

Tietoevry

Yhtiöraportti

1.12.2022 8:40



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

inde
res.

Positiivinen pääomamarkkinapäivä

Tietoevry järjesti eilen Tukholmassa pääomamarkkinapäivän (CMD), jonka tallenne on katsottavissa [täältä](#). Päivän teemana oli ”kiihdyttää arvonluontia”. Esityksissä syvennyttiin yhtiön strategian toteuttamiseen, liiketoimintaportfolioon liittyviin prioriteetteihin sekä nostettuihin kunnianhimoisiin taloudellisiin tavoitteisiin. Lisäksi käytiin läpi eriytettävien toimintojen logiikkaa ja aikataulua. Pääomamarkkinapäivä lisäsi luottamusta yhtiön kasvuun ja nostimme hienoisesti ennusteita. Osakkeen arvostuskuva on useasta näkökulmasta katsottuna edelleen houkutteleva (2022e oik. P/E 11x ja osinkotuotto >6 %) ja irrotettavien liiketoimintojen myötä osakkeessa on ajureita purkamaan aliarvostusta. Nostimme tavoitehinnan 29,0 euroon (aik. 28,0) ja toistamme lisää-suosituksen.

Yhtiö avasi pääomamarkkinapäivällä strategiaa ja kertoi toteuttavansa sitä eriyttämällä uusia toimintoja

Strategia on ennallaan ja linjassa yhtiön vuoden 2021 lopulla [julkaistun](#) kanssa. Strategian implementaation osalta yhtiö on vuonna 2022 luonut uuden liiketoimintarakenteen ja jakautunut kuuteen itsenäiseen liiketoimintaan sekä aloittanut strategiset arviointit kolmen liiketoiminnan eriyttämiseksi. Vuosina 2023-24 tavoite on saattaa eriytettävien liiketoimintojen strategiset prosessit päätökseen, mikä purkaa arviomme mukaan osakkeen aliarvostusta. Lisäksi yhtiön tavoite on parantaa Create- ja Care-liiketoimintojen skaalautuvuutta sekä vauhdittaa yritysostoja.

Uudet kunnianhimoiset tavoitteet

Yhtiö julkaisi uudet keskipitkän aikavälin tavoitteet ja tavoittelee nyt 8–10 %:n kasvuvauhtia ja 15–16 %:n oikaistua liikevoittoa (EBITA) vuoteen 2025 mennessä. Tavoitteet ovat selvästi nykytasoa korkeammat, sillä kuluvalle vuodelle yhtiö arvioi orgaanisen kasvun olevan 5-6 % ja oikaistun EBITAn olevan 12,8-13,1 %. Tapoihinsa uskollisena yhtiö avaa todella hyvin ja yksityiskohtaisesti myös eri liiketoimintojensa tavoitteita ja esittää tavoitteet vuodelle 2025 kullekin liiketoiminnalle. Lisäksi yhtiön tavoitteena on säilyttää nettovelka/EBITDA -tunnusluku välillä 1-2x ja jatkaa osinkojen kasvattamista vuosittain. Näkemyksemme mukaan tavoitteet ovat kunnianhimoiset ja selvästi meidän ja markkinoiden odotuksia korkeammat. Konsensus odotti ennen pääomamarkkinapäivää yhtiön kasvavan 2-3 % ja EBITA-%:n olevan 13,1-13,5 % vuosina 2023-24.

Nostimme hienoisesti ennusteita, mutta ne ovat vielä selvästi alle tavoitetasojen

Nostimme ennusteita hieman (1-3 %) vahvojen ajureiden tukemana. Odotamme yhtiön kasvavan orgaanisesti 5-6 % ja EBITA-%:n olevan varovaisesti vielä 13 %:n tuntumassa vuosina 2022-2025. Näin ennusteemme ovat vielä alle tavoitetasojen ja odotamme yhtiöltä enemmän näyttöjä etenkin kannattavuuskehityksen osalta. Isossa kuvassa liiketoimintojen mix muuttuu kokoajan asteittain suotuisampaan suuntaan, yhtiö investoi, korottaa hintoja ja tehostaa jatkuvasti tukeakseen kehitystä, jonka vaikutuksia inflaatio toisaalta hidastaa.

