

ILKKA

12.12.2025 08.00 EEST



Roni Peuranheimo
+358 505610455
roni.peuranheimo@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Kannattavaa kasvua uudistuneella rakenteella

Medialiiketoiminnasta luopumisen jälkeen Ilkka keskittyy kannattavaan kasvuun markkinointi-, teknologia- ja datapalveluissa, mutta osakkeen kannalta suurin arvoajuri on kuitenkin vielä yhtiön Alma Media -omistus. Tähän ja koko laskemaamme osien summaan nähden osaketta hinnoitellaan merkittävällä alennuksella. Vaikka emme näe lyhyellä aikavälillä ajureita tämän purkautumiseen, osingot, Alma Median ja jatkuvien liiketoimintojen kehitys muodostavat nykyarvostuksella mielestämme kiitettävän tuotto-riskisuhteen, minkä lisäksi sijoittaja saa option arvon purkautumisesta pidemmällä aikavälillä. Alma Median pienen kurssinousun jälkeen nostamme tavoitehintamme 4,0 euroon ja nostamme suosituksemme Lisää-tasolle (aik. Vähennä).

Liiketoimintarakenne on terävöitynyt

Ilkka on toteuttanut merkittävän rakennemuutoksen viime vuosina luopuessaan painoliiketoiminnasta (2024) ja medialiiketoiminnasta (2025). Nykyään Ilkka on markkinointi-, teknologia- ja datapalveluja tarjoava konserni, joka toimii Suomessa sekä kansainvälisesti (noin 15 % lv:sta) pääosin Ruotsissa ja Lähi-idässä. Liiketoiminnasta yli 60 % muodostuu jatkuvalaskutteisesta ohjelmistoliiketoiminnasta ja loput on pääasiassa palveluliiketoimintaa. Summa Collective nimellä toimiva kokonaisuus on rakentunut yritysostojen kautta ja tytäryhtiöt toimivat edelleen omilla brändeillään. Näistä suurimmat ovat Liana Technologies ja Profinder sekä pienempiin yhtiöihin kuuluvat Evermade, MySome ja Myynninmaailma. Yhtiöiden toiminta on kokonaisuudessaan varsin itsenäistä, mutta tiettyjä synergioita yhtiöiden välillä haetaan muun muassa ristiinmyynnin ja toimialaosaamisen kautta. Odotamme yhtiön päivittävän strategiaansa ja taloudellisia tavoitteitaan lähitulevaisuudessa vastaamaan tarkemmin nykyistä liiketoimintakokonaisuutta. Arvioimme yhtiön korostavan tulevassa strategiassaan etenkin kansainvälistä kasvua, mistä Lianalla on jo näyttöjä, kun taas Profinder on vasta käynnistänyt kansainvälistymisensä Ruotsiin.

Suunta on oikea, mutta tehoja pitää saada lisää irti

Tähän asti pääosin 2020-luvulla rakennetun markkinointi- ja teknologiapalvelut-kokonaisuuden orgaaninen kehitys on ollut suhteellisen vaisua etenkin kannattavuuden osalta. Tänä vuonna kannattavuudessa on nähty selvä tasokorjaus, mitä tukee erityisesti Profinder-yrityskauppa ja yhtiön omat säästötoimenpiteet. Suhteessa liiketoiminnan rakentamiseen käytettyihin pääomiin on tulostaso edelleen vaisu, ja yrityskauppoihin käytettyjen pääomien tuotto on sitä kautta jäänyt matalaksi. Jatkuvilla liiketoiminnoilla on edellytykset muodostua yhtiölle arvoajuriksi, mutta tämä edellyttää nykyisen liiketoiminnan kannattavan kasvun jatkumista. Jatkossa näemme myös hyvin mahdollisena, että yhtiö haluaisi kasvattaa nykyistä kokonaisuutta edelleen yritysostoin, minkä yhtiön vahva tase myös mahdollistaa.

Osingosta ja tuloskasvusta muodostuu kiitettävä tuotto-odotus, arvon purkautuminen on positiivinen optio

Olemme lähestyneet Ilkan arvostusta ensisijaisesti osien summa - laskelman kautta, sillä mielestämme se huomioi parhaiten Ilkan merkittävän Alma Media -omistuksen arvon. Osien summa – laskelmamme indikoima arvo on 6,5 euroa (aik. 6,2€). Ilkan osake hinnoitellaan siten merkittävällä alennuksella suhteessa tähän sekä jo pelkästään Alma Media omistukseen (4,6€/osake). Merkittävä alennus osien summaan on kuitenkin mielestämme perusteltu, sillä emme näe ajureita tämän purkautumiseen ainakaan lyhyellä aikavälillä, etenkin kun yhtiön poikkeuksellisen hallintorakenteen päivittäminen (osakesarjojen yhdistäminen) ei edennyt tänä vuonna ylimääräisessä yhtiökokouksessa. Toistaiseksi osakkeen tuotto-odotus kytkeytyy noin 6 %:n osinkotuottoon, jatkuvien liiketoimintojen tuloskasvuun sekä Alma Median kehitykseen, joista voi itsessään muodostua jo kiitettävä tuotto. Tämän päälle mahdollinen arvon purkautuminen pidemmällä aikavälillä toimii sijoittajalle positiivisena optiona. Tuotto-riskisuhde on siten nykyarvostuksella mielestämme hyvä.

Suositus

Lisää

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

4,00 EUR

(aik. 3,75 EUR)

Osakekurssi:

3,70 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	53,9	37,9	40,1	42,3
kasvu-%	-4 %	-30 %	6 %	5 %
EBIT oik.	1,1	2,0	2,3	2,6
EBIT-% oik.	2,1 %	5,2 %	5,7 %	6,1 %
Nettotulos	6,0	4,6	4,5	4,8
EPS (oik.)	0,34	0,29	0,23	0,24

P/E (oik.)	9,3	12,6	15,9	15,1
P/B	0,5	0,6	0,6	0,6
Osinkotuotto-%	6,9 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %
EV/EBIT (oik.)	61,6	42,8	36,1	31,9
EV/EBITDA	26,4	16,9	14,4	13,4
EV/Liikevaihto	1,3	2,2	2,1	1,9

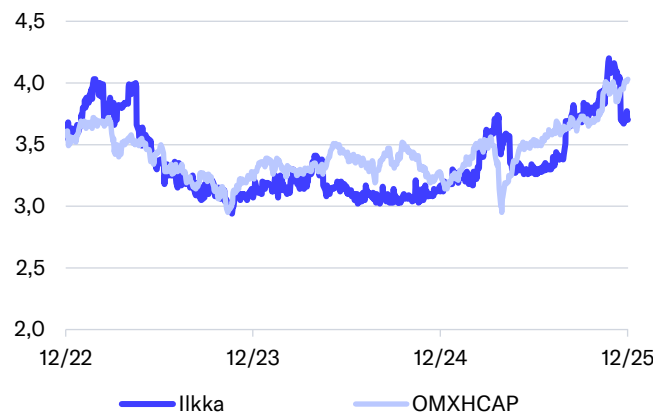
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

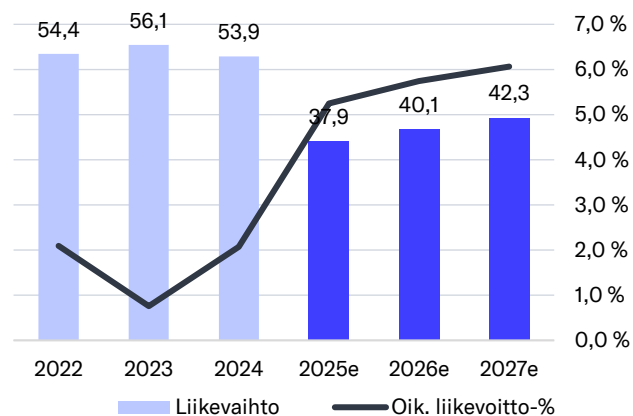
Ilkka-konsernin jatkuvien toimintojen liikevaihdon (2024: 30,8 MEUR) ja oikaistun oman toiminnan liikevoiton (2024: -0,4 MEUR) arvioidaan nousevan edellisvuodesta.

Osakekurssi



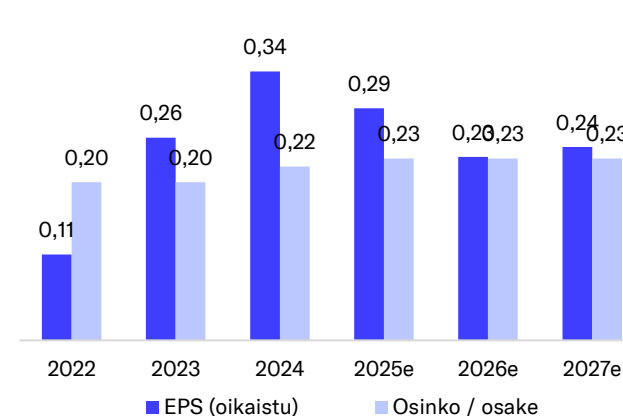
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Pääoman käytön tehostaminen ja sitä kautta osien summan purku
- Kustannustehokkuuden parantuminen
- Markkinointi- ja teknologiapalveluiden kasvu ja kannattavuuden skaalautuminen
- Alma Median arvonkehitys ja osinkovirta
- Hallintorakenteen uudistaminen ja osakesarjan yhtenäistäminen

Riskitekijät

- Virheet pääoman allokoinnissa esimerkiksi epäonnistumalla yritysjärjestelyissä
- Talouskehitykseen ja suhdannevaihteluihin liittyvät riskit
- Tekoälyn kehitys voi disruptoida osan yhtiön palveluista ja tuotteista
- Epäonnistuminen hallintorakenteen päivittämisessä

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	3,70	3,70	3,70
Osakemäärä, milj. kpl	25,4	25,4	25,4
Markkina-arvo	94	94	94
Yritysarvo (EV)	85	83	82
P/E (oik.)	12,6	15,9	15,1
P/E	20,2	20,9	19,5
P/B	0,6	0,6	0,6
P/S	2,5	2,3	2,2
EV/Liikevaihto	2,2	2,1	1,9
EV/EBITDA	16,9	14,4	13,4
EV/EBIT (oik.)	42,8	36,1	31,9
Osinko/tulos (%)	125,8 %	129,9 %	121,3 %
Osinkotuotto-%	6,2 %	6,2 %	6,2 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-8
Sijoitusprofiili	9-11
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	12-13
Toimiala ja kilpailu	14-16
Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys	17-19
Ennusteet	20-24
Arvonmääritys	25-28
Taulukot	29-33
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	34

Ilkka lyhyesti

Ilkka on markkinointi-, teknologia- ja datapalveluja tarjoava konserni, joka palvelee yritysasiakkaita sekä Suomessa että kansainvälisesti.

30,8 MEUR

Jatkuvien liiketoimintojen liikevaihto 2024

-0,4 MEUR

Jatkuvien liiketoimintojen oikaistu oman toiminnan liikevoitto 2024

59 %

Jatkuvalaskutteen liikevaihdon osuus 2024

10,9 %

Omistus Alma Median osakkeista

330

Henkilöstömäärä

2010-2015

Heikko yleinen talouskasvu ja media- sekä painotoimialan murros aiheuttavat yhtiön liikevaihtoon ja kannattavuuteen painetta

Panostuksia digitaalisiin tuotteisiin ja palveluihin

Pieniä järjestelyjä medialiiiketoiminnoissa, omistusosuutta Alma Mediassa kasvatettiin

2016-2018

Painetun median rakenteellinen murros painaa tuottoja talouden piristymisestä huolimatta

Ensimmäiset panostukset digitaalisen markkinoinnin ja viestinnän palveluihin laajentamiseksi

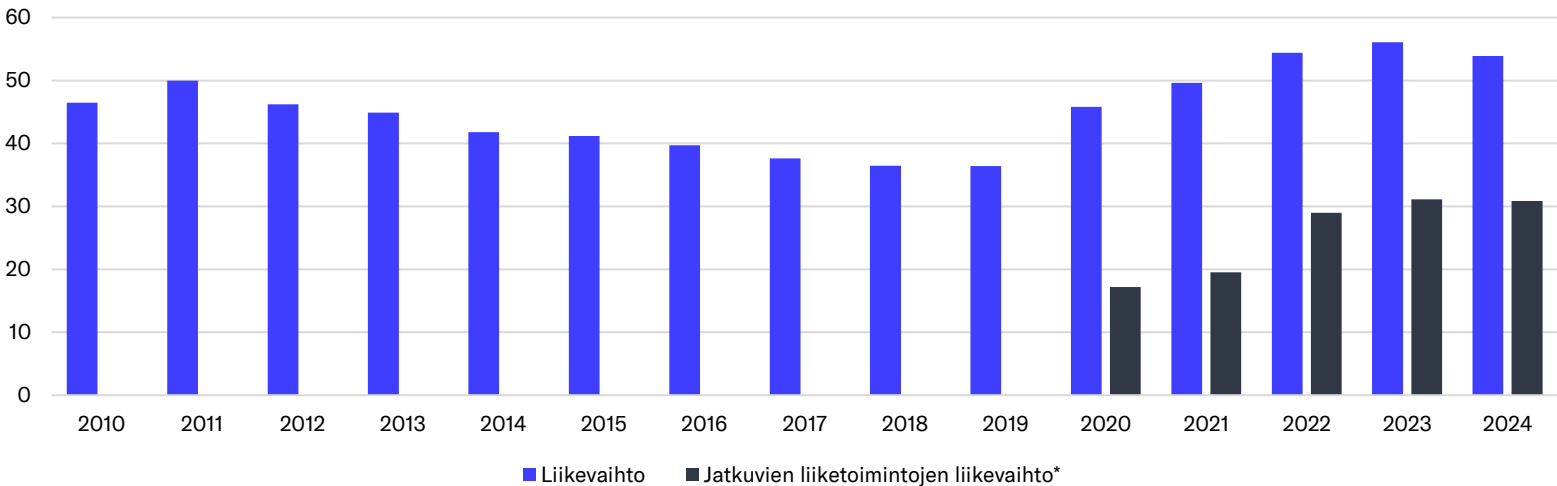
Taloudellinen asema vahvistuu merkittävästi Alma Median osakkeiden myynnillä, omistusosuus laskee 10,9 %:iin

2019-2025

Useita yritysostoja markkinointi- ja teknologiapalvelujen laajentamiseksi

Painoliiketoiminnasta luopuminen ja medialiiiketoiminnan siirtyminen Kaleva365:lle vähemmistöosuutta vastaan – fokus täysin markkinointi ja teknologiapalveluissa

Liikevaihdon kehitys



*Markkinointi- ja teknologiapalveluiden liikevaihto. Ilkan medialiiiketoiminta siirtyi Kaleva365:lle vuonna 2025.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Ilkka lyhyesti

Ilkka tuottaa markkinointi-, viestintä-, data- ja teknologiapalveluita Suomessa sekä ulkomailla. Yhtiö koostuu nykyään yhdestä liiketoiminta-alueesta (markkinointi- ja teknologiapalvelut) yhtiön myytyä painoliiketoimintansa vuonna 2024 ja medialiiketoimintojen siirryttyä Kaleva Medialle vuonna 2025 (Ilkalla 35 %:n vähemmistöosuus). Rakennemuutoksen jälkeen yhtiö on päivittämässä strategiaansa ja arviomme mukaan myös selkeyttämässä organisaatiomalliaan vuoden 2025 lopulla.

Konsernilla on lisäksi muita osakkuusyhtiöomistuksia, mutta sen arvoltaan ylivoimaisesti suurin omistus on kuitenkin vähemmistöosuus (10,9 %) listatun Alma Median osakekannasta.

Ilkan jatkuvan liiketoiminnan eli markkinointi- ja teknologiapalveluiden liikevaihto vuonna 2024 oli 30,8 MEUR ja liikevaihto on kasvamassa vuonna 2025 selvästi Profinder-yrityskaupan myötä. Liikevoitto oli -2,9 MEUR. Konsernin operatiivista kehitystä paremmin kuvaava ja mm. osakkuusyhtiöiden tuloksista sekä hankintamenojen poistoista puhdistettu oikaistu oman toiminnan liikevoitto oli -0,4 MEUR (oik. EBIT-% 1,4 %). Myös tämä on kääntynyt vuoden 2025 puolella selvän positiiviseksi (Q1-Q3'25: 1,4 MEUR) Profinderin ja sopeutustoimien tukemana.

Markkinointi- ja teknologiapalvelut muodostavat Summa Collectiven

Yhtiön markkinointi- ja teknologiapalveluihin kuuluvat tytäryhtiöt toimivat edelleen omilla brändeillään, mutta yhtenäisesti yritysjoukkoa kutsutaan Summa Collectiveksi. Tärkeimmät tytäryhtiöt ovat Liana Technologies, Evermade, Myynninmaailma, MySome ja Profinder. Arviomme mukaan organisaatorakennetta tullaan aikanaan selventämään

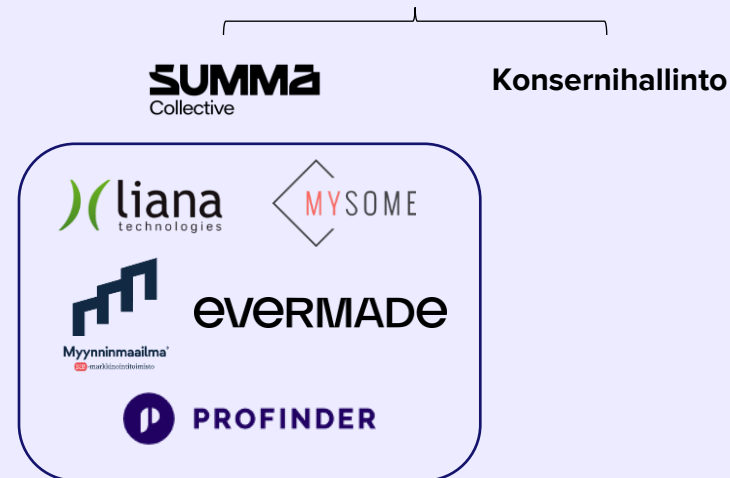
nykyisestä moniportaisesta organisaatiosta (Ilkka, Summa Collective ja omilla brändeillä toimivat tytäryhtiöt).

Liana Technologies on yksi Pohjoismaiden suurimmista markkinointiteknologian toimijoista. Liana tarjoaa asiakkailleen markkinoinnin automaatiopalveluja, jotka tuovat sen tuotoista käsityksemme mukaan noin kaksi kolmasosaa. Lisäksi se toteuttaa verkkopalveluratkaisuja ja viestintäratkaisuja, joiden tuotot muodostavat noin kolmasosan liikevaihdosta. Yhtiön pääasiallinen kohdemarkkina on Suomi, joka tuo arviomme mukaan noin 70 % liikevaihdosta, mutta toimistoja yhtiöllä on lisäksi Tukholmassa, Pariisissa, Münchenissa, Dubaissa ja Hongkongissa. Kansainvälistyminen on olennaisessa roolissa yhtiön kasvustrategiassa ja viime aikoina kansainvälinen liikevaihto onkin kehittynyt selvästi kotimarkkinaa vahvemmin. Ilkka osti yhtiön vuonna 2020 ja sen pohjalle yhtiön markkinointi- ja teknologiapalvelut – segmentti käytännössä rakentui. Lianan liikevaihto vuonna 2018 oli 14,2 MEUR, mutta tämän jälkeen liiketoiminta on kasvanut.

