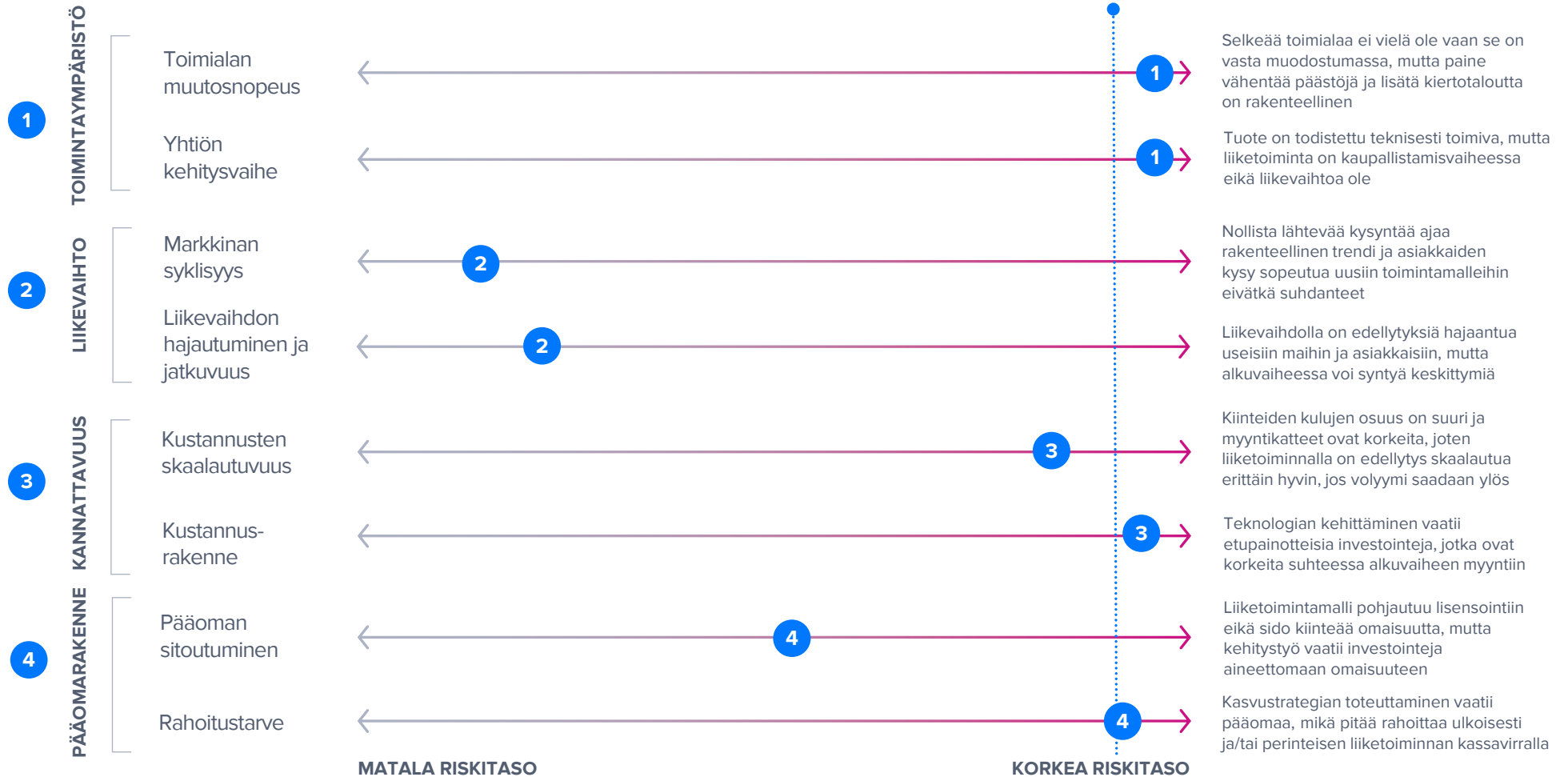
Lähde: Inderes

Kiertotaloustuotteiden ja -palveluiden liiketoimintamallin riskiprofiili



Kiertotalousteknologian liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Kiertotalousteknologian liiketoiminnan kokonaisriskitasosta (asteikon puoliväli vastaa Helsingin pörssin keskimääräistä arvioitua riskitasoa)