Osakkeen arvostuskuva edelleen houkutteleva ja nyt useampi ajuri purkamaan aliarvostusta

Tietoevryn ja sektorin kysyntäfundamentit ovat vahvat, yhtiön näkymät hyvät etenkin keskipitkällä aikavälillä ja liiketoiminnan riskiprofiili on edelleen monia pohjoismaisia verrokkeja matalampi. Ennusteillamme vuoden 2022 oikaistun P/E- ja EV/EBIT-kertoimet ovat 11x ja 10 tai >30 % alle verrokkien. Näkemyksemme mukaan osakkeen absoluuttinen ja suhteellinen arvostus on houkutteleva. Osakkeen tuotto-odotus nousee myös pelkästään 6%:n tuloskasvun ja 6 %:n osinkotuoton myötä houkuttelevalle >10 %:n tasolle. Yhtiö on näkemyksemme mukaan ollut kroonisesti aliarvostettu, mutta nyt näemme vahvemmat ajurit sen purkautumiseen vahvistuneen kasvunäkymän sekä uusien liiketoimintojen eriyttämisen myötä.

Suositus

Lisää

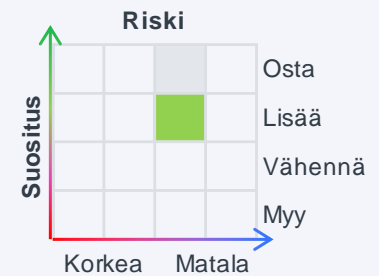
(aik. Lisää)

29,00 EUR

(aik. 28,00 EUR)

Osakekurssi:

25,92



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	2823	2946	3092	3237
kasvu-%	1 %	4 %	5 %	5 %
EBIT oik.	368	376	398	419
EBIT-% oik.	13,0 %	12,8 %	12,9 %	12,9 %
Nettotulos	292	182	222	243
EPS (oik.)	2,20	2,35	2,49	2,66

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

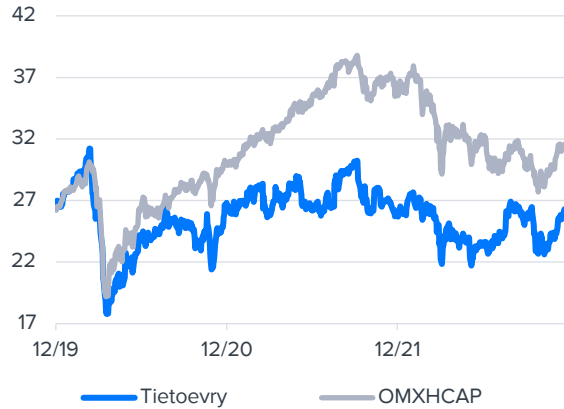
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

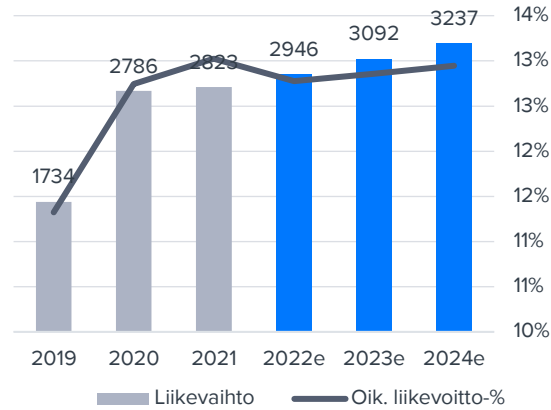
Tietoevry arvioi orgaanisen kasvun olevan 5-6 % ja oikaistun EBITAn olevan 12,8-13,1 %.

Osakekurssi



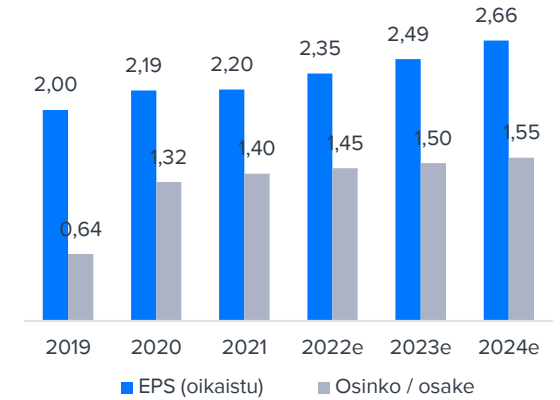
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Vahvistunut kasvunäkymä
- Erittäin kannattavan ohjelmistotuote liiketoiminnan osuuden kasvu
- Uuden modernin IT-palvelun osuuden kasvu
- TietoEVRY yhdistymisen uudet synergiat
- Yritysosot ja ei-strategisten liiketoimintojen myynnit
- Liiketoimintojen eriyttäminen



Riskitekijät

- Kilpailuaseman heikentyminen suurissa asiakkaissa
- Jatkuva transformaatio luo jatkuvaa uudelleenjärjestelyn tarvetta
- TietoEVRY:n mittavan integraation epäonnistuminen/venyminen
- Palkkainflaation kiihtyminen, korkea vaihtuvuus ja osaajakilpailussa epäonnistuminen

