

# Rovio

## Yhtiöraportti

18.5.2021 07:58



**Atte Riikola**  
+358 44 593 4500  
atte.riikola@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Vihaiset linnut alennuskorissa

Toistamme Rovion 8,0 euron tavoitehinnan, mutta kurssilaskun myötä päivitämme suosituksemme osta-tasolle (aik. lisää). Rovion Q1-tulos osoitti, että yhtiön kärkipelit ovat edelleen hyvässä iskussa ja tarjoavat yhdessä vahvan taseen kanssa hyvän perustan uusien menestyspelien luomiseen ja yritysostoihin. Rovion peliportfolioon on tänä vuonna kuoriutumassa uusia kasvupelejä, joiden arvioimme kääntävän yhtiön liikevaihdon ensi vuonna kasvu-uralle. Samaan aikaan osakkeeseen ladatut kasvuodotukset ovat maltillisia, jolloin kasvunäkymän kirkastuessa sekä arvostuskertoimissa että ennusteissa olisi nousupotentiaalia. Viime aikojen kurssilaskun jälkeen osakkeen tuotto/riski-suhde kallistuu mielestämme jälleen erittäin houkuttelevalle puolelle.

## Peliliiketoiminnan kasvattaminen nojaa Angry Birds -peleihin sekä uusiin pelibrändeihin

Rovion peliportfolio on elinkaareltaan kypsässä vaiheessa ja koostuu pääosin Angry Birds -peleistä, jotka tuottavat hyvää kassavirtaa ja luovat vahvan perustan Rovion liiketoiminnalle. Tämän päälle Rovio on lähtenyt strategiassaan laajentumaan strategia- ja roolipeleihin tavoitteenaan kasvu sekä uusien pelibrändien luominen Angry Birdsien rinnalle. Kasvua tavoitellaan orgaanisesti sekä pieniä ja keskisuuria pelistudioita ostamalla. Strategian onnistuessa kasvu heijastuu lopulta myös tulokseen, kun uudet pelit pääsevät elinkaarensa kypsään vaiheeseen.

## Uusia kasvupelejä kuoriutumassa

Uusien pelibrändien osalta strategian ensimmäisiä näyttöjä saadaan tänä vuonna huhtikuussa julkaistun Darkfire Heroesin myötä. Pelin alustava vastaanotto vaikuttaa Rovion mukaan lupaavalta, mutta vielä on liian aikaista tehdä johtopäätöksiä pelin menestyksestä. Rovio skaalaa peliä tänä vuonna asteittain ylöspäin. Myös kesäkuussa 2020 julkaistua Small Town Murdersia (Q1'21 lv: 3,9 MEUR) pyritään edelleen kasvattamaan suuremmaksi. Roviolla on lisäksi tällä hetkellä kolme peliä julkaistuna koemarkkinoille. Angry Birds Journey (1/2021) ja Supernatural City (4/2021) julkaistiin koemarkkinoille alkuvuodesta. Rovion ensimmäinen strategiapeli Hard Head Squad on ollut muutamilla koemarkkinoilla kesäkuusta 2020 lähtien.

## Ennusteet ennallaan

Odotamme Rovion peliportfolion painopisteen asteittaisen muutoksen kohti kasvupelejä painavan lähivuosien kannattavuutta kasvavien käyttäjähankintainvestointien vuoksi. Ennustamme yhtiön tuloksen laskevan selvästi vuosina 2021-2022 (oik. EBIT: 34 MEUR ja 32 MEUR) viime vuoden ennätystasolta (47,2 MEUR), kun uusia pelejä skaalataan markkinoille. Odotamme samalla vanhojen pelien liikevaihdon laskevan asteittain. Heikon näkyvyyden vuoksi oletamme Rovion uusien pelien liikevaihdon kehittyvän lähivuosina hieman maltillisemmin kuin yhtiön viime vuosina julkaisemat pelit keskimäärin. Ennusteillamme Rovion liikevaihto pysyy tänä vuonna vakaana (+1 %) ja kääntyy ensi vuonna 8 %:n kasvuun uusien pelien vetämänä.

## Matala arvostus ei vaadi yhtiöltä liikoja

Ennustamastamme merkittävästä tuloksen laskusta huolimatta Rovion vahvan nettokassan huomioivat EV/EBIT-kertoimet vuosille 2021-2022 ovat noin 9x tasolla. Liikevaihtokertoimella (2021e EV/S: 1,2x) Roviota hinnoitellaan 64 % alle verokkiryhmän heijastellen yhtiön tällä hetkellä heikompaa kasvuprofilia. Mielestämme jo kohtalainen suoritus riittää perustelevaan Rovion nykyisen arvon, jonka päälle sijoittaja saa option uusista menestyspeleistä, joita yhtiö on pystynyt aiemminkin kehittämään (esim. AB2 ja AB Dream Blast).

