

# EVLI

27.04.2025 22.08 EEST



Sauli Vilén  
358440258908  
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS  
**YHTIÖRAPORTTI**



# Hyvä startti vuodelle

Tarkistamme Evlin tavoitehintamme 20,0 euroon (aik. 21,0e) lievästi laskeneita ennusteita heijastellen. Pidämme Evliä edelleen selvänä sektorin pitkän aikavälin voittajana ja lähivuosien tuloskasvunäkymä on lyhyen tähtäimen epävarmasta markkinasta huolimatta edelleen hyvä. Osake tarjoaakin nykytasolla hyvän tuotto-odotuksen ja toistamme lisää-suosituksen.

## Vahva startti vuodelle

Evlin Q1-liikevaihto oli 27,7 MEUR ja hieman 26,6 MEUR:n ennustettamme korkeampi. Liikevaihdon ylitys tuli kertatuotoista ja näin ollen sen merkitys jäi marginaaliseksi. Strategian kannalta kriittiset jatkuvat palkkiot olivat täysin linjassa ennusteisiimme nähden. Liikevoitto oli myös hitusen ennustettamme parempi, mutta heikomman mixin johdosta tämän merkitys on niin ikään neutraali. Tuloslaskelman alimmilla riveillä saatiin selkeä pettymys, kun vähemmistöjen tulososuus oli reippaasti odotuksiamme suurempi. Vähemmistöjen tulososuus on ollut nyt kaksi kvartaalia putkeen huomattavan korkea ja tämä herättää huolia normaalista tasosta. Uskomme edelleen erän olevan edelliskvartaaleja matalampi ja seuraamme erän kehitystä tulevina kvartaaleina tarkkaan. Varainhoito teki kokonaisuutena vahvan suorituksen ja sen luvut olivat linjassa odotuksiimme. Uusmyynti veti olosuhteisiin nähden erinomaisesti ja Evlin Q1 myynti oli seuraamiemme yhtiöiden ehdotonta parhaimmistoa.

## Ennusteissa ei isoja muutoksia, pitkän aikavälin tuloskasvunäkymä on vahva

Yhtiö totesi markkinan olevan hyvin epävarma ja herkässä tilassa, mutta samalla asiakkaiden keskuudessa tilanne vaikuttaa olevan suhteellisen rauhallinen. Näin ollen uusmyynti ei ole vetänyt samalla tavalla jäihin, kuin esimerkiksi koronavuorissa. Olemme tehneet ennusteisiimme vain pieniä negatiivisia muutoksia. Suurin

yksittäinen muutos on ollut osakkuusyhtiö Allsharesin tulososuuden lasku lähivuosille, sillä odotamme sen investoivan aiempaa voimakkaammin kasvuun. Tänä vuonna Evlin tulos laskee erinomaiselta vertailukauden tasolta, johtuen etenkin laskevista tuottopalkkioista. 2026 yhtiön pitäisi palata takaisin reippaaseen tuloskasvuun ja 2026 alkaen ennustamme tuloskasvun olevan noin 12 % vuodessa. Varainhoidon laaja-alainen kasvu sekä parantuva kulutehokkuus ovat tulosparannuksen ajureina.

Osinkoennusteemme ovat pysyneet lähes ennallaan. 2025 osalta osinko on yli raportoidun tuloksen. Yhtiö on kuitenkin viime vuosina painottanut viestinnässään kasvavan osingon merkitystä ja uskomme yhtiön pitävän osingon symbolisessa kasvussa myös ensi keväänä. Taseen puolesta yhtiöllä on tähän hyvin varaa.

## Tuotto-odotus on hyvä, kunhan tulos lähtee taas kasvuun

Evli on mielestämme kiistatta yksi varainhoitosektorin pitkän aikavälin voittajia. Yhtiön tuote- ja palvelutarjonta on hyvin laadukas ja näemme yhtiön laajan tuoteportfolion sopivan erinomaisesti nykyiseen markkinatilanteeseen. Yhtiöllä onkin pitkällä aikavälillä erinomaiset edellytykset jatkaa vahvaa arvonluontiaan. Nämä tekijät huomioiden pidämme Evlille soveliaana arvostustasona P/E 17–18x. 2024 erinomaisella tuloksella P/E-kerroin on noin 15x ja kuluvan vuoden ennustetulla tuloksella noin 17x, mikä on linjassa käyvän arvon haarukkamme kanssa. 2026 tuloskasvulla P/E on 14x, mitä pidämme houkuttelevana tasolle Evlin korkea laatu huomioiden. Lisäksi osinkotuotto on hyvällä noin 6–7 %:n tasolla. Kokonaisuutena näemme osakkeen tarjoavan hyvän kokonaistuotto-odotuksen, joka koostuu noin 10 %:n vuotuisesta tuloskasvusta sekä 6-7 %:n osingosta. Huomautamme, että ilman tuloskasvua osakkeessa ei ole nousuvaraa ja tässä skenaariossa tuotto-odotus nojaisi vain osinkoon.

## Suositus

### Lisää

(aik. Lisää)

## Tavoitehinta:

20,00 EUR

(aik. 21,00 EUR)

## Osakekurssi:

17,82 EUR

## Liiketoimintariski



## Arvostusriski



|                    | 2024   | 2025e  | 2026e  | 2027e  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Liikevaihto</b> | 126,8  | 107,6  | 116,6  | 123,2  |
| <b>kasvu-%</b>     | 17 %   | -15 %  | 8 %    | 6 %    |
| <b>EBIT oik.</b>   | 44,3   | 40,9   | 47,6   | 52,5   |
| <b>EBIT-% oik.</b> | 35,0 % | 38,0 % | 40,9 % | 42,6 % |
| <b>Nettotulos</b>  | 44,6   | 28,6   | 33,9   | 38,7   |
| <b>EPS (oik.)</b>  | 1,16   | 1,07   | 1,26   | 1,43   |

|                       |       |       |       |       |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>P/E (oik.)</b>     | 15,0  | 16,6  | 14,1  | 12,4  |
| <b>P/B</b>            | 3,1   | 3,2   | 3,2   | 3,1   |
| <b>Osinkotuotto-%</b> | 6,7 % | 6,7 % | 6,9 % | 7,0 % |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b> | 10,4  | 11,7  | 10,0  | 9,1   |
| <b>EV/EBITDA</b>      | 7,5   | 10,7  | 9,3   | 8,5   |
| <b>EV/Liikevaihto</b> | 3,7   | 4,4   | 4,1   | 3,9   |

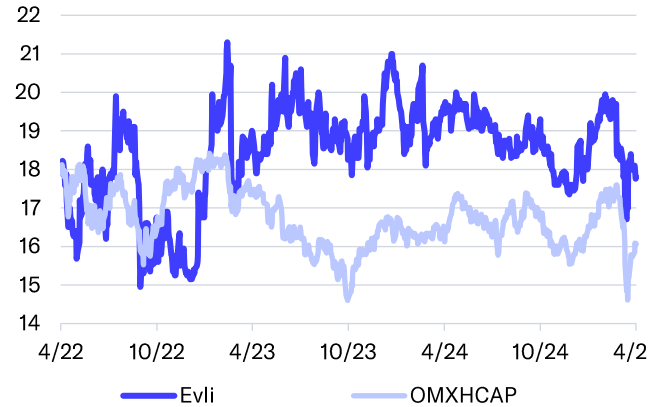
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

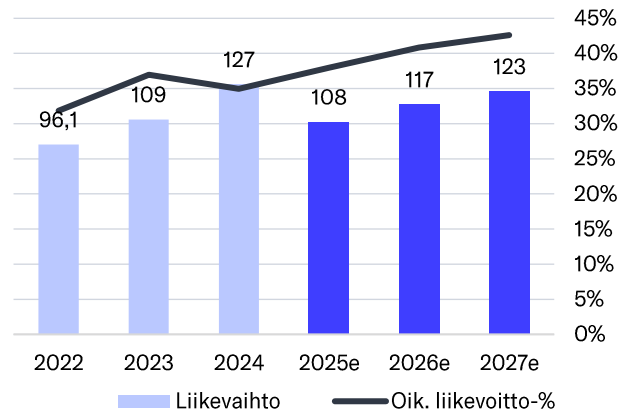
Vahvan markkina-aseman ja kasvunäkymien myötä Evli arvio yhtiön liiketuloksen olevan selvästi positiivinen vuonna 2025.

