Pörssiyhtiön arvonmääritys:

Case Evolution AB

Oskari Lintulaakso

2023 Laurea

Laurea-ammattikorkeakoulu

Pörssiyhtiön arvonmääritys: Case Evolution AB

Oskari Lintulaakso
Liiketalouden koulutusohjelma
Opinnäytetyö
Kesäkuu, 2023

Laurea-ammattikorkeakoulu
Liiketalouden koulutusohjelma
Tradenomi (AMK)

Oskari Lintulaakso

Tiivistelmä

Pörssiyhtiön arvonmääritys: Case Evolution AB

Vuosi 2023 Sivumäärä 40

Tämän opinnäytetyön tavoitteena oli määrittää ruotsalaisen pörssiyhtiön Evolutionin arvo, ja verrata yhtiön arvonmäärityshetken arvostustasoa opinnäytetyön tuloksiin. Yhtiön arvonmääritys toteutettiin käyttäen sekä diskontattujen kassavirtojen mallia että yhtiön ennustettuja hinnoittelukertoimia. Kassavirtamallin tuottaman arvon estimaatin herkkyyttä ennustevirheille tutkittiin eri sensitiivisyys- ja skenaarioanalyysien pohjalta. Tutkimus toteutettiin kvantitatiivisena tutkimuksena, käyttäen yhtiön tilinpäätöstietoja ja vuosikertomuksia sekä markkina-analyysiyhtiöiden ennusteita tutkimuksen aineistona.

Opinnäytetyön teoriaosuus perustuu alan kirjallisuuteen sekä verkkolähteisiin. Teoriaosuudessa tutustuttiin arvonmääritysprosessiin sekä yleisiin arvonmääritysmenetelmiin. Tutkimuksen pääasiallinen arvonmääritysmenetelmä eli diskontattujen kassavirtojen malli kuvailtiin muita arvonmääritysmenetelmiä laajemmin. Tutkimuksessa tutustuttiin perusteellisesti yhtiön liiketoimintaan, toimialaan, riskeihin sekä taloudelliseen suorituskykyyn. Arvonmäärityksen edellyttämät taloudelliset ennusteet laadittiin opinnäytetyön tekijän subjektiivisten näkemysten pohjalta, ottaen huomioon sekä yhtiön menneet näytöt että yhtiön ja markkinan kasvunäkymät.

Tutkimuksen tuloksena yhtiön osakkeelle muodostui arvon estimaatti. Arvonmäärityksessä käytetyn kassavirtamallin tuloksiin suhteutettuna havaittiin, että yhtiön arvonmäärityshetken arvostustaso oli korkeampi kuin kassavirtamallin tuottama tulos. Kassavirtamallin tueksi valittu markkina-arvomenetelmä näytti, että yhtiön hinnoittelukertoimet olivat linjassa osakeindeksin keskimääräisen arvostustason kanssa. Ottaen huomioon sekä kassavirtamallin että markkina-arvomenetelmän tulokset, opinnäytetyön tekijän subjektiivinen näkemys oli, että yhtiön osake oli oikein hinnoiteltu arvonmäärityshetkellä.

Asiasanat: arvonmääritys, diskonttaus, kassavirtamalli, sijoittaminen, tuottovaatimus

Laurea University of Applied Sciences
Degree Programme in Business Administration
Bachelor's Thesis

Oskari Lintulaakso

Abstract

Valuation of a Publicly Traded Company: Case Evolution AB

Year 2023 Pages 40

The objective of this thesis was to determine the value of Evolution, a publicly traded Swedish company, and compare the valuation of the firm at the time of the study to the thesis results. The company valuation was conducted using the discounted cash flow model and the company's projected valuation multiples. The sensitivity of the value estimate generated by the cash flow model was examined through various sensitivity and scenario analyses. The study was conducted as a quantitative research, utilizing the company's financial statements, annual reports, and market analysis firm forecasts as the research data.

The theoretical section of the thesis reviews on relevant literature. The theoretical section provides an overview of the valuation process and common valuation methods. The primary valuation method used in the research, the discounted cash flow model, is described in more detail. The study extensively examines the company's business operations, industry, risks, and financial performance. The financial forecasts required for the valuation were based on the subjective views of the thesis author, taking into account the company's past performance and the growth prospects of the industry.

As a result of the research, a value estimate was determined for the company's stock. When compared to the results of the cash flow model, it was observed that the valuation level of the company at the time of the study was higher than what the results indicated. The market-based valuation method chosen to support the cash flow model showed that the company's valuation multiples were in line with the average valuation level of the Swedish stock market index. Considering both the results of the cash flow model and the market-based valuation method, the subjective view of the thesis author was that the company's stock was appropriately priced at the time of the valuation.

Keywords: cash flow model, discounting, investing, required rate of return, valuation

Sisällys

1 Johdanto 7
2 Arvonmääritys 7
3 Arvonmääritysmenetelmät 8
3.1 Markkina-arvomenetelmät 8
3.2 Substanssiarvomenetelmä 9
3.3 Tuottoarvomenetelmät 9
4 Diskontattujen kassavirtojen malli 10
4.1 Suora ja epäsuora lähestymistapa 10
4.2 Kassavirtaennusteet 11
4.3 Diskonttauskorko 12
4.4 CAPM 12
4.4.1 Riskitön tuotto 13
4.4.2 Markkinariskipreemio 13
4.4.3 Beta 13
4.4.4 Systemaattinen ja epäsystemaattinen riski 14
4.5 WACC 16
4.6 Terminaaliarvo 16
4.7 Sensitiivisyys- ja skenaarioanalyysit 18
5 Yhtiö 19
5.1 Liiketoiminta 19
5.1.1 Ansaintamalli 20
5.1.2 Tuotteet 20
5.1.3 Asiakkaat 22
5.1.4 Kilpailu 23
5.2 Toimiala 25
5.2.1 Markkinan koko 25
5.2.2 Harmaat ja mustat markkinat 26
5.2.3 Tulevaisuuden näkymät 26
5.3 Riskit 27
5.4 Taloudellinen asema ja suorituskyky 28
6 Case-yrityksen arvonmääritys 29
6.1 Arvonmääritysmenetelmän valinta 29
6.2 Taloudelliset ennusteet 30
6.3 Kassavirtamalli 33
6.3.1 Diskonttauskorko 33
6.3.2 Terminaaliarvo 34

6.4 Arvon estimaatti 34
7 Yhteenveto 36
Lähteet 37
Kuviot 40
Taulukot 40

1 Johdanto

Tässä opinnäytetyössä keskitytään ruotsalaisen kasinopelitoimittaja Evolution AB:n arvonmääritykseen sijoittajan näkökulmasta. Tavoitteena on määrittää yhtiön osakkeen arvo diskontattujen kassavirtojen mallin avuin. Prosessi edellyttää yhtiön tulevaisuuden kassavirtojen ennustamista ja niiden diskonttaamista nykyarvoon. Arvonmäärityksen jälkeen, yhtiön nykyistä arvostusta verrataan tutkimuksen tuottamaan arvon estimaattiin, ja pohditaan, onko osake alihinnoiteltu vai ylihinnoiteltu opinnäytetyön tekohetkellä. Raportissa käsitellään yhtiön osakkeesta kiinnostuneiden kannalta oleellisia asioita, kuten yhtiön liiketoimintaa, toimialaa, taloudellista suorituskykyä sekä riskejä. Arvonmääritys edellyttää arvonmäärittäjältä subjektiivista näkemystä yhtiöstä ja sen tulevaisuudesta, joten opinnäytetyössä pyritään kertomaan myös arvonmäärittäjän omia näkemyksiä yhtiön toimialaan ja taloudelliseen tulevaisuuteen vaikuttavista tekijöistä.

Opinnäytetyössä tuotettu arvon estimaatti perustuu arvonmäärittäjän subjektiiviseen näkemykseen yhtiöstä ja sen tulevaisuudesta, eikä sen tulisi vaikuttaa muiden kuin arvonmäärittäjän omiin sijoituspäätöksiin. Tästä huolimatta, toivon että raportti voi toimia muille piensijoittajille hyödyllisenä lähtökohtana yhtiöön tutustumiseen.

Tutkimus toteutetaan kvantitatiivisena eli määrällisenä tutkimuksena, jossa käytetään tilastoja ja numeroita kohteen tutkimiseen. Tutkimusaineistona käytämme yrityksen julkaistuja tilinpäätöksiä ja vuosikertomuksia sekä markkina-analyysiyhtiöiden ennusteita.

2 Arvonmääritys

Arvonmäärityksessä arvonmäärittäjä pyrkii muodostamaan mielipiteen kohdeyrityksen arvosta, perustuen kohteen arvon kannalta olennaisiin kvalitatiivisiin sekä kvantitatiivisiin seikkoihin. Arvonmääritystä tehdään useaan eri käyttötarkoitukseen kuten esimerkiksi sijoituskohteen arvon estimointiin, yhtiön hinnoitteluun yrityskaupan yhteydessä tai verotustarpeisiin muun muassa perinnönjaon yhteydessä. (Seppänen 2017, 19–29.)

Tässä opinnäytetyössä arvonmääritys tehdään pörssiyhtiön osakkeen arvon estimointia varten sijoittajan näkökulmasta. Sijoittajat pyrkivät etsimään osakemarkkinoilta yhtiöitä, joiden osakekurssi on matala verrattuna sen todelliseen fundamenttiarvoon. Sijoittajat pyrkivät täten ostamaan alihinnoiteltuja yhtiöitä ja puolestaan myös tunnistamaan sekä myymään omistuksessaan olevia ylihinnoiteltuja osakkeita. Määrittääkseen ovatko osakkeet ali- tai

ylihinnoiteltuja, sijoittaja arvioi yhtiöiden arvot arvonmääritysprosessin avulla. (Seppänen 2017, 94; Kallunki, Martikainen & Niemelä 2019, 147.)

Arvonmääritysprosessi voidaan esittää varsin suoraviivaisena. Arvonmäärittäjän valittua arvonmäärityksen kohdeyhtiön, etenee prosessi usein tutustumalla ensin yrityksen operatiiviseen liiketoimintaan, sen liiketoimintaympäristöön sekä yhtiön taloudelliseen asemaan ja suorituskykyyn. Liiketoiminta- ja tilinpäätösanalyysin pohjalta tehtyjen johtopäätöksien kautta, arvonmäärittäjä pyrkii estimoimaan ja ennustamaan tarvittavat syöttötiedot mitä arvonmääritykseen valittu arvonmääritysmalli edellyttää, joka lopulta tuottaa arvon estimaatin. Suoraviivaisesta esitystavasta poiketen, käytännössä prosessin edetessä ja arvonmäärittäjän oppiessa uusista yhtiön arvoon vaikuttavista tekijöistä, arvonmäärittäjä usein palaa prosessissa takaisinpäin muokkaamaan valittua arvonmääritysmallia tai sen syöttötietoja. (Seppänen 2017, 26-28.)

3 Arvonmääritysmenetelmät

Arvonmäärityksessä yrityksen arvon numeerinen estimaatti lasketaan arvonmääritysmenetelmien avuin. Keskeiset arvonmääritysmenetelmät voidaan jakaa kolmeen luokkaan: markkina-arvo-, tuottoarvo- ja kustannusarvomenetelmiin. Luokkien välinen ero tulee esiin siinä, että mihin menetelmien tuottama arvon indikaatio perustuu. Arvo voi perustua yhtiön markkinahintaan, sen kykyyn tuottaa taloudellista hyötyä tai yhtiön realisoinnin arvoon. Tietyn menetelmän valinta ja soveltaminen ei poissulje muita arvonmääritysmenetelmiä, sillä menetelmiä on tapana käyttää myös toisiaan täydentävinä. (Seppänen 2017, 64-66.)

3.1 Markkina-arvomenetelmät

Markkina-arvomenetelmät ovat suosittuja ja laajasti käytettyjä menetelmiä yhtiön arvonmäärityksessä, joiden antamaa arvoa yleisesti pidetään yhtiön ensisijaisena arvon indikaationa. Pörssiyhtiöiden markkinahinta muodostuu osakepörssissä kysynnän ja tarjonnan perusteella. Lähtökohtana pidetään hinnanmuodostuksen tapahtuvan tehokkaasti markkinoilla siten, että markkinahintaan sisältyy sekä eri markkinaosapuolten näkemykset yhtiön fundamentaalisista tekijöistä ja sen arvosta, että kaikki yhtiön arvoon olennaisesti vaikuttava informaatio. Käytännössä markkinoilla kuitenkin usein esiintyy poikkeuksia tästä lähtökohdasta, johtuen esimerkiksi alhaisesta aktiviteetista osakemarkkinoilla, jolloin yrityksen arvoon olennainen informaatio siirtyy vasta viiveellä yhtiön markkinahintaan. Tästä huolimatta yrityksen markkinahinnan voidaan katsoa edustavan sellaista hintaa, jolla markkinaosapuolet ovat valmiita käymään kauppaa, vaikka se ei välttämättä kaikissa tilanteissa edustakaan yhtiön todellista taloudellista arvoa. (Seppänen 2017, 93-94; Seppänen 2017, 112.)

Markkina-arvomenetelmissä yrityksen omaa markkinahintaa usein tutkitaan suhteessa muiden toimialalla toimivien verrokkiyhtiöiden markkinahintoihin. Vertailu yleensä toteutetaan käyttäen yhtiökohtaisia hinnoittelukertoimia. Yleiset hinnoittelukertoimet lasketaan suhteuttamalla yhtiön oman pääoman markkina-arvo tai yritysarvo johonkin yhtiön taloudellista tilaa kuvaavaan fundamenttimuuttujaan, kuten nettotulokseen, käyttökatteeseen, liikevaihtoon tai tasesubstanssiin. (Kallunki ym. 2019, 155-156.)

Jotta vertailu verrokkien kanssa olisi mahdollisimman tehokasta, arvonmäärittäjän tehtäväksi jää löytää verrokkiyhtiöt, joiden kannattavuus, kasvu sekä riski ovat mahdollisimman identtisiä kohdeyhtiön kanssa. Tavoitteena on muodostaa mahdollisimman laaja joukko verrokkeja, jotta satunnaisten hinnoitteluvirheiden vaikutus verrokkiryhmässä saadaan minimoitua. Kun verrokkiryhmä on kasattu, arvonmäärittäjä laskee verrokkien hinnoittelukertoimet, ja yhtiöiden hinnoittelukerroinkohtaisen keskiarvon ja mediaanin, joita voidaan tämän jälkeen soveltaa kohdeyhtiön hinnoittelukerrointa vastaavaan arvoajuriin, jonka tuloksena saadaan kohdeyhtiön arvon estimaatti. (Seppänen 2017, 134-137.)

3.2 Substanssiarvomenetelmä

Substanssiarvon, eli yhtiön nettovarallisuuden arvon, voidaan usein katsoa edustavan yhtiön minimihintaa. Substanssiarvo lasketaan tilinpäätöksen taseessa olevien varojen sekä velkojen erotuksena, joiden arvoon arvonmäärittäjä myös tarvittaessa tekee näkemänsä oikaisut. (Seppänen 2017, 275-276.)

$$\begin{aligned} &Yrityksen\ arvon\ indikaatio = Substanssiarvo \\ &= Varojen\ arvo\ taseessa\ \pm\ Oikaisut\ varojen\ tasearvoihin \\ &- Velkojen\ arvo\ \pm\ Oikaisut\ velkojen\ tasearvoihin \end{aligned}$$

Substanssiarvomenetelmää harvoin käytetään yhtiön arvonmäärityksen ensisijaisena menetelmänä, mutta sitä voidaan käyttää muita arvonmääritysmenetelmiä täydentävänä menetelmänä. Substanssiarvo ei huomioi yhtiön kykyä tuottaa kassavirtaa omistajilleen, jolloin terveen liiketoimintaa harrastavan yhtiön kohdalla arvo poikkeaa korkealla todennäköisyydellä substanssiarvosta. Substanssiarvo voi kuitenkin erityistapauksissa olla pätevä arvon indikaatio. Tällaisia tapauksia voi olla esimerkiksi yhtiöiden kohdalla, joiden liiketoiminnan oletetaan loppuvan, jolloin yhtiöllä ei oleteta olevan tuottoarvoa, vaan yrityksen arvo perustuu sen varallisuuserien myynnistä saatavien hintojen ja velkojen maksamisesta aiheutuvien maksujen erotukseen. (Seppänen 2017, 275-280.)

