

REBL GROUP

26.08.2025 07.10 EEST



Arttu Heikura
358400828098
arttu.heikura@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Tulovirtojen tervehdyttäminen vielä kesken

Rebl Groupin kannattavuusparannus nojaa taantuvan Painoliiketoiminnan tehokkuuden parantamiseen sekä muiden liiketoimintojen tulokasvun kiihdyttämiseen. Markkinointitiedonhallinta-ratkaisuiden ylösajo toimii oleellisena tulokasvuajurina, joskin tämän todellinen vaikutus on vielä varhaisen vaiheen johdosta todistamatta. Osakkeen tuotto-riskisuhde on mielestämme heikolla tasolla koholla olevan arvostuskuvan sekä velkaantuneisuuden takia. Tästä syystä toistamme myy-suosituksen ja 1,1 euron tavoitehinnan.

Rakenteelliset tekijät ovat heikentäneet kasvuedellytyksiä

Rebl Group koostuu asiakasyritysten, kuten vähittäiskauppa ja media, markkinointia ja liiketoimintaa tukevista kolmesta liiketoiminta-alueesta, joihin lukeutuu painopalveluita, yritysten näkyvyysratkaisuita sekä digitaalisia palveluita. Yhtiö on kasvanut historiassa yritysostojen turvin, ja orgaanisen kasvun saavuttaminen on ollut eritoten rakenteellisten kysyntähaasteiden kanssa painivan painoliiketoiminnan johdosta haastavaa viimeisen reilun kymmenen vuoden ajan. Samaan aikaan tuloskehitys on ollut heikkoa tiettyjen perinteisten painotuotteiden kysynnän laskun ja käyttöastehaasteiden takia. Heikko tuloskehitys on johtanut korkeaan velkaantuneisuuteen, jota yhtiö pyrkii lyhyellä aikavälillä korjaamaan kustannussäästöjen avuin. Ilman tuloskäännettä saattaa yhtiö tarvita lisärahoitusta. Suuri alttius taantuvalla toimialalla, epävakaa tuloskehitys sekä kireä velkatilanne nostaa Rebl Groupin riskitason arviomme mukaan keskimääräistä Helsingin pörssin yhtiötä korkeammalle tasolle.

Liiketoiminnasta löytyy useampi tulokasvuajuri

Yhtiön kasvavien näkyvyysratkaisuiden ja digitaalisten palveluiden rooli tuloskäänteen kannalta nousee arvoon arvaamattomaan samaan aikaan, kun yhtiön täytyy onnistua Painoliiketoimintansa käyttöasteiden hallinnassa. Keskeisessä

asemassa toimii yhtiön kehittämä MiM-ratkaisu tietovaltaisten asiakasyritysten informaatiologiikan tehokkuusongelmien ratkaisemiseksi. Tulovirtojen muokkaaminen on vielä varhaisessa vaiheessa, kun tällä hetkellä MiM-ratkaisuiden parista löytyy kaksi merkittävää referenssiasiakasta ja HSL:n mediamyynti on nostettu täyteen lentokorkeuteen vasta vuonna 2027. Vaikuttaakin siltä, että tuloskäänteen realisoituminen ottaa vielä useamman vuoden. Yleisen toimintaympäristön parantuminen saattaisi kiihdyttää tuloskäännettä, joskin vuosi 2025 tulee arviomme mukaan jäämään vielä haasteelliseksi.

Osakkeen tuotto-riskisuhde on heikko

Osakkeen arvostus on mielestämme kaikilla soveltuvilla arvostusmittareilla koholla, mikä painaa osakkeen tuotto-odotuksen heikolle tasolle. Tulos- ja kassavirtapohjaisin kertoimin (2026e EV/EBITDA 6x ja EV/FCF 14x) yhtiötä hinnoitellaan mielestämme preemiolla sen tulospotentiaaliin nähden. Yhtiötä arvostetaan alennuksella suhteessa sen tasearvoon nähden, mutta pidämme tätä perusteltua, sillä liiketoiminnan pääomantuottopotentiaali sijaitsee selvästi tuottovaateen alapuolella. Painoliiketoiminnan vakautumista pitkällä aikavälillä odottava DCF-mallimme indikoi yhtiön käyvän arvon sijaitsevan 1,2 euron tuntumassa, joka on osakekurssin alapuolella sekä kuvastaa kurssiin ladatuista korkeista odotuksista. Yhtiön korkean velkaantuneisuuden vuoksi näemme taseaseman tervehdyttämisen menevän voitonjaon edelle, minkä tähden emme usko yhtiön jakavan osinkoa lähivuosina. Yllä mainituista mittareista johdettu käypä arvo sijaitseekin 1,1 eurossa, eli tavoitehintamme tasolla. Liiketoiminnan arvонуontipotentiaali on nykyrakenteella mielestämme heikko, mutta MiM-ratkaisujen onnistunut ylösajo sekä ratkaisut Painoliiketoiminnan taantumisen hidastamiseksi (esim. divestointi tai alasajo) saattaisivat tuoda tukea osakekurssikehitykselle ja antaa edellytykset arvонуonnille.

Suositus

Myy
(aik. Myy)

Tavoitehinta:

1,10 EUR
(aik. 1,10 EUR)

Osakekurssi:
1,24 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



Liikevaihto	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	114,1	111,4	109,7	109,4
kasvu-%	-15 %	-2 %	-2 %	0 %
EBIT oik.	-1,0	-2,9	-0,3	0,4
EBIT-% oik.	-0,8 %	-2,6 %	-0,2 %	0,4 %
Nettotulos	7,2	-4,3	-2,0	-1,4
EPS (oik.)	-0,20	-0,29	-0,16	-0,11

P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.
P/B	0,3	0,4	0,4	0,5
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	>100
EV/EBITDA	2,3	8,5	6,2	5,9
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,4	0,4

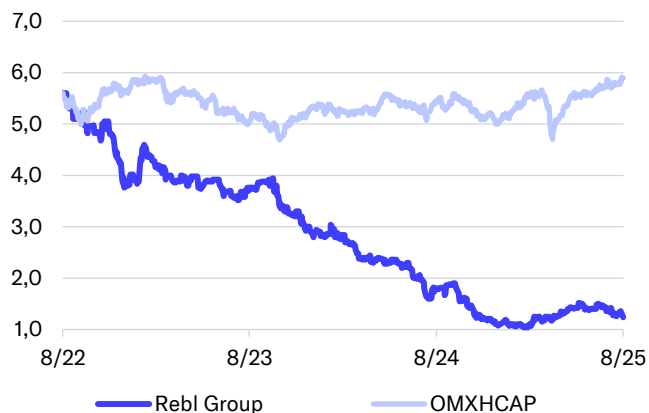
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