## Suositus

### Osta

(aik. Lisää)

**8,00 EUR**

(aik. 8,00 EUR)

**Osakekurssi:**

6,34



## Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	272,3	276,1	297,4	307,8
<b>kasvu-%</b>	-6 %	1 %	8 %	3 %
<b>EBIT oik.</b>	47,2	34,3	32,0	38,0
<b>EBIT-% oik.</b>	17,3 %	12,4 %	10,8 %	12,3 %
<b>Nettotulos</b>	32,1	26,1	24,4	29,0
<b>EPS (oik.)</b>	0,50	0,36	0,33	0,39

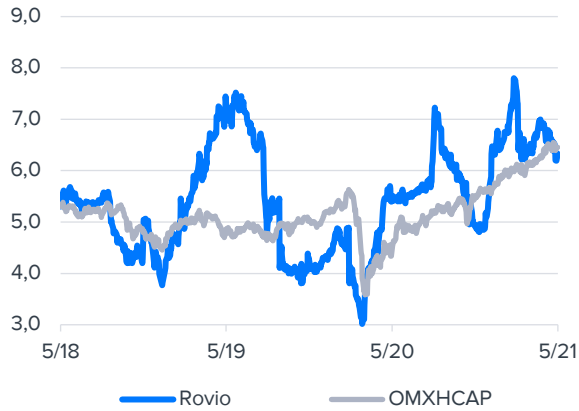
<b>P/E (oik.)</b>	12,6	17,5	19,1	16,1
<b>P/B</b>	2,8	2,6	2,4	2,1
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,9 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	7,1	9,3	9,4	7,4
<b>EV/EBITDA</b>	5,6	7,4	7,4	6,2
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,2	1,2	1,0	0,9

Lähde: Inderes

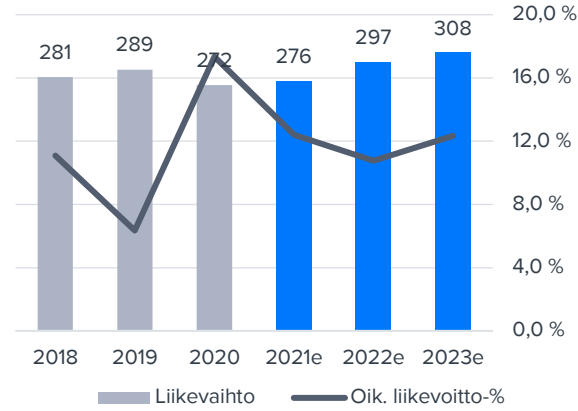
## Ohjeistus

(Ei numeerista ohjeistusta)

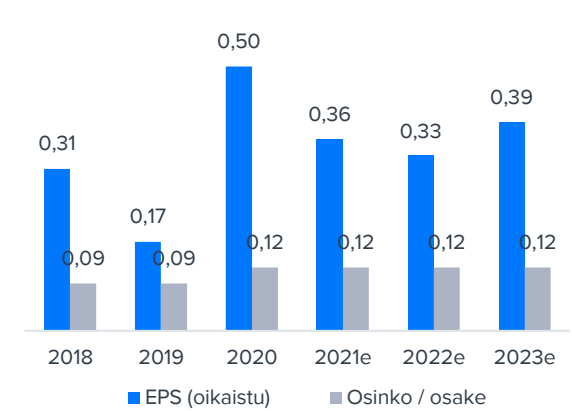
## Osakekurssi



## Liikevaihto ja liikevoitto-%



## Osakekohtainen tulos ja osinko



### Arvoajurit

- Kasvu uusilla pelijulkaisulla
- Peliportfolion hajauttaminen uusilla pelibrändeillä
- Kasvun kiihdytys ja portfolion hajautus yritysostoilla
- Vahva tase ja hyvä kassavirta mahdollistavat investoinnit kasvuun
- Mahdollisuus uuteen globaaliin hittipeliin

### Riskitekijät

- Nykyisten kärkipelien suosion odotuksia nopeampi lasku
- Tulevien peliprojektien viivästyminen
- Epäonnistuminen uusien menestyspelien luomisessa
- Angry Birds -brändin suosion lasku
- Yritysostojen epäonnistuminen
- Nopeasti muuttuvat markkinan trendit ja kireä kilpailu
- Käyttäjähankinnan kustannusten nousu

### Arvostus

- Osakkeeseen ladatut kasvuodotukset ovat maltillisia
- Pelisektorin arvostustasot korkealla, Rovion arvostus selvästi alle verrokkien
- Arvostuksessa selvää nousuvaraa kasvunäkymän kirkastuessa
- Matala arvostus rajaa osaltaan laskuvaraa, jos seuraavat pelit eivät menesty