SOTP ja DCF ottivat lukua ja tuotto-odotus sulii

Molempien liiketoimintojen arvo putosi osien summassa

Kiertotaloustuotteet ja -palvelut tulisi mielestämme arvottaa EV/EBITDA-kertoimella 6,5x-8,5x (aik. 7x-9x) ja vastaavasti EV/EBIT-kertoimella 11x-13x (ennallaan). Hyväksymämme arvostus on mineraalivillaa tuottavien kansainvälisten jättien eli Rockwoolin ja Kingspanin pidemmän ajan keskiarvojen tasoilla ja nykytasojen alapuolella, mikä on mielestämme EcoUpin tietyt alennustekijät huomioiden perusteltua. Näillä kertoimilla ja Kiertotaloustuotteille ja -palveluille vuoden 2021 toteumaan sekä 2022-2023 ennusteisiin pohjautuvalla keskimääräisellä reilun 5 MEUR:n käyttökatteella ja saamme liiketoiminnan velattomaksi arvoksi 35-45 MEUR (aik. 45-60 MEUR). Arvo on laskenut etenkin ennusteiden laskun takia.

Kiertotalousteknologian arvotamme liiketoiminnan odotettuun kasvun ja kannattavuuden yhdistelmään ja EV/S-kertoimeen sekä liiketoiminnan omaan karkeaan DCF-malliin perustuen nyt 3-11 MEUR:oon (aik. 10-20 MEUR). Mielestämme liiketoiminnataan liittyvä tuottovaatimus on selvässä nousussa, sillä rahapolitiikan kiristyminen on painanut merkittävästi varhaisen vaiheen teknologiayhtiöiden arvostuksia viime kuukausina. Tätä liikevaihtoennusteiden siirtyminen vielä tehostaa, joten arvoon on kohdistunut painetta kahta reittä.

Näin ollen saamme EcoUpin velattomaksi arvoksi päivitysten jälkeen noin 38-55 MEUR. Myös nettovelan ennusteemme mallissa nousi hieman johtuen kuluvan vuoden aiempaa arviota heikommasta tuloskehityksestä. Näin ollen EcoUp-konsernin osakkeen käyväksi arvoksi muodostuu tätä kautta 4,5-6,5 €/osake, kun taas perusskenaariomme on noin haarukan puolivälissä noin 5,5 eurossa. Näin ollen emme pidä osakkeen reilun 5 euron hintalappua huomattavan edullisena suhteessa laskeneeseen

arvioomme yhtiön käyvästä arvosta. Siten nykykurssilla sijoittajien tuotto-odotus jää mielestämme nyt tuottovaatimuksen alapuolelle etenkin 12 kuukauden tähtäimellä. Pidemmälle on vaikea perjantain tiedotteen jälkeen vaikea nojata, vaikka osakkeeseen liittyvät pitkän ajan houkuttelevat trendit ja niiden luoma tuntuva tuloskasvuvara ovat mielestämme yhä tallella mutta aiempaa kauempana. Vuoden 2026 ennusteiden toteutuessa yhtiö voisi arviomme mukaan tarjota noin 20 %:n vuosituotto-odotuksen seuraavalle noin 4,5 vuodelle, mutta tuotto-odotuksen takapainoisuuden ja nousseen tuottovaatimuksen takia tähän nojaaminen ei houkuta ongelmien ilmaannuttua. Lisäksi tulosvaroitusta pilotti tehokkaasti osakkeen positiiviset ajurit lähiajoilta.

Myös DCF-arvo laskee eikä tukitasojakaan ole

Ennusteisiimme pohjautuen DCF-mallimme EcoUpin osakekannan käypä arvo laskeneista ennusteistamme ja noin 1%-yksiköllä noussesta tuottovaatimuksesta huolimatta on 6 €/osake perusskenaariossamme, mikä antaa hieman positiivisemmän kuvan arvostuksesta. Käytännössä DCF-malli sisältää oletuksen Kiertotalousteknologian kohtuullisesta kaupallisesta läpilyönnistä kassavirtaa tuottavaksi yksiköksi, vaikka tähän liittyvä viive onkin kasvanut perjantain tiedotteen myötä. Siten malliin liittyvät riskit ovat selkeät, vaikka tuottovaatimus onkin jo korkea.