## Osakekurssi



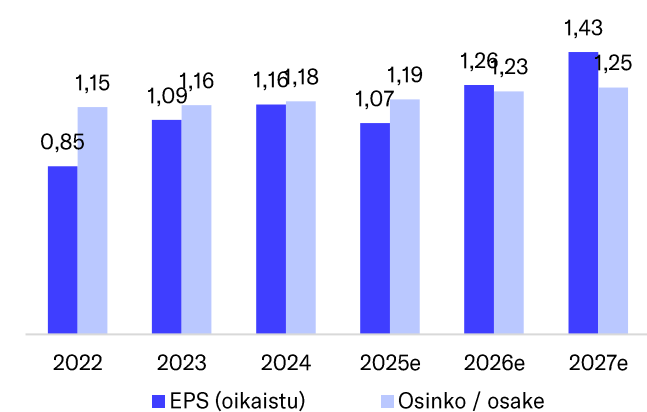
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

## Arvoajurit

- Kasvu nykyisissä tuotteissa
- Kansainvälinen myynti
- Pääomarahastoliiketoiminta
- Skaalautuminen
- Pääoman vapautuminen
- Yritysjärjestelyt
- Allsharesin kasvu ja irtaantuminen vuosikymmenen loppupuolella

## Riskitekijät

- Markkinariskit ja tuloksen volatiliteetti
- Perinteisen varainhoidon jatkuva hintapaine
- Passiivisten sijoitusstrategioiden suosion merkittävä nousu

| Arvostustaso                 | 2025e   | 2026e  | 2027e  |
|------------------------------|---------|--------|--------|
| <b>Osakekurssi</b>           | 17,8    | 17,8   | 17,8   |
| <b>Osakemäärä, milj. kpl</b> | 26,7    | 26,9   | 27,1   |
| <b>Markkina-arvo</b>         | 474     | 478    | 481    |
| <b>Yritysarvo (EV)</b>       | 477     | 478    | 475    |
| <b>P/E (oik.)</b>            | 16,6    | 14,1   | 12,4   |
| <b>P/E</b>                   | 16,6    | 14,1   | 12,4   |
| <b>P/B</b>                   | 3,2     | 3,2    | 3,1    |
| <b>P/S</b>                   | 4,4     | 4,1    | 3,9    |
| <b>EV/Liikevaihto</b>        | 4,4     | 4,1    | 3,9    |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b>        | 11,7    | 10,0   | 9,1    |
| <b>Osinko/tulos (%)</b>      | 111,2 % | 97,5 % | 87,5 % |
| <b>Osinkotuotto-%</b>        | 6,7 %   | 6,9 %  | 7,0 %  |

Lähde: Inderes

# Hyvä startti vuodelle

Evlin Q1-liikevaihto oli 27,7 MEUR ja hieman 26,6 MEUR:n ennustettamme korkeampi. Segmenttitasolla Varainhoidon liikevaihto jäi hitusen ennusteistamme johtuen tuottopalkkioiden odotettua pienemmästä määrästä. Vastaavasti Investointipankin alkuvuosi sujui väkevästi ja sen liikevaihto oli hurjasti (2,8 vs. 1,5 MEUR) odotuksiamme parempi. Liikevaihdon mixistä johtuen pienen liikevaihtoylityksen merkitys jäikin olemattomaksi, kun strategian kannalta kriittiset jatkuvat palkkiot olivat täysin linjassa ennusteisiimme.

Liikevoitto oli myös hitusen ennustettamme parempi, mutta heikomman mixin johdosta tämän merkitys on niin ikään neutraali. Tuloslaskelman alimmilla riveillä saatiin selkeä pettymys, kun vähemmistöjen tulososuus oli reippaasti odotuksiamme suurempi. Tämä painoi myös EPS:n alle ennusteidemme. Vähemmistöjen tulososuus on ollut nyt kaksi kvartaalia putkeen huomattavan korkea, mikä on luonnollisesti negatiivista sijoittajille. Yhtiön johdon

kommenttien perusteella vaikuttaisi siltä, että vähemmistöerään on osunut katsauskausilla normaalia enemmän kertaluontoisia eriä. Joka tapauksessa tämä on erä jota seuraamme tarkkuudella tulevana kvartaaleina. Näemme pienen riskin sille, että viimeisen reilun viiden vuoden aikana solmitut useat vähemmistösopimukset (lähes kaikissa vaihtoehtorahastoissa on vähemmistö mukana) osoittautuvat lopulta yllättävän kalliiksi suuren vähemmistöjen tulososuuden muodossa.

### Varainhoito jyrää eteenpäin

Varainhoito teki kokonaisuutena vahvan suorituksen ja sen liikevoitto oli linjassa odotuksiimme 10,1 MEUR. Tuottopalkkiot olivat vastoin laskelmiamme lähellä nollaa, mutta välitystoiminta kompensoi tätä ja oli puolestaan selvästi odotuksia korkeampi. Varainhoidon hallinnoitavat varat olivat hieman odotuksiamme alhaisemmat (19 vs. 19,4 mrd), mutta uusmyynti veti olosuhteisiin nähden erinomaisesti. Yhtiö keräsi Q1:llä nettomerkintöjä

rahastoihin 332 MEUR:lla ja taso on seuraamiemme yhtiöiden ehdotonta parhaimmistoa. Yhtiö pystyi edelleen jatkamaan myös pääomarahastojen (Q1 +70 MEUR) sekä kansainvälistä (+70 MEUR) myyntiä. Yhtiön myynti kehittyi 2024 yllättävän heikosti, vaikka markkinatilanne oli yhtiölle erittäin suosiollinen. H2’24 yhtiö sai käänteen aikaan kv-myyynnissä ja nyt myös kotimaan myynti näyttää vetävän hyvin. Uusmyynti on yhtiön arvonaluonnin kannalta yksittäinen tärkein mittari ja mielestämme yhtiön tuotetarjonta sopii edelleen erinomaisesti nykymarkkinaaan. Näin ollen yhtiöllä onkin kaikki edellytykset jatkaa vahvaa uusmyyntiään myös tulevana kvartaaleina.

Näkymien osalta yhtiö ei odotetusti koskenut varovaiseen ohjeistukseensa. Yhtiö totesi markkinan olevan hyvin epävarma ja herkässä tilassa, mutta samalla asiakkaiden keskuudessa tilanne vaikuttaa olevan suhteellisen rauhallinen. Näin ollen uusmyynti ei ole vetänyt samalla tavalla jäihin, kuin esimerkiksi koronavuorissa.

| Ennustetaulukko      | Q1'24    | Q1'25      | Q1'25e  | Q1'25e    | Konsensus |      | Erotus (%)       | 2025e      |
|----------------------|----------|------------|---------|-----------|-----------|------|------------------|------------|
| MEUR / EUR           | Vertailu | Toteutunut | Inderes | Konsensus | Alin      | Ylin | Tot. vs. inderes | Toteutunut |
| Liikevaihto          | 42,9     | 27,7       | 26,6    |           |           |      | 4 %              | 108        |
| Liikevoitto (oik.)   | 11,2     | 11,4       | 10,9    |           |           |      | 5 %              | 40,9       |
| EPS (oik.)           | 0,29     | 0,27       | 0,29    |           |           |      | -7 %             | 1,07       |
| EPS (raportoitu)     | 0,81     | 0,27       | 0,31    |           |           |      | -13 %            | 1,07       |
|                      |          |            |         |           |           |      |                  |            |
| Liikevaihdon kasvu-% | 66,7 %   | -35,4 %    | -38,0 % |           |           |      | 2,6 %-yks.       | -15,1 %    |
| Liikevoitto-% (oik.) | 26,1 %   | 41,2 %     | 41,0 %  |           |           |      | 0,2 %-yks.       | 38,0 %     |

Lähde: Inderes

# Ennusteiden isossa kuvassa ei muutoksia

## Ennustemuutokset

- Olemme tehneet ennusteisiimme pieniä, pääosin negatiivisia muutoksia Q1-raportin jälkeen. Keskeiset muutokset ovat olleet vähemmistöjen tulososuuden selkeä nousu sekä osakkuusyhtiöiden tuloksen lasku. Osakkuusyhtiöiden osalta yhtiön 40 %:sesti omistama Allshares fokusoii tällä hetkellä tiukasti kasvuun, ja tulos on arviomme mukaan matalalla tasolla. Todennäköisesti sijoitus realisoituukin valtaosin vasta vuosikymmenen lopulla, kun omistus myydään.
- Varainhoidossa olemme laskeneet hieman ennusteitamme kauppasodan aiheuttaman kurssilaskun seurauksena. Samalla olemme kuitenkin tarkistaneet hieman ylöspäin lähivuosien uusmyyntiennusteita, sillä yhtiön uusmyynti on ottanut viimeisten kvartaalien aikana isoja askelia takaisin oikealle uralle. Nämä tekijät netottavatkin pitkälti toisensa.
- Olemme myös tarkistaneet Suomen toimintojen veroasteen 2027 alkaen 18 %:iin hallituksen veropäätöksestä johtuen.
- Osinkoennusteemme ovat pysyneet käytännössä ennallaan. 2025 osalta osinko on yli raportoidun tuloksen. Yhtiö on kuitenkin viime vuosina painottanut viestinnässään kasvavan osingon merkitystä ja uskommekin yhtiön pitävän osingon symbolisessa kasvussa myös 2025. Taseen ja vakavaraisuuden puolesta yhtiöllä on tähän hyvin varaa.

