

FRAMERY OYJ

27.05.2026 8.30 EEST



Thomas Westerholm, Analyttikko
+358 50 541 2211
thomas.westerholm@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

Seurannan Aloit



Äänieristettyä arvonluontia

Aloitamme Frameryn seurannan 8,5 euron tavoitehinnalla ja lisää-suosituksella. Framery on globaali markkinajohtaja äänieristetyissä työtiloissa, jotka ovat kasvava kategoria ja joita yhtiö on ollut vahvasti muokkaamassa. Sijoitustarina yhdistää todella kannattavan kasvun ja pääomakevyyden liiketoimintamallin, mikä mahdollistaa kasvuyhtiölle poikkeuksellisen vuolaan osingonjaon. Tulospohjaisesti osakkeen arvostus vaikuttaa yhtiön laatuun nähden neutraalilta (2026e: P/E: 17x, EV/EBIT 14x).

Äänieristettyjen työtilojen markkinajohtaja

Frameryn liikevaihto painottuu äänieristettyjen työtilojen myyntiin, jonka rinnalle yhtiö pyrkii kasvattamaan vuokraus- ja SaaS-ohjelmistoliikevaihtoa. Äänieristetyt työtilat muodostavat arviolta noin 0,9 mrd. € kohdemarkkinan, josta Frameryn markkinaosuus on noin 20 %. Kategoria on historiallisesti kasvanut vahvasti, ja yhtiön teettämän markkinatutkimuksen perusteella kasvun odotetaan jatkuvan yli 10 %:n vuosivauhtia vuoteen 2030 saakka kasvavan podipenetraation ajamana.

Arvoketjun pääomaraskaat toiminnot ovat ulkoistettu

Frameryn liiketoiminta on pääomakevyt ja skaalautuva. Arvoketjussaan yhtiö on ulkoistanut pääomaraskaat valmistustoiminnot sekä henkilöntensiivisen asennuksen ja jälleenmyynnin. Tämän myötä yhtiön pääoman tuotto on erittäin korkea (2024-2025: 93-131 %) lopputuotteen fyysisestä luonteesta huolimatta. Yhtiö vastaa kuitenkin itse tuotteiden kokoonpanosta Tampereen tehtaallaan ja tulevaisuudessa myös Michiganin tuotantolaitoksellaan, mikä on liiketoimintamallin kannalta keskeinen askel tuotteiden laadun varmistamiseksi. Arviomme mukaan Frameryn keskeisimpiä kilpailukyvyyn lähteitä ovat ensiliikkujan etu, yhtiön rakentama yli 650 jälleenmyyjän jakeluverkosto sekä kilpailijoita suurempi skaala, joka mahdollistaa komponenttien valmistamisen

tehokkaissa erissä.

Kannattavaa kasvua ja vuolasta osingonjakoa

Frameryn historialliset kasvunäytöt ovat todella vakuuttavat, ja vuosina 2018-2025 liikevaihto kasvoi keskimäärin 21 % vuodessa. Viime vuoden 37 %:n kasvu oli korostetun vahvaa, sillä eräs pitkäaikainen avainasiakas teki tavallista enemmän tilauksia. Kyseisen avainasiakkaan osuus liikevaihdosta nousikin 13 %:iin, kun se on tyypillisesti ollut noin 2 %.

Framery tavoittelee seuraavan 3-5 vuoden ajan yli 10 %:n orgaanista liikevaihdon kasvua ja 25 %:n vertailukelpoista liiketulosmarginaalia. Erittäin korkean pääoman tuoton myötä pidämme lähivuosien kasvua keskeisimpänä muuttujana arvonluonnin kannalta. Arviomme mukaan keskeisimmät tulevan kasvun edellytykset liittyvät suotuisan markkinakäytön jatkumiseen ja Frameryn kykyyn tuotteistaa toistaiseksi vielä lastenkengissä oleva palveluliiketoiminta. Kasvuyhtiölle Frameryn voitonjakopolitiikka on korostetun avokätinen: yhtiö tavoittelee 70-90 %:n voitonjakoa osakekohtaisesta tuloksestaan. Liiketoiminnan pääomakeveys selittää tätä, sillä yhtiön kasvupanostukset kirjataan pääosin kuluina investointien sijaan.

Arvostustaso on perusteltu

Frameryn sijoitusprofiili tarjoaa Helsingin pörssissä melko harvinaista yhdistelmää vahvaa kasvua ja korkeaa voitonjakoa. Osakkeen tulospohjainen arvostus (2026e: P/E: 17x, EV/EBIT: 14x) ovat nähdäksemme neutraaleja tasoja yhtiön kannattava kasvuprofiili huomioiden. Lähivuosien ennusteillamme Frameryn osinkotuotto asettuu 5-6 %:iin, mikä on kasvuyhtiölle houkutteleva taso. Myös 8,6 euron osakekohtaista arvoa viitoittava DCF-mallimme puhuu osakkeen nousuvaran puolesta ja puoltaa osakkeen väliaikaisen heikomman tuloskasvujakson yli katsomista.

Suositus

Lisää

(aik.)

Tavoitehinta:

8,50 EUR

(aik. EUR)

Osakekurssi:

8,02 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	222,1	226,7	246,5	271,5
kasvu-%	37 %	2 %	9 %	10 %
EBIT oik.	50,5	50,2	55,3	62,8
EBIT-% oik.	22,7 %	22,2 %	22,4 %	23,1 %
Nettotulos	20,4	36,8	40,7	46,8
EPS (oik.)	0,38	0,47	0,51	0,59
P/E (oik.)	22,1	17,2	15,6	13,6
P/B	14,5	9,9	8,4	7,1
Osinkotuotto-%	2,8 %	4,6 %	5,1 %	5,9 %
EV/EBIT (oik.)	14,4	13,7	12,3	10,7
EV/EBITDA	15,5	12,2	10,9	9,5
EV/Liikevaihto	3,3	3,0	2,8	2,5

Lähde: Inderes

Ohjeistus

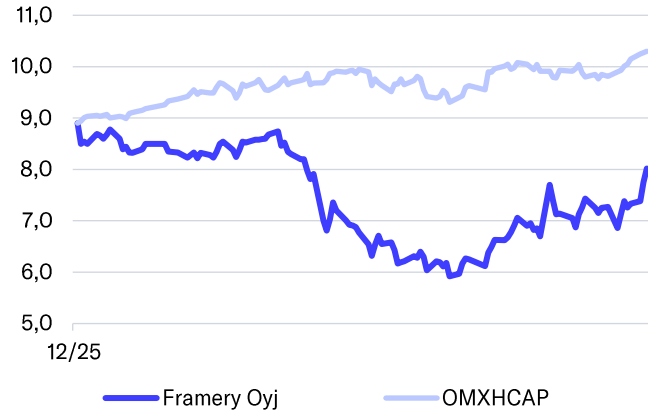
(Ennallaan)

Framery ei anna ohjeistusta.

Sisällysluettelo

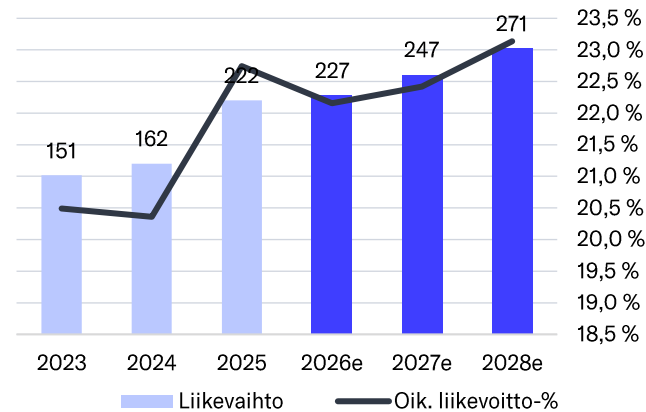
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-13
Johtoryhmä ja omistus	14
Toimiala ja kilpailukenttä	15-19
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	19-22
Taloudellinen tilanne	23-24
Sijoitusprofiili	25-26
Ennusteet	27-31
Arvonmääritys ja suositus	31-38
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	39

Osakekurssi



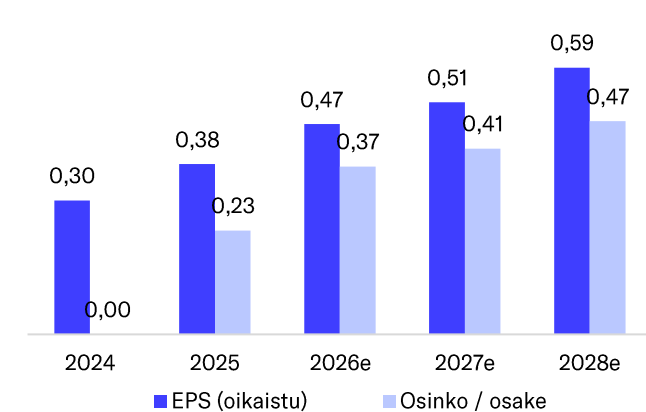
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Johtava markkina-asema kasvavalla kohdemarkkinalla
- Korkea kannattavuus vahvasta kasvusta huolimatta
- Pääomakevyt liiketoimintamalli rajaa investointitarvetta ja luo edellytykset avokätiseen voitonjakoon
- Mahdollisuus laajentaa kohdemarkkinaa ja vahvistaa asiakaspitoa palveluilla

Riskitekijät

- Suurten toimistokalustevalmistajien investoinnit alalle
- Palveluliiketoiminta on vielä vaatimatonta kasvupanostuksista huolimatta
- Liiketoimintamalli on riippuvainen Tampereen kokoonpanolaitoksesta

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	8,02	8,02	8,02
Osakemäärä, milj. kpl	79,1	79,1	79,1
Markkina-arvo	635	635	635
Yritysarvo (EV)	687	682	672
P/E (oik.)	17,2	15,6	13,6
P/E	17,3	15,6	13,6
P/B	9,9	8,4	7,1
P/S	2,8	2,6	2,3
EV/Liikevaihto	3,0	2,8	2,5
EV/EBITDA	12,2	10,9	9,5
EV/EBIT (oik.)	13,7	12,3	10,7
Osinko/tulos (%)	80,0 %	80,0 %	80,0 %
Osinkotuotto-%	4,6 %	5,1 %	5,9 %

Lähde: Inderes

Framery lyhyesti

Framery on tehdasvalmisteisten, siirrettävien, äänieristettyjen työtilojen globaali markkinajohtaja.

CAGR: 21 %

Liikevaihdon kasvu 2018-2025

222 MEUR

Liikevaihto 2025

50,5 MEUR

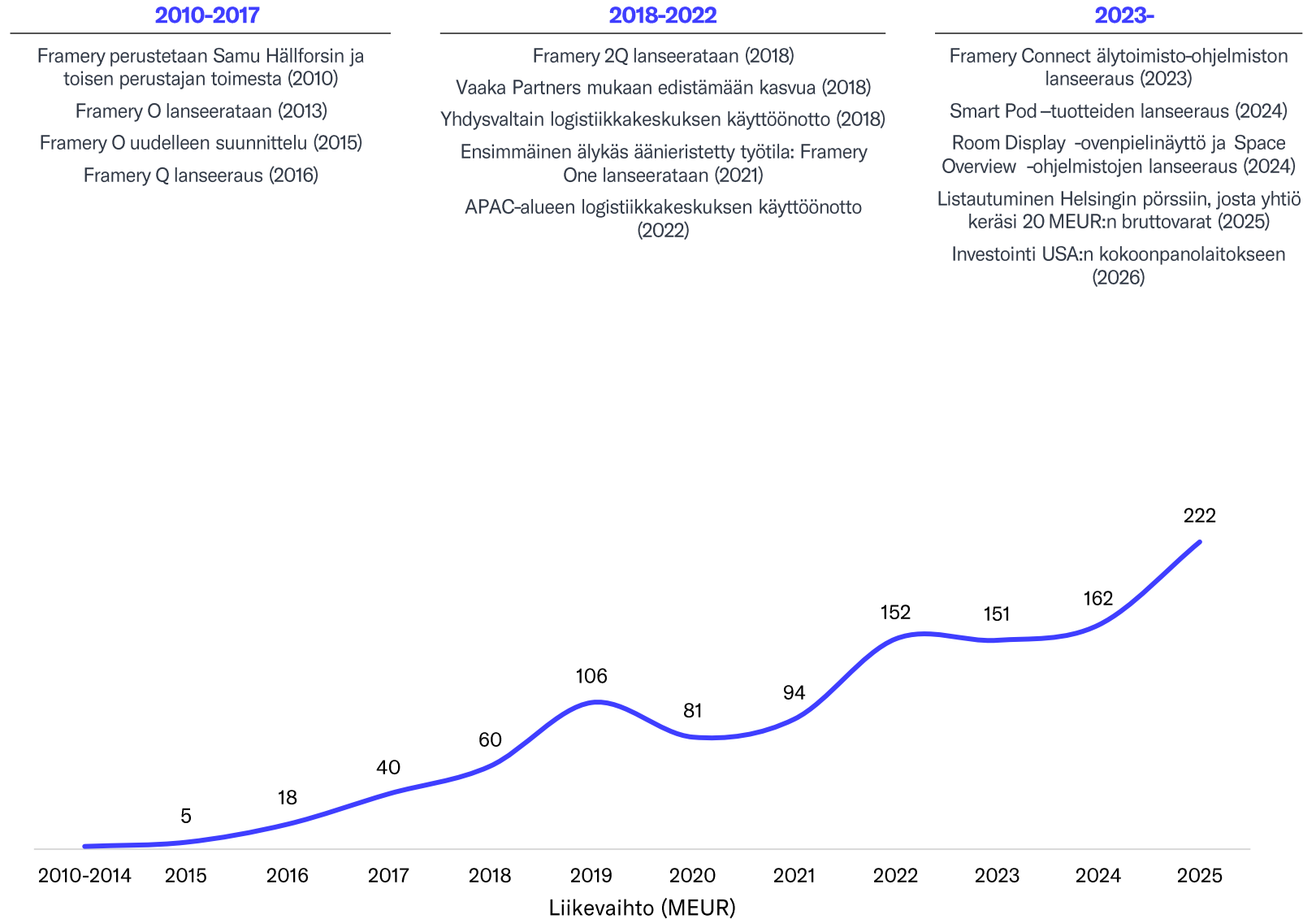
Vertailukelpoinen liiketulos 2025

470

Henkilöstö keskimäärin vuonna 2025

2010

Perustamisvuosi



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

Tehdasvalmisteisten äänieristettyjen työtilojen markkinajohtaja

Framery on tamperelainen tehdasvalmisteisten, siirrettävien ja äänieristettyjen työtilojen (jatkossa podien) globaali markkinajohtaja. Yhtiö on perustettu ratkomaan avotoimistojen aiheuttamia haasteita työntekijöiden työrauhaan ja keskittymiskykyyn. Framery on ollut ensimmäisiä yhtiöitä lanseeraamassa podeja ja sen myötä merkittävässä roolissa kategorian muodostumisessa. Yhtiö suunnittelee, kokoaa, markkinoi ja myy podeja sekä niihin liittyviä digitaalisia ratkaisuja. Arvoketjussaan Framery keskittyy keskeisiin lisäarvoa tuottaviin osiin, mikä mahdollistaa kevyen ja skaalautuvan liiketoimintamallin. Liiketoiminta on erittäin kansainvälistä ja vientimarkkinat tuovat yli 95 % liikevaihdosta.

Liikevaihto painottuu äänieristettyihin työtiloihin

Frameryn liikevaihto syntyy lähes täysin äänieristettyjen työtilojen myynnistä, joka tapahtuu pääosin kansainvälisen jälleenmyyjäverkoston kautta. Työtilojen myynti on kertaluonteinen tulonlähde, joskin Frameryn työtilojen täydennysostot ovat asiakkaiden keskuudessa yleisiä. Frameryn näkemyksen mukaan sen tuotteilla on markkinoiden edistyksellisimmät tuoteominaisuudet. Asiakaskokemuksen kannalta on kriittistä, että podit vaimentavat hyvin ääntä ja että niissä on hyvä ilmanvaihto. Kyseisten ominaisuuksien samanaikainen saavuttaminen yhdessä kosteuden hallinnan kanssa on keskeisin haaste podien suunnittelussa. Kaikissa Frameryn podeissa on 30 dB:n puheäänenvaimennus, integroidut kosketusnäytöt, automaattinen läsnäolontunnistus, 4G-yhteys automaattisia ohjelmistopäivityksiä varten sekä kalenteri-integraatio.

Framery tavoittelee tuotteillaan keskihintaluokkaa. Työtilojen loppuhinta on tyypillisesti niiden mallista ja spesifikaatioista riippuen 7 000–21 000 euroa, kun taas niiden tyypillinen elinkaari on 5–10 vuotta.

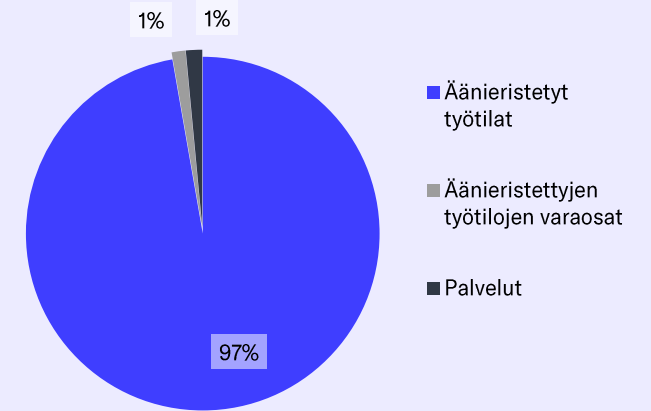
Frameryn työtilojen tarjooma koostuu neljästä mallistosta: Framery One Compact, Framery One, Framery Four ja Framery Six. Kyseiset uuden sukupolven tuotteet ovat ominaisuuksiltaan pitkälti samanlaisia, mutta poikkeavat toisistaan koon ja suunnitellun käyttötarkoituksen mukaan. Työtilat ovat räätälöitävissä, ja niihin on valittavissa monenlaisia sisä- ja ulkotilojen värimaailmoja. Työtilojen materiaalit ovat vaihdettavissa, mikä mahdollistaa tuotteiden huollon ja varaosamyynnin. Frameryn liiketoiminnassa podien huolto on ulkoistettu jälleenmyyjille ja arviomme mukaan varaosamyynnin keskeisin rooli on asiakastyytyväisyyden vahvistaminen.

Järjestelmä on sisäänrakennettu yhtiön kaikkiin uuden sukupolven työtiloihin, mikä parantaa tuotteiden erottautumista. Se tarjoaa käyttäjille perustoiminnot tilojen hallintaan sekä tietoa käyttöasteesta. Tämä luo suoran kommunikaatioyhteyden Frameryn ja loppuasiakkaiden välille, mikä on harvinaista toimistokalustemarkkinalla ja syventää asiakassuhdetta. Kaikkien toiminnallisuuksien hyödyntäminen edellyttää kuitenkin Framery Plus -tilausta.

Palvelut ovat seuraava kasvunlähde

Palvelut tuovat noin prosentin Frameryn liikevaihdosta. Tämä liikevaihdon lähde on jatkuvaa ja se kattaa niin työtilojen vuokrapalvelun (Framery Subscribed) kuin älytoimistojärjestelmän tilauksesta (Framery Plus) syntyvän liikevaihdon.

Frameryn liikevaihdon jakauma



Frameryn älypoditarjooma

Framery One Compact



Framery One



Framery Four



Framery Six



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7

Framery Subscribed -vuokrauspalvelu lanseerattiin vuonna 2019 Suomessa. Palvelua on hiljattain laajennettu uusille markkinoille ja sitä tarjotaan toistaiseksi kahdeksassa maassa Euroopassa. Syyskuun 2025 lopussa Framery Subscribed -kanta oli yhteensä 895 podia, kun taas yhtiön myytyjen työtilojen määrä oli vuonna 2025 arviomme mukaan noin 20 tuhatta podia. Vuokrauspalvelun toistaiseksi pienestä koosta huolimatta se on käsityksemme mukaan saavuttanut hyvän penetraatioasteen kypsimmillä markkinoillaan.

Podit vuokrataan suoraan Frameryn taseesta kuukausiveloituksella, joka kattaa tuotteen takuun, siihen liittyvän huollon ja siirron kaupungin sisällä sekä pääsyn Framery Plus -ohjelmistopalveluun. Vuokrapodien huolto ja ylläpito kuuluvat palvelun piiriin ja paikalliset jälleenmyyjät vastaavat kyseisten henkilöstöintensiivisten palveluiden toteuttamisesta. Asiakkaat voivat päivittää tai keskeyttää palvelumallin tilauksen kolmen kuukauden varoitusajalla. Sopimuskauden jälkeen Framery vastaa podin noutamisesta asiakkaalta. Palautettuja podeja pyritään hyödyntämään uudelleen uusille Framery Subscribed -asiakkaille kaluston käyttöasteen ylläpitämiseksi. Lisäksi Framery ylläpitää pienimuotoista podien jälkimarkkinaa entisiä vuokrapodeja ja asiakkailta vapautuvia Frameryn tuotteita varten, mikä arviomme mukaan tukee asiakastytyväisyyttä.

Frameryn arvion mukaan podien vuokraaminen mahdollistaa keskimäärin noin kolme kertaa korkeamman podikohtaisen bruttokatteen niiden myymiseen verrattuna, kun huomioidaan sen myynnistä saatavat tulot vuokrajakson päättymisen jälkeen. Framery Subscribed -mallin alla liikevaihto syntyy podin myyntiä hitaammin, mutta kyseisistä lähtökohdista vuokrauksesta syntyvä

liikevaihto on nähdäksemme houkuttelevampaa. Yhtiön mukaan yksittäinen Framery One –tuote generoi historiallisten lukujen perusteella 14 300 € 48 kuukauden vuokrasuhteen aikana. Korkean kannattavuuden ohella podien vuokrauspalvelu laajentaa Frameryn potentiaalista asiakaskuntaa. Johdon arvion mukaan noin 70 % Framery Subscribed -asiakkaista valitsee Frameryn vuokrapalvelun ansiosta, eli vuokrauspalvelu kannibalisoit ainoastaan noin 30 % suorasta podimyyntistä ja laajentaa potentiaalista asiakaskuntaa.