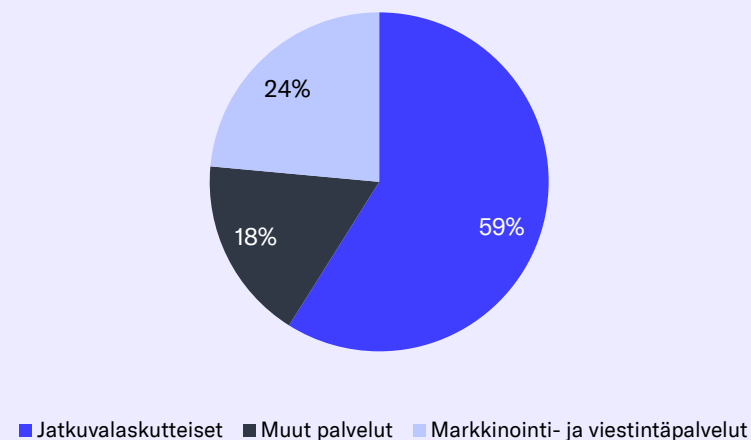
Evermade on Suomen suurin WordPress -toimisto, joka keskittyy verkkosivujen ja -palveluiden suunnitteluun, analytiikkaan, kehittämiseen, optimointiin ja ylläpitoon. Ilkan tytäryhtiö Liana osti Evermaden vuonna 2022.

Myynninmaailman palveluihin kuuluu markkinoinnin strateginen suunnittelu, auditoinnit ja koulutukset. Lisäksi yhtiö tekee sisällöntuotantoa, digitaalista mainontaa, markkinoinnin ja myynnin automaattioratkaisuja, verkkosivustoja ja kuvauksia palveluina. Ilkka osti yhtiön vuonna 2019 ja yhtiö on myöhemmin otettu mukaan markkinointi- ja teknologialiiketoimintoihin. Yhtiö on tehnyt tämän jälkeen myös pieniä yritysostoja ostaessaan Digimoguli Oy:n vuonna 2020 ja Differo Oy:n vuonna 2022.

ilkka



Markkinointi- ja teknologiapalveluiden liikevaihdon jakauma 2024



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

MySome on sosiaalisen median markkinoinnin asiantuntijatoimisto. Yhtiön palveluihin kuuluu sosiaalisen median sisältöjen suunnittelu, copywriting, graafinen työ, kuvaus, kohdennettu mainonta ja yhteisömanagerointi. Yhtiöllä on sosiaalisen median markkinoinnissa vahva markkina-asema. Ilkka osti yhtiön vuonna 2021.

Profinder kerää, analysoi ja jalostaa dataa eri lähteistä ja tarjoaa asiakkailleen muun muassa B2B- ja B2C-kohderyhmäpalveluja. Yhtiön palvelut ovat myös integroitavissa asiakkaiden omiin CRM-järjestelmiin (esim. Hubspot tai Salesforce). Profinder toimii käytännössä vielä vain Suomessa, mutta yhtiö on parhaillaan laajentumassa myös Ruotsiin yhtiön uskoessa sen käyttöliittymän ja tuotteen yleisesti olevan myös täällä kilpailukykyinen. Ilkka osti yhtiön vuoden 2024 lopussa ja kyseessä on Ilkan tuorein suurempi yritysjärjestely. Profinderin vuoden 2023 liikevaihto oli 5,9 MEUR ja käyttökate 0,7 MEUR. Liikevaihto ja tulos parani selvästi vuonna 2024 ja yhtiö on pysynyt kasvussa myös 2025.

Suurin osa liikevaihdosta jatkuvaa

Markkinointi- ja teknologiapalveluiden eli Ilkan jatkuvien liiketoimintojen liikevaihdosta vuonna 2024 59 % muodostui jatkuvalaskutteisista palveluista. Jatkuvalaskutteinen liikevaihto on kasvanut viime vuosina hyvin (myös orgaanisesti) ja vuonna 2025 osuus on kasvamassa edelleen Profinder-yritystön tuoman tuen myötä. Jatkuvalaskutteinen liikevaihto tulee pääasiassa Lianasta ja Profinderista, mutta myös Evermadessa, MySomessa ja Mynninmaailmassa on jatkuvien palveluiden liiketoimintamalleja ja näiden osuutta pyritään kasvattamaan edelleen.

Markkinointi- ja viestintäpalvelut muodostivat 24 % vuoden

2024 liikevaihdosta. Kyseinen liikevaihtoerä koostuu pääasiassa Mynninmaailmasta ja MySomesta. Erä on laskenut voimakkaasti viime vuosina näiden palveluiden ollessa herkempiä taloudellisen tilanteen muutoksille. Haasteet ovat käsityksemme mukaan sijoittuneet erityisesti Mynninmaailmaan, kun taas MySomen vahva markkina-asema on suojannut yhtiötä hieman paremmin. Erän suhteellinen osuus tulee laskemaan vuonna 2025 edelleen. Kokonaisuudessa erilaisten markkinointi- ja teknologiapalveluiden kysyntä on riippuvaista yleisestä talouskehityksestä, mutta jatkuvissa palveluissa muutokset ovat hitaampia ja loivempia jatkuvaluonteisuuden vuoksi.

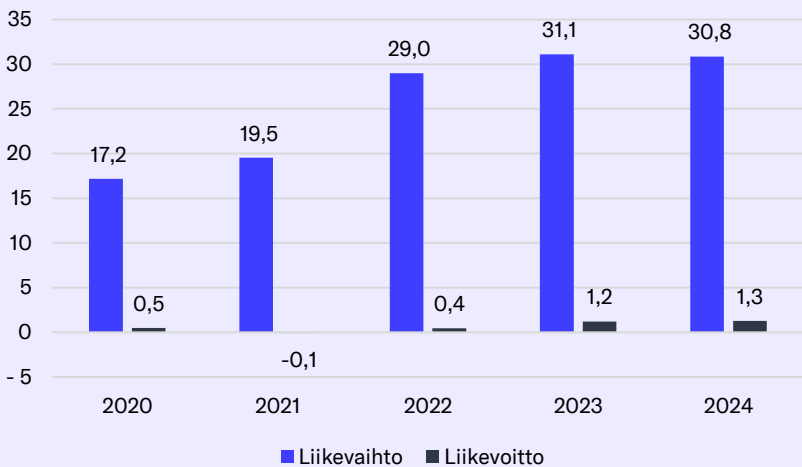
Muut palvelut vastasivat 18 % liikevaihdosta vuonna 2024 ja osuus tulee kasvamaan vuonna 2025 Profinderin integraation myötä, missä kertaluonteinen (mm. postituspalvelut) kauppa on kehittynyt vahvasti.

Mediapalvelut mukana osakkuusyhtiön kautta

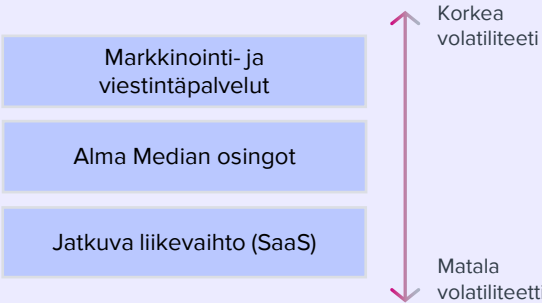
Ilkan viime vuosien rakennemuutoksessa merkittävä askel oli, kun yhtiö luopui Mediapalveluista huhtikuussa 2025. Mediapalvelut siirtyivät ilman käteisvastiketta Kaleva Median omistukseen, mutta vastineeksi Ilkasta tuli Kaleva Median omistaja 35 %:n osuudella. Vanhan Mediapalvelut-liiketoimintayksikön muodosti I-Mediat, joka julkaisee Ilkka-Pohjalainen maakuntalehteä, sekä viittä paikallislehteä ja kahta kaupunkilehteä.

Mediapalvelut muodostivat vuonna 2024 vielä 43 % konsernin liikevaihdosta (23,1 MEUR) ja sen liikevoitto oli 1,0 MEUR. Haasteena liiketoiminnassa oli pieni koko, mikä yhdessä jatkuvan markkinan rakenteellisen muutoksen ja kustannusinflaation myötä teki kannattavan liiketoiminnan harjoittamisesta haastavaa. Siksi yhdistyminen suurempaan kokonaisuuteen olikin mielestämme järkevä liike.

Jatkuvien liiketoimintojen kehitys (MEUR)*



Tuottojen toistuvuus ja ennakoitavuus



* Huom. Liikevaihto sisältää markkinointi- ja viestintäpalvelut koko ajanjakson osalta, jotka ennen 2023 kuuluivat mediapalveluihin. Liikevoitto ennen 2022 ei täysin vertailukelpoinen.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Kaleva Media on oululainen monimediayhtiö, joka omistaa yli 20 paikallista mediaa. I-median ja Kaleva365:n myötä yhdistynyt Kaleva Media tavoittaa lukijoita etenkin Pohjanmaan, Etelä-Pohjanmaan ja Lapin alueella. Yhdistyneellä Kaleva Medialla on noin 140 000 tilaajaa, joista noin 50 000 on digitilauksia. Yhtiön medioiden viikoittainen tavoitavuus on noin 850 000 ihmistä, ja yhtiö tavoittelee tämän nostamista miljoonaan.

Yhdistymisen yhteydessä uuden kokonaisuuden yhteenlaskettu vuoden 2024 pro forma –liikevaihto oli noin 60 MEUR ja käyttökate noin 4 MEUR. Yhtiö on sopeuttanut kulurakennettaan tämän jälkeen tavoitellen kulusynergioita yhdistyneelle kokonaisuudelle. Siten tämän hetkinen run rate –tulostaso voi olla annettua pro forma –lukua vahvempi. Pitkällä aikavälillä orgaaninen tuloskasvunäkymä on osaltaan riippuvainen miten yhtiö onnistuu kasvattamaan digitilaajien määrää perinteisen painetun median rakenteellisen laskun jatkuessa. Uskomme Kaleva Median pyrkivän jatkossakin konsolidoimaan pieniä paikallisia medioita ja panostavan digitaalisiin sisältöihin, mutta jakavan osan voitoista myös omistajilleen, mitä kautta myös Ilkka voi saada yhtiöstä pientä osinkovirtaa.

Konsernilla merkittävä omistus Alma Mediassa

Operatiivisen liiketoiminnan ja Kaleva Median - vähemmistön lisäksi Ilkalla on arvoltaan merkittävä osakeomistus Alma Mediassa, kun se on yhtiön kolmanneksi suurin omistaja 10,9 %:n omistuksellaan. Omistuksen myötä Ilkka saa myös merkittävää vuotuista osinkovirtaa Alma Medialta, mikä mahdollistaa operatiivista kassavirtaa suuremman osingon. Lisäksi Ilkka omistaa 45,2 %:n osuuden Arena Partnersista, joka omistaa useita pieniä digitaalisia liiketoimintoja.

Poikkeuksellinen hallintorakenne peruja paikallisesta medialiiketoiminnasta

Ilkalla on pohjalaiseen medialiiketoimintaan kytkeytyvän historiansa vuoksi varsin poikkeuksellinen hallintorakenne ja yhtiöjärjestys, jolla on pyritty torppaamaan mahdolliset yritykseen kohdistuvat yritysostoaikeet. Poikkeuksena korostuu muun muassa yhtiökokouksen määräämä hallintoneuvosto, joka määrää hallituksen. Jäsenet hallintoneuvostossa valitaan yhtiökokouksessa 4 vuodeksi kerrallaan, joten neuvoston rakenne muuttuu varsin hitaasti. Toinen poikkeavuus Ilkan yhtiöjärjestyksessä on ”äänileikkuri”, jonka myötä yksittäinen osakkeenomistaja ei saa käyttää suurempaa äänimäärää kuin yhden kahdeskymmenesosan (1/20 eli 5 %) yhtiökokouksessa edustetuista äänesti. Lisäksi yhtiöllä on kaksi eri osakesarjaa, josta toinen (I-sarja) oikeuttaa 20-kertaiseen äänimäärään toiseen (II-sarja) likvidimpään osakesarjaan nähden.

Poikkeuksellinen hallintorakenne on herättänyt omistajakunnassa eriäviä mielipiteitä ja keskustelua, ja hallintorakenteen uudistamisesta ja osakesarjojen yhdistämisestä tehtiinkin ehdotus ylimääräiselle yhtiökokoukselle vuonna 2025. Hajaantuneiden osakkeenomistajanäkemyksen vuoksi Ilkan hallitus ei nähnyt edellytyksiä hallintorakenteen muokkaukselle, mutta osakesarjojen yhdistämisestä päädyttiin äänestämään 27.11.2025 järjestetyssä ylimääräisessä yhtiökokouksessa. Yhtiökokous kuitenkin lopulta hylkäsi ehdotuksen osakesarjojen yhdistämisestä, ja siten varsinaisia muutoksia yhtiön yhtiöjärjestykseen ei tehty. Pidämme poikkeuksellista yhtiöjärjestystä ja hallintorakennetta yhtenä syynä yhtiön arvostuksen merkittävään alennukseen sen osien summaan nähden.

Ilkan Alma Media omistuksen arvon kehitys (MEUR, ilman osinjoja)



Sijoitusprofiili

Oman liiketoiminnan rakenne selkeytynyt, mutta Alma Median merkitys sijoitustarinassa on vielä suuri

Ilkan liiketoiminta on kokenut merkittäviä rakennemuutoksia viimeisten vuosien aikana ja medialiiketoiminnoista irtaantumisen jälkeen yhtiön oma liiketoiminta profiloituu markkinointi-, teknologia- ja datapalveluiden kasvuyhtiöksi. Nykyisen kokonaisuuden potentiaalissa on selvästi vielä ulosmitattavaa erityisesti kannattavuuden osalta ja siten yhtiön voi jossain määrin profiloida myös käänneyhtiöksi. Taseaseman puolesta Ilkka taas on erittäin vakavarainen yhtiö, mikä laskee riskiprofiilia ja mahdollistaa epäorgaaniset kasvumahdollisuudet. Sijoitustarinassa korostuu kuitenkin voimakkaasti myös Alma Median omistus, joka onkin yhtiön omaa liiketoimintaa arvokkaampi palanen. Siten sijoituskohteena yhtiö profiloituu selvästi arvoyhtiöksi ja kokonaisuutta hinnoitellaan pörssissä osien summan kautta erityisesti omasta liiketoiminnasta irrallisen Alma Media omistuksen takia.

Positiiviset arvo-ajurit

Markkinointi-, teknologia- ja datapalveluiden kannattava kasvu. Rakennemuutoksen myötä Ilkan fokus operatiivisessa tekemisessä on nyt puhtaasti markkinointi-, teknologia- ja datapalveluiden kannattavassa kasvussa. Erityisesti jatkuvien liikevaihtoerien kasvun myötä kannattavuudella on selvät edellytykset skaalautua. Jatkuvalaskutteisten tuottojen arvo on niiden paremman ennustettavuuden vuoksi kertaluonteista tuottoa korkeampi ja siten SaaS-liikevaihdon suhteellisen osuuden kasvu tukee myös operatiivisen liiketoiminnan hyväksyttävää arvostusta.

Alma Media kehitys. Alma Media -osakkeet muodostavat nähdäksemme suurimman osan konsernin arvosta. Näin ollen Alma Median liiketoimintojen kehityksen merkitys Ilkan

osakkeenomistajille on erittäin olennainen. Alma Medialla on näkemyksemme mukaan hyvät mahdollisuudet arvonaluontiin keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä ja myös sen voitonjakopolitiikan ansiosta odotamme Ilkan saavan merkittävää osinkovirtaa myös jatkossa.

Yritysjärjestelyt ja pääoman käytön tehostuminen. Ilkalla on vankan taseen ansiosta edellytykset arvoa luovaan (RONIC > WACC) pääoman allokoointiin yritysostojen muodossa. Näytöt yritysjärjestelyistä ovat mielestämme vaisut ja ostokohteista on maksettu ainakin niiden nykyiseen tulokuntoon nähden korkeahko hintalappu. Osien summassa piilevän arvon vuoksi näkisimme omien osakkeiden oston järkeväksi ja vähäriskisemmäksi tavaksi luoda arvoa, vaikka lukuisat sisäpiirihankkeet ja kahden osakkeen sarja ovat ymmärrettävästi tehneet tästä haastavaa.

Hallintorakenteen päivitys ja osakesarjan yhtenäistäminen lisäisi läpinäkyvyyttä hallintoon, likviditeettia osakkeeseen ja tekisi ostotarjouksesta mahdollisen, mitkä itsessään voisivat toimia perusteena osakkeen nykyistä pienemmälle alennukselle osien summaan. Osakesarjojen yhdistämisestä äänestettiin vuoden 2025 ylimääräisessä yhtiökokouksessa, mutta tässä äänestyksessä ehdotusta ei hyväksytty.

Negatiiviset arvoajurit ja riskit

Pääoman allokoinnin virheet ja sitä kautta heikko pääoman tuotto. Ilkan pääoman tuotto on heikko, mikä viestii siitä että pääoman allokoinnissa ja tehokkaammassa käytössä olisi parantamisen varaa. Riskinä pääoman allokoinnissa olisi muun muassa se, että yhtiö käyttäisi tasettaan merkittävästi kalliisiin yritysostoihin, eikä yhtiö saisi oman liiketoiminnan kannattavuutta parannettua. Sijoittajan kannalta riskinä on, että yhtiön osien summassa oleva arvo

(erityisesti Alma Median osakkeet) ei pääse purkautumaan, mikäli ylimääräisiä pääomia allokoidaan heikosti. Pääoman tuottojen osalta on kuitenkin hyvä huomioida, että merkittävä Alma Media omistus myös painaa tätä, sillä nämä näkyvät tuotoissa vain osinkojen kautta (kyseisen pääoman tuotto käytännössä osinkotuotto-%).

Ostokohteiden integraatoriskit. Liian korkean hintalapun lisäksi myös ostokohteiden integrointiin liittyy aina riskejä ja synergioiden ulosmittaus on usein haastavaa.