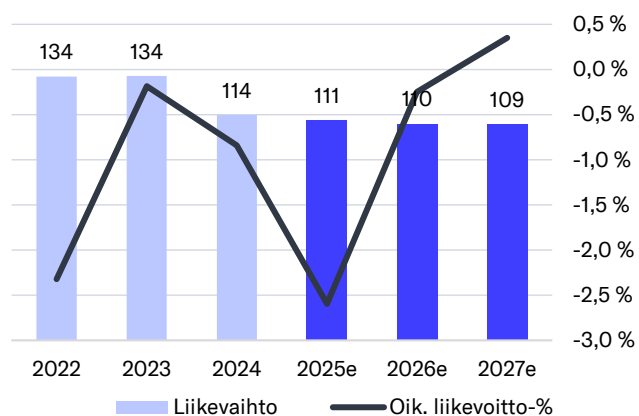
Liikevaihdon odotetaan jäävän viime vuoden tasolle (2024: 114,0 MEUR) ja liiketuloksen arvioidaan heikkenevän viime vuoden tasosta (2024: -1,2 MEUR)

Osakekurssi



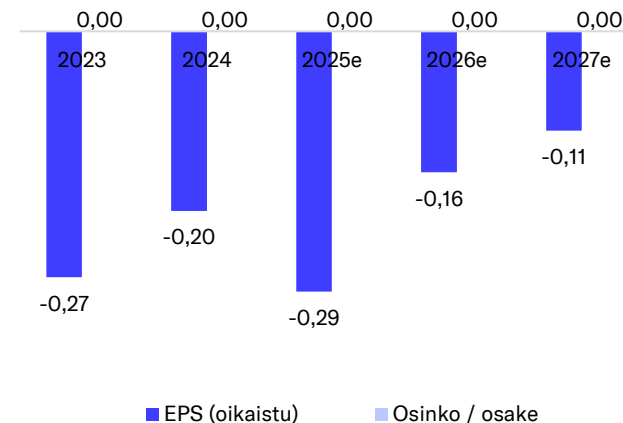
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Kustannustehokkuuden parantuminen
- Kokonaisvaltaisten ratkaisujen myynnissä onnistuminen
- Tulosta selvästi parempi rahavirta
- Yritysjärjestelyt
- Arvopaperisalkun osinkovirta ja arvonmuutokset

Riskitekijät

- Painetun median ja toimialan kysynnän lasku
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Yritysjärjestelyissä epäonnistuminen
- Arvopaperisalkun arvonmuutokset
- Tasetilanteen kiristyminen ja mahdollinen lisärahoitustarve
- Osakkeen heikko likviditeetti

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	1,24	1,24	1,24
Osakemäärä, milj. kpl	12,5	12,5	12,5
Markkina-arvo	16	16	16
Yritysarvo (EV)	43	42	41
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.
P/B	0,4	0,4	0,5
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	8,5	6,2	5,9
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	>100
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-10
Sijoitusprofiili	11
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	12-16
Toimiala ja markkinakatsaus	17-19
Taloudellinen tilanne	20
Ennusteet	21-23
Arvonmäärittäminen	24-26
Yhteenvetotaulukko	33
Vastuunvapauslauseke ja suositushistoria	34

Rebl Group lyhyesti

Rebl Group on kolmesta liiketoimintaosasta, 1) Painoliiketoiminta, 2) Näkyvyysliiketoiminta ja 3) Digitaalisesta liiketoiminnasta, koostuva yritysten markkinoinnin kumppanina toimiva konserni. Yhtiö operoi pääasiassa Suomessa.

114 MEUR (-1,9 % v/v)

Liikevaihto 2024

-1,2 MEUR

Liikevoitto 2024

72 % / 18 % / 8 %

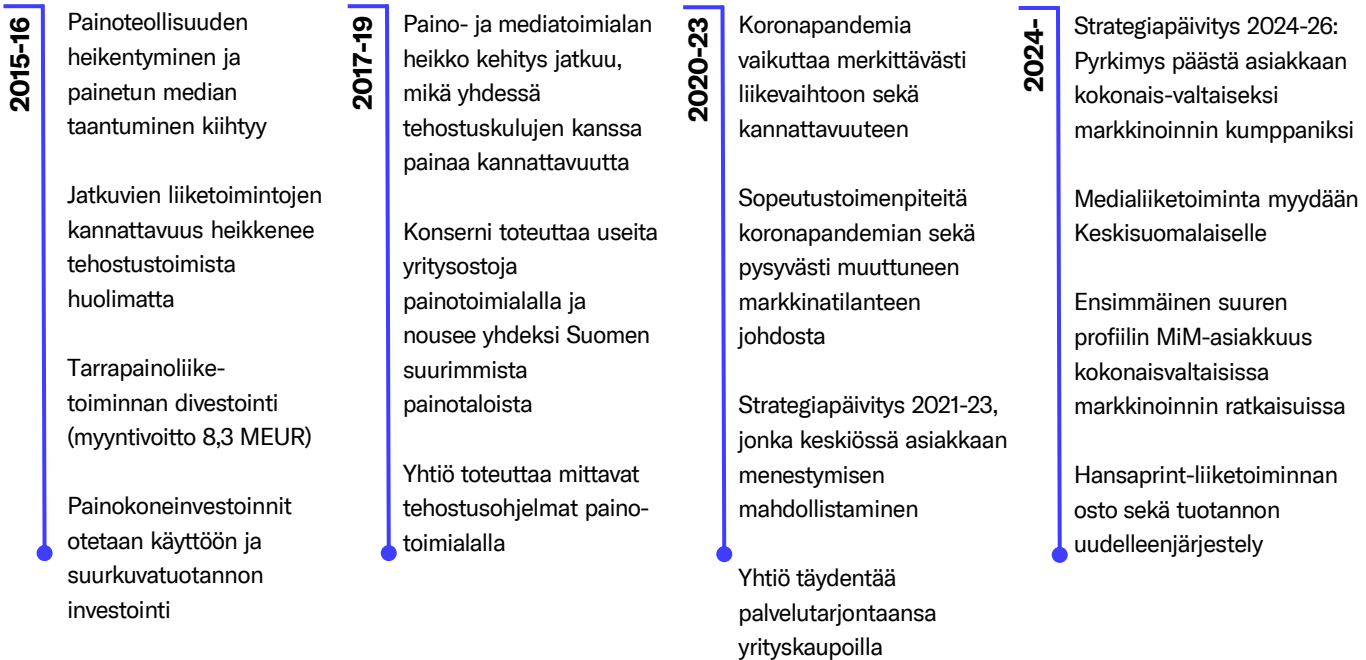
Paino-, Näkyvyys- ja Digitaalisen liiketoiminnan liikevaihto-osuudet 2024

9,3 MEUR (0,2 MEUR)