3.3 Tuottoarvomenetelmät

Tuottoarvomenetelmät ovat rahoitusteoriaan perustuvia, yleisiä yritysten arvonmääritykseen käytettäviä menetelmiä. Tuottoarvomenetelmät eivät ole riippuvaisia yrityksen

tämänhetkisestä markkina-arvosta vaan perustuvat yrityksen fundamentaalisiin tekijöihin kuten kannattavuuteen, kasvuun sekä riskiin. Menetelmien lähtökohtana on, että yrityksen arvo voidaan määrittää sen omistajille tulevaisuudessa tuottamien kassavirtojen tai tulosten nykyarvon perusteella. Kassavirtojen nykyarvo selvitetään diskonttaamalla tulevaisuuden kassavirrat diskonttauskorolla, joka heijastaa rahan aika-arvoa sekä yrityksen odotettujen kassavirtojen toteutumiseen liittyvää riskiä. (Seppänen 2017, 183.)

Tuottoarvomenetelmät vaativat arvonmäärittäjältä erinäisten oletuksien sekä ennusteiden tekemistä. Arvonmäärittäjän tulee analysoida makrotalouden, yhtiön toimialan sekä yhtiön operatiivisia tulevaisuuden näkymiä, ja ennustaa miten näkymät vaikuttavat yhtiön tulevaan taloudelliseen kehitykseen. Rahoitusteorian mukaan yhtiön tuottoarvon sekä markkina-arvon oletetaan olevan yhtä suuria. Sillä tuottoarvomenetelmät usein sisältävät arvonmäärittäjän subjektiivisia näkemyksiä yhtiön operatiivisesta sekä taloudellisesta tulevaisuudesta, arvonmäärittäjän mielipide yhtiön tuottoarvosta kuitenkin lopulta usein poikkeaa yrityksen markkina-arvosta. (Seppänen 2017, 71-72.)

4 Diskontattujen kassavirtojen malli

Diskontattujen kassavirtojen malli on tuottoarvomenetelmistä yleisin. Kassavirtamalli yleisesti muodostuu kahdesta pääasiallisesta ajanjaksosta, tarkasta ennusteperiodista sekä jäännösperiodista. Tarkka ennusteperiodi on usein noin 5–10 vuoden mittainen jakso, jonka ajalta arvonmäärittäjä pyrkii mahdollisimman tarkasti ennustamaan yhtiön vapaat kassavirrat jokaiselle tarkan periodin vuodelle. Jäännösperiodi puolestaan edustaa tarkan ajanjakson jälkeistä aikaa, jonka arvo voidaan pyrkiä estimoimaan joko vakiokasvumallilla, exit-menetelmällä tai yhtiön varallisuuserien myyntihinnan arvioinnilla. Kassavirtamallin tuottama arvon estimaatti saadaan laskettua diskonttaamalla tarkan ajanjakson ennustetut kassavirrat, sekä terminaaliarvo nykyarvoon. (Seppänen 2017, 197-200; Seppänen 2017, 260.)

$$EV = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \cdots + \frac{TV}{(1+r)^t}$$

missä EV on kassavirtojen nykyarvo, CF on kassavirrat, TV on jäännösperiodin arvo ja t on tarkan ennusteperiodin pituus.

4.1 Suora ja epäsuora lähestymistapa

Mallissa käytetyt vapaat kassavirrat ja diskonttauskorko määräytyvät sen pohjalta, mitä lähestymistapaa mallissa käytetään. Menetelmässä voidaan käyttää joko suoraa oman pääoman arvon määrittämisen lähestymistapaa, tai epäsuoraa lähestymistapaa. Suorassa lähestymistavassa, mallissa käytetty kassavirran mittari on omistajille potentiaalisesti maksettavissa oleva

vapaa kassavirta, ja kassavirtojen diskonttauskorkona käytetään oman pääoman tuottovaatimusta. Yksinkertaistettuna omistajien vapaa kassavirta saadaan laskettua vähentämällä liiketoiminnan vapaasta kassavirrasta investointimenot sekä korollisten velkojen nettokassavirta. (Seppänen 2017, 193-197.)

$$FCFE = OCF - CAPEX + Velkojen\ liikkeellelasku - Velkojen\ takaisinmaksu$$

missä *FCFE* on vapaa kassavirta omistajille, *OCF* on liiketoiminnan nettorahavirta ja *CAPEX* on investoinnit.

Käytännössä suorassa lähestymistavassa esiintyy haasteita. Arvonmäärittäjällä voi olla hyvinkin hankalaa laatia ennusteita yhtiön tulevaisuuden velkapääoman muutoksista, jotka heijastuvat mallissa myös oman pääoman arvoon. Epäsuora lähestymistapa on usein yleisempi tapa toteuttaa kassavirtamalli. Epäsuorassa lähestymistavassa kassavirtojen mittarina käytetään yritykselle kuuluvaa kassavirtaa, ja diskonttauskorkona käytetään omistajien sekä velkojien tuottovaatimuksien painotettua keskiarvoa. Epäsuoran lähestymistavan kassavirtojen laskemisessa ei oteta velkapääoman muutosta huomioon, mutta rahoituskulut lisätään takaisin epäsuoran lähestymistavan kassavirtojen laskukaavassa, sillä velkarahoituksen kustannukset heijastuvat epäsuorassa metodissa käytettyyn diskonttauskorkoon. (Seppänen 2017, 193-197.)

$$FCFF = OCF + \big(IE * (1 - Tc)\big) - CAPEX$$

missä *FCFF* on vapaa kassavirta liiketoiminnasta, *IE* on rahoituskulut ja *Tc* on yhtiöverokanta.

Epäsuora lähestymistapa nimensä mukaan ei muodosta diskonttauksien jälkeen estimaattia yhtiön oman pääoman arvosta, vaan sen yritysarvosta. Oman pääoman arvon selvittäminen toteutetaan vielä tämän jälkeen lisäämällä yritysarvoon yrityksen ei-operatiivisten varojen markkina-arvo sekä vähentämällä korollisten velkojen markkina-arvo arvopäivänä. (Seppänen 2017, 197.)

4.2 Kassavirtaennusteet

Kassavirtamallin kassavirrat estimoidaan usein ennustettujen tuloslaskelmien ja taseiden pohjalta. Tuloslaskelman ja taseen ennustamisessa voidaan joko käyttää yksityiskohtaista tai yleisluontoisempaa lähestymistapaa. Yksityiskohtainen lähestymistapa vaatii arvonmäärittäjältä syvempää perehtymistä, jossa tuloslaskelman ja taseen erät ennustetaan perustuen niiden raportoimien tulojen ja menojen kappalemäärien ja yksikköhintojen ennusteisiin. Suurempien yhtiöiden kohdalla, jotka myyvät useita eri tuotteita ja palveluita, tämä

lähestymistapa voi vaatia huomattavankin määrän datan keräämistä. Yleisluontoisessa lähestymistavassa puolestaan ennusteiden laatimista lähestytään käyttäen suhteellisia osuuksia liikevaihdosta. Arvonmäärittäjän tulee lähestymistavassa pyrkiä ennustamaan yleisellä tasolla yhtiön tulevaisuuden taloudellista suorituskykyä ja tämän jälkeen suhteuttaa tarvittavat erät yhtiön liikevaihtoon. (Seppänen 2017, 208-212.)

4.3 Diskonttauskorko

Yritykset rahoittavat toimintaansa omalla- sekä vieraalla pääomalla. Omistajat ja velkojat sijoittavat pääomaa yritykseen odottaen saavansa tuottoa sijoitukselleen, ja mukauttavat tuottovaatimustaan suhteessa sijoituskohteen riskitasoon. Taloudellisesti vakaassa asemassa olevien yhtiöiden kohdalla vieraan pääoman kustannus, eli velkojien tuottovaatimus, on usein matalampi kuin oman pääoman kustannus. Velkojien asema yhtiön mahdollisessa konkurssissa on suotuisampi kuin omistajien, koska yhtiön likvidoitaessa varojaan velkojat saavat osuutensa pois yrityksestä ensimmäisinä. Omistajat kantavat näin ollen myös yhtiön operatiivisen riskin lisäksi rahoitusriskin, täten heijastuen omistajien korkeampaan tuottovaatimukseen. (Seppänen 2017, 224-230.)

Arvonmäärityksessä kassavirtojen diskonttauskorkona yleisesti käytetään yrityksen rahoituksen kokonaiskustannusta. Rahoituksen kokonaiskustannus lasketaan yhtiön rahoituslähteiden kustannuksien painotettuna keskiarvona. (Seppänen 2017, 227.)

Oman pääoman ja vieraan pääoman kustannuksien määrittäminen poikkeavat toisistaan. Vieraan pääoman kustannuksen määrittämistä voidaan pitää suoraviivaisempana prosessina, sillä yleisesti ottaen kustannukseksi voidaan katsoa yhtiön ilmoittama pankkilainojen korkoprosentti tai yhtiön noteerattujen joukkolainojen tuottoaste. Myös oman pääoman kustannuksen määrittämiseen löytyy yleisesti tunnustettu tapa niin sanotun Capital Asset Pricing -mallin avulla. Malli edellyttää arvonmäärittäjältä tuottovaatimuksen laskentaan tarvittavien komponenttien määrittämisen, ja vaatii täten arvonmäärittäjältä hieman suurempaa panostusta kuin vieraan pääoman kustannuksen laskennassa. (Kallunki 2022, 75.)

4.4 CAPM

Yleisin käytännössä käytetty menetelmä oman pääoman tuottovaatimuksen määrittämiselle on CAP-malli. Tuottovaatimuksen laskeminen CAP-mallin avuin vaatii kolme komponenttia: riskittömän tuoton, markkinariskipreemion sekä systemaattista riskiä mittaavan beetakertoimen. Yksinkertaistetussa muodossa malli esittää tuottovaatimuksen riskittömän koron ja arvonmäärityksen kohteen riskipreemion summana. (Seppänen 2017, 224-226.)

$$k = rf + (rm - rf) * Beta\ (\beta)$$

missä *k* on tuottovaatimus -%, *rf* on riskitön tuotto, *rm* on osakeindeksin odotettu tuotto ja *Beta (β)* on beetakerroin.

4.4.1 Riskitön tuotto

Riskitön tuotto on arvonmäärityksessä tuottovaatimuksen lähtökohta, sillä sijoittajilla on aina mahdollisuus saada riskitön tuotto vaihtoehtoistuottona sijoituksilleen. Nimensä mukaan, riskittömän tuoton tulisi olla sijoittajien saama varma tuotto sijoituskohteesta ilman mahdollisuutta sijoituskohteen luvatun tuoton poikkeamiseen tai arvonalenemiseen. Normaali menettely riskittömän tuoton määrittämiselle on käyttää yhtiön kotimaan valtion 10 tai 30 vuoden, AAA-luottoluokituksen joukkovelkakirjojen tuotto-odotusta. Mikäli yhtiön kotimaan riskitaso poikkeaa olennaisesti AAA-luottoluokituksesta, voi arvonmäärittäjä vaihtoehtoisesti euromaissa käyttää Saksan valtion 10 vuoden joukkovelkakirjan tuotto-odotusta kaavan riskittömänä korkona. (Seppänen 2017, 233-234.)

4.4.2 Markkinariskipreemio

Niin sanotun markkinariskipreemion, edellä mainitussa kaavassa esitetty muodossa *rm - rf*, määrittäminen vaatii riskittömän tuoton lisäksi myös osakemarkkinoiden keskimääräisen toteutuneen tuoton. Markkinoiden keskimääräisen tuoton estimoinnissa käytetään yleensä pitkiäkin, jopa yli 50 vuoden, ajanjaksoja. Tuotot usein määritellään yrityksen kotimaan osakkeista muodostuvasta osakeindeksistä, mutta mikäli kotimaan osakepörssin yhtiöt ovat hyvin keskitettyjä tietylle toimialalle, myös kansainvälistä hajautetumpaa osakeindeksiä voidaan käyttää tuottojen laskemisen pohjana. (Seppänen 2017, 234; Seppänen 2017, 244.)

4.4.3 Beta

CAP-mallin viimeinen komponentti on kohdeyrityksen beetakerroin. Beetakerroin kuvaa yhtiön osakkeen tuoton vaihtelevuutta suhteessa osakemarkkinoiden tuoton keskimääräiseen vaihteluun. Yhtiön beetakerroin voidaan laskea jakamalla yhtiön osakkeen- ja osakeindeksin tuottojen kovarianssi osakeindeksin tuoton varianssilla. Kaavassa tuottodatana käytetään usein osakkeen sekä indeksin kuukausituottoja viiden vuoden ajanjaksolta. (Seppänen 2017, 236; Pankkiasiat.fi 2023.)

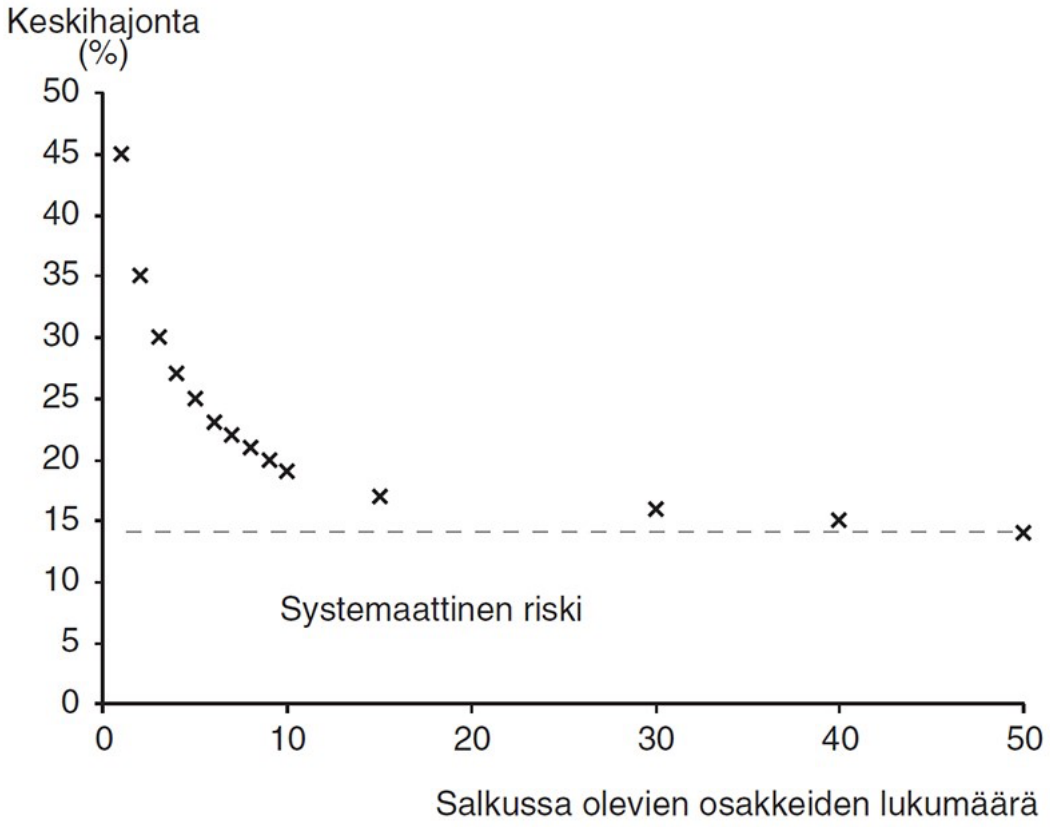
$$B_e = \frac{Cov(r_e, r_m)}{Var(r_m)}$$

missä B_e on yhtiön osakkeen beetakerroin, r_e on osakkeen tuotto ja r_m on osakeindeksin tuotto.

Kovarianssi kertoo osakkeen ja osakeindeksin yhteisvaihtelusta, jossa positiivinen kovarianssi kertoo osakkeen sekä indeksin liikkuvan samansuuntaisesti ja negatiivinen kovarianssi kertoo niiden liikkuvan päinvastaisesti. Siinä missä kovarianssi mittaa kahden arvojoukon keskinäistä vaihtelua, varianssi puolestaan mittaa vain yhden arvojoukon, beetakaavan tapauksessa osakeindeksin tuottojen, vaihtelua. (Pankkiasiat.fi 2023a; Pankkiasiat.fi 2023b.)