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	25,9	25,9	25,9
Osakemäärä, milj. kpl	118,4	118,4	118,4
Markkina-arvo	3070	3070	3070
Yritysarvo (EV)	3730	3643	3531
P/E (oik.)	11,0	10,4	9,7
P/E	16,9	13,8	12,7
P/Kassavirta	14,6	11,0	10,1
P/B	1,7	1,7	1,6
P/S	1,0	1,0	0,9
EV/Liikevaihto	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA (oik.)	8,9	7,7	7,0
EV/EBIT (oik.)	9,9	9,2	8,4
Osinko/tulos (%)	94,4 %	79,9 %	75,7 %
Osinkotuotto-%	5,6 %	5,8 %	6,0 %

Lähde: Inderes

Pääomamarkkinapäivän huomiot 1/2

Tietoevryn uudet tavoitteet ovat kunnianhimoiset ja selvästi nykyistä korkeammat

Tietoevry on nosti taloudellisia tavoitteitaan. Yhtiö tavoittelee 8–10 %:n kasvuvauhtia ja 15–16 %:n oikaistua liikevoittoa (EBITA) vuoteen 2025 mennessä. Tavoitteet ovat selvästi nykytasoa korkeammat, sillä kuluvalle vuodelle yhtiö arvioi orgaanisen kasvun olevan 5-6 % ja oikaistun EBITAn olevan 12,8-13,1 %. Lisäksi yhtiön tavoitteena on säilyttää nettovelka/EBITDA -tunnusluku välillä 1-2x ja jatkaa osinkojen kasvattamista vuosittain.

Tietoevryn kasvu- ja kannattavuustavoitteet pohjautuvat yhdistettyihin liiketoimintojen tavoitteisiin. Yhtiö on asettanut pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet kullekin alueelle ja päivän aikana käytiin läpi näiden kasvun ja kannattavuuden ajureita. Tapoihinsa uskollisena yhtiö avasi jälleen hyvin ja yksityiskohtaisesti eri liiketoimintojensa tavoitteita ja esittää tavoitteet vuodelle 2025 kullekin liiketoiminnalle.

Toimialakohtaiset ohjelmistoratkaisut ja globaalit datakeskeiset kehitys- ja konsultointipalvelut (yhdistetty): 12–14 %:n vuotuinen kasvuvauhti ja 17–19 %:n vuotuinen oikaistu liikevoitto (EBITA) vuoteen 2025 mennessä. Liiketoiminnoittain tavoitteet ovat:

- Tietoevry Create kasvu 14-16% ja EBITA-% 14-16%
- Tietoevry Banking kasvu 10-12% ja EBITA-% 16-18%
- Tietoevry Care kasvu 12-14% ja EBITA-% 28-30%
- Tietoevry Industry kasvu 8-10% ja EBITA-% 20-

22%

Jatkuvat palvelut ja transformaatio (yhdistetty): 1–3 %:n vuotuinen kasvu ja 9–11 %:n oikaistu liikevoitto (EBITA) vuoteen 2025 mennessä. Liiketoiminnoittain tavoitteet ovat:

- Tietoevry Transform kasvu 2-4% ja EBITA-% 10-12%
- Tietoevry Connect kasvu 1-3% ja EBITA-% 8-10%

Näkemyksemme mukaan tavoitteet ovat kunnianhimoiset ja selvästi meidän ja markkinoiden odotuksia korkeammat. Konsensus odotti ennen pääomamarkkinapäivää yhtiön kasvavan 2-3 % ja EBITA-%:n olevan 13,1-13,5 % vuosina 2023-24.

Tietoevry eriyttävää myös jatkuvat palvelut ja transformaatio liiketoimintansa

Tietoevry kertoi eilen aikovansa eriyttää jatkuviin palveluihin ja transformatioon keskittyvät liiketoimintansa (Tietoevry Transform ja Tietoevry Connect), jotka ovat keskittyneet IT-palvelumarkkinan hitaammin kasvaville tai hiipuville alueille. Eriyttämällä yhtiö haluaa arviomme mukaan tuoda vahvemmin esille yhtiön muut nopeammin kasvavat ja paremman kannattavuuden ohjelmistoratkaisuihin ja datakeskeisiin kehitys- ja konsultointipalveluihin keskittyvät liiketoimintansa (Tietoevry Create, Tietoevry Banking, Tietoevry Care ja Tietoevry Industry). Näkemyksemme mukaan eriyttäminen on linjassa yhtiön strategian kanssa ja yksi uusi ajuri purkamaan osakkeen aliarvostusta. Eriyttämällä yhtiö tavoittelee korkeampaa markkina-arvoa.