## Operatiiviset tulosajurit

- 2025 osalta odotamme Evlin vertailukelpoisen tuloksen (kannustinliiketoiminnan myyntivoitto oikaistu) laskevan noin 10 %:lla. Laskua ajaa vertailukauden poikkeuksellisen korkeat palkkiot tuottosidonnaisissa sekä investointipankissa. Myös markkinan korjausliike heittää lyhyellä aikavälillä kapuloita tulostuskasvun rattaisiin.
- 2026 alkaen odotamme yhtiön jälleen palaavan selvään tulostuskasvuun ja 2026-2028 keskimääräinen tulostuskasvu on noin 12 %. Tulostuskasvu ajaa luonnollisesti Varainhoito ja siellä etenkin jatkuvien palkkioiden kasvu. Tuottosidonnaisten osalta olemme ennusteissamme varovaisia, sillä näkyvyys niihin on heikko. Yhtiöllä on kuitenkin arviomme mukaan kertynyt vaihtoehtorahastoihin huomattavaa tuottopalkkiopotentiaalia ja näiden realisoituessa voisi tuottopalkkiotasoa kohota selvästi ennustettamme korkeammaksi.
- Huomautamme, että odotuksiamme voimakkaampi liikevaihdon kasvu valuisi varsin tehokkaasti myös tulostuslaskelman alemmille riveille kohtalaisen kiinteästä kulurakenteesta johtuen. Tämän vuoksi hallinnoitavan varallisuuden sekä palkkiotuottojen kasvu ovat sijoittajan kannalta Evlin keskeisimmät tunnusluvut. Näkemyksemme mukaan Evlin pitäisi nykyisellä koneellaan yltää vuositasolla yli miljardin euron nettomyyntiin vuodessa.

| Ennustemuutokset<br>MEUR / EUR | 2025e<br>Vanha | 2025e<br>Uusi | Muutos<br>% | 2026e<br>Vanha | 2026e<br>Uusi | Muutos<br>% | 2027e<br>Vanha | 2027e<br>Uusi | Muutos<br>% |
|--------------------------------|----------------|---------------|-------------|----------------|---------------|-------------|----------------|---------------|-------------|
| Liikevaihto                    | 108            | 108           | -1 %        | 116            | 117           | 1 %         | 122            | 123           | 1 %         |
| Liikevoitto                    | 43,2           | 40,9          | -5 %        | 48,6           | 47,6          | -2 %        | 52,4           | 52,5          | 0 %         |
| Tulos ennen veroja             | 43,2           | 40,9          | -5 %        | 48,6           | 47,6          | -2 %        | 52,4           | 52,5          | 0 %         |
| EPS (ilman kertaeriä)          | 1,20           | 1,07          | -11 %       | 1,35           | 1,26          | -7 %        | 1,46           | 1,43          | -2 %        |
| Osakekohtainen osinko          | 1,20           | 1,19          | -1 %        | 1,23           | 1,23          | 0 %         | 1,25           | 1,25          | 0 %         |

Lähde: Inderes

# Tuotto-odotus on hyvä, kunhan tuloskasvua tulee

## Kerroinpohjainen hinnoittelu on houkutteleva

Evli on mielestämme kiistatta yksi varainhoitosektorin pitkän aikavälin voittajia. Yhtiön tuote- ja palvelutarjonta on hyvin laadukas ja näemme yhtiön laajan tuoteportfolion sopivan erinomaisesti nykyiseen markkinatilanteeseen. Yhtiöllä onkin pitkällä aikavälillä erinomaiset edellytykset jatkaa vahvaa arvonluontiaan.

Lisäksi yhtiön kasvu sitoo muiden varainhoitajien tapaan vain rajallisesti pääomia, millä on positiivinen vaikutus hyväksytyyn arvostustasoon. Yhtiön tulos ei myöskään ole kovin riippuvainen kertaluonteisista eristä kuten tuottosidonnaisista palkkioista, mikä papereissamme laskee tulokseen ja kassavirtoihin liittyvää riskitasoa. Huomautamme kuitenkin, että perinteisen varainhoidon rooli on Evlillä iso ja näin ollen markkinan heilunta vaikuttaa Evliin useita verrokkeja enemmän.

Nämä tekijät huomioiden pidämme Evlille soveliaana arvostustasona P/E 17–18x. 2024 erinomaisella tuloksella P/E-kerroin on noin 15x ja kuluvan vuoden ennustetulla tuloksella noin 17x, mikä on linjassa käyvän arvon haarukkamme kanssa. Huomautamme kuitenkin, että PE-kerroin ei huomioi Evlin osakkuusyhtiöitä, joista etenkin Allsharesin arvo voi tulevaisuudessa osoittautua hyvinkin arvokkaaksi. Osakkuusyhtiöt on nyt hinnoiteltu taseessa noin 25 MEUR:lla (noin 1e/osake), mutta etenkin Allsharesin arvo voi hyvässä skenaariossa olla vuosikymmenen lopun irtaantumisen yhteydessä merkittävästi tätä korkeampi. 2026 tuloskasvulla P/E on 14x, mitä pidämme houkuttelevana tasolle Evlin korkea laatu huomioiden.

Lisäksi osinkotuotto on hyvällä noin 6–7 %:n tasolla. Osinkoon liittyvä riskitaso on mielestämme laskenut viime vuosina, kun yhtiö on selkeyttänyt osinkopolitiikkaansa ja

alkanut painottaa kasvavan osingon merkitystä.

Kokonaisuutena näemme osakkeen tarjoavan hyvän kokonaistuotto-odotuksen joka koostuu noin 10 %:n vuotuisesta tuloskasvusta sekä 6-7 %:n osingosta. Huomautamme, että ilman tuloskasvua osakkeessa ei ole nousuvaraa ja tässä skenaariossa tuotto-odotus nojaisi vain osinkoon. Lähikvartaaleina tulos ei ennusteissamme kasva ja lyhyen aikavälin kurssiajurit ovat vähissä. Kuitenkin jo 12kk eteenpäin katsoessa yhtiön tulos on jälleen selvässä kasvussa, jonka pitäisi alkaa antaa tukea myös kurssille.

Suhteessa kotimaiseen verrokkiryhmään Evliä hinnoitellaan perustellusti preemiolla, yhtiön ollessa toimialan ehdotonta kärkeä. Koko sektoria hinnoitellaan tällä hetkellä suunnilleen sen historiallisilla tasoilla, mitä pidämme perusteltuna ja näemmekin koko sektorin hinnoittelun olevan tällä hetkellä hyvinkin järkevä.

## DCF-mallista tukea arvonmäärittelykselle

DCF-mallimme mukainen arvo Evlin osakkeelle on lähes ennallaan noin 22 eurossa. Näin ollen lähivuosien ennustemuutosten vaikutus kassavirtamallimme indikoimaan arvoon jäi varsin rajalliseksi. Terminaalijakson ennusteissamme olemme soveltaneet 2,5 %:n kasvuoletusta sekä 40 %:n normalisoitua liikevoittotasoa. Kassavirtamallin käyttökelpoisuus on Evlin kohdalla varsin hyvä, sillä liiketoiminnan tulos konvertoituu hyvin kassavirraksi. DCF-malli tarjoaakin varsin hyvän kuvan yhtiön käyvästä arvosta, ja tätäkään vasten osakkeen nykyinen hinnoittelu ei ole liian vaativa. Kassavirtamallimme oletuksineen löytyy raportin liitetiedoista.