MCAP  
**466**  
MEUR

EV  
**319**  
MEUR

EV/EBIT  
**9,3**  
2021e

EV/S  
**1,2**  
2021e

# Peliennusteet 1/2

Pelikohtainen bruttomyynti	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e
AB2	108	25,0	28,8	26,5	26,2	107	25,2	25,4	25,1	25,0	101	24,1	23,4	22,8	22,3	92,5
AB Dream Blast	57,5	16,1	16,4	15,5	15,2	63,2	15,4	15,3	15,1	15,1	60,8	14,6	14,0	13,7	13,3	55,7
AB Friends	25,9	5,6	7,3	7,2	8,0	28,1	8,1	8,1	8,0	8,0	32,2	7,5	7,3	7,3	6,9	29,0
AB Match	24,4	4,4	3,6	2,9	2,5	13,4	2,4	2,4	2,3	2,1	9,2	1,9	1,7	1,7	1,7	7,1
Small Town Murders	0,1	0,2	1,0	3,0	3,8	8,0	3,9	4,7	5,3	5,5	19,4	5,8	6,2	6,4	6,4	24,8
Sugar Blast	2,7	2,3	2,6	2,5	2,5	9,9	2,5	2,4	2,3	2,3	9,4	2,1	2,1	1,9	1,9	8,0
Muut pelit	44,3	8,4	8,1	6,9	6,6	30,0	6,8	5,7	5,5	4,9	22,9	4,4	3,8	3,6	3,0	14,8
Darkfire Heroes								1,5	4,0	5,0	10,5	6,0	5,0	5,0	5,0	21,0
Uusi peli 2021										0,5	0,5	3,0	5,0	6,0	5,0	19,0
Uusi peli 2022 #1												0,5	3,0	5,0	6,0	14,5
Uusi peli 2022 #2														0,5	3,0	3,5
<b>Yhteensä</b>	<b>263</b>	<b>62,0</b>	<b>67,7</b>	<b>64,5</b>	<b>64,8</b>	<b>259</b>	<b>64,2</b>	<b>65,7</b>	<b>67,4</b>	<b>68,3</b>	<b>266</b>	<b>69,8</b>	<b>71,5</b>	<b>73,9</b>	<b>74,6</b>	<b>290</b>

Bruttomyynti yhteenveto	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e
Kasvu	60,2	18,4	20,0	21,0	21,8	81,2	22,5	23,9	26,6	28,3	101	32,0	35,3	38,5	40,6	146
Ansainta	170	37,6	42,3	39,0	39,1	158	37,9	36,0	35,3	35,1	144	33,5	32,4	31,8	30,9	129
Katalogi	32,7	6,1	5,4	4,5	4,0	20,0	3,7	5,7	5,5	4,9	19,9	4,4	3,8	3,6	3,0	14,8
<b>Yhteensä</b>	<b>263</b>	<b>62,1</b>	<b>67,7</b>	<b>64,5</b>	<b>64,9</b>	<b>259</b>	<b>64,2</b>	<b>65,7</b>	<b>67,4</b>	<b>68,3</b>	<b>266</b>	<b>69,8</b>	<b>71,5</b>	<b>73,9</b>	<b>74,6</b>	<b>290</b>
Kasvu-%	4 %	-6 %	4 %	-1 %	-3 %	-1 %	3 %	-3 %	5 %	5 %	2 %	9 %	9 %	10 %	9 %	9 %