Yhdistettynä Tietoevry Transform ja Tietoevry Connect olisi kilpailukykyinen pohjoismaisiin jatkuviin palveluihin ja asiakkaiden transformatioon keskittyvä toimija, joka palvelee yli 1 000 pohjoismaista yritystä ja julkisen sektorin asiakasta. Liiketoimintojen yhteenlaskettu vuotuinen liikevaihto on noin 1,2 miljardia euroa ja ne työllistävät maailmanlaajuisesti noin 8 700 ammattilaista. Osana prosessia liiketoiminnat yhdistetään ja kokonaisuutta johtaa johtoryhmä, joka keskittyy toteuttamaan yhteistä strategiaa hyödyntäen parasta osaamista molemmista liiketoiminnoista.



Katso pääomamarkkinapäivän videotallenne tästä:



Pääomamarkkinapäivän huomiot 2/2

Suunnitellut toimenpiteet vauhdittavat jäljelle jäävän Tietoevryn strategian toteuttamista ja asemoivat yrityksen toimialakohtaisiin ohjelmistoratkaisuihin sekä globaaleihin datakeskeisiin kehitys- ja konsultointipalveluihin keskittyväksi toimijaksi. Näiden Tietoevryn liiketoimintojen yhteenlaskettu vuotuinen liikevaihto on tällä hetkellä noin 1,7 miljardia euroa ja maailmanlaajuisesti niillä on noin 16 000 työntekijää. Eriyttäminen mahdollistaa liiketoiminnoille entistä kilpailukykyisemmän aseman markkinoilla sekä arvonluonnin kiihdyttämisen.

Nyt ensiksi yhtiö yhdistää Transform ja Connect -liiketoiminnot ja alkaa sitten vahvemmin tutkia strategisia vaihtoehtoja. Kyseiset liiketoiminnot vaativat arviomme mukaan jatkuvia tehostamistoimenpiteitä vuoden 2025 tavoitteiden saavuttamiseksi. Lisäksi kannattavuutta tukee siirtyminen pilviympäristöön.

Yhtiö arvioi yhdistettyä Tietoevry Transformia ja Tietoevry Connectia koskevan strategisen arvioinnin kestävän 12-18 kuukautta. Strateginen arviointi ei vaikuta Tietoevry Create, Tietoevry Care, Tietoevry Industry tai Tietoevry Banking -liiketoimintoihin. Tämä ei myöskään vaikuta Tietoevry Bankingin jo aikaisemmin ilmoitettuun strategiseen arviointiin, mikä on hyvä huomioida. Yhtiö kommentoi Tietoevry Bankingiä koskevan strategisen arvioinnin ja toteutuksen valmistuvan H2'23:lla.

Näkemyksemme mukaan eriyttämiset ovat linjassa yhtiön aikaisemmin kommunikoidun strategian kanssa. Lisäksi ilmoitus uusi eriyttämisuutinen on

jatkumoa aikaisemmin ilmoitettuun Banking-liiketoiminnan strategiseen arviointiin ja listaamiseen. Toimenpiteellä on myös selvä teollinen logiikka, kun liiketoiminnot saavat selkeämmän rakenteen toteuttaa kyseisille liiketoiminnoille optimaalista strategiaa.

Näkemyksemme mukaan toimenpiteet ovat myös keino purkaa jo kauan jatkunutta osakkeen aliarvostusta, kun nopeasti kasvavat ja selvästi kannattavimmat 4 parempaa liiketoimintaa saadaan vahvemmin esille.