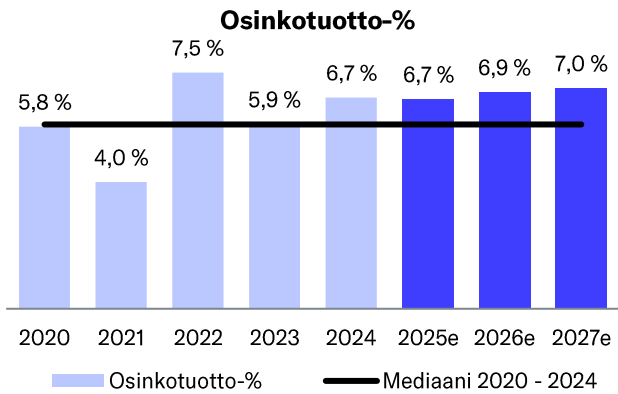
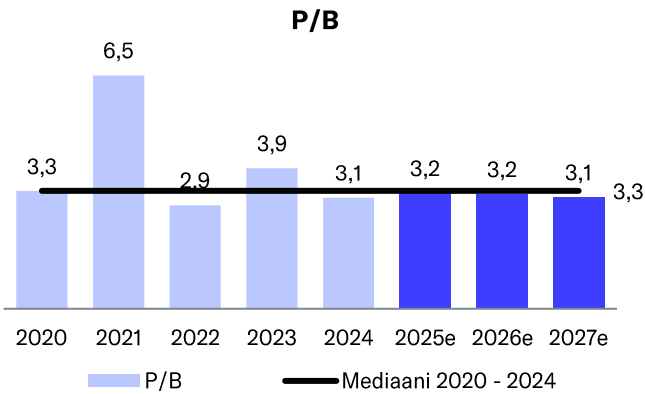
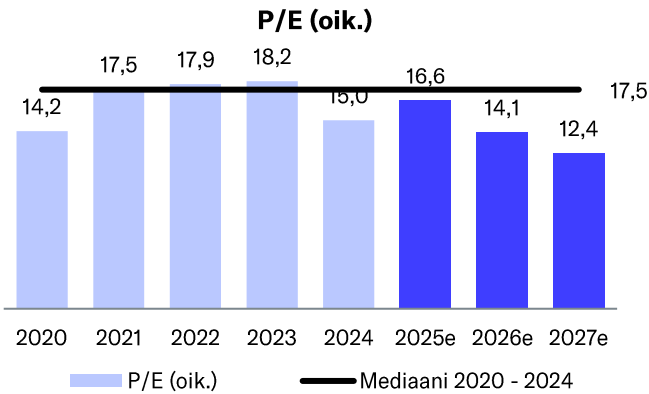
| Arvostustaso          | 2025e   | 2026e  | 2027e  |
|-----------------------|---------|--------|--------|
| Osakekurssi           | 17,8    | 17,8   | 17,8   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 26,7    | 26,9   | 27,1   |
| Markkina-arvo         | 474     | 478    | 481    |
| Yritysarvo (EV)       | 477     | 478    | 475    |
| P/E (oik.)            | 16,6    | 14,1   | 12,4   |
| P/E                   | 16,6    | 14,1   | 12,4   |
| P/B                   | 3,2     | 3,2    | 3,1    |
| P/S                   | 4,4     | 4,1    | 3,9    |
| EV/Liikevaihto        | 4,4     | 4,1    | 3,9    |
| EV/EBIT (oik.)        | 11,7    | 10,0   | 9,1    |
| Osinko/tulos (%)      | 111,2 % | 97,5 % | 87,5 % |
| Osinkotuotto-%        | 6,7 %   | 6,9 %  | 7,0 %  |

Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

| Arvostustaso          | 2020   | 2021   | 2022    | 2023    | 2024   | 2025e   | 2026e  | 2027e  | 2028e  |
|-----------------------|--------|--------|---------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi           | 12,6   | 26,2   | 15,3    | 19,7    | 17,5   | 17,8    | 17,8   | 17,8   | 17,8   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 24,1   | 24,1   | 24,5    | 26,5    | 26,5   | 26,7    | 26,9   | 27,1   | 27,2   |
| Markkina-arvo         | 303    | 632    | 401     | 522     | 463    | 474     | 478    | 481    | 483    |
| Yritysarvo (EV)       | 320    | 713    | 400     | 516     | 463    | 477     | 478    | 475    | 469    |
| P/E (oik.)            | 14,2   | 17,5   | 17,9    | 18,2    | 15,0   | 16,6    | 14,1   | 12,4   | 11,7   |
| P/E                   | 14,2   | 17,5   | 17,9    | 18,2    | 10,4   | 16,6    | 14,1   | 12,4   | 11,7   |
| P/B                   | 3,3    | 6,5    | 2,9     | 3,9     | 3,1    | 3,2     | 3,2    | 3,1    | 3,0    |
| P/S                   | 3,8    | 5,5    | 4,2     | 4,8     | 3,7    | 4,4     | 4,1    | 3,9    | 3,8    |
| EV/Liikevaihto        | 4,0    | 6,2    | 4,2     | 4,7     | 3,7    | 4,4     | 4,1    | 3,9    | 3,6    |
| EV/EBIT (oik.)        | 11,0   | 13,4   | 13,1    | 12,8    | 10,4   | 11,7    | 10,0   | 9,1    | 8,4    |
| Osinko/tulos (%)      | 82,5 % | 70,8 % | 145,1 % | 106,9 % | 70,1 % | 111,2 % | 97,5 % | 87,5 % | 84,5 % |
| Osinkotuotto-%        | 5,8 %  | 4,0 %  | 7,5 %   | 5,9 %   | 6,7 %  | 6,7 %   | 6,9 %  | 7,0 %  | 7,2 %  |