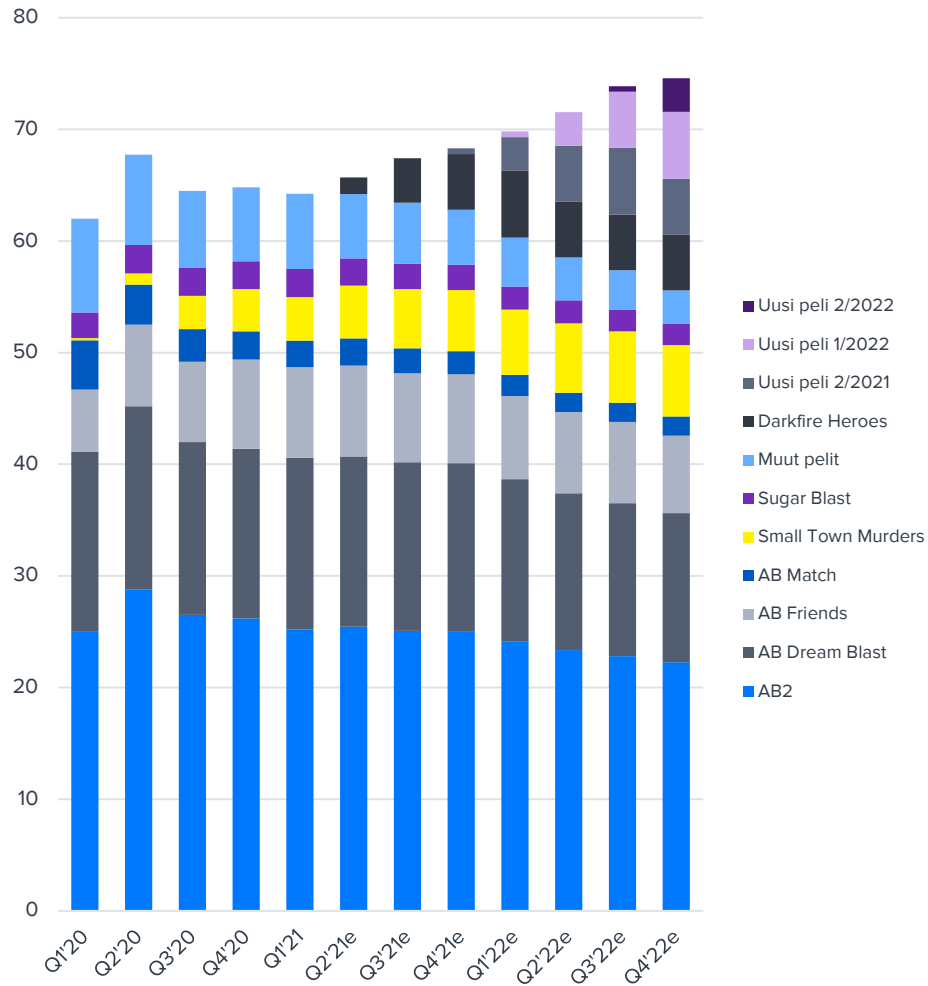
Lähde: Inderes

## Rovion viime vuosina julkaistujen pelien liikevaihdon kehitys julkaisun jälkeen

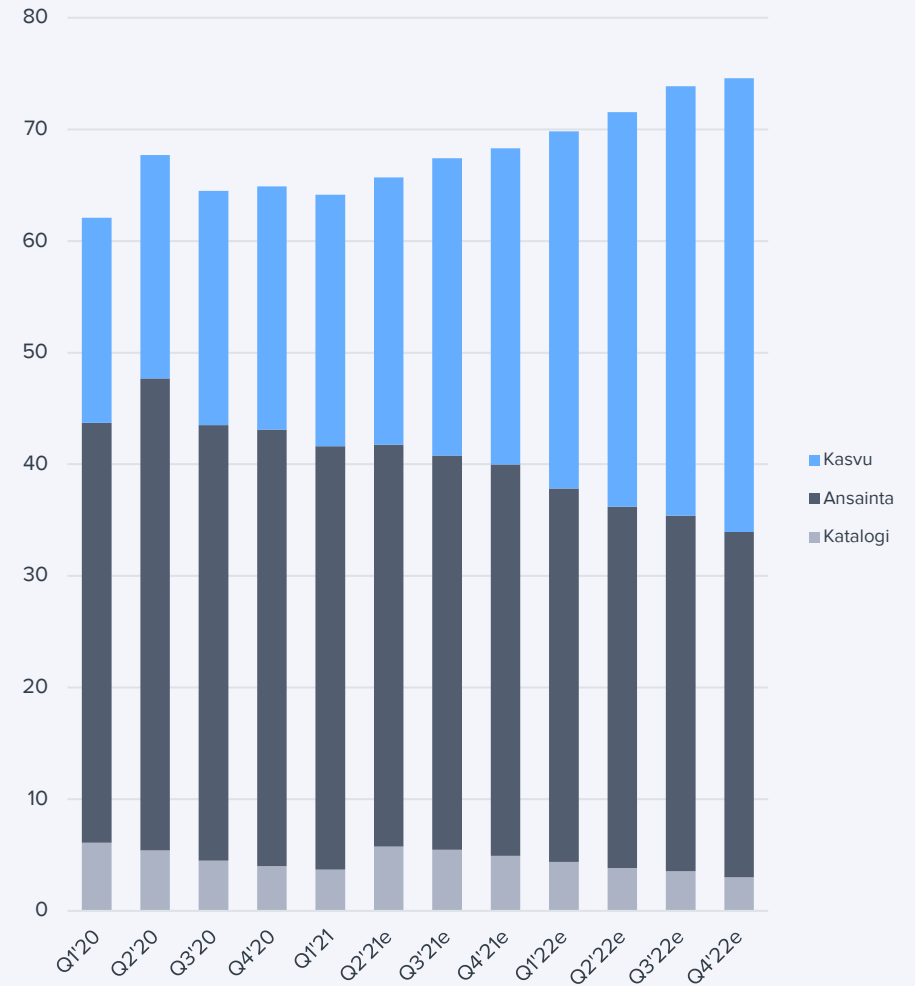
Vuosineljännekset julkaisusta	1	2	3	4	5	6	7
AB Dream Blast	0,5	6,9	14,0	17,8	18,8	16,1	16,4
AB Match	2,7	7,4	6,2	6,8	6,5	6,7	6,8
AB Blast	0,8	11,0	11,3	9,3	7,9	6,0	6,0
AB Evolution	2,7	10,1	8,7	5,5	4,2	3,3	3,3
Battle Bay	4,3	4,6	3,8	3,5	2,3	1,9	1,6
Small Town Murders	1,0	3,0	3,8	3,9			
Sugar Blast	0,5	2,2	2,3	2,6	2,5	2,5	2,5
<b>Mediaani</b>	<b>1,0</b>	<b>6,9</b>	<b>6,2</b>	<b>5,5</b>	<b>5,4</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>
<b>Keskiarvo</b>	<b>1,8</b>	<b>6,5</b>	<b>7,2</b>	<b>7,1</b>	<b>7,0</b>	<b>6,1</b>	<b>6,1</b>
<b>Inderesin ennuste tuleville peleille</b>	<b>0,5</b>	<b>3,0</b>	<b>5,0</b>	<b>6,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>

# Peliennusteet 2/2

Pelikohtainen bruttomyynti vuosineljänneksittäin (MEUR)



Bruttomyynti pelien elinkaaren mukaan (MEUR)