Nostimme hieman vuosien 2023-2025 ennusteita

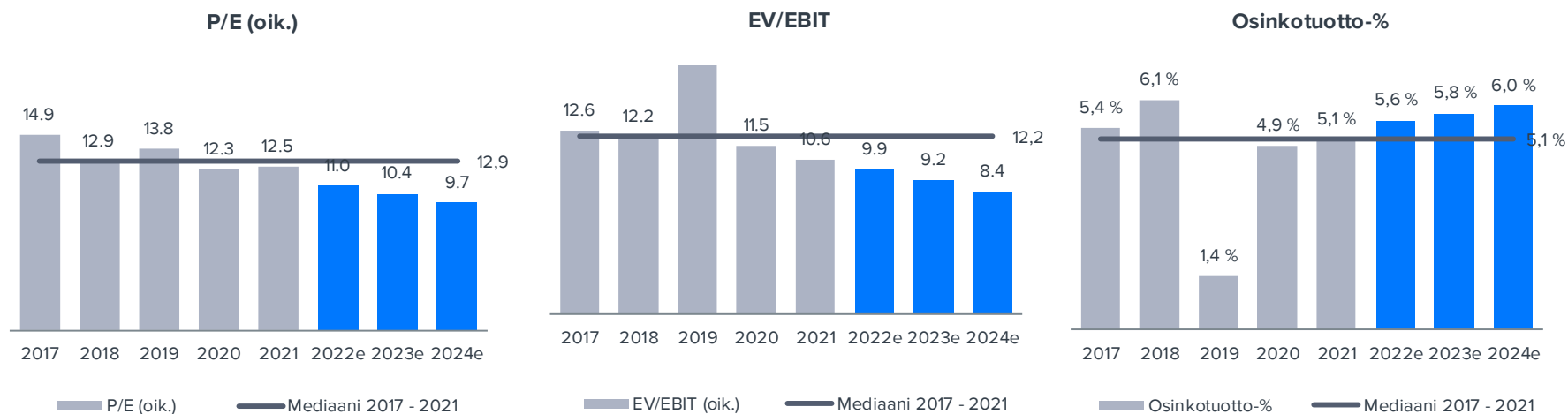
Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	2946	2946	0 %	3061	3092	1 %	3173	3237	2 %
Käyttökate	420	420	0 %	461	470	2 %	491	503	3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	376	376	0 %	388	398	3 %	407	419	3 %
Liikevoitto	255	255	0 %	297	306	3 %	315	327	4 %
Tulos ennen veroja	233	233	0 %	272	281	3 %	294	307	4 %
EPS (ilman kertaeriä)	2,35	2,35	0 %	2,42	2,49	3 %	2,58	2,66	3 %
Osakekohtainen osinko	1,40	1,45	4 %	1,50	1,50	0 %	1,55	1,55	0 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	26,0	23,6	27,7	26,9	27,5	25,9	25,9	25,9	25,9
Osakemäärä, milj. kpl	74,1	73,8	67,9	118,4	118,4	118,4	118,4	118,4	118,4
Markkina-arvo	1925	1741	3283	3181	3254	3070	3070	3070	3070
Yritysarvo (EV)	2086	2045	4067	4097	3900	3730	3643	3531	3403
P/E (oik.)	14,9	12,9	13,8	12,3	12,5	11,0	10,4	9,7	9,0
P/E	17,9	14,1	23,8	33,7	11,2	16,9	13,8	12,7	11,5
P/Kassavirta	24,1	neg.	neg.	82,9	8,4	14,6	11,0	10,1	9,4
P/B	4,1	3,6	1,9	2,0	1,8	1,7	1,7	1,6	1,5
P/S	1,2	1,1	1,9	1,1	1,2	1,0	1,0	0,9	0,9
EV/Liikevaihto	1,4	1,3	2,3	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA (oik.)	11,0	9,8	17,7	12,7	7,1	8,9	7,7	7,0	6,4
EV/EBIT (oik.)	12,6	12,2	20,7	11,5	10,6	9,9	9,2	8,4	7,6
Osinko/tulos (%)	96,3 %	86,9 %	59,5 %	165,4 %	56,9 %	94,4 %	79,9 %	75,7 %	70,8 %
Osinkotuotto-%	5,4 %	6,1 %	1,4 %	4,9 %	5,1 %	5,6 %	5,8 %	6,0 %	6,2 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e
Digia*	157	179	10,5	8,6	8,5	7,1	1,0	0,9	10,8	10,0	3,4	3,9
Digital Workforce*	41	27					1,1	0,9				
Gofore*	347	337	16,1	12,5	14,9	11,5	2,3	1,7	20,5	16,4	1,6	1,8
Loihde*	68	36	10,1	11,9	4,0	7,5	0,3	0,3	42,1	25,2	1,8	1,8
Innofactor*	38	47	10,0	8,6	6,1	5,4	0,7	0,6	11,2	10,0	4,9	5,8
Netum Group*	45	45	11,3	9,2	10,6	9,1	1,4	1,2	15,1	12,1	3,9	4,4
Nixu*	46	49	32,8	12,2	15,3	8,8	0,8	0,7	64,2	16,5		
Siili Solutions*	118	114	9,2	7,7	7,3	6,4	1,0	0,8	13,9	11,6	1,7	2,1
Solteq*	26	55	31,7	14,5	8,2	5,8	0,8	0,7	30,4	17,4		3,8
Vincit*	74	64	11,5	7,1	15,0	6,5	0,8	0,6	13,5	10,8	2,2	5,4
Witted Megacorp*	59	51	134,7	26,6		25,9	0,9	0,6	578,2	40,1		
Bouvet	553	575	15,7	14,3	13,0	12,1	2,0	1,8	19,5	17,8	4,6	5,1
Enea	159	188	18,6	15,8	7,5	7,0	2,2	2,2	12,9	23,3		
Knowit	542	618	14,6	13,5	9,0	8,2	1,0	0,9	13,7	13,7	3,4	3,3
Netcompany Group	2168	2443	20,6	17,6	17,3	14,0	3,3	3,0	23,3	19,7	0,5	0,9
Wipro	26207	24338	14,7	15,1	12,1	12,3	2,6	2,3	18,3	19,6	1,3	2,1
Tata Consultancy	146876	141842	24,9	22,1	22,8	20,3	6,3	5,4	33,0	29,5	1,5	2,2
Atos SE	1137	4068	12,8	9,5	4,7	4,6	0,4	0,4	9,7	5,4		7,9
Capgemini SE	29781	34666	13,4	12,4	10,1	9,4	1,6	1,5	16,4	14,8	1,6	1,8
IBM	127885	167703	18,6	16,3	11,8	11,1	2,9	2,9	16,1	15,1	4,6	4,7
Accenture	184992	178060	19,7	18,8	16,1	15,6	3,0	2,9	26,9	25,4	1,4	1,5