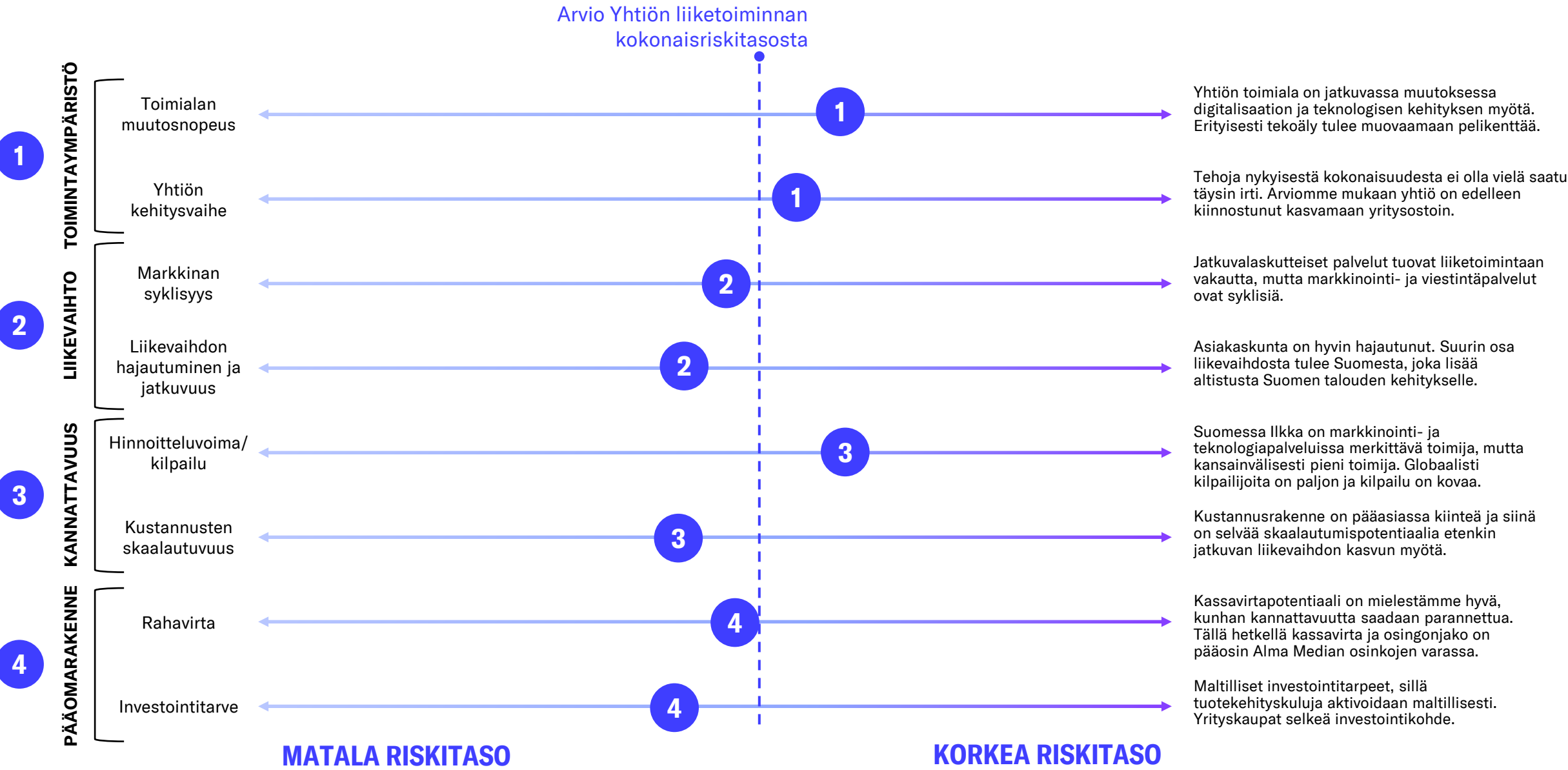
Teknologiapalveluiden kasvattamisessa epäonnistuminen. Digitaalinen markkinoinnin kilpailukenttä muuttuu aktiivisesti, ja pysyäkseen kilpailukykyisenä teknologisessa kehityksessä tulee pysyä aallon harjalla. Mikäli operatiivisen toiminnan kannattavassa kasvussa ei onnistuta häviää osakkeelta yksi tärkeä arvoajuri.

Teknologiset riskit. Tekoäly tulee muuttamaan useiden digitaalisten markkinoinnin työkalujen toiminallisuuksia ja mahdollisesti myös disruptoimaan osan pelureista pois markkinalta. Siten tekoälyn osalta on kriittistä, että yhtiö pysyy kehityksessä aallon harjalla. Toisaalta, mikäli kehityksessä pysyy muita edelle, voi teknologian kehitys tarjota myös mielenkiintoisia mahdollisuuksia.

Alma Median kehitys. Suurin osa Ilkan arvosta muodostuu sen Alma Media omistuksen kautta, ja mikäli Alma Median liiketoiminnassa ilmenisi haasteita heijastuisi tämä myös Ilkan arvoon.

Suhdanneriskit. Ilkan liiketoiminnan suhdanneherkkyys on suhteellisen korkea, mikä on näkynyt viime vuosina etenkin markkinointi- ja viestintäpalveluissa.

Liiketoiminnan riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1

Merkittävän rakennemuutoksen jälkeen fokusoituminen markkinointi- ja teknologia- ja datapalveluihin

2

Osien summassa arvoa etenkin Alma Media – omistuksen kautta

3

Hallintorakenteen uudistaminen voisi kaventaa alennusta osien summaan

4

Yritysjärjestelyissä onnistuminen keskeistä arvon kehityksen kannalta

5

Vakavarainen tase mahdollistaa avokätisen voitonjaon

Potentiaali

- Pääoman käytön tehostaminen ja sitä kautta osien summan purku
- Jatkuvien liiketoimintojen kannattava kasvu
- Alma Median arvoa luova kannattava kasvu
- Arvoa luovat yritysjärjestelyt
- Hallintorakenteen uudistaminen ja osakesarjan yhtenäistäminen

Riskit

- Virheet pääoman allokoinnissa esimerkiksi epäonnistumalla yritysjärjestelyissä
- Tekoälyn kehitys voi disruptoida osan yhtiön palveluista ja tuotteista
- Epäonnistuminen hallintorakenteen päivittämisessä

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

Liiketoimintaprofiili selkeytynyt rakennemuutoksen myötä, strategiaan odotettavissa päivityksiä

Viime vuosina Ilkka on rakentanut uutta markkinoinnin ja viestinnän teknologioihin keskittyntä liiketoiminnan tukijalkaa taantuvien media- ja painoliiketoimintojen rinnalle. Keskeinen lähtölaukaus uudelle liiketoiminnalle oli Lianan hankinta vuonna 2020, minkä jälkeen yhtiö on kasvattanut liiketoimintaa muillakin yritysostoilla. Vuonna 2024 yhtiö lopulta luopui painoliiketoiminnasta ja vuonna 2025 yhtiö luopui medialiiketoiminnoista. Tämän murroksen kautta konsernin oman operatiivisen liiketoiminnan rakenne on selkiytynyt merkittävästi viime vuosien aikana ja tällä hetkellä yhtiön strategia keskittyy puhtaasti kannattavaan kasvuun markkinointi- ja teknologia- ja dataliiketoiminnoissa. Yhtiö tulee arviomme mukaan vielä vuoden 2025 puolella päivittämään strategiaansa, jossa oletettavasti selkiytetään samalla myös yhtiön organisaatio- ja raportointimallia.

Summa Collectivessa haetaan synergioita tytäryhtiöiden välillä

Ilkka järjesteli sen liiketoimintoja jo vuoden 2023 strategiapäivityksen yhteydessä ja yhtiö yhdisti sen markkinointiin, viestintään ja teknologioihin keskittyneet liiketoiminnot Summa Collectiven alle. Summa Collective nimen rooli oli erityisesti yhdistää ostetut liiketoiminnot, eikä sen rooli esimerkiksi markkinointimielessä ole noussut käsityksemme mukaan erityisen suureksi. Siten emme uskokaan, että kyseisellä brändillä itsessään olisi erityisen paljon arvoa. Tytäryhtiöt toimivat edelleen itsenäisesti omilla nimillään.

Ilkan tarkoituksena on ollut antaa eri yhtiöiden keskittyä itsenäisesti niiden erikoisosaamiseen. Samalla pyrkimys on kuitenkin, että konserniyhtiöt voivat tarjota erilaisia

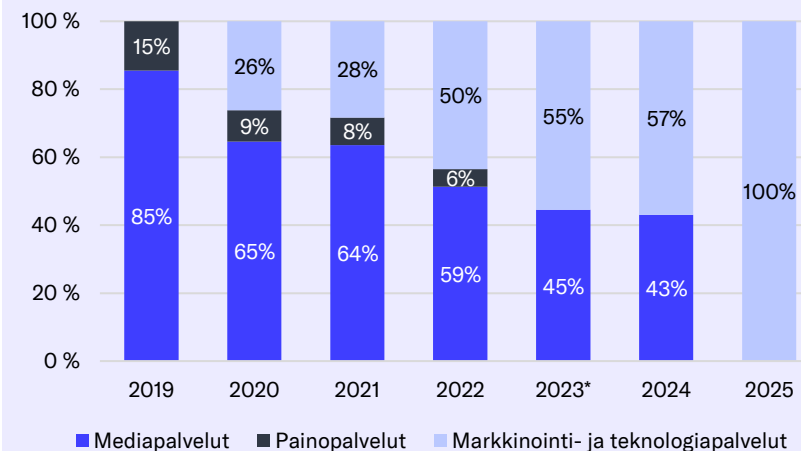
palvelukokonaisuuksia riippuen asiakastarpeesta ja harjoittaa tätä kautta ristiinmyyntiä. Näin ollen eri yhtiöiden avulla pyritään saamaan suurempia osuuksia yhtiöiden viestintä- ja markkinointipanostuksista ja siten vahvistamaan konsernin Markkinointi- ja teknologiapalveluiden kasvumahdollisuuksia. Käsityksemme mukaan tiettyä ristiinmyyntiä on tapahtunut, mutta kehittymisvaraa on edelleen paljon, eikä Summa Collective -kokonaisuuden myyntisynergioita olla vielä mielestämme realisoitu. Myyntisynergioita mahdollisesti suurempi merkitys on ollut laaja-alaisempi markkinaymmärrys Summa Collectiven kautta, minkä pitäisi tukea myös yhtiöiden tuotekehitystä pitkällä aikavälillä.

Kansainvälistyminen olennaisessa roolissa kasvustrategiaa

Orgaanisen kasvun osalta kansainvälisten liiketoimintojen kasvattaminen on yksi tärkeä elementti. Kansainväliset liiketoiminnot kattavat tällä hetkellä käsityksemme mukaan noin 15 % yhtiön liikevaihdosta ja arviomme mukaan yhtiö haluaa kasvattaa näiden osuutta selvästi keskipitkällä aikavälillä. Kansainvälinen liiketoiminta painottuu tällä hetkellä pääasiassa Lianaan, jossa kansainvälinen liiketoiminta on jo noin 30 % ja siten yhtiön on jossain määrin jo todistanut kilpailukykyään kansainvälisesti. Uskomme yhtiön pyrkivän kasvattamaan osuutta edelleen jatkossa. Yhtiö panostaa kasvuun erityisesti Ruotsissa ja kehittyvillä markkinoilla Lähi-idässä.

Myös Profinder on parhaillaan laajentumassa Ruotsiin, sillä Suomen kohdemarkkinan kokoluokka tulee jossain vaiheessa väkisinkin vastaan. Yhtiö on vielä kuitenkin alkutekijöissä täällä ja näyttöjä onnistuneen kansainvälistymisen osalta yhtiöllä ei vielä ole.

Liikevaihdon jakauman muutos



* Huom: Vuoden 2023 osalta markkinointi- ja viestintäpalvelut osana markkinointi- ja teknologiapalveluita

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

Yrityskaupoilla halutaan kasvattaa kokoluokkaa edelleen

Arviomme mukaan epäorgaaninen kasvu on myös jatkossa osa yhtiön kasvustrategiaa, mille yhtiön vahva tase myös antaa edellytykset. Yritysjärjestelyjen kautta yhtiö voi saada pääomiaan tehokkaampaan käyttöön, mutta arvonluonnin kannalta luonnollisesti tärkeää on ettei ostokohteista makseta liikaa. Yritysjärjestelyiden kautta kasvavan kokoluokan myötä myös konsernihallintoon liittyvien kiinteiden kulujen osuutta kokonaisuudesta saadaan pienennettyä, kunhan hallinto ei kasva samassa mittakaavassa. Arviomme mukaan tytäryhtiöistä etenkin Liana voisi olla kiinnostunut kasvamaan epäorgaanisesti ja osallistumaan siten markkinoinnin automaation toimialan konsolidaatioon.

Suhtaudumme yhtiön yritysostohalukkuuksiin kuitenkin tietyllä varauksella, sillä näytöt aiemmista yrityskaupoista ei ole mielestämme erityisen vahvoja ainakaan liiketoiminnan nykyisellä tulostasolla. Nykyisen liiketoiminnan yritysostoihin on arviomme mukaan käytetty yli 50 MEUR ja tulostaso tänä vuonna reilu 2 MEUR, mitä kautta sijoitettujen pääomien tuotto on selvästi yksinumeroinen. Nykyisellä osakkeen arvostuksella vähäriskisempi ja varmempi tie omistaja-arvon kasvattamiseen olisi mielestämme oman osakkeen ostaminen ja mitätöinti, joskin sisäpiirihankkeet ja kahden osakkeen sarja ovat luoneet tähän esteitä.

Taloudelliset tavoitteet

Ilkan strategiset ja taloudelliset tavoitteet ovat:

Arviomme mukaan Ilkka päivittää myös taloudellisia tavoitteitaan mahdollisen strategiapäivityksen yhteydessä.

Emme kuitenkaan odota suuria muutoksia aiempiin tavoitteisiin, minkä myötä myös aikaisempien tavoitteiden tarkastelu on perusteltua.

Kasvun osalta yhtiö tavoittelee yli 10 %:n liikevaihdon kasvua sisältäen sekä orgaanisen että epäorgaanisen kasvun. Tavoite ei ole mielestämme vaativa huomioiden, että epäorgaaninen kasvu on tavoitteessa mukana. Nykyisten jatkuvien liiketoimintojen (markkinointi- ja teknologiapalvelut) orgaanisen kasvun näkymien pitäisi olla varsin hyvät, joten pidämme tavoitteen saavuttamista myös orgaanisesti mahdollisena ainakin yksittäisenä hyvänä vuonna. Kestävänä orgaanisena kasvutahtina emme pidä tavoitetta kovinkaan todennäköisenä huomioiden liiketoimintojen riippuvuus Suomen taloudesta, missä pitkän aikavälin talouskasvuennusteet ovat varsin maltilliset. Siten yritysostot ovat arviomme mukaan tarpeen, jotta tavoiteltu yli 10 %:n vuotuinen kasvu saavutetaan. Arviomme mukaan uudessa strategiassa tulee korostumaan erityisesti kansainvälisen liiketoiminnan merkitys liiketoiminnan kasvussa.

Kannattavuuden osalta yhtiö tavoittelee 10 %:n oikaistua oman toiminnan liikevoittoa. Pidemmän aikavälin historiallisten lukujen tarkastelu ei ole erityisen mielekästä medialiiketoiminnan vuoksi. Viime vuonna nykyisen liiketoimintakokonaisuuden eli jatkuvien liiketoimintojen oikaistu oman toiminnan liikevoitto oli vielä tappiollinen (-0,4 MEUR, -1 %). Tänä vuonna yhtiö on ennusteillamme tekemässä yli 5 %:n oikaistun oman toiminnan liikevoiton (2,0 MEUR), kun lukuihin on tullut mukaan vahvan kannattavuuden Profinder ja yhtiö on muutenkin tehnyt kulusopeutuksia. Mielestämme 10 %:n marginaalin saavuttaminen ei pitäisi olla haastavaa huomioiden, että

liiketoiminnasta suurin osa muodostuu jatkuvaveloitteisesta ohjelmistoliiketoiminnasta. Tavoitteeseen on kuitenkin matkaa nykytilanteesta, ja mielestämme on selvää ettei nykyisestä liiketoimintakokonaisuudesta olla saatu kaikkia tehoja irti. Toteutuakseen tavoitteen saavuttaminen vaatii nähdäksemme taakseen selvää kasvua, jolloin kulut pääsisivät skaalautumaan. Liikevaihtoeristä arvioimme etenkin markkinointi- ja viestintäpalveluiden heikon kehityksen painaneen viime aikoina kannattavuutta ja näiden paluu kasvuun tukisi myös kannattavuuskehitystä.

Vakavaraisuuden osalta yhtiö tavoittelee vähintään 40 %:n omavaraisuusastetta. Erittäin vahvan taseen ansiosta Ilkka täyttää vakavaraisuustavoitteensa ja Q3'25:n lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 90 %.

Osingonjakopolitiikka

Ilkan osingonjakopolitiikkana on pyrkimys jakaa konsernin vuosituloksesta vähintään puolet osinkoina. Yhtiön mukaan osingon jaossa otetaan kuitenkin huomioon tuloskehityksen lisäksi Ilkan taloudellinen asema, kannattavan kasvun vaatima rahoitus sekä tulevaisuuden näkymät ja kehitystarpeet. Maltilliset investointitarpeet ja vahva rahoitusasema mahdollistaa tämänkaltaisen osingopolitiikan. Merkittävänä muuttujina jaetun osingon osalta on mikäli suunnittelee yritysostoja ja Alma Median jakama osinko, joka muodostaa ison osan yhtiön tulovirrasta.

Toimiala ja kilpailukenttä 1/3

Markkinointitekniologiemarkkinat

Ilkka toimii pääasiassa markkinointipalvelu-, markkinointitekniologia- sekä yritystietomarkkinoilla, joissa on tiettyjä yhteneväisyyksiä (esim. yritystietoja käytetään markkinointitarkoituksissa) mutta kyseessä on kuitenkin käytännössä eri markkinat. Yhtiön kohdemarkkina on pääasiallisesti Suomi. Lianassa eli markkinointitekniologiassa myös erityisesti Ruotsi ja Lähi-itä ovat kohdemarkkinaa. Kansainväliset markkinat ovat myös olleet viime aikoina Suomen markkinoita vahvemmassa vedossa ja yhtiön liikevaihto kasvanut täällä Suomea nopeammin. Siten kansainvälisen liiketoiminnan osuus on tänä vuonna arviomme mukaan kasvanut (nykyään noin 15 % liikevaihdosta).

Tuoreita tilastoja markkinointitekniologiemarkkinoista eri markkina-alueilla ei nähdäksemme ole saatavilla, mutta mielestämme jo vuonna 2020 tehdyssä markkinatutkimuksessa (Valor Partners) huomion arvoista oli se, että Suomen markkina oli (500 MEUR) erittäin suuri suhteessa Markkinointi ja teknologiapalvelut-segmentin kokoon. Markkina koostuu kuitenkin useista eri osa-alueista (esim. asiakassuhdehallinta, markkinoinnin automaatio, sosiaalisen median hallinta, mainosalustat, data-ratkaisut, verkkokauppa-alustat, projektinhallintaratkaisut), ja vaikka isossa kuvassa kasvuvaraa Suomessa riittää, voi markkinan kokoluokka tulla vastaan tietyissä pienemmissä markkinan osa-alueissa. Globaalin markkinan osalta taas puhutaan eri lähteiden mukaan useista kymmenistä miljardeista. Kansainvälisesti markkinan kokoluokka ei muodosta estettä kasvulle.

Yritystietomarkkinat

Profinderin kautta Ilkka toimii myös Suomen yritystietomarkkinalla. Yleisiä yritys- ja kuluttajatietoja

käytetään tyypillisesti taloushallinnossa, lakiasioissa, strategian ja tuotteiden suunnittelussa sekä toimittajien hallinnoimisessa. Näitä tietoja voidaan myös soveltaa esimerkiksi kilpailija-analyyseissä, markkinoiden segmentoinnissa, toimittajien valinnassa ja laskutustietojen hallinnassa. Myynnin ja markkinoinnin tietoja käytetään esimerkiksi uusasiakashankintaan, asiakaskannan segmentointiin ja suoramarkkinointiin, mitkä ovat käsityksemme mukaan myös Profinderin kohdalla yleisimpiä käyttökohteita.

Toimialalla toimiva Enento (suomessa Asiakastieto-brändillä) on arvioinut myynti- ja markkinointidatamarkkinan kokoluokan olevan Suomessa noin 70 MEUR. Suomen lisäksi Profinder pyrkii kasvamaan myös Ruotsissa, jossa Enento on arvioinut vastaavan markkinan olevan noin 130 MEUR. Profinderin liikevaihdon ollessa selvästi alle 10 MEUR ei myöskään sen osalta markkinan koko rajoita yhtiön kasvunäkymää.