Tulospohjaisesti EcoUp on mielestämme kireästi hinnoiteltu sekä vuoden 2022 että vuoden 2023 kertoimilla. Näin ollen vasta vuoden 2024 ennusteet alkavat näyttää varovaisen houkuttelevilta, mutta näkyvyys tänne asti on heikko. Kun huomioidaan vielä että P/B 2,1x ja EV/S 1,3x eivät anna osakkeelle mitään tukitasoja toistaiseksi, osakkeen tuotto/riski-suhde mielestämme puolittaa mielestämme lisäostojen jähin laittamisen tässä vaiheessa.

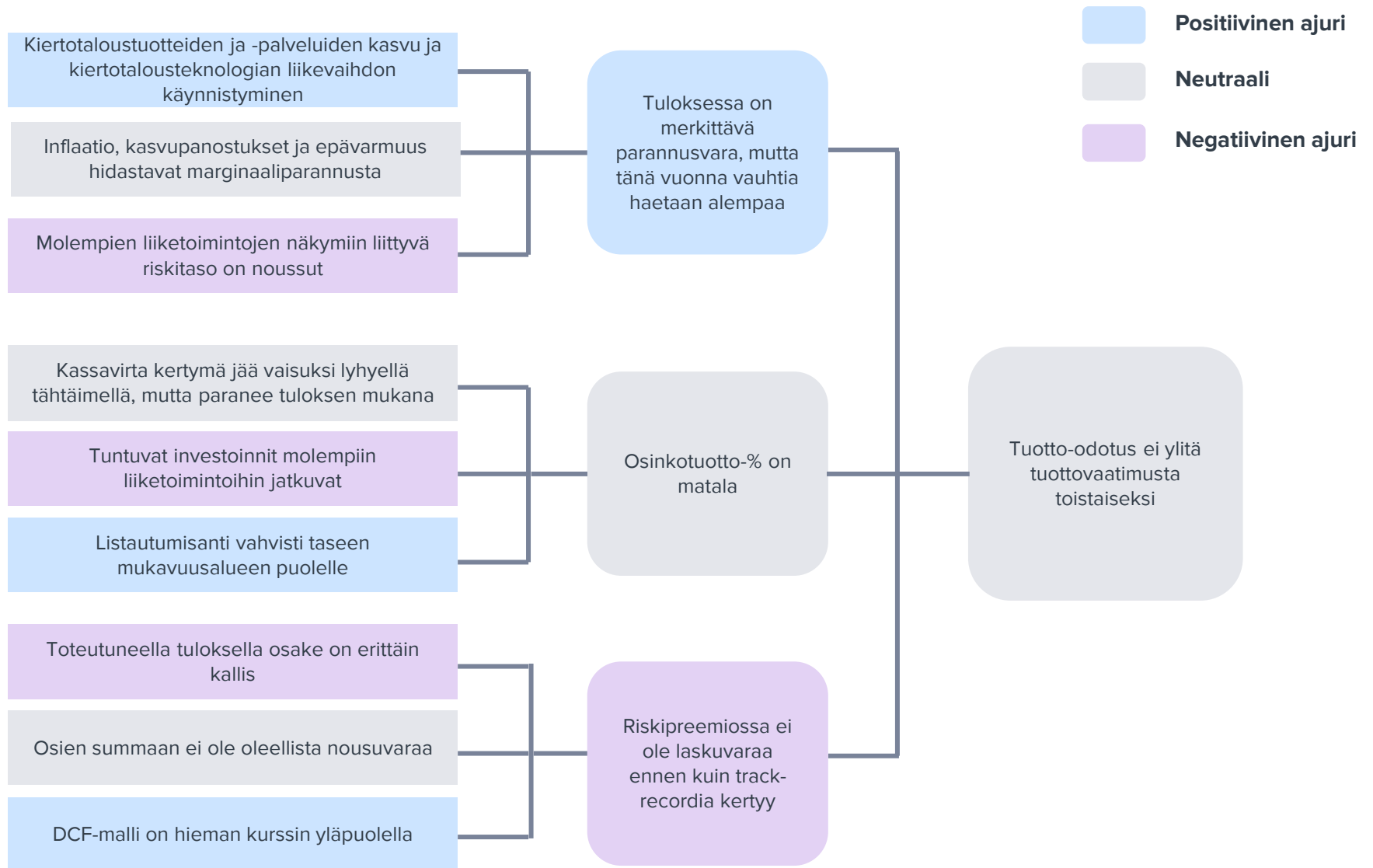
Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	5,24	5,24	5,24
Osakemäärä, milj. kpl	8,87	8,87	8,87
Markkina-arvo	46	46	46
Yritysarvo (EV)	46	46	45
P/E (oik.)	>100	31,0	15,7
P/E	neg.	46,6	18,9
P/Kassavirta	neg.	>100	27,4
P/B	2,1	2,0	1,8
P/S	1,3	1,1	0,9
EV/Liikevaihto	1,3	1,1	0,8
EV/EBITDA (oik.)	12,2	7,9	5,6
EV/EBIT (oik.)	84,1	18,1	10,0
Osinko/tulos (%)	neg.	35,6 %	36,1 %
Osinkotuotto-%	0,6 %	0,8 %	1,9 %

