

Evli Pankki

Yhtiöraportti

30.3.2022 18:45



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



Matias Arola
+358 40 935 3632
matias.arola@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Osakkeen arvo laskee torstaina yli 90 %

Olemme poistaneet väliaikaisesti Evliltä suosituksemme sekä tavoitehintamme, sillä Evlin ja Fellow Financen järjestelyn toteutuksen aikana (31.3.–3.4.) Evlin arvo koostuu ainoastaan yhtiön pankkiliiketoiminnasta. Näin ollen osakkeen arvo laskee torstaista alkaen vain murto-osaan sen nykyisestä kurssista. Tulemme palauttamaan Evlille varainhoitoliiketoiminnan mukaisen suosituksen sekä tavoitehinnan, kun kaupankäynti uuden yhtiön osakkeella alkaa arviolta ensi maanantaina 4.4.

Yhtiö julkaisi viime perjantaina olennaisia tietoja järjestelyn toteutuksen vaikutuksesta osakkeeseen

Evli julkaisi viime perjantaina tarkentavia tietoja liittyen järjestelyyn, jossa se irrottaa varainhoitoliiketoimintansa jakautumalla ja Fellow Finance sulautuu osaksi Evlin pankkitoimintaa jatkavaa yhtiötä. Olemme aiemmin käsitelleet järjestelyn ehtoja sekä sen vaikutuksia kummankin yhtiön liiketoimintaan [täällä](#). Uusin tiedote täsmentää Evlin osakkeen sisältämien oikeuksien kehitystä järjestelyn toteutuspäivämäärän ympärillä, ja tiedotteen sisältämät tarkennukset ovat osakkeenomistajan kannalta äärimmäisen merkityksellisiä. Kehotammekin sijoittajia lähipäivinä erityiseen tarkkaavaisuuteen kaupankäynnissä Evlin osakkeella.

Järjestelyn välipäivinä Evlin osakkeen hinnoittelu muuttuu rajusti

Ensi maanantaina (4.4.) kaupankäynnin on tarkoitus alkaa sekä Evli Oyj:n (Evlin varainhoitoliiketoiminta) että Fellow Pankin (Fellow Finance ja Evlin pankkiliiketoiminta) osakkeilla Helsingin pörssin päälistalla. Virallisesti jakautuminen tapahtuu kuitenkin lauantaina 2.4., jolloin jakautumisvastikkeena saatavat uuden Evli Oyj:n osakkeet rekisteröidään omistajien arvo-osuustileille. Ollakseen oikeutettu jakautumisvastikkeena jaettavaan Evlin varainhoitoliiketoiminnan osakkeisiin on sijoittajan täytynyt ostaa nykyisen Evli Pankin osakkeita viimeistään keskiviikkona 30.3. Seuraavan kahden pörssipäivän (31.3.–1.4.) aikana toteutettu ostotoimeksianto antaa siten oikeuden ainoastaan Evlin jäljelle jäävään pankkiliiketoimintaan, johon Fellow Finance sulautuu lauantaina 2.4. **Sijoittajan on äärimmäisen tärkeää huomioida, että näiden päivien aikana Evlin osakkeen arvo on vain murto-osa sen nykyisestä kurssista.** Tässä mielessä jakautumisvastike "irtoaa" osingon lailla osakekurssista torstaina 31.3., eikä rajua kurssireaktiota tule tulkita johtuvaksi kummankaan yhtiön liiketoimintojen näkyvien muutoksesta.

Fellow Financen osakkeen nykykurssi sekä sulautumisen vaihtosuhte huomioiden arvioimme Evli Pankin osakkeen hinnan laskevan torstaina noin 0,50 euron tasolle. Sulautumisen täytäntöönpanosta (2.4.) eteenpäin Fellow Pankin arvostus perustuu 1) Evlin pankkiliiketoiminnan ja Fellow Financen yhteenlaskettuun markkina-arvoon sekä 2) Evlin, Taalerin ja TN Venturesin tekemään noin 11,7 MEUR:n suunnattuun osakeantiin.