Lähde: Inderes

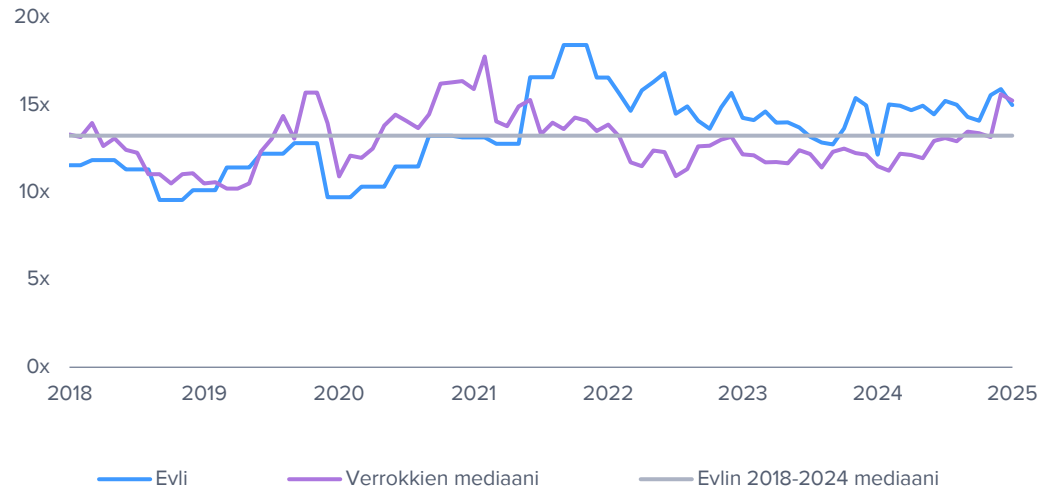


# Verrokkiryhmän arvostus

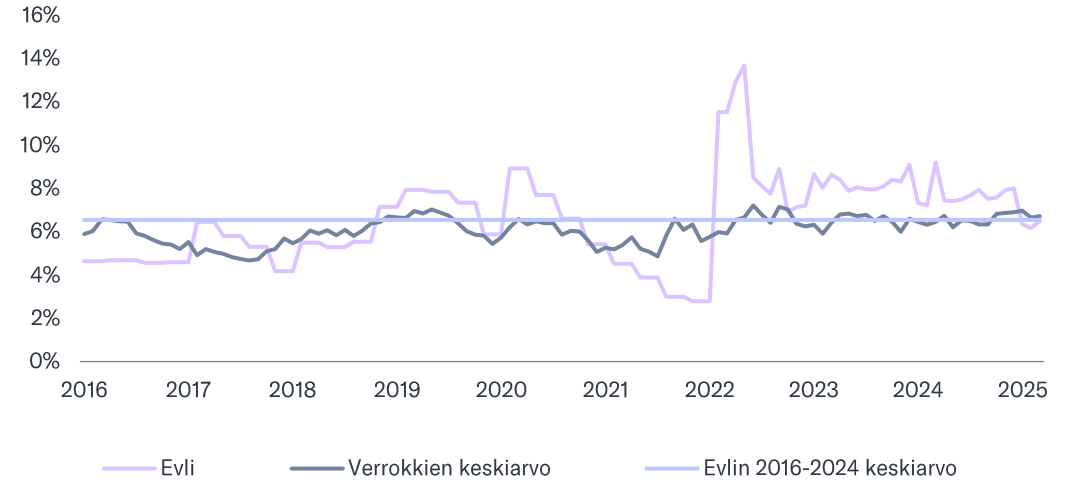
| Verrokkiryhmän arvostus<br>Yhtiö | Markkina-arvo<br>MEUR | Yritysarvo<br>MEUR | EV/EBIT     |             | EV/EBITDA   |             | EV/Liikevaihto |             | P/E         |             | Osinkotuotto-% |              | P/B         |
|----------------------------------|-----------------------|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|-------------|-------------|----------------|--------------|-------------|
|                                  |                       |                    | 2025e       | 2026e       | 2025e       | 2026e       | 2025e          | 2026e       | 2025e       | 2026e       | 2025e          | 2026e        | 2025e       |
| Alexandria                       | 97                    | 92                 | 7,5         | 6,7         | 6,3         | 5,8         | 1,8            | 1,6         | 10,4        | 9,5         | 9,2            | 9,6          | 2,8         |
| Aktia                            | 714                   |                    |             |             |             |             |                |             | 7,9         | 8,3         | 8,6            | 8,8          | 1,0         |
| CapMan                           | 323                   | 292                | 8,5         | 7,4         | 8,2         | 7,1         | 4,4            | 4,0         | 13,1        | 11,9        | 8,2            | 8,8          | 1,7         |
| eQ                               | 430                   | 394                | 11,1        | 8,7         | 10,7        | 8,5         | 5,9            | 4,9         | 15,2        | 12,2        | 6,9            | 8,5          | 5,4         |
| Taaleri                          | 213                   | 183                | 6,2         | 6,0         | 6,1         | 6,0         | 2,9            | 2,7         | 10,9        | 9,5         | 5,5            | 6,3          | 1,0         |
| Titanium                         | 73                    | 61                 | 8,7         | 9,7         | 7,9         | 8,7         | 2,9            | 3,0         | 13,4        | 14,5        | 7,8            | 7,3          | 4,7         |
| United Bankers                   | 180                   | 165                | 10,6        | 8,3         | 9,1         | 7,4         | 3,0            | 2,7         | 15,7        | 12,3        | 7,0            | 7,3          | 2,9         |
| <b>Evli (Inderes)</b>            | <b>474</b>            | <b>477</b>         | <b>11,7</b> | <b>10,0</b> | <b>10,7</b> | <b>9,3</b>  | <b>4,4</b>     | <b>4,1</b>  | <b>16,6</b> | <b>14,1</b> | <b>6,7</b>     | <b>6,9</b>   | <b>3,2</b>  |
| <b>Keskiarvo</b>                 |                       |                    | <b>8,8</b>  | <b>7,8</b>  | <b>8,1</b>  | <b>7,2</b>  | <b>3,5</b>     | <b>3,1</b>  | <b>12,4</b> | <b>11,2</b> | <b>7,6</b>     | <b>8,1</b>   | <b>2,8</b>  |
| <b>Mediaani</b>                  |                       |                    | <b>8,6</b>  | <b>7,8</b>  | <b>8,1</b>  | <b>7,3</b>  | <b>3,0</b>     | <b>2,8</b>  | <b>13,1</b> | <b>11,9</b> | <b>7,8</b>     | <b>8,5</b>   | <b>2,8</b>  |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b>    |                       |                    | <b>35 %</b> | <b>28 %</b> | <b>32 %</b> | <b>29 %</b> | <b>49 %</b>    | <b>44 %</b> | <b>27 %</b> | <b>18 %</b> | <b>-14 %</b>   | <b>-18 %</b> | <b>15 %</b> |

# Evlin arvostus vs. verrokkit

Evlin ja verrokkien P/E-kerroin



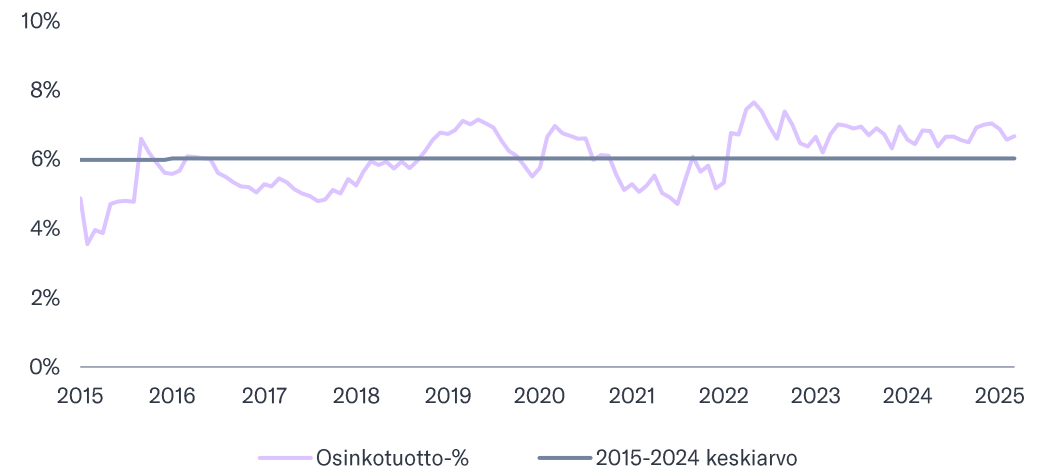
Evlin ja verrokkien osinkotuotto-%



Evlin osinkotuotto-% vs. verrokkien keskiarvo



Kotimaisten varainhoitajien osinkotuotto-%:n kehitys



# Tuloslaskelma

| Tuloslaskelma                        | 2023 | Q1'24 | Q2'24 | Q3'24 | Q4'24 | 2024 | Q1'25 | Q2'25e | Q3'25e | Q4'25e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e |
|--------------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto                          | 109  | 42,9  | 29,3  | 24,5  | 30,0  | 127  | 27,7  | 26,1   | 24,5   | 29,4   | 107,6 | 116,6 | 123,2 | 126,4 |
| Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat | 84,2 | 23,3  | 24,1  | 22,4  | 26,6  | 96,4 | 22,8  | 24,3   | 22,6   | 26,0   | 95,6  | 104   | 111   | 114   |
| Neuvonanto- ja yritysasiakkaat       | 15,8 | 5,0   | 2,0   | 1,0   | 1,9   | 9,9  | 2,8   | 1,2    | 1,0    | 2,0    | 7,0   | 7,0   | 7,2   | 7,3   |
| Konsernitoiminnot                    | 8,7  | 14,6  | 3,2   | 1,1   | 1,5   | 20,5 | 2,0   | 0,6    | 0,9    | 1,4    | 4,9   | 5,3   | 5,1   | 4,9   |
| 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                           | 45,7 | 26,1  | 13,1  | 11,5  | 11,2  | 61,9 | 12,3  | 9,6    | 11,3   | 11,4   | 44,7  | 51,2  | 56,0  | 57,1  |
| Poistot ja arvonalennukset           | -5,5 | -1,1  | -1,0  | -0,8  | -0,9  | -3,8 | -0,9  | -0,9   | -1,0   | -1,0   | -3,8  | -3,6  | -3,5  | -3,5  |
| Liikevoitto ilman kertaeriä          | 40,2 | 11,2  | 12,1  | 10,7  | 10,3  | 44,3 | 11,4  | 8,7    | 10,3   | 10,4   | 40,9  | 47,6  | 52,5  | 53,5  |
| Liikevoitto                          | 40,2 | 25,0  | 12,1  | 10,7  | 10,3  | 58,1 | 11,4  | 8,7    | 10,3   | 10,4   | 40,9  | 47,6  | 52,5  | 53,5  |
| Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat | 33,0 | 9,6   | 8,7   | 11,3  | 10,4  | 39,8 | 10,1  | 8,5    | 10,1   | 9,4    | 38,1  | 44,7  | 49,6  | 51,1  |
| Neuvonanto- ja yritysasiakkaat       | 2,7  | 1,1   | 1,1   | 0,5   | 0,7   | 3,3  | 1,4   | 0,2    | 0,3    | 0,9    | 2,7   | 2,6   | 2,6   | 2,6   |
| Konsernitoiminnot                    | 4,5  | 14,4  | 2,4   | -1,0  | -0,7  | 15,0 | 0,0   | 0,0    | -0,1   | 0,1    | 0,1   | 0,3   | 0,4   | -0,2  |
| 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   |
| 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                   | 40,2 | 25,0  | 12,1  | 10,7  | 10,3  | 58,1 | 11,4  | 8,7    | 10,3   | 10,4   | 40,9  | 47,6  | 52,5  | 53,5  |
| Verot                                | -8,2 | -1,9  | -2,4  | -2,2  | -1,7  | -8,2 | -2,4  | -1,7   | -2,1   | -2,1   | -8,3  | -9,7  | -9,7  | -9,9  |
| Vähemmistöosuudet                    | -3,3 | -1,5  | -1,2  | -0,7  | -2,0  | -5,3 | -1,6  | -0,8   | -0,8   | -0,9   | -4,0  | -4,1  | -4,1  | -4,3  |
| Nettotulos                           | 28,7 | 21,6  | 8,6   | 7,8   | 6,6   | 44,6 | 7,4   | 6,2    | 7,5    | 7,4    | 28,6  | 33,9  | 38,7  | 39,4  |
| EPS (oikaistu)                       | 1,09 | 0,29  | 0,32  | 0,29  | 0,25  | 1,16 | 0,28  | 0,23   | 0,28   | 0,28   | 1,07  | 1,26  | 1,43  | 1,45  |
| EPS (raportoitu)                     | 1,09 | 0,81  | 0,32  | 0,29  | 0,25  | 1,68 | 0,28  | 0,23   | 0,28   | 0,28   | 1,07  | 1,26  | 1,43  | 1,45  |