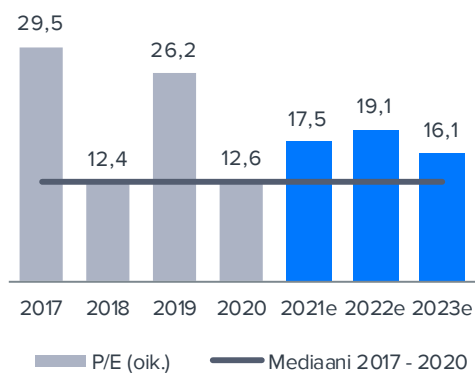


# Arvostustaulukko

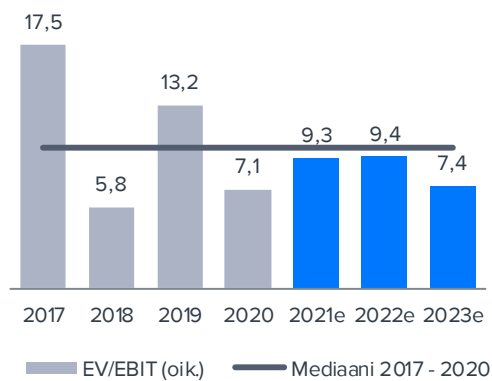
Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	9,03	3,82	4,42	6,31	<b>6,34</b>	<b>6,34</b>	<b>6,34</b>	<b>6,34</b>
Osakemäärä, milj. kpl	79,2	78,9	79,6	73,5	<b>73,5</b>	<b>73,5</b>	<b>73,5</b>	<b>73,5</b>
Markkina-arvo	715	301	352	464	<b>466</b>	<b>466</b>	<b>466</b>	<b>466</b>
Yritysarvo (EV)	627	181	242	335	<b>319</b>	<b>301</b>	<b>279</b>	<b>253</b>
P/E (oik.)	29,5	12,4	26,2	12,6	<b>17,5</b>	<b>19,1</b>	<b>16,1</b>	<b>13,6</b>
P/E	34,7	12,3	26,6	14,4	<b>17,8</b>	<b>19,1</b>	<b>16,1</b>	<b>13,6</b>
P/Kassavirta	14,6	8,2	neg.	8,6	<b>17,2</b>	<b>16,8</b>	<b>14,9</b>	<b>13,1</b>
P/B	5,1	1,9	2,1	2,8	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>
P/S	2,4	1,1	1,2	1,7	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>
EV/Liikevaihto	2,1	0,6	0,8	1,2	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>
EV/EBITDA (oik.)	10,4	3,8	7,5	5,6	<b>7,4</b>	<b>7,4</b>	<b>6,2</b>	<b>5,0</b>
EV/EBIT (oik.)	17,5	5,8	13,2	7,1	<b>9,3</b>	<b>9,4</b>	<b>7,4</b>	<b>5,7</b>
Osinko/tulos (%)	34,6 %	28,9 %	54,2 %	27,5 %	<b>33,8 %</b>	<b>36,2 %</b>	<b>30,4 %</b>	<b>25,8 %</b>
Osinkotuotto-%	1,0 %	2,4 %	2,0 %	1,9 %	<b>1,9 %</b>	<b>1,9 %</b>	<b>1,9 %</b>	<b>1,9 %</b>

Lähde: Inderes

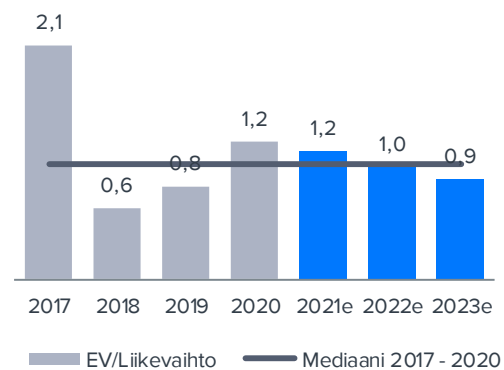
### P/E (oik.)



### EV/EBIT



### EV/Liikevaihto



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Zynga	10,1	9175	9126	17,7	14,6	16,5	13,9	3,8	3,4	25,3	21,5			3,5
G5 Entertainment	509,0	448	432	16,2	12,1	10,5	8,4	3,0	2,7	20,2	14,9	1,3	1,6	6,8
MAG Interactive	40,7	104	103	207,8	45,2	20,8	15,5	3,7	3,0	212,9	60,4			
Stillfront Group	73,8	2629	2939	20,1	15,3	13,1	10,4	4,8	4,1	27,7	20,6			3,6
Com2uS	138200	1301	836	6,7	5,3	6,5	5,1	1,7	1,5	11,9	9,8	1,2	1,3	1,6
GungHo Online Entertainment	2036	1460	749			3,6	4,0	1,0	1,1	8,2	9,5	1,5	1,5	1,2
IGG	11,0	1398	1176	6,4	6,3	5,5	5,8	1,7	1,7	8,4	8,5	4,2	5,5	2,7
Playtika	25,1	8502	9682	18,5	16,3	12,0	11,4	4,5	4,2	30,8	22,1			
Ten Square Games	415,0	668	621	11,2	9,7	11,3	9,9	3,5	3,0	14,0	12,8	3,5	4,3	11,6
Next Games	2,03	61	61		20,4	40,7	10,2	1,4	0,8					3,1
<b>Rovio (Inderes)</b>	<b>6,34</b>	<b>466</b>	<b>319</b>	<b>9,3</b>	<b>9,4</b>	<b>7,4</b>	<b>7,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>17,5</b>	<b>19,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,6</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>38,1</b>	<b>16,1</b>	<b>14,1</b>	<b>9,5</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>39,9</b>	<b>20,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>4,3</b>
<b>Mediaani</b>				<b>16,9</b>	<b>14,6</b>	<b>11,7</b>	<b>10,1</b>	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>	<b>20,2</b>	<b>14,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>3,3</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-45 %</b>	<b>-36 %</b>	<b>-37 %</b>	<b>-26 %</b>	<b>-64 %</b>	<b>-64 %</b>	<b>-13 %</b>	<b>29 %</b>	<b>28 %</b>	<b>21 %</b>	<b>-23 %</b>