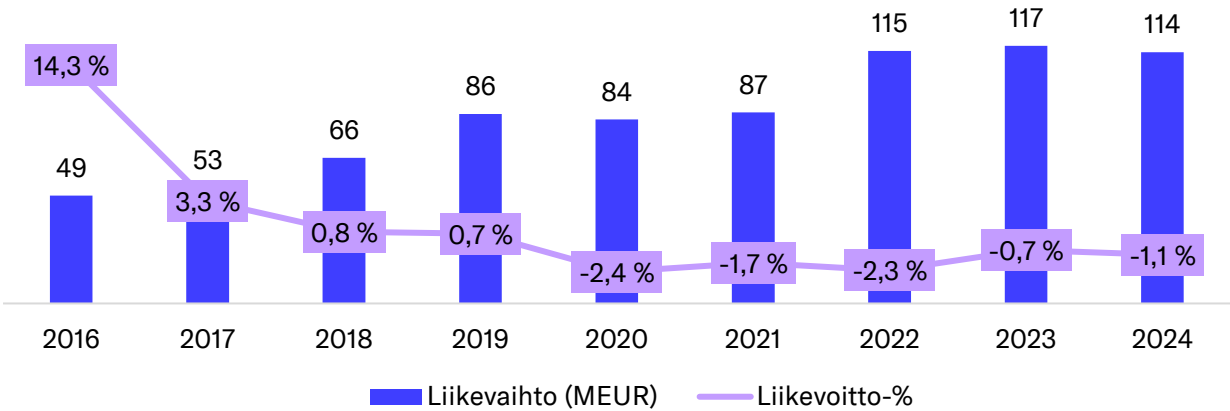
Arvopaperisalkun koko 2024 lopussa (arvopaperikaupan nettotulos)

661

Vakituista työntekijää



Jatkuvien liiketoimintojen taloudellinen kehitys



Liiketoimintamalli (1/4)

Kolmen liiketoimintaosan konserni

Rebl Group on markkinoinnin arvoketjussa toimiva, liiketoimintarakenteen muutoksen keskellä oleva konserni. Yhtiö myi medialiiketoimintansa vuonna 2024 ja pyrkii olemassa olevilla liiketoiminnoilla muuntautumaan osin tuotetalosta asiakkaidensa kokonaisvaltaiseksi markkinoinnin kumppaniksi. Yhtiö jakautuu nykymuodossaan kolmeen liiketoiminta-alueeseen Suomessa: 1) Painoliiketoiminta, 2) Näkyvyysliiketoiminta ja 3) Digitaalinen liiketoiminta, joiden lisäksi yhtiöllä on merkittävän kokoinen arvopaperisalkku. Yhtiön liikevaihto vuonna 2024 oli 114 MEUR, kun taas konsernin liiketappio oli 1,2 MEUR.

Painoliiketoiminta konsernin suurin segmentti

Painoliiketoiminta koostuu sanoma- ja aikakauslehtien sekä mainosten digitaalisesta, offset- ja heatset-painosta. Näiden lisäksi liiketoimintasegmentti tarjoaa pakkauspainamista, sisällöntuotanto ja -suunnittelupalveluita sekä digitointi- ja markkinointilogistiikkaratkaisuja. Painoliiketoiminta muodosti vuonna 2023 72 % konsernin jatkuvien toimintojen liikevaihdosta, ja sen vaikutus liikevoittoon oli 0,4 MEUR. Segmentin palveluportfolio on laajentunut viime vuosina toteutettujen yritysostojen myötä. Segmentin asiakaskunta koostuu kotimaisista mediataloista sekä mainonnan ja näkyvyyden palveluita käyttävistä yrityksistä. Näihin lukeutuu mm. vähittäiskaupan parissa toimivia yrityksiä. Aiemmin Rebl Group tähtäsi kestäväen liiketoiminnan rakentamiseen yritysostoin painotoimialan murroksen seurauksena. Ostettujen kohteiden käyttöasteiden sopeuttaminen volyymilaskun mukaisesti on kuitenkin ollut näkemyksemme

mukaan johdon omia arvioita hankalampaa, mikä on johtanut lopulta pääoman epätehokkaaseen allokontointiin. Yritysostojen rooli on arviomme mukaan vähenemään päin, joskin viimeisin Hansaprint -kauppa haastaa tätä näkemystä. Ostopäätöksen taustalla saattoi kuitenkin vaikuttaa liiketoiminnan halpa kauppahinta (EV 2 euroa), jota ilman kauppaa ei olisi syntynyt.

Näkyvyysliiketoiminnasta kasvua

Liiketoiminta-alue tuottaa näkyvyysratkaisuja asiakasyrityksen markkinoinnin ja näkyvyyden tarpeisiin. Niihin lukeutuu valaistus- ja mainontanäyttöratkaisuiden lisäksi niin digitaalisten kuin tavanomaisten tulostus- ja teippausratkaisuiden suunnittelu ja myynti. Lisäksi liiketoiminta-alue vastaa mediamyynnistä (esim. Tampereen ratikka ja jatkossa HSL). Näkyvyysratkaisut vastasivat lähes 20 % konsernin liikevaihdosta vuonna 2024, ja se oli segmenteistä ainoa kohtuulliseen tulokseen yltänyt 1,0 MEUR:n liikevoitollaan.

Segmentin asiakaskunta koostuu kotimaisista vähittäismyymälöistä sekä muista mainonnan ja näkyvyyden palveluita käyttävistä yrityksistä ja julkisista toimijoista. Näiden lisäksi messut ja tapahtumat ovat oleellisia liikevaihdon lähteitä segmentille.

Digitaalinen liiketoiminta konsernin nuorin segmentti

Konsernin Digitaalinen liiketoiminta on muodostunut Gredi-, RockOn- ja Exove-yritysostoista. RockOn fokusoituu tuotetiedon hallintajärjestelmiin (PIM), kun taas Exoven vahvuudet sijaitsevat verkkopalveluissa ja Gredin fuusioinnin

Liiketoimintarakenne*

Rebl Group -konserni			
Liikevaihto 114 MEUR			
Liikevoitto -1,2 MEUR			
Paino- liiketoiminta	Näkyvyys- liiketoiminta	Digitaalinen liiketoiminta	
Liikevaihto 84 MEUR	Liikevaihto 21 MEUR	Liikevaihto 10 MEUR	
Liikevoitto (-%) 0,4 MEUR (0,5 %)	Liikevoitto (-%) 1,0 MEUR (4,5 %)	Liikevoitto (-%) -1,2 MEUR (-11,0 %)	
Sanoma- ja aikakauslehtien paino	Näkyvyys- ratkaisut myymälöihin, tapahtumin ja ulkomainontaan	Brändin- ja tuotetiedon hallinnan palvelut ja ohjelmistot	
Mainospaino	Suunnittelu, asennus ja huolto	Digitaalisten IT- palvelujen kehitys	
Digi- ja arkkipaino		Konsultointi	
Sisällöntuotanto ja suunnittelu			
Arvopaperituotot 0,2 MEUR			

Lähde: Rebl Group, Inderes
* Tilikauden 2024 luvut

Liiketoimintamalli (2/4)

myötä myös brändin- ja aineistohallinnan järjestelmissä. Näiden lisäksi tytäryhtiöt tuottavat IT-palveluyhtiöille tavanomaisia ratkaisuja, kuten ohjelmistokehitystä, data- ja analytiikkaratkaisuja ja konsultointia. Digitaalisen liiketoiminnan liikevaihto (9,5 MEUR) vastasi 8 % vuoden 2024 jatkuvien liiketoimintojen liikevaihdosta, ja sen operatiivinen tulos oli 1,2 MEUR tappiollinen. Merkittävä osa segmentin liikevaihdosta (2024: 3,6 MEUR) on jatkuviin sopimuksiin perustuvaa.