| Tunnusluvut                   | 2023   | Q1'24  | Q2'24  | Q3'24  | Q4'24  | 2024   | Q1'25   | Q2'25e  | Q3'25e | Q4'25e | 2025e   | 2026e  | 2027e  | 2028e  |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| Liikevaihdon kasvu-%          | 13,1 % | 66,7 % | 11,1 % | -5,3 % | -2,2 % | 16,6 % | -35,5 % | -10,9 % | -0,3 % | -2,1 % | -15,1 % | 8,4 %  | 5,6 %  | 2,6 %  |
| Oikaistun liikevoiton kasvu-% | 31,4 % | 19,8 % | 23,7 % | 4,8 %  | -5,2 % | 10,2 % | 2,1 %   | -27,8 % | -3,8 % | 0,8 %  | -7,8 %  | 16,6 % | 10,2 % | 2,0 %  |
| Käyttökate-%                  | 42,0 % | 60,8 % | 44,6 % | 47,0 % | 37,3 % | 48,8 % | 44,6 %  | 36,9 %  | 46,2 % | 38,7 % | 41,5 %  | 43,9 % | 45,5 % | 45,1 % |
| Oikaistu liikevoitto-%        | 37,0 % | 26,1 % | 41,3 % | 43,6 % | 34,3 % | 35,0 % | 41,4 %  | 33,5 %  | 42,1 % | 35,3 % | 38,0 %  | 40,9 % | 42,6 % | 42,4 % |
| Nettotulos-%                  | 26,4 % | 50,3 % | 29,3 % | 31,8 % | 22,1 % | 35,2 % | 26,9 %  | 23,9 %  | 30,5 % | 25,2 % | 26,5 %  | 29,1 % | 31,4 % | 31,2 % |

Lähde: Inderes

| Vastaavaa                      | 2023       | 2024       | 2025e      | 2026e      | 2027e      |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>120</b> | <b>134</b> | <b>132</b> | <b>132</b> | <b>132</b> |
| Liikearvo                      | 41,8       | 37,7       | 37,7       | 37,7       | 37,7       |
| Aineettomat hyödykkeet         | 6,9        | 6,9        | 6,3        | 6,0        | 5,8        |
| Käyttöomaisuus                 | 12,4       | 10,7       | 10,7       | 10,8       | 10,9       |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 5,2        | 24,0       | 24,0       | 24,0       | 24,0       |
| Muut sijoitukset               | 48,4       | 49,1       | 49,1       | 49,1       | 49,1       |
| Muut pitkäaikaiset varat       | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |
| Laskennalliset verosaamiset    | 5,0        | 5,3        | 4,0        | 4,0        | 4,0        |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>225</b> | <b>228</b> | <b>160</b> | <b>167</b> | <b>172</b> |
| Vaihto-omaisuus                | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 74,4       | 79,3       | 79,3       | 79,3       | 79,3       |
| Myyntisaamiset                 | 24,6       | 17,4       | 16,1       | 17,5       | 18,5       |
| Likvidit varat                 | 126        | 131        | 64,6       | 70,0       | 73,9       |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>345</b> | <b>362</b> | <b>292</b> | <b>298</b> | <b>303</b> |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa                    | 2023       | 2024       | 2025e      | 2026e      | 2027e      |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>137</b> | <b>154</b> | <b>151</b> | <b>153</b> | <b>158</b> |
| Osakepääoma                    | 53,7       | 53,7       | 53,7       | 53,7       | 53,7       |
| Kertyneet voittovarot          | 67,5       | 83,8       | 81,1       | 83,0       | 88,7       |
| Oman pääoman ehtoiset lainat   | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |
| Uudelleenarvostusrahasto       | -5,7       | -5,7       | -5,7       | -5,7       | -5,7       |
| Muu oma pääoma                 | 17,5       | 17,5       | 17,5       | 17,5       | 17,5       |
| Vähemmistöosuus                | 4,1        | 4,2        | 4,2        | 4,2        | 4,2        |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>5,8</b> | <b>9,0</b> | <b>3,0</b> | <b>3,0</b> | <b>3,0</b> |
| Laskennalliset verovelat       | 2,4        | 3,0        | 3,0        | 3,0        | 3,0        |
| Varaukset                      | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |
| Korolliset velat               | 3,4        | 6,0        | 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        |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>202</b> | <b>199</b> | <b>138</b> | <b>143</b> | <b>142</b> |
| Korolliset velat               | 107        | 99,4       | 42,4       | 45,0       | 42,8       |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 27,3       | 27,8       | 23,7       | 25,7       | 27,1       |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 67,8       | 71,9       | 71,9       | 72         | 72         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>345</b> | <b>362</b> | <b>292</b> | <b>298</b> | <b>303</b> |

