

## Erinomainen suoritus kaikilla rintamilla

Evlin Q3-raportti oli erittäin vahva ja tulos ylitti ennusteemme selvästi. Olemme nostaneet ennusteitamme lähivuosille johtuen kasvaneesta luottamuksesta kulutehokkuuden parantumista kohtaan. Odotamme yhtiöltä edelleen selkeää tuloskasvua Varainhoidon kasvun ja kulutehokkuuden parantumisen kautta. Näemme osakkeessa edelleen nousuvaraa kohonneiden tulosennusteidemme valossa ja pidämme alennusta suhteessa keskeisiin verrokkeihin perusteettomana. Tarkistamme tavoitehintamme 10,5 euroon (aik. 9,20 euroa) ja toistamme osta-suosituksemme. 13.10 julkaisemamme seurannan aloitus -raportti on luettavissa maksutta [ohjeisesta linkistä](#).

### Liikevaihto kasvoi kaikissa segmenteissä

Evlin Q3-liikevaihto kasvoi 28 % 16,4 MEUR:oon ylittäen kirkkaasti 13,9 MEUR:n ennusteemme. Liikevaihto ylitti ennusteemme kaikissa segmenteissä, mutta suurin yllätys oli investointipankin yllättävän korkea liikevaihto sekä konsernin sijoitusten odotettua paremmat tuotot. Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat-segmentti jatkoi vahvaa kasvuaan rahastopääomanixin parantuessa. Yhtiön hallinnoitava varallisuus laski poikkeuksellisesti Q3:lla johtuen osakkuusyhtiö NHC:n selvästi pienentyneestä kiinteistöjen hallinnointi-liiketoiminnasta sekä isoista lunastuksista konsernin rahamarkkinarahastoista. Molempien vaikutus yhtiön numeroihin on olematon. AUM oli Q3 lopussa 11,1 miljardia euroa.

### Tulos erinomaisella tasolla

Odotuksia vahvempi liikevaihdon kasvun heijastui voimakkaalla vivulla liikevoittoon ja yhtiön liikevoitto kohosi 5,0 MEUR:oon ennusteemme ollessa 2,0 MEUR. Yhtiön kulut nousivat Q3:lla vain hieman bonusvarausten johdosta ja kulutehokkuus parani selvästi. Kulutehokkuuden kasvu on ensiarvoisen tärkeää ja keskeinen ajuri yhtiön lähivuosien tulosparannusta ajatellen. Osakkuusyhtiö NHC oli odotuksiemme vastaisesti voitolla Q3:lla ja myös veroaste jäi poikkeuksellisen matalaksi. Nämä kruunasivat erinomaisen Q3-raportin, ja EPS oli lopulta yhtiön historian paras 0,19 euroa (Q3'17e: 0,05 euroa).

### Tulosennusteita nostettu vahvan Q3-raportin myötä

Olemme nostaneet lähivuosien tulosennusteitamme selvästi vahvan Q3-raportin myötä. Odotamme kuluvalta vuodelta 0,64 euron osakekohtaista tulosta (aik. 0,52 euroa). Yhtiön Q4-tuloksesta on muodostumassa erinomainen johtuen investointipankin hyvistä näkymistä, kohtuullisista tuottopalkkioista sekä jatkuvasta tehokkuusparannuksesta. Odotamme edelleen lähivuosilta selkeää tulosparannusta, jonka ajurina toimii Varainhoidon kasvu ja parantunut kulutehokkuus. Q3-raportti oli hyvä osoitus yhtiön tulosturvasta ja kokonaisuutena se kasvatti luottamustamme yhtiön tuloskasvunäkymiä kohtaan.

### Tuotto-odotus edelleen vahva

Evlin kurssi on noussut voimakkaasti viimeisen kuukauden aikana ja kurssinousun myötä pahin aliarvostus on purkautunut. Kuluvan vuoden tuloksella arvostus on kuitenkin edelleen houkutteleva P/E-kertoimen ollessa 14x. Yhtiöllä on edelleen potentiaalia jatkaa tulosparannustaan ja emme pidä nykyistä aliarvostusta suhteessa keskeisiin verrokkeihin perusteltuna. Tuloskasvun jatkuminen, kertomien nousu verrokkien tasolle sekä houkutteleva 5,5 %:n osinkotuotto pitävät osakkeen tuotto-odotuksen edelleen houkuttelevalla tasolla.

### Analyytikko

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



### Suositus

Osta



Edellinen: Osta

Tavoitehintaa 10,40 EUR

Edellinen: 9,20



Lähde: Reuters

Ei-lis päätös 9,10 EUR

12 kk vaihteluväli 6,1-7,95 EUR

Potentiaali 14,3 %

### Ohjeistus

2017 tulos ylittää selvästi 2016 tason  
(aik. tulos ylittää 2016 tason)