Segmentin asiakasryhmä koostuu kotimaisista suurista ja pienistä yrityksistä, sillä esimerkiksi Exove on toteuttanut Fortumille ja Nesteelle verkkosivuratkaisuja. RockOnin asiakaskunnassa korostuvat tietovaltaiset toimialat, kuten vähittäiskauppa, erinäiset teollisuuden alat ja rakennusteollisuus. Yhtiöiden tarjoaman avulla Rebl Group on kehittänyt sen olemassa olevan asiakaskunnan ympärille istuvan MiM-ratkaisun, jolla se pyrkii ratkaisemaan asiakkaiden markkinoinnin informaatiologiikkaan liittyviä ongelmia. Käsittelemme MiM-ratkaisua lisää strategiakappaleessa sivulla 10.

Konsernilla on merkittävä arvopaperisalkku

Konsernin muu toiminta koostuu arvopaperikaupasta ja osakeomistuksista. Muilla liiketoiminnoilla ja niihin sisältyvillä konsernitoiminnoilla ei ole käytännössä lainkaan ulkoista liikevaihtoa, mutta parhaina vuosina ne ovat muodostaneet arvopaperiomistuksien kautta selkeän osan konsernin tuloksesta (esim. 2021 4,9 MEUR). Arvopaperiomistuksien tulos koostuu käytännössä Ilkka-omistuksen osingoista sekä salkun käyvän arvon muutoksista. Näistä jälkimmäinen ei ole kassavirtavaikutteinen, mikäli arvopapereilla ei käydä kauppaa.

Yhtiön arvopaperisalkun arvo oli Q1'25:n lopussa noin 10,8 MEUR, ja se koostuu suurelta osin 10,3 %:n omistusosuudesta mediayhtiö Ilkassa, jonka arvo on nykykurssilla (3,7 euroa/osake) noin 10 MEUR. Muut arvopaperisalkun omistukset koostuvat kotimaisista listayhtiöistä, jotka profiloituvat valtaosin osinkoyhtiöiksi.

Rakenteellisilla trendeillä merkittävä vaikutus tuottoihin

Yhtiön liiketoimintojen kehitystä ohjaa normaalien kysyntäajureiden ohella merkittävästi rakenteelliset trendit. Voimakkain yhtiöön epäsuorasti vaikuttava rakenteellinen trendi on mediakulutuksen digitalisoitumisesta johtuva painetun median kysynnän supistuminen, joka vaikuttaa negatiivisesti perinteisten painotuotteiden kysyntään. Rebl Groupin Painoliiketoiminta nojaa huomattavalta osin painettuun mediaan, mutta Medialiiketoiminnan divestoinnin myötä konserni ei ole suoraan riippuvainen esimerkiksi mainostuotoista, jotka heiluvat suhdannevaihteluiden mukaan. Painotoimialan sisällä digitaalisen painamisen (pienpainamisen) tuotot kasvavat ja valloittavat alaa, mutta niiden kasvu ei riitä vielä kompensoimaan perinteisen painamisen rakenteellista supistumista.

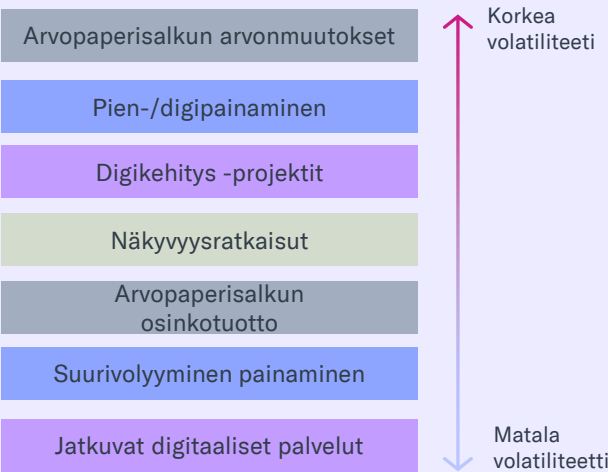
Painaminen on pääomavaltaista ja herkkää volyymien vaihteluille

Rebl Groupin liiketoiminnot sitovat melko paljon pääomaa, sillä yhtiön suurin liiketoiminto, Painoliiketoiminta, on tarvittavan kone- ja laitekannan vuoksi pääomaintensiivistä. Tätä mukailten yhtiön investointitarpeet aineelliseen ja aineettomaan omaisuuteen (ilman yritysostoja) ovat vaihdelleet viimeisen viiden vuoden aikana 2-7 MEUR:n välillä keskimääräisen tason ollessa noin 4 MEUR (noin 4 % liikevaihdosta). Arviomme mukaan suurimmat investoinnit

Liikevaihdon jakauma 2024



Tuottojen toistuvuus ja ennakoitavuus



Liiketoimintamalli (3/4)

kone- ja laitekantaan on kuitenkin tehty, joskin ylläpitoinvestointeja hyvän kysynnän omaaviin painomenetelmiin tullaan jatkamaan. Näkyvyysliiketoiminta ja Digitaalinen liiketoiminta ovat luonteeltaan pääomakevyitä, mutta näiden painoarvo konsernissa on toistaiseksi pieni. Siten Painoliiketoiminnan pääomaintensiivisyyden sekä vaisun operatiivisen tuloksen tähden konsernin pääoman tuotto on lähihistoriassa ollut pääoman kustannuksen alapuolella. Ylätasolla tämä tarkoittaa liiketoiminnan tuhonneen arvoa.

Liiketoiminta on perinteisten painotyömenetelmien osalta myös hyvin henkilötyöintensiivistä. Tästä johtuen Painoliiketoiminnan kannattavuuden kehitys on hyvin herkkä painovolyymien ja käyttöasteiden muutoksille. Lisäksi volyymit vaikuttavat yhtiön neuvotteluvoimaan materiaalien ja palveluiden ostoissa.