Tietoevry (Inderes)	3070	3730	9,9	9,2	8,9	7,7	1,3	1,2	11,0	10,4	5,6	5,8
Keskiarvo			22,6	13,7	11,3	10,4	1,7	1,5	49,5	17,7	2,6	3,4
Mediaani (kaikki)			15,2	13,0	10,6	8,9	1,1	0,9	17,3	16,5	1,8	3,3
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			-35 %	-29 %	-16 %	-13 %	21 %	28 %	-36 %	-37 %	206 %	76 %
Mediaani suomalaiset yhtiöt			11,3	9,2	8,5	7,1	0,9	0,8	15,1	12,1	2,2	3,9
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			-12 %	0 %	4 %	9 %	42 %	56 %	-27 %	-14 %	151 %	50 %
Mediaani kansainväliset yhtiöt			18,6	15,8	11,9	12,1	2,2	2,2	18,3	19,6	1,5	2,2
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			-47 %	-42 %	-26 %	-36 %	-42 %	-46 %	-40 %	-47 %	267 %	158 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	2786	712	722	648	742	2823	731	739	690	785	2946	3092	3237	3393
Tietoevry Create	662	188	188	172	207	756	218	210	203	243	874	968	1046	1119
Tietoevry Banking	932	114	120	112	130	476	125	132	123	143	524	569	612	654
Tietoevry Care	501	54,4	61,5	48,9	57,1	222	56,6	58,3	53,6	62,8	231	247	267	288
Tietoevry Industry	419	82,9	78,5	67,4	74,6	303	71,0	68,3	64,1	70,9	274	272	282	296
Tietoevry Transform	142	121	119	105	122	468	121	119	106	122	468	468	472	479
Eliminoinnit	131	-76	-77	-73	-83	-309	-85	-79	-69	-83	-316	-316	-325	-337
Käyttökate	323	101	182	114	155	552	88	81	118	133	420	470	503	530
Poistot ja arvonalennukset	-175,8	-44	-43	-42	-42	-170	-42	-42	-40	-41	-165	-164	-176	-175
Liikevoitto ilman kertaerää	355	82	88	94	103	368	85	79	98	115	376	398	419	449
Liikevoitto	147	57	140	72	113	382	46	40	78	92	255	306	327	355
Konsernierät & kertaerät	0,0	-25	51	-22	10	14	-39	-39	-20	-23	-121	-91	-92	-94
Nettorahoituskulut	-24,3	-8	-6	-8	-6	-28	-4	-9	-2	-6	-22	-25	-20	-16
Tulos ennen veroja	122	48	134	65	107	354	42	31	75	86	233	281	307	339
Verot	-27,9	-11	-16	-16	-18	-62	-9	-9	-16	-18	-51	-59	-64	-71
Nettotulos	94,5	37	118	48	89	292	33	22	59	68	182	222	243	268
EPS (oikaistu)	2,19	0,48	0,52	0,55	0,64	2,20	0,54	0,45	0,64	0,73	2,35	2,49	2,66	2,89
EPS (raportoitu)	0,80	0,31	0,99	0,41	0,75	2,46	0,28	0,18	0,50	0,57	1,54	1,88	2,05	2,26
Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	60,7 %	-4,4 %	5,1 %	0,7 %	4,2 %	1,3 %	2,7 %	2,4 %	6,5 %	5,8 %	4,3 %	5,0 %	4,7 %	4,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	80,8 %	5,1 %	9,8 %	4,3 %	-3,0 %	3,6 %	3,0 %	-10,5 %	4,2 %	11,2 %	2,4 %	5,6 %	5,4 %	7,1 %
Käyttökate-%	11,6 %	14,1 %	25,3 %	17,6 %	20,9 %	19,6 %	12,1 %	11,0 %	17,0 %	16,9 %	14,3 %	15,2 %	15,5 %	15,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	12,7 %	11,5 %	12,2 %	14,5 %	13,9 %	13,0 %	11,6 %	10,7 %	14,2 %	14,6 %	12,8 %	12,9 %	12,9 %	13,2 %
Nettotulos-%	3,4 %	5,2 %	16,3 %	7,4 %	12,0 %	10,3 %	4,5 %	3,0 %	8,6 %	8,6 %	6,2 %	7,2 %	7,5 %	7,9 %