Ohjeistusmuutos: Noussut

### Avainluvut

|                         | Liikevaihto | Liikevoitto | Liikevoitto- | Tulos ennen                  | Tulos/ | Osinko/ | EV/         | EV/                      | EV/  | P/E  | Osinko- |
|-------------------------|-------------|-------------|--------------|------------------------------|--------|---------|-------------|--------------------------|------|------|---------|
|                         | MEUR        | (EBIT)      | marginaali   | veroja (PTP)                 | osake  | osake   | Liikevaihto | EBITDA                   | EBIT | (x)  | tuotto  |
|                         |             | MEUR        | %            | MEUR                         | EUR    | EUR     | (x)         | (x)                      | (x)  | (x)  | %       |
| 2015                    | 64          | 13          | 20,7 %       | 15                           | 0,49   | 0,41    | 3,0         | 11,1                     | 14,4 | 16,6 | 5,0 %   |
| 2016                    | 60          | 11          | 18,7 %       | 12                           | 0,42   | 0,40    | 2,6         | 11,0                     | 14,1 | 16,2 | 5,9 %   |
| 2017e                   | 69          | 21          | 30,0 %       | 20                           | 0,64   | 0,50    | 3,1         | 9,2                      | 10,3 | 14,2 | 5,5 %   |
| 2018e                   | 71          | 21          | 29,8 %       | 21                           | 0,67   | 0,55    | 3,0         | 9,1                      | 10,0 | 13,5 | 6,1 %   |
| 2019e                   | 75          | 23          | 30,0 %       | 24                           | 0,78   | 0,60    | 2,8         | 8,6                      | 9,4  | 11,7 | 6,6 %   |
| Markkina-arvo, MEUR     |             |             | 212          | OPO / osake 2017e, EUR       |        |         | 3,03        | CAGR EPS, 2016-2019, %   |      |      | 23 %    |
| Nettovelka 2017e, MEUR  |             |             | -17          | P/B 2017e                    |        |         | 3,0         | CAGR kasvu, 2016-2019, % |      |      | 8 %     |
| Yritysarvo (EV), MEUR   |             |             | 212          | Nettovelkaisuusaste 2017e, % |        |         | -24,0 %     | ROE 2017e, %             |      |      | 22,1 %  |
| Taseen koko 2017e, MEUR |             |             | 599          | Omavaraisuusaste 2017e, %    |        |         | 12,0 %      | ROCE 2017e, %            |      |      | 4,1 %   |

## Erinomainen tulos ylitti ennusteet selvästi

| Ennustetaulukko          | Q3'16    | Q3'17      | Q3'17e  | Q3'17e    | Konsensus | Erotus (%) | 2017e   |
|--------------------------|----------|------------|---------|-----------|-----------|------------|---------|
| MEUR / EUR               | Vertailu | Toteutunut | Inderes | Konsensus | Alin      | Ylin       | Inderes |
| Liikevaihto              | 12,8     | 16,3       | 13,9    |           |           |            | 68,7    |
| Käyttökate               | 2,0      | 5,6        | 2,6     |           |           |            | 22,9    |
| Liikevoitto (oikaistu)   | 1,3      | 5,0        | 2,0     |           |           |            | 20,6    |
| EPS (oikaistu)           | 0,03     | 0,19       | 0,05    |           |           |            | 0,64    |
| Osinko/osake             |          |            |         |           |           |            | 0,50    |
| Liikevaihdon kasvu-%     | 0,0 %    | 27,6 %     | 8,5 %   |           |           |            | 14,5 %  |
| Liikevoitto-% (oikaistu) | 10,2 %   | 30,3 %     | 14,3 %  |           |           |            | 30,0 %  |

Lähde: Inderes

## Ennusteita nostettu vahvan Q3:n jälkeen

| Ennustemuutokset            | 2017e | 2017e | Muutos | 2018e | 2018e | Muutos | 2019e | 2019e | Muutos |
|-----------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR                  | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      |
| Liikevaihto                 | 65,4  | 68,7  | 5 %    | 70,0  | 71,3  | 2 %    | 75,4  | 75,4  | 0 %    |
| Käyttökate                  | 19,8  | 22,9  | 16 %   | 21,4  | 23,4  | 9 %    | 23,2  | 24,7  | 6 %    |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 17,5  | 20,6  | 18 %   | 19,2  | 21,3  | 10 %   | 21,1  | 22,6  | 7 %    |
| EPS (ilman kertaeriä)       | 0,52  | 0,64  | 24 %   | 0,61  | 0,67  | 11 %   | 0,73  | 0,78  | 7 %    |
| Osakekohtainen osinko       | 0,50  | 0,50  | 0 %    | 0,55  | 0,55  | 0 %    | 0,60  | 0,60  | 0 %    |

Lähde: Inderes

| Liikevaihto                          | 2017e | 2017e | Muutos | 2018e | 2018e | Muutos | 2019e | 2019e | Muutos |
|--------------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR                           | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      |
| Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat | 54,4  | 54,5  | 0 %    | 58,6  | 57,1  | -3 %   | 64,1  | 61,6  | -4 %   |
| Neuvonanto- ja yritysasiakkaat       | 8,0   | 8,4   | 5 %    | 9,6   | 9,7   | 1 %    | 9,8   | 9,2   | -6 %   |
| Konsernitoiminnot                    | 5,0   | 5,5   | 10 %   | 4,5   | 4,5   | 0 %    | 4,6   | 4,6   | 0 %    |

Lähde: Inderes

| Liikevoitto                          | 2017e | 2017e | Muutos | 2018e | 2018e | Muutos | 2019e | 2019e | Muutos |
|--------------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR                           | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      |
| Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat | 14,9  | 15,2  | 2 %    | 16,7  | 16,2  | -3 %   | 19,0  | 18,0  | -5 %   |
| Neuvonanto- ja yritysasiakkaat       | 0,9   | 1,7   | 88 %   | 1,9   | 2,0   | 5 %    | 2,1   | 1,6   | -24 %  |
| Konsernitoiminnot                    | 3,7   | 3,7   | 1 %    | 3,1   | 3,1   | 0 %    | 3,0   | 3,0   | 0 %    |