Painamisen laskutrendi ohjaa liikevaihtoa

Painoliiketoiminta on pienpainamista lukuun ottamatta vuositasolla tyypillisesti vakaata ja ennustettavaa, minkä taustalla on pitkäaikaiset asiakkuudet, joiden kanssa tavanomaisesti tehdään vuosisopimuksia. Sanomalehtien ja aikakauslehtien painamiseen käytetyn heatset-painamisen volyymit kuitenkin laskevat pitkässä juoksussa rakenteellista trendiä heijastellen. Arviomme mukaan heatset-painaminen muodostaa reilu puolet Painoliiketoiminnan liikevaihdosta, minkä takia sen volyymien lasku heijastuu myös liikevaihdon rakenteellisena laskuna vuositasolla tarkasteltuna. Heatset-painamisen suuren suhteellisen osuuden vuoksi muiden liikevaihtovirtojen kokonaisuutena melko vakaa kehitys ei

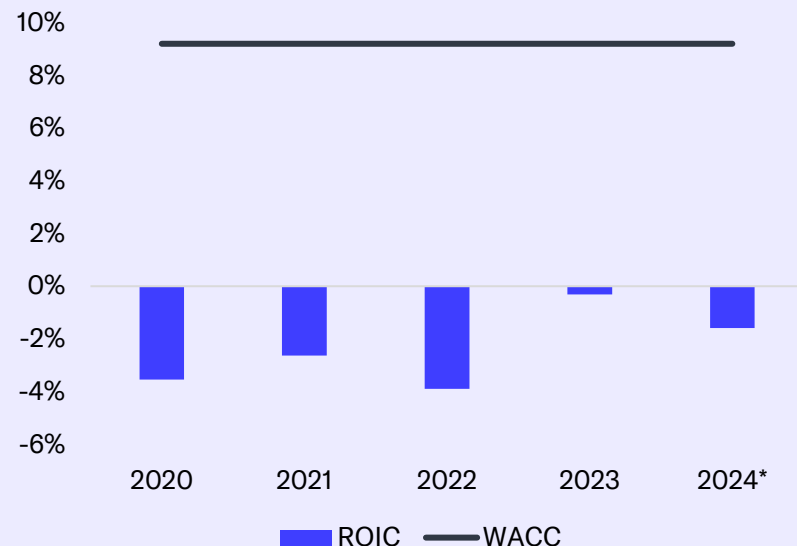
tähän mennessä ole riittänyt vakauttamaan liikevaihdon orgaanista kehitystä. Liikevaihdon laskutrendi yhdistettynä tuloksen riippuvuudelle volyymitasosta aiheuttaa painetta kannattavuuskehitykselle, minkä takia liiketoiminnan jatkuva sopeuttaminen on välttämätöntä.

Painoalan ylikapasiteetti heikentää hinnoitteluvoimaa

Rebl Groupilla on vahva markkina-asema omilla erikoistumisalueillaan, ja yhtiö on yksi suurimmista painoalan toimijoista Suomessa. Painetun median tavoittavuuden vähentyminen, mediakulutuksen pirstaloituminen sekä pääasiassa Googlen, sosiaalisen median ja digimarkkinoinnin tuoma kilpailupaine on kuitenkin heikentänyt myös paikallisten mediatalojen mainonnan kysyntää, mikä heijastuu Rebl Groupin painopalveluiden kysyntään.

Painoalalla on Suomessa ollut jo pitkään merkittävää ylikapasiteettia, ja verotuksellisista ja logistisista syistä myös painotuotteiden tuonti on kilpaillut vahvasti kotimaisen kapasiteetin kanssa. Tämä on johtanut epäterveeseen hintakilpailuun painotoimialalla. Markkinan konsolidoimisella on tavoiteltu kovimpien hintapaineiden hillintää, mutta arviomme mukaan viime vuosien tuntuva kysynnän lasku on vaikeuttanut tarjonnan sopeuttamista kysyntään, mikä taas estää hintapaineiden hillintää. Toimialan kapasiteettia onkin ollut vaikea saada vastaamaan kysyntää, joka laskee trendinomaisesti.

Sijoitetun pääoman tuotto-%



Lähde: Rebl Group, Inderes
* Mediaaliiketoiminnan myyntivoitosta oikaistu

Liiketoimintamalli (4/4)

Kustannusrakenne on toimialoille tyypillinen

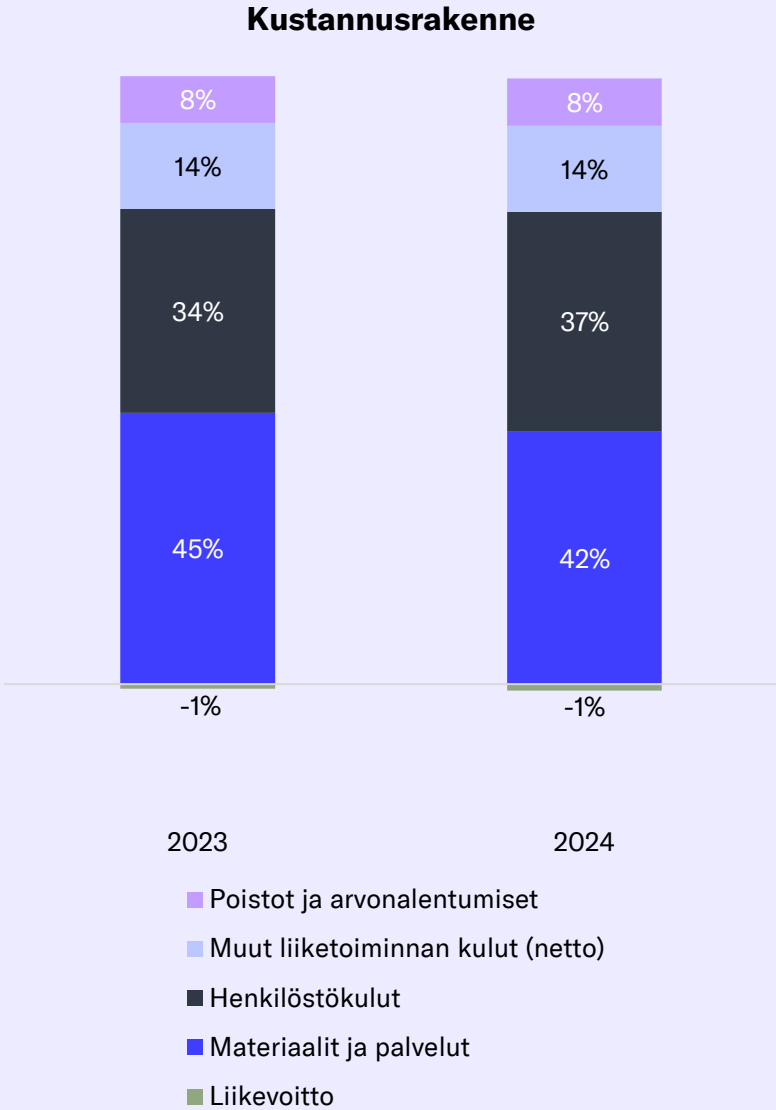
Rebl Groupin kustannusrakennetta dominoivat kaksi erää: materiaalit ja palvelut sekä henkilöstökulut. Materiaaleista ja palveluista huomattava osa muodostuu painamisen kustannuksista. Liiketoimintojen välillä materiaalikustannukset poikkeavat kuitenkin merkittävästi, koska digitaalisissa palveluissa materiaalien osuus on häviävän pieni. Liikevaihtoon nähden muuttuvat kulut ovat olleet viimeisen kahden vuoden (ilman Medialiiketoimintaa) aikana keskimäärin 44 %, mikä tarkoittaa käänteisesti, että yhtiön myyntikate-% on ollut keskimäärin noin 56 %.