Älytoimistoratkaisu

Frameryn älytoimistoratkaisu on yhteensopiva älypodien kanssa (ts. vuonna 2024 lanseeratut uuden sukupolven tuotteet). Frameryn omien työtilojen ohella älytoimistoratkaisua voi hyödyntää perinteisissä kokoushuoneissa sekä esimerkiksi parkkipaikkojen varausjärjestelmänä.

Älytoimistoratkaisu mahdollistaa veloitusta joitain toiminnallisuuksia, mutta työtilojen kattavan analytiikan ja kalenterivarausten kaltaiset toiminnallisuudet vaativat Framery Plus –tilausta. Framery Plus -tuotetta hinnoitellaan järjestelmään liitettyjen tilojen lukumäärän mukaan. Järjestelmään liitetyt tilat voivat olla Frameryn toimittamat podit, mutta myös muut tilat, joissa hyödynnetään Frameryn sensoreita – esim. kokoushuoneet. Tämä vastaa toimialan normeja, joissa ratkaisuja hinnoitellaan tyypillisesti tilojen tai käyttäjien lukumäärän mukaan. Toistaiseksi Framery veloittaa 11 euroa per tila, mutta hintaa nostetaan 15,75 euroon tammikuussa 2027. Havaintojemme perusteella Frameryn hinnoittelu on huokea kilpailijoihin nähden, minkä pitäisi tukea käyttäjämäärän kasvua.

Framery älytoimistoratkaisun komponentit

Framery Connect -alusta



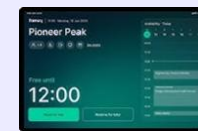
Framery Connect mahdollistaa älykkäiden podien ja muiden yhdistettyjen tilojen käyttöastetietojen hallitsemisen keskitetyllä alustalla.

Framery Connect -sensori



Framery Connect -sensori on työtilan läsnäolotunnistin, joka mahdollistaa tilojen käytön anonyymien reaaliaikaisen seurannan minkä tahansa toimiston tilan osalta.

Framery Room Display -ovenpielinäyttöohjelmisto



Framery Room Display - ovenpielinäyttöohjelmisto on tilojen varausjärjestelmä.

Framery Space Overview -ohjelmisto



Framery Space Overview - ohjelmisto näyttää tilojen reaaliaikaisen saatavuuden ja auttaa sopivien työtilojen löytämisessä.

Framery App -mobiilisovellus



Framery App mahdollistaa työskentelytilojen etsimisen ja varaamisen.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

Framery lanseerasi vuonna 2023 äänieristettyjen työtilojen ja muiden yhdistettyjen tilojen hallintaan tarkoitettun Framery Connect –alustan, jonka päälle Framery Plus –tilauspalvelu on sittemmin rakennettu. Framery Plus –tilauspalvelu on toistaiseksi lastenkengissä, ja Q3'25:n aikana ohjelmistotilauksista syntynyt liikevaihto oli 7 TEUR. Lokakuussa 2025 Frameryllä oli yhteensä noin 490 maksullista Framery Plus –palveluun liitettyä tilaa (huom: yksittäisellä asiakkaalla voi olla useita tiloja käytössä). Kokemuksemme perusteella etenkin työtilojen varaaminen kalenterien kautta on ominaisuus, josta luopuminen olisi käyttäjälle haastavaa ohjelmiston kokeilujakson päättyessä. Työtilojen analytiikan lisäarvon arvioimme korostuvan suuremmissa organisaatioissa, joissa työtilojen suuri määrä vaikeuttaa niiden käyttöasteiden arvioimista toimistopäällikön näkökulmasta.

Framery Plus –sovelluksen kysyntä on toistaiseksi vielä todistamatta, mutta Frameryn muu liiketoiminta parantaa nähdäksemme sen edellytyksiä onnistua. Tämä johtuu siitä, että podit tarjoavat Framerylle tehokkaan asiakashankinnan kanavan ohjelmistopalvelua ajatellen, asiakas saa Frameryltä yhtenäisen integroidun alustan tilanhallintaa varten eikä asiakkaiden tarvitse hankkia muuta rautaa älytoimistojärjestelmän mahdollistamiseksi. Framery hyödyntää podimyyntiään Plus –sovelluksen asiakashankinnan kanavana tarjoamalla uusille asiakkaille vuoden ilmaista kokeilujaksoa Framery Plus -sovelluksesta. Ensimmäiset ilmaiset kokeilujaksot päättyivät touko-kesäkuussa 2025 246 asiakkaan osalta. Kyseisistä asiakkaista Framery kykeni konvertoimaan 12,4 % maksaviksi Plus-asiakkaiksi. Frameryn mukaan luku aliarvioi yhtiön kykyä konvertoida Plus-ohjelmiston kokeilijoita maksaviksi tilaajiksi, sillä suuri osa ensimmäisestä kohortista osti tuotteensa ennen järjestelmän kaikkien

toiminnallisuuksien lanseerausta.

Uusien asiakkaiden ohella Framery tavoittelee kasvua älytoimistojärjestelmässään tarjoamalla ohjelmiston kokeilujaksoja olemassa oleville asiakkaille, joilla ei vielä ole sitä (ts. asiakkaat, joiden kaikki tuotteet ovat vielä edellisen sukupolven äänieristettyjä työtiloja). Lisäksi ohjelmistoa myydään tahoille, joilla ei vielä ole Frameryn tuotteita. Näemme Frameryllä hyvät edellytykset laajentaa asiakaspeittoaan olemassa olevien asiakkaiden keskuudessa, sillä tänä päivänä vasta 35 % käytössä olevista Framery-podeista on uuden sukupolven älypodeja. Podit luovat näkemyksemme mukaan selviä myyntisynergioita älytoimistojärjestelmän myyntiä ajatellen. Suhtaudumme kuitenkin varauksella Frameryn kykyyn laajentua ohjelmisto edellä täysin uusiin asiakkuuksiin, sillä erottautuminen älytoimisto-ohjelmistossa on arvioimme mukaan haastavaa eikä Framery nauti niissä podien kaltaisesta markkinajohtajan asemasta.

Liiketoiminta on hyvin kansainvälistä...

Frameryn liiketoiminta on erittäin kansainvälistä ja sen tuotteita on myyty yli 90 maahan. Suurin yksittäinen markkina on Yhdysvallat (28 % vuoden 2025 liikevaihdosta). Tämä luo selvän valuutta-altistuksen Yhdysvaltain dollarille, sillä Frameryn kulurakenne on pääosin euromääräinen. Intia oli yhtiön toiseksi suurin markkina-alue 8 %:n osuudellaan. Framery jaottelee liikevaihdon Eurooppaan, Lähi-itään ja Afrikkaan, Pohjois-, Keski- ja Etelä-Amerikkaan sekä Aasian ja Tyynenmeren alueeseen. Niistä keskeisin on Eurooppa, Lähi-itä ja Afrikka, jonka osuus konsernin liikevaihdosta oli viime vuonna hieman yli puolet. Aasian ja Tyynenmeren alueen myynti sisältää yhtiön mukaan tyypillisesti suurempaa projektimyyntiä, mikä korostaa kvartaalikohtaista vaihtelua.

Älytoimistojärjestelmän ilmaiset ominaisuudet:

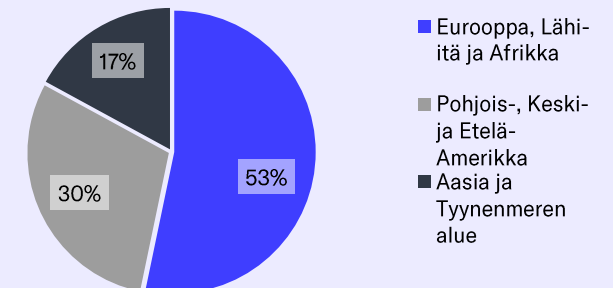
- Framery Connectin rajallinen analytiikka
- Rajoittamaton määrä käyttäjätilejä
- Työtilojen nimeäminen ja tilanhallinta
- Huoltopyynnöt

Framery Plus ominaisuudet

- Kaikki älytoimistojärjestelmän ominaisuudet
- Framery Connectin analytiikka
- Älykkäiden työtilojen varausjärjestelmä
- Mobiilivaraukset Framery-sovelluksen kautta
- Huoneiden reaaliaikainen saatavuus ja varaus
- Työtilojen varaus Microsoft/Google-kalentereilla
- Jatkuvat langattomat tuotepäivitykset

Hinta 11 € per tila
(15,75 € 2027 alkaen)

Frameryn liikevaihdon jakauma markkina-alueittain 2025



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7

... ja nojaa jälleenmyyjiin

Frameryn myynti tapahtuu ensisijaisesti jälleenmyyjien kautta, joita yhtiöllä oli listautumishetkellä yli 650 kappaletta. Jälleenmyyjät vastaavat tuotteiden myynnistä, esittelystä näyttelytiloissa, toimituksista, asennuksesta ja huollosta. Laajan jälleenmyyjäverkoston myötä Frameryn altistus suurimmalle jälleenmyyjälleen on hyvin rajallinen, käsityksemme mukaan 1-3 %, mikä rajaa jälleenmyyjien neuvotteluasemaa Frameryn suuntaan. Framery antaa tuotteilleen julkisen loppuasiakkaan suositushinnan, mutta jakelijat vastaavat itse tuotteiden hinnoittelusta. Käsityksemme mukaan jakelijat hinnoittelevat tuotetta tyypillisesti 10-30 %:n preemiolla ostohintaan nähden. Tuotteiden jakelua ei pyritä laajentamaan jokaiseen kanavaan, mutta hinnoittelukurin ylläpitämiseksi asiakkailta on oltava mahdollisuus valita jälleenmyyjien välillä. Jälleenmyyjät ovat yleisesti todella tyytyväisiä yhteistyöhön Frameryn kanssa, mikä ilmenee erittäin korkeasta 85 NPS-tuloksesta (asteikko: -100-100). Frameryllä on yli 50 omaa myyntiedustajaa maailmanlaajuisesti, jotka hallinnoivat aktiivisesti jälleenmyyjäverkostoa myyntisuorituksen optimoimiseksi. Framery myy tuotteitaan suoraan loppuasiakkaille kahdella markkinalla: Suomessa ja Ruotsissa. Käsityksemme mukaan suoramyynä näillä markkinoilla johtuu pääosin yhtiön suomalaisista juurista sekä paikallisen jälleenmyyjäkentän rakenteesta. Suoramyynämarkkinat tuovat noin 5 % Frameryn liikevaihdosta, joten niiden suora vaikutus konsernin myyntiin on rajallinen. Yhtiö hyödynsi niitä kuitenkin strategisesti kerätäkseen dataa esimerkiksi podivuokrauksen palautusasteista, kulumisesta, jälkimarkkinatoiminnoista ja ylläpitokustannuksista ennen Framery Subscribed -mallin laajentamista jälleenmyyjävetoisille markkinoille. Pidämme

1) Perustuu Frameryn teettämään markkinatutkimukseen

todennäköisenä, että suoramyynämarkkinoita hyödynnetään jatkossakin uusien tuotteiden tai liiketoimintojen validoimiseksi. Emme odota yhtiön avaavan uusia suoramyynämarkkinoita suoramyynän henkilöstöintensiivisen luonteen takia.

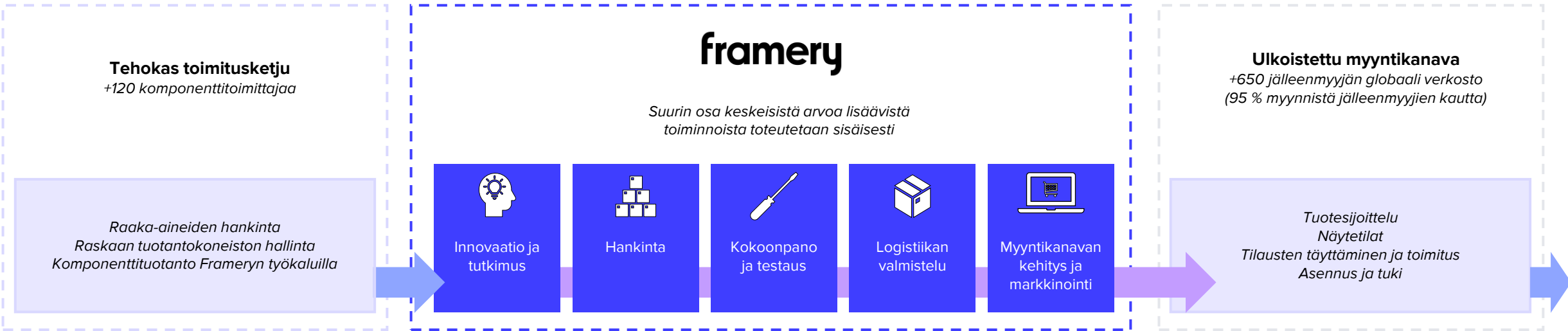
Asiakaskunta on laaja

Listautumisen yhteydessä Frameryllä oli yli 11 900 loppuasiakasta yli 100 maassa. Asiakaslista on todella vakuuttava, sillä se kattaa yli 70 % Forbesin vuoden 2025 Global 2000 -listan top 100 -yrityksistä. Asiakaskunta jakautuu laajasti eri toimialoille, mm. teknologia, rahoitus, pankki- ja vakuutus toiminta, lääketiede ja terveydenhuolto, teollisuus, kulutushyödykkeet, konsultointi ja asiantuntijapalvelut sekä julkinen sektori ja voittoa tavoittelemattomat organisaatiot. Arviomme mukaan yksityisen sektorin loppuasiakkaat tuovat 90-95 % liikevaihdosta. Yhtiön mukaan 97 % Frameryn äänieristettyjä työtiloja ostaneista asiakkaista käyttää niitä edelleen ja yhtiön asiakaspysyvyys on alan korkein. Väitettä tukee toimialan kontekstissa korkea loppuasiakkaiden 56 NPS-luku (podimarkkinan keskiarvo 22¹⁾). Vaikka jatkuvan liikevaihdon osuus on matala, myynti painottuu vahvasti nykyasiakkaisiin: 65 % Frameryn liikevaihdosta tulee välillisesti toistuvilta loppuasiakkailta. Käsityksemme mukaan korkean asiakastytyväisyyden ohella liikevaihdon jatkuvuutta selittää osittain asiakkaiden käytös, sillä podeja kokeillaan tyypillisesti aluksi pienessä mittakaavassa yhdessä sijainnissa ennen suurempia hankintoja. Korkea asiakasjatkuvuus on joka tapauksessa merkki asiakastytyväisyydestä. Framery on käsityksemme mukaan vahvoilla asiakkuuksissa, joissa asiakas on aidosti valmis panostamaan työtilojensa toiminnallisuuksiin. Käänteisesti arvioimme, että kaikista hintaherkimmät asiakkaat ovat Frameryn kannalta haastavampia.

Frameryn referenssiasiakkaita



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7



Arvoketjussa keskitytään lisäarvoa tuottaviin toimintoihin

Framery on hyvin valikoiva arvoketjuasemansa suhteen. Yhtiö keskittyy korkean lisäarvon toimintoihin ja ulkoistaa lähtökohtaisesti arvoketjun pääoma- ja henkilöstöintensiiviset vaiheet yhteistyökumppaneilleen, mikä tukee liiketoimintamallin skaalautuvuutta ja parantaa pääoman tuottopotentiaalia. Listautumisen yhteydessä 73 % yhtiön työntekijöistä olikin valkokaulustyöntekijöitä.

Arvoketjun alkupäässä Framery painottaa hankinnoissaan paikallisuutta ja yli 90 % hankinnoista tulee Euroopasta, mutta älytoimistojärjestelmän elektroniset komponentit tulevat pääosin Kiinasta. Niille yhtiöllä on kuitenkin vaihtoehtoiset tavarantoimittajat myös Kiinan ulkopuolella. Laajasta toimittajajoukosta huolimatta Frameryn toimitusketju vaikuttaa keskittyneeltä, sillä 10 suurinta komponenttitoimittajaa vastasivat 48 prosenttia hankinnoista. Tämä johtuu kuitenkin siitä, että moni Frameryn tavarantoimittajista toimivat autoteollisuudessa ja

tuottavat pitkiä sarjoja erittäin tehokkaasti, minkä katsomme puoltavan hankintojen keskittämistä. Niiden kanssa yhteistyössä Framery omistaa ja hallitsee tyypillisesti tuotannon muotteja, mutta raskas tuotantokalusto ulkoistetaan. Muottien omistaminen helpottaa toimittajien vaihtamista, mutta tämä olisi arviomme mukaan siitä huolimatta työläs, muttei mahdoton prosessi.

Frameryn tuotteet kootaan ja valmistellaan toimitusta varten Tampereen kokoonpanolaitoksella. Kokoonpanon hallitseminen on keskeisessä roolissa tuotteiden laadun varmistamiseksi. Tämän ohella yhtiöllä on kolme kolmannen osapuolen hallinnoimaa logistiikkakeskusta, jotka sijaitsevat Lempäälässä, Michiganissa ja Singaporessa. Logistiikkakeskusten avulla yhtiö pyrkii lyhentämään toimitusaikojaan ja vähentämään riippuvuuttaan lentorahdista. Tuotteet toimitetaan asiakkaille litteissä pakkauslaatikoissa. Tyypillisesti tuotteet toimitetaan neljässä viikossa tilauksesta ja liiketoiminnan kansainvälisestä luonteesta huolimatta tuotteiden logistiikkakulut ovat vain

noin 7 % Frameryn liikevaihdosta.

Vuoden 2026 jälkipuoliskolla Framery muuntaa Michiganin logistiikkakeskuksensa kokoonpanotehtaaksi. Tämä mahdollistaa vastaamisen Pohjois-Amerikan kysyntään paikallisesti räätälöidyillä tuotteilla. Frameryn arvion mukaan tämä optimoi yhtiön käyttöpääomatarvetta ja nopeuttaa kykyä reagoida markkinakohtaisiin muutoksiin. Kokoonpanon laajentaminen vähentää samalla liiketoiminnan riippuvuutta Tampereen tehtaasta ja parantaa toimitusketjun sietokykyä tullien kaltaisia kauppajännitteitä vastaan. Yksi haaste kokoonpanon hajauttamisessa on kuitenkin skaalaetujen pieneneminen, kun komponenttitoimittajien valmistuserät lyhenevät. Frameryn arvion mukaan Tampereen kapasiteetti riittää nykyisen tuotantomäärän yli kaksinkertaistamiseen, joten kapasiteettirajoitteet eivät olleet keskeinen tekijä investointipäätöksen taustalla.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7

Bruttokatteet ovat hyvällä tasolla

Frameryn tuloslaskelma on kululajikohtainen, mutta yhtiö eritteli siitä huolimatta listautumisesitteessään viime vuosien bruttokatteet. Yhtiön bruttokatemarginaali on noussut vuoden 2022 45 %:sta 47 %:iin vuoden 2025 kolmen ensimmäisen neljänneksen aikana, mikä on korkea taso toimistokalustemarkkinalla ja kielii kyvystä erottautua kilpailijoista. Yhtiön bruttokatemarginaali on kuitenkin viime vuosina ollut paineessa. Käsityksemme mukaan bruttokatemarginaalia painoivat vuonna 2024 uuden tuotesukupolven ylösajo ja edellisen sukupolven valmistus rinnakkain siirtymäkauden aikana. Vuoden 2025 ensimmäisen kolmen kvartaalin aikana bruttokatemarginaali heikkeni Yhdysvaltain tuontitullien sekä heikon dollarin vaikutuksen takia.

Yleisesti uusi podisukupolvi on kuitenkin tukenut yhtiön kateprofiilia, sillä paremmista tuoteominaisuuksistaan huolimatta uuden älypodisukupolven materiaalikustannukset ovat yhtiön mukaan 8 % alhaisemmat aiemman sukupolven vaneripohjaisiin tuotteisiin nähden. Framery säilytti kuitenkin uuden sukupolven tuotteissa suhteellisen hintatason ennallaan tuotteiden parantuneista ominaisuuksista huolimatta, mikä paransi tuotteiden hintamielikuvaa ja on nähdäksemme osoitus pidemmän aikavälin kilpailukyvyn painottamisesta. Uuden tuotelinjan yhteydessä yhtiö kykeni kuitenkin supistamaan myös kokoonpanokustannuksia 25 %:lla siirtymällä soluperustaisesta kokoonpanosta linjakokoonpanoon, mikä tukee suhteellista kannattavuutta. Pidemmällä aikavälillä bruttokatteet kokevat rakenteellista nousupainetta palveluliiketoiminnasta, mikäli yhtiö kykenee onnistuneesti kasvattamaan sitä. Bruttokatteet ovat podimyyntiä

korkeammat podien tilauspalvelussa ja Framery Plus -ohjelmistoliikevaihdon osalta.

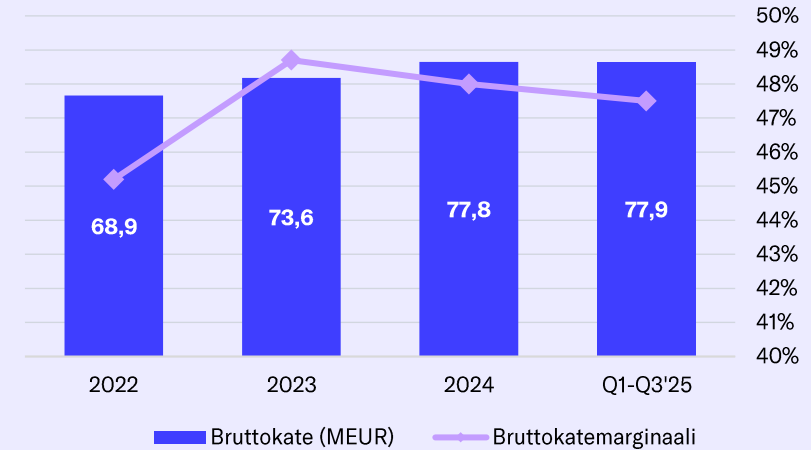
Kulurakenteessa on paljon muuttuvia tai puolikiinteitä elementtejä

Frameryn keskeisin kuluerä, materiaalit ja palvelut, koostuu pääosin yhtiön materiaalihankinnoista. Erä on viime vuosina ollut 47–49 % liikevaihdosta. Alumiini ja teräs ovat yhtiön keskeisimmät raaka-ainehankinnat, joten muutokset niiden hinnassa tai tullitasossa vaikuttavat herkästi yhtiön kannattavuuteen. Kustannusinflaation vaikutuksia rajoittaa kuitenkin näkemyksemme mukaan Frameryn hyvä hinnoitteluvoima. Framery on ulkoistanut henkilöstö- ja investointiraskaat osat arvoketjustaan, mikä selittää kyseisten kuluerien maltillista osuutta liikevaihdosta. Henkilöstökulut ovat olleet noin 18-20 % Frameryn liikevaihdosta. Arviomme mukaan kuluerä on puolikiinteä, mikä mahdollistaa lievän skaalautumisvaran kasvun myötä.