Lähde: Inderes

EcoUpin osien summa -malli

	Alaraja	Neutraali	Yläaraja
Kiertotaloustuotteet ja -palvelut (MEUR)	35	41	46
Kiertotalousteknologia (MEUR)	3	7	11
EV (MEUR)	38	48	57
Nettokassa vuoden 2022 lopussa	1	1	1
Osakkeen käypä arvo (€)	4,5	5,5	6,5
Potentiaali pörssikurssiin (%)	-15 %	5 %	25 %

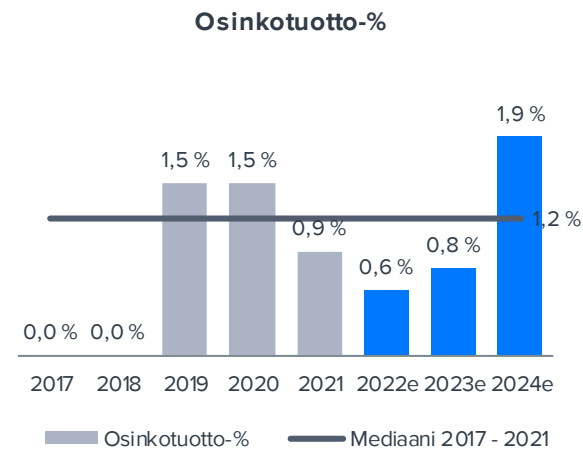
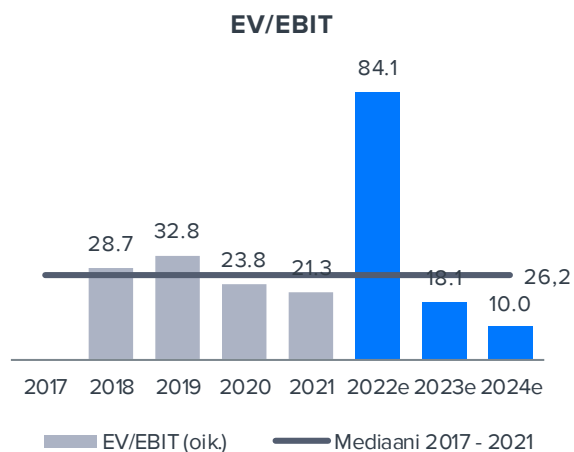
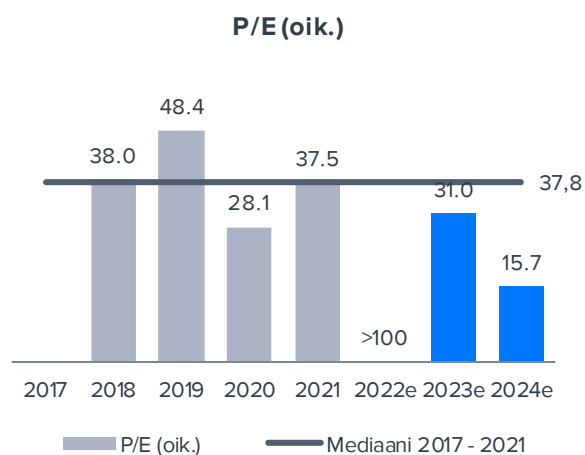
Osaketuoton ajurit 2022e-2024e