Liiketoiminta sitoo tuntuvasti käsipareja ja siten toiseksi suurin kustannuserä on henkilöstökulut, jotka ovat vaihdelleet 35 %:n molemmin puolin. Muut kulut koostuvat tyypillisistä hallinnollisista kustannuksista kuten toimitilakuluista sekä tuotantokoneiden, myynnin ja markkinoinnin sekä IT-kustannuksista. Näiden kulujen (huomioiden muut tuotot) osuus on ollut 14 % liikevaihdosta edellisen kahden vuoden ajan. Pääomaintensiivisen Painoliiketoiminnan myötä konsernin poistot ovat olleet 8 % liikevaihdosta.

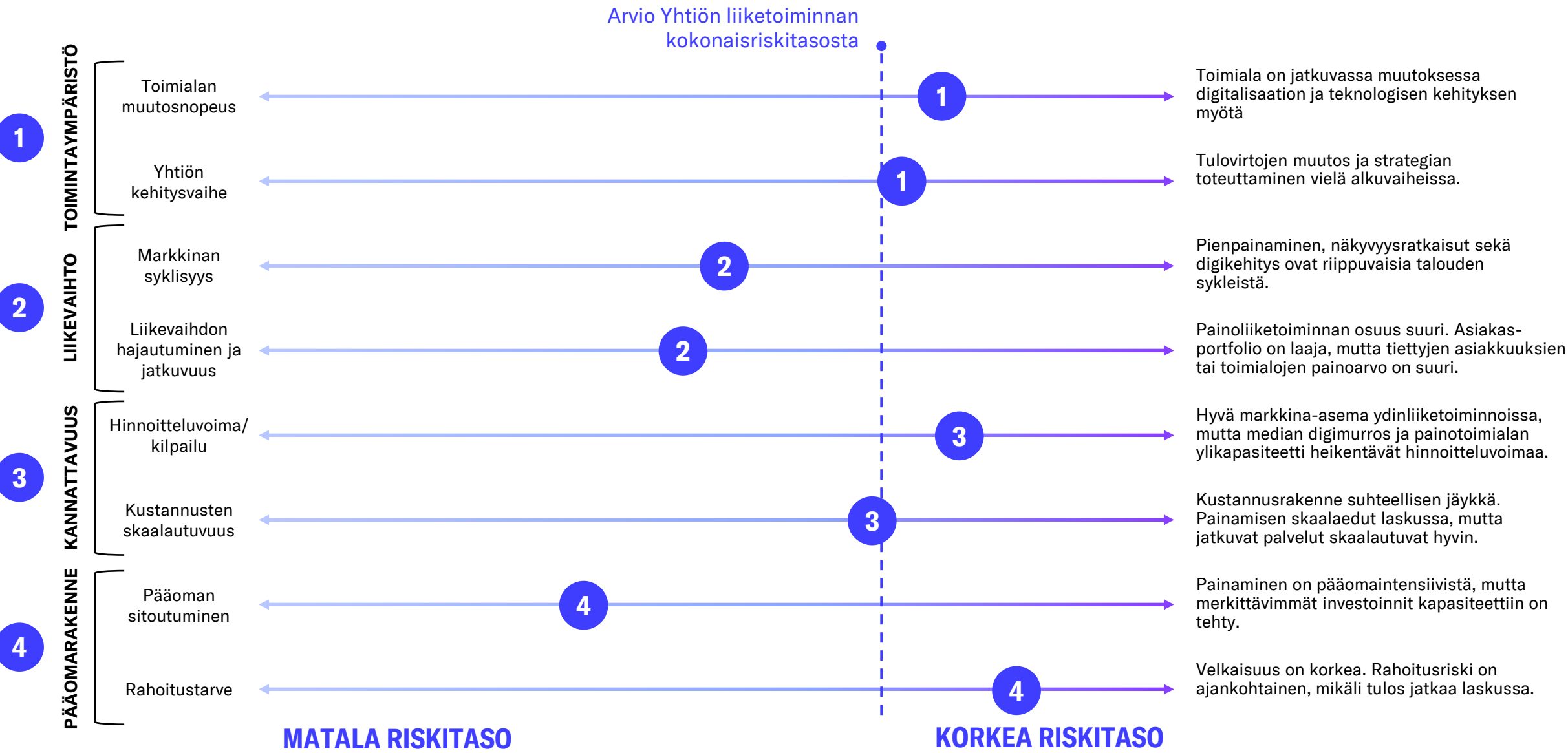
Liiketoimintamallin riskiprofiili on keskitasoa korkeampi

Rebl Groupin liiketoimintamallin riskiprofiili on näkemyksemme mukaan kokonaisuutena keskimääräistä korkeampi (kts. graafi seuraavalla sivulla). Liiketoimintamallin riskitasoa nostavat mielestämme erityisesti media- ja graafisen alan murroksesta johtuvat tekijät, jotka laskevat erityisesti painetun median ja sitä kautta yhtiön painopalveluiden kysyntää pitkällä aikavälillä,

heikentävät hinnoitteluvoimaa ja liiketoiminnasta saatavia skaalaetuja. Edellä mainitut asiat yhdistettynä velkaiseen taseeseen nostavat niin ikään liiketoiminnan riskitasoa. Liiketoiminnan riskisyyttä toisaalta lieventää maltillinen syklisten tuottojen osuus ja kasvavat uudet liiketoiminnat (Näkyvyysliiketoiminta ja Digitaalinen liiketoiminta).



Liiketoiminnan riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1

Painoliiketoiminnan orgaanista kehitystä painaa toimialan rakennemuutos

2

Toiminnan jatkuva tehostaminen sekä tulovirtojen muutos edellytys kannattavuusparannukselle

3

Arvopaperisalkun tuotot muodostavat osan tuloksesta

4

Kireä velkatilanne peräänkuuluttaa tulosparannusta

5

Rahavirta > liikevoitto

Potentiaali

- Kustannustehokkuuden parantuminen
- Kokonaisvaltaisten ratkaisujen myynnissä onnistuminen
- Tulosta selvästi parempi rahavirta
- Yritysjärjestelyt
- Arvopaperisalkun osingot ja arvonnousu

Riskit

- Painetun median ja toimialan kysynnän lasku
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Yritysjärjestelyissä epäonnistuminen
- Arvopaperisalkun arvonmuutokset
- Tasetilanteen kiristyminen ja mahdollinen lisärahoitustarve
- Osakkeen heikko likviditeetti

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/4)

Strategia vuosille 2024-2026

Rebl Group on toteuttanut viime vuosina lukuisia yritysjärjestelyjä, joiden avulla yhtiö on rakentanut uutta liiketoimintaa sekä Digitaalisissa että Näkyvyysliiketoiminnoissa. Konsernin muodonmuutokselle eräänlainen merkkipaalu oli myös perinteisen medialiiketoiminnan myynti. Tapahtumarikas liiketoiminnan tulovirtojen muokkaus on ollut välttämätöntä, sillä pienenä paikallisena toimijana medialiiketoiminnan olisi arviomme mukaan ollut haastavaa kilpailla suurempia toimijoita vastaa nykyisessä markkinaympäristössä. Samalla painotoimialan pitkän aikavälin supistuminen kulutuksen siirtyessä painetusta digitaalisiin kanaviin rokottaa toiminnan tulosedellytyksiä.