Evlin listautuvaa varainhoitoliiketoimintaa (uusi Evli Oyj) tulee hinnoitella kuin ennen järjestelyä

Olemme luonnollisesti huomioineet pankkitoiminnan irrottamisen vaikutukset yhtiön liiketoimintaan jo aiemmin, ja [edellinen yhtiöpäivityksemme](#) Evlistä on kirjoitettu pelkän varainhoitoliiketoiminnan näkökulmasta. Tulemme palauttamaan Evlille päivitetyn suosituksen sekä tavoitehinnan, kun listautuminen on toteutettu ja kaupankäynti uudella osakkeella alkaa. Tämä tapahtuu nykytiedon valossa ensi maanantaina 4.4. Huomautamme, että listautuvan Evli Oyj:n osaketta tulee karkeasti hinnoitella lähes vastaavasti kuin ennen järjestelyä, sillä irtautuvan pankkiliiketoiminnan arvo on hyvin pieni suhteessa konsernin muiden osien arvoon (~3 %). Näin ollen edellinen päivityksemme Evlistä antaa hyvän indikaation uuden yhtiön hyväksyttävästä arvostustasosta.

Suositus

Ei suositusta

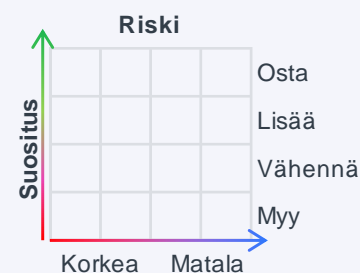
(aik. Vähennä)

Ei tavoitehintaa

(aik. 20,00 EUR)

Osakekurssi:

20,40



HUOM: Raportin sisältämät luvut ja ennusteet koskevat Evlin varainhoitoliiketoimintaa, johon omistusoikeus on irronnut Evli Pankin osakkeesta.

Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	115,6	96,8	102,1	110,3
kasvu-%	45 %	-16 %	5 %	8 %
EBIT oik.	53,0	37,5	41,9	48,3
EBIT-% oik.	45,9 %	38,8 %	41,0 %	43,8 %
Nettotulos	36,3	27,3	29,9	34,8
EPS (oik.)	1,50	1,13	1,23	1,43
P/E (oik.)	17,5	18,1	16,6	14,3
P/B	5,9	5,9	8,6	9,6
Osinkotuotto-%	4,0 %	11,5 %	8,2 %	6,7 %
EV/EBIT (oik.)	11,6	12,1	11,4	10,0
EV/EBITDA	10,6	10,7	10,3	9,1
EV/Liikevaihto	5,3	4,7	4,7	4,4

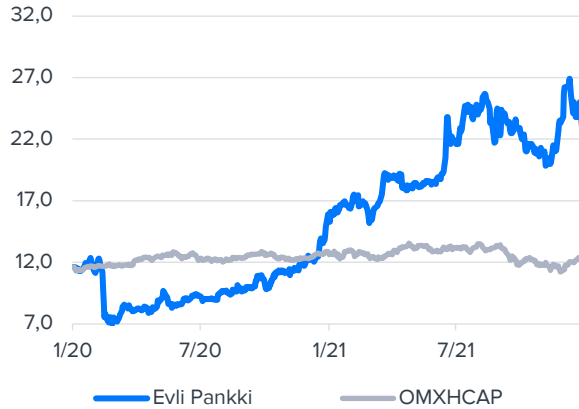
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

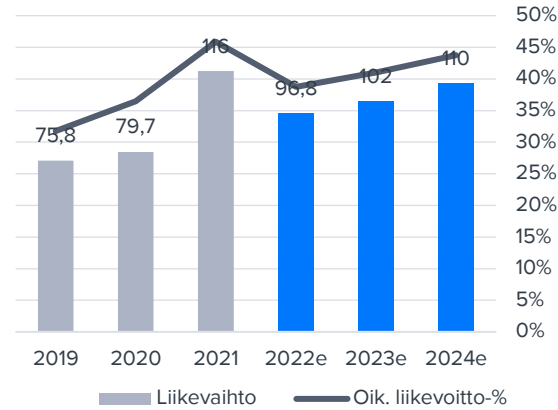
Varainhoitoliiketoiminnan osalta arvioimme liiketuloksen olevan hyvällä tasolla. Varainhoidon näkyviä tarkennetaan jakautumisen toteutumisen jälkeen ja vuoden kuluessa, kun markkinakehityksen osalta näkyvät tarkentuvat.