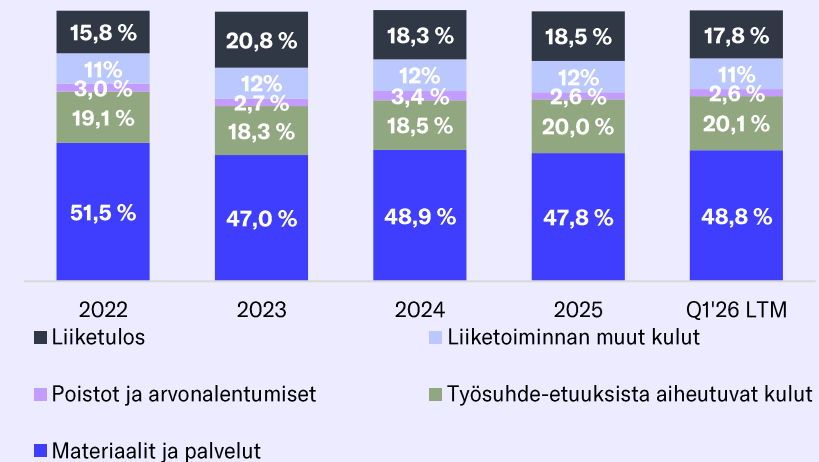
Frameryn poistot kertyvät yhtiön koneista ja kalustosta, vuokratuista toimitiloista sekä aktivoiduista kehittämismenoista. Poistot huomioivat myös Frameryn Subscribed -vuokrauspalvelun podien arvonalentumisen, joten vuokrauspalvelun kasvu nostaisi poistotasoa.

Liiketoiminnan muut kulut sisältävät laajan kirjon eriä ohjelmisto-, markkinointi- ja T&K-menoista aina valuuttakurssitappioihin ja ulkopuolisiin palveluihin. Myös listautumisesta syntyneitä kuluja kirjattiin tähän erään, mikä selittää kuluerän väliaikaista suhteellista kasvua vuonna 2025. Arviomme mukaan kuluerä on normalisoidusti noin 19 % Frameryn liikevaihdosta. Näemme kuluerän pitkälti muuttuvana, eikä se täten tarjoa oleellista skaalautumisvaraa yhtiön kasvaessa.

Bruttokatemarginaali on vahvalla tasolla



Frameryn suhteellinen tuloslaskelma



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

Pääomatarve on kevyt

Frameryn arvoketjuaseman myötä yhtiön liiketoimintamalli on tuotteen fyysisestä luonteesta huolimatta kevyt. Liiketoiminta on viime vuosina sitonut noin 15 MEUR käyttöpääomaa ja 21-24 MEUR aineellisten käyttöomaisuushyödykkeiden ja muiden aineettomien hyödykkeiden muodossa. Yhtiön tase on kuitenkin liiketoimintamallin operatiivista pääomatarvetta suurempi, mikä johtuu 69 MEUR:n liikearvosta. Liikearvo syntyi Vaaka Partnersin sijoituksen yhteydessä. Frameryn oma kasvu on ollut täysin orgaanista, minkä vuoksi pidämme hedelmällisempänä arvioida kannattavuutta ja pääomatarvetta liikearvosta oikaistuna.

Kevyen liiketoimintamallin myötä kokoonpanotoiminnan aloittaminen Yhdysvalloissa edellyttää Frameryltä yhtiön arvion mukaan alle miljoonan euron investointia. Käsityksemme mukaan investointi kokoonpanoliiketoimintaan vaatii lähinnä toimitilaa, työkaluja ja apuvälineitä. Yhdysvaltain kokoonpanotehdasta on tarkoitus operoida yhteistyössä yhtiön pitkäaikaisen kumppanin kanssa, minkä seurauksena Frameryn oman henkilöstötarpeen Yhdysvalloissa arvioidaan nousevan vain 30 henkilöstä 40 henkilöön.

Frameryn nopeat toimitusajat mahdollistavat sen, etteivät jälleenmyyjät muutamaa poikkeustapausta lukuun ottamatta kannata yksittäisten näyttelymallien ohella tuotteita taseessaan. Tämä lisää arviomme mukaan hieman yhtiön käyttöpääomatarvetta mutta parantaa jakelijoiden tyytyväisyyttä yhteistyöhön. Tuotteiden toimittaminen tilauksesta antaa Framerylle lisäksi lähes reaaliaikaisen näkyvyyden kysynnän kehitykseen ja helpottaa eri

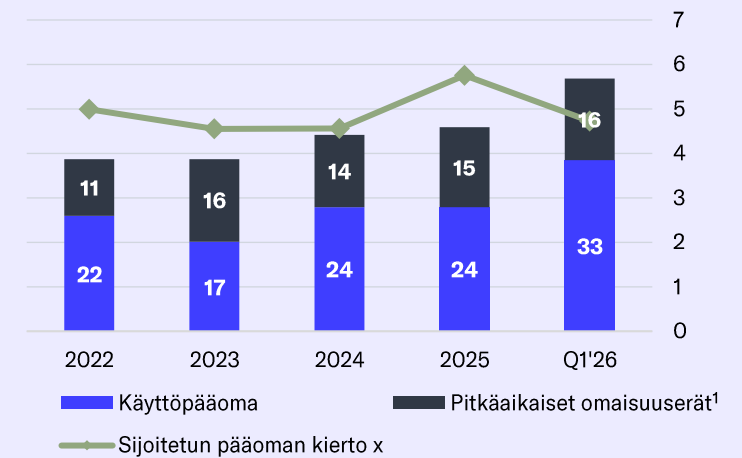
kysyntäshokkeihin reagoimista. Nopean toimitusajan mahdollistamiseksi Framery suunnittelee tuotteensa modulaariseksi, mikä pitää varastonimikkeiden määrää kurissa tuotteiden muokkausmahdollisuuksista huolimatta.

T&K-panostukset säilytetään talon sisällä

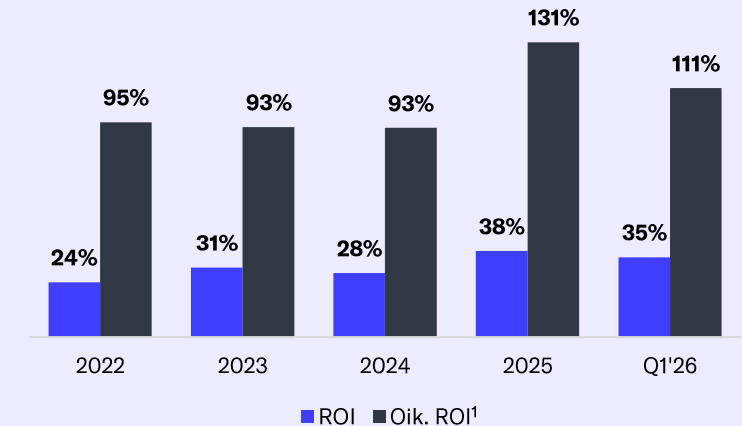
Frameryn viime vuosien tuotekehitys on keskittynyt uuden podisukupolven ja älytoimistojärjestelmän ympärille. T&K-panostuksillaan yhtiö on pyrkinyt parantamaan käyttäjäkokemusta keventämällä podeja, laskemalla niiden materiaali- ja kokoonpanokustannuksia sekä supistamalla tuotteiden pakkauskojoja. Yhtiö on patentoinut ratkaisujaan mm. podien äänieristykseen, ilmanvaihtoon, itsestään sulkeutuvien ovien saranaratkaisuihin sekä älypodien rakenteeseen ja elektroniikkaan. Syyskuussa 2025 Frameryllä oli 27 myönnettyä patenttia, 52 aktiivista patenttihakemusta, yli 200 rekisteröityä mallioikeutta ja 15 tavaramerkkiä, joilla yhtiö suojaa tuotesalkkuaan. Tuotekehitys luo yhtiölle edellytykset ulosmitata skaalaetuja markkinajohtajana, sillä tuotekehityspanostukset jakautuvat pienempiä kilpailijoita suuremmalle määrälle myytyjä tuotteita.

Framery aktivoi taseelleen joitain kehittämismenoja, jotka sisältävät ulkopuolisia palveluita, materiaaleja ja välittömästi kohdistuneita palkkioita. Kehittämismenoja poistetaan 3 vuotta, kun taas aineettomia oikeuksia ja ohjelmistoja 5 vuotta. Mikäli T&K-panostukset eivät täytä yhtiön aktivointikriteerejä, ne kirjataan osaksi liiketoiminnan muita kuluja. Aineettomia omaisuuseriä yhtiö aktivoi vuosina 2024-2025 0,8-1,1 MEUR:n edestä, joten aktivoinneilla on rajallinen tulosvaikutus. Tuloslaskelmalla kirjatut tutkimus- ja kehittämiskulut ovat puolestaan olleet 2,3-2,9 MEUR.

Liiketoiminta sitoo rajallisesti pääomaa...

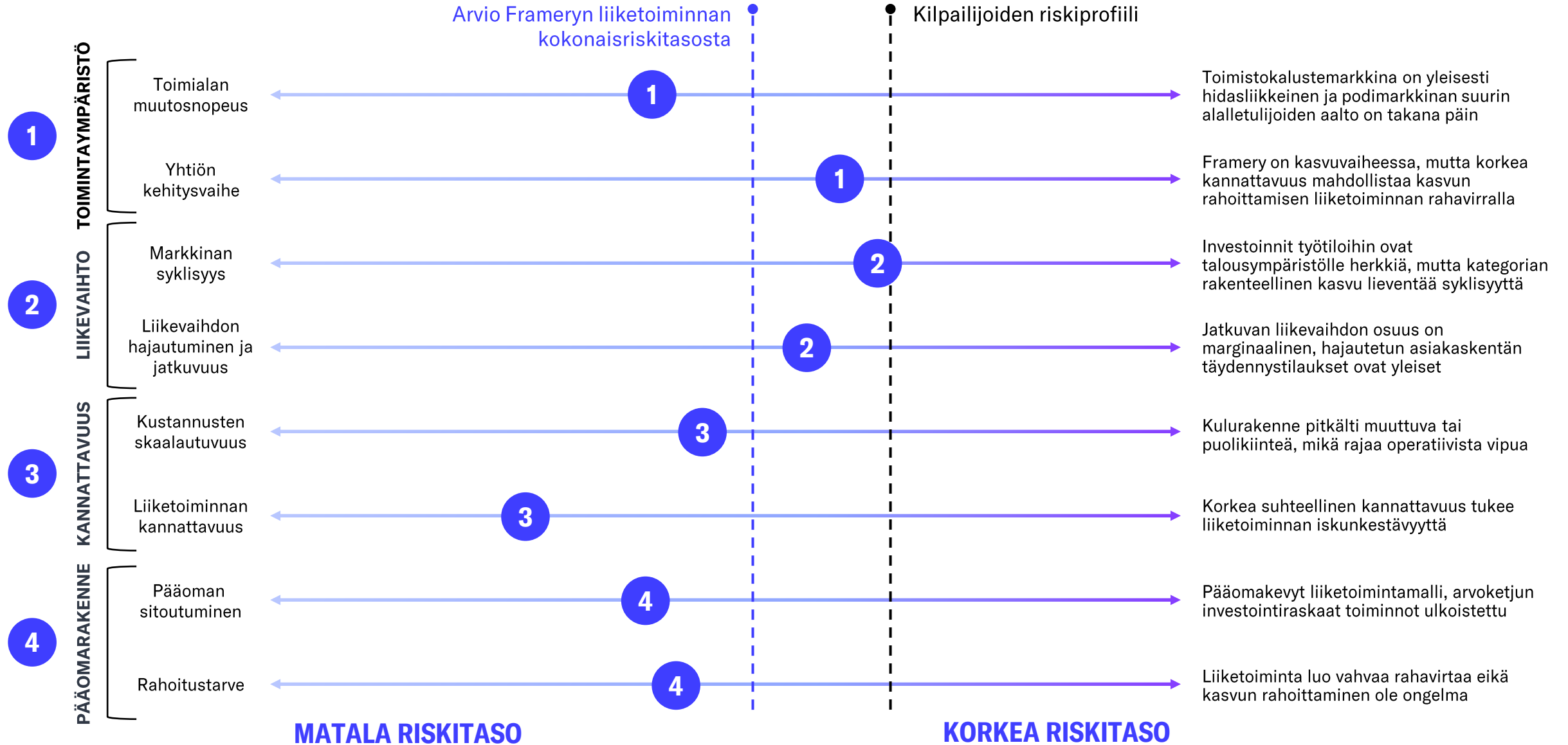


..., mikä mahdollistaa erittäin korkean sijoitetun pääoman tuoton²



1) Oikaistu liikearvosta ja kertaeristä

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Johtoryhmä ja omistus

Toinen perustajista ruorissa

Samu Hällfors on toinen Frameryn perustajista ja toiminut yhtiön toimitusjohtajana vuodesta 2017. Vuodesta 2017 Frameryn liikevaihto on kasvanut keskimäärin 23 % ja liiketoiminnan korkean kannattavuuden myötä kasvu on ollut erittäin arvoa luovaa. Yhtiön vahvat historialliset näytöt huomioiden suhtaudumme myönteisesti siihen, että perustaja johtaa yhtiötä. Tämä tuo arviomme mukaan toimitusjohtajalle lisää auktoriteettia strategisessa päätöksenteossa ja helpottaa pitkäjänteisten valintojen painottamista. Nähdäksemme tausta perustajana lisää toimitusjohtajan sitoutumista yhtiöön ja sen menestykseen. Hällfors on yhtiön toiseksi suurin osakkeenomistaja, minkä katsomme toimivan lisäkannustimena arvонуonttiin.

Lauri Isotalo on toiminut yhtiön talousjohtajana vuodesta 2017 ja täten ollut osana viimeisen vuosikymmenen merkittävää arvонуontia. Yli 400 tuhannen osakkeen omistuksellaan Isotalon kannustimet ovat nähdäksemme linjassa osakkeenomistajien intressien kanssa. Frameryn johtoryhmää tarkastellessa suhtaudumme myönteisesti johtoryhmän omistukseen – jokainen johtoryhmän jäsen kuuluu 100 suurimman omistajan joukkoon. Johtoryhmä koostuu 10 jäsenestä, mikä on nähdäksemme melko laaja yhtiön kokoon suhteutettuna. Vaikka johtoryhmä on laaja, kaikki sen jäsenet ovat suomalaisia, mitä pidämme yllättävänä yhtiön erittäin kansainväliseen liiketoimintaan nähden. Johtoryhmän koostumuksesta huolimatta yhtiön myyntitiimi on globaali, mitä pidämme edellytyksenä kansainväliselle kasvulle. Frameryn hallituksessa on tosin kaksi Yhdysvaltain kansalaista, joista toisella on pitkä tausta Pohjois-Amerikan toimistokalustemarkkinoilta. Keväällä 2026 Framery perusti avainhenkilöilleen suoritusperusteisen kannustinjärjestelmän vuosille 2026-

2030. Järjestelmän ansaintakriteerit on sidottu osakkeen kokonaistuottoon, oikaistuun liiketulokseen sekä CO2-päästöjen vähentämiseen. Suhtaudumme myönteisesti kokonaistuoton sisällyttämiseen järjestelmään, sillä nähdäksemme tämä on tehokas mittari omistajien ja avainhenkilöiden intressien linjaamiseksi. Järjestelmän piirissä on noin 50 yhtiön avainhenkilöä, ja palkkioiden määrä vastaa enintään 455 tuhatta osaketta (~0,6 % osakekannasta).

Omistusrakenne on melko keskittynyt

Framery listautui Helsingin pörssiin joulukuussa 2025. Annissa Framery keräsi 20 MEUR:n bruttovarat, minkä lisäksi olemassa olevat osakkeenomistajat myivät osakkeitaan 210 MEUR:n edestä. Listautumisannista huolimatta omistusrakenne on edelleen melko keskittynyt, sillä 10 suurimman omistajan osuus on lähes 60 % osakekannasta. Frameryn suurin omistaja on pääomasijoitusyhtiö Vaaka Partners, joka sijoitti yhtiöön vuonna 2018. Sijoituksen hinta ei ole julkista tietoa, mutta Frameryn vahva kehitys huomioiden oletamme sijoituksen tuottaneen Vaaka Partnersille erittäin hyvin. Vaaka Partnersin rahastojen rajallisen sijoitushorisontin vuoksi pääomistaja tulee todennäköisesti luopumaan omistuksestaan tietyllä aikavälillä. Merkittävän omistuksen myötä odotamme heidän suosivan suurempia blokkikauppoja. Frameryn muita suuria osakkeenomistajia ovat mm. eläkeyhtiöt Varma sekä Elo, pääomasijoittaja Alpinvest Partners ja enkelisijoittaja Kim Väisänen. Heistä jokainen omisti osakkeita jo ennen listautumista. Listautumisen yhteydessä WIP Asset Management, Handelsbanken, Säästöpankki, OP, Danske Bank, Evli ja S-Pankki toimivat annin ankkurisijoittajina.

Frameryn johtoryhmä ja johdon omistus¹

Nimi	Positio	Omistus
Samu Hällfors	Toimitusjohtaja	5 153 790
Lauri Isotalo	Talousjohtaja	402 627
Lasse Karvinen	Myyntijohtaja	740 924
Daniela Tjeder	Markkinointijohtaja	355 257
Hannu Seppä	Toimitusketjun johtaja	284 204
Anni Hallila	Henkilöstö- ja kulttuurijohtaja Väliaikainen tutkimus- ja kehitysjohtaja	236 838
Tomi Nokelainen	Strategiajohtaja	58 188
Oona Vilermo	Strategiajohtaja	58 188
Henrik Skyttä	Asiakasoperaatioiden johtaja	21 856
Arto Vahvanen	Älytoimistoratkaisujen johtaja	18 601

Frameryn 10 suurinta omistajaa¹

Nimi	Osakkeiden lukumäärä	% osakkeista
1. Vaaka Partners	17 168 650	21,7 %
2. Samu Hällfors	5 153 790	6,5 %
3. Työeläkevakuutusyhtiö Varma	5 087 008	6,4 %
4. Alpinvest Partners	5 084 937	6,4 %
5. Työeläkevakuutusyhtiö Elo	3 052 205	3,9 %
6. Kim Väisänen	2 731 313	3,5 %
7. Janus Hendersonin rahastot	2 092 855	2,6 %
8. Hissipuhe Oy	2 059 920	2,6 %
9. Paio Global Oy	2 001 431	2,5 %
10. Handelsbanken Fonder	1 994 000	2,5 %
10 suurinta yhteensä	46 426 109	58,7 %
Osakkeet yhteensä	79 148 831	100 %

Toimiala ja kilpailukenttä 1/5

Kohdemarkkinat kasvavat vahvasti

Frameryn kohdemarkkinat voi jakaa kahteen osaan: äänieristettyihin työtiloihin ja älytoimistojärjestelmiin. Äänieristetyissä työtiloissa yhtiö on selvä markkinajohtaja, kun taas älytoimistojärjestelmissä yhtiö on vielä marginaalinen peluri. Frameryn kannalta keskeiset kohdemarkkinat ovat Pohjois-Amerikka, Länsi- ja Pohjois-Eurooppa, Singapore, Hongkong sekä Australia. Frameryn teettämän markkinatutkimuksen mukaan näiden markkinoiden koko oli vuonna 2024 noin 0,9 miljardia euroa äänieristetyissä työtiloissa ja 1,5 miljardia euroa älytoimistojärjestelmissä. Kategorioissa on Frameryn näkökulmasta päällekkäisyyttä, sillä Framery on integroinut älytoimistojärjestelmän podeihinsa. Kohdemarkkinasta on kuitenkin heikosti saatavilla markkinatason dataa, mikä vääjäämättä heikentää arvioiden tarkkuutta. Frameryllä on noin viiden henkilön tiimi, joka työksensä kerää markkinadataa päätöksenteon tueksi.

Frameryn kohdemarkkinat ovat viime vuosina kasvaneet vahvasti ja kasvun odotetaan myös jatkuvan. Työyhteisöjen siirtyä avotoimistoihin sekä hybridityöskentely ovat kaksi keskeistä kasvuajuria Frameryn kohdemarkkinoilla. Yhtiön teettämän markkinatutkimuksen perusteella äänieristettyjen työtilojen odotetaan kasvavan 12 % vuodessa vuosina 2024-2030, kun taas älytoimistojärjestelmiltä odotetaan 15 %:n kasvua. Mielestämme arviot kuulostavat korkeilta, mutta toisaalta markkinan kasvu on historiallisesti ollut todella vahvaa. Muutkin markkinatutkimusta tarjoavat tahot odottavat yleisesti yli 10 %:n markkinakasvua, joskin julkisesti saatavilla olevat podimarkkinatutkimukset ovat käsityksemme mukaan yleisesti heikkolaatuisia.