Source: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	2793	2713	2673	2643	2602
Liikearvo	1974	1944	1944	1944	1944
Aineettomat hyödykkeet	385	388	344	300	257
Käyttöomaisuus	329	280	291	304	306
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	19,7	16,7	16,7	16,7	16,7
Muut sijoitukset	13,4	17,0	10,0	10,0	10,0
Muut pitkäaikaiset varat	24,7	38,1	38,1	38,1	38,1
Laskennalliset verosaamiset	46,9	29,9	29,9	29,9	29,9
Vaihtuvat vastaavat	812	874	742	807	800
Vaihto-omaisuus	4,9	7,2	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	35,9	23,3	23,3	23,3	23,3
Myyntisaamiset	519	520	560	587	615
Likvidit varat	252	324	159	196	162
Taseen loppusumma	3605	3587	3416	3450	3402

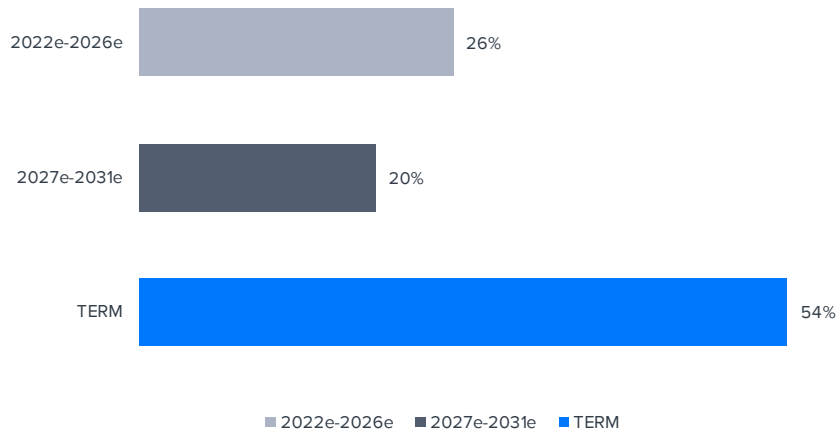
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	1626	1821	1795	1846	1910
Osakepääoma	119	118	75,8	75,8	75,8
Kertyneet voittovarot	304	500	516	566	631
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	1204	1204	1204	1204	1204
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	1204	999	883	833	574
Laskennalliset verovelat	25,3	27,6	27,6	27,6	27,6
Varaukset	48,8	22,4	22,4	22,4	22,4
Lainat rahoituslaitoksilta	1057	876	760	710	451
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	72,5	73,4	73,4	73,4	73,4
Lyhytaikaiset velat	775	767	737	771	917
Lainat rahoituslaitoksilta	112	94,0	60,0	60,0	173
Lyhytaikaiset korottomat velat	588	673	677	711	744
Muut lyhytaikaiset velat	75,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	3605	3587	3416	3450	3402