Osakekurssi



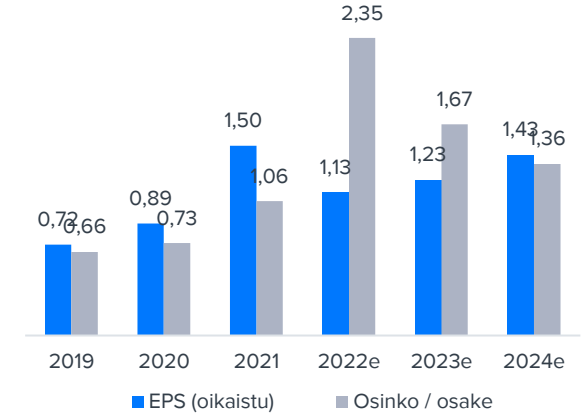
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kasvu nykyisissä tuotteissa
- Kansainvälinen myynti
- Pääomarahastoliiketoiminta
- Kulutehokkuuden parantuminen
- Pääoman vapautuminen jakautumisen jälkeen



Riskitekijät

- Markkinariskit
- Perinteisen varainhoidon jatkuva hintapaine
- Tuottosidonnaisten selvästi kohonnut osuus

HUOM: Raportin sisältämät luvut ja ennusteet koskevat Evlin varainhoitoliiketoimintaa, johon omistusoikeus on irronnut Evli Pankin osakkeesta. Luvut ovat siis vasta käyttökelpoisia ennusteita 4.4. listautuvalle uudelle Evli Oyj:lle.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	20,4	20,4	20,4
Osakemäärä, milj. kpl	24,2	24,3	24,4
Markkina-arvo	494	494	494
Yritysarvo (EV)	454	478	482
P/E (oik.)	18,1	16,6	14,3
P/E	18,1	16,6	14,3
P/B	5,9	8,6	9,6
P/S	5,1	4,8	4,5
EV/Liikevaihto	4,7	4,7	4,4
EV/EBIT (oik.)	12,1	11,4	10,0
Osinko/tulos (%)	208,3 %	135,7 %	95,0 %
Osinkotuotto-%	11,5 %	8,2 %	6,7 %

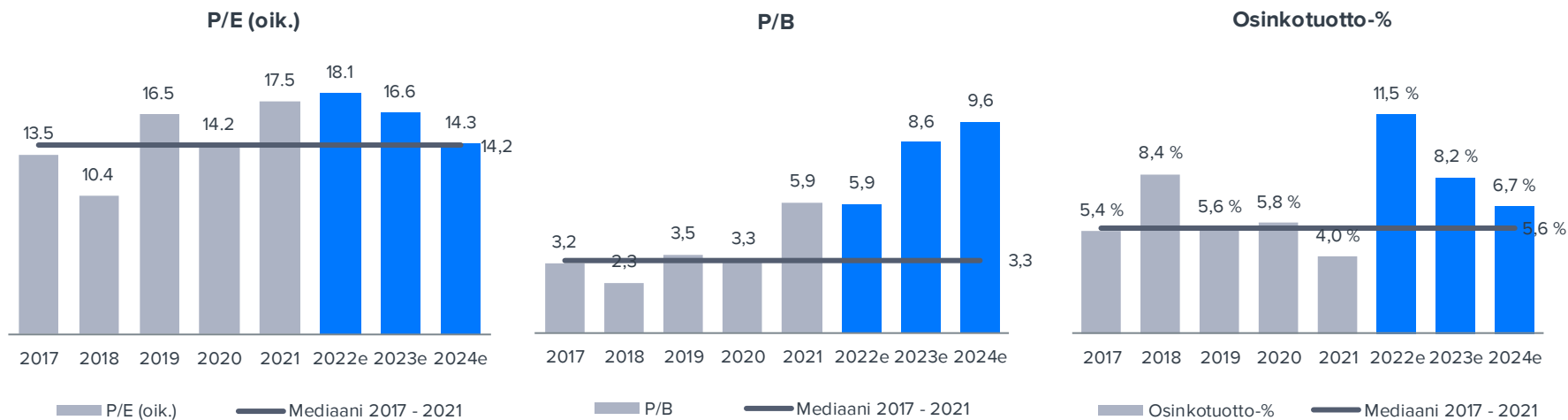
Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

HUOM: Raportin sisältämät luvut ja ennusteet koskevat Evlin varainhoitoliiketoimintaa, johon omistusoikeus on irronnut Evli Pankin osakkeesta. Luvut ovat siis vasta käyttökelpoisia ennusteita 4.4. listautuvalle uudelle Evli Oyj:lle.