Lähde: Inderes

## Suhteessa keskeisiin verrokkeihin (eQ ja Taaleri) osake edelleen halpa

| Yhtiö                          | Osakekurssi | Markkina-arvo | Yritysarvo | EV/EBIT      |              | EV/EBITDA    |             | EV/Liikevaihto |              | P/E          |              | Osinkotuotto-% |             | P/B         |
|--------------------------------|-------------|---------------|------------|--------------|--------------|--------------|-------------|----------------|--------------|--------------|--------------|----------------|-------------|-------------|
|                                |             | MEUR          | MEUR       | 2017e        | 2018e        | 2017e        | 2018e       | 2017e          | 2018e        | 2017e        | 2018e        | 2017e          | 2018e       | 2017e       |
| Charles Schwab                 | 44,65       | 50620         | 185505     | 59,7         | 50,4         | 54,7         | 45,4        | 25,5           | 22,4         | 27,6         | 22,7         | 0,7            | 0,9         | 3,5         |
| Perpetual                      | 50,29       | 1527          | 1192       | 9,9          | 9,4          | 8,8          | 8,3         | 3,6            | 3,5          | 17,8         | 16,9         | 5,2            | 5,3         | 3,7         |
| Compagnie Financiere Richemc   | 91,00       | 40362         | 34571      | 20,7         | 16,4         | 15,6         | 13,0        | 3,2            | 3,1          | 36,3         | 25,4         | 2,0            | 2,4         | 3,1         |
| eQ                             | 8,47        | 320           | 318        | 16,3         | 14,1         | 15,9         | 13,5        | 7,9            | 7,1          | 20,7         | 17,7         | 5,8            | 5,8         | 5,2         |
| Taaleri                        | 10,95       | 311           | 376        | 12,5         | 13,9         | 12,1         | 13,0        | 4,8            | 5,0          | 13,0         | 14,1         | 2,3            | 2,7         | 2,8         |
| Titanium                       | 6,79        | 60            | 44         | 10,9         | 8,0          | 8,3          | 6,5         | 5,4            | 4,6          | 12,6         | 10,3         | 6,5            | 7,5         | 3,4         |
| Elite Varainhoito              | 3,92        | 50            | 49         |              | 12,0         | 38,0         | 8,0         | 2,5            | 1,8          | 43,0         | 11,0         | 1,2            | 3,8         | 2,3         |
| ABC Arbitrage                  | 6,24        | 363           | 216        | 8,6          | 7,5          | 8,6          | 7,2         | 4,7            | 4,2          | 15,7         | 13,4         | 6,4            | 7,2         | 2,3         |
| Swissquote Group Holding       | 36,80       | 482           | 1643       | 56,1         | 51,7         |              |             | 10,4           | 9,6          | 18,4         | 16,5         | 2,0            | 2,2         | 1,8         |
| CapMan                         | 1,75        | 257           | 206        | 7,8          | 9,0          | 7,6          | 9,0         | 6,4            | 5,7          | 12,1         | 14,8         | 5,8            | 6,0         | 1,9         |
| Tamburi Investment Partners    | 6,03        | 950           | 1096       |              |              |              |             | 121,7          | 117,4        | 18,4         | 34,3         | 1,1            | 1,1         | 2,0         |
| OVH Holding                    | 19,08       | 271           | 180        | 11,5         | 10,8         | 9,3          | 8,8         | 0,8            | 0,8          | 22,7         | 21,8         | 3,9            | 4,1         | 3,1         |
| Union Financiere de France Bai | 33,07       | 529           | 585        | 13,3         | 12,7         | 12,7         | 12,2        | 2,5            | 2,4          | 15,3         | 15,0         | 6,4            | 6,6         | 4,9         |
| Liontrust Asset Management     | 491,75      | 271           | 251        | 16,5         | 10,2         | 14,6         | 9,0         | 4,7            | 3,2          | 18,8         | 12,9         | 2,6            | 3,9         | 7,9         |
| Avanza Bank Holding            | 313,70      | 964           | 3850       | 84,5         | 75,6         |              |             | 38,5           | 34,8         | 25,3         | 21,9         | 3,2            | 3,5         | 6,6         |
| <b>Evli Pankki (Inderes)</b>   | <b>9,10</b> | <b>212</b>    | <b>212</b> | <b>10,3</b>  | <b>10,0</b>  | <b>9,2</b>   | <b>9,1</b>  | <b>3,1</b>     | <b>3,0</b>   | <b>14,2</b>  | <b>13,5</b>  | <b>5,5</b>     | <b>6,1</b>  | <b>3,0</b>  |
| <b>Keskiarvo</b>               |             |               |            | <b>25,3</b>  | <b>21,5</b>  | <b>17,2</b>  | <b>12,8</b> | <b>16,2</b>    | <b>15,0</b>  | <b>21,2</b>  | <b>17,9</b>  | <b>3,7</b>     | <b>4,2</b>  | <b>3,6</b>  |
| <b>Mediaani</b>                |             |               |            | <b>13,3</b>  | <b>12,4</b>  | <b>12,4</b>  | <b>9,0</b>  | <b>4,8</b>     | <b>4,6</b>   | <b>18,4</b>  | <b>16,5</b>  | <b>3,2</b>     | <b>3,9</b>  | <b>3,1</b>  |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b>  |             |               |            | <b>-23 %</b> | <b>-19 %</b> | <b>-26 %</b> | <b>1 %</b>  | <b>-36 %</b>   | <b>-35 %</b> | <b>-23 %</b> | <b>-18 %</b> | <b>73 %</b>    | <b>57 %</b> | <b>-2 %</b> |