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

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	<b>289</b>	<b>66,6</b>	<b>69,2</b>	<b>67,9</b>	<b>68,6</b>	<b>272</b>	<b>67,1</b>	<b>67,8</b>	<b>70,0</b>	<b>71,2</b>	<b>276</b>	<b>297</b>	<b>308</b>	<b>317</b>
Games	265	62,7	66,9	64,2	64,4	258	64,9	65,7	67,4	68,3	266	290	301	312
Brand Licensing	24,3	3,8	2,3	3,7	4,1	14,0	2,2	2,1	2,6	2,9	9,8	7,6	6,4	5,3
Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Käyttökate</b>	<b>32,3</b>	<b>15,8</b>	<b>16,0</b>	<b>15,9</b>	<b>12,2</b>	<b>60,0</b>	<b>11,9</b>	<b>9,7</b>	<b>11,0</b>	<b>10,8</b>	<b>43,5</b>	<b>40,4</b>	<b>45,4</b>	<b>51,0</b>
Poistot ja arvonalennukset	-14,3	-3,1	-2,0	-3,1	-9,3	-17,5	-2,4	-2,3	-2,5	-2,6	-9,8	-8,4	-7,4	-6,6
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>18,3</b>	<b>13,0</b>	<b>13,9</b>	<b>12,8</b>	<b>7,5</b>	<b>47,2</b>	<b>10,1</b>	<b>7,4</b>	<b>8,5</b>	<b>8,2</b>	<b>34,3</b>	<b>32,0</b>	<b>38,0</b>	<b>44,4</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>18,1</b>	<b>12,7</b>	<b>14,0</b>	<b>12,8</b>	<b>2,9</b>	<b>42,5</b>	<b>9,5</b>	<b>7,4</b>	<b>8,5</b>	<b>8,2</b>	<b>33,7</b>	<b>32,0</b>	<b>38,0</b>	<b>44,4</b>
Games	31,3	16,6	17,0	15,4	8,2	57,1	12,8	10,5	11,5	10,9	45,7	43,3	49,2	55,7
Brand Licensing	4,3	0,7	0,2	0,5	-0,6	0,7	0,2	-0,1	0,0	0,3	0,4	0,3	0,4	0,5
Muut	-17,6	-4,5	-3,2	-3,0	-4,6	-15,3	-3,5	-3,0	-3,0	-3,0	-12,4	-11,6	-11,6	-11,8
Nettorahoituskulut	-0,3	-1,2	0,7	-0,7	-0,6	-1,8	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,0	-0,8	-0,8	-0,5
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>17,7</b>	<b>11,5</b>	<b>14,7</b>	<b>12,1</b>	<b>2,3</b>	<b>40,7</b>	<b>9,3</b>	<b>7,2</b>	<b>8,3</b>	<b>8,0</b>	<b>32,7</b>	<b>31,2</b>	<b>37,2</b>	<b>43,9</b>
Verot	-4,5	-2,6	-3,7	-2,9	0,6	-8,6	-1,9	-1,4	-1,7	-1,6	-6,5	-6,9	-8,2	-9,7
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>13,2</b>	<b>8,9</b>	<b>11,0</b>	<b>9,2</b>	<b>2,9</b>	<b>32,1</b>	<b>7,4</b>	<b>5,7</b>	<b>6,6</b>	<b>6,4</b>	<b>26,1</b>	<b>24,4</b>	<b>29,0</b>	<b>34,3</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,17</b>	<b>0,12</b>	<b>0,14</b>	<b>0,12</b>	<b>0,10</b>	<b>0,50</b>	<b>0,11</b>	<b>0,08</b>	<b>0,09</b>	<b>0,09</b>	<b>0,36</b>	<b>0,33</b>	<b>0,39</b>	<b>0,47</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,17</b>	<b>0,11</b>	<b>0,15</b>	<b>0,12</b>	<b>0,04</b>	<b>0,44</b>	<b>0,10</b>	<b>0,08</b>	<b>0,09</b>	<b>0,09</b>	<b>0,36</b>	<b>0,33</b>	<b>0,39</b>	<b>0,47</b>