Kuluvalla strategiakaudella yhtiön tavoitteena on kiihdyttää kannattavaa kasvua olemassa olevien palveluiden avulla. Tähän yhtiö pyrkii tuottamalla asiakkailleen kokonaisvaltaisia markkinoinnin ja myynnin ratkaisuja, joiden avulla asiakkaat saavuttavat liiketoimintansa strategiset tavoitteensa ja etenkin kykenevät tehostamaan toimintaansa. Rebl Group arvioi, että median murros tulee edelleen kiihtymään ja kauppojen mediallistuminen (nk. retail media) kasvamaan. Näin ollen yhtiö uskoo, että edellisen strategiakauden aikana rakennettu palvelukyvykyys ja ymmärrys asiakaskentästä mahdollistavat nousun merkittäväksi strategiseksi kumppaniksi etenkin kaupan alan asiakkaille, mutta myös muille laaja-alaista markkinointia harjoittaville tietovaltaisilla toimialoilla toimiville tahoille.

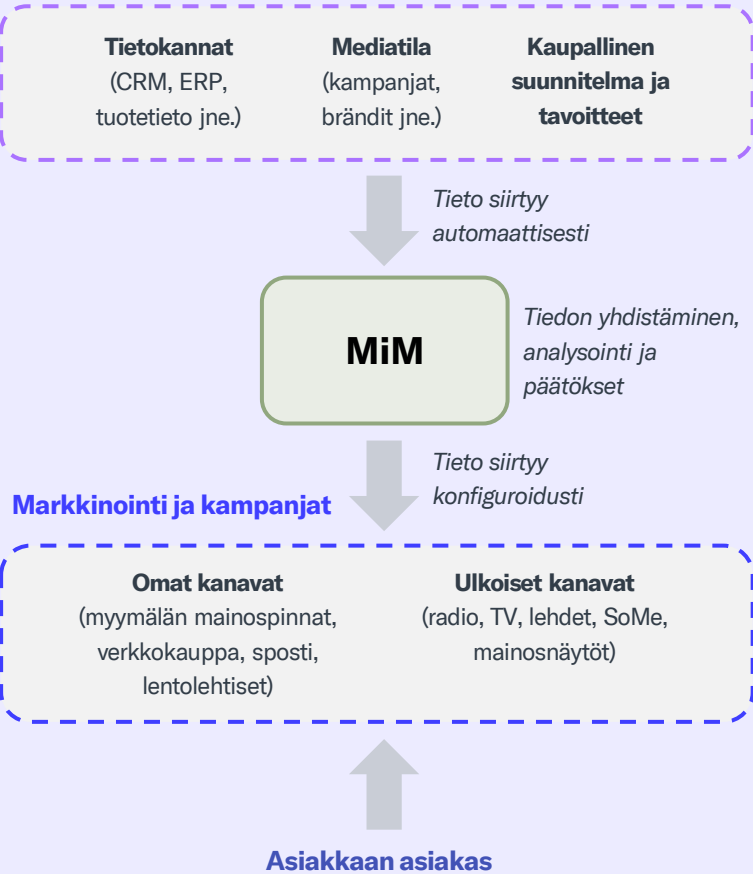
Kokonaisvaltaiset markkinoinnin ratkaisut

Yhtiön asiakkaat kärsivät tehottomuudesta manuaalisesti operoitujen markkinointialustojen ja kampanjoiden keskellä. Rebl Group on kehittänyt asiakkaidensa tehottomuus-ongelman ratkaisemiseksi palvelukokonaisuutta markkinointitiedon hallinnointijärjestelmällään (Marketing Information Management, MiM). MiM parantaa asiakkaan informaatiologistiikkaa eli se mahdollistaa keskitetyn tiedon avulla tehokkaamman markkinoinnin hallinnan mm. datan, automaation ja tekoälyn keinoin. Kääntein edessä oleva Rebl Group pyrkii muuntautumaan tuotevetoisesta valmistajasta kokonaisvaltaiseksi kumppaniksi erinäisten palveluiden keinoin, jolloin myös yhtiön ansaintamalli muuttuisi kertaluonteisista ostoista tai määräaikaisista sopimuksista kohti kuukausittain toistuvaa, kannattavampaa liikevaihtoa. Optimistilanteessa yhtiö toimisi asiakkaidensa markkinoinnin kokonaisvaltaisena kumppanina, tarjoten palveluita brändinhallintaohjelmistoista jatkuviin paino- ja näkyvyyspalveluihin. Näiden lisäksi aiemmin projekteina toteutetut toimeksiannot voitaisiin hinnoitella joko lisäarvoperusteisesti tai yhdistellä useamman projektin paketiksi, joka sitoisi asiakasta ja toisi jatkuvuutta Rebl Groupin liiketoimintaan.

MiM voi sisältää kaiken markkinointiin tarvittavan tiedon, ja sen avulla asiakasyritys kykenee hallinnoimaan markkinointiaan ja asiakkaan ostokokemusta perustuen asiakkaasta kerättyyn tietoon ja tekoälymalleihin. Tämän avulla Rebl Groupin asiakasyritys kykenee kohdistamaan markkinointiaan personoidummin esimerkiksi kohdennetuina suoramarkkinointikeinoin, ja siten saavuttaa tehokkuuden lisäksi myös myynnillisiä synergioita.

Markkinointitiedon hallintaprosessi

Asiakkaan tietojärjestelmät ja suunnitelmat



Strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/4)

Teknologian kehittyessä MiM voisi tulevaisuudessa tarjota myös personoituja myymäläkokemuksia esimerkiksi vähittäiskauppojen asiakkaille. Muina tunnistettuina toimialasegmentteinä yhtiö on nostanut esille finanssisektorin, operaattorit, kustantajat, pääomasijoittajat, teollisuus- ja brändiyhtiöt. Vähittäiskauppojen rooli kuitenkin korostuu, jonka takia yhtiö nimeääkin kaupan median (Retail Media) yhtenä strategisena kärkihankkeena.