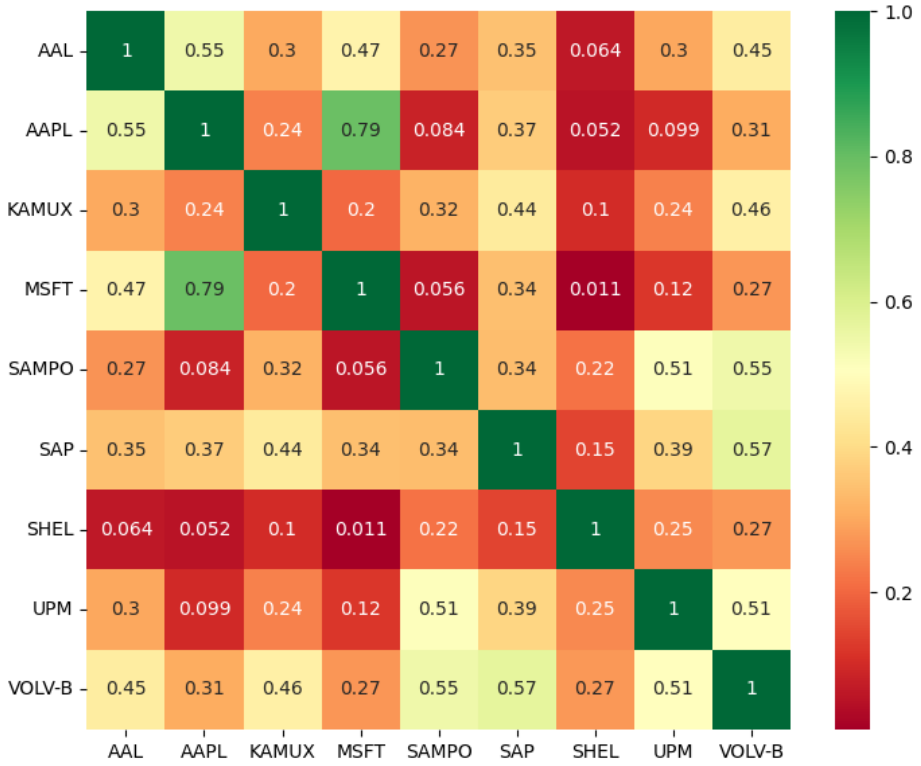
4.4.4 Systemaattinen ja epäsystemaattinen riski

CAP-mallissa riski esitetään beetakertoimella, joka kuvaa yhtiön niin sanottua systemaattista riskiä. Yrityksen osakkeen kokonaisriski muodostuu systemaattisesta, eli markkinariskistä, sekä epäsystemaattisesta eli yrityskohtaisesta riskistä. Markkinariski tarkoittaa markkinoiden yleisestä vaihtelusta johtuvaa riskiä, jota jokainen yhtiö kantaa. Yrityskohtainen riski puolestaan on yksittäisen yhtiön kantama riski mikä ei vaihtele markkinariskin mukana, ja joka voi liittyä esimerkiksi yhtiön operatiivisiin riskeihin, rahoitusriskiin tai muihin tekijöihin kuten yhtiön johdon kykyihin. Toisin kuin markkinariski, yrityskohtainen riski voidaan eliminoida hajauttamalla sijoitukset useaan eri kohteeseen. Betan estimointi perustuu täten sille ajatukselle, että kohdeyhtiö ostetaan portfolioon, joka on tehokkaasti hajauttanut yrityskohtaiset riskit ja kantaa pelkän systemaattisen riskin. (Seppänen 2017, 224-225.)



Kuvio 1 Hajauttamisen vaikutus salkun riskiin (Kallunki ym. 2019, 36.)

Todellisuudessa harva sijoittaja onnistuu hajauttamaan varallisuutensa yhtä tehokkaasti kuin mitä CAP-malli teoriassa olettaa. Hajauttamatta jättäminen voi esimerkiksi pääomasijoitusrahastojen kohdalla olla hyvinkin tietoinen strategia, mikäli he sijoittavat pääosin vain tietyn toimialan yhtiöihin. Sijoittajan portfolion hajauttamista voidaan tutkia niin kutsutun korrelaatiomatriisin avuin. (Seppänen 2017, 242; Singh & Potters 2021.)



Kuvio 2 Esimerkki korrelaatiomatriisista.

Korrelaatiomatriisi ilmaisee kuinka vahvasti portfolion yhtiöiden tuotot korreloivat keskenään. Hajauttamishyöty saadaan laatimalla portfolio, jossa yhtiöiden tuottojen väliltä ei löydy korrelaatiota tai korrelaatio on negatiivinen. Korrelaatiokerroin rajoittuu 1 ja -1 välille, jossa 1 tarkoittaa, että osakkeiden tuottojen välillä on täydellinen positiivinen suhde, jolloin tuotot liikkuvat täysin samansuuntaisesti. Korrelaatiokerroin -1 puolestaan kertoo, että osakkeiden välillä on täydellinen negatiivinen suhde, jolloin tuotot liikkuvat täysin vastakkaisesti. Jos korrelaatiokerroin puolestaan on pieni, eli 0.1 ja -0.1 välillä, voidaan olettaa, että osakkeiden tuotot eivät korreloi keskenään. (Singh & Potters 2021; Pankkiasiat.fi 2023.)

Kun tehokasta riskin hajauttamista ei kyetä tai haluta tehdä, tällöin myös yhtiöiden epäsystemaattinen riski tulee ottaa huomioon. Seppäsen (2017, 243) mukaan yhtiön epäsystemaattinen riski voidaan ottaa CAP-mallissa huomioon käyttämällä niin kutsuttua totaalista

beetakerrointa. Totaalinen beeta voidaan laskea jakamalla yhtiön beetakerroin yrityksen ja osakeindeksin tuottojen välisellä korrelaatiokertoimella. (Seppänen 2017, 242-243.)

Totaalisessa beetassa korrelaation ollessa vahvasti positiivinen tai negatiivinen voidaan olettaa, että markkinoiden hinnanmuutoksella on pääasiallinen vaikutus osakkeen tuottojen muutokseen. Mikäli puolestaan osakkeen ja markkinaportfolion tuotot eivät korreloi keskenään, uskotaan osakkeen hinnanmuutoksien johtuvan enimmäkseen yhtiökohtaisista tekijöistä eikä yleisen markkinan hinnankehityksestä.

$$Totaalinen\ beta = \frac{Yrityksen\ oikaisematon\ beta}{Korr(r_e, r_m)}$$

missä $Korr(r_e, r_m)$ on yrityksen osakkeen tuottojen korrelaatio markkinaindeksin tuottojen kanssa.

4.5 WACC

Kun oman ja vieraan pääomien tuottovaatimuksen on saatu selvitettyä, voidaan näiden avuin laskea koko pääoman tuottovaatimus. Koko pääoman tuottovaatimus lasketaan oman ja vieraan pääoman tuottovaatimuksen painotettuna keskiarvona, käyttäen korollisten velkojen ja oman pääoman markkina-arvoja osuuksia yrityksen kokonaispääomasta kaavan painokertoimina. Painokertoimet voidaan myös määritellä käyttämällä yrityksen tavoitepääomarakennetta. Korollisten velkojen markkina-arvot otetaan usein suoraan tilinpäätöksen taseesta, ja oman pääoman markkina-arvo on listattujen yhtiöiden osalta laskettavissa kertomalla yhtiön osakkeen hinnan liikkeellä olevien osakkeiden lukumäärällä. Sillä yrityksen korkomenot ovat useimmissa valtioissa verovähennyskelpoisia, oikaistaan vieraan pääoman tuottovaatimusta vielä yhtiöverokannalla. (Kallunki ym. 2019, 41; Seppänen 2017, 252.)

$$WACC = \frac{E}{V} * R_e + \frac{D}{V} * R_d * (1 - Tc)$$

missä E on oman pääoman markkina-arvo, D on vieraan pääoman markkina-arvo, V on koko pääoman markkina-arvo, R_e on oman pääoman tuottovaatimus, R_d on vieraan pääoman tuottovaatimus ja Tc on yhtiöverokanta.

4.6 Terminaaliarvo

Sillä ennusteiden laatiminen on erittäin hankalaa, kassavirtamallissa kassavirtojen tarkka ennusteperiodi kattaa usein vain 5–10 vuotta. Koska yhtiöiden elinkaari usein ylittää ennusteperiodin pituuden tulee myös yhtiön tarkan periodin jälkeinen arvo, eli terminaaliarvo, ottaa kassavirtamallissa huomioon. Terminaaliarvo usein kattaa valtaosan yrityksen estimoiduista kassavirtojen nykyarvosta. Terminaaliarvon estimointiin on kolme pääasiallista menetelmää:

Gordonin vakiokasvun malli, hinnoittelukertoimet sekä likvidaatioarvo. Kaikki menetelmät antavat terminaaliarvon estimoituna viimeisen tarkan ennustejakson loppuun, jonka takia terminaaliarvo tulee vielä diskontata nykyhetkeen. (Seppänen 2017, 258-266)

$$EV = \frac{TV}{(1+r)^t}$$

missä *EV* on terminaaliarvon nykyarvo, *TV* on terminaaliarvo, *t* on tarkan ennusteperiodin pituus ja *r* on tuottovaatimus.

Gordonin malli olettaa, että yhtiön liiketoiminta jatkuu tarkan periodin jälkeen määrittelemättömän ajan. Malli edellyttää, että arvonmäärittäjä estimoi yhtiön ylläpidettävissä olevan taloudellisen suorituskyvyn ikuisuuteen asti. Arvonmäärittäjän tulee siis arvioida yhtiön kannattavuus ja kasvuvauhti sekä määrittää diskonttauskorko terminaalijaksolle. (Seppänen 2017, 263-264)

Kannattavuuden arvioinnissa lähtökohtana pidetään, että yhtiön kannattavuus on yrityksen toimialan keskimääräisen kannattavuuden tasolla. Syy tähän on se, että ajan kuluessa toimiala tulee näkemään enemmän kilpailua, jolloin yhtiön tämänhetkisen kannattavuustason mahdollistaneet kilpailuedut lopulta hiipuvat ja kannattavuus asettuu lähelle toimialan keskiarvoa. (Seppänen 2017, 263.)

Mallissa käytetyn kasvuvauhdin ei tulisi ylittää kansantalouden reaalikasvua, sillä pitkällä aikavälillä liian kova kasvutahti johtaa teoreettisesti siihen, että yhtiö kasvaa maailman taloutta suuremmaksi. Kasvutahdin estimointiin voidaan käyttää yrityksen toiminnallisen maan valtion 10-vuotisten joukkovelkakirjojen odotettua tuottoa, tai vaihtoehtoisesti yhtiön toimiessa useassa maassa, maiden keskimääräistä 10-vuotisten joukkovelkakirjojen tuotto-odotusta. (Seppänen 2017, 263.)

Yleinen oletus on, että diskonttauskorko pysyy vakiona koko yhtiön eliniän ajan, ja tarkalla ajanjaksolla käytettyä tuottovaatimusta voidaan soveltaa myös terminaalijakson kassavirtoihin. Korkeamman riskin yhtiöissä, kuten nuorissa kasvuyhtiöissä, tulee kuitenkin tehdä erityishuomioita. Mikäli yhtiö selviää terminaalijaksolle asti tällöin myös, on todennäköistä, että yhtiön riskitaso on alempi, jolloin tuottovaatimusta tulisi myös säätää vastaamaan toimialan yhtiöiden keskimääräistä riskitasoa. (Seppänen 2017, 264.)

$$TV = \frac{FCF_{T+1}}{(WACC - g)}$$

missä *TV* on terminaaliarvo, *T* on tarkan ennusteperiodin pituus, *WACC* on pääoman tuottovaatimus ja *g* on kasvuprosentti.

Terminaaliarvo voidaan myös estimoida hinnoittelukerroin- tai likvidaatioarvomenetelmällä. Menetelmät muistuttavat toisiaan, mutta menetelmien käyttötarkoitus poikkeaa riippuen yhtiön toiminnan tulevaisuudennäkemyksistä. Likvidaatioarvoa käytetään terminaaliarvon määrittämisessä, mikäli yhtiön toiminnan uskotaan loppuvan tarkan jakson päättyessä. Tällöin arvonmäärittäjän tulee pyrkiä estimoimaan hinta, joilla yrityksen varallisuuserät voidaan myydä tarkan ennustejakson päättyessä. Mikäli yhtiön toiminnan uskotaan kuitenkin vielä jatkuvan, tällöin sovelletaan niin sanottua exit-menetelmää. Menetelmässä arvonmäärittäjä valitsee hinnoittelukertoimen, määrittää hinnoittelukertoimen arvon ja soveltaa hinnoittelukerrointa sen edellyttämään komponenttiin tarkan jakson päättyessä saadakseen yhtiön terminaaliarvon. Yleisimmin käytetyt hinnoittelukertoimet exit-menetelmässä ovat joko yritysarvo suhteutettuna liikevoittoon tai yritysarvo suhteutettuna käyttökatteeseen. (Seppänen 2017, 264-265; Corporate Financial Institute 2023.)

4.7 Sensitiivisyys- ja skenaarioanalyysit

Arvonmääritys on osiltaan tiedettä, mutta myös osin taidetta. Arvonmäärityksessä arvonmäärittäjältä edellytetään subjektiivista näkemystä erinäisten oletuksien sekä ennusteiden laatimisessa, jonka kautta arvonmääritykseen on sisäänrakennettu tietty epävarmuus sen tuottamasta arvon estimaatista. Tämän epävarmuuden takia sensitiivisyys- ja skenaarioanalyyseillä on olennainen rooli arvonmäärityksessä. (Seppänen 2017, 297.)

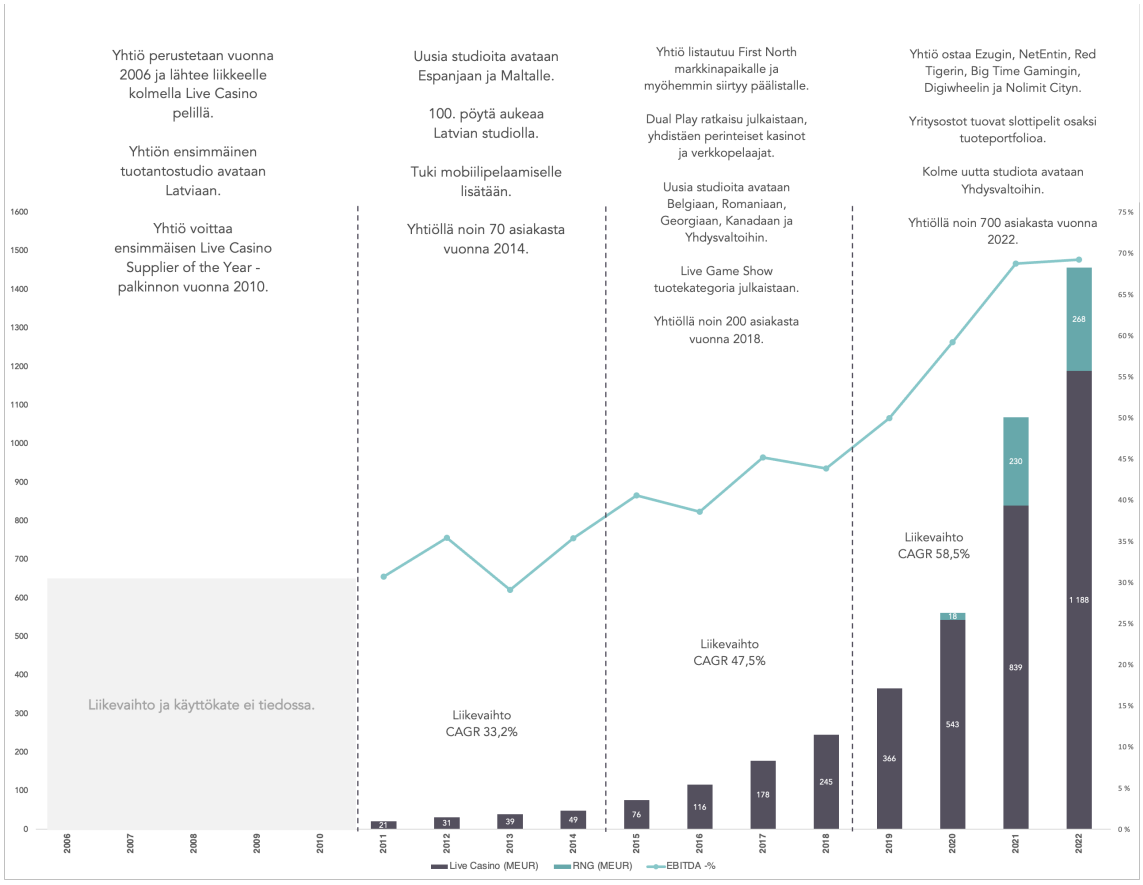
Sensitiivisyys- ja skenaarioanalyysejä usein lähestytään kolmen eri skenaarion pohjalta: optimistinen skenaario, lähtökohtaskenaario ja pessimistinen skenaario. Skenaarioiden ei tulisi edustaa ääriskenaarioita, vaan sellaisia, joiden toteutumisen todennäköisyys on kohtuullinen. (Seppänen 2017, 301–302.)