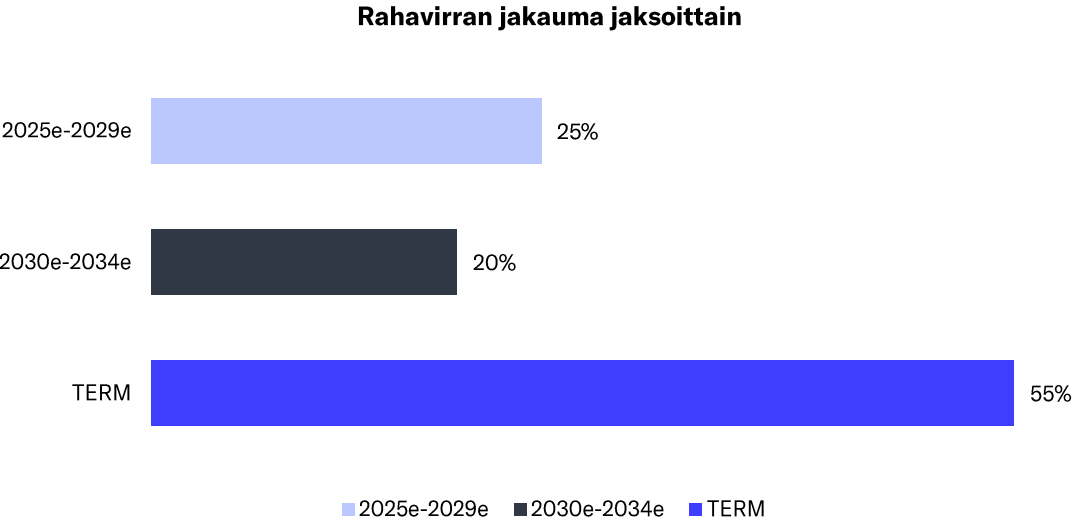
# DCF-laskelma

| DCF-laskelma                            | 2024        | 2025e       | 2026e       | 2027e       | 2028e       | 2029e       | 2030e       | 2031e       | 2032e       | 2033e       | 2034e       | TERM       |
|-----------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| Liikevaihdon kasvu-%                    | 16,6 %      | -15,1 %     | 8,4 %       | 5,6 %       | 2,6 %       | 4,0 %       | 4,0 %       | 3,5 %       | 3,0 %       | 3,0 %       | 2,5 %       | 2,5 %      |
| Liikevoitto-%                           | 45,8 %      | 38,0 %      | 40,9 %      | 42,6 %      | 42,4 %      | 40,0 %      | 40,0 %      | 40,0 %      | 40,0 %      | 40,0 %      | 40,0 %      | 40,0 %     |
| <b>Liikevoitto</b>                      | <b>58,1</b> | <b>40,9</b> | <b>47,6</b> | <b>52,5</b> | <b>53,5</b> | <b>52,6</b> | <b>54,7</b> | <b>56,6</b> | <b>58,3</b> | <b>60,1</b> | <b>61,6</b> |            |
| + Kokonaispoistot                       | 3,8         | 3,8         | 3,6         | 3,5         | 3,5         | 3,5         | 3,6         | 3,7         | 3,8         | 3,9         | 4,0         |            |
| - Maksetut verot                        | -7,9        | -7,0        | -9,7        | -9,7        | -9,9        | -9,7        | -10,1       | -10,5       | -10,8       | -11,1       | -11,4       |            |
| - verot rahoituskuluista                | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |            |
| + verot rahoitustuotoista               | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |            |
| - Käyttöpääoman muutos                  | 6,9         | -2,9        | 0,6         | 0,5         | 0,2         | 0,4         | 0,4         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         |            |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>         | <b>60,9</b> | <b>34,8</b> | <b>42,2</b> | <b>46,8</b> | <b>47,4</b> | <b>46,8</b> | <b>48,5</b> | <b>50,1</b> | <b>51,6</b> | <b>53,1</b> | <b>54,4</b> |            |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.     | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |            |
| - Bruttoinvestoinnit                    | 1,3         | -3,2        | -3,4        | -3,5        | -3,7        | -3,8        | -4,0        | -4,1        | -4,2        | -4,4        | -4,4        |            |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>   | <b>62,2</b> | <b>31,6</b> | <b>38,8</b> | <b>43,3</b> | <b>43,7</b> | <b>43,0</b> | <b>44,6</b> | <b>46,0</b> | <b>47,3</b> | <b>48,7</b> | <b>50,0</b> |            |
| +/- Muut                                | -13,2       | -2,1        | -1,9        | -1,7        | -1,7        | -1,7        | -1,7        | -1,7        | -1,7        | -1,7        | -1,7        |            |
| Vapaa kassavirta                        | 49,0        | 29,5        | 36,9        | 41,6        | 42,0        | 41,3        | 42,9        | 44,3        | 45,6        | 47,0        | 48,3        | 766        |
| <b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>     |             | <b>27,8</b> | <b>32,0</b> | <b>33,0</b> | <b>30,6</b> | <b>27,6</b> | <b>26,3</b> | <b>25,0</b> | <b>23,6</b> | <b>22,3</b> | <b>21,0</b> | <b>334</b> |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta |             | 603         | 575         | 543         | 510         | 480         | 452         | 426         | 401         | 377         | 355         | 334        |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                 |             | <b>603</b>  |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| - Korolliset velat                      |             | -105,4      |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| + Rahavarat                             |             | 131         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| -Vähemmistöosuus                        |             | -25,0       |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| -Osinko/pääomapalautus                  |             | -31,3       |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>            |             | <b>573</b>  |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>  |             | <b>21,5</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |

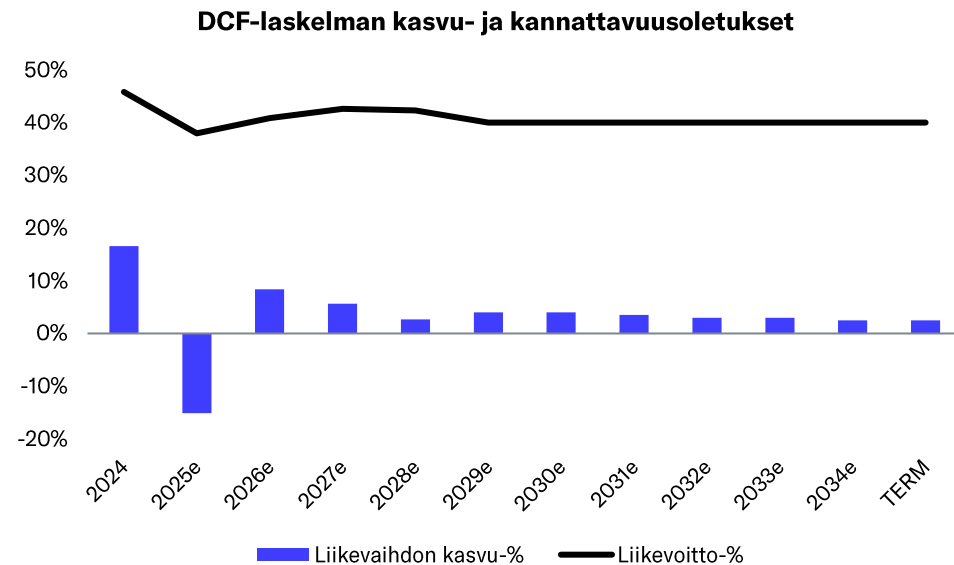
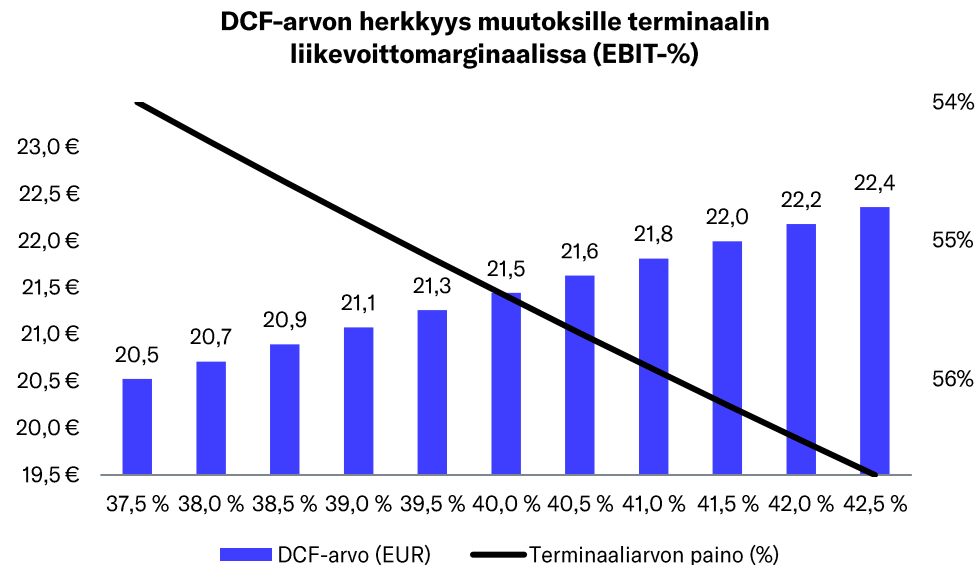
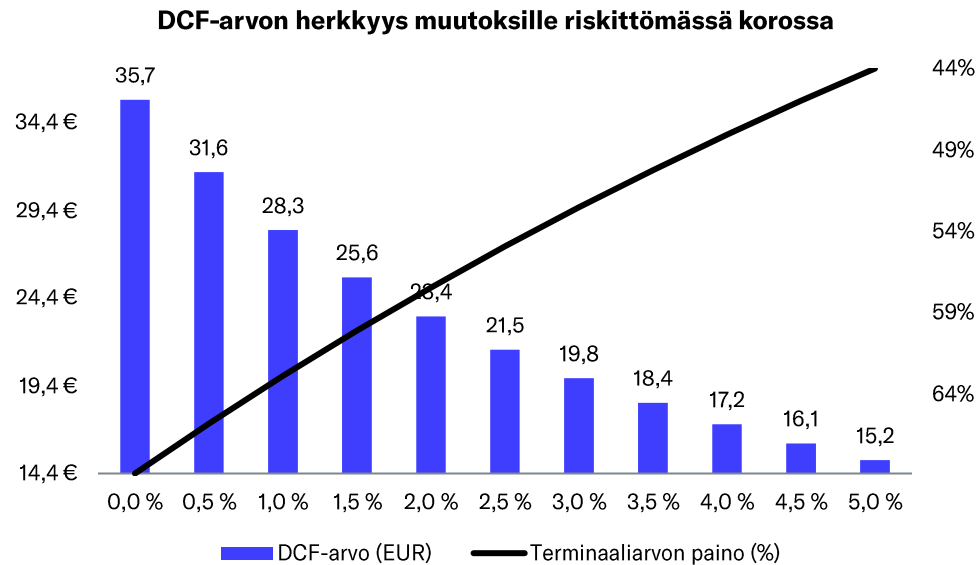
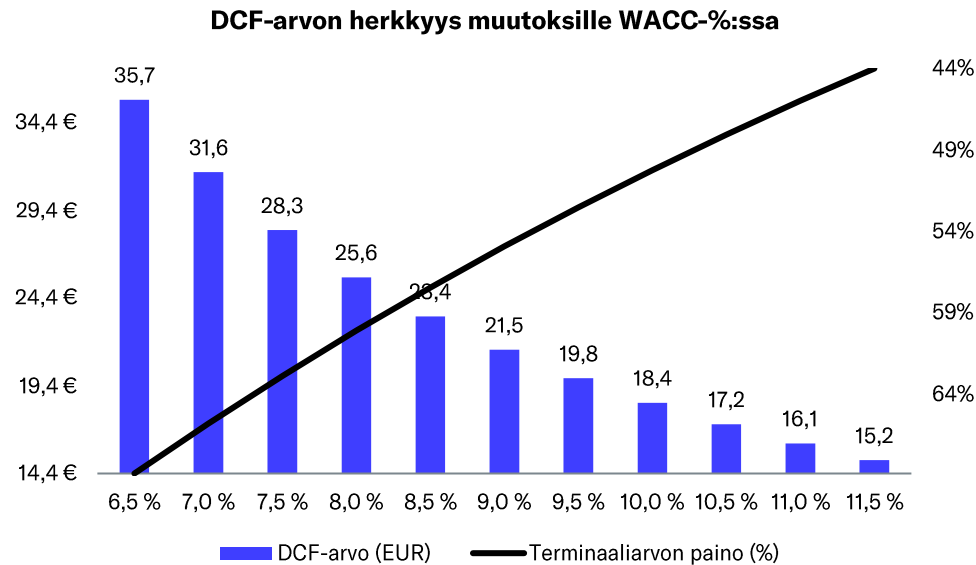
### Pääoman kustannus (WACC)