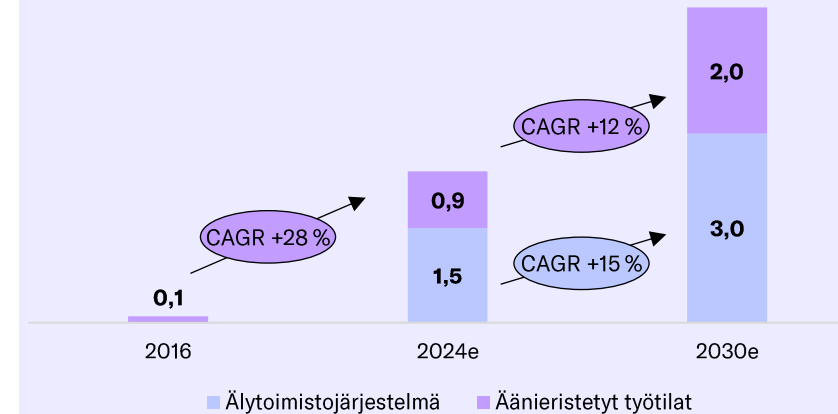
Eurooppa on kypsä podimarkkina

1) Frameryn teettämä kolmannen osapuolen markkinatutkimus, 2) Osuus asennetuista podeista suhteessa markkinan täyteen potentiaaliin. 100 % olettaa että 50 % kohdemarkkinoiden yhtiöistä hyödyntää podeja

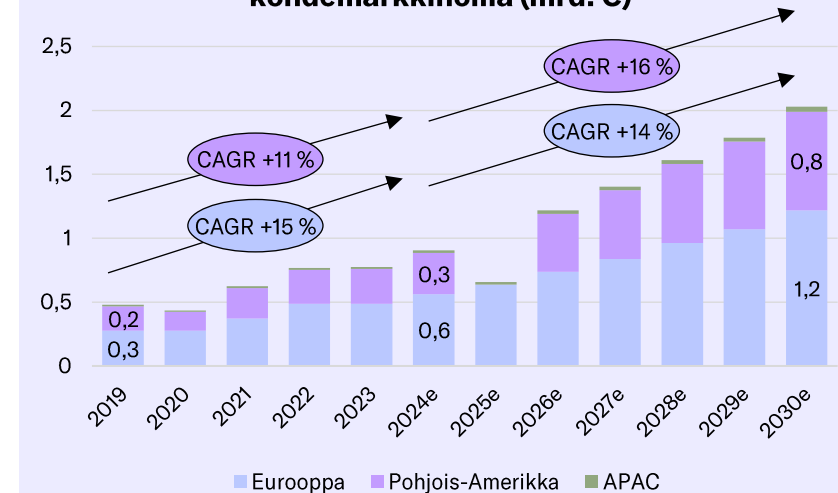
Toistaiseksi Eurooppa on ollut kypsä podimarkkina äänieristettyjen työtilojen ja työntekijöiden suhdeluvulla mitattuna, mutta muiden markkinoiden odotetaan seuraavan kehitystä. Vuosina 2024–2030 Euroopan podimarkkinalta odotetaan noin 14 %:n vuosikasvua, Pohjois-Amerikalta noin 16 %:n kasvua ja Aasian ja Tyynenmeren alueelta 12 %:n vuosikasvua. Kasvun ajamana asennettujen podien lukumäärän odotetaan kasvavan merkittävästi. Asennettuja podeja oli arviolta Frameryn kohdemarkkinoilla 0,2 miljoonaa vuonna 2019 ja 0,7 miljoonaa vuonna 2024, mistä määrän odotetaan kasvavan 1,4 miljoonaa vuonna 2030. Myös toimistokalusteiden jakelijat ennakoivat vahvaa kasvua: ne odottavat podien penetraatioasteen nousun kasvattavan podien osuutta liikevaihdosta 8 %:sta 13 %:iin vuosina 2024–2027¹.

Podimarkkinan ennakoitu kasvu nojaa kolmeen tekijään: podipenetraation (ts. podien lukumäärä suhteessa työntekijöihin) kasvuun, kasvavaan korvauskysyntään ja hinnankorotuksiin. Kyseisistä ajureista podipenetraatioasteen kehitys on keskeisin, sillä arvio olettaa penetraatioasteen^{1,2} kaksinkertaistuvan 27 %:sta 54 %:iin vuosina 2024-2030. Tämä jättää penetraatioasteelle kasvuvaraa vielä 2030-luvulla. 100 %:n penetraatioaste vastaisi Frameryn ydinmarkkinoilla noin 2,5 miljoonan podin asennettua kantaa, kun taas markkinatutkimuksessa arvioitu teoreettinen enimmäismäärä olisi noin 5-6 miljoonaa podia. Asennettujen podien määrän kasvu lisää viiveellä myös alan korvauskysyntää, sillä podien elinkaari on noin 5–11 vuotta. Vuonna 2024 korvauskysynnän määrä oli arviolta 38 tuhatta podia, ja sen odotetaan nousevan 130 tuhanteen podiin vuoteen 2030 mennessä, mikä vastaisi noin puolta kokonaiskysynnästä.

Markkinakehitys Frameryn ydinmarkkinoilla (mrd. €)



Podimarkkinan arvioitu koko Frameryn kohdemarkkinoilla (mrd. €)¹



1) Lähde: Frameryn teettämä kolmannen osapuolen markkinatutkimus

Toimiala ja kilpailukenttä 2/5

Hinnoittelu on kolmas podimarkkinan kasvua ajava tekijä. Frameryn johto ei odota sen olevan keskeinen ajuri markkinakehityksen kannalta, joskin ennusteet nojaavat noin 1 %:n vuotuisiin reaalsiin hinnankorotuksiin. Myös suurempien podien yleistymisen odotetaan tukevan podikohtaista hintakehitystä. Arviomme mukaan myönteinen hintakehitys keskittyy keskimääräistä korkeampilaatuisiin tuotteisiin, joissa paraneva laatu ja tuoteominaisuudet tukevat hinnoittelua. Odotamme hinnoittelu ympäristön säilyvän korostetun kireänä hintavetoisten asiakkaiden keskuudessa ja tehostuvan tuotannon hyötyjen valuvan pääosin loppuasiakkaille.

Podimarkkinan kasvu ei ole historiassa ollut lineaarista, mikä ilmenee myös Frameryn omista luvuista. Heikossa talousympäristössä kulusäästöt ja rekrytointikiellot tekevät toimistojen viihtyvyyteen ja työympäristöön panostamisesta haastavampaa ja kannustaa työyhteisöjä lykkäämään investointeja. Tämä tuo kysyntään syklisen elementin rakenteellisista kasvuajureista huolimatta.

Framery on globaalisti suurin podivalmistaja

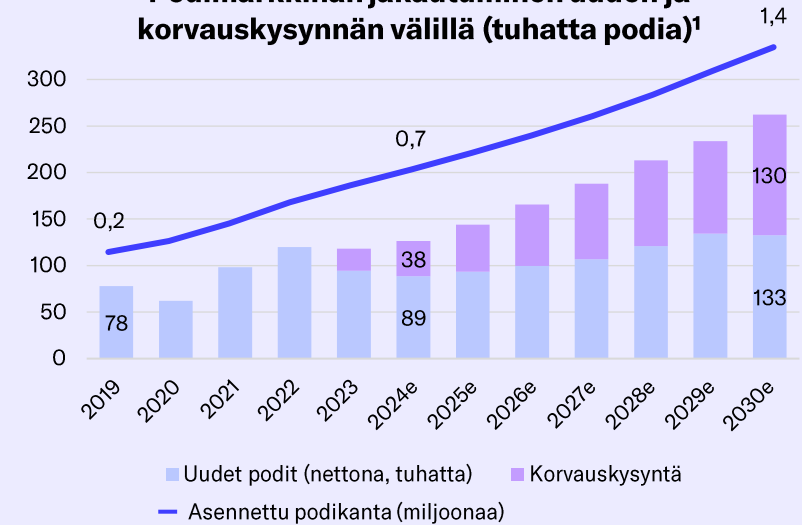
Framery on podeissa selvä markkinajohtaja avainmarkkinoillaan, joilla sillä oli vuonna 2023 arviolta noin 17–19 %:n markkinaosuus. Podimarkkinoiden arvioidaan kasvaneen noin 16 % vuosina 2023-2025, minkä valossa Framery voitti markkinaosuuksia noin 21 %:n vuotuisalla kasvuvauhdillaan. Keskeinen tekijä markkinaa nopeamman kasvun taustalla olikin uuden podisukupolven lanseeraus vuonna 2024. Framery on tuoteominaisuuksiltaan alan johtava toimija, joka hinnoittelee tuotteensa kilpailukykyisesti edistyksellisistä toiminnoista huolimatta (mm. äänieristys, ilmanvaihto ja älytoimisto-ominaisuudet).

Podimarkkinalla Framery kilpailee noin 180 toimijan kanssa. Vuosina 2018-2021 podimarkkina houkutteli paljon uusia tulokkaita ja kilpailijoiden määrä kasvoi 95:stä 177:ään. Käsitksemme mukaan uusien tulijoiden aaltoa selitti toimialan vahva kasvu ja kategorian täyttämätön tila jälleenmyyjäverkostossa. Sittemmin jälleenmyyjien podivalikoimat ovat kuitenkin kypsyneet, mikä on nostanut alalukukynnystä. 2022-2025 Frameryn kohdemarkkinoille on tullut enää 10 uutta kilpailijaa vuodessa. Vastaava määrä on vuosittain poistunut alalta, mikä on johtanut toimijoiden lukumäärän vakiintumiseen. Täten Framery nauttii kohdemarkkinassaan edelläkävijän asemasta, sillä se on alan varhaisessa kehitysvaiheessa onnistunut rakentamaan kategoriansa laajimman jakeluverkoston ja tuotantokapasiteetin.

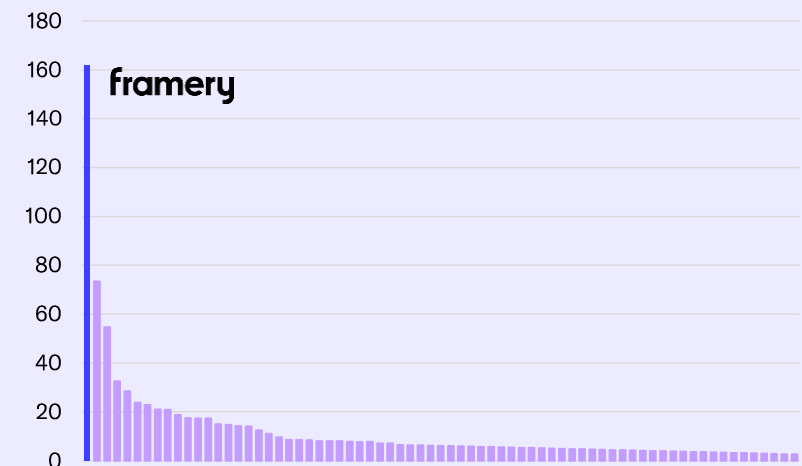
Frameryn kanssa kilpailevat podivalmistajat ovat listaamattomia yhtiöitä tai kuuluvat suurempaan hajautettuun kokonaisuuteen, minkä seurauksena niistä on rajallisesti saatavilla talouslukuja. Frameryn teettämän markkinatutkimuksen perusteella harva kilpailijoista on saavuttanut riittävän kokoluokan kannattavan liiketoiminnan harjoittamiseksi. Arviomme, että tuotantokustannusten ohella toinen keskeinen kipukohta monella kilpailijalla on teknisen osaamisen puute tarpeeksi laadukkaiden podien valmistamiseksi. Kyseistä arviota tukee nähdäksemme Frameryn korkea loppuasiakkaiden NPS-luku (Framery 56, toimialan keskiarvo Framerystä oikaistuna 22).

Podimarkkinassa suoraan hinnalla kilpailu on haastavaa ilman todella tehokasta tuotantoa ja mittakaavaetuja, sillä tuotteen tavoitellusta hintapisteestä riippumatta materiaalikustannukset ovat melko yhtenäiset (olettaen, että tuotteella tavoitellaan tietyn tasoista äänieristystä).

Podimarkkinan jakautuminen uuden ja korvauskysynnän välillä (tuhatta podia)¹



Podivalmistajien 2024 liikevaihto (MEUR)¹



¹) Lähde: Frameryn teettämä kolmannen osapuolen markkinatutkimus

Toimiala ja kilpailukenttä 3/5

Frameryn keskeisimmät kilpailijat ovat käsityksemme mukaan Mikomax, ROOM ja Orangebox. Suuret toimistokalustemarkkinan pelurit ovat selvästi kiinnostuneet podeista kategoriana, sillä Haworth osti toimialan toiseksi suurimman pelurin, Mikomaxin, vuonna 2021. Lisäksi Steelcase hankki Orangeboxin vuonna 2021 ja OFS osti ROOM:in vuonna 2024.

Nähdäksemme podivalmistajien ostamisessa on selvä teollinen logiikka, kun suuret toimistokalustemarkkinan toimijat voivat tuoda pääomaa kasvuinvestointeja varten ja laajentaa niiden jakelua omissa kanavissaan. Tämän lisäksi suureen toimijaan kuulumisen voi arviomme mukaan tuoda mittakaavahyötyjä materiaalihankintoihin ja syventää asiakassuhdetta jakelijoihin laajan tuotetarjooman kautta. Arviomme mukaan suureen toimijaan kuulumisen ei kuitenkaan ole podivalmistajille yksinomaan hyödyksi. Se voi nähdäksemme rajoittaa podivalmistajan pitkän aikavälin kansainvälistä kasvupotentiaalia. Valmistajan muut tuotekategoriat voivat ohjata ajattelua ja resursointia siten, että podituotetta kehitetään ennen kaikkea muuta tuoteportfoliota täydentävänä ratkaisuna itsenäisen tuotelähtöisen kehitystyön sijaan.

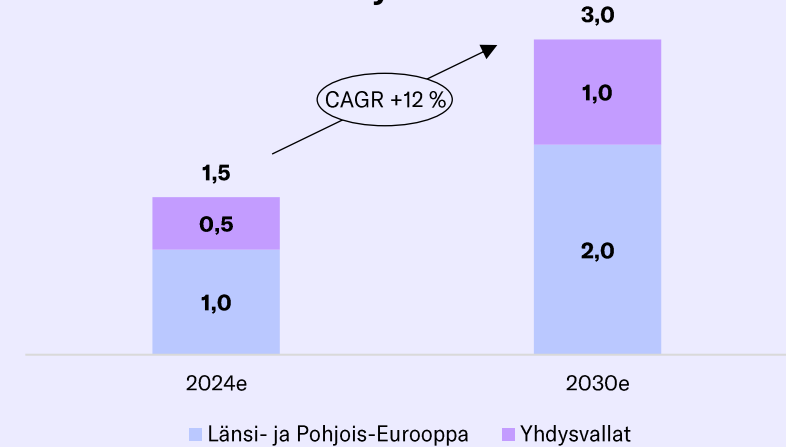
Podimarkkinan kilpailukentässä on paljon pieniä paikallisia toimijoita, joiden kilpailukyky nojaa paikalliseen läsnäoloon ja markkinatuntemukseen. Käsityksemme mukaan kyseiset toimijat eivät kykene ulosmittamaan kaikkia tehokkaan teollisen tuotannon mahdollistamia skaalaetuja, mikä nostaa niiden tuotantokustannuksia ja heikentää edellytyksiä investoida tuotekehitykseen. Podimarkkinalla liiketoiminnan kansainvälistä skaalaamista hankaloittaa myös markkinakohtainen regulaatio. Regulaatiot voivat poiketa toisistaan esim. palolainsäädäntöön, sähköhyväksyntiin, materiaalivaatimukseen ja maanjärjestysvaatimukseen liittyen sekä

rakennuslainsäädännön osalta, jonka tulkinnat ovat hieman erilaisia ympäri maailman. Framery on taklannut haastetta suunnittelemalla kaikki tuotteensa huomioimaan kohdemarkkinoiden markkinakohtaiset eroavaisuudet, mutta kyseinen dynamiikka voi hyvin hidastaa uusille markkinoille laajentamista. Tulevan Yhdysvaltain kokoonpanon myötä Framery tulee valmistamaan myös erikseen Pohjois-Amerikan mieltymykset huomioivia podeja. Dancoon ja Cyspacen kaltaiset kiinalaiset podivalmistajat ovat tulleet podimarkkinalle ja kilpailevat erityisesti hinnalla. Toimistokalustemarkkina on yleisesti ollut länsimaissa haastava kiinalaisille. Käsityksemme mukaan yksi ostajien huolenaiheista kiinalaisten tuotteiden kohdalla liittyy tietoturvaan ja yksityisyyden suojaan, mikä vaikeuttaa niiden markkinoille pääsyä.

Älytoimistojärjestelmä on toimialana melko laaja

Älytoimistojärjestelmämarkkina koostuu sensorien ja ovenpielinäyttöjen kaltaisesta raudasta sekä tilojen varausjärjestelmien ja analytiikan kaltaisista ohjelmistoista. Frameryn teettämän markkinatutkimuksen perusteella markkinakoon arvioidaan olevan 1,5 miljardia euroa Yhdysvalloissa ja Länsi- sekä Pohjois-Euroopassa ja kasvavan noin 12 % vuosina 2024-2030. Tässä on mielestämme hyvä huomioida, että arvion suppeammasta maantieteellisestä peitosta huolimatta älytoimistojärjestelmämarkkinoiden arvioidaan olevan podimarkkinaa suurempia. Avotoimistojen ja hybridityön yleistymisen odotetaan ajavan älytoimistojärjestelmien kasvua työyhteisöjen pyrkiessä hyödyntämään tilojaan tehokkaammin. Myös älypodien yleistymisen odotetaan tukevan älytoimistojärjestelmien kasvua. Hinnoittelun odotetaan pysyvän linjassa inflaation kanssa, ja lisäkasvu on mahdollisten uusien tuoteominaisuuksien varassa.

Älytoimistomarkkinan arvioitu koko ja kehitys mrd. €¹



Toimiala ja kilpailukenttä 4/5

Älytoimistomarkkina kattaa monenlaisia toimijoita

Älytoimistomarkkinan kilpailukentän voi jakaa neljään lohkoon: podivalmistajat, tilavarausohjelmistotuottajat, käyttödata-aggregaattorit ja suuret teknologiayhtiöt. Johdon arvion mukaan Framery on ainoa merkittävä podivalmistaja, joka tarjoaa integroidun älytoimistojärjestelmän. Tämä luo yhtiölle erottuvan markkina-aseman ja parantaa näkemyksemme mukaan tuotteiden laatumielikuvaa ostajien keskuudessa. Tilavarausohjelmistotoimittajat ovat puolestaan puhtaita SaaS-toimijoita, jotka myyvät varausjärjestelmiä ja kalenteri-integraatioita. Käyttödata-aggregaattorit keräävät ja jalostavat sensoreidensa keräämää tilankäyttödataa. Suuret teknologiayhtiöt puolestaan tarjoavat toimistoratkaisuja osana laajempaa IT-ekosysteemiä ja kilpailevat erityisesti suuremmista asiakkaista.

Framery on ainoa suuri podivalmistaja, joka tarjoaa älytoimistojärjestelmää. Tämä erottaa yhtiön edukseen ja voi tuoda kilpailuetua helppoutta arvostavien asiakkaiden parissa. Kyseisen segmentin palvelemiseksi Frameryn ohjelmistojen on nähdäksemme pystyttävä tarjoamaan riittävästi kilpailijoiden kaltaisia toiminnallisuuksia. Tällöin yhtenäisen ekosysteemin helppous voi painaa päätöksenteossa enemmän kuin kilpailijoiden edistyneemmät ominaisuudet. Arviomme mukaan Mikomaxilla ja Orangeboxilla olisi edellytykset kehittää omat älytoimistojärjestelmät. Niiden pienemmän koon vuoksi investointi ei välttämättä ole houkutteleva, sillä podiliiketoiminta on vain pieni osa niiden emokonsernien kokonaisuutta.

Nähdäksemme Frameryn asema uutena tulokkaana on

erityisen haastava sellaisten asiakkaiden kohdalla, joilla ei vielä ole yhtiön älypodeja. Tämä johtuu siitä, että kilpailijoilla on vuosien etumatka tuotekehityksessä ja suuri asiakaskunta, jolta ne saavat arvokasta palautetta toimintojensa parantamiseen. Tämän lisäksi omassa kategoriassa menestyminen on elinehto yksittäiseen ekosysteemin palaseen keskittyville kilpailijoille, minkä seurauksena johdon huomio ja strateginen päätöksenteko painottuvat niihin. Käsityksemme mukaan Frameryllä on kuitenkin käynnissä keskusteluja älytoimistojärjestelmäasiakkaiden kanssa, joilla ei ole yhtiön podeja, joten seuraamme mielenkiinnolla mahdollisia päivityksiä kyseiseen asiakassegmenttiin liittyen.

Frameryn älytoimistojärjestelmän kannalta ongelmallisin kilpailijaryhmä on arviomme mukaan suuret teknologiayhtiöt. Nämä tarjoavat tyypillisesti tilanvarauksen kaltaisia toiminnallisuuksia yritysasiakkailleen ilmaiseksi osana laajempaa lisenssiä. Täten suuret teknologiayhtiöt voivat arviomme mukaan nakertaa älytoimistojärjestelmämarkkinan hinnoitteluvoimaa laajentamalla asiakkailleen tarjoamia toiminnallisuuksia. Altistusta lisää nähdäksemme se, että alan toimijat rakentavat palveluitaan täydentämään suurten teknologiayhtiöiden ekosysteemejä, mikä pätee etenkin tilavarausohjelmistotoimittajiin. Oma rauta suojaa jossain määrin käyttödata-aggregaattoreita suurten teknologiayhtiöiden asettamalta kilpailu-uhalta. Tämä ei kuitenkaan täysin poista niiden asettamaa uhkaa, sillä esim. Cisco on kuitenkin tuonut omia sensoreitaan osaksi verkkoinfrastruktuuriaan.