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

## Tulosennusteet

| MEUR                                 | 2016        | 2017e       | 2018e       | 2019e       | 2020e       |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevaihto</b>                   | <b>60,0</b> | <b>68,7</b> | <b>71,3</b> | <b>75,4</b> | <b>78,9</b> |
| Kasvu-%                              | -6,5 %      | 14,5 %      | 3,7 %       | 5,8 %       | 4,6 %       |
| Varainhoito                          | 46,1        | 54,1        | 57,1        | 61,6        | 65,0        |
| <i>Rahastojen hall.palkkiot</i>      | 25,4        | 35,3        | 39,1        | 41,1        | 43,0        |
| <i>Omaisuu denhoito</i>              | 8,6         | 9,0         | 9,0         | 9,4         | 9,8         |
| <i>Tuottosidonnaiset</i>             | 2,0         | 1,3         | 1,0         | 1,2         | 1,2         |
| <i>Muut</i>                          | 8,0         | 8,5         | 7,0         | 6,0         | 6,0         |
| <i>Alternatiivit</i>                 | 0,0         | 0,0         | 1,0         | 4,0         | 5,0         |
| Neuvonanto ja yritysasiakkaat        | 7,8         | 8,4         | 9,7         | 9,2         | 9,2         |
| <i>Corporate Finance</i>             | 4,8         | 4,7         | 5,5         | 4,5         | 4,0         |
| <i>EAM</i>                           | 3,0         | 3,3         | 3,6         | 3,9         | 4,2         |
| <i>ERP</i>                           | 0,1         | 0,4         | 0,6         | 0,8         | 1,0         |
| Konsernitoiminnot                    | 4,4         | 5,4         | 4,5         | 4,6         | 4,7         |
| <b>Liikevoitto</b>                   | <b>11,2</b> | <b>20,6</b> | <b>21,3</b> | <b>22,6</b> | <b>23,1</b> |
| <i>Varainhoito</i>                   | 6,9         | 15,3        | 16,2        | 18,0        | 18,7        |
| <i>Neuvonanto ja yritysasiakkaat</i> | 1,3         | 1,7         | 2,0         | 1,6         | 1,4         |
| <i>Konsernitoiminnot</i>             | 3,1         | 3,7         | 3,1         | 3,0         | 3,0         |
| Osakkuusyhtiöt                       | 1,1         | -0,9        | -0,3        | 1,0         | 1,0         |
| Vähemmistö                           | -0,2        | -0,6        | -0,7        | -0,6        | -0,7        |
| <b>Nettotulos</b>                    | <b>9,7</b>  | <b>15,0</b> | <b>15,8</b> | <b>18,3</b> | <b>18,5</b> |
| <b>EPS (EUR)</b>                     | <b>0,42</b> | <b>0,64</b> | <b>0,67</b> | <b>0,78</b> | <b>0,78</b> |
| <b>Osinko (EUR)</b>                  | <b>0,40</b> | <b>0,50</b> | <b>0,55</b> | <b>0,60</b> | <b>0,60</b> |

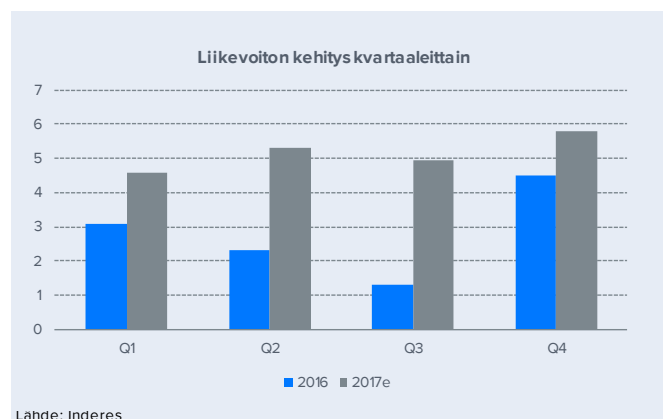
|                             | 2016        | 2017e       | 2018e       | 2019e       | 2020e       |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>AUM netto (mrd)</b>      | <b>10,6</b> | <b>11,4</b> | <b>12,5</b> | <b>13,7</b> | <b>14,7</b> |
| Rahastot ja omaisuudenhoito | 8,7         | 10,1        | 11,1        | 12,1        | 12,9        |
| Rahastot                    | 6,5         | 7,8         | 8,8         | 9,7         | 10,4        |
| <i>Osake</i>                | 2,1         | 2,6         | 2,8         | 3,0         | 3,2         |
| <i>Korko</i>                | 4,2         | 5,1         | 5,8         | 6,5         | 7           |
| <i>Yhdistelmä</i>           | 0,2         | 0,1         | 0,2         | 0,2         | 0,2         |
| Muu omaisuudenhoito         | 2,2         | 2,3         | 2,3         | 2,4         | 2,5         |
| Northern Horizon Capital    | 1,4         | 0,8         | 0,8         | 0,9         | 1           |
| Evli Awards Management      | 0,5         | 0,5         | 0,6         | 0,7         | 0,8         |
| Alternatiivit               | 0,0         | 0,0         | 0,2         | 0,4         | 0,5         |
| <br>AUM Suomi               | <br>5,4     | <br>6,1     | <br>6,7     | <br>7,2     | <br>7,5     |
| AUM KV                      | 1,1         | 1,7         | 2,1         | 2,5         | 2,9         |

## Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

| Tuloskehitys kvartaalitasolla        | 2015        | Q1'16       | Q2'16       | Q3'16       | Q4'16       | 2016        | Q1'17       | Q2'17       | Q3'17       | Q4'17e      | 2017e       | 2018e       | 2019e       |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevaihto</b>                   | <b>64,2</b> | <b>15,5</b> | <b>15,9</b> | <b>12,8</b> | <b>15,8</b> | <b>60,0</b> | <b>16,1</b> | <b>18,0</b> | <b>16,3</b> | <b>18,3</b> | <b>68,7</b> | <b>71,3</b> | <b>75,4</b> |
| Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat | 42,8        | 11,8        | 11,2        | 11,3        | 12,8        | 47,1        | 12,2        | 14,6        | 13,1        | 14,7        | 54,5        | 57,1        | 61,6        |
| Neuvonanto- ja yritysasiakkaat       | 11,9        | 2,0         | 2,7         | 1,0         | 2,1         | 7,8         | 1,7         | 2,1         | 1,9         | 2,7         | 8,4         | 9,7         | 9,2         |
| Konsemitoiminnot                     | 3,1         | 1,7         | 1,2         | 0,6         | 0,9         | 4,4         | 2,1         | 1,3         | 1,2         | 0,9         | 5,5         | 4,5         | 4,6         |
| Kohdistamattomat&eliminoinnit        | 0,9         | 0,0         | 0,8         | -0,1        | 0,0         | 0,7         | 0,1         | 0,0         | 0,2         | 0,0         | 0,3         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Käyttökate</b>                    | <b>17,2</b> | <b>3,9</b>  | <b>3,3</b>  | <b>2,0</b>  | <b>5,1</b>  | <b>14,3</b> | <b>5,2</b>  | <b>5,8</b>  | <b>5,6</b>  | <b>6,4</b>  | <b>22,9</b> | <b>23,4</b> | <b>24,7</b> |
| Poistot ja arvonalennukset           | -3,9        | -0,8        | -1,0        | -0,7        | -0,6        | -3,1        | -0,6        | -0,5        | -0,6        | -0,6        | -2,3        | -2,2        | -2,1        |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>   | <b>13,3</b> | <b>3,1</b>  | <b>2,3</b>  | <b>1,3</b>  | <b>4,5</b>  | <b>11,2</b> | <b>4,6</b>  | <b>5,3</b>  | <b>5,0</b>  | <b>5,8</b>  | <b>20,6</b> | <b>21,3</b> | <b>22,6</b> |
| <b>Liikevoitto</b>                   | <b>13,3</b> | <b>3,1</b>  | <b>2,3</b>  | <b>1,3</b>  | <b>4,5</b>  | <b>11,2</b> | <b>4,6</b>  | <b>5,3</b>  | <b>5,0</b>  | <b>5,8</b>  | <b>20,6</b> | <b>21,3</b> | <b>22,6</b> |
| Varainhoito- ja sijoittaja-asiakkaat | 12,0        | 1,5         | 0,9         | 1,7         | 2,8         | 6,9         | 2,9         | 4,4         | 3,9         | 4,0         | 15,2        | 16,2        | 18,0        |
| Neuvonanto- ja yritysasiakkaat       | 0,4         | 0,3         | 0,8         | -0,6        | 0,8         | 1,3         | 0,2         | 0,1         | 0,4         | 1,0         | 1,7         | 2,0         | 1,6         |
| Konsemitoiminnot                     | -0,3        | 1,3         | 0,6         | 0,2         | 1,0         | 3,1         | 1,6         | 0,6         | 0,7         | 0,8         | 3,7         | 3,1         | 3,0         |
| 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         |
| <b>Tulos ennen veroja</b>            | <b>15,4</b> | <b>5,0</b>  | <b>2,2</b>  | <b>1,2</b>  | <b>3,9</b>  | <b>12,3</b> | <b>4,3</b>  | <b>4,8</b>  | <b>5,2</b>  | <b>5,4</b>  | <b>19,7</b> | <b>21,0</b> | <b>23,6</b> |
| Verot                                | -3,0        | -0,7        | -0,5        | -0,4        | -0,8        | -2,4        | -0,9        | -1,1        | -0,5        | -1,6        | -4,1        | -4,5        | -4,7        |
| Vähemmistöosuudet                    | -0,9        | -0,2        | 0,1         | -0,1        | 0,0         | -0,2        | -0,1        | 0,0         | -0,2        | -0,3        | -0,6        | -0,7        | -0,6        |
| <b>Nettotulos</b>                    | <b>11,5</b> | <b>4,1</b>  | <b>1,8</b>  | <b>0,7</b>  | <b>3,1</b>  | <b>9,7</b>  | <b>3,3</b>  | <b>3,7</b>  | <b>4,5</b>  | <b>3,5</b>  | <b>15,0</b> | <b>15,8</b> | <b>18,3</b> |
| <b>EPS (oikaistu)</b>                | <b>0,49</b> | <b>0,18</b> | <b>0,08</b> | <b>0,03</b> | <b>0,13</b> | <b>0,42</b> | <b>0,14</b> | <b>0,16</b> | <b>0,19</b> | <b>0,15</b> | <b>0,64</b> | <b>0,67</b> | <b>0,78</b> |
| <b>EPS (raportoitu)</b>              | <b>0,49</b> | <b>0,18</b> | <b>0,08</b> | <b>0,03</b> | <b>0,13</b> | <b>0,42</b> | <b>0,14</b> | <b>0,16</b> | <b>0,19</b> | <b>0,15</b> | <b>0,64</b> | <b>0,67</b> | <b>0,78</b> |