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	9,60	7,28	11,9	12,6	26,2	20,4	20,4	20,4	20,4
Osakemäärä, milj. kpl	23,4	23,7	23,9	24,1	24,1	24,2	24,3	24,4	24,5
Markkina-arvo	227	172	283	303	632	494	494	494	494
Yritysarvo (EV)	226	170	286	320	613	454	478	482	474
P/E (oik.)	13,5	10,4	16,5	14,2	17,5	18,1	16,6	14,3	13,1
P/E	13,5	10,8	16,5	14,2	17,5	18,1	16,6	14,3	13,1
P/B	3,2	2,3	3,5	3,3	5,9	5,9	8,6	9,6	8,7
P/S	3,2	2,5	3,7	3,8	5,5	5,1	4,8	4,5	4,2
EV/Liikevaihto	3,2	2,5	3,8	4,0	5,3	4,7	4,7	4,4	4,1
EV/EBIT (oik.)	10,6	8,7	11,9	11,0	11,6	12,1	11,4	10,0	9,0
Osinko/tulos (%)	73,1%	90,2%	91,9%	82,5%	70,8%	208,3%	135,7%	95,0%	95,0%
Osinkotuotto-%	5,4%	8,4%	5,6%	5,8%	4,0%	11,5%	8,2%	6,7%	7,3%

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

HUOM: Raportin sisältämät luvut ja ennusteet koskevat Evlin varainhoitoliiketoimintaa, johon omistusoikeus on irronnut Evli Pankin osakkeesta. Luvut ovat siis vasta käyttökelpoisia ennusteita 4.4. listautuvalle uudelle Evli Oyj:lle.

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
eQ	24,80	995	938	19,2	16,4	18,8	16,2	11,4	9,9	25,5	22,0	4,1	4,7	12,5
United Bankers	13,20	138	124	9,0	8,2	7,9	7,2	2,8	2,5	13,8	12,9	6,1	6,4	3,0
Taaleri	13,80	398	342	21,3	9,2	20,3	9,0	6,7	4,7	34,2	15,1	6,7	6,8	1,9
CapMan	2,48	390	417	11,7	9,8	11,6	9,5	5,5	5,5	16,2	12,7	6,5	6,9	3,1
Titanium	15,00	154	135	7,9	7,0	7,6	6,8	4,7	4,2	11,2	10,2	7,5	8,2	5,8
EAB Group	2,92	40	40	9,8	6,7	6,3	5,0	1,7	1,4	13,2	8,9	5,1	5,5	1,8
Aktia	10,92	787								10,8	9,8	5,5	6,4	1,0
Alexandria	9,38	94	77	8,5	7,3	6,7	6,0	1,8	1,6	14,1	12,7	6,8	7,5	3,2
Oma Säästöpankki	18,85	565								12,1	10,9	2,1	2,7	1,3
Evli Pankki (Inderes)	20,40	494	454	12,1	11,4	10,7	10,3	4,7	4,7	18,1	16,6	11,5	8,2	5,9
Keskiarvo				12,5	9,2	11,3	8,5	4,9	4,3	16,8	12,8	5,6	6,1	3,8
Mediaani				9,8	8,2	7,9	7,2	4,7	4,2	13,8	12,7	6,1	6,4	3,0
Erotus-% vrt. mediaani				23 %	40 %	36 %	43 %	-1 %	11 %	31 %	31 %	90 %	27 %	92 %

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

Tuloslaskelma

HUOM: Raportin sisältämät luvut ja ennusteet koskevat Evlin varainhoitoliiketoimintaa, johon omistusoikeus on irronnut Evli Pankin osakkeesta. Luvut ovat siis vasta käyttökelpoisia ennusteita 4.4. listautuvalle uudelle Evli Oy:lle.