Älytoimistomarkkinan rakenne

1. Podivalmistajat

framery

2. Tilavarausohjelmistotoimittajat

Envoy

Robin

Skedda

eptura

3. Käyttödata-aggregaattorit

VERGE
SENSE

Density

butlr

4. Suuret teknologiayhtiöt

Microsoft

Google

CISCO

zoom

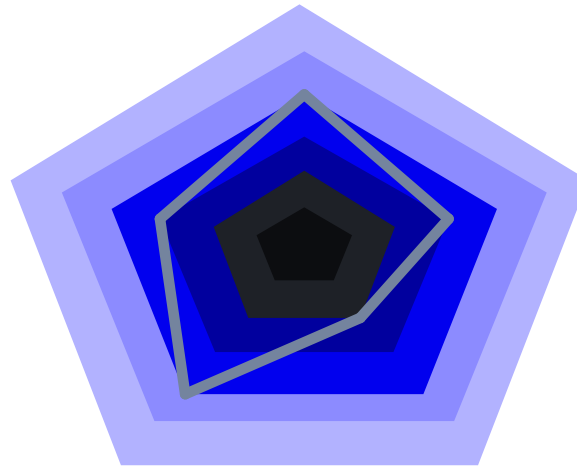
Toimiala ja kilpailukenttä 5/5

Nykyinen kilpailutilanne (kohtalainen*)

- Kilpailu on kireää etenkin matalamman hintapisteen tuotteissa ja suuri osa podivalmistajista ovat tappiollisia
- Toimialan kasvu rajoittaa toistaiseksi kilpailun intensiteettiä, mutta tilanne voi muuttua kategorian kypsyyssä
- Skaalaetujen ulosmittaaminen on mahdollista, mutta se edellyttää laajaa jakelua ja merkittäviä alkuinvestointeja
- Alalla tuotteiden laatu vaihtelee merkittävästi, mikä korostaa brändin tärkeyttä

Korvaavien tuotteiden uhka (matala*)

- Hybridityön yleistymisen ja podien joustavuus sekä edullisempi hintapiste rajoittaa työhuoneiden aiheuttamaa uhkaa podeille
- Työn luonne ja laaja-alainen siirtymä kotitoimistolle on keskeisempi uhka, mutta pandemian jälkeinen trendi on ollut työyhteisöjen enenevä paluu toimistoille
- Akustiset väliseinät ja toimiston akustinen suunnittelu tarjoavat edullisen vaihtoehdon etenkin hintaherkille asiakkaille
- Laaja-alainen toimistotyön väheneminen olisi luonnollisesti negatiivista



Tavaran- ja palveluntoimittajien neuvotteluvoima (matala*)

- Frameryn ostamien moduulien valmistaminen ei vaadi erityisosaamista eikä toimitusketjussa ole yksittäisiä kriittisiä pullonkauloja. Framery on kuitenkin pieni asiakas autoteollisuutta palveleville tavarantoimittajille, mikä laskee yhtiön neuvotteluvoimaa
- Euroopan autoteollisuuden elpymisen vahvistaisi tavarantoimittajien neuvotteluvaraa

Uusien kilpailijoiden uhka (kohtalainen*)

- Alalietulon kynnys ei ole erityisen korkea, mutta kasvanut jakelukanavien saturoitumisen myötä. Premium-segmentissä kilpailu vaatii lisäksi huomattavia investointeja tuotekehitykseen
- Alan vahva kasvunäkymä houkuttelee oletettavasti alalle tulijoita jatkossakin
- Parhaat edellytykset alalietulolle on suurilla toimistokalustevalmistajilla, joilla oma jakelu helpottaa liiketoiminnan skaalaamista
- Toimialan rajallinen koko vähentää suurempien yhtiöiden kiinnostusta sitä kohtaan

Ostajien neuvotteluvoima (vähäinen*)

- Frameryn jälleenmyyjäverkosto on hajautettu ja suurin jälleenmyyjä tuo yksittäisiä prosentteja yhtiön liikevaihdosta
- Riski jälleenmyyjien vertikaalisesta integraatiosta älypodien valmistukseen on käytännössä olematon
- Jälleenmyyjillä ei ole olennaista vaihdon kustannusta, mutta Frameryn vahva bränditunnettuus, korkea asiakaspysyvyys ja tuotteiden hyvät katteet nostavat kynnystä yhtiön korvaamiselle jakelukanavassa

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Strategia on kasvuvetoinen

Frameryn strategia on kasvuvetoinen ja nojaa tuoteominaisuuksien jatkuvaan kehittämiseen sekä tuotteiden jakelun vahvistamiseen. Nähdäksemme painopistealueet ovat perusteltuja, sillä tuoteominaisuudet ja jakelu yhdessä saumattoman asiakaskokemuksen kanssa ovat kriittisessä roolissa yhtiön kilpailuetujen ylläpitämisessä. Tuoteominaisuuksien kehittämiseksi yhtiön strategiset projektit keskittyvät markkina-aseman vahvistamiseen kaikilla ydinmarkkina-alueilla sekä älytoimistojärjestelmän käyttöönoton edistämiseen SaaS-liiketoiminnan skaalaamiseksi. Tuoteominaisuuksien kannalta keskeinen muutos tapahtui vuonna 2024, kun Framery lanseerasi uuden sukupolven älykkäät äänieristetyt työtilat. Muutoksen myötä keskeisimmät raaka-aineet ja arvoketju siirtyivät toimistokalustemarkkinalle ominaisesta puu- ja vaneripainotuksesta autoteollisuudelle ominaiseen syvävetoteräkseen. Uudet tuotelanseeraukset ovatkin keskeisiä ajureita liikevaihdon kasvun kannalta, ja Frameryn mukaan kysyntä kasvoi vuonna 2025 kaikissa asiakassegmenteissä uuden podisukupolven tukemana.

Muutoksen myötä tuotanto soveltuu aiempaa paremmin suurempiin eriin, mikä supisti tuotekohtaista tuotantokustannusta arviolta 8 % tuotteiden parantuneesta kestävydestä ja ominaisuuksista huolimatta. Tuotantotavan muutos on nähdäksemme konkreettinen esimerkki siitä, miten Framery kykenee ulosmittaamaan liiketoiminnan skaalaetuja. Uuden tuotesukupolven lanseeraamisen yhteydessä Framery säilytti parantuneista tuoteominaisuuksista huolimatta tuotteiden hinnat karkeasti ennallaan laajentaakseen asiakaskuntaansa ja vahvistaakseen hintamielikuvaansa asiakkaiden silmissä. Tämä osoittaa mielestämme kärsivällisyyttä kehittää liiketoimintaa ja yhtiön kilpailukykyä pitkäjänteisesti lyhytnäköisen tuloksen optimoimisen sijaan. Arviomme mukaan tämä voi myös kieliä kilpailun aiheuttamasta paineesta jakaa omissa toiminnoissa saavutettuja tehokkuushyötyjä asiakkaiden kanssa.

Vuonna 2025 Frameryn tuotekehitys keskittyi etenkin älytoimistojärjestelmän ympärille, jonka lanseerauksia olemme vetäneet yhteen seuraavalla sivulla. Älytoimistojärjestelmän SaaS-liikevaihto edustaa Framerylle

vain marginaalista tulovirtaa, mutta se on vasta hiljattain lanseerattu ja sen liikevaihto on todella hyväkanteista. SaaS-liikevaihdon tulosvaikutusta keskeisempänä pidämme kuitenkin koko älytoimistojärjestelmän ekosysteemivaikutusta, joka erottaa Frameryn podit kilpailijoista ja luo asiakkaalle vaihtokustannuksia työtilojen integraation avulla.

Frameryn Subscribed-vuokrauspalvelumallin laajentaminen vaikuttaa mielestämme helpolta päätökseltä mallin korkean kannattavuuden ja asiakaskuntaa laajentavan vaikutuksen myötä. Kyseisten arvioiden tueksi haluamme kuitenkin nähdä konkreettisia merkkejä palveluliikevaihdon kasvusta. Yleisesti huomautamme, että Frameryn strategian viestinnässä SaaS- ja Subscribed-liiketoiminnot ovat keskeisissä rooleissa niiden toistaiseksi hyvin rajallisesta kokoluokasta huolimatta.

Kasvustrategian pääteemat

Parhaat älykkäät työtilat ja paras älytoimistojärjestelmä

Vaivaton maailmanlaajuinen saatavuus

Strategiset projektit

1. Johtavan markkina- aseman vahvistaminen edelleen kaikilla ydinmarkkina-alueilla

2. Älytoimistojärjestelmän käyttöönoton edistäminen SaaS-liiketoiminnan skaalaamiseksi

3. Kasvun edistäminen räätälöityjen jakelustrategioiden avulla

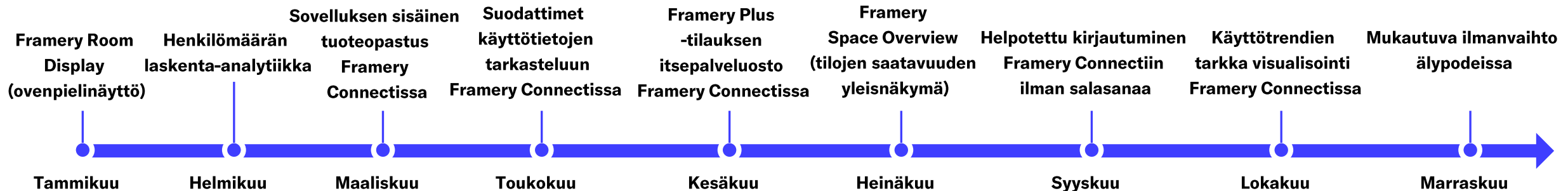
4. Frameryn Subscribed -vuokrauspalvelumallin maailmanlaajuinen käyttöönotto yhdessä jälleenmyyjien kanssa uusien asiakkaiden tavoittamiseksi

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Frameryn tuotekehitysprosessi ja käynnissä olevat kehityshankkeet¹

Hanke	Merkittävät tuotepäivitykset	Uudet tuotekonseptit	Pienet tuotepäivitykset
Käynnissä olevat projektit	1	4	4
Tulevat projektit	4	6	19
Tyypillinen kehitysaika	~2 vuotta	Tapauskohtaista	~6 kuukautta

Vuoden 2025 älytoimistojärjestelmäjulkaisut



1) 31.12.2025

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Taloudelliset tavoitteet

Frameryn hallitus on asettanut yhtiölle seuraavat taloudelliset tavoitteet 3-5 vuoden päähän:

- **Kasvu:** Yli 10 prosentin keskimääräinen vuotuinen orgaaninen liikevaihdon kasvu verrattuna vuoteen 2025
- **Kannattavuus:** 25 prosentin oikaistu liikevoittomarginaali keskipitkällä aikavälillä
- **Velkaantumisaste:** Nettovelka / oik. käyttökate alle 2,0x
- **Voitonjako:** Tavoitteena on maksaa osinkona 70–90 prosenttia tilikauden tuloksesta. Osa varojenjaosta voidaan toteuttaa omien osakkeiden takaisinostoilla

Frameryn yli 10 %:n vuotuinen kasvutavoite vaikuttaa ensisilmäyksellä konservatiiviselta historialliseen kasvuvauhtiin suhteutettuna. On kuitenkin huomioitava, että 10 % on tavoitteen vähimmäistaso. Koska yhtiön markkinaosuus pödeissa on jo noin 20 %, kasvu tukeutuu jatkossa yhä enemmän markkinan yleiseen kasvuun ja uusien kasvualueiden löytämiseen. Lisäksi tavoitteen vertailuvuosi on 2025, joka oli poikkeuksellisen vahva suuren avainasiakkaan merkittävien tilausten takia. Kasvaneen globaalin markkinaosuuden myötä kasvu muuttuu myös aiempaa syklistemmäksi ja uusista tuotelanseerauksista riippuvaisemmaksi. Korkean kannattavuuden takia Frameryn kasvu on todella arvoa luovaa ja pidämme sitä tulevaisuudessakin keskeisempänä arvon luonnin mekanismina.

Keskipitkällä aikavälillä Framery tavoittelee 25 %:n vertailukelpoista liiketulosmarginaalia, kun se on viime vuosina ollut 20-23 %. Viime vuosien suotuisan kannattavuuskehityksen ja uuden tuotesukupolven

parantuneen kilpailukyvyn myötä pidämme tavoitetta realistisena kasvun jatkuessa. Koska Frameryn kannattavuus on jo erittäin korkea, pidämme aggressiivista marginaaliparannusta riskialttiina, sillä se voi johtaa liian korkeisiin hintoihin tai kasvun edellyttämien investointien laiminlyöntiin. Tämä huomioiden on mielestämme valtava ero siinä, tavoitellaanko paranevaa kannattavuutta hinnoittelun vai skaalautuvan kulurakenteen kautta.

Framery tavoittelee alle 2,0x nettovelan suhdetta vertailukelpoiseen käyttökateeseen. Tavoitetason puitteissa velkavipu säilyy nähdäksemme konservatiivisella tasolla rahavirtaan suhteutettuna. Vuoden 2025 lopussa tunnusluku oli 1,2x, mikä jättää paljon liikkumavaraa taseen vivuttamiseen. Pääomakevyt liiketoimintamalli rajaa jossain määrin taseen velankantokykyä, sillä yhtiöllä on rajallisesti vakuuksia tai myytäviä omaisuuseriä velkavivun supistamiseksi.

Kasvuvetoisesta strategiastaan huolimatta Framery pyrkii jakamaan 70-90 % tuloksestaan omistajilleen. Pääomakevyt liiketoimintamalli rajaa kasvun vaatimaa pääomaa, mikä mahdollistaa korkean kasvun avokätisestä osingonjaosta huolimatta. Matalan investointitarpeen takia kasvupanostukset kirjataan pääosin investointien sijaan kuluina. Käsityksemme mukaan yhtiöllä ei ole edellytyksiä syventää kilpailuetujaan laajentamalla arvoketjussa pääomaraskaampiin toimintoihin, mikä rajoittaa investointimahdollisuuksia. Suhtaudumme myönteisesti siihen, että osana voitonjakopolitiikkaa osa varojenjaosta voidaan toteuttaa omien osakkeiden takaisinostoilla. Vahvan rahavirran ja taseen liikkumavaran turvin kurssilaskut voivat avata Framerylle houkuttelevia investointimahdollisuuksia, mikäli yhtiöllä on rohkeutta opportunistiseen pääoman allokointiin.



Konsernin taloudelliset tavoitteet

Frameryn taloudelliset tavoitteet:

- Liikevaihdon orgaaninen vuosikasvu: **+10 %**
- Keskipitkän aikavälin oik. EBIT-%: **25 %**
- Nettovelka / oik. käyttökate: **<2,0x**
- Voitonjako tilikauden tuloksesta: **70-90 %**

Taloudellinen tilanne 1/2

Taseessa korostuu sen keveys

Frameryn tase on yhtiön arvoketjuaseman myötä todella kevyt. Q1'26:n lopussa taseen loppusumma asettui 172 MEUR:oon, josta 69 MEUR on liikearvoa. Koska yhtiön historiallinen kasvu ja arvonaluonti eivät nojaa yritysostoihin, suosimme pääomatarpeen arvioimista liikearvosta oikaistuna. Liiketoimintamallissaan Framery kantaa vaihto-omaisuutta jakelijoiden puolesta, mikä nostaa hieman sen tasoa. Q1'26:n lopussa vaihto-omaisuus oli 29 MEUR. Muita keskeisiä eriä yhtiön taseessa ovat 28 MEUR:n myyntisaamiset, 13 MEUR:n aineelliset omaisuuserät ja 22 MEUR:n rahavarat. Frameryn käyttöpääoma kiertää noin 70-80 päivässä. Viime vuosina käyttöpääomasykli on nopeutunut (ts. käyttöpääomaan sijoitetut varat vapautuvat nopeammin) ostovelkojen hidastuneen kierron ajamana. Trendin jatkuminen voi kieliä neuvotteluaseman vahvistumisesta tavarantoimittajien suuntaan. Aineelliset omaisuuserät tulevat hieman kasvamaan kokoonpanotoiminnan alkaessa Yhdysvalloissa, mutta tämän tasevaikutuksen odotetaan jäävän Frameryn mittakaavassa pieneksi. Suurta käteispositiota lukuun ottamatta tase on nähdäksemme tehokkaassa käytössä, eikä siellä ole merkittävä ydinliiketoiminnan ulkopuolista piiloarvoa.

Tase jättää liikkumavaraa pääoman allokoimista varten

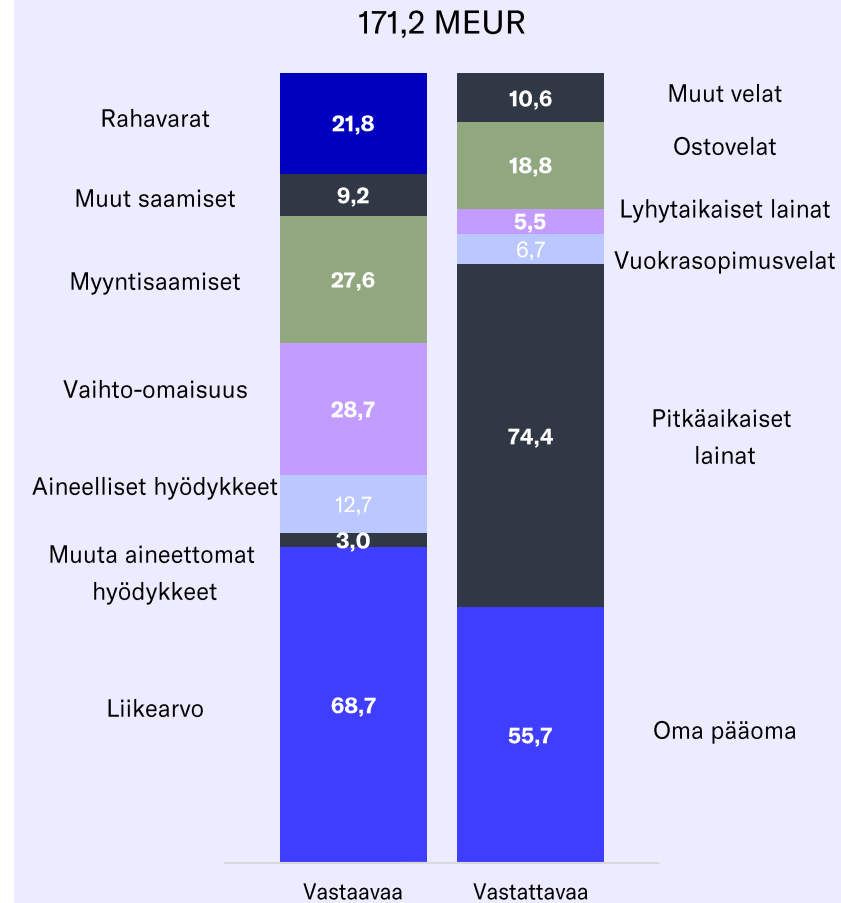
Q1'26 lopussa Frameryn oma pääoma oli vajaa 56 MEUR MEUR:oon ja omavaraisuusaste asettui 32 %:iin. Liikearvosta oikaistuna yhtiön oma pääoma olisi selvästi negatiivinen, mikä kuvastaa liiketoimintamallin pääomakevyttä luonnetta (merkittävä osa kilpailukykyä vahvistavista investoinneista kirjataan kuluina tuloslaskelmalle, mikä heikentää omaa pääomaa). Yhtiön korkean kannattavuuden myötä emme kuitenkaan näe alaskirjausriskiä yhtiön liikearvoon liittyen. Pääomakevyen

taseen takia nettovelan suhteuttaminen yhtiön tuloksenteekokykyyn on nähdäksemme omaa pääomaa mielekkäämpää ja yhtiön nettovelka/EBITDA tunnusluku olikin 1,2x, mikä on nähdäksemme maltillinen taso.

Vuoden 2025 lopussa Framery rahoitti taseensa uudelleen. Nykyinen rahoituspaketti koostuu 80 MEUR:n määräaikalainasta, 15 MEUR:n valmiusluottolimiitistä sekä vuonna 2026 neuvotellusta 5 MEUR:n tililimiitistä. Määräaikalainan juoksuaika on viisi vuotta ja yhtiö lyhentää sitä puolivuositain 2,7 MEUR:n erissä, kunnes loput maksetaan lainan erääntyessä. Yhtiön valmiusluottolimiitti on puolestaan joustavasti nostettavissa seuraavan viiden vuoden aikana eikä sitä Q1'26 lopussa oltu nostettu lainkaan, mutta sen olemassaolo tuo liikkumavaraa kasvuinvestointeja ja pääoman allokoimismahdollisuuksia varten. Frameryn velkarahoituksella on pitkä juoksuaika, mikä nähdäksemme tukee liiketoiminnan pitkäjänteistä kehittämistä ja supistaa valmiiksi matalaa likviditeettiriskiä.

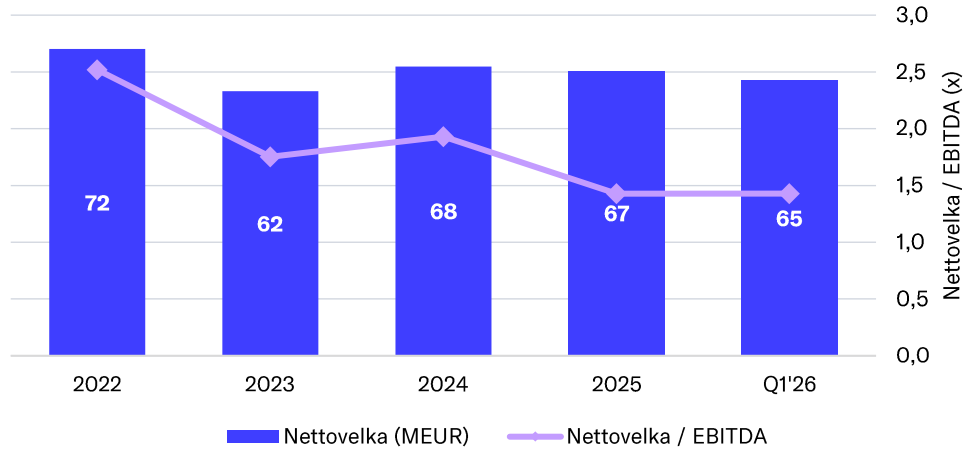
Framery maksaa rahoituksestaan vaihtuvaa korkoa, joka muodostuu Euribor viitekorosta ja korkomarginaalista ja altistaa yhtiön muutoksille korkotasossa. Korkomarginaali on sidottu nettovelan ja käyttökatteen suhdelukuun ja oli listautumisen yhteydessä 1,25 % määräaikalainan osalta ja 1 %:n valmiusluottolimiitin osalta. Nähdäksemme Frameryn vieras pääoma on edullista ja allokoimalla sitä kasvuun näemme yhtiöllä erinomaiset edellytykset arvonaluonnille. Frameryn uusi rahoituspaketti sisältää nettovelka/EBITDA-kertoimeen sidotun kovenanttiehdon, joka edellyttää enintään 3,25x suhdelukua, mikä jättää yhtiölle huomattavaa varaa taseen vivuttamiseen. Yhtiön taloudellisten tavoitteiden perusteella kovenanttiehdon raja on kuitenkin melko selvästi Frameryn tavoittelemaa pääomarakennetta korkeammalla tasolla.