| Tunnusluvut                   | 2015   | Q1'16 | Q2'16 | Q3'16 | Q4'16 | 2016    | Q1'17  | Q2'17   | Q3'17   | Q4'17e | 2017e  | 2018e  | 2019e  |
|-------------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|---------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihdon kasvu-%          | 7,2 %  |       |       |       |       | -6,5 %  | 3,9 %  | 13,2 %  | 27,6 %  | 15,8 % | 14,5 % | 3,7 %  | 5,8 %  |
| Oikaistun liikevoiton kasvu-% | 35,7 % |       |       |       |       | -15,8 % | 48,4 % | 130,4 % | 280,8 % | 28,7 % | 84,3 % | 3,0 %  | 6,3 %  |
| Käyttökate-%                  | 26,8 % |       |       |       |       | 23,8 %  | 32,3 % | 32,2 %  | 34,0 %  | 34,9 % | 33,4 % | 32,9 % | 32,8 % |
| Oikaistu liikevoitto-%        | 20,7 % |       |       |       |       | 18,7 %  | 28,6 % | 29,4 %  | 30,3 %  | 31,7 % | 30,0 % | 29,8 % | 30,0 % |
| Nettotulos-%                  | 17,9 % |       |       |       |       | 16,2 %  | 20,5 % | 20,6 %  | 27,6 %  | 19,0 % | 21,8 % | 22,2 % | 24,2 % |

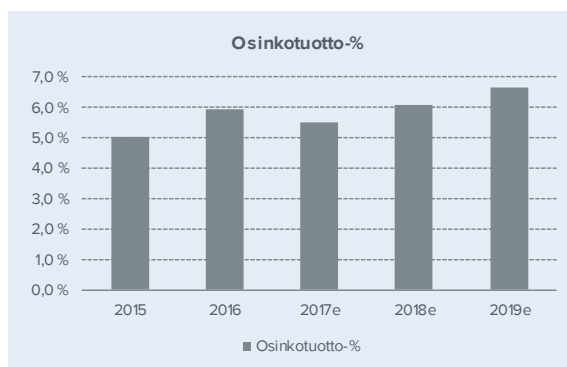
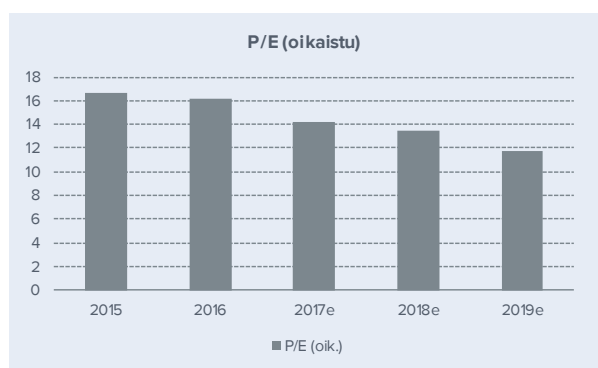
Lähde: Inderes



## Arvostus

| Arvostustaso    | 2012 | 2013 | 2014 | 2015  | 2016  | 2017e | 2018e | 2019e |
|-----------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Osakekurssi     |      |      |      | 8,19  | 6,75  | 9,10  | 9,10  | 9,10  |
| Markkina-arvo   |      |      |      | 191   | 157   | 212   | 212   | 212   |
| Yritysarvo (EV) |      |      |      | 191   | 157   | 212   | 212   | 212   |
| P/E (oik.)      |      |      |      | 16,6  | 16,2  | 14,2  | 13,5  | 11,7  |
| P/E             |      |      |      | 16,6  | 16,2  | 14,2  | 13,5  | 11,7  |
| P/B             |      |      |      | 2,8   | 2,4   | 3,0   | 2,8   | 2,6   |
| EV/Liikevaihto  |      |      |      | 3,0   | 2,6   | 3,1   | 3,0   | 2,8   |
| EV/EBITDA       |      |      |      | 11,1  | 11,0  | 9,2   | 9,1   | 8,6   |
| EV/EBIT         |      |      |      | 14,4  | 14,1  | 10,3  | 10,0  | 9,4   |
| Osinkotuotto-%  |      |      |      | 5,0 % | 5,9 % | 5,5 % | 6,1 % | 6,6 % |

Lähde: Inderes

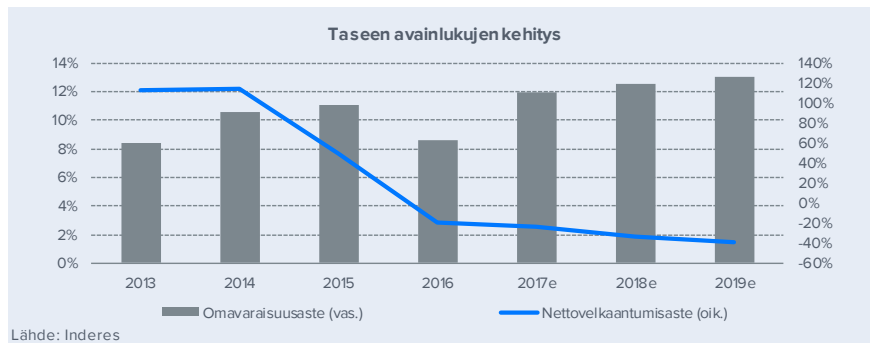


## Tase ja kassavirtalaskelma

### Tase

| Vastaavaa (MEUR)               | 2014        | 2015        | 2016        | 2017e       | 2018e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>14,0</b> | <b>17,2</b> | <b>15,2</b> | <b>14,9</b> | <b>14,7</b> |
| Liikearvo                      | 2,5         | 3,0         | 2,9         | 2,9         | 2,9         |
| Aineettomat oikeudet           | 5,1         | 7,0         | 7,0         | 6,6         | 6,3         |
| Käyttöomaisuus                 | 2,3         | 1,9         | 1,9         | 2,0         | 2,2         |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 3,5         | 5,0         | 3,0         | 3,0         | 3,0         |
| Muut sijoitukset               | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset varat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Laskennalliset verosaamiset    | 0,6         | 0,3         | 0,4         | 0,4         | 0,4         |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>476</b>  | <b>615</b>  | <b>740</b>  | <b>584</b>  | <b>595</b>  |
| Varastot                       | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 29          | 78          | 81          | 81          | 81          |
| Myyntisaamiset                 | 169         | 178         | 140         | 159         | 158         |
| Likvidit varat                 | 279         | 359         | 519         | 344         | 356         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>490</b>  | <b>632</b>  | <b>755</b>  | <b>599</b>  | <b>610</b>  |