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi		7,52	7,52	7,52	6,58	5,24	5,24	5,24	5,24
Osakemäärä, milj. kpl		6,62	6,62	6,62	8,87	8,87	8,87	8,87	8,87
Markkina-arvo		50	50	50	58	46	46	46	46
Yritysarvo (EV)		58	58	58	55	46	46	45	41
P/E (oik.)		38,0	48,4	28,1	37,5	>100	31,0	15,7	9,4
P/E		47,8	73,1	34,4	55,3	neg.	46,6	18,9	10,4
P/Kassavirta		neg.	neg.	39,9	neg.	neg.	>100	27,4	9,9
P/B		7,4	7,2	6,6	2,5	2,1	2,0	1,8	1,6
P/S		1,9	1,8	1,9	1,9	1,3	1,1	0,9	0,8
EV/Liikevaihto		2,3	2,1	2,2	1,8	1,3	1,1	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)		17,3	17,5	13,6	11,1	12,2	7,9	5,6	3,8
EV/EBIT (oik.)		28,7	32,8	23,8	21,3	84,1	18,1	10,0	5,9
Osinko/tulos (%)		0,0 %	109,7 %	51,6 %	50,4 %	neg.	35,6 %	36,1 %	23,9 %
Osinkotuotto-%		0,0 %	1,5 %	1,5 %	0,9 %	0,6 %	0,8 %	1,9 %	2,3 %

Lähde: Inderes



HUOM: Markkina-arvoksi ja osakekurssiksi 2018-2020 on asetettu listautumishinta

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
Uponor	5,24	46				5,5				20,2	10,5	1,7	3,1	1,9
Balco	16,06	1175	1328	7,8	7,7	5,8	5,7	0,9	0,9	10,8	11,1	4,6	5,0	2,5
FM Matsson Mora	91,00	189	199	13,6	10,6	10,9	8,8	1,6	1,3	17,0	13,7	2,4	2,9	2,5
Inwido	206,50	236	222	8,5	7,8	6,9	6,4	1,5	1,4	10,7	10,6	3,9	4,1	3,0
H+H International	130,10	714	817	8,4	7,8	6,6	6,1	0,9	0,8	10,2	9,9	5,1	5,3	1,5
Lindab International	162,60	385	459	0,6	0,7	0,5	0,5	0,1	0,1	7,1	8,2		1,5	1,4
Munters Group		1404	1593	11,7	11,2	9,0	8,5	1,5	1,4	13,7	12,9	3,3	3,6	2,3
Rockwool	63,05	1101	1357	14,2	10,8	10,5	8,3	1,5	1,3	15,6	13,3	1,8	2,6	2,4
EcoUp (Inderes)		46	46	84,1	18,1	12,2	7,9	1,3	1,1	242,1	31,0	0,6	0,8	2,1
Keskiarvo				9,4	8,2	7,1	6,2	1,1	1,0	12,8	11,1	3,4	3,6	2,1
Mediaani				9,5	8,3	6,8	6,1	1,2	1,1	10,8	10,6	3,6	3,6	2,3
Erotus-% vrt. mediaani				786 %	120 %	79 %	30 %	6 %	-1 %	2138 %	194 %	-84 %	-79 %	-8 %

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	11,1	15,0	26,1	13,0	18,4	31,4	14,8	20,6	35,4	43,3	53,1	59,3
Konserni	11,1	15,0	26,1	13,0	18,4	31,4	14,8	20,6	35,4	43,3	53,1	59,3
Liikearvopoiston oikaisu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	1,3	3,0	4,3	1,6	3,4	5,0	0,9	2,8	3,7	5,8	8,0	10,8
Poistot ja arvonalennukset	-1,0	-1,1	-2,2	-1,5	-1,5	-2,9	-1,8	-2,0	-3,7	-3,8	-4,0	-4,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,4	2,0	2,4	0,4	2,2	2,6	-0,6	1,1	0,5	2,5	4,5	7,1
Liikevoitto	0,2	1,9	2,1	0,2	1,9	2,1	-0,8	0,9	0,0	2,0	4,0	6,6
Konserni	0,4	2,1	2,5	0,4	2,2	2,6	-0,6	1,1	0,5	2,5	4,5	7,1
Liikearvopoiston oikaisu	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2
Tulos ennen veroja	0,1	1,7	1,8	-0,1	1,7	1,7	-1,0	0,7	-0,3	1,7	3,7	6,3
Verot	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	-0,4	-0,5	0,1	0,0	0,1	-0,6	-1,1	-1,7
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Nettotulos	0,0	1,5	1,4	-0,2	1,3	1,1	-0,9	0,6	-0,3	1,0	2,5	4,5
EPS (oikaistu)	0,03	0,24	0,27	0,00	0,17	0,18	-0,08	0,10	0,02	0,17	0,33	0,56
EPS (raportoitu)	0,00	0,22	0,22	-0,03	0,14	0,12	-0,11	0,07	-0,03	0,11	0,28	0,50
Tunnusluvut	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22e	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%		-45,1 %	-4,6 %	16,8 %	22,4 %	20,0 %	14,1 %	12,0 %	12,8 %	22,3 %	22,7 %	11,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		14,6 %	37,8 %	3,9 %	7,4 %	6,8 %	-240,2 %	-47,6 %	-79,2 %	368,0 %	77,9 %	56,5 %
Käyttökate-%	11,3 %	20,1 %	16,3 %	12,5 %	18,3 %	15,9 %	6,1 %	13,8 %	10,6 %	13,4 %	15,1 %	18,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,7 %	13,5 %	9,3 %	3,3 %	11,8 %	8,3 %	-4,0 %	5,5 %	1,5 %	5,9 %	8,5 %	11,9 %
Nettotulos-%	-0,1 %	9,7 %	5,5 %	-1,7 %	6,9 %	3,4 %	-6,4 %	3,1 %	-0,9 %	2,3 %	4,6 %	7,5 %