Frameryn tase Q1'26

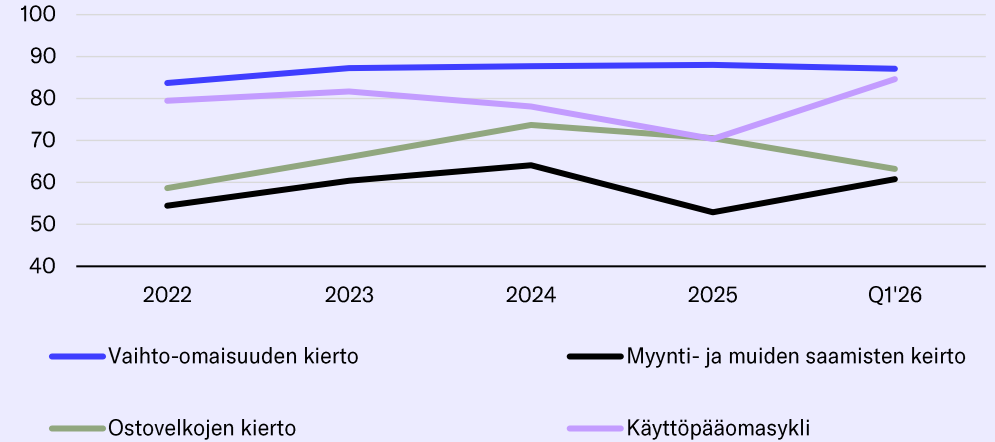


Taloudellinen tilanne 2/2

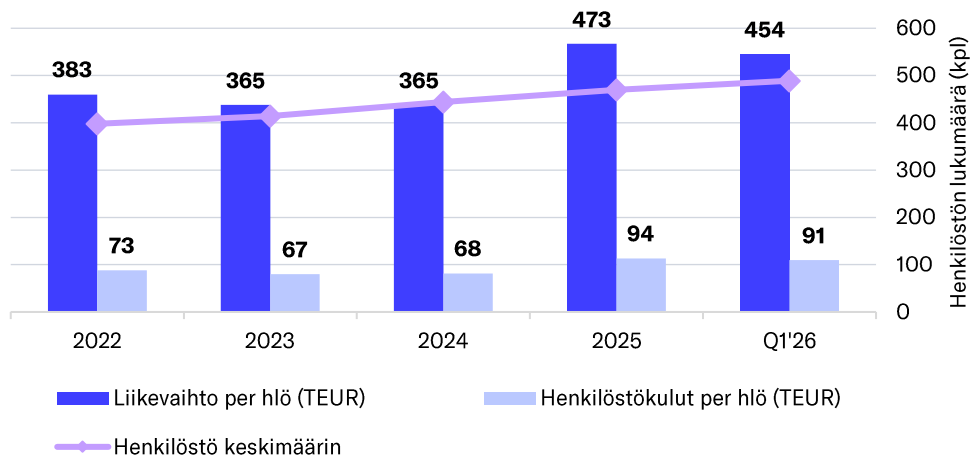
Nettovelan keitys



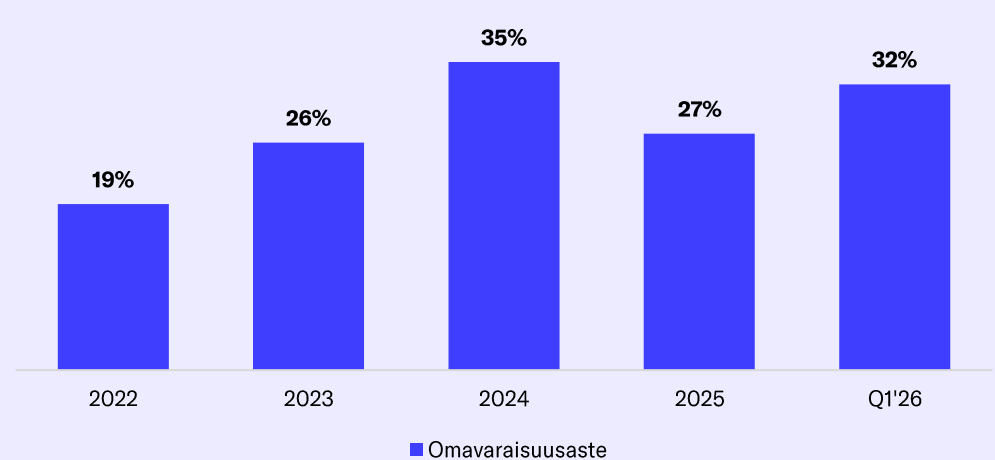
Käyttöpääoman kierto (päivää)



Henkilöstön lukumäärän kehitys



Omavaraisuusaste



Sijoitusprofiili 1/2

- 1 Johtava markkina-asema kasvavalla alalla
- 2 Vahvat historialliset näytöt arvonluonnista
- 3 Pääomakevyt liiketoimintamalli mahdollistaa vahvan rahavirran
- 4 Korkea asiakaspito ja -tyytyväisyys
- 5 Perustajatoimitusjohtaja ruorissa ja johtoryhmällä tuntuva omistus yhtiössä

Potentiaali

- Kevyt liiketoimintamalli mahdollistaa vuolaan voitonjaon kasvuinvestoinneista huolimatta
- Kohdemarkkinan laajentaminen älytoimistojärjestelmällä ja podivuokrauksella
- Ohjelmistoliiketoiminnan onnistunut ylösajo voi lisätä Frameryn ratkaisujen vaihdon kustannusta
- Mahdollisuus hyödyntää kansainvälistä jakeluverkosta yritysjärjestelyjen myyntisynergioiden ulosmittaamiseksi

Riskit

- Suurten toimistokalustevalmistajien investoinnit podimarkkinalle ja sen myötä kiristyvä kilpailu
- Frameryn tuleva kasvu on enenevästi markkinakasvun varassa tuntevan markkinaosuuden takia
- Palveluliikevaihdon vaatimaton kehitys panostuksista huolimatta
- Liiketoiminnan riippuvuus Tampereen kokoonpanolaitoksesta
- Asiakassuhteiden jatkuvuudesta huolimatta liikevaihto painottuu vahvasti kertamyyntiin

Sijoitusprofiili 2/2

Kannattava kasvuyhtiö

Framery on sijoitusprofiililtaan kannattava kasvuyhtiö, jolla on vahvat historialliset näytöt kansainvälisestä kasvusta. Arvoketjun pääoma- ja henkilöstöintensiiviset toiminnot on ulkoistettu tavarantoimittajille ja jälleenmyyjille, mikä tekee liiketoimintamallista pääomakevyen ja skaalautuvan. Liiketoiminnan pääomakevyt luonne ja kasvun rajallinen investointitarve selittävät yhtiön suhteellisen korkeaa voitonjakopolitiikkaa. Yhtiön korkeasta kannattavuudesta huolimatta Frameryn loppuasiakkaat ja jakelijat ovat erittäin tyytyväisiä yhteistyöhön. Nähdäksemme tämä heijastaa yhtiön kykyä luoda merkittävää arvoa arvoketjussaan.

Potentiaali

Mittakaavaedut syntyvät kiinteiden kulujen skaalautumisesta. Framery on kooltaan noin kaksi kertaa lähintä kilpailijaansa suurempi ja omaa noin 20 prosentin osuuden podimarkkinasta. Panostukset brändiin sekä tutkimukseen ja tuotekehitykseen ovat pitkälti kiinteitä kustannuksia, joiden yksikkökohtainen raskaus laskee valmistusmäärän kasvaessa. Pienemmän kilpailijan on hyväksyttävä joko suuremmat kulut yksikköä kohden tai heikommat panostukset T&K:hon ja brändiin — kumpikin vaihtoehto heikentää sen kilpailukykyä ajan myötä. Etu näkyy myös tuotantoerissä. Framerylle komponentteja valmistavat syvävetopajat voivat ajaa tuotantoaan pitkissä sarjoissa, mikä laskee yksikkökuluja koko toimitusketjussa. Tämä konkretisoitui uuden tuotesukupolven lanseerauksessa: siirtyminen vaneripuusta syvävetoteräkseseen paransi tuoteominaisuuksia samalla kun valmistuskustannukset laskivat 8 prosenttia.

650 + jakelijan verkosto on yksi Frameryn vaikeimmin kopioitavista kilpailueduista. Toimistokalustemarkkinalla jakelijoilla on rajallinen kyky ylläpitää aktiivisia myyntisuhteita useisiin kilpaileviin brändeihin samanaikaisesti, mikä tekee Frameryn asemasta jakelijoiden tuotevalikoimassa puolustettavan. Strategisesti jakelijaverkosto tuo myös kasvuoptioita. Se on mahdollistanut Subscribed-vuokramallin nopean maantieteellisen laajentumisen. Kyseinen optionaalisuus luo periaatteessa mahdollisuuksia myös yritysjärjestelyissä, sillä Framery kiihdyttää tarjoomaa täydentävän tuotteen tai palvelun markkinoillepääsyä olemassa olevan jakelun kautta. Epäorganainen kasvu ei kuitenkaan ole yhtiön viestimä strateginen prioriteetti.

Frameryn palveluliikevaihto (Subscribed-vuokraus ja Framery Plus -ohjelmistotilaus) on toistaiseksi pieni osa kokonaisliikevaihdosta, mutta pidämme sitä strategisesti merkittävänä kolmesta syystä: se laajentaa kohdemarkkinaa, kasvattaa asiakkaan vaihtokustannusta ja parantaa tulovirtojen ennustettavuutta. Molemmat palvelumuodot ovat lisäksi rakenteeltaan yhtiön kannattavuusprofiilia vahvistavia. Palveluliikevaihto ei kuitenkaan kasvanut vuonna 2025, mikä selittyi osittain asiakkaiden vuokrapodilunastuksilla. Listautumisen yhteydessä yhtiö kertoi kääntäneensä 12 % ensimmäisen aallon Framery Plus –tilauksen kokeiluasiakkaista maksaviksi asiakkaiksi ja trendin kehittyneen myönteisesti. SaaS-strategian näkökulmasta kokeiluasiakkaiden konversioaste yhdessä asiakaskohtaisen keskilaskutuksen kanssa ovat keskeisimmät mittarit kyseisen liiketoiminnan kannalta, mutta Framery ei toistaiseksi raportoi niitä. Palveluliikevaihdon viime vuoden verkkaisen kehityksen myötä Frameryn on vielä todistettava palvelumallin kysyntä

asiakaskentässä. Tästä huolimatta näemme palveluliiketoimintoihin kohdistuvat investoinnit perusteltuina, ja yhtiön nykyinen korkea kannattavuustaso antaa niihin hyvin varaa. Liiallisia investointeja suurempana riskinä pidämme nykyasetelmassa pikemminkin sitä, ettei yhtiö investoi tarpeeksi kasvuun.

Riskit

Kilpailijoiden tuotekehitysinvestoinnit muodostavat pidemmällä aikavälillä riskin Frameryn hinnoitteluvoimalle, mikäli tekninen etumatka kaventuu suhteessa edullisemmin hinnoiteltuihin vaihtoehtoihin. Riski ei kohdistu tasaisesti koko asiakaskuntaan. Suurissa yritysasiakkaissa vaihtokustannus on arviomme mukaan korkeampi: ostopäätökset painottavat hintaa enemmän saumattomuutta, toimittajan luotettavuutta ja integraatiota olemassa oleviin prosesseihin. Frameryn älytoimistoekosysteemiin integroituneelle asiakkaalle vaihto edullisempaan kilpailijaan ei ole vain hinnanero, vaan työläs prosessi. Tässä segmentissä kilpailun aiheuttama uhka on nähdäksemme pienempi. Mid-market-segmentissä hinta on keskeisempi ostokriteeri, ja arvioimme riskin olevan aidompi etenkin uusasiakashankinnassa, jossa asiakassuhdetta tai ekosysteemisidettä ei vielä ole. Jos kilpailija pystyy tarjoamaan riittävän samankaltaisen tuotteen selvästi edullisemmin, Frameryn hinnoitteluvoima tässä segmentissä voi heikentyä. Riskiä rajaa kuitenkin hiljattain lanseerattu tuotesukupolvi, jonka yhteydessä Framery piti hinnoittelunsa käytännössä ennallaan parantuneista ominaisuuksista huolimatta. Tämä supistaa mielestämme huolia teknisen etumatkan kavenemisesta, mutta etumatkaa on jatkossakin puolustettava jatkuvilla T&K-investoinneilla.

Ennusteet 1/3

Ennustemalli

Mallinamme Frameryn liikevaihdon kehitystä markkina-alueittain yhtiön raportoiman liikevaihtojakauman mukaisesti. Vuonna 2025 eräs Frameryn pidempiaikaisista asiakkaista teki poikkeuksellisen paljon ostoja, mikä kiihdytti väliaikaisesti liikevaihdon kasvun erittäin korkeaksi. Poikkeuksellisen suurten ostojen normalisoimiseksi mallinamme yhtiön kehitystä myös erikseen suurimman asiakkaan ja muun liikevaihdon osalta. Frameryllä ei ole eriteltyjä raportointisegmenttejä, minkä seurauksena mallinamme yhtiön kehitystä konsernitasolla liikevaihtoa lukuun ottamatta.

Liiketoimintaympäristön riskit ovat kasvaneet kuluvan vuoden aikana

Kuluvan vuoden alussa globaali taloustilanne oli poikkeuksellisen vahva: teknologiainvestointien buumi, lieventyneet kauppapolitiikan jännitteet, joidenkin maiden finanssipoliittinen tuki sekä suotuisat rahoitusolosuhteet loivat pohjan, jonka perusteella IMF oli valmis nostamaan kasvuennusteitaan. Hormuzinsalmen sulkeminen ja alueen energiainfrastruktuurin vauriot uhkaavat kuitenkin laukaista energiakriisin, joka on synkistänyt näkymiä inflaatiopaineiden ja nousseiden korko-odotusten myötä. Huhtikuussa IMF laski globaalia BKT-kasvuennustettaan 3,1 %:sta 2,9 %:iin. Yleisesti kasvuennusteet kuluvan vuoden osalta ovat melko kaksijakoiset Frameryn suurimmilla markkinoilla. IMF olettaa kriisiltä toistaiseksi melko nopeasti ohimenevää vaikutusta. Heidän perusskenaarion ennustemuutoksen sijaan alleviivaamme keskeisempänä kasvaneet negatiiviset ennusteskenaariot, joista tuhoisin on stagflatorinen ympäristö, jonka riski kasvaa kriisin pitkittyessä.

Kuluvana vuonna sulatellaan edellisvuoden vahvaa kehitystä

Framery ei ohjeista kuluvan vuoden kehitystä. Q1-liikevaihto oli vertailukauden tasolla, kun taas vertailukelpoinen liiketulos painui edellisvuoden erittäin vahvalta 16,7 MEUR:n tasolta 14,0 MEUR:oon. Edellisvuonna poikkeuksellisen suuria tilauksia tehneestä asiakkaasta oikaistuna Q1:n liikevaihto kasvoi kuitenkin 15 %, mikä on nähdäksemme terveempi mittari alla olevan kysynnän arvioimiselle. Yhtiön kasvu oli Q1:llä epäyhtenäistä, sillä EMEA:n liikevaihto oli edellisvuoden tasolla, Amerikan liikevaihto kasvoi 54 %, ja APAC-alueen liikevaihto supistui 51 %. Etenkin APAC-alue nautti vertailukaudella suuren asiakkaan tilauksista, mikä selittää heiluntaa markkinakohtaisissa kasvuluvuissa. Heikentyneen kannattavuuden taustalla ovat vertailukauden jälkeen voimaan astuneet tullit, kasvutavoitteiden myötä paisunut kulurakenne sekä valuuttakurssien kääntyminen. Kun vahva dollari tuki kannattavuutta vertailukaudella, Q1'26:lla heikentynyt kurssi painoi tulosta. Kausiluonteisesti Q1 ja Q4 ovat Frameryn vahvimmat neljännekset, minkä seurauksena Q1:n liikevaihtoa tai kannattavuutta ei voi ekstrapoloida tuleville neljänneksille.

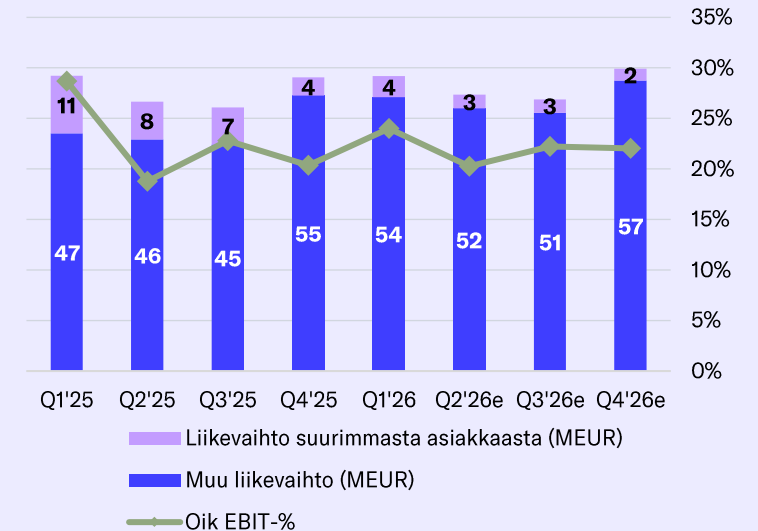
Framery kertoi tehneensä hinnankorotuksia vuoden 2025 jälkipuoliskolla ja vuoden 2026 aikana lievittääkseen USA:n tullien vaikutusta. Tämä näkyi osittain jo Q1'26-luvuissa, ja täysimääräistä vaikutusta odotetaan kuluvan vuoden alkupuoliskolla. Katsauskauden aikana tullitilanne muuttui Framerylle myönteiseksi, sillä Yhdysvalloissa 15 %:n IEEPA-tariffit korvattiin 10 %:n tulleilla ja alumiiniin ja teräkseen kohdistuvien tullien luokittelua muutettiin, minkä seurauksena merkittävä osa yhtiön tullikoodeista ei enää ole teräs- ja alumiinitullien piirissä.

Frameryn keskeisimmät kohdemaat ja niiden kasvuennusteet

Osuus Frameryn liikevaihdosta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Yhdysvallat		24,6 %	27,7 %		
Intia		2,9 %	8,0 %		
Saksa		7,9 %	6,6 %		
UK		5,9 %	6,0 %		
Sveitsi		6,6 %	4,8 %		
Muut		52,0 %	46,9 %		

BKT kasvu ¹	2023	2024	2025	2026e	2027e
Yhdysvallat	2,9 %	2,8 %	2,1 %	2,3 %	2,1 %
Intia	7,2 %	7,1 %	7,6 %	6,5 %	6,5 %
Saksa	-0,9 %	-0,5 %	0,2 %	0,8 %	1,2 %
UK	0,3 %	1,1 %	1,3 %	0,8 %	1,3 %
Sveitsi	0,9 %	1,4 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %

Frameryn kvartaalikohtainen liikevaihto ja kannattavuus



Ennusteet 2/3

Yhtiön arvion mukaan Yhdysvaltain tullien vaikutukset puolittuvat tämän myötä alkuvuodesta. Myös Kanadassa alkuvuonna hetkellisesti voimassa olleet tariffit poistuivat Q1:n aikana, ja yhtiö arvioi, että siellä maksetut tariffit palautetaan täysimääräisesti. Q1-raportissaan yhtiö kertoi odottavansa Lähi-idän konfliktilta alle 1 MEUR:n vaikutusta liikevaihtoon, mikä on Frameryn kokoluokassa maltillinen taso. Yhtiö tosin nosti esille mahdollisuuden toimistokalusteprojektien lykkääntymiselle, mikä vaikuttaisi myös Frameryn negatiivisesti.

Kuluvan vuoden ennusteissamme odotamme Frameryn kasvun kiihtyvän loppuvuotta kohden suuren yksittäisen asiakkaan vaikutuksen supistuessa vertailukauden luvuissa. Vuoden 2026 ennusteissamme Frameryn liikevaihto kasvaa 2 % (suuresta asiakkaasta oikaistuna 12 %). Listalleottoesitteessään Framery kertoi suurimman asiakkaan tehneen historiallisia tasoja enemmän tilauksia vuodelle 2026. Odotamme kyseisen asiakkaan ostojen säilyvän kuluvana vuonna historiallisia (2022-2024 ~2 % Frameryn liikevaihdosta) korkeammalla. Vertailukelpoinen EBIT-marginaali asettuu kuluvan vuoden ennusteissamme 22 %:iin (2025: 23 %). Huomautamme, että Framery on vuosina 2022–2025 kirjannut runsaasti kertaluonteisia kuluja, minkä vuoksi oikaistun tuloksen rinnalla on syytä seurata myös yhtiön raportoituja lukuja kannattavuutta arvioidessa.

Laskenut tullitaso ja yhtiön toteuttamat hinnankorotukset tukevat yhtiön bruttokatetta loppuvuoden ennusteissamme. Samalla kuitenkin odotamme, että nousseet komponentti- ja kuljetuskustannukset sekä kasvupanostukset (kuten Yhdysvaltain kokoonpanotoiminnan käynnistäminen) jarruttavat katteen parantumista. Framery tutkii lisäksi laittomaksi todettujen Yhdysvaltain IEEPA-tariffien

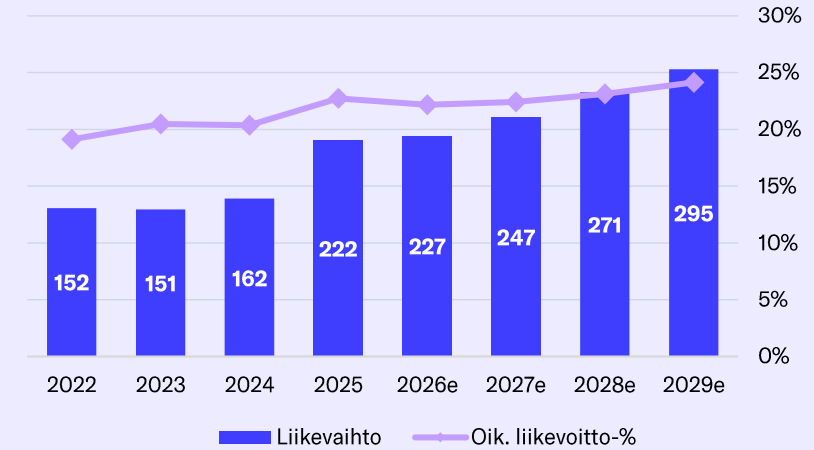
takaisinperimistä, joskin ennusteemme eivät tässä vaiheessa huomioi päätöstä niihin liittyen.