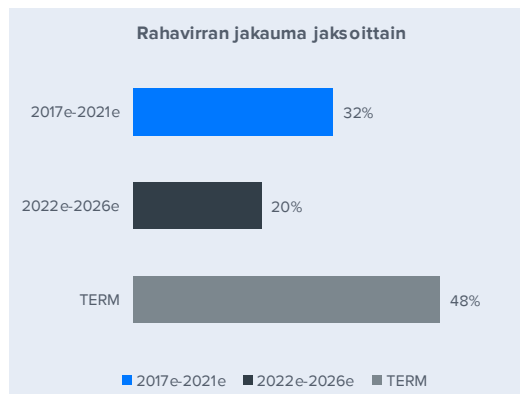
| Vastattavaa (MEUR)             | 2014       | 2015       | 2016       | 2017e      | 2018e      |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>51</b>  | <b>69</b>  | <b>65</b>  | <b>71</b>  | <b>75</b>  |
| Osakepääoma                    | 30         | 30         | 30         | 30         | 30         |
| Kertyneet voittovarot          | 6          | 13         | 14         | 20         | 24         |
| Omat osakkeet                  | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Uudelleenarvostusrahasto       | 2          | 2          | 2          | 2          | 2          |
| Muu oma pääoma                 | 13         | 24         | 18         | 18         | 18         |
| Vähemmistöosuus                | 1          | 1          | 0          | 1          | 2          |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>0</b>   | <b>1</b>   | <b>1</b>   | <b>1</b>   | <b>1</b>   |
| Laskennalliset verovelat       | 0          | 1          | 1          | 1          | 1          |
| Varaukset                      | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>438</b> | <b>562</b> | <b>690</b> | <b>527</b> | <b>533</b> |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 338        | 394        | 507        | 326        | 331        |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 41         | 37         | 31         | 48         | 50         |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 59         | 132        | 152        | 152        | 152        |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>490</b> | <b>633</b> | <b>756</b> | <b>599</b> | <b>610</b> |



### DCF-laskelma

| Kassavirtalaskelma (MEUR)                      | 2016        | 2017e        | 2018e        | 2019e        | 2020e        | 2021e        | 2022e        | 2023e        | 2024e        | 2025e        | 2026e        | TERM         |
|------------------------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Liikevoitto</b>                             | <b>11,2</b> | <b>20,6</b>  | <b>21,3</b>  | <b>22,6</b>  | <b>23,1</b>  | <b>21,5</b>  | <b>21,5</b>  | <b>21,3</b>  | <b>20,1</b>  | <b>19,8</b>  | <b>20,3</b>  |              |
| + Kokonaispoistot                              | 3,1         | 2,3          | 2,2          | 2,1          | 2,2          | 2,3          | 2,3          | 2,4          | 2,4          | 2,4          | 2,4          |              |
| - Maksetut verot                               | -2,7        | -4,1         | -4,5         | -4,7         | -4,8         | -4,5         | -4,5         | -4,5         | -4,2         | -4,1         | -4,3         |              |
| - 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 rahoitusluotoista                      | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |              |
| - Käyttöpääoman muutos                         | 49,9        | -2,1         | 3,0          | 1,2          | 0,6          | -1,2         | 0,0          | 1,2          | 1,4          | 1,6          | -2,6         |              |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>                | <b>61,5</b> | <b>16,7</b>  | <b>22,0</b>  | <b>21,2</b>  | <b>21,0</b>  | <b>18,1</b>  | <b>19,3</b>  | <b>20,4</b>  | <b>19,6</b>  | <b>19,6</b>  | <b>15,8</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                           | -3,0        | -2,0         | -2,0         | -2,5         | -2,5         | -2,5         | -2,5         | -2,5         | -2,5         | -2,5         | -2,7         |              |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>          | <b>58,5</b> | <b>14,7</b>  | <b>20,0</b>  | <b>18,7</b>  | <b>18,5</b>  | <b>15,6</b>  | <b>16,8</b>  | <b>17,9</b>  | <b>17,1</b>  | <b>17,1</b>  | <b>13,2</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                               | 58,5        | 14,7         | 20,0         | 18,7         | 18,5         | 15,6         | 16,8         | 17,9         | 17,1         | 17,1         | 13,2         | 235,0        |
| Diskontattu vapaa kassavirta                   |             | 14,5         | 18,2         | 15,7         | 14,4         | 11,2         | 11,2         | 11,0         | 9,7          | 8,9          | 6,4          | 113,5        |
| <b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b> |             | <b>234,6</b> | <b>220,1</b> | <b>202,0</b> | <b>186,2</b> | <b>171,8</b> | <b>160,6</b> | <b>149,5</b> | <b>138,5</b> | <b>128,8</b> | <b>119,9</b> | <b>113,5</b> |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                        |             | <b>234,6</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| - Korolliset velat                             |             | -506,5       |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| + Rahavarat                                    |             | 518,8        |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| - Vähemmistöosuus                              |             | -3,0         |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| - Osinko/pääomapalautus                        |             | -9,3         |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>                   |             | <b>242,6</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>         |             | <b>10,41</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |

| Pääoman kustannus (WACC)            |        |
|-------------------------------------|--------|
| Vero-% (WACC)                       | 21,0 % |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E) | 0,0 %  |
| Vieraan pääoman kustannus           | 3,5 %  |
| Yrityksen Beta                      | 1,00   |
| Markkinoiden riski-premio           | 4,75 % |
| Likviditeettipremio                 | 0,50 % |
| Riskiton korko                      | 3,0 %  |
| Oman pääoman kustannus              | 8,3 %  |
| Pääoman keskim. kustannus (WACC)    | 8,3 %  |