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	2,8 %	-6,0 %	-3,6 %	-9,2 %	-4,3 %	-5,8 %	0,8 %	-2,0 %	3,2 %	3,7 %	1,4 %	7,7 %	3,5 %	3,1 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	-41 %	76 %	164 %	137 %	2573 %	157 %	-22,4 %	-46,8 %	-33,5 %	10,5 %	-27,4 %	-6,5 %	18,5 %	17,0 %
<b>Käyttökate-%</b>	11,2 %	23,8 %	23,1 %	23,5 %	17,8 %	22,0 %	17,7 %	14,3 %	15,7 %	15,2 %	15,7 %	13,6 %	14,7 %	16,1 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	6,3 %	19,6 %	20,1 %	18,9 %	10,9 %	17,3 %	15,1 %	10,9 %	12,2 %	11,6 %	12,4 %	10,8 %	12,3 %	14,0 %
<b>Nettotulos-%</b>	4,6 %	13,4 %	15,9 %	13,6 %	4,3 %	11,8 %	11,0 %	8,4 %	9,4 %	9,0 %	9,5 %	8,2 %	9,4 %	10,8 %

Lähde: Inderes



# Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>44,9</b>	<b>38,6</b>	<b>34,0</b>	<b>31,1</b>	<b>29,3</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	29,0	18,7	14,5	12,1	10,9
Käyttöomaisuus	8,9	9,7	9,3	8,8	8,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,8	2,0	2,0	2,0	2,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Laskennalliset verosaamiset	5,6	7,5	7,5	7,5	7,5
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>172</b>	<b>170</b>	<b>190</b>	<b>210</b>	<b>232</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	47,6	30,9	35,9	38,7	40,0
Likvidit varat	125	139	154	171	192
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>217</b>	<b>208</b>	<b>224</b>	<b>241</b>	<b>261</b>

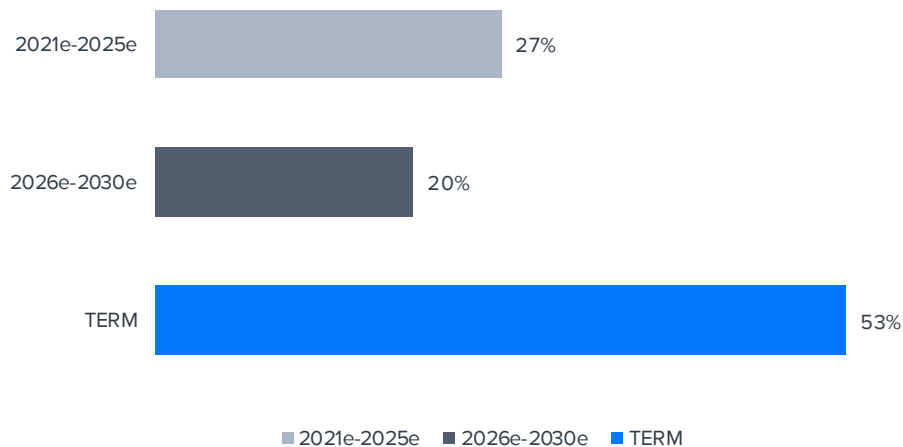
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Oma pääoma</b>	<b>168</b>	<b>165</b>	<b>183</b>	<b>198</b>	<b>218</b>
Osakepääoma	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Kertyneet voittovarot	133	161	178	193	214
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	34,2	4,1	4,1	4,1	4,1
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>7,9</b>	<b>7,7</b>	<b>6,7</b>	<b>5,7</b>	<b>4,7</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,2	0,7	0,7	0,7	0,7
Lainat rahoituslaitoksilta	7,7	7,0	6,0	5,0	4,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>41,4</b>	<b>35,4</b>	<b>34,1</b>	<b>36,7</b>	<b>37,9</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	6,7	3,6	1,0	1,0	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	34,7	31,7	33,1	35,7	36,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>217</b>	<b>208</b>	<b>224</b>	<b>241</b>	<b>261</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>42,5</b>	<b>33,7</b>	<b>32,0</b>	<b>38,0</b>	<b>44,4</b>	<b>44,1</b>	<b>45,0</b>	<b>44,2</b>	<b>43,3</b>	<b>44,2</b>	<b>45,1</b>	
+ Kokonaispoistot	17,5	9,6	8,4	7,4	6,6	6,0	5,9	5,8	5,8	5,8	5,8	
- Maksetut verot	-10,5	-7,7	-6,9	-8,2	-9,7	-9,7	-9,9	-9,7	-9,5	-9,7	-9,9	
- verot rahoituskuluista	-0,4	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	13,8	-3,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>62,9</b>	<b>32,1</b>	<b>33,2</b>	<b>36,9</b>	<b>41,1</b>	<b>40,3</b>	<b>40,9</b>	<b>40,2</b>	<b>39,5</b>	<b>40,2</b>	<b>40,9</b>	
+ 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	-9,3	-5,0	-5,5	-5,6	-5,6	-5,7	-5,7	-5,8	-5,8	-5,8	-5,8	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>54,0</b>	<b>27,1</b>	<b>27,7</b>	<b>31,4</b>	<b>35,5</b>	<b>34,6</b>	<b>35,2</b>	<b>34,5</b>	<b>33,7</b>	<b>34,4</b>	<b>35,1</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	54,0	27,1	27,7	31,4	35,5	34,6	35,2	34,5	33,7	34,4	35,1	549
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>25,7</b>	<b>24,2</b>	<b>25,3</b>	<b>26,4</b>	<b>23,7</b>	<b>22,2</b>	<b>20,0</b>	<b>18,1</b>	<b>17,0</b>	<b>16,0</b>	<b>250</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		469	443	419	393	367	343	321	301	283	266	250
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>469</b>										
- Korolliset velat		-10,6										
+ Rahavarat		139										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-8,8										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>588</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>8,0</b>										

## Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likvideettipremio	1,30 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>8,5 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,5 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	281,2	289,1	272,3	<b>276,1</b>	<b>297,4</b>	EPS (raportoitu)	0,31	0,17	0,44	<b>0,36</b>	<b>0,33</b>
Käyttökate	47,8	32,3	60,0	<b>43,3</b>	<b>40,4</b>	EPS (oikaistu)	0,31	0,17	0,50	<b>0,36</b>	<b>0,33</b>
Liikevoitto	31,5	18,1	42,5	<b>33,7</b>	<b>32,0</b>	Operat. kassavirta / osake	0,50	0,11	0,86	<b>0,44</b>	<b>0,45</b>
Voitto ennen veroja	32,2	17,7	40,7	<b>33,8</b>	<b>31,2</b>	Vapaa kassavirta / osake	0,47	-0,06	0,74	<b>0,37</b>	<b>0,38</b>
Nettovoitto	24,6	13,2	32,1	<b>26,1</b>	<b>24,4</b>	Omapääoma / osake	2,02	2,11	2,25	<b>2,49</b>	<b>2,70</b>
Kertaluontoiset erät	0,3	-0,3	-4,7	<b>-0,6</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,09	0,09	0,12	<b>0,12</b>	<b>0,12</b>
<b>Tase</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Taseen loppusumma	203,2	217,3	208,5	<b>223,6</b>	<b>240,7</b>	Liikevaihdon kasvu-%	-5 %	3 %	-6 %	<b>1 %</b>	<b>8 %</b>
Oma pääoma	159,4	168,0	165,4	<b>182,7</b>	<b>198,2</b>	Käyttökatteen kasvu-%	-20 %	-32 %	85 %	<b>-28 %</b>	<b>-7 %</b>
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	-13 %	-41 %	157 %	<b>-27 %</b>	<b>-7 %</b>
Nettovelat	-119,9	-110,4	-128,3	<b>-146,7</b>	<b>-164,9</b>	EPS oik. kasvu-%	0 %	-45 %	196 %	<b>-28 %</b>	<b>-8 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	Käyttökate-%	17,0 %	11,2 %	22,0 %	<b>15,7 %</b>	<b>13,6 %</b>
Käyttökate	47,8	32,3	60,0	<b>43,3</b>	<b>40,4</b>	Oik. Liikevoitto-%	11,1 %	6,3 %	17,3 %	<b>12,4 %</b>	<b>10,8 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	0,9	-18,2	13,8	<b>-3,6</b>	<b>-0,2</b>	Liikevoitto-%	11,2 %	6,3 %	15,6 %	<b>12,2 %</b>	<b>10,8 %</b>
Operatiivinen kassavirta	39,3	8,8	62,9	<b>32,1</b>	<b>33,2</b>	ROE-%	16,4 %	8,1 %	19,3 %	<b>15,0 %</b>	<b>12,8 %</b>
Investoinnit	-2,4	-13,1	-9,3	<b>-5,0</b>	<b>-5,5</b>	ROI-%	20,6 %	10,5 %	23,7 %	<b>18,4 %</b>	<b>16,3 %</b>
Vapaa kassavirta	36,7	-4,6	54,0	<b>27,1</b>	<b>27,7</b>	Omavaraisuusaste	83,7 %	80,5 %	82,3 %	<b>84,6 %</b>	<b>85,0 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	-75,2 %	-65,7 %	-77,6 %	<b>-80,3 %</b>	<b>-83,2 %</b>
<b>Suurimmat omistajat</b>				<b>%- osakkeista</b>		<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Kaj Hed				15,9 %		EV/Liikevaihto	0,6	0,8	1,2	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>
Rovio				9,6 %		EV/EBITDA (oik.)	3,8	7,5	5,6	<b>7,4</b>	<b>7,4</b>
Swedbank (rahastot)				8,6 %		EV/EBIT (oik.)	5,8	13,2	7,1	<b>9,3</b>	<b>9,4</b>
Jonathan Hed				7,9 %		P/E (oik.)	12,4	26,2	12,6	<b>17,5</b>	<b>19,1</b>
Camilla Hed-Wilson				7,9 %		P/B	1,9	2,1	2,8	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>
Mikael Hed				6,8 %		Osinkotuotto-%	2,4 %	2,0 %	1,9 %	<b>1,9 %</b>	<b>1,9 %</b>

Lähde: Inderes, Holdings.se

# 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 (välttömät 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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen 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 yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
13.2021	Osta	7,50 €	6,22 €
30.4.2021	Lisää	8,00 €	6,76 €
18.5.2021	Osta	8,00 €	6,34 €

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 Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**