Lähde: Inderes

HUOM: Vuoden 2020 ja H1'21:n osakemääränä on käytetty listautumista edeltävää noin 6,9 miljoonan osakkeen osakemäärää

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	13,8	20,2	21,0	21,8	21,8
Liikearvo	2,7	3,7	3,2	2,7	2,2
Aineettomat hyödykkeet	1,1	3,0	3,0	3,0	3,0
Käyttöomaisuus	9,9	13,5	14,8	16,0	16,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	6,9	17,1	17,5	17,3	17,8
Vaihto-omaisuus	2,0	2,3	2,8	3,2	3,8
Muut lyhytaikaiset varat	1,8	1,1	1,1	1,1	1,1
Myyntisaamiset	2,3	3,2	3,4	4,1	5,0
Likvidit varat	0,8	10,4	10,2	8,8	7,8
Taseen loppusumma	20,7	37,3	38,6	39,1	39,6

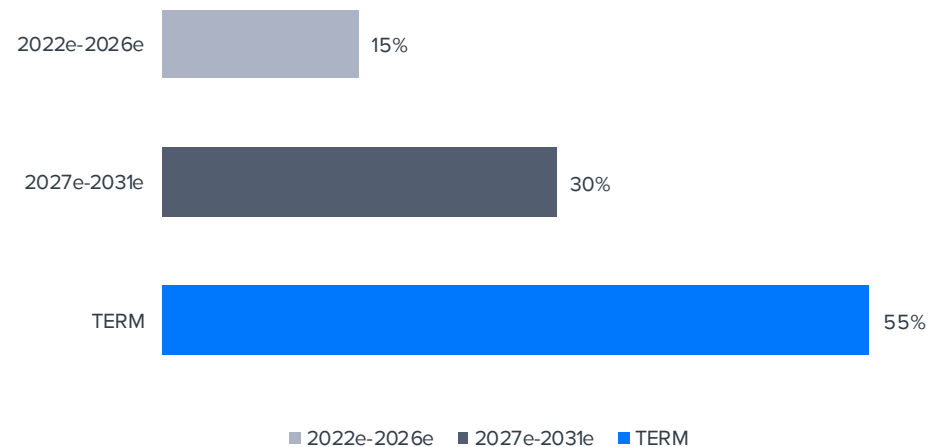
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	7,5	23,4	22,6	23,3	25,4
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	5,8	4,3	3,5	4,2	6,3
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	1,6	18,8	18,8	18,8	18,8
Vähemmistöosuus	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Pitkäaikaiset velat	7,4	5,9	5,5	5,5	4,5
Laskennalliset verovelat	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	6,9	5,5	5,0	5,0	4,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5
Lyhytaikaiset velat	5,8	8,0	10,5	10,3	9,7
Lainat rahoituslaitoksilta	2,2	1,5	4,0	3,0	2,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,9	2,1	2,8	4,3	5,3
Muut lyhytaikaiset velat	1,7	4,4	3,7	3,0	2,4
Taseen loppusumma	20,7	37,3	38,6	39,1	39,6