## Tiivistelmä

| Tuloslaskelma         | 2014 | 2015 | 2016 | 2017e | 2018e |
|-----------------------|------|------|------|-------|-------|
| Liikevaihto           | 59,9 | 64,2 | 60,0 | 68,7  | 71,3  |
| EBITDA                | 15,0 | 17,2 | 14,3 | 22,9  | 23,4  |
| EBITDA-marginaali (%) | 25,0 | 26,8 | 23,8 | 33,4  | 32,9  |
| EBIT                  | 9,8  | 13,3 | 11,2 | 20,6  | 21,3  |
| Voitto ennen veroja   | 10,1 | 15,4 | 12,3 | 19,7  | 21,0  |
| Nettovoitto           | 6,8  | 11,5 | 9,7  | 15,0  | 15,8  |
| Kertaluontoiset erät  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0   | 0,0   |

| Tase              | 2014  | 2015  | 2016  | 2017e | 2018e |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Taseen loppusumma | 489,9 | 632,3 | 755,0 | 598,7 | 610,0 |
| Oma pääoma        | 52,0  | 70,2  | 65,3  | 71,6  | 76,4  |
| Liikearvo         | 2,5   | 3,0   | 2,9   | 2,9   | 2,9   |
| Korolliset velat  | 338,2 | 393,7 | 506,5 | 326,4 | 331,1 |

| Kassavirta                | 2014  | 2015 | 2016 | 2017e | 2018e |
|---------------------------|-------|------|------|-------|-------|
| EBITDA                    | 15,0  | 17,2 | 14,3 | 22,9  | 23,4  |
| Nettokäyttöpääoman muutos | -13,1 | 10,0 | 49,9 | -2,1  | 3,0   |
| Operatiivinen kassavirta  | -0,7  | 24,8 | 61,5 | 16,7  | 22,0  |
| Vapaa kassavirta          | -1,4  | 18,9 | 58,5 | 14,7  | 20,0  |

| Yhtiökuvaus                                                                                                                                                                                                       |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Evli on sijoittamiseen erikoistunut yksityispankki. Liiketoiminnan ytimen muodostavat varainhoito-, pääomamarkkinat ja corporate finance -palvelut. Toimipisteet sijaitsevat Helsingissä, Turussa ja Tukholmassa. |

| Osakekohtaiset luvut         | 2014  | 2015 | 2016 | 2017e | 2018e |
|------------------------------|-------|------|------|-------|-------|
| EPS                          | 0,33  | 0,49 | 0,42 | 0,64  | 0,67  |
| EPS oikaistu                 | 0,33  | 0,49 | 0,42 | 0,64  | 0,67  |
| Operat. kassavirta per osake | -0,03 | 1,06 | 2,64 | 0,72  | 0,94  |
| Tasearvo per osake           | 2,48  | 2,96 | 2,78 | 3,03  | 3,19  |
| Osinko per osake             | 0,21  | 0,41 | 0,40 | 0,50  | 0,55  |
| Voitonjako, %                | 63    | 83   | 96   | 78    | 82    |
| Osinkotuotto, %              |       | 5,0  | 5,9  | 5,5   | 6,0   |

| Tunnusluvut    | 2014 | 2015 | 2016 | 2017e | 2018e |
|----------------|------|------|------|-------|-------|
| P/E            | 0,0  | 16,6 | 16,2 | 14,2  | 13,4  |
| P/B            | 0,0  | 2,8  | 2,4  | 3,0   | 2,8   |
| P/Liikevaihto  | 0,0  | 3,0  | 2,6  | 3,1   | 3,0   |
| P/CF           | 0,0  | 7,7  | 2,6  | 12,7  | 9,7   |
| EV/Liikevaihto | 1,0  | 3,6  | 2,4  | 2,8   | 2,6   |
| EV/EBITDA      | 4,0  | 13,3 | 10,2 | 8,3   | 7,8   |
| EV/EBIT        | 6,1  | 17,2 | 13,0 | 9,2   | 8,6   |

| Suurimmat omistajat   | %-osakkeista |
|-----------------------|--------------|
| Oy Scripo Ab          | 20,4 %       |
| Prandium Oy Ab        | 20,4 %       |
| Fincorp Ab            | 12,4 %       |
| Ingman Group Oy Ab    | 10,1 %       |
| Maunu Lehtimäki       | 2,3 %        |
| Claes Henrik Tallberg | 1,9 %        |

## Suositteluhistoria, viimeiset 12 kk

| Päivämäärä | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 13.10.2017 | Osta     | 9,20 €  | 7,95 €      |
| 26.10.2017 | Osta     | 10,40 € | 9,10 €      |



## Vastuuvapauslauseke

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

| Suositus  | Nousuvara 12-kk tavoitehintaan |
|-----------|--------------------------------|
| Osta      | >15 %                          |
| Lisää     | 5-15 %                         |
| Vähennä - | 5-5 %                          |
| Myy       | < -5 %                         |

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistussuosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa 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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>