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	79,7	27,1	28,7	24,8	35,0	116	22,7	24,2	22,2	27,7	96,79	102,1	110,3	117,1
Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat	67,1	22,0	20,1	20,6	28,7	91,4	18,7	19,4	18,9	22,4	79,4	85,0	93,2	100
Neuvonanto- ja yritysasiakkaat	9,7	4,0	7,7	3,1	5,4	20,2	3,4	4,4	2,9	4,9	15,6	15,6	16,1	16,9
Konsernitoiminnot	2,8	1,1	0,9	1,1	0,8	3,9	0,6	0,4	0,4	0,4	1,8	1,5	1,0	0,0
Kohdistamattomat&eliminoinnit	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
Käyttökate	34,8	12,9	14,4	13,4	17,2	57,8	8,6	9,9	10,2	13,7	42,3	46,5	52,8	57,7
Poistot ja arvonalennukset	-5,7	-1,1	-1,3	-1,3	-1,1	-4,8	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-4,8	-4,7	-4,5	-5,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	29,1	11,8	13,1	12,1	16,1	53,0	7,4	8,7	9,0	12,5	37,5	41,9	48,3	52,6
Liikevoitto	29,1	11,8	13,1	12,1	16,1	53,0	7,4	8,7	9,0	12,5	37,5	41,9	48,3	52,6
Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat	27,7	10,6	8,4	10,7	15,1	44,8	6,9	7,5	8,7	10,7	33,8	38,2	43,7	47,7
Neuvonanto- ja yritysasiakkaat	1,8	1,1	4,6	0,8	0,9	7,4	0,5	1,2	0,3	1,7	3,6	4,3	4,9	5,2
Konsernitoiminnot	0,0	0,0	0,1	0,7	0,1	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,3	0,3
Kohdistamattomat&eliminoinnit	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,6	-0,6
Nettorahoituskulut	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
Tulos ennen veroja	29,5	12,1	13,1	12,3	16,2	53,5	7,4	8,7	9,0	14,5	39,5	42,9	49,3	53,6
Verot	-6,3	-1,9	-3,4	-1,7	-3,5	-10,5	-1,5	-1,8	-1,8	-3,0	-8,1	-8,8	-10,1	-11,0
Vähemmistöosuudet	-1,9	-1,8	-2,6	-1,0	-1,3	-6,7	-0,8	-1,6	-0,8	-0,9	-4,1	-4,2	-4,3	-4,4
Nettotulos	21,3	8,4	7,1	9,5	11,3	36,1	5,1	5,3	6,3	10,6	27,3	29,9	34,8	38,1
EPS (oikaistu)	0,89	0,35	0,29	0,39	0,47	1,50	0,21	0,22	0,26	0,44	1,13	1,23	1,43	1,56
EPS (raportoitu)	0,89	0,35	0,29	0,39	0,47	1,50	0,21	0,22	0,26	0,44	1,13	1,23	1,43	1,56

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	5,1 %	91,0 %	53,0 %	32,7 %	24,5 %	44,9 %	-16,4 %	-15,6 %	-10,5 %	-20,7 %	-16,2 %	5,4 %	8,0 %	6,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	20,7 %	473,2 %	100,8 %	74,4 %	18,7 %	82,3 %	-37,0 %	-33,5 %	-25,9 %	-22,8 %	-29,3 %	11,6 %	15,3 %	9,0 %
Käyttökate-%	43,6 %	47,4 %	50,0 %	54,0 %	49,3 %	50,1 %	38,0 %	40,8 %	45,8 %	49,3 %	43,7 %	45,6 %	47,9 %	49,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	36,5 %	43,4 %	45,5 %	48,8 %	46,2 %	45,9 %	32,7 %	35,8 %	40,4 %	45,0 %	38,8 %	41,0 %	43,8 %	44,9 %
Nettotulos-%	26,8 %	30,8 %	24,6 %	38,2 %	32,2 %	31,3 %	22,5 %	21,9 %	28,5 %	38,2 %	28,2 %	29,3 %	31,6 %	32,6 %

Lähde: Inderes

Tase

HUOM: Raportin sisältämät luvut ja ennusteet koskevat Evlin varainhoitoliiketoimintaa, johon omistusoikeus on irronnut Evli Pankin osakkeesta. Luvut ovat siis vasta käyttökelpoisia ennusteita 4.4. listautuvalle uudelle Evli Oyj:lle.