Kilpailutilanne on moninainen

Lianan teknologia kattaa useita viestinnän ja markkinoinnin automaatiopalveluita (markkinointiviestinnän automatisaatio, kanta-asiakasviestintä ja suoramarkkinointi). Eri palvelualueiden välillä kilpailutilanne ja kilpailijat kuitenkin usein vaihtelevat. Siten myös Lianan kilpailijat vaihtelevat palvelualueittain yhtiön tarjonnan ollessa laaja ja myös jossain määrin maantieteellisesti.

Markkinointiautomaatiossa toimii suuria kansainvälisiä toimijoita (mm. Salesforce ja Adobe) ja satoja pieniä toimijoita, mutta näiden asemoituminen markkinassa vaihtelee. Yritykset tavanomaisesti kategorisoivat tarjoomansa joko pk-yrityksille (mm. Liana ja MailChimp) tai isoille yrityksille (mm. Salesforce).

Lianan kilpailijoita (markkinointiautomaatio)

APSiS



HubSpot

Constant Contact

freshworks

ActiveCampaign >



Lianan kilpailijoita (viestintä)

Meltwater

INTUIT
mailchimp

CISION

Retriever

Profinderin kilpailijoita (yritystieto)

asiakastieto



ALMA

Finder

Toimiala ja kilpailukenttä 2/3

Liana ei nähdäksemme kilpaile suoraan näiden suurempien toimijoiden kanssa ja sille relevantti markkina ei myöskään muodostu koko markkinointiteknologioiden absoluuttisesta markkinasta. Lianalle tyypillinen asiakasyritys on keskikokoinen yritys, jolla on kuitenkin oma markkinointi- tai viestintätiimi. Ymmärryksemme mukaan Lianan merkittäviä kilpailijoita ovat mm. Apsis ja Hubspot-kumppanit, jotka tarjoavat melko kattavia paketteja pk-yrityksille.

Viestintäratkaisuihin (mm. sähköpostimarkkinointi ja tiedotejakelu) suurimpia kilpailijoita on muun muassa Meltwater ja Cision. Täällä Liana on vahvasti läsnä esimerkiksi julkisella sektorilla.

Kokonaismarkkinan kasvunäkymän takia markkinalla on tilaa useille sekä myös uusille toimijoille ja siten kilpailutilanne markkinoilla saattaa elää nopeastikin. Tiettyä konsolidaatiokehitystä alalla on nähty ja ilka toimii yhtenä esimerkkinä toimialan konsolidoijasta. Arvioimme, että toimialalle on tullut ja tulee jatkossakin paljon uusia toimijoita tekoäly-kulmalla ja sitä kautta uskomme toimijakentän olevan laaja jatkossakin. Kaiken kaikkiaan pidämme kuitenkin laajan toimijajoukon ja suhteellisen matalien alalle tulon kynnyksen johdosta kilpailutilannetta tiukkana, eikä markkinoilla ole mielestämme vahvoja erottautumistekijöitä eli kilpailuedun lähteitä.

Profilerin kilpailukenttä koostuu pääasiassa Suomessa toimivista yritystietoja tarjoavista yhtiöistä. Merkittävien kilpailijainähdäksemme Vainu, joka toimii myös myynti- ja markkinointitiedoissa. Lisäksi muun muassa Enento (Asiakastieto-brändillä) on yhtiön kilpailija, mutta Asiakastiedon pääfokus on luottotiedoissa, jossa Profinder ei kilpaile. Muita kilpailijoita ovat muun muassa Alma Media (Kauppalehti) ja Finder. Ruotsissa yritystietomarkkinalla on

luonnollisesti oma laaja kilpailijakenttä, mutta täältä voi mainita Enenton Ruotsin liiketoiminnan (UC-brändillä).

Markkinoiden kasvunäkymät

Perinteisissä markkinointipalveluissa arvioimme markkinan kasvun noudattelevan pitkässä juoksussa talouskasvun vauhtia, kun taas markkinointitekniologiapalveluiden (etenkin Liana) kasvunäkymä on vahvempi. Näkemyksemme mukaan niiden kasvua vetää etenkin datan ja teknologian merkityksen korostuminen markkinoinnissa, sillä näin voidaan parantaa markkinoinnin tehokkuutta (mm. kohdennettu viestintä, data-analytiikka, automaatio). Tätä taustaa vasten arvioimmekin teknologiavetoisten markkinoinnin ja viestinnän palveluiden kasvunäkymän olevan nyt tuntuvasti yleistä talouskasvuvauhtia nopeampi. Tekoälyn käytön yleistymisen aiheuttaa tähän näkymään toki epävarmuutta, sillä sen kautta kasvaneen automaation ja tuottavuuden voi argumentoida aiheuttavan myös hintapaineita toimialan palveluihin. Yritystietomarkkinan kasvun odotamme ylittävän pidemmällä aikavälillä hieman talouskasvun vauhdin.

Tekoäly ja datan yksityisyys merkittäviä toimialan trendejä

Kuten kaikilla teknologiaan liittyvillä toimialoilla, tekoälyn kehitys on yksi merkittävä toimialalla muutosta aiheuttava tekijä niin lyhyellä kuin pitkällä aikavälillä. Arvioimme mukaan markkinoinnin automaatio (Liana) on alue, johon tekoäly tulee ja on jo luonut merkittävästi uusia mahdollisuuksia ja sitä kautta myös paljon uutta kilpailua sen mahdollistaessa hyperpersonoituja sisältöjä suuressa skaalassa. Siten jotta Lianan palvelut ei disruptoidu uusien tekoälytyökalujen myötä, tulee Lianan itse olla erittäin aktiivinen tekoälykehityksessä ja pyrkiä itse kehittämään tuotteita ja palveluitaan niin, että yhtiö säilyy kilpailukykyisenä.

Toimialan trendejä



Tekoälyn yleistyminen

Tekoäly luo merkittäviä mahdollisuuksia markkinoinnin automaatiassa, ja toimialan pelureiden on tärkeä pysyä kehityksessä mukana välttääkseen disruption. Tekoäly (kielimallit) aiheuttaa myös epävarmuutta sen osalta, mitkä ovat relevantteja markkinointikanavia tulevaisuudessa.



Yksityisyys ja ensimmäisen osapuolen data

Kasvanut kysyntä datan yksityisyyttä kohtaan on korostanut ensimmäisen osapuolen datan (first-party data) merkitystä ja arvoa.



Eri ratkaisujen integroitavuus

Erilaisten markkinointiautomaatio -ratkaisujen määrä on kasvanut voimakkaasti, ja näiden integroitavuus keskenään on kriittistä.



Toimialan konsolidaatio jatkuu

Markkinointiteknologiassa on valtava määrä toimijoita, ja toimialan konsolidaatio odotetaan jatkuvan. Tekoäly myös tulee muokkaamaan kilpailukenttää jatkossa.

Toimiala ja kilpailukenttä 3/3

Tekoäly aiheuttaa myös epävarmuutta sen osalta, mitkä digitaaliset kanavat ovat relevantteja markkinointikanavia tulevaisuudessa. Sillä, että tapahtuuko mainonta jatkossakin hakukoneiden (esim. Google) tai tekoälykielimallien kautta, on merkittävä vaikutus Lianan kaltaiseen markkinointiteknologia yhtiöön. Käsityksemme mukaan tässä vaiheessa asiakaskunta pyrkii ”hajauttamaan” markkinointipanostuksiaan eri kanavien välille, ja esimerkiksi perinteiset sähköpostilla lähetettävät uutiskirjeet ovat jopa nostaneet suosiotaan.

Yksityisyyteen ja tietosuojaan liittyvät teemat ovat myös merkittävä trendi markkinointiteknologiamarkkinoilla. Tämä trendi on korostanut ensimmäisen osapuolen datan (first-party data), eli yritysten itse asiakkaistaan keräämän datan, merkitystä. Suoraan asiakkailta kerätty data on yleensä tarkkaa ja auttaa yhtiöitä noudattamaan tietosuojavaatimuksia sekä rakentamaan luottamuksellisempia asiakassuhteita. Siten se onkin avaintekijä nykyaikana, jossa korostetaan datan yksityisyyttä. Asiakkaiden oman datan integroitavuus onkin esimerkiksi yksi Lianan kilpailueduista.

Myös eri markkinointiteknologiaratkaisujen integroitavuus keskenään on merkittävä trendi toimialalla, sillä eri markkinointiteknologiaratkaisujen määrä on kasvanut räjähdysmäisesti edellisten 15 vuoden aikana. Tekoälykielimallien yleistymisen jälkeen tiettyä konsolidaatiota vanhempien toimijoiden keskuudessa on tapahtunut, mutta tekoälyn yleistymisen myötä myös uusia toimijoita on tullut markkinoille paljon ja toimiala on pysynyt hajanaisena. Monet asiakkaat haluavatkin valita parhaat palat eri toimittajilta ja integroida ratkaisut keskenään.

Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 1/3

Merkittävä rakennemuutos takana

Ilkan konsernirakenne on muuttunut merkittävästi viime vuosina. Merkittävien rakennemuutosten myötä konsernitason historiallisten lukujen tarkastelu ei anna oikeaa kuvaa yhtiön kehityksestä. Myös historiallisen kulurakenteen tarkastelu ei ole käytännössä mahdollista.

Selvimmän kuvan yhtiön jatkuvien liiketoimintojen historiasta antaa markkinointi- ja teknologiapalveluiden kehitys. Segmentin muodostumiselle alkusysäyksen antoi Lianan osto vuonna 2020 ja tällöin segmentti teki 13,9 MEUR:n liikevaihdon. Liiketoiminta on tämän jälkeen kasvanut yritysostoin sekä orgaanisesti. Pienempiä yritysostoja on tehty vuosina 2021-2022, minkä lisäksi markkinointi- ja viestintäpalvelut (mm. Myynninmaailma ja MySome) laskettiin segmenttiin mukaan vasta vuonna 2023. Toinen suurempi yritysosto ajoittui vuoden 2024 loppuun, kun yhtiö osti Profinderin. Vuonna 2024 jatkuvat liiketoiminnat tekivät 30,8 MEUR:n liikevaihdon ja 1,3 MEUR:n liikevoiton (segmentin tulos, ei sis. konsernikuluja). Kokoluokka on kuitenkin kasvamassa selvästi vuonna 2025 Profinderin integroituaessa lukuihin. Kasvua on siten tullut viidessä vuodessa huomattavasti, mutta iso osa tästä on tullut epäorgaanisesti yrityskauppojen myötä.

Yritysostoihin käytetty merkittävästi pääomia

Nykyisen liiketoiminnan kasvaessa pääasiassa yrityskauppojen seurauksena on yrityskauppastrategian arviointi erittäin relevanttia historiallisen kehityksen tarkastelun kannalta. Yrityskauppaakohtaisesti tätä osaltaan vaikeuttaa se, ettei kaikkien tehtyjen pienempien yritysjärjestelyiden (Myynninmaailma, Ungapped, Evermade, MySome) kauppahintoja ole julkistettu. Kaikkia

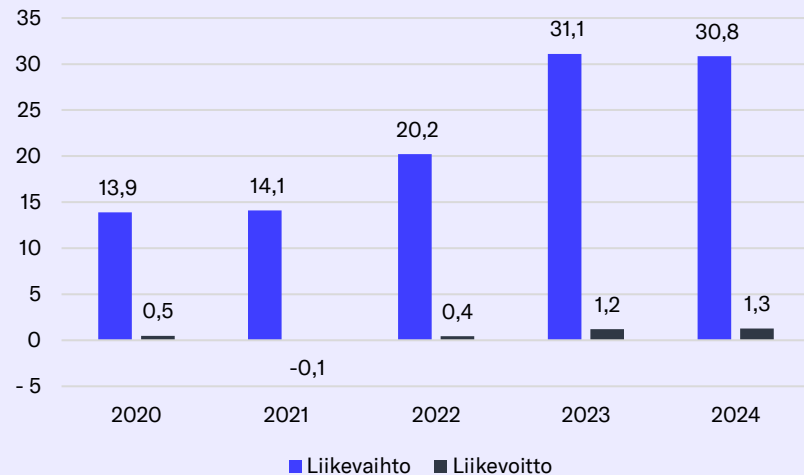
yritysostoja voi tarkastella kokonaisuutena varsin hyvin rahavirtojen kautta, joskin yksittäisten kauppojen arviointi on haastavampaa kauppahintojen ajoitusten vuoksi. Liana- ja Profinder-kaupoista on julkistettu kauppahinnat, mitä kautta näiden arvostusta voi arvioida tarkemmin.

Ilkan ostaessa Lianan tiedossa oli vain yhtiön vuoden 2018 luvut, jolloin yhtiö teki 14,2 MEUR liikevaihtoa ja -0,3 MEUR:n liikevoiton. Yhtiö osti 67 % osakkeista 15 MEUR:n kauppahinnalla. Koko osakekannan valuaatio oli siten reilu 22 MEUR ja vuoden 2018 EV/S-kerroin noin 1,6x. Heikkoon tulostasoon nähden valuaatio oli kireä, mutta liiketoiminta on pysynyt kasvussa kaupan jälkeen, joten yhtiöstä maksettu hinta oli mielestämme kohtalainen.

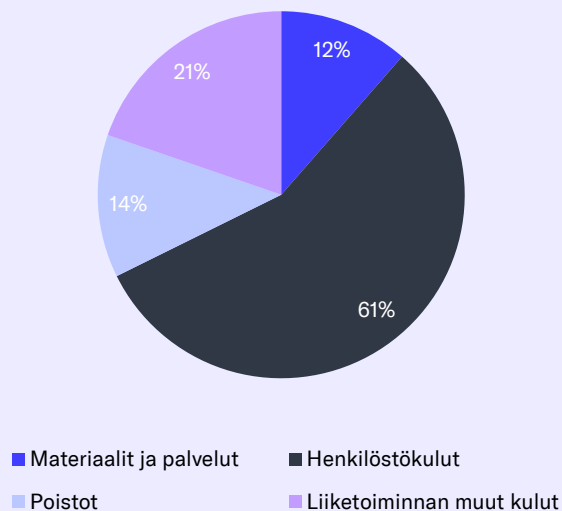
Suurin yrityskauppa markkinointi- ja teknologialiiketoiminnoissa kauppahinnalla mitattuna on vuoden 2024 lopulla ostettu Profinder (Rootfon Oy). Yhtiö teki vuonna 2023 5,9 MEUR liikevaihtoa ja 0,7 MEUR käyttökatetta. Tähän suhteutettu osakkeista maksettu velaton kauppahinta (20,4 MEUR) oli korkea ja vastasi 3,5 EV/S-kerrointa ja 29x EV/EBITDA-kerrointa. Yhtiö kuitenkin jatkoi vuonna 2024 kasvussa ja EV/S-kerroin oli tuolloin arviolta noin 3x ja tulos pohjaiset kertoimet laskivat myös selvästi (EV/EBITDA 10x ja arviomme mukaan noin 16x EV/EBIT).

Joka tapauksessa arvostus ostohetkellä oli mielestämme täyteen hinnoiteltu, mikä on kuitenkin ymmärrettävää SaaS-mallilla operoivan kannattavan kasvun yhtiöstä. Arvonluonnin näkökulmasta arvostus vaatii yhtiön kannattavan kasvun jatkumista tulevinä vuosina.

Jatkuvien liiketoimintojen kehitys (MEUR)



Kulurakenne %-liikevaihdesta (Q1-Q3'25)



Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 2/3

Kokonaisuutena suhtaudumme varauksella Ilkan näyttöihin yritysostojen osalta. Kokonaisuutta tarkastellen yhtiö on käyttänyt markkinointi- ja teknologiapalveluiden ostettuihin liiketoimintoihin yhteensä arviolta yli 50 MEUR pääomia. Tänä vuonna ennusteillamme liiketoiminnat tekevät noin 2,4 MEUR:n liikevoittoa. Tästä näkökulmasta katsottuna, mielestämme on perusteltua väittää, että sijoitetun pääoman tuotto on jäänyt vielä varsin vaisuksi ja kokonaisuudesta pitää saada lisää tehoja irti, jotta voi katsoa yritysostojen luoneen arvoa.

Kustannusrakenne

Myös jatkuvien liiketoimintojen kestäväää kulurakennetta ei voi vielä täydellisesti hahmottaa, sillä Profinder ei ole ollut yhtiön luvuissa vielä täyttä vuotta. Ensimmäiset kolme kvartaalia voi antaa hieman vääristyneen kuvan kulurakenteen kausivaihtelusta johtuen (Q3:n kulurakenne kevyt henkilöstökuluista johtuen). Kulurakenne saattaa elää jatkossakin mahdollisten uusien yrityskauppojen myötä.

Ensimmäisen yhdeksän kuukauden aikana materiaali- ja palvelukulujen osuus on ollut vain noin 12 %. Myyntiin liittyvät muuttuvat kulut ovat siten hyvin matalat ja uusi liikevaihto on pääosin hyvin korkeakatteista. Laskelmaa toki sotkee se, että liiketoiminta pitää sisällään sekä ohjelmisto- että palveluliiketoimintoja, mutta näistä ensimmäinen on liikevaihdollisesti merkittävämpi erä.