Sensitiivisyysanalyysissä mitataan, kuinka herkkä arvonmääritysmallin antama arvon indikaatio on lähtökohtaoletuksien muutoksille. Sensitiivisyysanalyysissä muutetaan arvonmääritysmallin yhtä syöttötietoa kerrallaan ja analysoidaan, miten sen muutos vaikuttaa arvon indikaatioon. Diskontattujen kassavirtojen mallissa tämä toteutetaan usein muuttamalla mallissa käytettyä tuottovaatimusta tai kasvuvauhtia. (Seppänen 2017, 301.)

Skenaarioanalyysissä puolestaan muutetaan samanaikaisesti useiden mallin vaatimien syöttötietojen arvoja. Analyysiä voi lähestyä niin kutsuttujen mitä jos- analyysien pohjalta, jossa luodaan tulevaisuuden skenaarioita perustuen joihinkin taloudelliseen kehitykseen vaikuttaviin tekijöihin ja testataan niiden vaikutusta yhtiön arvoon. Esimerkkejä näistä tekijöistä on muun muassa kansatalouden yleinen kehitys, toimialan ja markkinoiden kehitys sekä yhtiön strategiset vaihtoehdot ja kehitys. (Seppänen 2017, 302.)

5 Yhtiö

Evolution on vuonna 2006 perustettu, ruotsalainen verkkokasinoratkaisujen tarjoaja. Yhtiö listautui marraskuussa vuonna 2015 Tukholman Nasdaq First North Premier -markkinapaikalle, ja siirtyi päälistalle vuoden 2017 kesäkuussa. Listautumisannissa yhtiön markkina-arvoksi määritettiin noin 2,88 miljardia kruunua, joka on vuoden 2023 huhtikuuhun mennessä kasvanut noin 290 miljardiin kruunuun. Liiketoimintaa harjoitetaan pääosin maltalaisten tytäryhtiöiden kautta, ja konsernin esittämisvaluutta on euro. (Evolution AB 2023, 58; Evolution AB 2023, 85; Evolution AB 2015.)



Kuvio 3 Evolution AB:n historia (tiedot: Evolution AB 2023a; 2023b; 2022; 2021; 2020; 2019; 2018; 2017; 2016)

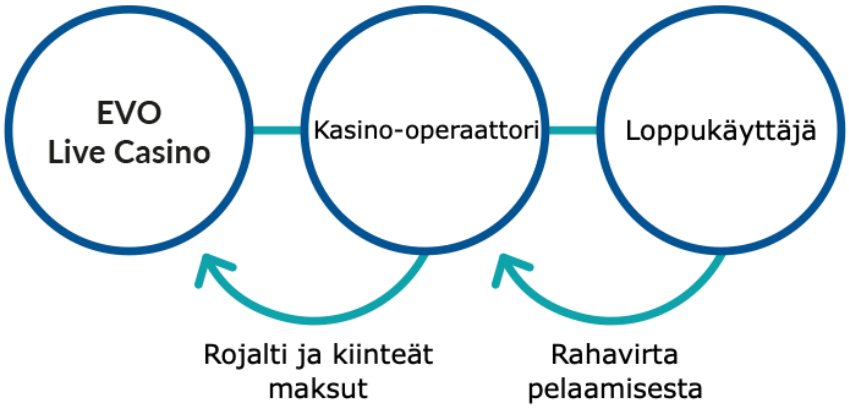
5.1 Liiketoiminta

Evolutionin pääasiallinen liiketoiminta on sen kehittämien nettikasinotuotteiden lisensointi eri kasino-operaattoreille. Yritys tarjoaa tuotteitaan joko suoraan operaattoreille tai epäsuorasti eri partnereiden kautta, jotka tarjoavat alustansa kautta operaattoreille Evolutionin lisäksi myös muiden yhtiöiden tuotteita. Yhtiö on erityisen tunnettu tuottamistaan Live Casino pöytä- ja Game Show peleistään. Evolution tuottaa Live -pelejään omissa studioissaan, joissa

heillä sijaitsee yli 1300 pelipöytää. Yhtiöllä on yhteensä 17 studiota joista 10 sijaitsee Euroopassa, 5 Yhdysvalloissa ja 2 Kanadassa. Kaiken kaikkiaan Evolution työllisti noin 15 000 jakajaa ja juontajaa vuonna 2022. (Evolution AB 2023, 6–13; Evolution AB 2023, 35.)

5.1.1 Ansaintamalli

Valtaosa yhtiön liikevaihdosta koostuu sen asiakkailtaan veloittamista rojalteista. Yhtiö veloittaa prosenttimääräisen rojaltin operaattoreiden voitoista, eli loppukäyttäjien tappioista, jotka operaattorit ovat saaneet yhtiön tarjoamien tuotteiden kautta. Yritys myös tarjoaa räätälöityjä pelitiloja asiakkailleen kiinteää kuukausiveloitusta vastaan. Asiakkailla on mahdollisuus muokata alustallaan olevien pelipöytien ympäristöä sekä esimerkiksi valikoida pöytien työntekijät tietyn kielivaatimuksen perusteella, jotta pelikokemus erottuisi loppukäyttäjille. Myös pieni osuus yhtiön liikevaihdosta koostuu sen veloittamista perustamiskuluista, joita se veloittaa uusien asiakassuhteiden kohdalla. (Evolution AB 2023, 10.)



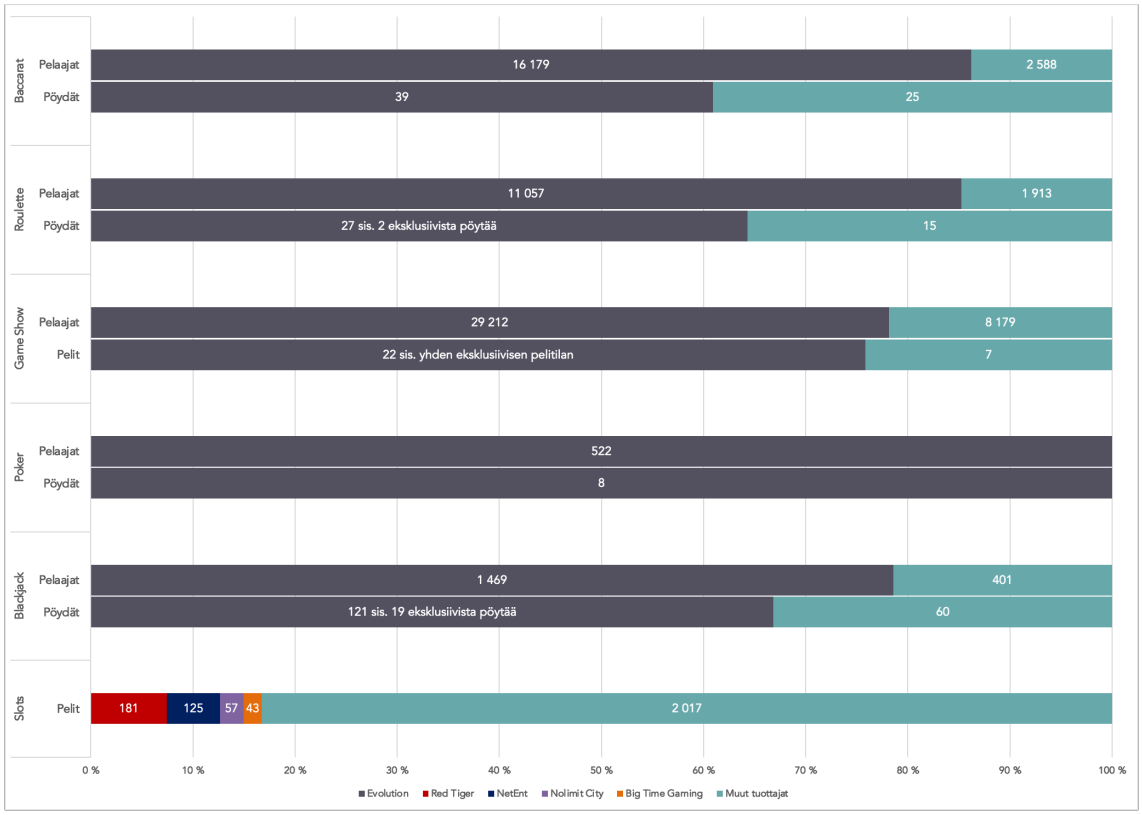
Kuvio 4 Evolution AB ansaintamalli (mukaillen Evolution AB 2023)

5.1.2 Tuotteet

Evolution tarjoaa laajan valikoiman peliratkaisuja, jotka voidaan jakaa videokuvan kautta tuotettuihin Live Casino -peleihin, tietokonegeneroituihin RNG- ja slottipeleihin sekä Live- ja RNG pelien yhdistelmiin (Evolution AB 2023, 21–24). Evolution on vuoden 2020 NetEnt yritysoston jälkeen raportoinut liikevaihdon erittelyn tuotekategorioittain. Slottipeleistä tunnetun NetEntin ja muiden yritysostojen myötä, RNG peleistä on tullut oleellinen osa yhtiön tuoteportfoliota. Tästä huolimatta Live Casino segmentti on edelleen yhtiön pääasiallinen tulolähde, kattaen noin 82 % yhtiön liikevaihdosta vuonna 2022. Tämä osuus pitää sisällään myös yhtiön kehittämän Game Show tuotteiden liikevaihdon, jotka yhdistävät sekä Live että RNG pelien piirteitä. Yhtiö ei raportoi tuotekategorioiden sisältämien tuotteiden liikevaihtoa erikseen, mutta perustuen ensimmäisen Game Show tuotteen julkaisua edeltävän ajan Live Casino segmentin kasvuun, ja odotetun kasvun ylittämään liikevaihdon määrään,

arvonmäärittäjä arvioi Game Show tuotteiden kattaneen noin 30 % Live Casino segmentin liikevaihdosta vuonna 2022.

Tuotekehitys on yksi yhtiön kulmakivistä, ja uusien live-kasinoratkaisuiden kehittäminen on antanut yhtiölle huomattavan kilpailuedun. Yhtiö julkaisi 88 uutta peliä vuonna 2022, ja on ottanut tavoitteeksi julkaisevan yli sata uutta peliä vuonna 2023. Merkittävä osa uusista pelijulkaisuista ovat uusia RNG pelejä, mutta myös Live Casino tarjontaan on tehty, ja tehdään jatkuvasti uusia tuotteita. Live Casino tuotetarjonnan ytimessä on niin kutsutut perinteiset pöytäpelit kuten blackjack, ruletti sekä baccarat. Tuotekehityksen kautta laaditaan uusia ja uniikkeja variaatioita perinteisistä pöytäpeleistä sekä lanseerataan kokonaan uusia pelikonsepteja Evolutionin kehittämään Game Show tuotekategoriaan. Alla olevasta kuvasta voimme tutkia konsernin eri brändien tuotesuosiota Kindred Groupin tytäryhtiön, Unibetin, suomenkieliseltä sivustolta.



Kuvio 5 Unibet.fi tuotetarjonta ja pelaajamäärät (tiedot: Unibet.fi 2023)

Kuvaa tutkimalla huomaamme, että yhtiö kattaa huomattavan osuuden sivuston Live Casino pelitarjonnasta, ja noin 17 % sivuston slottipeleistä. Pöytäerottelu pitää sisällään operaattorille eksklusiiviset pöydät, jotka ovat vain operaattorin omille asiakkaille varattuja, sekä muut pöydät, joissa pelaaminen on mahdollista myös muiden operaattoreiden kautta. Blackjack pöytiä on tarjolla huomattavasti enemmän muihin tuotekategorioihin verrattuna, ja

eksklusiivisten pöytien määrästä blackjack pöydät kattavat suurimman osan. Kaiken kaikkiaan sivuston eksklusiivisesta tuotetarjonnasta Evolution kattaa noin 85 prosenttia.

Valtaosa tarjolla olevista blackjack pöydistä ovat perinteisiä pöytiä, joissa maksimi pelaajamäärä on useimmiten seitsemän pelaajaa. Blackjack poikkeaa luonteeltaan esimerkiksi rulettipeleistä, joissa yhden pöydän pelaajamäärä voidaan verkkokasinoilla skaalata satoihin tai jopa tuhansiin samanaikaisiin pelaajiin, täten parantaen pöytien kannattavuutta. Yhtiö on kehittänyt pelaajamäärältään skaalautuvia versioita blackjack peleistä sekä tapoja perinteisten pöytien pelaajamäärien lisäämiseen esimerkiksi Bet Behind -toiminnolla, jossa pöydän sivustakatselijat voivat myös asettaa panoksia pöydässä pelaavien pelaajien käsistä. Perinteisissä pöydissä pelaamisen suosion takia, yhtiö haluaa kuitenkin tarjota riittävän pelikapasiteetin kaikille loppukäyttäjille lisäämällä myös tarjolla olevien pöytien lukumäärää.

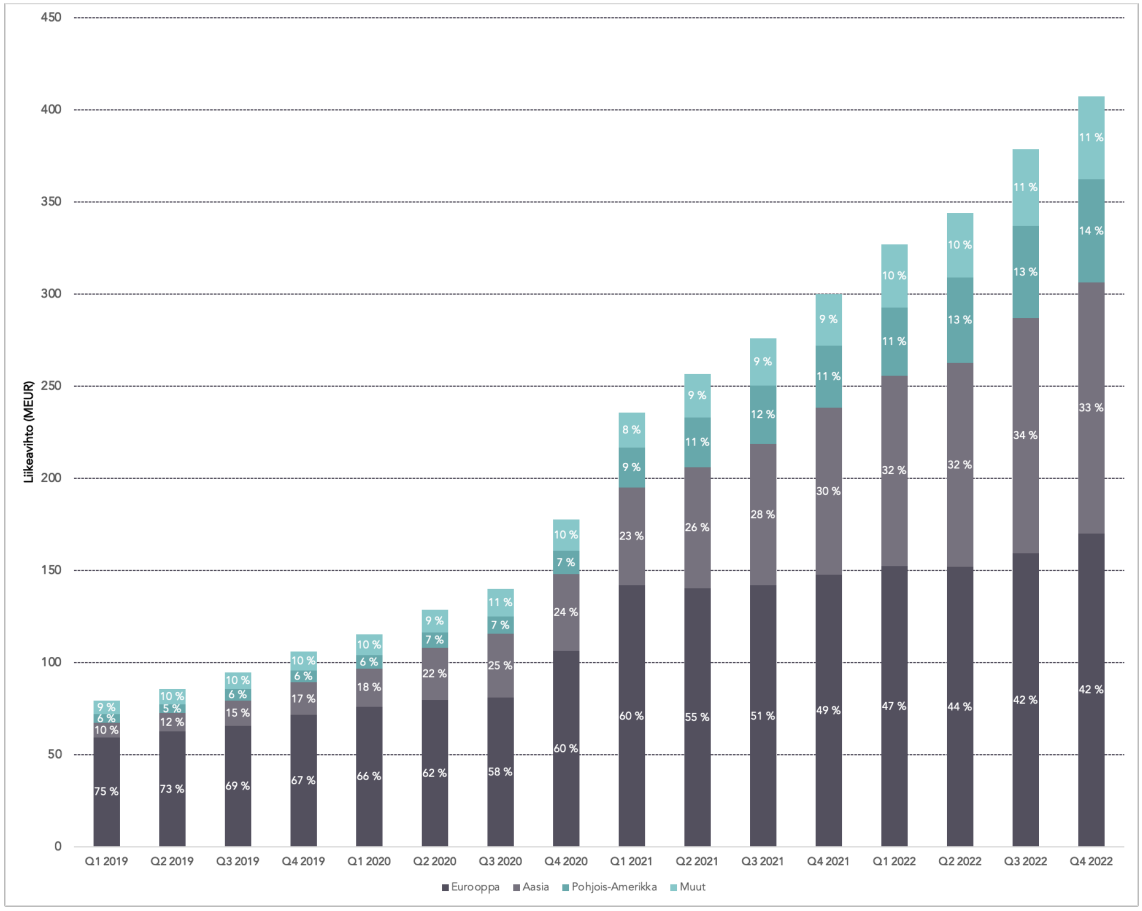
Evolutionin tuotesuosio huomataan tarkastelemalla useille operaattoreille tarjolla olevien pelien pelaajamääriä. Yhtiön tuotteet ovat asiakkaiden ylivoimaisia suosikkeja kussakin Live Casino tuotekategoriassa sekä perinteisten pelien että uusien tuotevariaatioiden kohdalla. Laadukkaiden tuotteiden lisäksi korkeammat pelaajamäärät selittyvät myös Evolutionin laajemman asiakasportfolion, ja täten paremman saatavuuden kautta. Game Show tuotekategoriaan sisältyvä Crazy Time -peli veti puoleensa yli 10 000 samanaikaista pelaajaa tiedonkeruuhetkellä. Peliä pyöritetään kahdessa eri studiossa Euroopassa, ja operaattoreiden pelaajatietojen perusteella molempien studioiden yhteenlaskettu pelaajamäärä on ruuhka-aikoina ylittänyt jopa 23 000 pelaajan rajan. Crazy Time on yhtiön viimeisin suurmenestys kyseisessä tuotekategoriassa, mutta myös edeltävät hittipelit, kuten vuonna 2019 julkaistu Monopoly Live, houkuttelevat edelleen useita tuhansia pelaajia. Tuotekategoriaan julkaistaan uusia pelejä muita kategorioita harvemmin, johtuen pelien huomattavasti suuremmista kehittämiskustannuksista. Tuotteet suunnitellaan viihdyttämään suuria yleisöjä, ja usein vaativat suuret toimitilat sekä merkittävän määrän ohjelmointia verrattuna muihin tuotekategorioihin.