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	1,3 %	4,3 %	5,0 %	4,7 %	4,8 %	2,8 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	13,5 %	8,7 %	9,9 %	10,1 %	10,5 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %
Liikevoitto	382	255	306	327	355	349	358	366	376	385	391	
+ Kokonaispoistot	170	165	164	176	175	166	161	155	150	148	148	
- Maksetut verot	-42,9	-51,4	-59,1	-64,5	-71,2	-70,6	-73,0	-75,5	-78,0	-80,5	-82,1	
- verot rahoituskuluista	-5,2	-5,1	-5,4	-4,4	-3,5	-2,8	-2,2	-1,6	-1,1	-0,5	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Käyttöpääoman muutos	19,2	-28,2	5,8	5,8	6,2	3,8	3,5	3,6	3,7	3,8	2,3	
Operatiivinen kassavirta	523	336	412	440	462	445	447	448	450	455	459	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-25,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-110,5	-125,0	-133,5	-135,0	-136,5	-138,0	-139,6	-141,2	-142,7	-144,4	-172,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	387	211	278	305	325	307	307	307	307	311	286	
+/- 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	387	211	278	305	325	307	307	307	307	311	286	4856
Diskontattu vapaa kassavirta		209	257	263	260	229	213	198	184	174	149	2520
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		4655	4445	4188	3925	3665	3437	3224	3026	2842	2668	2520
Velaton arvo DCF		4655										
- Korolliset velat		-969,6										
+ Rahavarat		324										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-165,8										
Oman pääoman arvo DCF		3843										
Oman pääoman arvo DCF per osake		32,5										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,15
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	8,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,5 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	1734,2	2786,4	2823,3	2945,7	3091,6	EPS (raportoitu)	1,16	0,80	2,46	1,54	1,88
Käyttökate	230,2	322,5	552,0	420,0	470,5	EPS (oikaistu)	2,00	2,19	2,20	2,35	2,49
Liikevoitto	124,2	146,7	382,0	255,3	306,5	Operat. kassavirta / osake	5,83	1,93	4,42	2,83	3,48
Voitto ennen veroja	101,2	122,4	353,8	233,3	281,5	Vapaa kassavirta / osake	-23,02	0,32	3,27	1,78	2,35
Nettovoitto	79,1	94,5	291,6	181,8	222,4	Omapääoma / osake	24,83	13,73	15,38	15,16	15,58
Kertaluontoiset erät	-72,2	-208,4	14,3	-121,1	-91,1	Osinko / osake	0,64	1,32	1,40	1,45	1,50
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	3833,7	3604,8	3587,3	3415,8	3450,0	Liikevaihdon kasvu-%	8 %	61 %	1 %	4 %	5 %
Oma pääoma	1687,1	1626,2	1821,1	1794,9	1845,6	Käyttökateen kasvu-%	10 %	40 %	71 %	-24 %	12 %
Liikearvo	2023,1	1974,4	1943,7	1943,7	1943,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	17 %	81 %	4 %	2 %	6 %
Nettovelat	783,9	916,3	645,8	660,5	573,5	EPS oik. kasvu-%	10 %	9 %	1 %	7 %	6 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	13,3 %	11,6 %	19,6 %	14,3 %	15,2 %
Käyttökate	230,2	322,5	552,0	420,0	470,5	Oik. Liikevoitto-%	11,3 %	12,7 %	13,0 %	12,8 %	12,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	237,5	-67,0	19,2	-28,2	5,8	Liikevoitto-%	7,2 %	5,3 %	13,5 %	8,7 %	9,9 %
Operatiivinen kassavirta	396,0	228,7	523,4	335,5	411,9	ROE-%	7,3 %	5,7 %	16,9 %	10,1 %	12,2 %
Investoinnit	-2261,6	14,0	-110,5	-125,0	-133,5	ROI-%	6,9 %	5,4 %	13,7 %	9,5 %	11,8 %
Vapaa kassavirta	-1563,8	38,4	387,4	210,5	278,5	Omavaraisuusaste	44,0 %	45,1 %	50,8 %	52,5 %	53,5 %
						Nettovelkaantumisaste	46,5 %	56,3 %	35,5 %	36,8 %	31,1 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	2,3	1,5	1,4	1,3	1,2						
EV/EBITDA (oik.)	17,7	12,7	7,1	8,9	7,7						
EV/EBIT (oik.)	20,7	11,5	10,6	9,9	9,2						
P/E (oik.)	13,8	12,3	12,5	11,0	10,4						
P/B	1,9	2,0	1,8	1,7	1,7						
Osinkotuotto-%	1,4 %	4,9 %	5,1 %	5,6 %	5,8 %						

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 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 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/>

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
24.7.2017	Vähennä	27,00 €	26,99 €
25.10.2017	Vähennä	27,00 €	27,21 €
6.2.2018	Vähennä	28,00 €	27,98 €
26.4.2018	Vähennä	29,00 €	29,86 €
23.7.2018	Lisää	28,00 €	25,96 €
25.10.2018	Vähennä	27,00 €	26,30 €
29.11.2018	Vähennä	27,00 €	25,70 €
7.2.2019	Vähennä	27,00 €	26,70 €
26.4.2019	Vähennä	27,00 €	27,50 €
22.7.2019	Lisää	26,00 €	23,10 €
25.10.2019	Vähennä	26,00 €	25,92 €
11.12.2019	Vähennä	27,00 €	26,86 €
17.2.2020	Vähennä	29,00 €	30,30 €
30.3.2020	Lisää	21,00 €	18,69 €
29.4.2020	Lisää	25,00 €	21,94 €
27.7.2020	Lisää	28,00 €	26,24 €
21.10.2020	Osta	30,00 €	25,90 €
28.10.2020	Osta	30,00 €	22,66 €
18.2.2021	Osta	30,00 €	26,34 €
30.4.2021	Osta	34,00 €	28,98 €
21.7.2021	Osta	34,00 €	28,36 €
27.10.2021	Osta	34,00 €	26,94 €
18.2.2022	Osta	32,00 €	25,70 €
6.5.2022	Osta	31,00 €	22,72 €
25.7.2022	Osta	31,00 €	26,14 €
28.10.2022	Lisää	28,00 €	24,34 €
1.12.2022	Lisää	29,00 €	25,92 €

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.

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

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**