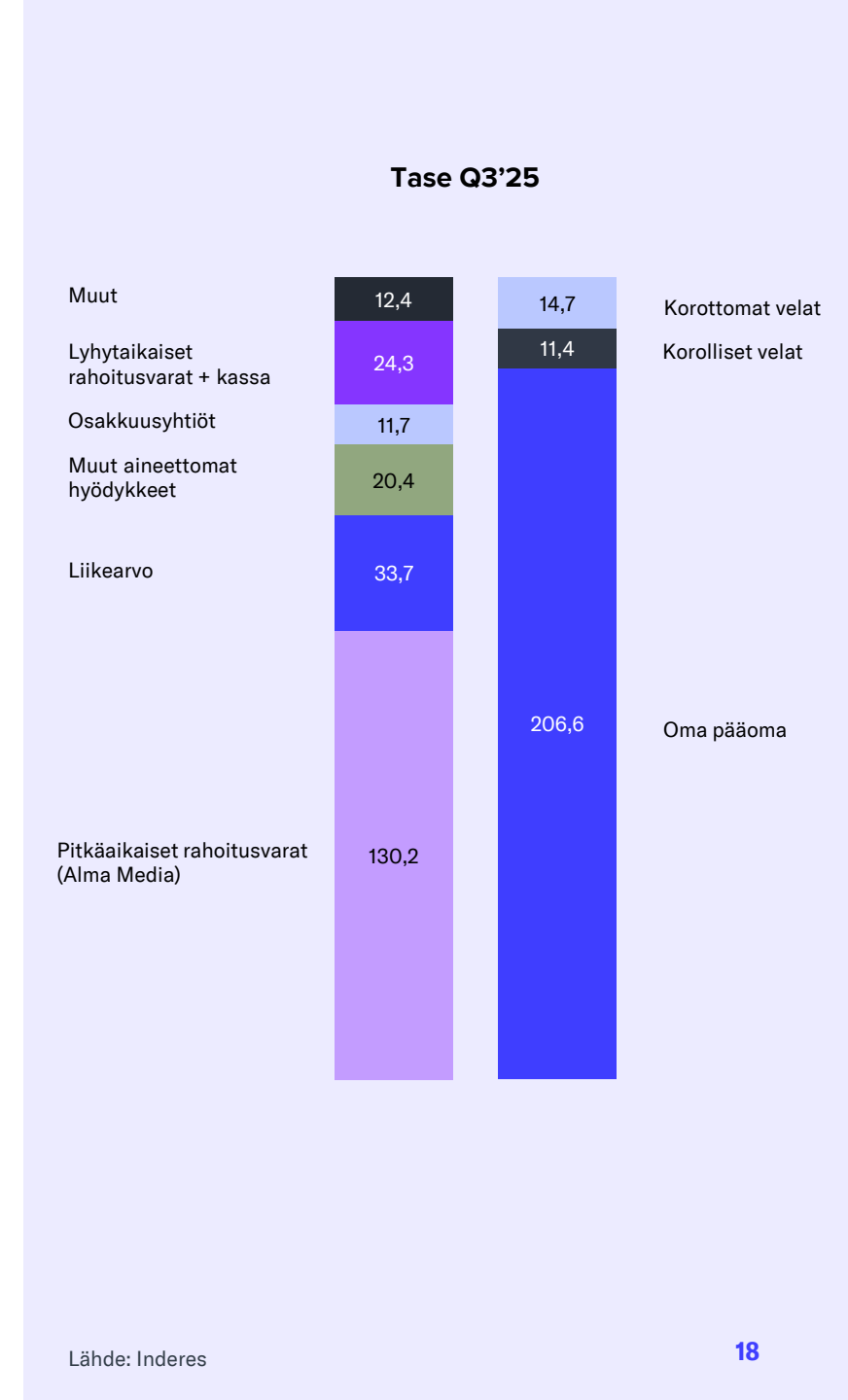
Selvästi suurin kuluerä on henkilöstökulut, jotka vastasivat ensimmäisen yhdeksän kuukauden osalta 61 % liikevaihdosta. Kustannusrakenne ei ole siten lyhyellä aikavälillä erityisen joustava. Pysyviä kulusäästöjä joudutaan tekemään usein henkilöstöleikkausten kautta, mitä yhtiö onkin tehnyt kuluvan vuoden aikana.

Lyhyempikestoista joustoa kulurakenteeseen voidaan saada lomautusten muodossa. Muut kulut vastasivat 21 % liikevaihdosta. Nämä koostuvat tyypillisesti hallinnollisista kustannuksista, kuten toimitilakuluista, myynnin ja markkinoinnin kuluista sekä IT-kuluista. Näemme molemmissa kuluerissä skaalautumispotentiaalia liikevaihdon kasvun myötä, mutta henkilöstökuluissa potentiaali on nähdäksemme suurempi.

Tase on vahvassa kunnossa

Ilkan taseen loppusumma oli Q3'25:n lopussa 232,7 MEUR. Suhteessa liiketoiminnan kokoluokkaan tase on suuri, mikä johtuu muun muassa yhtiön merkittävästä omistuksesta Alma Mediassa. Omistus Alma Mediassa raportoidaan pitkäaikaisissa rahoitusvaroissa yhdessä noteeraamattomien osakkeiden kanssa ja kokonaisuudessa tämä erä oli Q3'25:n lopussa 130,2 MEUR ja vastasi noin 56 % taseen loppusummasta. Sijoittajan on hyvä huomata, että kyseinen erä heiluu Alma Median kurssimuutosten mukaan (taseen vastattavaa puolella muuttuvat käyvän arvon rahastot). Muita pitkäaikaisia varoja yhtiön taseessa oli Q3:n lopussa 33,7 MEUR:n liikearvo (14 % taseen loppusummasta) sekä 20,4 MEUR:n muut aineettomat hyödykkeet (9 % taseen loppusummasta).

Ilkalla on vahva rahoitusasema ja Q3:n lopussa lyhytaikaiset varat koostuivat pääosin 9,6 MEUR:n kassavaroista sekä 14,6 MEUR:n muista lyhytaikaisista rahoitusvaroista, jotka koostuvat käsityksemme mukaan lyhyistä (3-6kk) korkopapereista sekä myös osakeindeksi-rahastoista.



Taloudellinen tilanne ja historiallinen kehitys 3/3

Nykyisten liiketoimintojen ansaintalogiikkaa mukaillen yhtiön käyttöpääoma on negatiivinen, mikä johtuu jatkuvien SaaS-tuottojen sekä palveluiden etupainotteisesta (ennakkomaksut) laskutuksesta, jolloin myyntisaamisten osuus on pienempi suhteessa ostovelkoihin ja saatuihin ennakkoihin.

Taseen vastattavaa puoli koostuu valtaosin omasta pääomasta. Korollista velkaa yhtiöllä on taseessa vajaa 10 MEUR (pl. vuokravelat), mutta kokonaisuudessa tase on nettokassan puolella (nettovelkaantumisaste -6 %). Kaiken kaikkiaan pidämme Ilkan tase- ja rahoitusasemaa vahvana ja tase-erien arvoja kurantteina.

Vahvan taseen pääomat eivät tuota

Ilkan pääoman tuotot ovat olleet historiassa vaisuja heikon tuloskehityksen ja paisuneen taseen vuoksi. Vuonna 2020 Arena Partnersin saama myyntivoitto nosti Ilkan pääoman tuottoa (2020 ROI 12,7 %) osakkuusyhtiötuloksen kautta, mutta tämän jälkeen pääoman tuotot ovat olleet matalalla yksinumeroisella tasolla. Tähän osaltaan vaikuttaa myös Alma Media omistus, joka paisuttaa tasetta, mutta näkyy tuloksessa vain osinkojen osalta (Alma ei jaa koko tulosta osinkoina).

Nykyisten omaisuuserien pääoman tuottokyvyn kohentaminen nojaa pitkälti jatkuvien liiketoimintojen tuloskasvuun ja taseen likvidien varojen onnistuneeseen allokointiin. Tasetta saisi kevennettyä helposti esimerkiksi voitonjaon kautta (osingot tai omien osakkeiden ostot). Iso Alma Media omistus kuitenkin rajaa selvästi pääoman tuoton potentiaalia, kun arvonnousua ei kirjata tulokseen.

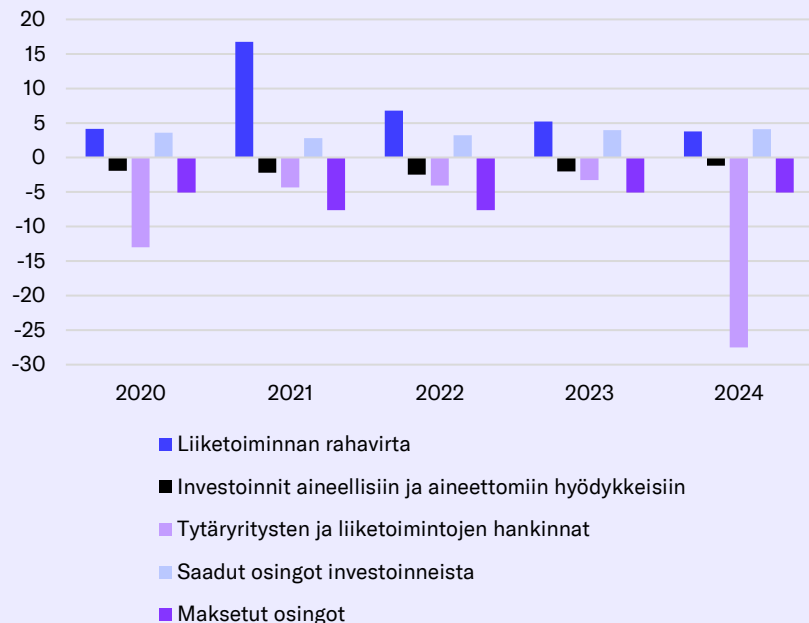
Operatiivisen toiminnan kassavirta kohtuullista

Ilkan liiketoiminnan rahavirta on vaihdellut viimeisen viiden vuoden aikana voimakkaasti operatiivisen kehityksen ja osakkuusyhtiöltä saatujen osinkojen mukana. Jakson huippulukema (vuosi 2021) johtuu Arena Partnersin maksamista merkittävän kokoluokan osingoista. Vuonna 2024 liiketoiminnan rahavirta oli 3,7 MEUR (käyttöpääomasta -2,4 MEUR:n vaikutus), missä mukana oli kuitenkin vielä medialiiketoiminta. Vuonna 2025 ensimmäisen yhdeksän kuukauden liiketoiminnan rahavirta oli 6,6 MEUR (2,4 MEUR positiivinen käyttöpääomavaikutus).

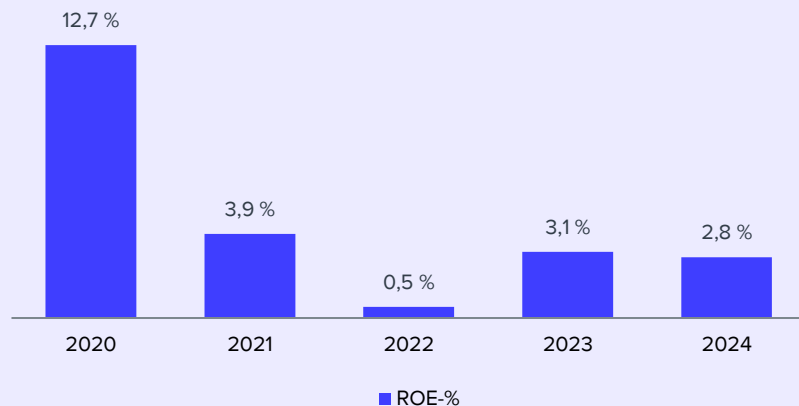
Yhtiön liiketoiminta edellyttää suhteellisen vähäisiä investointeja käyttöomaisuuteen ja arviomme mukaan nykyisessä kokoluokassa tavanomainen investointitaso on noin 1,5 MEUR vuodessa. Siten yhtiö pystyy kattamaan investointitarpeet ja vuokravastuiden lyhennykset (2024: 0,4 MEUR) operatiivisen rahavirran ja osinkovirran turvin, eikä investointitarve edellytä kassan syöntiä.

Liiketoiminnan rahavirta ja investointitarpeet sekä yhtiön rahoitusasema huomioiden, on Ilkan edellytykset allokoida pääomia kasvuun ja osinkoihin erittäin hyvät. On kuitenkin huomioitava, että viime vuosien korkea osinko (2024 tuloksesta 0,22 euroa per osake) on syönyt taseen varoja tason ylittäessä vapaan rahavirran tason, mutta tänä vuonna kannattavuuden noustessa tulo-rahoituksen mukainen osingonmaksukyky paranee selvästi.

Ilkan rahavirtojen kehitys



Oman pääoman tuotto-%



Ennusteet 1/3

Ennustemallin lähtökohdat

Mallinamme Ilkan kehitystä sen kolmen raportoiman liikevaihtoerän kautta:

- Jatkuvalaskutteiset palvelut
- Teknologiapalveluiden muut palvelut
- Markkinointi- ja viestintäpalvelut

Jatkuvalaskutteiset palvelut ovat nimensä mukaisesti jatkuvaa liikevaihtoa ja siten hyvin ennustettavaa. Erässä ei tapahdu merkittäviä muutoksia kvartaalista toiseen ja voitettut tai menetyt asiakkaat heijastuvat kasvuun aina viiveellä. Teknologiapalveluiden muut tuotot ovat käsityksemme mukaan käytännössä kertaluonteista kauppaa ja erä pitää sisällään lukuisia erilaisia liikevaihtoeriä. Profinder-yrityskauppa toi kyseiseen erään merkittävän kasvuruiskeen. Markkinointi- ja viestintäpalvelut ovat pääasiassa palveluliikevaihtoa, joissa näkyy liiketoimintamallille tyypillinen kausiluonteisuus (Q3 hiljaisin kvartaali). Kyseinen erä on myös varsin herkkä Suomen yleiselle taloudelliselle tilanteelle.

Mallinamme kannattavuuden kehitystä segmentin tasolla, mutta liiketoimintarakenteen selkeytymisen myötä tulemmme siirtymään enenevissä määrin kulurakenteen tarkempaan mallintamiseen, kun meillä on koko vuoden osalta vertailukelpoinen kulurakenne. Mahdolliset tulevat yritysostot aiheuttavat toki jatkossa kulurakenteen mallintamiseen omia haasteitaan. Nykyisellä raportointitavalla mallinamme vielä erikseen Kohdistamattomat (sis. Konsernikulut, osakkuusyhtiön liikevoiton ja hankintamenojen poistot) erän tulosta.

Alma Median jakamat osingot muodostavat merkittävän

osan Ilkan nettotuloksesta, sillä ne nostavat yhtiön rahoituskustannukset selvästi positiiviseksi. Jatkossa arviomme mukaan myös Kaleva Media voi jakaa osinkoja Ilkalle, jotka olisivat kuitenkin kokoluokaltaan huomattavasti Alma Median osinkoja pienempiä. Joka tapauksessa, yhtiön tuloskehityksen osalta osingot ovat merkittävässä roolissa ja niiden tuottama rahavirta on arviomme mukaan myös olennainen tekijä yhtiön jakamien osinkojen kehityksen takana. Lisäksi nettorahoituskustannuksia tukee pääosin korkoinstrumenteista (mukana hieman myös indeksirahastoja) koostuvien lyhytaikaisten varojen tuotot. On kuitenkin huomioitava, että osa näistä tuotoista on sijoitusten uudelleen arvostamiseen liittyviä tuottoja tuloslaskelmalla, jotka eivät ole kassavirtavaikutteisia.

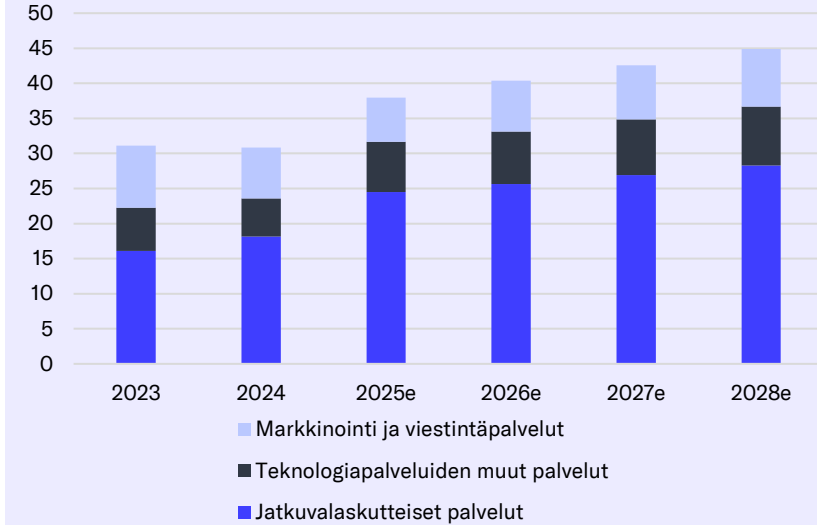
Emme ole tehneet tämän raportin yhteydessä lyhyen tai keskipitkän aikavälin ennusteisiimme muutoksia.

Vuosi 2025 on jo lähes paketissa

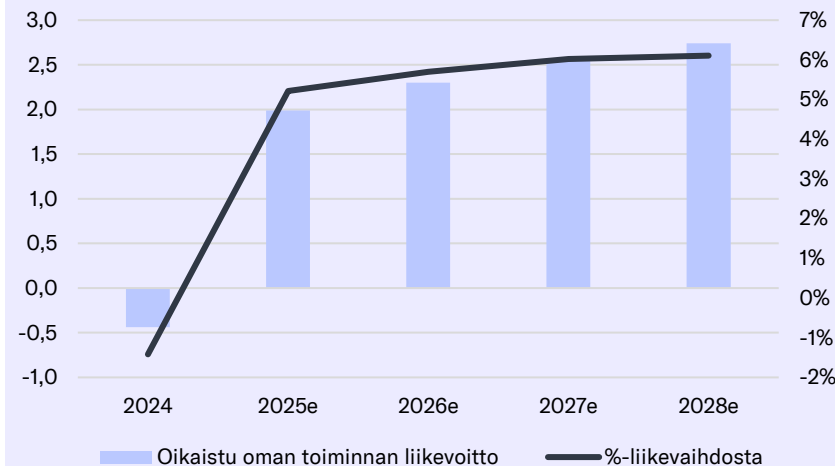
Vuodesta 2025 on jäljellä enää yksi neljännes. Ilkka ohjeistaa kuluvalle vuodelle jatkuvien toimintojen liikevaihdon (2024: 30,8 MEUR) ja oikaistun oman toiminnan liikevoiton (2024: -0,4 MEUR) nousevan edellisvuodesta. Ohjeistus koskee siis markkinointi- ja teknologiapalvelut -segmenttiä, missä parannus edellisvuoteen on itsestäänselvyys, kun mukana on Profiderin tuoma epäorgaaninen tuki.

Ensimmäisen yhdeksän kuukauden aikana liikevaihto on kasvanut 25 % ja oman toiminnan oikaistu liikevoitto parantunut 1,4 MEUR:oon (-0,9 MEUR), minkä myötä ohjeistuksen saavuttaminen on varmaa, eikä sillä ole enää varsinaisesti informaatioarvoa (yhtiöllä ei käytössä moniportaista ohjeistusta).

Liikevaihtoennusteet



Jatkuvien liiketoimintojen oikaistun oman toiminnan liikevoitto -ennusteet



Ennusteet 2/3

Odotamme Ilkan jatkuvien liiketoimintojen kasvavan vuonna 2025 23 % 38,1 MEUR:oon, mikä tarkoittaisi kasvuvauhdin hidastumista Q4:llä (ennuste +17 %) Profinderin ollessa vertailuluvuissa jo joulukuun osalta. Kasvua kuluvaan vuoden ennusteissamme vetää jatkuvaveloitteiset palvelut, joiden odotamme kasvavan koko vuonna 35 % 24,5 MEUR:oon. Kasvusta valtaosa syntyy Profinder-kaupasta. Odotamme myös orgaanisen kasvun olevan vuositasolla positiivista, joskin tahti on hidastunut vuoden edetessä (Q1: 8 %, Q3: 1 %).

Teknologiapalveluiden muiden palveluiden odotamme kasvavan 32 % 7,1 MEUR:oon. Myös tätä erää kasvattaa pääasiassa Profinder, jonka kertaluonteinen kauppa on edennyt ilmeisesti tänä vuonna yhtiön omia odotuksia paremmin (jatkuvalaskutteen kasvu hieman odotuksia hitaampaa). Markkinointi- ja viestintäpalveluiden liikevaihdon odotamme laskevan 13 %, missä näkyy Suomen vaisusta taloustilanteesta johtuva heikko kysyntä. Kyseisen erän liikevaihto on laskenut jo kaksi vuotta putkeen kaksinumeroista vauhtia. Laskuvauhti on kuitenkin asteittain maltillistunut kuluvaan vuoden aikana vertailulukujen heikentyessä ja odotamme tämän trendin jatkuvan vuoden loppuun asti.

Odotamme Ilkan oikaistun oman toiminnan liikevoiton päätyvän tänä vuonna 2,0 MEUR:oon (5,2 % liikevaihdosta). Erityisesti Q2 ja Q3 ovat olleet tuloksellisesti rohkaisevia suorituksia ja ovat osoittaneet, että Profinderin ostoa edeltävä tulostaso ei ollut poikkeus. Profinderin kontribuution lisäksi tulostason paranemista on ajanut yhtiön tekemät muutosneuvottelut Lianan tytäryhtiö Koodiviidakossa sekä Myynninmaailmassa.