Vertaamalla eri operaattoreiden tuotetarjontaa usein toistuu sama kaava, jossa Live Casino tuotetarjonta pääosin koostuu yhden tai useamman suuremman pelituottajan kuten Evolutionin tai kilpailijoiden Playtechin ja Pragmatic Playn tuotteista. Esimerkkioperaattorimme sivustolla on tarjolla kolmen eri tuottajan Live Casino pelejä, joista kaksi sisältyvät edellä mainittuun ryhmään, ja yli 90 eri brändin slottipelejä.

5.1.3 Asiakkaat

Evolutionilla oli vuoden 2022 lopussa yli 700 operaattoria asiakkaana, sisältäen valtaosan Euroopan ja Pohjois-Amerikan suurimmista operaattoreista. Yhtiö kertoo suorittavansa laajan taustojentarkastuksen asiakkaidensa kohdalla ennen hyväksyntää, jossa varmistetaan muun muassa, että operaattorilta löytyy tarvittavat lisenssit toimia omilla kohdemarkkinoillaan. Suuri osa yhtiön asiakkaista on rekisteröity vain kouralliseen eri maita kuten esimerkiksi

Maltalle tai Curacaolle, johtuen niiden tarjoamasta suotuisasta toimintaympäristöstä. Pelilisenssin hankinta on operaattoreille sekä nopeaa että edullista näissä maissa, ja maat myös tarjoavat uhkapeliyhtiöille matalan veroasteen. Asiakkaiden keskitetyn sijainnin takia yhtiö raportoi liikevaihdon erittelyn loppukäyttäjien sijainnin perusteella. (Evolution AB 2023, 9; Evolution AB 2023, 26; Evolution AB 2023, 93.)



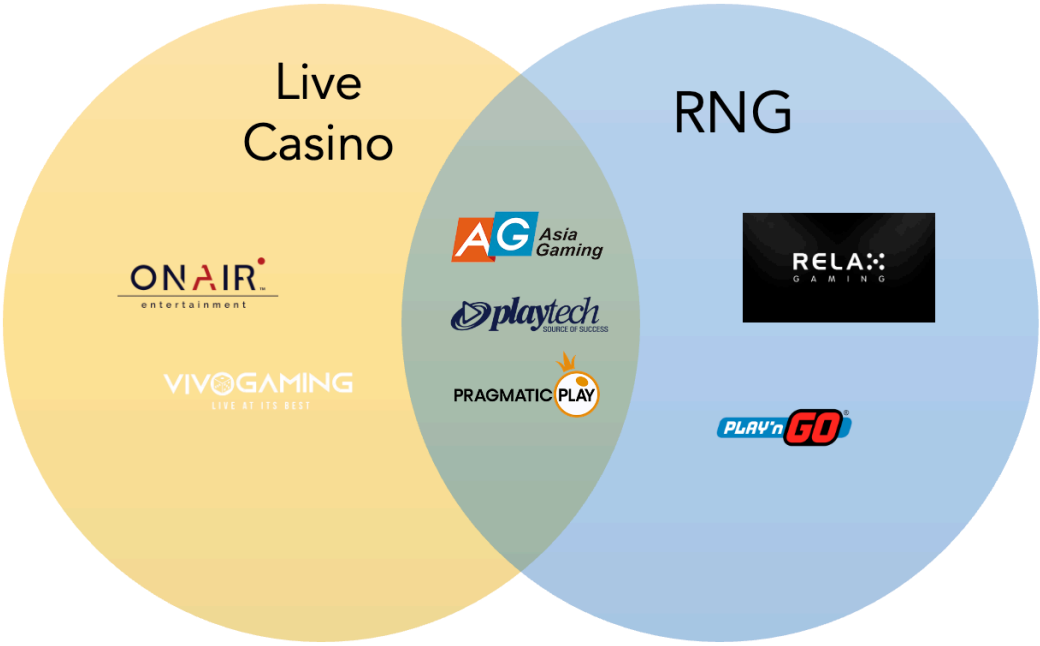
Kuvio 6 Evolution AB liikevaihdon maantieteellinen jakauma (tiedot: Evolution AB 2023; 2022; 2021; 2020)

Eurooppa on ollut yhtiön pääasiallinen markkina, mutta viime vuosien aikana erityisesti Aasia sekä Pohjois-Amerikka ovat kasvattaneet osuuttaan yhtiön liikevaihdosta. Yhtiön ripeä siirtyminen uusille laillisille markkinoille Pohjois-Amerikassa ja paranevat verkkoyhteydet sekä älypuhelimien käyttömäärien kasvu Aasiassa ovat mahdollistaneet markkinoiden kasvun. Koronaviruspandemian vaikutus kasinomarkkinaan sekä yleinen digitalisaation kasvutrendi ovat puolestaan vaikuttaneet jokaisen markkina-alueen liikevaihtoon positiivisesti.

5.1.4 Kilpailu

Kuten aiemmin mainitun esimerkkioperaattorin tuotetarjonnasta huomataan, ero pöytäpelien ja slottipelien tarjoajien määrässä on huomattava. Evolutionin tuotejohtajan, Todd

Haushalterin (2022) mukaan markkinoilla toimi vuonna 2022 noin 40 eri live casino tuottajaa, joista kaksi olivat Evolution sekä konserniin kuuluva Ezugi. Puolestaan eri slottipelistudioita löytyy markkinoilta SlotCatalog -sivuston (2023) mukaan noin viisisataa. Markkinoiden väliset kilpailijamäärät poikkeavat, sillä Live Casino -markkinoille tuleminen ja niillä toimiminen on huomattavasti haastavampaa verrattuna slottimarkkinaan. Haushalter toi Keynote puheessaan esiin Live Casino markkinan haasteita, ja mainitsi muun muassa studioiden rakentamiseen, henkilöstön kouluttamiseen, pelien operointiin ja valvontaan, asiakaspalveluun ja teknologiaan liittyvistä haasteista. Kokonaisuudessaan Live Casino on valtava operaatio, jonka parissa työskentelee useita tuhansia henkilöitä varmistaakseen, että asiakkaat ja loppukäyttäjät saavat laadukkaita tuotteita ja luotettavaa palvelua.



Kuvio 7 Verkkokasinomarkkinan kilpailukenttä

Valtaosa yhtiön kilpailijoista on yksityisiä, eikä yhtiöiden lukuihin pääse tarkemmin perehtymään. Etenkin Euroopan ja Pohjois-Amerikan markkinalla tunnettu kilpailijayhtiö Playtech, on listattu Lontoon pörssiin ja yhtiön taloudelliseen suorittamiseen pystyy täten tarkemmin perehtymään. Yhtiön tuoteportfolio koostuu Evolutionin tavoin sekä live casino ja RNG-peleistä, mutta yhtiö tarjoaa myös fyysisiä rahapeliautomatteja sekä urheiluvedonlyönti ohjelmistoja. Yhtiön raportoima kasinopelisegmentin käyttökate vuonna 2022 oli noin 25 prosenttia (Playtech plc 2023). Vertaamalla yhtiön kannattavuutta Evolutionin noin 70 prosentin käyttökatteeseen, korostuu Evolutionin erinomainen suoritus suunnitella korkeampia pelaajamääriä houkuttelevia pelejä, ja täten skaalata liiketoiminnan kannattavuutta.

5.2 Toimiala

Tämänpäiväinen kasinomarkkina perustuu edelleen laajalti perinteisten kivijalkakasinoiden toimintaan. Pian kolmekymmentävuotias verkkokasinomarkkina on kuitenkin kasvanut myös merkittäväksi osaksi koko kasinomarkkinaa. Jatkuva kehitys verkkokasinoiden tuotetarjonnassa, tietotekniikassa sekä globaali digitalisaatio takaavat myös sen, että verkkokasinosektorin markkinaosuuden kasvutrendi ei ole lähiaikoina hidastumassa.

5.2.1 Markkinan koko

Globaali uhkapelimarkkina oli H2 Gambling Capital -markkina-analyysiyhtiön mukaan noin 440 miljardin euron arvoinen bruttotuloina mitattuna vuonna 2022 (Evolution AB 2023, 11). Arvio sisältää kasinomarkkinan lisäksi myös muun muassa vedonlyönnin sekä arpapelimarkkinan eli loton tulot. Kasinomarkkina oli noin 140 miljardin euron arvoinen vuonna 2022, josta verkkopelaamisen osuus oli noin 20 prosenttia. RNG- ja slottipelit vastasivat arvion mukaan noin 75 prosentista bruttotuloista, jotka kertyivät verkkokasinomarkkinoilla. Verkkokasinamarkkinan kumulatiivinen vuosittainen kasvu on ollut noin 20 prosenttia vuosina 2018–2022, ja tuotesektoreittain sekä Live Casino että RNG markkina ovat arviolta kasvaneet lähestulkoon samassa tahdissa keskenään, Live Casinon vuosittaisen kasvun ollessa 21,5 prosenttia ja RNG markkinan 19,5 prosenttia. Perinteisen kasinomarkkinan hitaampi yksinumeroinen kasvutahti yhdistettynä vuoden 2020 koronapandemiaan, ovat johtaneet samalla ajanjaksolla keskimäärin -5 prosentin vuosittaiseen sektorin supistumiseen. Verkkopelaaminen puolestaan sai huomattavaa lisävauhtia kasvuun koronapandemian kautta, jolloin perinteisten kasinoiden asiakkaat joutuivat siirtymään nettikasinoille koronarajoituksien takia.

Maantieteellisesti Eurooppa on verkkokasinosektorin suurin ja kypsin markkina, kattaen noin 55 prosenttia markkinasta vuonna 2022 (Evolution AB 2023, 53). Verkkopelaaminen on laajalti säänneltyä Euroopassa, ja suurella osalla maista on käytössään uhkapelien lisenssimalli, jonka kautta operaattorit voivat laillisesti tarjota maan kansalaisille palveluitaan hankittuaan lisenssin. Laajan regulaation lisäksi, verkkopelaamisen osuus kokonaismarkkinasta on suurempi kuin muilla markkinoilla. Seuraavaksi suurimmat, ja huomattavasti nopeammin kasvavat markkinat löytyvät Pohjois-Amerikasta (25 %) ja Aasiasta (14 %). Verkkopelaamisen osuus kokonaismarkkinasta on pienempi näillä markkinoilla ja harmaiden sekä laittomien markkinoiden osuus markkinoiden alueista on suhteessa suurempi kuin Euroopassa.

Verkkokasinomarkkinan kokoluokan estimointi on haastavaa, ja arviot markkinan koosta heilahtelevat huomattavasti eri lähteiden keskuudessa. Ilman pääsyä institutionaalisille sijoittajille tarkoitettuihin korkean kustannuksen markkina-analyyseihin, on vaikea arvioida mihin dataan markkinaestimaatit perustuvat. Oletettavaa on, että arviot markkinan koosta perustuvat pääosin H2 Gaming Capitalin seurannassa olevien operaattoreiden bruttotuloihin. Sijoitusyhtiö HappyHour:n edustaja Robin Eirik Reed (2023) esitti tavan arvioida rahapelimarkkinan kokoa

perustuen pelitoimittajien kuten Evolutionin arvioituihin rojaltiveloituksiin sekä liikevaihtoon. Laskemalla markkinan koon pelitoimittajien kautta hän uskoo verkkokasinomarkkinan olevan jopa kolme kertaa suurempi kuin H2 Gaming Capitalin esittämät arviot.

5.2.2 Harmaat ja mustat markkinat

Käsitys harmaiden ja laittomien markkinoiden kuvauksesta vaihtelee eri lähteiden mukaan. Tässä raportissa harmaiden ja mustien markkinoiden selitteillä viitataan New Jerseyn peliviranomaisen julkaisuun. Julkaisussa mustille markkinoille sijoittuvat maat kuvaillaan alueina, joissa nettikasinoilla pelaaminen on laitonta sekä valtion viranomaiset aktiivisesti ja konkreettisesti yrittävät valvoa, että yhtiöt ja ihmiset toimivat kyseisen lainsäädännön puitteissa. Puolestaan harmaiksi markkinoiksi luokitellaan maat, joissa nettikasinoilla pelaamisen lainsäädäntö on epäjohdonmukaista tai epäselvää, tai pelaaminen on laitonta, mutta lainsäädäntöä ei aktiivisesti valvota tai lainsäädännön esteeksi tulee muut voimassa olevat lait. (New Jersey Division of Gaming Enforcement 2016.)

Kiina ja Turkki ovat esimerkkejä mustista ja harmaista markkinoista. Kiinassa verkkopelaaminen on kiellettyä, ja viranomaiset aktiivisesti valvovat sekä ulkomaalaisten verkkokasinoiden toimintaa että omien kansalaistensa pelaamista. Kiina on sakottanut ja sulkenut ulkomaisia operaattoreita, jotka ovat tarjonneet palveluitaan Kiinan markkinoille, ja he pyrkivät aktiivisesti estämään kansalaistensa rahansiirtoja kasinoille. Turkissa verkkopelaaminen ulkomaisten operaattoreiden kautta on myös kiellettyä, mutta turkkilaiset voivat kuitenkin harrastaa urheiluvedonlyöntiä valtion omistaman IDDAA yhtiön kautta. Ulkomaisten operaattoreiden osuus Turkin uhkapelimarkkinasta on huhutusti merkittävä, ja viranomaiset eivät näyttäisi aktiivisesti valvovan lakien noudattamista tai määräävän sanktioita operaattoreille. Tässä kontekstissa Kiinaa voidaan pitää laittomana markkinana aktiivisen lainvalvonnan vuoksi, kun taas Turkki luokitellaan harmaaksi markkinaksi epäaktiivisen valvonnan takia.

5.2.3 Tulevaisuuden näkymät

H2 Gambling Capital ennustaa, että Euroopan verkkokasinomarkkinan kumulatiivinen kasvu on noin 4,5 prosenttia vuosina 2023–2027 (European Gaming & Betting Association 2023, 2). Euroopan kypsän markkinan ja hitaamman kasvun takia katseet kääntyvät muiden markkinoiden kuten Pohjois-Amerikan, etenkin Yhdysvaltojen, sekä Aasian kasvunäkymiin.