|                                         |              |
|-----------------------------------------|--------------|
| Vero-% (WACC)                           | 20,0 %       |
| Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)   | 0,0 %        |
| Vieraan pääoman kustannus               | 3,5 %        |
| Yrityksen Beta                          | 1,15         |
| Markkinoiden riski-preemio              | 4,75 %       |
| Likviditeettipreemio                    | 1,00 %       |
| Riskitön korko                          | 2,5 %        |
| <b>Oman pääoman kustannus</b>           | <b>9,0 %</b> |
| <b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b> | <b>9,0 %</b> |

Lähde: Inderes



# DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



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

# Yhteenveto

| Tuloslaskelma             | 2022  | 2023  | 2024  | 2025e | 2026e | Osakekohtaiset luvut             | 2022   | 2023    | 2024    | 2025e   | 2026e   |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| Liikevaihto               | 96,1  | 108,7 | 126,8 | 107,6 | 116,6 | EPS (raportoitu)                 | 0,85   | 1,09    | 1,68    | 1,07    | 1,26    |
| Käyttökate                | 35,7  | 45,7  | 61,9  | 44,7  | 51,2  | EPS (oikaistu)                   | 0,85   | 1,09    | 1,16    | 1,07    | 1,26    |
| Liikevoitto               | 30,6  | 40,2  | 58,1  | 40,9  | 47,6  | Operat. Kassavirta / osake       | 3,40   | 2,09    | 2,30    | 1,30    | 1,57    |
| Voitto ennen veroja       | 30,9  | 40,2  | 58,1  | 40,9  | 47,6  | Operat. Vapaa kassavirta / osake | 1,86   | 1,70    | 1,85    | 1,11    | 1,37    |
| Nettovoitto               | 20,8  | 28,7  | 44,6  | 28,6  | 33,9  | Omapääoma / osake                | 5,66   | 5,02    | 5,64    | 5,49    | 5,53    |
| Kertaluontoiset erät      | 0,0   | 0,0   | 13,8  | 0,0   | 0,0   | Osinko / osake                   | 1,15   | 1,16    | 1,18    | 1,19    | 1,23    |
|                           |       |       |       |       |       |                                  |        |         |         |         |         |
| Tase                      | 2022  | 2023  | 2024  | 2025e | 2026e | Kasvu ja kannattavuus            | 2022   | 2023    | 2024    | 2025e   | 2026e   |
| Taseen loppusumma         | 366,6 | 344,7 | 361,6 | 291,8 | 298,3 | Liikevaihdon kasvu-%             | -17 %  | 13 %    | 17 %    | -15 %   | 8 %     |
| Oma pääoma                | 143,3 | 137,1 | 153,5 | 150,8 | 153,0 | Käyttökatteen kasvu-%            | -38 %  | 28 %    | 35 %    | -28 %   | 15 %    |
| Liikearvo                 | 42,0  | 41,8  | 37,7  | 37,7  | 37,7  | Liikevoiton oik. kasvu-%         | -42 %  | 31 %    | 10 %    | -8 %    | 17 %    |
| Nettovelat                | -8,6  | -15,9 | -25,8 | -22,1 | -25,2 | EPS oik. kasvu-%                 | -43 %  | 28 %    | 7 %     | -8 %    | 18 %    |
|                           |       |       |       |       |       | Käyttökate-%                     | 37,1 % | 42,0 %  | 48,8 %  | 41,5 %  | 43,9 %  |
| Kassavirta                | 2022  | 2023  | 2024  | 2025e | 2026e | Oik. Liikevoitto-%               | 31,8 % | 37,0 %  | 35,0 %  | 38,0 %  | 40,9 %  |
| Käyttökate                | 35,7  | 45,7  | 61,9  | 44,7  | 51,2  | Liikevoitto-%                    | 31,8 % | 37,0 %  | 45,8 %  | 38,0 %  | 40,9 %  |
| Nettokäyttöpääoman muutos | 61,0  | 18,0  | 6,9   | -2,9  | 0,6   | ROE-%                            | 17,7 % | 21,2 %  | 31,6 %  | 19,3 %  | 23,0 %  |
| Operatiivinen kassavirta  | 83,3  | 55,2  | 60,9  | 34,8  | 42,2  | ROI-%                            | 13,7 % | 16,2 %  | 23,0 %  | 18,1 %  | 24,4 %  |
| Investoinnit              | -37,8 | -10,1 | 1,3   | -3,2  | -3,4  | Omavaraisuusaste                 | 39,1 % | 39,8 %  | 42,5 %  | 51,7 %  | 51,3 %  |
| Vapaa kassavirta          | 45,5  | 45,1  | 49,0  | 29,5  | 36,9  | Nettovelkaantumisaste            | -6,0 % | -11,6 % | -16,8 % | -14,7 % | -16,5 % |
|                           |       |       |       |       |       |                                  |        |         |         |         |         |
| Arvostuskertoimet         | 2022  | 2023  | 2024  | 2025e | 2026e |                                  |        |         |         |         |         |
| EV/Liikevaihto            | 4,2   | 4,7   | 3,7   | 4,4   | 4,1   |                                  |        |         |         |         |         |
| EV/EBITDA                 | 11,2  | 11,3  | 7,5   | 10,7  | 9,3   |                                  |        |         |         |         |         |
| EV/EBIT (oik.)            | 13,1  | 12,8  | 10,4  | 11,7  | 10,0  |                                  |        |         |         |         |         |
| P/E (oik.)                | 17,9  | 18,2  | 15,0  | 16,6  | 14,1  |                                  |        |         |         |         |         |
| P/B                       | 2,9   | 3,9   | 3,1   | 3,2   | 3,2   |                                  |        |         |         |         |         |
| Osinkotuotto-%            | 7,5 % | 5,9 % | 6,7 % | 6,7 % | 6,9 % |                                  |        |         |         |         |         |

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 (välittömät 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 sijoituspäätöstensä 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 suosituskin 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 latineilla analytikoilla 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 yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin latineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj: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 sijoittajatilaisuuksien 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.

## Suositus historia (>12 kk)

| Pvm        | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 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 €     |
| 25/04/2022 | Vähennä  | 20,00 € | 18,60 €     |
| 20/05/2022 | Lisää    | 18,00 € | 16,38 €     |
| 13/06/2022 | Vähennä  | 18,00 € | 18,15 €     |
| 18/07/2022 | Vähennä  | 18,00 € | 17,55 €     |
| 03/10/2022 | Vähennä  | 17,00 € | 16,30 €     |
| 21/10/2022 | Vähennä  | 16,00 € | 15,60 €     |
| 27/01/2023 | Lisää    | 19,00 € | 17,90 €     |
| 26/04/2023 | Lisää    | 20,00 € | 18,95 €     |
| 19/07/2023 | Lisää    | 21,00 € | 20,40 €     |
| 30/10/2023 | Lisää    | 21,00 € | 18,60 €     |
| 26/01/2024 | Vähennä  | 20,00 € | 20,30 €     |
| 26/02/2024 | Vähennä  | 20,00 € | 19,40 €     |
| 07/03/2024 | Vähennä  | 21,00 € | 20,10 €     |
| 23/04/2024 | Lisää    | 22,00 € | 19,50 €     |
| 16/07/2024 | Lisää    | 22,00 € | 19,40 €     |
| 28/10/2024 | Lisää    | 22,00 € | 18,75 €     |
| 30/01/2025 | Lisää    | 21,00 € | 18,80 €     |
| 28/04/2025 | Lisää    | 20,00 € | 17,77 €     |



# TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

## **Inderes Oyj**

Porkkalankatu 5  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

## **Inderes Ab**

Vattugatan 17, 5tr  
Stockholm  
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

**inderes.se**

**inde  
res.**