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	21,7	19,4	28,1	28,0	28,6
Liikearvo	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2
Aineettomat hyödykkeet	6,8	4,6	4,2	4,1	4,6
Käyttöomaisuus	1,4	1,4	1,5	1,5	1,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	4,2	4,1	4,1	4,1	4,1
Muut sijoitukset	0,0	0,0	9,0	9,0	9,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	751	200	138	119	127
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	144	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	100,0	180	96,8	102	110
Likvidit varat	507	20,0	41,4	17,4	16,5
Taseen loppusumma	773	219	166	147	155

Lähde: Inderes

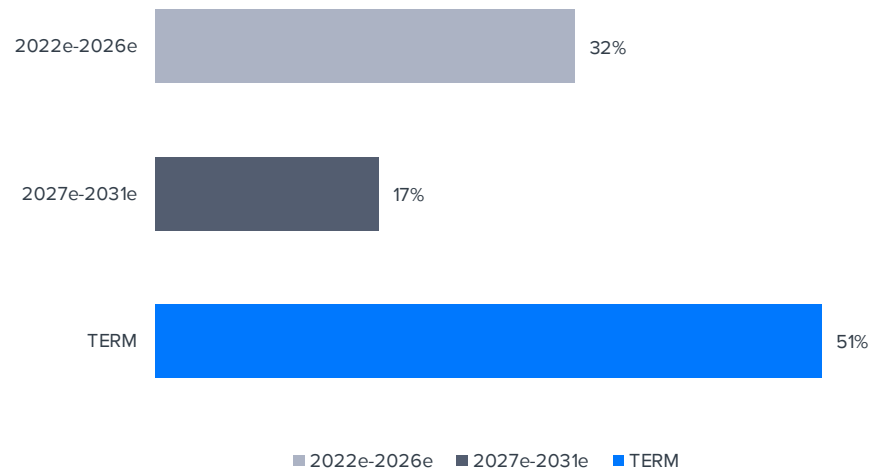
Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	95,4	112	93,7	70,8	69,4
Osakepääoma	30,2	30,2	30,2	30,2	30,2
Kertyneet voittovarot	41,3	50,0	27,6	0,5	-5,2
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Muu oma pääoma	18,5	24,8	24,8	24,8	24,8
Vähemmistöosuus	3,6	5,2	9,3	13,5	17,8
Pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	677	107	72,6	76,5	86,0
Lainat rahoituslaitoksilta	516	0,0	0,0	0,0	3,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	53,2	107	72,6	76,5	82,7
Muut lyhytaikaiset velat	108	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	773	219	166	147	155

DCF-laskelma

HUOM: Raportin sisältämät luvut ja ennusteet koskevat Evlin varainhoitoliiketoimintaa, johon omistusoikeus on irronnut Evli Pankin osakkeesta. Luvut ovat siis vasta käyttökelpoisia ennusteita 4.4. listautuvalle uudelle Evli Oy:lle.

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	53,0	37,5	41,9	48,3	52,6	49,2	49,1	47,0	41,5	42,7	43,8	
+ Kokonaispoistot	4,8	4,8	4,7	4,5	5,1	5,1	6,0	5,7	6,4	6,0	6,8	
- Maksetut verot	-10,5	-8,1	-8,8	-10,1	-11,0	-10,3	-10,3	-9,9	-8,7	-9,0	-9,2	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	10,2	48,4	-1,3	-2,0	-1,7	-1,5	-1,5	-1,3	-1,0	-1,0	-0,9	
Operatiivinen kassavirta	57,5	82,6	36,4	40,6	45,0	42,5	43,2	41,5	38,2	38,7	40,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-2,6	-13,5	-4,5	-5,2	-5,4	-6,0	-6,0	-6,2	-6,2	-6,5	-6,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	54,9	69,1	31,9	35,4	39,6	36,5	37,2	35,3	32,0	32,2	33,8	
+/- Muut	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	54,8	69,1	31,9	35,4	39,6	36,5	37,2	35,3	32,0	32,2	33,8	605
Diskontattu vapaa kassavirta		65,1	27,8	28,5	29,4	25,0	23,6	20,7	17,3	16,1	15,6	280
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		549	484	456	427	398	373	349	329	311	295	280
Velaton arvo DCF		549										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		20,0										
- Vähemmistöosuus		-5,2										
- Osinko/pääomapalautus		-25,6										
Oman pääoman arvo DCF		542										
Oman pääoman arvo DCF per osake		22,4										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likvideettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,2 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

HUOM: Raportin sisältämät luvut ja ennusteet koskevat Evlin varainhoitoliiketoimintaa, johon omistusoikeus on irronnut Evli Pankin osakkeesta. Luvut ovat siis vasta käyttökelpoisia ennusteita 4.4. listautuvalla uudella Evli Oy:llä.