Verkkokasinot ovat tällä hetkellä sallittuja kuudessa osavaltiossa Yhdysvalloissa, ja määrän odotetaan kasvavan lähivuosina. Verrattuna 27 osavaltioon, joissa urheiluvedonlyönti on sallittua verkossa, osavaltioiden määrä on edelleen pieni (American Gaming Association 2023). Vaikka Yhdysvallat ovat harmaata markkinaa, ja kansalaiset voivat pelata ulkomaisilla kasinoilla tälläkin hetkellä, kehittyvän regulaation katsotaan olevan suuri kasvutekijä Pohjois-Amerikan markkinalle. Verkkokasinoiden sääntelyn myötä, verkkokasinotuotteet tulevat

asiakkaille laajemmin saataville jo tunnettujen suurien Pohjois-Amerikkalaisten kasinoyhtiöiden kautta. American Gaming Associationin (2023) mukaan, vuoden 2023 ensimmäisellä kvartaalilla verkkokasinoiden osuus Yhdysvaltojen kasinomarkkinasta oli noin 11 prosenttia. Vuosina 2017–2022, Pohjois-Amerikan verkkokasinomarkkinan kumulatiivinen kasvu on ollut noin 38 prosenttia vuodessa, ja Evolutionin kilpailijan Playtechin (2022, 11) vuosikertomuksen mukaan, markkinan odotetaan kasvavan noin 19 miljardin dollarin arvoiseksi pidemmällä aikavälillä. Verkkopelaamisen, sisältäen kasinon sekä muut tuotekategoriat kuten urheiluvedonlyönnin, odotetaan saman raportin mukaan kasvavan 30 prosentin vuositahtia vuosina 2021–2025 (Playtech plc 2022, 10).

Aasian verkkokasinomarkkinan kumulatiivinen kasvu on ollut noin 15 prosenttia vuodessa vuosina 2017–2022, ja Gambling Insiderin (2023) mukaan kasvutahdin odotetaan jatkuvan myös lähivuosina. Gambling Insider jatkaa julkaisussaan, että kasinomarkkinan odotetaan kasvavan nopeammin kuin muiden kategorioiden verkkopelimarkkinalla. Vaikka Aasian osuus globaalista verkkokasinomarkkinasta on Evolutionin vuosikertomuksessa olevien lukujen mukaan pieni verrattuna Eurooppaan ja Pohjois-Amerikkaan, sen osuus globaalista verkkopelimarkkinasta on huomattavasti suurempi. Playtechin (2022) vuosikertomuksen mukaan, Aasia oli toiseksi suurin markkina Euroopan jälkeen noin 28 prosentin osuudella globaalista verkkopelimarkkinasta.

5.3 Riskit

Yhtiön pääasialliset riskitekijät liittyvät toimialan regulaatioriskeihin. Valtioiden rahapelisääntely voi muuttua ripeästi, jolla voi olla negatiivisia vaikutuksia operaattoreiden ja/tai Evolutionin toimintaan. Muutosten myötä operaattoreilta ja pelitarjoajilta saatetaan edellyttää uusien lisenssien hankkimista tai esimerkiksi fyysistä läsnäoloa maassa, jossa he tarjoavat tuotteitaan. Muutosten seurauksena myös rahapelien kokonaisvaltainen kielto on mahdollista.

Regulaatioriskien vaikutukset on nähty pokerimaailmassa vuonna 2011, kun Yhdysvaltojen liittovaltion poliisi FBI sulki kolme suurinta nettipokerisivustoa saman päivän aikana. Sivustot rikkoivat Yhdysvaltojen liittovaltion sekä osavaltioiden lakeja tarjoamalla pokerihuoneitaan yhdysvaltalaisille kansalaisille ja hyväksymällä rahansiirtoja alustalleen Yhdysvalloista. Yhtiöiden lähes 95 prosentin markkinaosuus Yhdysvalloissa johti sivustojen sulkemisen jälkeen nettipokerimarkkinan välittömään romahdukseen Yhdysvalloissa sekä merkittävään hidastumiseen globaalilla tasolla. (Weston 2023.)

Myös rahapelien sääntely, joka suosii rahapelien sallimista, voi vaikuttaa yhtiön kasvuun negatiivisesti ainakin lyhyellä aikavälillä. Vuoden 2021 heinäkuussa Saksa aloitti verkkokasinopelaamisen sääntelyn, ja alkoi vaatimaan saksassa toimivilta operaattoreilta saksalaista pelilisenssiä. Tämän takia osa Evolutionin asiakkaista lopetti kasinopelien tarjonnan saksassa, jolla oli lievä hidastava vaikutus yhtiön kasvuun (Evolution AB 2020).

Saksan osalta nähtiin skenaario, jossa harmaa markkina muuttui lailliseksi markkinaksi. Näiden skenaarioiden voidaan olettaa vaikuttavan yhtiön liikevaihtoon ensisijaisesti lyhyellä aikavälillä, sillä loppukäyttäjillä on myöhemmin mahdollisuus palata pelaamisen pariin lisensoitujen operaattoreiden kautta. Puolestaan skenaario, jossa harmaa markkina muuttuu mustaksi markkinaksi voi vaikuttaa huomattavasti yhtiön liikevaihtoon ja kasvunäkymiin. Harmaisiin markkinoihin liittyvät epävarmuudet ovat hyvin relevantteja Evolutionin osalta, sillä noin 60 prosenttia yhtiön liikevaihdosta tuli reguloimattomilta markkinoilta vuonna 2022 (Evolution AB 2023, 93).

Regulaatioriskien lisäksi yhtiön kannalta relevantteja riskejä ovat muun muassa yhtiön asiakasportfolioon tai verotukseen liittyvät riskit. Yhtiön viiden suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta oli noin 30 prosenttia vuonna 2022, josta suurin asiakas vastasi noin 14 prosentista. Evolutionin liikevaihto voi kärsiä, mikäli suurimmat asiakkaat joko poistavat yhtiön tuotteet tuotevalikoimastaan tai joutuvat lopettamaan toimintansa. Yhtiön vahvan markkina-aseman takia, loppukäyttäjillä on riskin toteutuessa pääosin mahdollisuus siirtyä toiselle operaattorille, joka tarjoaa yhtiön tuotteita, täten lieventäen riskin vaikutusta yhtiön liikevaihtoon. Evolutionin veroaste on ollut keskimäärin 6 prosenttia vuosina 2015–2022, johtuen maiden matalista veroasteista, joissa se pääosin harjoittaa toimintaansa. Uuden Pillar 2 -direktiivin myötä monikansalliset konsernit, joiden liikevaihto on yli 750 miljoonaa euroa, ovat globaalin minimiveron kohteena. Direktiivin on tarkoitus astua voimaan vuoden 2023 lopussa, jonka jälkeen direktiivin piirissä olevilta konserneilta edellytetään 15 prosentin minimiveroa. (Evolution AB 2023, 57; KPMG 2023.)

5.4 Taloudellinen asema ja suorituskyky

Evolutionilla on erinomaiset historialliset näytöt liikevaihdon ja kannattavuuden kasvusta. Yhtiön pörssitaipaleella eli vuosina 2015–2022, liikevaihto on kasvanut noin 75 miljoonasta eurosta yli 1,4 miljardiin euroon. Yhtiön nettotulos puolestaan on kasvanut jopa ripeämpää tahtia, 20 miljoonasta eurosta noin 840 miljoonaan euroon. Yhtiön kumulatiivinen liikevaihdon kasvutahti on tarkasteluajanjaksolla ollut noin 52 % vuodessa, ja yhtiön nettotulos on kasvanut noin 70 prosentin vuositahtia. Vuosien aikana lisääntynyt asiakas- ja pelaajamäärä, yhdistettynä yhtiön skaalautuvaan liiketoimintaan ovat mahdollistaneet kannattavuuden jyrkän kasvun. Yhtiön nettotulos oli noin 26 prosenttia liikevaihdosta vuonna 2015 ja noin 58 prosenttia vuonna 2022. Evolution on maksanut noin 50 prosenttia nettotuloksestaan osinkoina vuodesta 2016, ja ostanut omia osakkeitaan takaisin vuodesta 2020 lähtien.

Evolutionin kasvu on pääosin ollut orgaanista, mutta yhtiö on myös tehnyt yritysostoja vuodesta 2019. Valtaosa yritysostoista ovat vaikuttaneet yhtiön liikevaihtoon vain muutaman prosenttiyksikön verran, mutta slottitarjoaja NetEntin osto vaikutti vuoden 2021 kasvuun noin

200 miljoonan euron edestä. NetEntin liikevaihto pois lukien, vuoden 2021 kasvu oli noin 50 prosenttia raportoidun 90 prosentin sijaan.

Yhtiön vapaa kassavirta (FCFF) on myös ajanjaksolla kasvanut voimakkaasti, noin 12 miljoonasta eurosta 767 miljoonaan euroon. Yrityksen pääasialliset investoinnit ovat kohdistuneet peliportfolion, tuotantostudioiden, pelipöytien ja palvelimien laajentamiseen, sekä sisällön yksinoikeuksien hankintaan. Suhteutettuna operatiiviseen kassavirtaan, yhtiön investointiaste on laskenut viime vuosina, keskiarvon ollessa 13 prosenttia 2019–2022, verrattuna 49 prosenttiin vuosina 2015–2018. Vahvan kassavirran takia, yhtiöllä ei ole ollut tarvetta nostaa pankkilainaa lähivuosina, ja Evolution on ajanjaksolla 2015–2022 ollut aina nettovelaton. Vuoden 2023 ensimmäisen kvartaalin lopussa yhtiöllä oli taseessaan 760 miljoonan euron rahavarat, sekä noin 80 miljoonan euron edestä velkaa, joka koostui kokonaisuudessaan kiinteistöjen vuokrasopimusveloista. Rahavarat sisältävät noin 18 miljoonan euron edestä progressiivisten jackpot pelien palkintorahoja, jotka Evolution joutuu maksamaan myöhemmin operaattoreille, joiden kautta pelien pääpalkinnot voitetaan.

6 Case-yrityksen arvonmääritys

Arvonmääritys toteutetaan nojaten opinnäytetyössä kirjoitettuun teoriaan. Arvonmäärityksen valitaan yhtiön kannalta soveltuvat arvonmääritysmenetelmät, ja taloudelliset ennusteet pohjautuvat laajalti liikevaihtoon suhteutettuun lähestymistapaan. Arvonmäärityksen päätteeksi saadaan arvon estimaatti, perustuen arvonmäärittäjän subjektiivisiin näkemyksiin toimialan sekä yhtiön tulevaisuudesta.

6.1 Arvonmääritysmenetelmän valinta

Evolutionin arvonmääritys suoritetaan diskontattujen kassavirtojen mallin avuin. Sillä liiketoiminnan oletetaan edelleen jatkuvan, substanssiarvomenetelmä ei sovellu yhtiön arvonmääritykseen. Voimme myös tarkastella yhtiön hinnoittelukertoimia, mutta suhteellinen markkinaarvomenetelmä verrattuna verrokkiyhtiöihin ei ole sovellettavissa Evolutionin osalta siten, että se tuottaisi kassavirtamallille tukea tai arvonmäärityksellе kokonaisuudessaan lisäarvoa. Syynä tähän on se, että riittävän verrokkiryhmän kasaaminen arvonmääritystä varten on lähes mahdotonta osakemarkkinoilla olevista yhtiöistä. Listattuja verrokkiyhtiöitä, joiden tuoteportfolio, kasvu sekä kannattavuus olisivat Evolutionin kanssa vertailtavalla tasolla ei löydy, ja verrokkianalyysin rakentaminen vain keskinkertaisten tai heikkojen verrokkiyhtiöiden varaan antaisi vääristyneet kuvan kohdeyhtiön arvosta.

6.2 Taloudelliset ennusteet

Evolution on ohjeistanut vuoden 2023 kannattavuuden pysyvän samalla tasolla kuin vuonna 2022. Yhtiö ei anna ohjeistusta liikevaihdon kannalta tai jaa pitkän aikavälin taloudellisia näkymiä tai tavoitteita. Arvonmäärittäjän tehtäväksi jää arvioida yhtiön tulevaisuuden kasvu, investointitarpeet sekä kannattavuuteen vaikuttavat tekijät. Taloudellisia ennusteita lähdetään laatimaan arvioimalla yhtiön kasvua erikseen sen kullakin raportoimalla maantieteellisellä markkinalla. Kasvuestimaatit tehdään perustuen sekä yhtiön aiempiin näyttöihin että kunkin markkinan tulevaisuuden kasvuennusteisiin. Raporttia kirjoittaessa, vuoden 2023 ensimmäisen kvartaalin tulos on tullut julki, jonka avulla pyritään arvioimaan kuluvan vuoden kasvu sekä kannattavuus. Muutoin yhtiön kannattavuutta pyritään arvioimaan ottaen huomioon kasvavan kilpailun mahdollisuudet sekä tietyille markkinoille keskittymisen mahdolliset lisäkustannukset. Ennusteperiodi tehtiin kymmenen vuoden jaksolle, jotta yhtiöllä olisi riittävästi aikaa asettua vakaaseen kasvutilaan terminaaliarvoa ajatellen.

Liikevaihdon kasvua arvioidaan Euroopan, Aasian, Pohjois-Amerikan sekä muiden markkinoiden osalta erikseen. Ensimmäisen vuoden osalta kasvuarvio perustuu vuoden 2023 ensimmäisen kvartaalin tulokseen, jossa Eurooppa kasvoi 14 prosenttia, Aasia 49 prosenttia, Pohjois-Amerikka 56 prosenttia ja muut markkinat 30 prosenttia. Arvonmäärittäjä uskoo, että ensimmäinen kvartaali antaa suurimmalle osalle markkinoista hyvän lähtökohdan loppuvuoden ennusteeseen. Suhteutettuna ensimmäisen kvartaalin kasvuun, markkinoiden vuosikasvun odotetaan olevan muutaman prosentin pienempi Aasiassa ja muilla markkinoilla, mutta arvonmäärittäjä estimoi ensimmäisen kvartaalin kasvun kestävän Euroopassa. Arvonmäärittäjä uskoo, että yhtiön uusin ja kallein peli-investointi, Funky Time, auttaa kantamaan kasvua erityisesti Euroopan markkinalla. Loppuvuoden vertailukaudet olivat Pohjois-Amerikassa vahvoja uusien studioinvestointien sekä asiakkuuksien kautta, jonka takia Pohjois-Amerikan koko vuoden kasvuennustetta on laskettu ensimmäisen kvartaalin kasvutahtiin suhteutettuna enemmän kuin Aasiassa tai muilla markkinoilla.

Muiden vuosien kasvuennusteet perustuvat laajalti markkinoiden arvioituun kasvuun. Yhtiö on jo iso tekijä Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa, jonka takia markkinaa huimasti kovempi kasvu ei ole arvonmäärittäjän mielestä todennäköistä koko ennusteperiodin ajan. Ennusteessa oletetaan, että ennusteperiodin loppupäässä Evolution kasvaa Euroopan markkinaa hitaammin. Yhtiön erinomainen kannattavuus onnistuu lopulta houkuttelemaan vaikealle markkinalle lisää kilpailua ja uusia tuotteita, täten pienentäen yhtiön markkinaosuutta Euroopassa.

Pohjois-Amerikassa yhtiön arvioidaan kasvavan ennusteperiodilla linjassa yleisen markkinakehityksen kanssa. Koska yhtiön markkinaosuus ei oletettavasti ole yhtä suuri kuin Euroopassa, on odotettavissa lähivuosille arvioitua markkinakehitystä kovempi kasvu, joka hidastuu lineaarisesti periodin lopussa uusien kilpailijoiden tullessa markkinoille.

Toisin kuin Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa, Evolution on omien sanojensa mukaan vielä suhteellisen pieni tekijä Aasian markkinoilla. Merkittävät näytöt Aasian markkinoilta viime vuosina, yhdistettynä potentiaaliin kasvattaa markkinaosuutta, antavat Aasian markkinalle ennusteperiodin korkeimman kasvuennusteen. Kasvutahdin oletetaan silti ennusteperiodilla laskevan hiljattain, sillä äkillisiä kasvua kiihdyttäviä skenaarioita ei ole arvonmäärittäjän tiedossa.