Tuloksen ennen veroja odotamme päätyvän 4,8 MEUR:oon

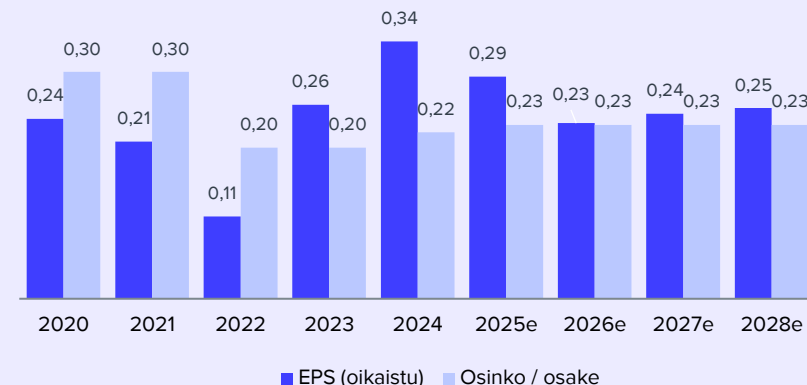
(2024: 4,3 MEUR), missä huomioimme muun muassa Alma Median osinkojen, osakkuusyhtiöiden tuloksen ja hankintamenojen poistot. Vain maltillista parannusta viime vuoteen nähden selittää vertailukaudelle osuneet rahastojen käyvän arvon muutoksista johtuvat suuret rahoitustuotot.

Vuoden 2026 ennusteet

Vuonna 2026 Profinderista ei tule enää epäorgaanista tukea lukuihin ja Ilkka on täysin orgaanisen kehityksen varassa. Odotamme tuolloin yhtiön liikevaihdon kasvavan 6 % 40,4 MEUR:oon. Odotamme jatkuvaveloitteisen liikevaihdon kasvavan vajaa 5 %. Odotamme siten kasvun kiihtyvän uudelleen vuoden 2025 lopun tahdista, mitä tukee Lianan hyvä vire kansainvälisessä myynnissä sekä odottamamme myynnin piristyminen myös Suomessa hieman parantuvan makrotalouden seurauksena. Teknologiapalveluiden muiden palveluiden odotamme kasvavan niin ikään noin 5 %. Markkinointi ja viestintäpalveluiden odotamme kasvavan 15 %, mitä tukee talouskasvun piristyminen Suomessa. Kasvun kulmakertoimeen liittyy luonnollisesti epävarmuutta, ja mikäli asiakkaiden markkinointibudjetit ei kasva ensi voi kulmakerroin olla ennusteitamme loivempi.

Oikaistun oman toiminnan liikevoiton odotamme paranevan 2,3 MEUR:oon, mikä tarkoittaisi 5,7 %:n liikevoittomarginaalia. Ennusteissamme tulosparrannus tapahtuu pitkälti alkuvuonna 2026, sillä yhtiön tekemät muutosneuvottelut eivät kerenneet tukemaan vielä tulostasoa alkuvuodesta 2025. Odotamme tulosparrannustahdin tasaantuvan loppuvuotta kohti. Avainasemassa tulosparrannuksessa on liikevaihdon kasvu, sillä ilman tätä vaatii tulosparrannus jatkuvaa tehostamista.

Osakekohtainen tulos ja osinko*



*Huom. Vuodesta 2025 alkaen EPS-ennusteet ei vertailukelpoisia historian kanssa, kun medialiiiketoiminta ei enää konsernilaskennassa mukana.

Ennusteet 3/3

Pidemmän aikavälin ennusteet

Odotamme Ilkan jatkuvien liiketoimintojen liikevaihdon kasvavan noin 5 %:n tahtia vuosina 2027-2028, mitä tukee arviomme mukaan etenkin jatkuvaveloitteisten palveluiden kansainvälinen kasvu (etenkin Liana), johon uskomme yhtiön lisäävän panostuksia. Suomessa odotamme taas kokonaisuudessaan maltillisempaa kasvua, missä yhtiön markkinaosuus on jo vahvempi ja talouskasvunäkymä muutenkin pidemmällä aikavälillä vaisumpi.

Oikaistun oman toiminnan liikevoittomarginaalin odotamme paranevan reiluun 6 %:iin, missä avainasemassa on kulurakenteen skaalautuminen kasvaneen kokoluokan myötä. Ennusteemme jäävät siten kuitenkin selvästi yhtiön tavoitetasosta ja hyvällä strategian toteuttamisella yhtiöllä on edellytykset myös vahvempaan kannattavuuteen. Raportoidun liikevoittomarginaalin osalta tämä tarkoittaisi noin 3 %:n marginaalia. Raportoidun liikevoiton osalta on hyvä huomioda, että yhtiön kassavirtaa paremmin kuvaava oikaistu liikevoitto on tätä korkeampi yrityshankintojen käyvän arvon poistojen rasittaessa raportoituja lukuja. Samalla raportoidun liikevoiton käyttökelpoisuuteen yhtiön kannattavuuden mittarina vaikeuttaa yhtiön osuus osakkuusyhtiöiden tuloksista (erit. Kaleva Media), jotka yhtiö kirjaa tuloslaskelmassa jo liikevoittoonsa (normaalisti liikevoittorivin alapuolella).

Vuosina 2029-2033 odotamme liikevaihdon kasvavan keskimäärin 3 %:n vauhtia ja terminaali odotuksemme on 2 %:n tuntumassa. Kannattavuus skaalautuu ennusteissamme terminaalikannattavuuden 6,5 %:n tasolle. Täällä raportoitu liikevoitto vastaa suhteellisen hyvin oikaistua liikevoittoa (pl. osakkuusyhtiöt), kun käyvän arvon poistot ovat oletettavasti loppuneet.

Jatkuvilla liiketoiminnoilla vielä rajallinen merkitys sijoitustarinassa, mutta potentiaalia löytyy parempaan

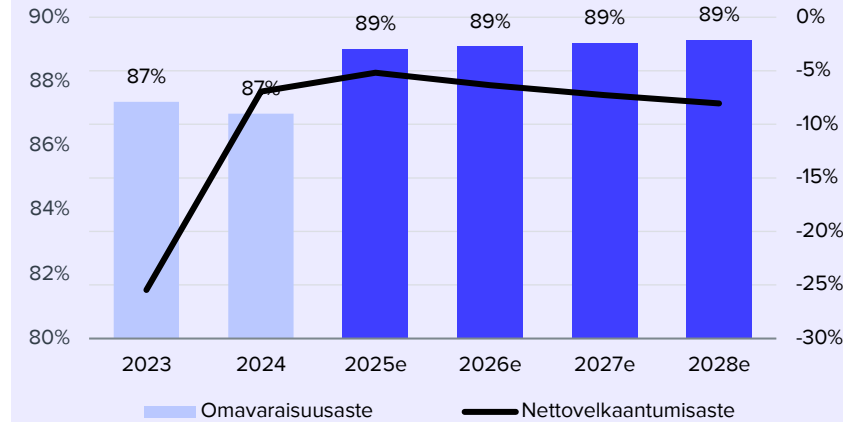
Huomautamme, että Ilkan sijoittajatarinassa Ilkan jatkuvilla liiketoiminnoilla on nykyisessä mittakaavassa vain rajallinen vaikutus, kun arvon kehityksen kannalta Alma Media omistus on selvästi kriittisempi (Alma Median ennusteet [yhtiösivulla](#)).

Vuonna 2025 nähdyt tulospaannukset ovat kuitenkin osoittaneet, että myös jatkuvilla liiketoiminnoilla on edellytyksiä muodostua yhtiölle arvoajureiksi. Tämän osalta kriittistä on, että liiketoiminnan orgaaninen tuloskasvu jatkuu. Orgaanisen kehityksen pidämme hyvin mahdollisena, että Ilkka tulee vauhdittamaan oman liiketoimintansa kasvua yrityskaupoilla, mikä tulee tapahtuessaan luonnollisesti vaikuttamaan ennusteisiimme.

Mahdollisten yrityskauppojen lisäksi makrotalouden kehityksellä on luonnollisesti selvä vaikutus yhtiön kehitykseen. Erityisen selvästi makrotalouden kehitys näkyy arviomme mukaan markkinointi- ja viestintäpalveluissa. Ilkan liiketoiminnan ollessa vielä painottunut pitkälti Suomeen, on Suomen talouden kehityksellä myös pidemmällä aikavälillä vaikutusta Ilkkaan.

Arviomme mukaan Ilkan kansainvälisen liiketoiminnan osuus tulee kuitenkin kasvamaan nykyisestä ja kansainvälisistä liiketoiminnoista voikin muodostua yhtiölle selvä kasvuajuri tulevaisuudessa. Kansainvälisen kasvun onnistumisessa korostuu yhtiön tuotteiden (erityisesti Liana ja Profinder) teknologinen kilpailukyky. Mielestämme näyttöjä varsinaisesta kilpailuedusta ei ole, joka mahdollistaisi selvästi markkinaa nopeamman kannattavan kasvun, mutta emme näe myöskään yhtiön jäävän kilpailussa jälkeenkään. Luonnollisesti tässä on yhtiö/tuotekohtaisia eroja, kun Liana on jo onnistunut kasvamaan kansainvälisesti ja Profinder taas on vasta aloittamassa kansainvälistymistään.

Taseen avainlukujen kehitys



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	56,1	13,5	13,9	12,3	14,3	53,9	9,4	9,7	9,0	9,7	37,9	40,1	42,3	44,6
Markkinointi- ja teknologiapalvelut	31,5	7,8	8,0	6,7	8,4	30,9	9,5	9,8	9,1	9,8	38,2	40,4	42,6	44,9
Käyttökate	2,9	0,4	0,4	1,3	0,5	2,6	-0,2	1,4	2,3	1,5	5,0	5,8	6,1	5,5
Poistot ja arvonalennukset	-4,20	-1,0	-1,1	-1,1	-1,01	-4,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,2	-5,1	-4,9	-4,9	-4,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,4	-0,1	0,0	0,5	0,7	1,1	-0,2	0,5	1,2	0,5	2,0	2,3	2,6	2,7
Liikevoitto	-1,3	-0,6	-0,7	0,2	-0,5	-1,6	-1,4	0,1	1,0	0,3	0,0	0,9	1,2	1,3
Markkinointi- ja teknologiapalvelut	1,2	0,3	0,1	0,1	0,7	1,3	-0,2	0,7	1,2	0,7	2,4	3,1	3,4	3,6
Kohdistamattomat ja eliminoinnit	-2,4	-0,9	-1,0	-0,5	-1,4	-3,8	-1,2	-0,6	-0,2	-0,4	-2,4	-2,2	-2,2	-2,3
Nettorahoituskulut	6,7	1,4	4,8	0,5	0,6	7,3	0,0	4,5	0,4	0,0	4,9	4,2	4,3	4,3
Tulos ennen veroja	5,4	0,8	4,1	0,7	0,1	5,7	-1,4	4,5	1,4	0,3	4,8	5,1	5,5	5,7
Verot	-0,6	-0,3	-0,1	-0,1	0,8	0,2	0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,6	-0,7	-0,7
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	4,8	0,6	3,9	0,6	0,9	6,0	-1,3	4,5	1,3	0,1	4,6	4,5	4,8	5,0
EPS (oikaistu)	0,26	0,04	0,18	0,04	0,08	0,34	-0,01	0,22	0,06	0,02	0,29	0,23	0,24	0,25
EPS (raportoitu)	0,19	0,02	0,16	0,02	0,03	0,23	-0,05	0,18	0,05	0,01	0,18	0,18	0,19	0,20

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	3,1 %	-5,2 %	-4,0 %	-7,7 %	1,2 %	3,1 %	-30,0 %	-29,9 %	-26,9 %	-31,9 %	-29,8 %	5,8 %	5,5 %	5,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%											77,8 %	15,8 %	11,4 %	7,0 %
Käyttökate-%	5,2 %	3,3 %	2,8 %	10,5 %	3,4 %	4,8 %	-1,7 %	14,0 %	25,6 %	15,6 %	13,3 %	14,4 %	14,4 %	12,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	0,8 %	-0,2 %	0,2 %	2,9 %	0,8 %	2,1 %	-2,4 %	5,1 %	13,0 %	5,5 %	5,2 %	5,7 %	6,1 %	6,1 %
Nettotulos-%	8,6 %	4,1 %	28,4 %	4,9 %	6,0 %	11,0 %	-13,8 %	46,1 %	14,6 %	1,4 %	12,2 %	11,2 %	11,4 %	11,2 %

Lähde: Inderes Huom. liikevoitto ilman kertaeriä = Ilkan oikaistu oman toiminnan liikevoitto, luvut sis. jatkuvat toiminnot 2024 alkaen

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	138	172	171	169	166
Liikearvo	22,4	34,5	34,5	34,5	34,5
Aineettomat hyödykkeet	15,9	23	20	17	14
Käyttöomaisuus	3,8	3,5	2	3	3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	7,2	7	11	11	11
Muut sijoitukset	87	100	100	100	100
Muut pitkäaikaiset varat	1,5	2,4	2,4	2,4	2,4
Laskennalliset verosaamiset	0,0	1,2	1,2	1,2	1,2
Vaihtuvat vastaavat	47	28	23	24	25
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	6,4	5,8	4,5	4,4	5,1
Likvidit varat	40	23	19	20	20
Taseen loppusumma	185	200	195	193	192

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	156	170	169	167	166
Osakepääoma	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Kertyneet voittovarot	72	73	72	70	69
Oman pääoman ehtoiset lainat	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	78	91	91	91	91
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	4,2	4,9	13,5	12,5	11,5
Laskennalliset verovelat	2,9	4,4	4,4	4,4	4,4
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,0	0,4	9,0	8,0	7,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	1,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	24,7	26	12	13	14
Korolliset velat	0,1	10,3	1,0	1,0	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	24	15	11	12	13
Muut lyhytaikaiset velat	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	185	200	195	193	192

Arvostus 1/4

Arvonmääritysmenetelmät

Ilkan arvonmäärittämisessä osien summa –laskelma antaa mielestämme parhaimman käsityksen arvostuksesta, sillä se huomioi parhaiten yhtiön erityyppisten omaisuuserien arvon. Erityisen huomionarvoista on, että suurimman osan yhtiön arvosta muodostaa Alma Media –omistus, joka on jatkossakin yhtiölle merkittävin arvoajuri. Siten sijoittajan kannalta se, miten yhtiötä hinnoitellaan suhteessa tähän omistukseen on kriittisessä roolissa. Yhtiön oman operatiivisen liiketoiminnan merkitys yhtiön arvolle on rajallinen, mutta rooli on kasvanut yhtiön tekemien yritysjärjestelyiden myötä. Liiketoiminnan tuloskasvun jatkuessa näemme edellytykset, että liiketoiminnan merkitys konsernin arvonluonnissa kasvaa edelleen.

Ilkan tapauksessa osien summa –laskelmassa on kuitenkin omat haasteensa, sillä mahdolliset ajurit osien summan arvon purkautumiseen puuttuvat mielestämme erityisesti poikkeuksellisen hallintorakenteen vuoksi. Siksi osaketta on perusteltua hinnoitella selvällä alennuksella, ja kysymys on pitkälti alennuksen kokoluokasta. Osien summaan liittyvien haasteiden vuoksi tarkastelemme arvostusta myös osinkotuoton ja operatiivisen liiketoiminnan tuloskasvun yhdistelmällä muodostuvalla tuotto-odotuksella.

Perinteisiin tulospohjaisiin arvostuskertoimiin liittyy heikkouksia ja esimerkiksi EV/EBIT-kertoimen heikkous on Ilkan tapauksessa se, että se ei huomioi merkittävää osaa rahavirrasta ja tuloksesta tuovia Alma Median osinkoja. Vastaavasti rahoitustuotot huomioivaa P/E-kerrointa taas vääristää huomattava nettokassa. P/E-luku ei myöskään heijastele koko Alma Median tulosta ja sitä kautta arvoa, sillä rahoitustuotoissa näkyy vain osingot. Nämä ovat toki Alma Median osalta merkittävä osa tuloksesta (osinkoa

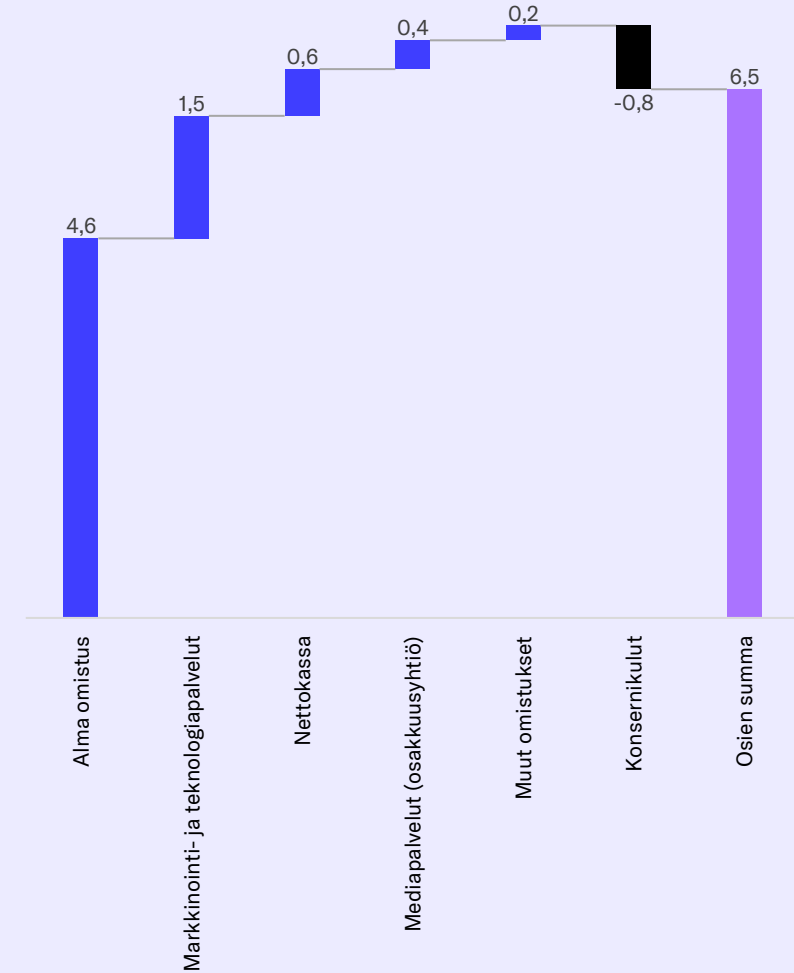
jaettu viime vuosina noin 50-70 % tuloksesta), mutta P/E-luku laskisi selvästi jos osuus Alman koko tuloksesta huomioitaisiin luvussa. Joka tapauksessa, tulospohjaiset arvostuskertoimet eivät mielestämme sovellu Ilkan arvonmäärittäykseen erityisen hyvin sellaisenaan. Tämä luonnollisesti myös heikentää suhteellisen arvostuksen käyttökelpoisuutta, emmekä nojaakaan arvonmäärittämisessä verrokkihinnointiluun.

Osien summa -malli

Merkittävä osa Ilkan arvosta muodostuu näkemyksemme mukaan sen taseessa olevista likvideistä omaisuuseristä. Siten osien summa -laskelma antaa mielestämme hyvän mittatikun konsernin arvolle ja lisää läpinäkyvyyttä siihen, millaisia odotuksia markkinat hinnoittelevat yhtiön operatiiviselle liiketoiminnalle.