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	75,8	79,7	115,6	96,8	102,1	EPS (raportoitu)	0,72	0,89	1,50	1,13	1,23
Käyttökate	27,6	34,8	57,8	42,3	46,5	EPS (oikaistu)	0,72	0,89	1,50	1,13	1,23
Liikevoitto	24,1	29,1	53,0	37,5	41,9	Operat. kassavirta / osake	0,80	0,33	2,38	3,41	1,50
Voitto ennen veroja	23,5	29,5	53,5	39,5	42,9	Vapaa kassavirta / osake	0,55	0,03	2,27	2,85	1,31
Nettovoitto	17,2	21,3	36,1	27,3	29,9	Omapääoma / osake	3,35	3,81	4,43	3,48	2,36
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,66	0,73	1,06	2,35	1,67
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	923,2	772,6	219,4	166,2	147,4	Liikevaihdon kasvu-%	11 %	5 %	45 %	-16 %	5 %
Oma pääoma	81,8	95,4	112,0	93,7	70,8	Käyttökateen kasvu-%	31 %	26 %	66 %	-27 %	10 %
Liikearvo	4,9	9,2	9,2	9,2	9,2	Liikevoiton oik. kasvu-%	23 %	21 %	82 %	-29 %	12 %
Nettovelat	0,3	9,1	-20,0	-41,4	-17,4	EPS oik. kasvu-%	2 %	23 %	69 %	-25 %	9 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	36,4 %	43,6 %	50,1 %	43,7 %	45,6 %
Käyttökate	27,6	34,8	57,8	42,3	46,5	Oik. Liikevoitto-%	31,8 %	36,5 %	45,9 %	38,8 %	41,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-3,4	-20,6	10,2	48,4	-1,3	Liikevoitto-%	31,8 %	36,5 %	45,9 %	38,8 %	41,0 %
Operatiivinen kassavirta	19,1	8,0	57,5	82,6	36,4	ROE-%	21,9 %	24,8 %	36,4 %	28,6 %	42,2 %
Investoinnit	-6,0	-7,2	-2,6	-13,5	-4,5	ROI-%	3,4 %	4,4 %	14,8 %	38,4 %	52,1 %
Vapaa kassavirta	13,1	0,8	54,8	69,1	31,9	Omavaraisuusaste	8,9 %	12,3 %	51,0 %	56,3 %	48,1 %
						Nettovelkaantumisaste	0,4 %	9,5 %	-17,9 %	-44,2 %	-24,5 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	3,8	4,0	5,3	4,7	4,7						
EV/EBITDA (oik.)	10,4	9,2	10,6	10,7	10,3						
EV/EBIT (oik.)	11,9	11,0	11,6	12,1	11,4						
P/E (oik.)	16,5	14,2	17,5	18,1	16,6						
P/B	3,5	3,3	5,9	5,9	8,6						
Osinkotuotto-%	5,6 %	5,8 %	4,0 %	11,5 %	8,2 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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 (välttämättä 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 sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä 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.

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.

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
24/10/2019	Lisää	9,50 €	8,90 €
23/12/2019	Lisää	10,50 €	10,00 €
16/01/2020	Vähennä	10,50 €	11,85 €
26/01/2020	Lisää	12,50 €	11,75 €
24/02/2020	Lisää	12,50 €	11,60 €
06/03/2020	Vähennä	11,50 €	11,80 €
13/03/2020	Lisää	9,00 €	7,56 €
09/04/2020	Vähennä	8,50 €	8,56 €
17/04/2020	Vähennä	8,50 €	8,58 €
05/06/2020	Vähennä	9,00 €	9,68 €
15/07/2020	Lisää	10,00 €	9,18 €
18/09/2020	Lisää	10,50 €	9,70 €
26/10/2020	Lisää	11,50 €	10,80 €
29/12/2020	Vähennä	12,00 €	12,55 €
25/01/2021	Lisää	16,50 €	14,85 €
16/04/2021	Lisää	21,00 €	19,10 €
15/07/2021	Lisää	24,50 €	23,80 €
21/10/2021	Lisää	24,50 €	23,60 €
07/01/2022	Vähennä	24,50 €	26,90 €
26/01/2022	Vähennä	22,00 €	22,10 €
14/03/2022	Vähennä	20,00 €	19,35 €
31/03/2022	-	-	20,40 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme 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



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.**