Latinalainen Amerikka on pitkälti kantanut muiden markkinoiden kasvua viime aikoina, samalla kun muiden markkinaan sisältyvien alueiden kasvu vaikuttaa pysähtyneen. Latinalainen Amerikka kattaa noin 70 prosenttia muiden markkinoiden liikevaihdosta, ja näyttöjen perusteella osuuden odotetaan edelleen kasvavan. Tämän takia muiden markkinoiden kasvuennusteet heijastelevat laajalti Latinalaisen Amerikan markkinan kasvuodotuksia.

Yhtiön liikevoiton osalta noudatetaan myös lineaarisesti laskevaa trendiä ennusteperiodin loppuun asti. Arvonmäärittäjä uskoo, että ennusteperiodin aikainen kilpailu vähentää Euroopassa toimivien pelipöytien pelaajamääriä. Euroopassa kasvavan kilpailun lisäksi, arvonmäärittäjä uskoo, että suurempi osuus Pohjois-Amerikkalaisista loppukäyttäjistä siirtyy hiljattain paikallisten operaattoreiden asiakkaiksi. Vähenevät pelaajamäärät Euroopassa sijaitsevilla studioilla sekä arvonmäärittäjän odottama kasvu Pohjois-Amerikassa sijaitsevien pelipöytien kysynnässä, voivat johtaa yhtiön pelipöytien keskimääräisen operointikustannusten kasvuun, johtuen Pohjois-Amerikan korkeammasta palkkatasosta. Yhdysvaltalaisten operaattoreiden kautta pelattavia kasinopelejä tulee operoida samasta osavaltiosta kuin missä pöytäpelejä pelataan, eikä yhtiön halvempia Euroopassa sijaitsevia pelipöytiä pysty täten tarjoamaan yhdysvaltalaisten operaattoreiden välityksellä.

Tuloslaskelman muut erikseen arvioidut erät ovat yhtiön poistot, nettorahoituskulut sekä veromenot. Yhtiö on kertonut odottavansa veroasteen nousevan vuonna 2024 uuden Pillar 2 -direktiivin myötä. Ennusteissa on käytetty vuodesta 2024 eteenpäin direktiivin esittämää 15 prosentin verokantaa. Poistojen sekä nettorahoituskulujen odotetaan pysyvän edeltävien vuosien keskimääräisellä tasolla. Muut tuloslaskelman rivit on tämän jälkeen laskettu erotuslaskelmalla, perustuen aiemmin arvioituihin tuloslaskelman riveihin.

Taulukko 1 Evolution AB ennustettu tuloslaskelma

Tuloslaskelma (milj. euroa)	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Liikevaihto	1 457 €	1 876 €	2 351 €	2 848 €	3 313 €	3 682 €	3 890 €	4 090 €	4 282 €	4 461 €	4 626 €
Eurooppa	634 €	722 €	809 €	890 €	961 €	1 019 €	1 059 €	1 096 €	1 129 €	1 158 €	1 181 €
Aasia	478 €	689 €	939 €	1 210 €	1 467 €	1 666 €	1 766 €	1 863 €	1 956 €	2 044 €	2 126 €
Pohjois-Amerikka	189 €	269 €	362 €	462 €	556 €	630 €	668 €	704 €	740 €	773 €	804 €
Muut	156 €	197 €	241 €	286 €	329 €	367 €	397 €	427 €	456 €	486 €	515 €
yht. kasvu %	*36 %*	*29 %*	*25 %*	*21 %*	*16 %*	*11 %*	*6 %*	*5 %*	*5 %*	*4 %*	*4 %*
Henkilöstö- ja muut kulut	449 €	585 €	758 €	940 €	1 131 €	1 294 €	1 405 €	1 498 €	1 590 €	1 679 €	1 764 €
% liikevaihdosta	*31 %*	*31 %*	*32 %*	*33 %*	*34 %*	*35 %*	*36 %*	*37 %*	*37 %*	*38 %*	*38 %*
Käyttökate	1 008 €	1 291 €	1 593 €	1 908 €	2 182 €	2 388 €	2 484 €	2 592 €	2 692 €	2 782 €	2 862 €
% liikevaihdosta	*69 %*	*69 %*	*68 %*	*67 %*	*66 %*	*65 %*	*64 %*	*63 %*	*63 %*	*62 %*	*62 %*
Poistot	- 100 €	- 128 €	- 159 €	- 199 €	- 227 €	- 252 €	- 267 €	- 269 €	- 268 €	- 266 €	- 262 €
% liikevaihdosta	*-7 %*	*-7 %*	*-7 %*	*-7 %*	*-7 %*	*-7 %*	*-7 %*	*-7 %*	*-6 %*	*-6 %*	*-6 %*
EBIT	908 €	1 163 €	1 434 €	1 709 €	1 955 €	2 135 €	2 217 €	2 323 €	2 423 €	2 516 €	2 600 €
kasvu %	*39 %*	*28 %*	*23 %*	*19 %*	*14 %*	*9 %*	*4 %*	*5 %*	*4 %*	*4 %*	*3 %*
% liikevaihdosta	*62 %*	*62 %*	*61 %*	*60 %*	*59 %*	*58 %*	*57 %*	*57 %*	*57 %*	*56 %*	*56 %*
Nettorahoituskulut	- 1 €	- 3 €	- 4 €	- 4 €	- 5 €	- 5 €	- 6 €	- 6 €	- 6 €	- 7 €	- 7 €
% liikevaihdosta	*-0,1 %*	*-0,1 %*	*-0,2 %*	*-0,2 %*	*-0,1 %*	*-0,1 %*	*-0,1 %*	*-0,1 %*	*-0,1 %*	*-0,1 %*	*-0,1 %*
Tulos ennen veroja	907 €	1 161 €	1 430 €	1 704 €	1 950 €	2 130 €	2 211 €	2 317 €	2 417 €	2 509 €	2 593 €
Verot	- 63 €	- 81 €	- 215 €	- 256 €	- 292 €	- 320 €	- 332 €	- 348 €	- 363 €	- 376 €	- 389 €
% veroaste	*-7 %*	*-7 %*	*-15 %*	*-15 %*	*-15 %*	*-15 %*	*-15 %*	*-15 %*	*-15 %*	*-15 %*	*-15 %*
Nettotulos	843 €	1 080 €	1 216 €	1 449 €	1 657 €	1 811 €	1 880 €	1 970 €	2 054 €	2 133 €	2 204 €
% liikevaihdosta	*58 %*	*58 %*	*52 %*	*51 %*	*50 %*	*49 %*	*48 %*	*48 %*	*48 %*	*48 %*	*48 %*

Taseessa tämän arvonmäärityksen osalta tarpeelliset ennustettavat rivit ovat käyttöpääoman muutos, yhtiön rahavarat sekä korollinen velka. Käyttöpääoman muutoksien arviointiin on käytetty liikevaihtoon suhteutettua arvoa. Yhtiön käyttöpääoma on kasvanut joka vuosi sen pörssitaipaleen ajan. Käyttöpääoman kasvu on pääosin johtunut kasvaneista myyntisaamisista. Yhtiöllä kestää pitkä aika kerätä myyntisaamisensa, ja vuoden 2022 tilinpäätöksen mukaan yhtiön 277 miljoonan euron myyntisaamisista noin 30 prosenttia oli erääntyneitä, ja noin 12 prosenttia olivat yli kuukauden myöhässä. Käyttöpääoman arvioidaan kasvavan koko ennusteperiodin ajan, mutta edeltävien vuosien keskimääräisen muutosten sijasta ennusteessa arvioidaan muutosten laskevan ennusteperiodin loppua kohden. Viimeisen kahden vuoden käyttöpääoman muutokset ovat olleet normaalia korkeammat, joten ennuste tehdään nykyisestä tasosta hiljattain laskevan yhtiön pidemmän aikavälin keskimääräiseen lukuun.

Yhtiöllä ei ole ollut pankkilainaa vuoden 2020 jälkeen. Yhtiön vahvan kassavirran takia arvonmäärittäjä uskoo myös jatkossa yhtiön pysyvän velattomana eikä näe velkavivun käyttöä tarpeelliseksi. Yhtiön rahavarojen ennustaminen tehdään kassavirtaennusteiden pohjalta, jossa rahavaroihin lisätään ennustettu vapaa kassavirta, vähennettynä yhtiön osinkopolitiikan mukaisella osingonmaksulla, arvioiduilla yritysostoilla sekä omien osakkeiden hankinnalla. Yhtiön rahavaroiksi arvioidaan noin 5 miljardia euroa ennusteperiodin päätteeksi.

Kassavirtaennusteissa investointien sekä kiinteistöjen vuokrasopimusvelkojen lyhennyksien arviointiin on käytetty liikevaihtoon suhteutettua arviota. Edeltävinä vuosina investoinnit ovat koostuneet pääasiassa peli- ja studioiden parannusinvestoinneista sekä myös IFRS 16

kirjanpitostandardin myötä uusista käyttöoikeusomaisuuseristä. Kasvavan kysynnän ja kilpailun myötä ennusteessa on arvioitu yhtiön ylläpitävän nykyisen investointiasteen ennusteperiodin ajan, johtaen euromääräisten investointikustannuksien lisäksi myös kasvaviin lyhennysmaksuihin.

IFRS 16 kirjanpitostandardin myötä, myös vuokrasopimusvelkojen lyhennykset vähennetään operatiivisesta kassavirrasta. Lyhennykset liittyvät yhtiön kiinteistöjen sekä toimistotilojen vuokrasopimuksiin. Ennen uutta kirjanpitostandardia kustannukset olisivat heijastuneet operatiiviseen kassavirtaan, mutta nykyään summa raportoidaan yhtiön rahoituksen rahavirroissa. Koska kyseessä on vuokra eli operatiivinen kulu, oikaistaan summa saadaksemme yhtiön vapaa kassavirta.

Taulukko 2 Evolution AB ennustettu vapaa kassavirta

Kassavirta (milj. euroa)	**2022**	**2023e**	**2024e**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**2028e**	**2029e**	**2030e**	**2031e**	**2032e**
Liikevoitto	908 €	1 163 €	1 434 €	1 709 €	1 955 €	2 135 €	2 217 €	2 323 €	2 423 €	2 516 €	2 600 €
- Maksetut verot	- 63 €	- 81 €	- 215 €	- 256 €	- 292 €	- 320 €	- 332 €	- 348 €	- 363 €	- 376 €	- 389 €
+ Poistot	100 €	128 €	159 €	199 €	227 €	252 €	267 €	269 €	268 €	266 €	262 €
- Käyttöpääoman muutos	- 78 €	- 94 €	- 103 €	- 108 €	- 106 €	- 96 €	- 78 €	- 65 €	- 51 €	- 36 €	- 19 €
Operatiivinen kassavirta	867 €	1 116 €	1 275 €	1 544 €	1 784 €	1 973 €	2 075 €	2 179 €	2 278 €	2 370 €	2 454 €
- Investoinnit	- 97 €	- 128 €	- 160 €	- 194 €	- 219 €	- 236 €	- 241 €	- 246 €	- 249 €	- 250 €	- 250 €
- Vuokrasopimusvelkojen lyhennys	- 14 €	- 19 €	- 24 €	- 29 €	- 30 €	- 33 €	- 35 €	- 37 €	- 39 €	- 41 €	- 42 €
Vapaa kassavirta	756 €	969 €	1 091 €	1 322 €	1 535 €	1 703 €	1 798 €	1 896 €	1 990 €	2 079 €	2 162 €

6.3 Kassavirtamalli

Kassavirtamallia varten tulee arvonmäärittäjän määrittää mallissa käytetty diskonttauskorko sekä terminaaliarvo. Kassavirtamallin tuottama arvon estimaatti esitetään myöhemmin alaluvussa 6.4, myös muiden arvoon vaikuttavien tekijöiden ja kommenttien yhteydessä.

6.3.1 Diskonttauskorko

Evolution AB:n markkina-arvo on arvonmäärityshetkellä 307,48 mrd. kruunua, ja yhtiöllä ei ole korollisia rahoitusvelkaa taseessaan. Velattoman taseen takia, ei tilanteessa ole tarvetta laskea oman ja vieraan pääoman tuottovaatimuksen painotettua keskiarvoa, vaan diskonttauskorko voidaan perustaa suoraan oman pääoman tuottovaatimukseen. Oman pääoman tuottovaatimus lasketaan CAP-mallin avuin.

CAP-mallin riskittömänä tuottona pidetään Ruotsin kymmenvuotisen joukkovelkakirjalainan tuottoa. Arvonmäärityshetkellä riskitön tuotto on 2,366 prosenttia (Worldgovernmentbonds.com 2023). Markkinariskipreemion laskemiseen tarvitaan myös osakemarkkinan odotettu tuotto. Tukholman pörssin suosituin osakeindeksi OMX Stockholm 30 toimii odotetun tuoton vertailuindeksinä. Indeksin keskimääräinen tuotto vuodesta 1986, jolloin indeksin seuranta alkoi, on ollut noin 8,3 prosenttia. Keskimääräisen tuoton ja riskittömän tuoton erotuksena saadaan noin 5,92 prosentin markkinariskipreemio. Laskettu markkinariskipreemio on lähellä rahoituksen professori Damodaranin (2023) arvioimaa 5,94 prosentin riskipreemiota.

Yhtiön osakkeen sekä osakeindeksin viiden vuoden kuukausituottojen perusteella laskettu beetakerroin on 1,32. Hajauttamattoman sijoittajan osalta myös totaalinen beetakerroin voidaan laskea jakamalla beetakerroin indeksin sekä osakkeen tuottojen korrelaatiokertoimella, jonka kautta totaaliseksi beetakertoimeksi tulee 2,73. Seuraavaksi voimme käyttää laskettuja lukuja määrittääksemme oman pääoman, ja yhtiön osalta koko pääoman tuottovaatimukseksi 10,16 prosenttia.

$$Tuottovaatimus = 2{,}366\% + (8{,}281\% - 2{,}366\%) * 1{,}32 = 10{,}16\%$$

6.3.2 Terminaaliarvo

Terminaaliarvo arvioidaan käyttäen Gordonin vakiokasvun mallia. Yhtiön toimiessa useissa eri maissa, on mallin edellyttämä kasvuprosentti pyritty arvioimaan eri maiden kymmenvuotisen joukkovelkakirjalainan keskimääräisestä tuotosta. Vertailumaihin valittiin valtioita yhtiön pääasiallisilta markkinoilta Euroopasta, Yhdysvalloista ja Aasiasta. Kokonaisuudessaan valtioita oli kymmenen sisältäen muun muassa Pohjois-Amerikasta sekä Kanadan että Yhdysvallat, Euroopasta isoja markkinoita kuten Iso-Britannian, Saksan, Ruotsin ja Espanjan sekä Aasiasta Japanin. Keskimääräiseksi joukkovelkakirjalainojen tuotoksi saatiin kolme prosenttia. Käyttäen määriteltyä kasvuprosenttia sekä pääoman tuottovaatimusta, yhtiön terminaaliarvoksi saatiin 31,09 miljardia euroa, ja diskontatuksi terminaaliarvoksi 11,81 miljardia euroa. (Worldgovernmentbonds.com 2023.)

6.4 Arvon estimaatti

Kassavirtamallissa tehtyjen ennusteiden ja oletuksien perusteella, yhtiön yritysarvoksi määräytyi 21,249 miljardia euroa. Yhtiöllä ei ole rahoitusvelkaa, joten velkojen vähennys on nolla euroa, ja lisäämällä yhtiön rahavarat saadaan oman pääoman arvoksi 21,991 miljardia euroa. Jakamalla oman pääoman arvo yhtiön osakemäärällä, ja muuntaen eurot kruunuiksi käyttäen tämänhetkistä valuuttakurssia, saadaan yhden osakkeen arvoksi noin 1151 kruunua.