Kasvu kiihtyy 2027-2028 ennusteissamme

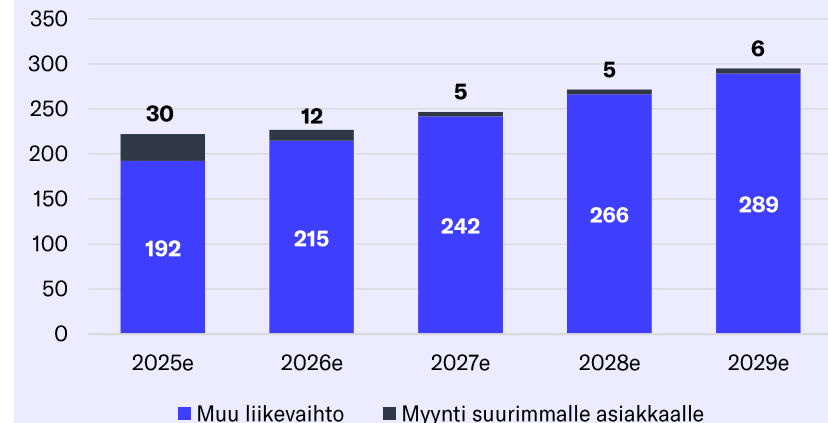
Vuosina 2027-2028 odotamme Frameryn kasvun kiihtyvän 9-10 %:iin suuren asiakkaan poikkeuksellisen suurten ostojen poistuessa vertailukauden luvuista. Oletamme kyseisen asiakkaan jatkavan aktiivisia Frameryn tuotteiden ostoja mutta sen osuuden konsernin myynnistä supistuvan historiallisille tasoilleen, noin 2 %:iin. Vuonna 2027 ennakoimme APAC:in ja Euroopan toimivan keskeisimpinä kasvun ajureina, sillä kyseisillä markkinoilla on Amerikkaa heikkomat pohjaluvut alla. Vuoden 2028 ennusteissamme vahvimman kasvunäkymän omaava Amerikan markkina toimii Frameryn kasvukärkenä. Odotamme Frameryn suhteellisen kannattavuuden vahvistuvan hieman vuosina 2026-2027, kustannusinflaation hellittäessä ja kasvun mahdollistaessa kiinteiden kulujen skaalautumisen.

Ennusteissamme yhtiön lähivuosien kasvu jää hieman Frameryn tilaaman markkinatutkimuksen ennustamasta kasvusta. Painotamme, että tämä liittyy ennemminkin epäilyimme markkinatutkimuksen ennustamaa kasvuvauhtia kohtaan kuin Frameryn kykyyn säilyttää tai kasvattaa markkinaosuuttaan. Täten markkinatutkimuksen ennusteiden mukainen markkinakasvu aiheuttaisi lähtökohtaisesti nousupainetta ennusteisiimme. Markkinan kasvunäkymää ajatellen Frameryn kohdemarkkinat tarjoavat vielä 2030-luvulla runsaasti kasvuvaraa, mikäli kohdemarkkinoiden penetraatioasteet seuraavat Suomen kehitystä. Pidemmällä aikavälillä Frameryn myynti siirtyy enenevästi uusmyynnistä korvauskysyntään, mikä tekee arviomme mukaan liikevaihdon kehityksestä tasaisempaa.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Odotamme Frameryn suurimman asiakkaan ostokäytöksen normalisoituvan



Ennusteet 3/3

Frameryn pidemmän aikavälin kasvuedellytyksiä ajatellen pidämme keskeisenä, että yhtiö osoittaa kykynsä kasvaa palveluissa, sillä tämä laajentaisi yhtiön kohdemarkkinaa ja parantaisi yhtiön marginaalipotentialiaa. Ennusteissamme Frameryn vertailukelpoinen liiketulosmarginaali saavuttaa parhaimmillaan 24 %:n tason vuonna 2029, mikä jää karvan verran keskipitkän aikavälin 25 %:n tavoitteesta.

Kasvu palveluliiketoiminnassa olisi lisäksi tärkeä osoitus yhtiön kyvystä uusiutua ja luoda uusia menestyksekkäitä tuotteita sekä palveluita perinteisen podiliiketoiminnan rinnalle. Vuoden 2025 aikana Framery laajensi Subscribed-vuokrapalvelua kolmesta maasta viiteen ja sittemmin jakelu on laajentunut kattamaan yhteensä kahdeksan eri maata. Seuraammekin erityisen tarkkaan kuluvan vuoden kehitystä saadaksemme vahvistusta vuokramallin kysynnästä.

Kevyt investointitarve luo edellytykset avokätiseen voitonjakoon

Vakaasta vertailukelpoisesta liiketulosennusteesta huolimatta odotamme Frameryn osakekohtaisen tuloksen kasvavan kuluvana vuonna 0,38 eurosta 0,47 euroon (vuoden 2025 raportoitu EPS: 0,26 euroa). Osittain tämä johtuu vuonna 2025 syntyneistä kertaluonteisista eristä, jotka liittyivät yhtiön listautumiseen ja sen valmisteluihin. Toinen keskeinen tulosajuri on rahoituskustannusten selvä lasku vuoden 2025 lopussa toteutetun taseen uudelleenrahoituksen myötä. Tämän ansiosta Frameryn korkokustannukset laskivat tasolle euribor + 1,25 %, kun yhtiö maksoi aiemmasta määräaikaistalainastaan euribor + 4–5,75 %. Taseen uudelleenrahoittaminen aiheutti rahoituskustannuksia vuonna 2025.

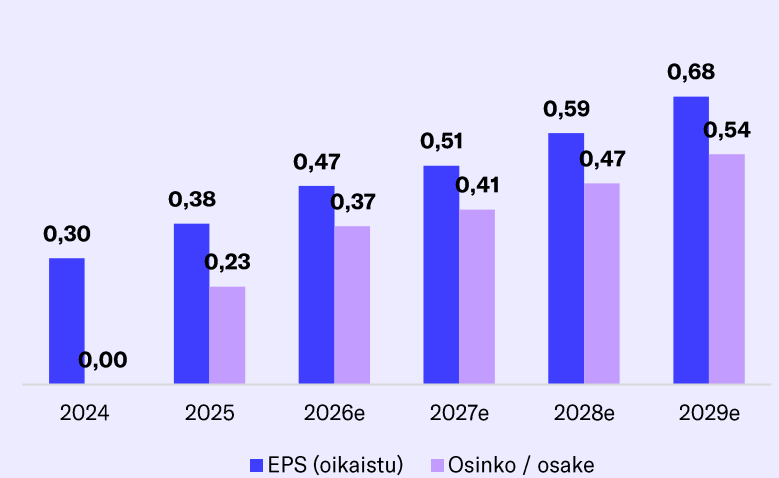
Vuoden 2025 tuloksesta Frameryn yhtiökokous päätti jakaa

osinkoa 0,23 euroa osaketta kohden, mikä vastasi 89 % raportoidusta osakekohtaisesta tuloksesta. Osinko jaettiin toukokuun alussa. Lähivuosien ennusteissamme Frameryn osakekohtainen tulos kasvaa vahvasti arvoa luovan kasvun ja laskeneiden rahoituskustannusten tukemana, mikä luo edellytykset voitonjaon kasvattamiseen. Odotamme yhtiön jakavan 80 % tuloksestaan osinkoina, mikä on linjassa 70–90 %:n voitonjakopolitiikan kanssa. Listautuminen ja taseen uudelleenrahoitus aiheuttivat yhtiölle paljon kertaluonteisia kuluja, jotka vaikuttivat arviomme mukaan voitonjakoehdotukseen. Tämä jättää nähdäksemme varaa suurempaan osingonkorotukseen keväällä 2026. Voitonjakoennusteemme huomioivat ainoastaan osingonjaon, mutta painotamme, että yhtiö saattaa osingon sijaan jakaa osan tuloksestaan sijoittajille myös omien osakkeiden ostojen muodossa. Puollamme tätä ratkaisua etenkin, jos yhtiö toteuttaa ostoja kurinalaisesti ja vastasyklisesti silloin, kun osakekurssi on paineessa tilapäisten makrotalouden tai yhtiökohtaisten haasteiden vuoksi.

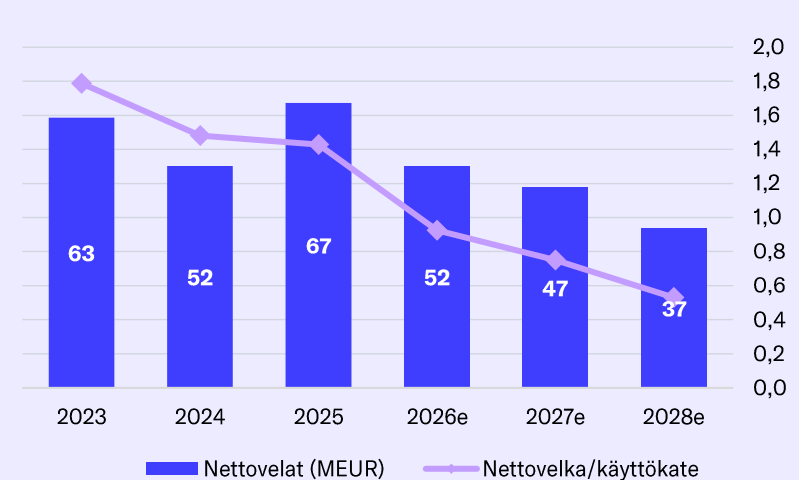
Tase vahvistuu voitonjaosta huolimatta

Vuoden 2025 lopussa Frameryn nettovelat asettuivat 67 MEUR:oon, mikä vastasi 1,4 kertaa edellisen 12 kuukauden raportoidun käyttökateen. Avokätisistä voitonjakoennusteistamme huolimatta yhtiön tase vahvistuu lähivuosina selvästi, sillä tuleva kasvu sitoo vain rajallisesti pääomaa. Ennusteidemme mukaisen tuloskasvun myötä nettovelka/käyttökate-tunnusluku laskee korostetun nopeasti. Tämä jättää yhtiölle liikkumavaraa ylimääräiselle osingonjaolle tai yritysjärjestelyjen kaltaiselle opportunistiselle pääoman allokoinnille.

EPS ja osinko



Tase vahvistuu lähivuosien ennusteissamme



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	151	162	58,4	53,3	52,2	58,2	222	58,4	54,7	53,8	59,9	227	247	271	295
Eurooppa, Lähi-itä ja Afrikka	91,6	99,0	30,5	28,6	27,6	31,7	118	30,7	30,0	28,9	33,3	123	135	147	159
Pohjois-, Keski- ja Etelä-Amerikka	39,4	43,4	13,4	17,4	16,6	18,5	65,9	20,5	19,2	18,4	19,4	77,6	82,2	92,1	101
Aasia ja Tyynenmeren alue	20,0	19,8	14,6	7,3	8,0	8,0	37,9	7,1	5,5	6,4	7,2	26,2	29,1	32,0	34,5
Käyttökate	35,5	35,2	16,8	6,8	11,8	11,5	46,9	15,3	12,6	13,5	14,9	56,3	62,6	70,6	79,5
Poistot ja arvonalennukset	-4,0	-5,6	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-5,8	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7	-6,2	-7,3	-7,8	-8,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	31,0	33,0	16,7	10,0	11,9	11,9	50,5	14,0	11,1	12,0	13,2	50,2	55,3	62,8	71,2
Liikevoitto	31,5	29,6	15,4	5,3	10,3	10,0	41,0	13,9	11,1	12,0	13,2	50,1	55,3	62,8	71,2
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	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	0,0
Nettorahoituskulut	-7,4	-5,7	-2,6	-2,8	-2,2	-5,8	-13,4	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-3,5	-3,1	-2,9	-2,6
Tulos ennen veroja	24,0	23,9	12,7	2,5	8,1	4,3	27,7	13,0	10,2	11,1	12,4	46,6	52,1	59,9	68,6
Verot	-4,7	-4,3	-3,2	-1,3	-1,7	-1,1	-7,3	-2,8	-2,1	-2,3	-2,6	-9,8	-11,5	-13,2	-15,1
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	0,0
Nettotulos	19,3	19,6	9,5	1,2	6,4	3,2	20,4	10,2	8,0	8,8	9,8	36,8	40,7	46,8	53,5
EPS (oikaistu)		0,30	0,14	0,08	0,10	0,06	0,38	0,13	0,10	0,11	0,12	0,47	0,51	0,59	0,68
EPS (raportoitu)		0,25	0,12	0,02	0,08	0,04	0,26	0,13	0,10	0,11	0,12	0,46	0,51	0,59	0,68

Tunnusluvut	2023	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	-0,9 %	7,3 %				17,2 %	37,0 %	-0,1 %	2,5 %	3,1 %	2,9 %	2,1 %	8,7 %	10,1 %	8,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		6,6 %				-18,4 %	53,1 %	-16,0 %	10,6 %	0,5 %	10,5 %	-0,6 %	10,0 %	13,6 %	13,4 %
Käyttökate-%	23,5 %	21,7 %	28,8 %	12,7 %	22,5 %	19,8 %	21,1 %	26,3 %	23,0 %	25,2 %	24,8 %	24,8 %	25,4 %	26,0 %	26,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	20,5 %	20,4 %	28,5 %	18,8 %	22,8 %	20,5 %	22,7 %	24,0 %	20,2 %	22,2 %	22,0 %	22,2 %	22,4 %	23,1 %	24,1 %
Nettotulos-%	12,8 %	12,1 %	16,2 %	2,3 %	12,4 %	5,5 %	9,2 %	17,5 %	14,7 %	16,3 %	16,3 %	16,2 %	16,5 %	17,2 %	18,1 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	87,4	88,2	88,7	89,9	91,3
Liikearvo	68,7	68,7	68,7	68,7	68,7
Aineettomat hyödykkeet	3,5	2,9	4,1	4,4	4,9
Käyttöomaisuus	10,5	12,5	15,9	16,8	17,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	4,7	4,1	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	74,5	81,3	88,3	96,2	108
Vaihto-omaisuus	22,0	29,2	29,5	32,0	35,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	32,1	32,3	36,3	41,9	46,2
Likvidit varat	20,5	19,8	22,5	22,2	26,4
Taseen loppusumma	162	170	177	186	199

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	56,6	45,5	64,1	75,3	89,6
Osakepääoma	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	28,9	26,4	45,0	56,2	70,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Muu oma pääoma	12,2	18,8	18,8	18,8	18,8
Vähemmistöosuus	15,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	71,1	80,2	75,0	69,6	64,2
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4
Korolliset velat	71,1	79,8	74,6	69,2	63,8
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	34,2	43,9	37,9	41,2	45,3
Korolliset velat	1,5	6,9	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	32,7	36,9	37,9	41,2	45,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	162	170	177	186	199

Arvostus ja suositus 1/2

Arvostuksen yhteenveto ja suositus

Aloitamme Frameryn seurannan 8,5 euron tavoitehinnalla ja Lisää-suosituksella. Frameryn sijoittajatarinassa yhdistyvät kannattava orgaaninen kasvu sekä korkea osingonmaksukyky. Frameryn historialliset kasvunäytöt ovat vahvat, ja korkean sijoitetun pääoman tuoton ansiosta kasvu on ollut myös erittäin arvoa luovaa. Noin 20 %:n markkinaosuuden myötä yhtiön kasvu podeissa lähestyy vääjäämättä markkinan kasvuvauhtia. Tulevaisuudessa palveluliiketoiminta voi tuoda uuden vaihteen kasvulle, mutta tässä vaiheessa yhtiön kyky skaalata sitä on vielä todistamatta.

Osakkeen tulos pohjainen arvostus vaikuttaa mielestämme neutraalilta, joskin 5-6 %:n osinkotuotto on yleisesti korkea kasvuyhtiölle. 12 kuukauden tähtäimellä osakkeen nousuvaraa rajaavat arviomme mukaan kuitenkin suuren avainasiakkaan tilaukset, jotka supistuvat edellisvuodesta ja painavat siten raportoitua kasvua sekä tuloskehitystä.

Tulospohjaiset kertoimet ja DCF-malli toimivat arvonmääritykseen

Frameryn kypsän kannattavuuden ja pääomakeyvien liiketoimintamallin takia puollamme DCF-mallia ja tulospohjaisia kertoimia osakkeen arvostusta arvioidessa. Yleisesti vahvat kasvunäytöt ja pääomakevyt liiketoimintamalli nostavat yhtiön hyväksyttävää arvostustasoa, sillä kevyt pääomatarve mahdollistaa samanaikaisesti korkean kasvun ja avokätisen osingonjaon. Vaikka Frameryn myynti on lähes täysin kertaluonteista, liikevaihto painottuu vahvasti olemassa olevien asiakkaiden täydennystilauksiin. Tämä lisää ennustettavuutta ja arviomme mukaan osakkeen hyväksyttävää arvostustasoa.

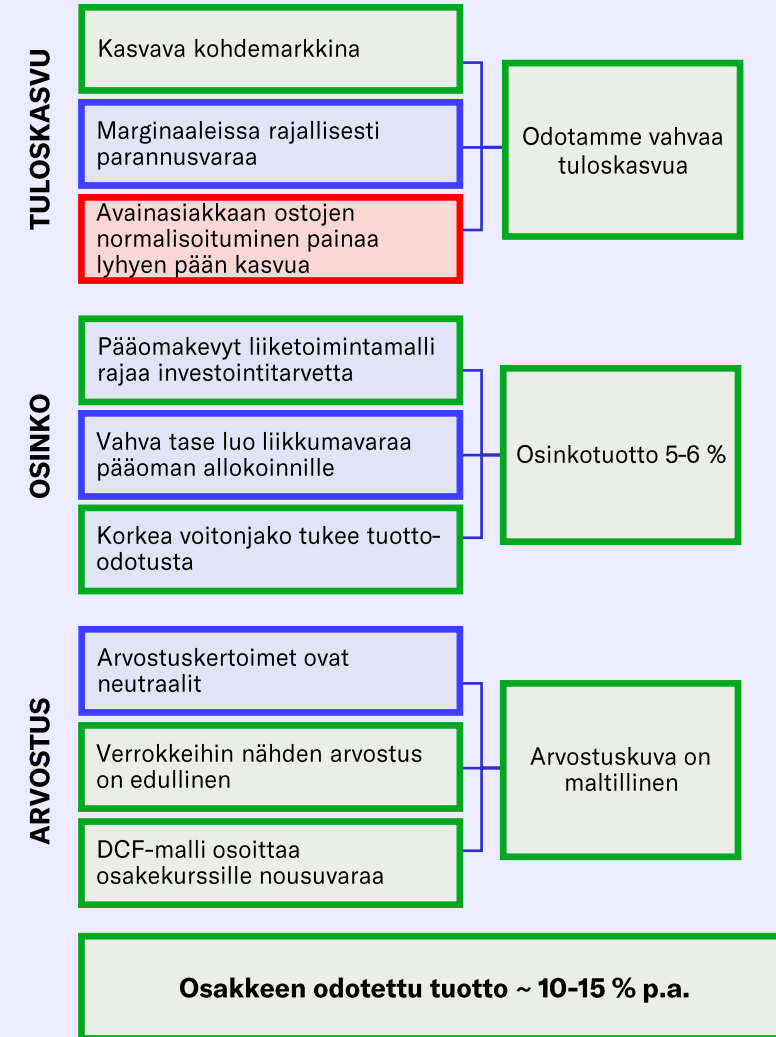
Helsingin pörssin mediaania korkeammat kertoimet ovat mielestämme perustellut

Vuosien 2026-2027 ennusteillamme Frameryn P/E-kertoimet ovat 17-16x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 14-12x. Tasot ovat nähdäksemme perustellut korkean kannattavuuden omaavalle kasvuyhtiölle, mutta sisältävät selvästi odotuksia tulevasta kasvusta. Frameryn kannattavuus on jo todella korkealla tasolla, minkä seurauksena liikevaihdon kasvu korostuu tuloskasvun ajurina. Arvostustasot ylittävät kuitenkin melko selvästi Helsingin pörssin mediaani-P/E-kertoimen, joka on noin 13x eteenpäin katsottuna. Pidemmällä aikavälillä näemme hyväksyttävässä arvostustasossa jopa nousuvaraa, mikäli yhtiö kykenee vakuuttamaan markkinat kyvystään laajentaa kohdemarkkinaansa onnistuneesti palveluliiketoiminnalla. Frameryn avokätisen voitonjaon myötä osinkotuotto muodostaa keskeisen osan osakkeen lähivuosien tuotto-odotuksesta. Matalan investointitarpeen seurauksena osakkeen kassavirtatuotto vastaa pitkälti osinkotuottoa ennusteissamme. Pääoman allokoinnin näkökulmasta näemme vuolaan voitonjaon erityisen kiinnostavana, mikäli yhtiö hyödyntää sitä omien osakkeiden ostoihin kurssin ollessa paineessa liiketoimintaympäristön tilapäisten haasteiden vuoksi. Kyseisistä lähtökohdista näemme osakkeella edellytykset noin 10-15 %:n vuotuisen tuotto-odotukseen lähivuosina.

Ennustemme ovat hieman yhtiön taloudellisia tavoitteita varovaisemmat. Mikäli yhtiö saavuttaisi vuosina 2026-2029 taloudellisten tavoitteiden mukaisen 10 %:n vuotuisen liikevaihdon kasvun ja 25 %:n vertailukelpoisen liiketulosmarginaalin, olisi vuoden 2030 ennusteidemme mukainen EV/EBIT-kerroin 8x, mikä olisi matala taso yhtiön laatu profiiliin suhteutettuna.

Osaketuoton ajurit 2026-2028e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen



Arvostus ja suositus 2/2

DCF-malli tunnistaa osakkeessa nousuvaraa

DCF-mallimme osoittaa Frameryn osakkeelle 8,6 euron osakekohtaista arvoa. Olemme soveltaneet Framerylle 8,9 %:n oman pääoman tuottovaatimusta ja 8,2 %:n keskimääräistä pääoman tuottovaatimusta. Pidemmän aikavälin ennusteissamme odotamme Frameryn vertailukelpoisen liiketulosmarginaalin normalisoituvan 20 %:iin kiristyneen kilpailun painamana. Kyseisellä tasolla toiminta säilyy kuitenkin erittäin kannattavana ja arvoa luovana liiketoiminnan kevyen pääomatarpeen myötä. Ennusteissamme Frameryn liikevaihdon kasvu hidastuu vuoden 2030 7 %:ista asteittain kohti 2 %:n terminaalikasvuennustetta. Terminaalijakson painoarvo asettuu ennusteissamme maltilliselle 58 %:n tasolle.