Arviomme Ilkan liiketoimintojen yhteenlasketusta arvosta (osien summa) on 164 MEUR tai 6,5 euroa per osake. Konsernin arvokkain osa on suora 10,9 %:n osakeomistus Alma Median osakkeissa, joka viimeisimmällä päätöskurssilla vastaa 118 MEUR eli 4,6 euroa osakkeelta. Käytämme laskelmassamme Alma Median osakkeen viimeisintä markkinahintaa, sillä se kuvastaa mielestämme hyvin sitä, millä hinnalla omaisuuserä olisi likvidoitavissa. Tavanomaisen kurssiheilun vuoksi omistuksen arvoon tulee kuitenkin suhtautua suuntaa antavana, mutta tällä hetkellä Alma Median osake on hinnoiteltu mielestämme lähelle yhtiön käypää arvoa ja hieman alle tavoitehintamme. Joka tapauksessa, pelkästään Alma Median omistuksen arvo on siten korkeampi kuin Ilkan osakkeen arvo. Siten Ilkan oma liiketoiminta ja nettokassa saa markkinoilla käytännössä negatiivisen arvon.

Osien summa -laskelma



Arvostus 2/4

Toiseksi arvokkain elementti osien summa – laskelmassamme on yhtiön jatkuvat operatiiviset liiketoiminnot (eli markkinointi- ja teknologiapalvelut – segmentti). Segmentti pitää sisällään niin matalamman kannattavuuspotentiaalin palveluliiketoimintaa kuin korkean kannattavuuspotentiaalin jatkuvaa ohjelmistoliiketoimintaa.

Tällä hetkellä liiketoimintakokonaisuuden orgaanisen kasvun ja kannattavuuden yhdistelmä on vielä varsin matala, minkä myötä liiketoiminta ei mielestämme ansaitse tällä hetkellä erityisen korkeita kertoimia. Olemme arvottaneet liiketoiminnan EV/S-kertoimella 1x, mikä ei liikevaihtokertoimena ole erityisen korkea huomioiden, että suurin osa liikevaihdosta tulee jatkuvaluontoisesta ohjelmistoliiketoiminnasta. Nykyiseen vaisuun tulostasoon nähden asettamamme arvo on kuitenkin korkeahko, kun vuoden 2025 ennusteellamme EV/EBIT-kerroin on 16x segmentin tuloksen kautta laskettuna. Liiketoiminnalle asettamamme arvo on 1,5 euroa per osake.

Alma Median ja operatiivisen liiketoiminnan jälkeen merkittävin erä osien summa –laskelmassamme on yhtiön nettokassa, johon olemme laskeneet yhtiön rahavarat ja lyhytaikaiset rahoitusvarat (pääosin korkorahastoja sekä osakerahastoja) vähennettynä yhtiön korollisella velalla. Nettokassaa oli Q3'25:n lopussa 14,5 MEUR eli noin 0,6 euroa per osake.

Neljänneksi suurin erä osien summa –laskelmassamme on Ilkan 35 %:n vähemmistö Kaleva Mediasta (0,4 euroa per osake). Tämän arvona olemme käyttäneet vähemmistön tasearvoa eli 9 MEUR, mikä on noin 0,4 euroa per osake. 9 MEUR:n arvo tarkoittaisi noin 25,7 MEUR:n arvoa koko liiketoiminnalle, mikä tarkoittaisi noin 6,4x EV/EBITDA-kerrointa (yhdistymisen yhteydessä arvioidulla 4 MEUR:n pro forma –käyttökatteella).

Näiden erien lisäksi osien summa –laskelmassamme on muut –erä (0,2 euroa per osake), joka koostuu pääasiassa yhtiön vanhan painoliiketoiminnan kiinteistöstä Seinäjoella sekä Arena Partners omistuksesta (45 % omistus). Arviomme mukaan Ilkalla ei ole erityistä intressiä jatkaa Arena Partnersin omistajana pidemmällä aikavälillä ja vanha painokiinteistö on ollut jonkin aikaa myynnissä. Näiden osalta on kuitenkin hyvä huomioida, että omaisuuserät eivät ole likvidejä ja arvon purkautuminen (myynti) näiden osalta voi kestää pitkään.

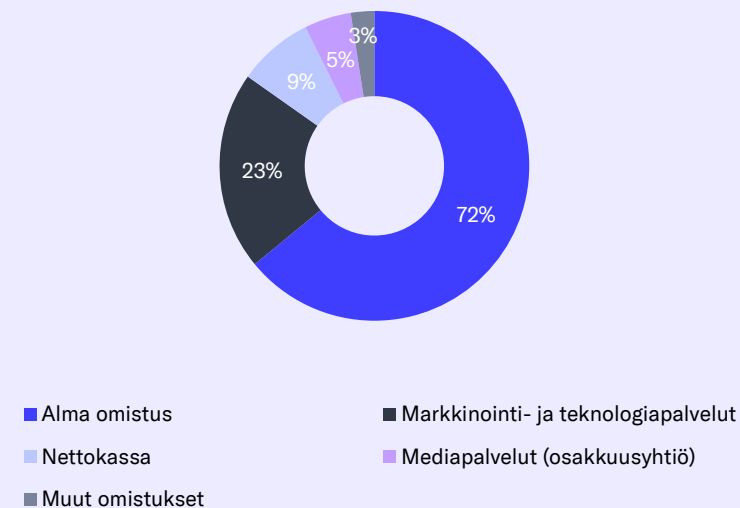
Negatiivisena eränä osien summa laskelmassa on konsernikulut, sillä nykyisellä raportointitavalla emoyhtiölle allokoidaan vielä erikseen kuluja, eikä markkinointi- ja teknologiapalveluiden segmentti anna täyttä kuvaa konsernin operatiivisen liiketoiminnan kannattavuudesta. Olemme arvioineet konsernikulujen nykyarvoksi noin -20 MEUR eli noin -0,8 euroa osakkeelta.

Yhteenlaskettuna osien summa –laskelmamme osoittaa siten noin 164 MEUR:n markkina-arvoa eli noin 6,5 euron osakekohtaista arvoa. Alennus nykykurssiin on siten merkittävä etenkin huomioiden, että suurin osa arvosta syntyy hyvin likvidistä ja tehokkaasti hinnoitellusta Alma Media omistuksesta.

Arvon mahdollisia purkajia

Ilkan rakenteen vastatessa pitkälti sijoitusyhtiötä erilaisine liiketoimintoineen, on alle osien summan oleva hinnoittelu pörssissä hyvin tyyppillistä. Ilkan tapauksessa merkittäväkin alennus osien summaan on mielestämme perusteltua, sillä nykyisellä hallintorakenteella emme näe reittejä arvon purkautumiseen lyhyellä aikavälillä ja näyttöjä arvoa luovasta pääoman allokoinnista ei käytännössä ole.

Arvon jakautuminen*



* Ilman konsernikulujen negatiivista vaikutusta

Arvostus 3/4

Ilkan sijoitustarina koki mielestämme selvän takaiskun yhtiön ylimääräisessä yhtiökokouksessa 2025, jossa äänestettiin osakkeiden yhdistämistä vastaan. Mielestämme osakesarjojen yhdistäminen olisi tärkeä ensimmäinen askel yhtiön poikkeuksellisen yhtiöjärjestyksen (kaksi osakesarjaa, äänileikkuri ja yhtiökokouksen määräämä hallintoneuvosto) muuttumiselle, sillä se selkeyttäisi yhtiön omistus- ja äänivaltarakennetta. Sillä olisi myös mahdollisuus parantaa osakkeen likviditeettiä. Lisäksi yhden osakesarjan rakenne tekisi yhtiöstä läpinäkyvämmän ja potentiaalisesti myös houkuttelevamman yritysjärjestelykohteen, minkä mahdollisuus voisi itsessään toimia katalyyttinä arvon purkautumiselle.

Ehdotuksen hylkäämisen myötä mahdollisuudet osien summan purkautumiselle ovat ainakin lyhyellä aikavälillä vähissä. Pidämme edelleen mahdollisena, että hallintorakennetta pyritään päivittämään tulevaisuudessa, mutta tämä vaatii aikaa ja vanhojen suuremman äänimäärän I-sarjan osakkeenomistajien suostuttelua.

Näkemyksemme mukaan on myös muita potentiaalisia osien summassa olevan arvon purkajia tai kasvattajia. Osien summan suurimpien erien mukaisesti suurin arvonnousupotentiaalia on nähdäksemme Alma Media omistuksessa sekä Markkinointi- ja teknologiapalveluiden kasvussa ja sen skaalautumisessa Ilkan operatiiviseen tulokseen. Tästä viimeiset neljännekset ovat toimineet rohkaisevina näyttöinä, ja tulospotentialin jatkuessa tulevina vuosina jatkuvista liiketoiminnoista voi muodostua konsernille kestävä arvoajuri. Nykyisessä kokoluokassa operatiivisen liiketoiminnan arvonnousupotentiaali on kuitenkin rajallinen ja Alma Median kehityksellä on käytännössä vielä selvästi suurempi rooli.

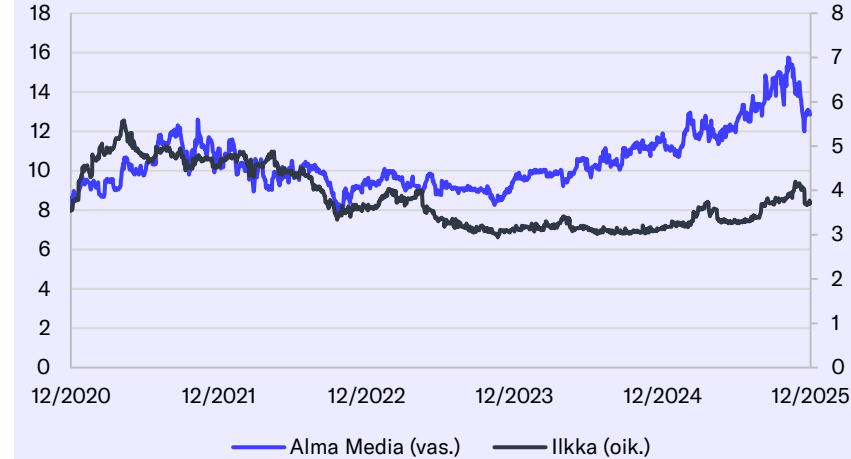
Välitön osien summassa olevan arvon purkaja olisikin mielestämme se, että Ilkka myisi Alma Media omistuksen ja jakaisi näistä tulleet varat suoraan osakkeenomistajilleen (tai jakaisi osakkeet suoraan). Emme kuitenkaan pidä tätä todennäköisenä, vaan mielestämme todennäköisin skenaario on, että Ilkka jatkaa Alma Median omistajana ja investoi siltä saamaansa osinkovirtaa operatiivisiin liiketoimintoihinsa ja jakaa omille omistajilleen samalla vuolasta osinkovirtaa.

Yksi selvä keino luoda arvoa nykyisellä arvostustasolla olisi mielestämme omien osakkeiden ostot ja mitätöinti. Viime aikoina yhtiöllä on kuitenkin ollut lähes jatkuvasti jokin sisäpiirihanke tai poikkeustilanne käynnissä (mm. Profinder-yrityskauppa, medialiiiketoiminnan siirtäminen Kaleva Medialle ja hallintorakenteen selvitys), joka on estänyt omien osakkeiden osto-ohjelman käynnistämisen. Lisäksi se, että yhtiössä on kaksi eri osakesarjaa on arviomme mukaan vähentänyt yhtiön halua tehdä omien ostoja, sillä käytännössä yhtiö voisi ostaa vain toista likvidimpää osakesarjaa (II-sarja). Siten osakesarjan yhdistäminen loisi myös tältä osin lisää arvonnousumahdollisuuksia.

Hyvässäkin skenaariossa arvon purkautumisessa kestää

Arvioimalla eri reittejä arvon purkautumiselle voimme haarukoida sen edellyttämää aikaa. Mikäli nojaamme arvon purkautumiseen operatiivisen kehityksen ja Alma Median arvonnousun kautta, voi tämä vaatia pitkää sihtiä ja usean vuoden aikajännettä. Tuotto-odotus voi toisaalta olla hyvä siinäkin skenaariossa, jossa alennus osien summaan säilyy samalla tasolla, mutta itse osien summa kasvaa. Tämän osalta paljon riippuu luonnollisesti Alma Median kehityksestä.

Alma Median ja Ilkan (II-sarja) 5 vuoden osakekurssin kehitys



Arvostus 4/4

Nopeampi reitti olisi taas Alma Media omistuksen jakaminen omistajille/realisoiminen, mitä pidämme varsin epätodennäköisenä. Ostotarjouksen mahdollisuuden pintaautuminen edellyttää hallinnollisia muutoksia, joiden päivityksessä menee hyvässäkin skenaariossa vuosia.

Mielestämme realistisin skenaario on, että yhtiö jatkaa oman operatiivisen liiketoimintansa kehittämistä (ml. epäorgaaninen kasvu) sekä jatkaa Alma Median omistajana. Jatkuvilla operatiivisilla liiketoiminnoilla on myös mahdollista luoda arvoa, mutta näiden kasvattamisessa riskinä on omistaja-arvon tuhoaminen liian kalliilla yrityskaupoilla. Uskomme, että osa yhtiön omistajista ja hallituksesta tulee ajamaan hallintorakenteen päivittämistä myös jatkossa. Päätös tämän suhteen on kuitenkin äänivaltaisten I-sarjan osakkeenomistajien käsissä, jotka eivät ole toistaiseksi vuonna 2025 halunneet päivitystä hallintorakenteeseen tarjotuilla ehdoilla (1 uusi osake jokaista 5 omistamaansa osaketta kohden).

Kokonaistuotto-odotus

Osien summan –arvon purkautumisen ollessa ainakin lyhyellä aikavälillä kiven alla, mielestämme osakkeen kokonaistuotto-odotuksen arviointi on mielestämme myös relevantti tapa tarkastella arvostusta. Suurin osa tuotto-odotuksesta muodostuu yhtiön noin 6 %:n osinkotuotosta, joka nojaa Alma Median osingon sekä oman jatkuvan liiketoiminnan luoman kassavirran varaan. Tällä hetkellä ennusteidemme mukainen osingonmaksu on kestäväällä pohjalla, eikä vaadi siten nettokassan purkamista.

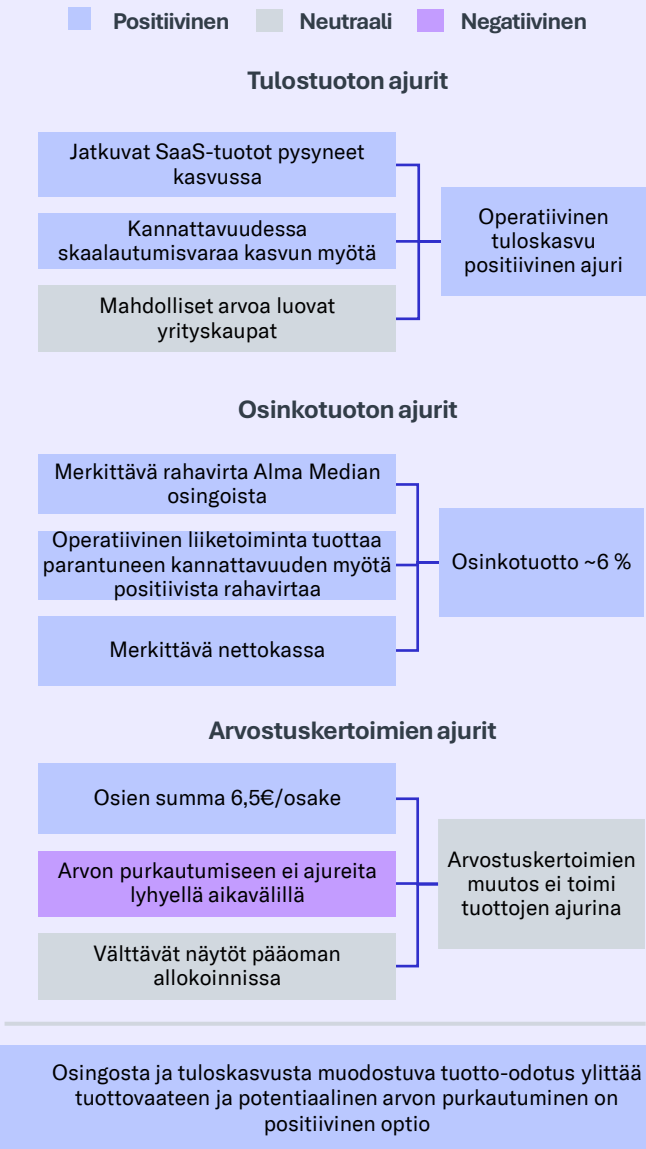
Odotamme Ilkan oikaistun oman toiminnan liikevoiton kasvavan keskimäärin reilun 10 %:n tahtia lähivuosina. Alma Median osinkojen odotamme kasvavan noin 4 % vuodessa.

Nämä molemmat huomioivan tuloksen ennen veroja odotamme kasvavan keskimäärin vajaa 6 %:n vauhtia seuraavan kolmen vuoden aikana. Kertoimien muutoksien vaikutusta tuotto-odotukseen ei ole mielekästä tarkastella, mutta laskuvaraa kertoimissa ei ainakaan ole nykyisellä merkittävällä osien summan alennuksella. Siten arviomme mukaan osingosta ja tuloskasvusta muodostuva tuotto-odotus on kaksinumeroinen ja ylittää tuottovaatimuksen.

Sijoitusnäkemys

Ilkan osien summassa on kiistatta merkittävästi arvoa, kun pelkkä Alma Media on selvästi yli osakkeen nykykurssin (Ilkan markkina-arvo 80 % Alma Media omistuksen arvosta). Merkittävä alennus on kuitenkin perusteltu, sillä lyhyellä aikavälillä ajureita arvon purkautumiseen ei ole. Toisaalta mikäli Alma Median liiketoiminta ja oma operatiivinen liiketoiminta kehittyvät suotuisasti, voi näistä itsessään muodostua jo kiitettävä tuotto-odotus. Ilkasta voi nykyarvostuksella tulla kohtuullinen sijoitus siis ilman, että alennus osien summaan purkautuu. Tässä tapauksessa mahdollinen arvon purkautuminen pidemmällä aikavälillä toimisi siten positiivisena optiona. Iso osa osakkeen tuotto-odotuksesta nojaa noin 6 %:n osinkotuottoon, mikä tuo jo kohtuullista tuottoa sijoittajille mikäli kriittiset arvoajurit eivät kehity odotetusti. Vaikka hallintorakenteen päivityksen osalta koettiin tänä vuonna pettymys, mielestämme laskuvara nykyisellä arvostuksella on varsin rajallinen ja sijoittajan tuotto-riskisuhde on varsin hyvä.