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	2,1	0,0	2,0	4,0	6,6	9,0	10,4	10,9	9,0	8,5	8,6	
+ Kokonaispoistot	2,9	3,7	3,8	4,0	4,2	4,2	4,3	4,7	3,8	4,1	4,2	
- Maksetut verot	-0,9	0,1	-0,6	-1,1	-1,7	-2,1	-2,2	-2,2	-1,7	-1,6	-1,7	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	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	2,3	-0,6	-0,4	-1,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	6,2	3,2	4,7	5,7	8,7	10,7	12,0	13,1	10,9	10,7	11,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-9,4	-4,5	-4,5	-4,0	-4,0	-4,0	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0	-4,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-2,7	-1,3	0,2	1,7	4,7	6,7	7,0	8,1	5,9	5,7	6,7	
+/- 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	-2,7	-1,3	0,2	1,7	4,7	6,7	7,0	8,1	5,9	5,7	6,7	75,5
Diskontattu vapaa kassavirta		-1,2	0,2	1,3	3,2	4,1	3,9	4,0	2,6	2,3	2,5	27,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		50,4	51,6	51,4	50,1	46,9	42,8	38,9	34,9	32,2	29,9	27,5
Velaton arvo DCF		50,4										
- Korolliset velat		-7,0										
+ Rahavarat		10,4										
-Vähemmistöosuus		-0,3										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		53,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		6,0										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	2,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	12,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,1 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	27,4	26,1	31,4	35,4	43,3	EPS (raportoitu)	0,10	0,22	0,12	-0,03	0,11
Käyttökate	3,3	4,3	5,0	3,7	5,8	EPS (oikaistu)	0,16	0,27	0,18	0,02	0,17
Liikevoitto	1,4	2,1	2,1	0,0	2,0	Operat. kassavirta / osake	0,19	0,79	0,70	0,36	0,53
Voitto ennen veroja	1,1	1,8	1,7	-0,3	1,7	Vapaa kassavirta / osake	-0,48	0,19	-0,30	-0,14	0,03
Nettovoitto	0,7	1,4	1,1	-0,3	1,0	Omapääoma / osake	1,04	1,13	2,62	2,53	2,61
Kertaluontoiset erät	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	Osinko / osake	0,11	0,11	0,06	0,03	0,04
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	21,2	20,7	37,3	38,6	39,1	Liikevaihdon kasvu-%	7 %	-5 %	20 %	13 %	22 %
Oma pääoma	6,9	7,5	23,4	22,6	23,3	Käyttökateen kasvu-%	-1 %	29 %	17 %	-25 %	55 %
Liikearvo	3,1	2,7	3,7	3,2	2,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	-12 %	38 %	7 %	-79 %	368 %
Nettovelat	8,1	8,3	-3,4	-1,2	-0,8	EPS oik. kasvu-%	-22 %	72 %	-34 %	-88 %	680 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	12,1 %	16,3 %	15,9 %	10,6 %	13,4 %
Käyttökate	3,3	4,3	5,0	3,7	5,8	Oik. Liikevoitto-%	6,4 %	9,3 %	8,3 %	1,5 %	5,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,7	1,0	2,3	-0,6	-0,4	Liikevoitto-%	5,2 %	8,1 %	6,7 %	0,1 %	4,7 %
Operatiivinen kassavirta	1,3	5,2	6,2	3,2	4,7	ROE-%	10,0 %	20,2 %	6,9 %	-1,4 %	4,4 %
Investoinnit	-4,4	-4,0	-9,4	-4,5	-4,5	ROI-%	10,3 %	13,2 %	8,9 %	0,1 %	6,5 %
Vapaa kassavirta	-3,1	1,2	-2,7	-1,3	0,2	Omavaraisuusaste	32,4 %	36,2 %	62,7 %	58,5 %	59,6 %
						Nettovelkaantumisaste	118,4 %	110,2 %	-14,6 %	-5,5 %	-3,6 %

Lähde: Inderes

HUOM: Vuosien 2019-2020 osakemääränä on käytetty listautumista edeltävää noin 6,9 miljoonan osakkeen osakemäärää

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 suosituksin 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 arvon 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 yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä 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.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa 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
30/09/2021	Osta	8,50 €	7,03 €
29/12/2021	Osta	8,50 €	6,06 €
21/03/2022	Osta	8,50 €	6,73 €
30/05/2022	Vähennä	5,75 €	5,24 €

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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**