Keskeisin muuttuja DCF-mallin viitoittamaan arvoon liittyy arviomme mukaan liikevaihdon tasoon. Mikäli globaali äänieristettyjen työtilojen markkina seuraa Suomen markkinan penetraatioasteen kehitystä, jää yhtiölle vielä ennusteitamme enemmän kasvuvaraa 2030-luvulle. Toinen kiinnostava tekijä on luonnollisesti palveluliiketoiminnan kehitys sekä mahdolliset orgaaniset ja epäorgaaniset avaukset uusiin tuoteryhmiin, joita ennusteemme eivät tässä vaiheessa huomioi. Yhtiön laaja globaali jakeluverkosto luo edellytykset uusien tuotteiden nopealle skaalaamiselle, mikä voi pidemmällä aikavälillä olla avainasemassa kasvuvaran ylläpitämisessä. Kyseisestä potentiaalista Frameryllä on vielä rajallisesti näyttöä, mutta sen osoittaminen pitkästä entisestään korkean kasvun vaihetta.

Tasepohjaista arvostusta on hankala soveltaa pääomakevyen liiketoimintamallin takia

Frameryn tasepohjainen P/B-kerroin on kuluvan vuoden

ennusteillamme 10x, mikä on todella korkea taso. Nähdäksemme tasepohjainen arvostus on kuitenkin ongelmallinen Frameryn hinnoittelun kannalta. Tämä johtuu yhtiön pääomakevyydestä arvoketjuasemasta sekä siitä, että kilpailukykyä tukevat investoinnit kirjataan pääosin kuluina tuloslaskelmaan. Tämän myötä yhtiön taseasema vähättelee arviomme mukaan yhtiön omaa pääomaa.

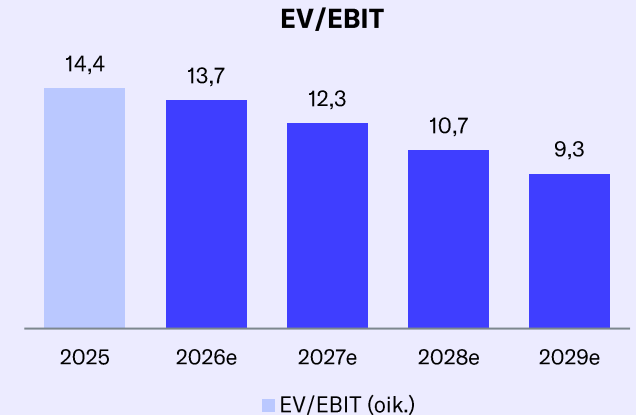
Arvostus on houkutteleva laadukkaisiin verrokkeihin nähden, joskin niihin tukeutuminen on haastavaa

Framerylle on haastavaa luoda relevanttia verrokkiryhmää, jolla olisi vastaava kasvu- ja kannattavuusprofiili sekä vastaavat kysyntäajurit. Tämä johtuu siitä, että relevantit kilpailijat ovat joko osa suurempaa hajautettua konsernia tai ne ovat listaamattomia. Toimistokalustemarkkinalla toimivat yhtiöt eivät puolestaan omaa Frameryn kaltaista kasvu- tai kannattavuusprofiilia, mikä pakottaa luovuuteen verrokkiyhtiöitä valikoidessa.

Verrokeiksi olemme keränneet kasvuyhtiöitä, joissa yhdistyy Frameryn tapaan fyysinen lopputuote, brändi ja johtava asema omilla toimialoillaan / nichessään. Osa verrokeista on huomattavasti Frameryä suurempia, mikä hieman heikentää vertailukelpoisuutta. Verrokkeihin nähden Frameryn arvostus vaikuttaa varsin houkuttelevalta. EV/EBIT-pohjaisesti yhtiötä hinnoitellaan 21-32 %:n alennuksella. Lisäksi Framery tarjoaa ennusteillamme selvästi verrokkiryhmää korkeampaa osinkotuottoa. Verrokkien eriävien toimialojen ja kysyntäajureiden takia emme anna suurta painoarvoa verrokkianalyysille, joskin se tarjoaa kiinnostavan tavan hahmotella, miten yhtiön arvostuskertoimet voivat elää näyttöjen kertyessä julkisena pörssi-yhtiönä.

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	8,02	8,02	8,02
Osakemäärä, milj. kpl	79,1	79,1	79,1
Markkina-arvo	635	635	635
Yritysarvo (EV)	687	682	672
P/E (oik.)	17,2	15,6	13,6
P/E	17,3	15,6	13,6
P/B	9,9	8,4	7,1
P/S	2,8	2,6	2,3
EV/Liikevaihto	3,0	2,8	2,5
EV/EBITDA	12,2	10,9	9,5
EV/EBIT (oik.)	13,7	12,3	10,7
Osinko/tulos (%)	80,0 %	80,0 %	80,0 %
Osinkotuotto-%	4,6 %	5,1 %	5,9 %

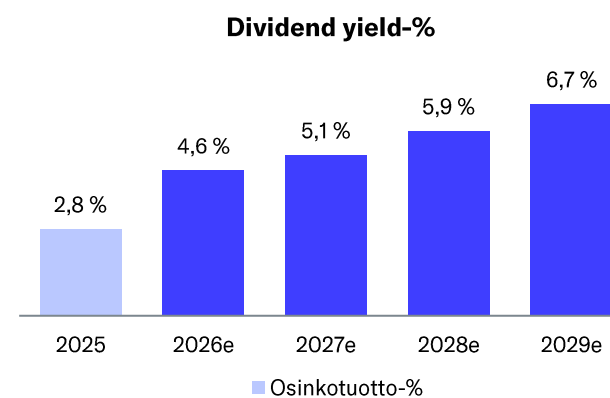
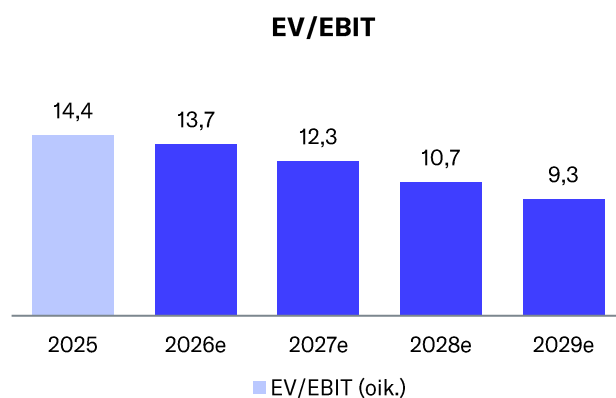
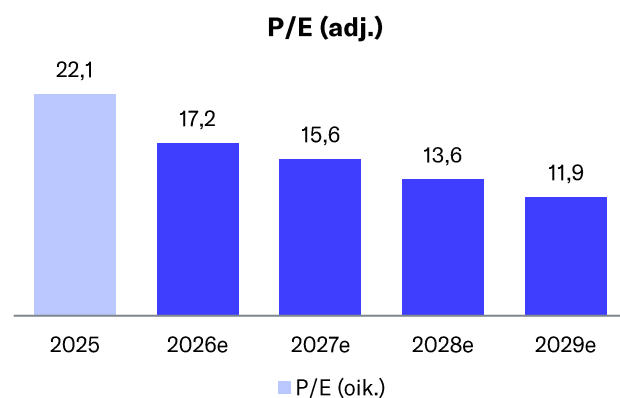
Lähde: Inderes



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi					8,35	8,02	8,02	8,02	8,02
Osakemäärä, milj. kpl					79,1	79,1	79,1	79,1	79,1
Markkina-arvo					661	635	635	635	635
Yritysarvo (EV)					728	687	682	672	661
P/E (oik.)					22,1	17,2	15,6	13,6	11,9
P/E					32,4	17,3	15,6	13,6	11,9
P/B					14,5	9,9	8,4	7,1	6,0
P/S					3,0	2,8	2,6	2,3	2,2
EV/Liikevaihto					3,3	3,0	2,8	2,5	2,2
EV/EBITDA					15,5	12,2	10,9	9,5	8,3
EV/EBIT (oik.)					14,4	13,7	12,3	10,7	9,3
Osinko/tulos (%)					89,4 %	80,0 %	80,0 %	80,0 %	80,0 %
Osinkotuotto-%					2,8 %	4,6 %	5,1 %	5,9 %	6,7 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Harvia Oyj	736	786	17,1	15,0	14,5	12,9	3,5	3,2	22,4	19,4	2,2	2,4	5,0
Engcon AB	764	781	21,3	15,6	18,5	13,9	3,8	3,2	35,4	25,5	1,7	2,2	12,8
MIPS AB	611	620	22,6	15,4	20,4	14,5	8,5	6,6	30,2	19,7	2,4	3,4	9,2
NIBE AB	7066	8662	19,4	17,1	13,1	11,9	2,2	2,1	23,9	20,5	1,3	1,5	2,3
Rational AG	7499	6964	20,2	18,6	18,2	16,8	5,2	4,8	27,7	25,8	2,7	2,8	7,5
Framery Oyj (Inderes)	635	687	13,7	12,3	12,2	10,9	3,0	2,8	17,2	15,6	4,6	5,1	9,9
Keskiarvo			20,1	16,3	16,9	14,0	4,6	4,0	27,9	22,2	2,0	2,5	7,4
Mediaani			20,2	15,6	18,2	13,9	3,8	3,2	27,7	20,5	2,2	2,4	7,5
Erotus-% vrt. mediaani			-32 %	-21 %	-33 %	-21 %	-21 %	-14 %	-38 %	-24 %	116 %	110 %	31 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

DCF-laskelma

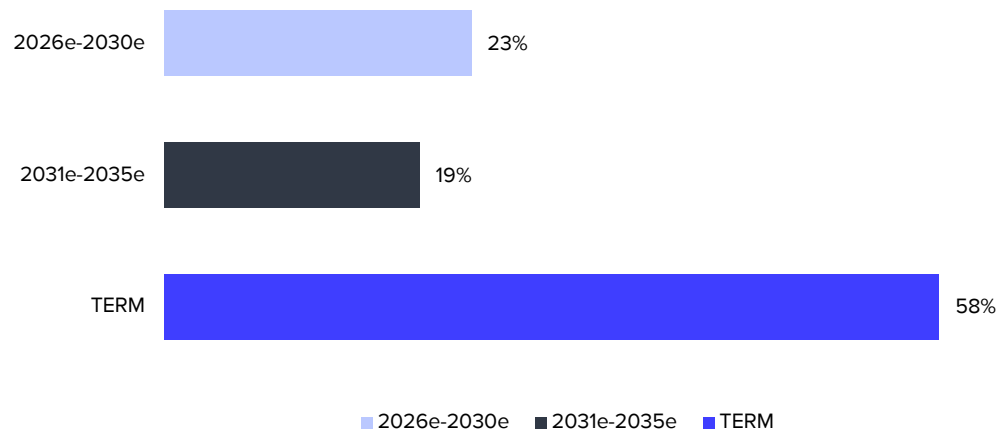
DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	37,0 %	2,1 %	8,7 %	10,1 %	8,7 %	7,0 %	6,0 %	5,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	18,5 %	22,1 %	22,4 %	23,1 %	24,1 %	22,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %
Liikevoitto	41,0	50,1	55,3	62,8	71,2	69,5	66,9	70,3	72,4	73,8	75,3	
+ Kokonaispoistot	5,8	6,2	7,3	7,8	8,3	9,0	9,0	9,6	10,1	10,4	10,6	
- Maksetut verot	-6,7	-5,7	-11,5	-13,2	-15,1	-14,8	-14,4	-15,2	-15,8	-15,8	-16,2	
- verot rahoituskuluista	-3,5	-0,8	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	-0,3	-0,3	-0,2	-0,4	-0,4	
+ 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	-3,2	-3,3	-4,9	-3,3	-3,1	-2,7	-2,5	-2,2	-1,4	-1,0	-1,0	
Operatiivinen kassavirta	33,4	46,6	45,5	53,4	60,7	60,4	58,7	62,2	65,1	67,0	68,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-7,3	-10,7	-8,6	-9,1	-10,2	-9,1	-10,5	-10,9	-10,9	-10,9	-11,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	26,5	35,8	37,0	44,3	50,5	51,3	48,2	51,3	54,2	56,1	57,2	
+/- 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	26,5	35,8	37,0	44,3	50,5	51,3	48,2	51,3	54,2	56,1	57,2	947
Diskontattu vapaa kassavirta		34,2	32,6	36,2	38,1	35,8	31,1	30,6	29,9	28,6	26,9	446
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		770	736	703	667	629	593	562	531	501	473	446
Velaton arvo DCF		770										
- Korolliset velat		-86,7										
+ Rahavarat		19,8										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-18,2										
Oman pääoman arvo DCF		685										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,6										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,35
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	8,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,2 %

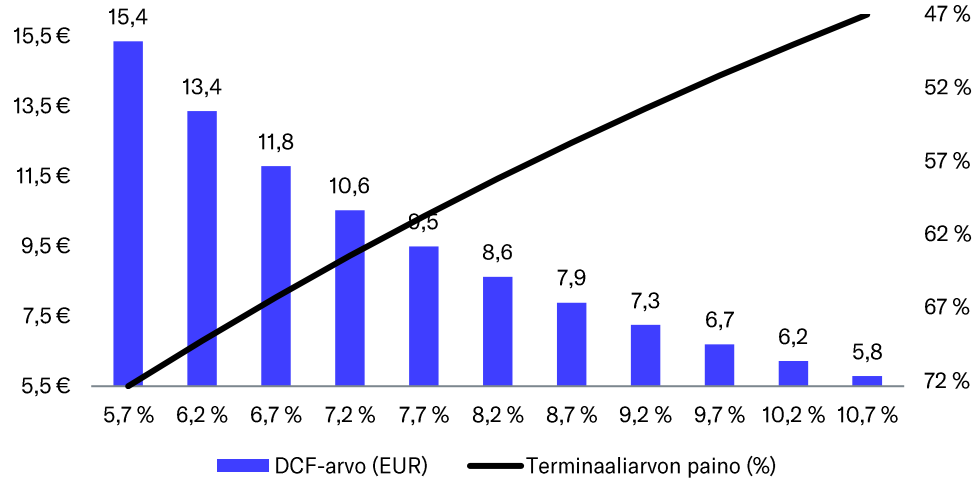
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

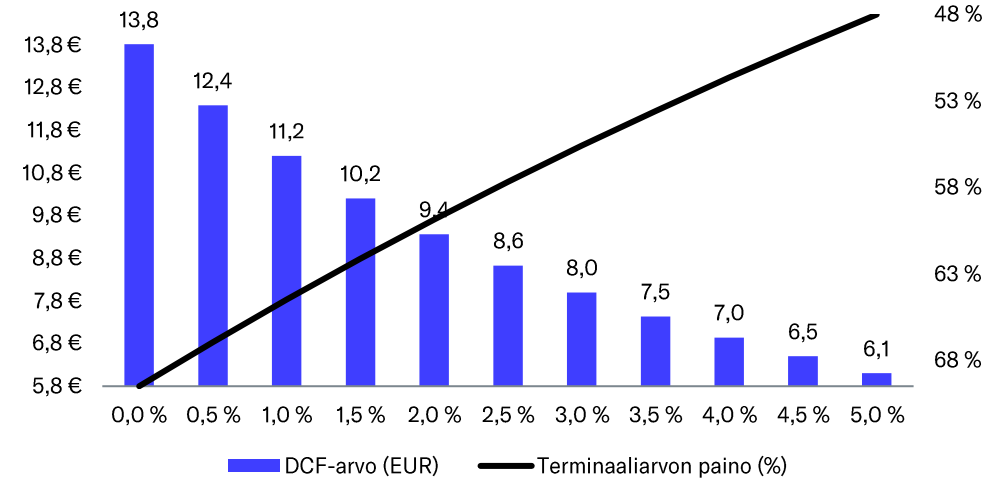


DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

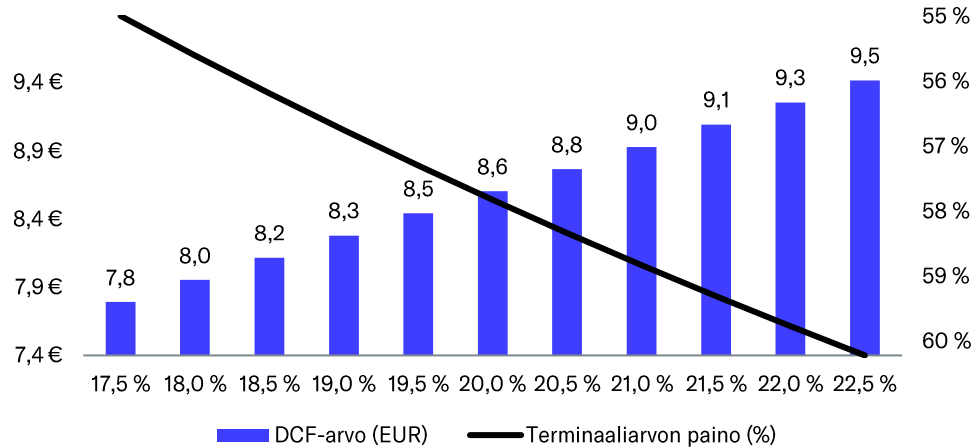
DCF-arvon herkkyysskalkelmat WACC-%:ssa



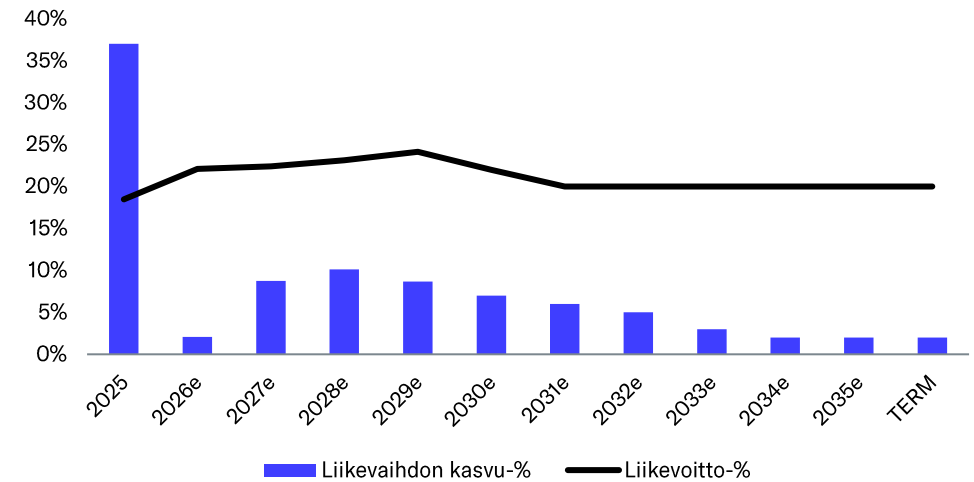
DCF-arvon herkkyysskalkelmat riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyysskalkelmat terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e
Liikevaihto	151,1	162,1	222,1	226,7	246,5	271,5	EPS (raportoitu)		0,25	0,26	0,46
Käyttökate	35,5	35,2	46,9	56,3	62,6	70,6	EPS (oikaistu)		0,30	0,38	0,47
Liikevoitto	31,5	29,6	41,0	50,1	55,3	62,8	Operat. Kassavirta / osake		0,31	0,42	0,59
Voitto ennen veroja	24,0	23,9	27,7	46,6	52,1	59,9	Operat. Vapaa kassavirta / osake		0,20	0,33	0,45
Nettovoitto	19,3	19,6	20,4	36,8	40,7	46,8	Omapääoma / osake		0,53	0,58	0,81
Kertaluontoiset erät	0,5	-3,4	-9,5	-0,1	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,23	0,00
Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e
Taseen loppusumma	142,8	161,9	169,5	177,0	186,1	199,1	Liikevaihdon kasvu-%	-1 %	7 %	37 %	2 %
Oma pääoma	36,9	56,6	45,5	64,1	75,3	89,6	Käyttökatteen kasvu-%	24 %	-1 %	33 %	20 %
Liikearvo	68,7	68,7	68,7	68,7	68,7	68,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	6 %	7 %	53 %	-1 %
Nettovelat	63,4	52,1	66,9	52,1	47,0	37,4	EPS oik. kasvu-%			27 %	23 %
Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	Käyttökate-%	23,5 %	21,7 %	21,1 %	24,8 %
Käyttökate	35,5	35,2	46,9	56,3	62,6	70,6	Oik. Liikevoitto-%	20,5 %	20,4 %	22,7 %	22,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	4,4	-4,4	-3,2	-3,3	-4,9	-3,3	Liikevoitto-%	20,8 %	18,3 %	18,5 %	22,1 %
Operatiivinen kassavirta	33,8	24,0	33,4	46,6	45,5	53,4	ROE-%	146,1 %	62,0 %	47,2 %	67,1 %
Investoinnit	-8,7	-3,9	-7,3	-10,7	-8,6	-9,1	ROI-%	28,0 %	24,3 %	31,4 %	37,1 %
Vapaa kassavirta	23,9	15,8	26,5	35,8	37,0	44,3	Omavaraisuusaste	25,8 %	35,0 %	26,9 %	36,2 %
Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	Nettovelkaantumisaste	172,0 %	91,9 %	147,0 %	81,2 %
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	3,3	3,0	2,8	2,5	Nettovelka/käyttökate	1,8	1,5	1,4	0,9
EV/EBITDA	1,8	1,5	15,5	12,2	10,9	9,5	EBITDA/nettorahoituskulut	4,8	6,1	3,5	16,1
EV/EBIT (oik.)	2,0	1,6	14,4	13,7	12,3	10,7					
P/E (oik.)		0,0	22,1	17,2	15,6	13,6					
P/B	0,0	0,0	14,5	9,9	8,4	7,1					
Osinkotuotto-%			2,8 %	4,6 %	5,1 %	5,9 %					

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin 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 arvonmäärittämissä menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämissä 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 laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatinen analyytikon 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.

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
28/05/2026	Lisää	8,50 €	8,02 €



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](https://www.inderes.fi)

[inderes.se](https://www.inderes.se)

**inde
res.**