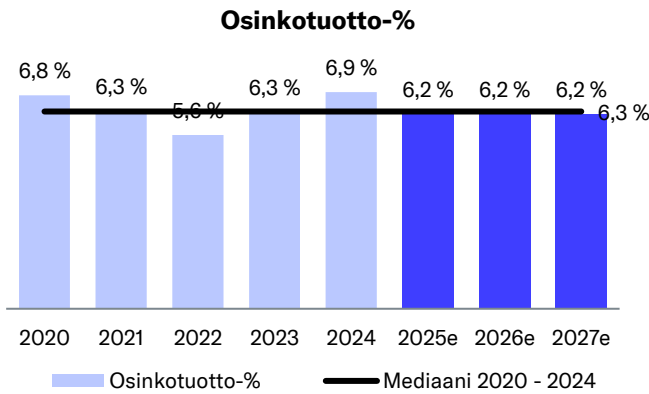
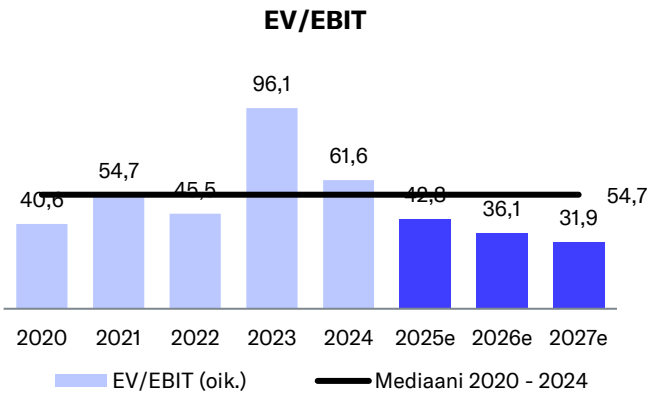
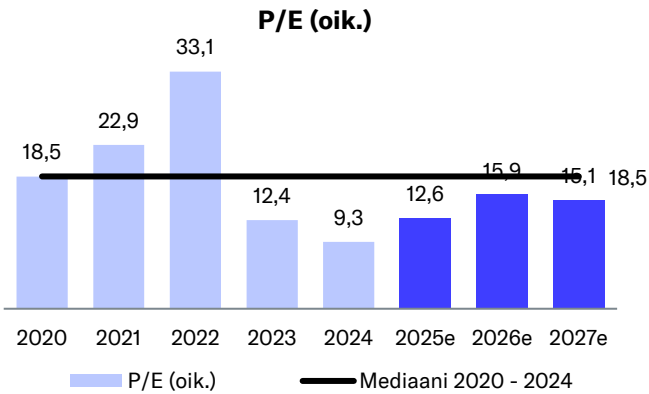
Osaketuoton ajurit 2025e-2028e



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	4,40	4,76	3,60	3,18	3,18	3,70	3,70	3,70	3,70
Osakemäärä, milj. kpl	25,5	25,5	25,4	25,4	25,4	25,4	25,4	25,4	25,4
Markkina-arvo	112	121	92	81	81	94	94	94	94
Yritysarvo (EV)	72	76	52	41	69	85	83	82	81
P/E (oik.)	18,5	22,9	33,1	12,4	9,3	12,6	15,9	15,1	14,7
P/E	5,9	18,4	>100	16,8	13,5	20,2	20,9	19,5	18,8
P/B	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
P/S	2,4	2,4	1,7	1,4	1,5	2,5	2,3	2,2	2,1
EV/Liikevaihto	1,6	1,5	1,0	0,7	1,3	2,2	2,1	1,9	1,8
EV/EBITDA	4,1	11,7	19,6	14,0	26,4	16,9	14,4	13,4	14,6
EV/EBIT (oik.)	40,6	54,7	45,5	96,1	61,6	42,8	36,1	31,9	29,4
Osinko/tulos (%)	40,5 %	116,3 %	704,4 %	105,5 %	93,7 %	125,8 %	129,9 %	121,3 %	116,6 %
Osinkotuotto-%	6,8 %	6,3 %	5,6 %	6,3 %	6,9 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Ilkka	98	86		85,6	17,1	14,3	2,3	2,1	20,6	20,6	6,2	6,2	0,6
Alma Media	1075	1198	14,6	12,8	12,2	10,6	3,7	3,4	18,0	15,6	3,6	3,7	3,8
LeadDesk	42	52	19,1	15,4	8,1	6,6	1,3	1,2	25,7	21,0			2,8
Enento	345	491	12,4	11,7	10,9	9,7	3,2	3,1	16,7	13,2	6,9	6,9	1,4
Publicis Groupe	21952	25050	10,0	9,5	7,8	7,5	1,7	1,6	11,5	10,9	4,3	4,5	1,9
Criteo SA	923	722	4,2	4,2	2,1	2,1	0,7	0,7	4,4	4,4			0,9
CM.com	147	159	59,4	94,9	8,8	7,6	0,6	0,6					5,0
Ilkka (Inderes)	94	85	42,8	36,1	16,9	14,4	2,2	2,1	12,6	15,9	6,2	6,2	0,6
Keskiarvo			20,0	33,4	9,6	8,3	1,9	1,8	16,1	14,3	5,2	5,3	2,3
Mediaani			13,5	12,8	8,8	7,6	1,7	1,6	17,3	14,4	5,2	5,4	1,9
Erotus-% vrt. mediaani			neg.	182 %	92 %	91 %	36 %	31 %	-27 %	11 %	19 %	16 %	-70 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

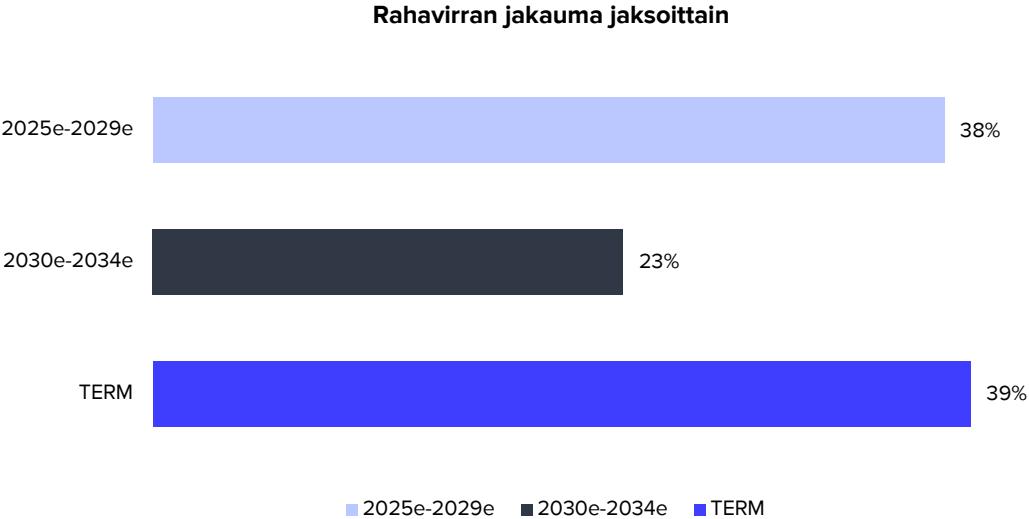
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-3,8 %	-29,8 %	5,8 %	5,5 %	5,5 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	-2,9 %	-0,1 %	2,2 %	2,8 %	3,0 %	5,0 %	5,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %
Liikevoitto	-1,6	0,0	0,9	1,2	1,3	2,3	2,6	3,2	3,3	3,4	3,4	
+ Kokonaispoistot	4,2	5,1	4,9	4,9	4,2	3,7	3,3	3,2	3,0	3,0	3,0	
- Maksetut verot	0,5	-0,2	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,4	
- verot rahoituskuluista	-0,3	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,9	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-8,3	-2,6	0,8	0,0	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2	
Operatiivinen kassavirta	-5,4	2,5	6,5	6,0	5,8	5,9	5,9	6,2	6,2	6,2	6,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-36,5	-0,4	-2,4	-2,4	-2,5	-2,8	-3,0	-3,0	-3,1	-3,1	-3,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-43,2	2,1	4,0	3,5	3,2	3,2	2,9	3,2	3,1	3,1	2,2	
+/- 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	-43,2	2,1	4,0	3,5	3,2	3,2	2,9	3,2	3,1	3,1	2,2	30,7
Diskontattu vapaa kassavirta		2,1	3,7	2,9	2,5	2,2	1,9	1,9	1,7	1,5	1,0	13,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		35,1	33,0	29,4	26,4	24,0	21,7	19,9	18,0	16,3	14,8	13,8
Velaton arvo DCF		35,1										
- Korolliset velat		-10,8										
+ Rahavarat		22,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-5,6										
Oman pääoman arvo DCF		41,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,6										

Pääoman kustannus (WACC)

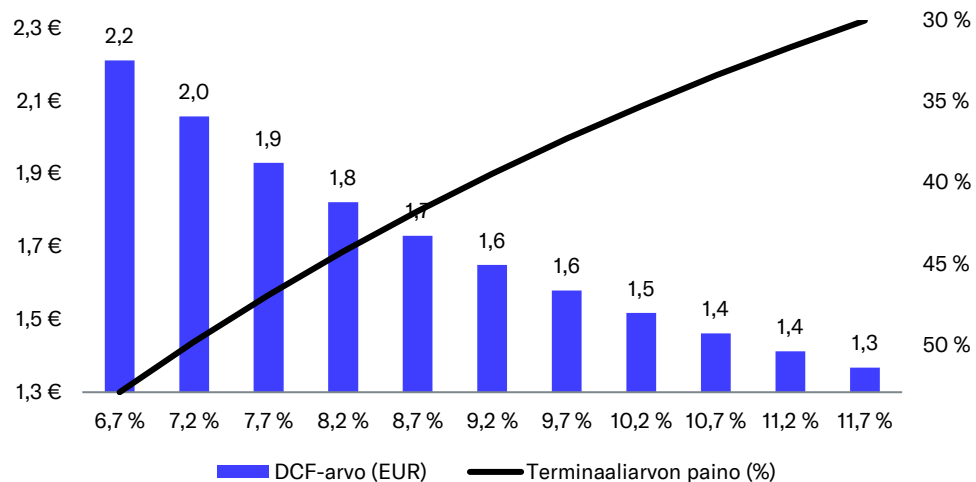
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,15
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,25 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,2 %

Lähde: Inderes

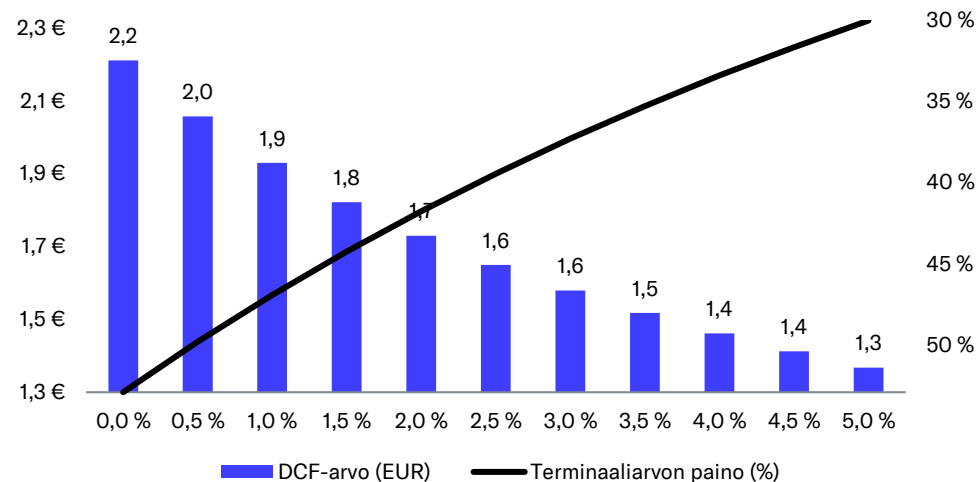


DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

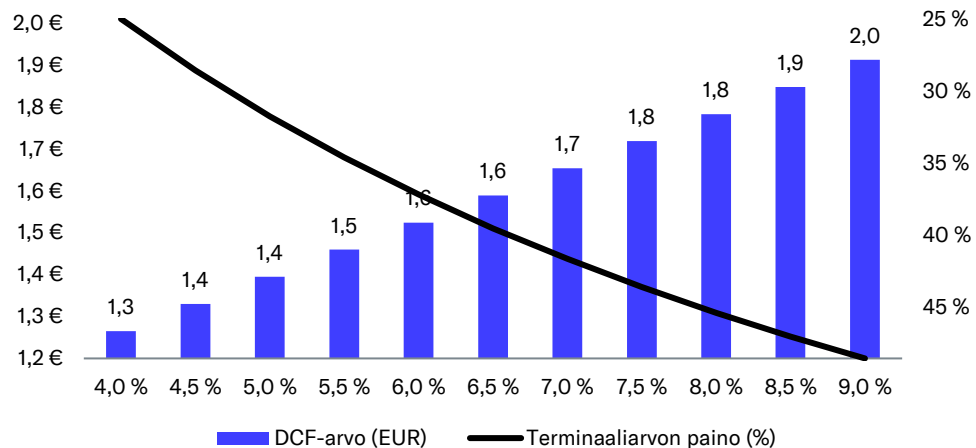
DCF-arvon herkkyysskalkelmat WACC-%:ssa



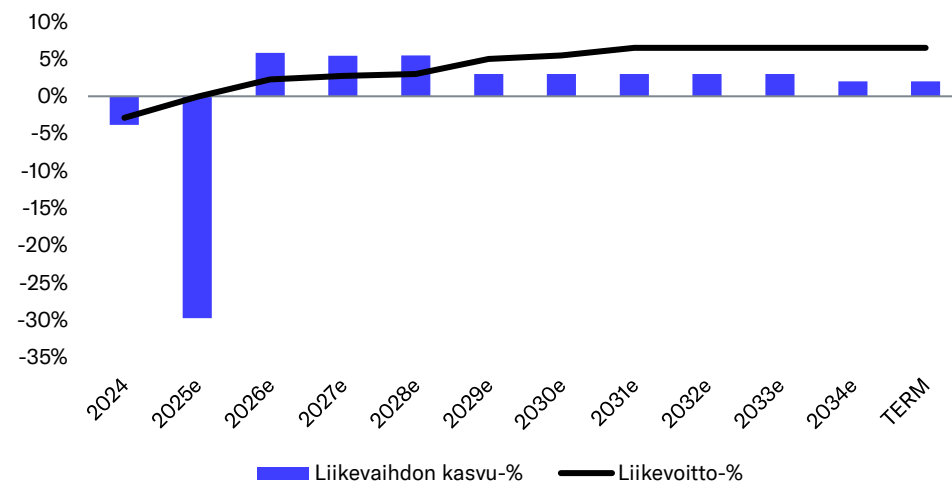
DCF-arvon herkkyysskalkelmat riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyysskalkelmat terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	54,4	56,1	53,9	37,9	40,1
Käyttökate	2,6	2,9	2,6	5,0	5,8
Liikevoitto	-0,9	-1,3	-1,6	0,0	0,9
Voitto ennen veroja	1,1	5,4	5,7	4,8	5,1
Nettovoitto	0,7	4,7	6,0	4,6	4,5
Kertaluontoiset erät	-2,0	-1,7	-2,7	-2,0	-1,4

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	186,5	185,1	200,1	194,6	192,9
Oma pääoma	154,9	156,2	169,7	168,8	167,4
Liikearvo	22,2	22,4	34,5	34,5	34,5
Nettovelat	-39,8	-39,8	-11,8	-8,7	-10,6

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	2,6	2,9	2,6	5,0	5,8
Nettokäyttöpääoman muutos	0,4	5,1	-8,3	-2,6	0,8
Operatiivinen kassavirta	3,4	8,3	-5,4	2,5	6,5
Investoinnit	6,3	-4,1	-36,5	-0,4	-2,4
Vapaa kassavirta	8,9	-3,4	-43,2	2,1	4,0

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	1,0	0,7	1,3	2,2	2,1
EV/EBITDA	19,6	14,0	26,4	16,9	14,4
EV/EBIT (oik.)	45,5	96,1	61,6	42,8	36,1
P/E (oik.)	33,1	12,4	9,3	12,6	15,9
P/B	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6
Osinkotuotto-%	5,6 %	6,3 %	6,9 %	6,2 %	6,2 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,03	0,19	0,23	0,18	0,18
EPS (oikaistu)	0,11	0,26	0,34	0,29	0,23
Operat. Kassavirta / osake	0,13	0,33	-0,21	0,10	0,25
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,35	-0,13	-1,70	0,08	0,16
Omapääoma / osake	6,09	6,16	6,69	6,66	6,60
Osinko / osake	0,20	0,20	0,22	0,23	0,23

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	9 %	3 %	-4 %	-30 %	6 %
Käyttökateen kasvu-%	-59 %	11 %	-11 %	93 %	15 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-18 %	-63 %	163 %	78 %	16 %
EPS oik. kasvu-%	-48 %	136 %	33 %	-14 %	-21 %
Käyttökate-%	4,9 %	5,2 %	4,8 %	13,3 %	14,4 %
Oik. Liikevoitto-%	2,1 %	0,8 %	2,1 %	5,2 %	5,7 %
Liikevoitto-%	-1,7 %	-2,3 %	-2,9 %	-0,1 %	2,2 %
ROE-%	0,4 %	3,1 %	3,7 %	2,7 %	2,7 %
ROI-%	-0,5 %	-0,8 %	-0,9 %	0,0 %	0,5 %
Omavaraisuusaste	85,9 %	87,4 %	87,0 %	89,0 %	89,1 %
Nettovelkaantumisaste	-25,7 %	-25,5 %	-6,9 %	-5,2 %	-6,4 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevista. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta latineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin latineen analyttikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositushistoria (>12 kk)			
Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
07/09/2020	Osta	3,75 €	3,03 €
03/11/2020	Osta	4,00 €	3,55 €
08/01/2021	Lisää	5,00 €	4,39 €
26/02/2021	Lisää	5,50 €	5,06 €
12/05/2021	Lisää	5,50 €	5,00 €
22/06/2021	Lisää	5,30 €	4,63 €
10/08/2021	Lisää	5,50 €	4,94 €
08/10/2021	Lisää	5,00 €	4,51 €
08/11/2021	Lisää	5,00 €	4,75 €
24/02/2022	Lisää	5,00 €	4,52 €
10/05/2022	Lisää	5,00 €	4,36 €
01/08/2022	Vähennä	4,00 €	4,20 €
09/08/2022	Vähennä	4,00 €	4,09 €
13/09/2022	Vähennä	4,00 €	3,79 €
08/11/2022	Vähennä	3,70 €	3,55 €
24/02/2023	Vähennä	3,70 €	3,72 €
09/05/2023	Lisää	3,70 €	3,49 €
15/08/2023	Lisää	3,70 €	3,21 €
16/09/2023	Lisää	3,50 €	3,10 €
07/11/2023	Lisää	3,50 €	3,11 €
22/02/2024	Lisää	3,50 €	3,20 €
06/05/2024	Lisää	3,50 €	3,13 €
12/08/2024	Lisää	3,50 €	3,07 €
18/10/2024	Lisää	3,50 €	3,04 €
05/11/2024	Lisää	3,50 €	3,09 €
02/12/2024	Lisää	3,50 €	3,11 €
24/02/2025	Lisää	3,75 €	3,32 €
04/04/2025	Vähennä	3,75 €	3,73 €
29/04/2025	Lisää	3,75 €	3,36 €
06/05/2025	Lisää	3,75 €	3,27 €
Analyttikon vaihdos			
12/08/2025	Osta	4,00 €	3,51 €
04/11/2025	Lisää	4,50 €	4,17 €
28/11/2025	Vähennä	3,75 €	3,70 €
12/12/2025	Lisää	4,00 €	3,70 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**