Taulukko 3 Evolution AB diskontattujen kassavirtojen malli ja arvon estimaatti

DCF (milj. euroa)	**2023e**	**2024e**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**2028e**	**2029e**	**2030e**	**2031e**	**2032e**	**TERM**
Vapaa kassavirta	969 €	1 091 €	1 322 €	1 535 €	1 703 €	1 798 €	1 896 €	1 990 €	2 079 €	2 162 €	31 094 €
Diskontattu vapaa kassavirta	880 €	899 €	988 €	1 042 €	1 050 €	1 006 €	963 €	918 €	870 €	821 €	11 812 €
Yritysarvo	21 249 €										
- Velat	0 €										
+ Rahavarat	742 €										
Oman pääoman arvo	21 991 €										
Oman pääoman arvo per osake (SEK)	**1 151 SEK**										

Verraten yhtiön tämänhetkiseen noin 1400 kruunun osakekurssiin, osake on mallissa käytettyjen tietojen perusteella ylihinnoiteltu. Osakemarkkinat odottavat täten yhtiöltä malliin suhteutettuna kovempaa kasvua. Kassavirtamallin ohessa tehtiin myös skenaarioanalyysi sekä pessimistiselle ja optimistiselle skenaariolle, ja skenaarioanalyysien tuloksien pohjalta

vaikuttaisi osakemarkkinan kasvuodotuksien olevan lähtökohtaskenaarion ja optimistisen skenaarion välissä. Skenaarioissa otettiin kantaa yhtiön tulevaisuuden kasvuun ja kannattavuuteen. Optimistisessa skenaariossa oletetaan, että yhtiö onnistuu vielä lähivuosina skaalaamaan pöytien kannattavuutta entisestään, ja kasvun sekä kannattavuuden laskutrendin alkavan vasta ennusteperiodin loppupuolella. Pessimistinen skenaario pohjautui laajalti lähtöskenaarioon, jossa jo odotetun kasvavan kilpailun vaikutukset suurenevat, ja vaikuttavat lähtöskenaarioon verraten vielä noin kaksi prosenttia hitaampaan kasvuun ja kannattavuuteen. Samasta taulukosta nähdään myös tuottovaatimuksen ja terminaalikasvun sensitiivisyysanalyysi, joka kertoo miten prosenttimuutokset vaikuttavat kassavirtamallin tuottamaan arvon esimaattiin.

Taulukko 4 Herkkyys- ja skenaarioanalyysi

		Terminaalijakson kasvu					***Skenaariot***	
		2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %	3,50 %	**Pessimistinen**	***925 SEK***
Tuottovaatimus	8 %	1 276 SEK	1 301 SEK	1 328 SEK	1 356 SEK	1 387 SEK		
	9 %	1 188 SEK	1 211 SEK	1 235 SEK	1 261 SEK	1 290 SEK	**Lähtökohta**	***1 151 SEK***
	10 %	1 108 SEK	1 129 SEK	1 151 SEK	1 175 SEK	1 201 SEK		
	11 %	1 035 SEK	1 054 SEK	1 074 SEK	1 096 SEK	1 119 SEK	**Optimistinen**	***1 636 SEK***
	12 %	968 SEK	985 SEK	1 004 SEK	1 024 SEK	1 045 SEK		

Nykyisen vuoden ennusteisiin perustuen yhtiön p/e kerroin on linjassa Tukholman pörssin tämänhetkisen keskiarvon kanssa (Simplywall.st 2023). Suhteutettuna pörssin pidemmän aikavälin keskimääräiseen p/e kertoimeen, yhtiö on kallis, mutta yhtiön kasvutahti huomioon ottaen korkeampi kerroin on perusteltu. Yhtiön markkina-arvo suhteutettuna ennustettuun liikevaihtoon on huomattavasti korkeampi kuin pörssin keskiarvo, mutta tämä selittyy yhtiön huomattavasti keskiarvoa korkeammasta kannattavuudesta. Nykyisen vuoden arvostuskertoimien valossa, yhtiö vaikuttaa arvonmäärittäjän mielestä oikein, tai jopa edullisesti hinnoitellulta, ottaen huomioon yhtiön laadun, menneet näytöt sekä kasvunäkymät.

Taulukko 5 Evolution AB ennustetut hinnoittelukertoimet

Arvostustaso (milj. SEK)	**2023e**	**2024e**	**2025e**	**2026e**	**2027e**	**2028e**	**2029e**	**2030e**
Markkina-arvo	307 482 SEK	307 482 SEK	307 482 SEK	307 482 SEK	307 482 SEK	307 482 SEK	307 482 SEK	307 482 SEK
Yritysarvo	297 019 SEK	294 107 SEK	290 162 SEK	285 299 SEK	279 774 SEK	274 034 SEK	268 255 SEK	262 568 SEK
P/E	24,8	22,0	18,5	16,1	14,8	14,2	13,6	13,0
P/S	14,3	11,4	9,4	8,1	7,3	6,9	6,5	6,2
EV/EBIT	22,2	17,8	14,8	12,7	11,4	10,8	10,0	9,4
Osinkotuotto -%	2,0 %	2,3 %	2,7 %	3,1 %	3,4 %	3,5 %	3,7 %	3,8 %

7 Yhteenveto

Opinnäytetyössä määritettiin yhtiön osakkeen arvo diskontattujen kassavirtojen mallin avuin. Arvonmääritysmenetelmän koettiin olevan sopivin arvomääritykseen käytettävä menetelmä ottaen huomioon yhtiön nykyisen sekä tulevaisuuden tilan. Mallin toteuttaminen edellytti arvonmäärittäjältä tutustumista yhtiön liiketoimintaan, sen toimialaan sekä taloudelliseen suorituskykyyn. Malliin vaadittiin myös arvonmäärittäjän omaa subjektiivista näkemystä yhtiön taloudellisesta tulevaisuudesta.

Arvonmäärityksen edellyttämä yhtiöön ja toimialaan tutustuminen perustui sekä yhtiön omiin tilinpäätöksiin ja vuosikertomuksiin että markkina-analyysiyhtiöiden arvioihin. Markkina-analyysiyhtiöiden toimiala-arviot kasattiin Evolutionin sekä yhtiön kilpailijayritysten vuosikertomuksista sekä muista julkaisuista. Arvioiden kasaaminen suoraan markkina-analyysiyhtiöiltä ei onnistunut, johtuen analyysipalveluiden korkeista kustannuksista.

Arvonmäärityksen taloudelliset ennusteet toteutettiin liikevaihtoon suhteutetulla lähestymistavalla. Taloudellisten erien suhdearvot perustuivat yhtiön menneisiin näyttöihin sekä arvonmäärittäjän subjektiivisiin näkemyksiin. Liikevaihtoennusteet laadittiin jokaiselle yhtiön raportoimalle markkina-alueelle erikseen, käyttäen hyödyksi yhtiön näyttöjä sekä markkina-arvioita alueiden tulevaisuuden kehityksestä.

Kassavirtamallin kautta yhtiön osakkeen arvoksi saatiin 1151 ruotsin kruunua, ja hajauttamattoman sijoittajan kohdalla totaalista beetakerrointa käyttäen huomattavasti alempi, noin 675 kruunun arvio. Laadittuun kassavirtamalliin perustuen yhtiön nykyinen arvostus, noin 1400 kruunua, on lähtökohtaskenaarioon nähden ylihinnoiteltu. Optimistiseen skenaarioon nähden osakkeen nykyinen arvostus on alihinnoiteltu, ja nykyinen arvostus asettuu tällä hetkellä lähtö- ja optimistisen skenaarion välille. Osakemarkkinoiden voidaan täten katsoa odottavan yhtiöltä lähtöskenaariota korkeampaa kasvua, kannattavuutta ja/tai pienempiä investointeja, verokustannuksia tai muita kassavirtaan vaikuttavia tekijöitä.

Kassavirtamallin lisäksi myös yhtiön arvioituja hinnoittelukertoimia pyrittiin tulkitsemaan. Yhtiölle ei löytynyt kannattavuuden, kasvun ja tuoteportfolion kannalta sopivia verrokkiyhtiöitä, jotta hinnoittelukertoimien suhteellinen vertaus olisi tuonut arvonmäärityksen kannalta lisäarvoa. Yhtiön hinnoittelukertoimia päädyttiin täten tulkitsemaan yleisellä tasolla, Tukholman pörssiin verraten. Tukholman pörssin keskimääräiseen arvostustasoon verraten yhtiö vaikuttaa voittokertoimella mitaten oikein hinnoitetulta, mutta yhtiön laadun ja taloudellisen suorituskyvyn huomioiden voidaan argumentoida, että korkeammatkin arvostuskertoimet olisivat perusteltuja pörssin keskiarvoon verraten. Ottaen huomioon sekä kassavirtamallin että arvostuskertoimien tulokset, arvonmäärittäjä ei näe osakkeen osalta räikeää yli- tai alihinnoittelua, vaan kokee osakkeen nykyisen arvostuksen olevan korrektilla tasolla.

Lähteet

Sähköiset

American Gaming Association 2023. AGA Commercial Gaming Revenue Tracker. Viitattu 24.5.2023. https://www.americangaming.org/resources/aga-commercial-gaming-revenue-tracker/

American Gaming Association 2023. Interactive U.S. Map: Sports Betting. Viitattu 24.5.2023. https://www.americangaming.org/research/state-gaming-map/

Corporate Finance Institute 2023. Exit Multiple. Viitattu 29.3.2023. https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/exit-multiple/

Damodaran A. 5.1.2023. Country Default Spreads and Risk Premiums. Viitattu 24.5.2023. https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

European Gaming & Betting Association. 22.12.2022. European Online Gambling – Key Figures 2022 Edition. Viitattu 24.5.2023. https://www.egba.eu/uploads/2023/02/230203-European-Online-Gambling-Key-Figures-2022.pdf

Evolution AB. 14.3.2023. Evolution Annual Report 2022. Viitattu 24.5.2023. https://mb.cision.com/Main/12069/3735605/1921487.pdf

Evolution AB. 2023. Evolution Timeline. Viitattu 24.5.2023. https://www.evolution.com/who-we-are/timeline/

Evolution AB. 27.4.2023. Interim report January–March 2023 Evolution AB. Viitattu 24.5.2023. https://mb.cision.com/Main/12069/3759175/2015369.pdf

Evolution AB. 18.3.2022. Evolution Annual Report 2021. Viitattu 24.5.2023. https://mb.cision.com/Main/12069/3527605/1550307.pdf

Evolution AB. 26.3.2021. Evolution Annual Report 2020. Viitattu 24.5.2023. https://mb.cision.com/Main/12069/3315372/1393581.pdf

Evolution AB. 24.3.2020. Evolution Gaming Annual Report 2019. Viitattu 24.5.2023. https://mb.cision.com/Main/12069/3066661/1216435.pdf

Evolution AB. 22.10.2020. Evolution Gaming Interim Report for January-September 2020. Viitattu 24.5.2023. https://www.evolution.com/news/interim-report-january-september-2020/

Evolution AB. 28.3.2019. Evolution Gaming Annual Report 2018. Viitattu 24.5.2023. https://mb.cision.com/Main/12069/2775473/1015870.pdf

Evolution AB. 23.3.2018. Evolution Gaming Annual Report 2017. Viitattu 24.5.2023. https://evolution-com-media.s3.eu-central-1.amazonaws.com/s3fs-public/evoar2017eng.pdf

Evolution AB. 31.3.2017. Evolution Gaming Annual Report 2016. Viitattu 24.5.2023. https://evolution-com-media.s3.eu-central-1.amazonaws.com/s3fs-public/evo-gaming2016eng.pdf

Evolution AB. 8.4.2016. Evolution Gaming Annual Report 2015. Viitattu 24.5.2023. https://evolution-com-media.s3.eu-central-1.amazonaws.com/s3fs-public/eg2015_eng_index.pdf

Evolution AB. 20.3.2015. The price in Evolution Gaming's IPO set at SEK 80 per share – trading on Nasdaq First North Premier begins today. Viitattu 24.5.2023. https://evolution-com-media.s3.eu-central-1.amazonaws.com/s3fs-public/evolution_pricing_eng_20150320.pdf

Gamblinginsider.com 2023. Asian iGaming: An overview of the different online gambling markets. Viitattu 24.5.2023. https://www.gamblinginsider.com/magazine/580/asian-igaming-an-overview-of-the-different-online-gambling-markets

Kallunki. J. 2022. Tilinpäätösanalyysi. E-kirja. Alma Talent Oy.

Kallunki, J., Martikainen, M. & Niemelä, J. 2019. Ammattimainen sijoittaminen. E-kirja. Alma Talent Oy.

New Jersey Division of Gaming Enforcement. 2016. Impact of Operations in Grey Markets on Suitability for Licensure. Viitattu 24.5.2023. https://www.nj.gov/oag/ge/docs/Bulletins/GreyMarkets.pdf

Pankkiasiat.fi 2023. Beta. Viitattu 29.3.2023. https://pankkiasiat.fi/beta

Pankkiasiat.fi 2023. Korrelaatio. Viirattu 29.3.2023. https://pankkiasiat.fi/korrelaatio

Pankkiasiat.fi 2023. Kovarianssi. Viitattu 29.3.2023. https://pankkiasiat.fi/kovarianssi

Pankkiasiat.fi 2023. Varianssi. Viitattu 29.3.2023. https://pankkiasiat.fi/varianssi

Playtech plc. 2023. Playtech plc Annual Report and Financial Statements 2022. Viitattu 24.5.2023. http://www.investors.playtech.com/~/media/Files/P/Playtech-IR/results-reports-webcasts/2022/annual-report-2022.pdf

Playtech plc. 2022. Playtech plc Annual Report and Financial Statements 2021. Viitattu 24.5.2023. http://www.investors.playtech.com/~/media/Files/P/Playtech-IR/Attachments/agm-22/playtech-plc-annual-report-and-financial-statements-2021.pdf

KPMG. 2023. Minimum Tax Directive (Pillar Two) – EU adoption and state of play. Viitattu 24.5.2023. https://kpmg.com/mt/en/home/insights/2023/01/minimum-tax-directive-pillar-two-eu-adaption-and-state-of-play.html

Robin Eirik Reed. How large is the global iCasino Market. 2023. YouTube. https://www.youtube.com/watch?v=hgVBZQVf074

Seppänen, H. 2017. Yrityksen arvonmääritys. E-kirja. Alma Talent Oy.

Simplywall.st 2023. Swedish (OMX) Market Analysis & Valuation. Viitattu 24.5.2023. https://simplywall.st/markets/se

Singh & Potters. 2021. Protecting Portfolios Using Correlation Diversification. Viitattu 29.3.2023. https://www.investopedia.com/articles/financial-theory/09/uncorrelated-assets-diversification.asp

Slotcatalog.com 2023. Game Providers of Slots and Casino Games. Viitattu 24.5.2023. https://slotcatalog.com/en/Providers

Todd Haushalter. KEYNOTE Talk by Evolution. 2022. YouTube. https://www.youtube.com/watch?v=axwHexblKo0

Unibet.fi 2023. Live Casino. Viitattu 25.4.2023. https://fi.unibet.com/livecasino

Weston, A. 2023. Online Poker's Black Friday. Viitattu 6.6.2023. https://www.gambling-sites.com/history/black-friday/

Worldgovernmentbonds.com 2023. 10Y Bond Yield. Viitattu 24.5.2023. http://www.worldgovernmentbonds.com/

Kuviot

Kuvio 1 Hajauttamisen vaikutus salkun riskiin (Kallunki ym. 2019, 36.) 14
Kuvio 2 Esimerkki korrelaatiomatriisista. 15
Kuvio 3 Evolution AB:n historia (tiedot: Evolution AB 2023a; 2023b; 2022; 2021; 2020; 2019; 2018; 2017; 2016) 19
Kuvio 4 Evolution AB ansaintamalli (mukaillen Evolution AB 2023) 20
Kuvio 5 Unibet.fi tuotetarjonta ja pelaajamäärät (tiedot: Unibet.fi 2023) 21
Kuvio 6 Evolution AB liikevaihdon maantieteellinen jakauma (tiedot: Evolution AB 2023; 2022; 2021; 2020) 23
Kuvio 7 Verkkokasinomarkkinan kilpailukenttä 24

Taulukot

Taulukko 1 Evolution AB ennustettu tuloslaskelma 32
Taulukko 2 Evolution AB ennustettu vapaa kassavirta 33
Taulukko 3 Evolution AB diskontattujen kassavirtojen malli ja arvon estimaatti 34
Taulukko 4 Herkkyys- ja skenaarioanalyysi 35
Taulukko 5 Evolution AB ennustetut hinnoittelukertoimet 35