Arvioimme Rebl Groupin olevan hyvässä asemassa kaupan mediallistumisen suhteen, sillä yhtiöllä on painamisen ansiosta suuria asiakkuuksia vähittäiskaupan alalla ja kilpailu muodostuvalla markkinalla on toistaiseksi vähäistä. Tokmannin kanssa aloitettu [yhteistyö](#) MiM-ratkaisuiden kehittämiseksi tuo yhtiölle tärkeän kansainvälisen referenssin tulevaisuuden asiakashankintaa varten.

Ansainta perustuisi lisäarvoon

Yhtiön tavoitteena on muuttaa ansaintamallinsa tuoteperusteisesta ansainnasta kokonaisvaltaisten ratkaisujen tuoman lisäarvon ansaintamalliin. Tämä arviomme mukaan jakautuu karkeasti kolmeen eri myyntiajuriin: 1) projektipalkkio, 2) kuukausittain maksettavaan, jatkuvaan lisenssipalkkioon (MRR) ja 3) lisämyyntiin (esim. lisäkampanjat). Tämä toisi jatkuvuutta yhtiön liikevaihtoon jokseenkin syklisellä toimialalla ja samalla parantaisi yhtiön kannattavuutta.

Taloudelliset tavoitteet

Liikevaihto – 140 MEUR strategiakauden lopussa ja liiketoiminnan kasvattaminen vuosittain. Edellisen kahdeksan vuoden keskimääräinen kasvu ilman

Medialiiketoiminnan vaikutusta on ollut noin 11 %, johon on vaikuttanut merkittävästi useat yritysjärjestelyt. Arviomme mukaan yritysostojen rooli on vähentymään päin, ja orgaanista kasvua hidastaa Painoliiketoiminnan kysynnän lasku. Tukea perinteisen painamisen rinnalle yhtiö pyrkii tuomaan Näkyvyys- ja Digitaalisen liiketoiminnan kasvattamisella. Liiketoiminta-alueittain yhtiön liikevaihtotavoite jakautuu:

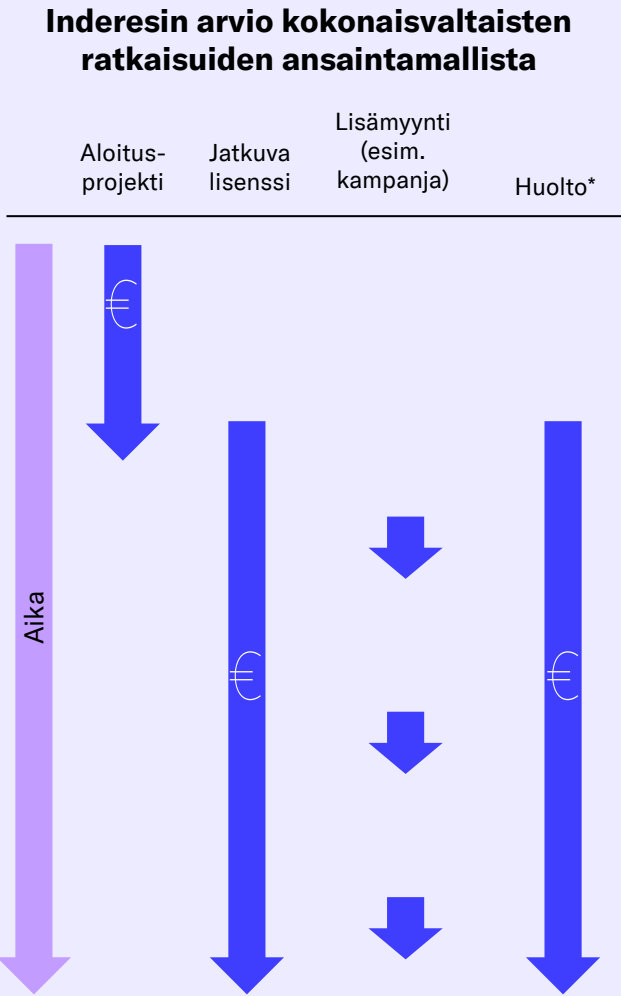
Näkyvyys: yli 20 %:n kasvu

Digitaalinen: yli 20 %:n kasvu

Paino: markkinaosuuden kasvattaminen

Nykystrategian mukaisen tavoitteen saavuttaminen vaatii kahden ensimmäisenä luetellun liiketoiminnan tavoitteiden saavuttamisen lisäksi Painoliiketoiminnan pysymistä nykytasollaan, mikä yhdistettynä kohdemarkkinan selvään laskuun vaatii mielestämme tulevaisuudessakin yrityskauppojen jatkamista sekä toimintaympäristön äkillistä parantumista. Toistaiseksi ennustamme yhtiön jäävän 2026-tavoitteestaan (2026e: 114 MEUR).

Suhteellinen kannattavuus – yli 10 %:n käyttökate-%. Historian valossa yhtiö on onnistunut saavuttamaan noin 9 %:n käyttökatemarginaalin edellisten kahdeksan vuoden aikana. Nykyliiketoiminnalla tavoite ei ole kuitenkaan historiaan nähden vertailukelpoinen, sillä hyvän kannattavuustason omannut Medialiiketoiminta divestoitui 2024 alussa. Liiketoiminnoittain yhtiö tavoittelee käyttökate-%:n suhteen seuraavaa (jatkuu seuraavalla sivulla):



Lähde: Inderes
* Huolto, mikäli toimitus sisältää fyysisiä laitteita

Strategia ja taloudelliset tavoitteet (3/4)

Näkyvyys: yli 15 %

Digitaalinen: yli 15 %

Paino: yli 7 %

Etenkin Digitaalisen liiketoiminnan yli 15 %:n käyttökate tavoite kuulostaa kunnianhimoiselta verrattuna muiden toimialalla toimivien yhtiöiden tasoihin (~8-10 % Inderes 2025-26e). Näemme Näkyvyysliiketoiminnalle asetetun tavoitteen realistisena, sillä yhtiö on antanut sen tasoisesta kannattavuudesta jo näyttöjä (2022 ja 23 EBITDA-% 13 ja 15 %). Painoliiketoiminnan tavoite on sinällään perusteltu, sillä se on linjassa toimialan historiallisen keskiarvon kanssa (7 %), mutta tämän saavuttamisen ongelmaksi saattaa koitua alati supistuva markkina ja käyttöasteiden hallinta.

Vuoden 2026 ennusteemme on 6 %:ssa, mikä on tuntuvasti tavoitellun tason alapuolella ja kuvastaa sen kunnianhimoisuutta. Toisaalta kannattavuustavoite linkittyy vahvasti Näkyvyys- ja Digitaalisen liiketoiminnan kasvuun sekä niiden kannattavuuspotentiaalin lunastamiseen, mutta samaan aikaan se on riippuvainen Painoliiketoiminnan markkinaosuuden valtaamisesta ja käyttöasteiden paranemisesta. Nykyinen heikko toimintaympäristö asettaa lisähaasteen kannattavuustavoitteen saavuttamiselle.

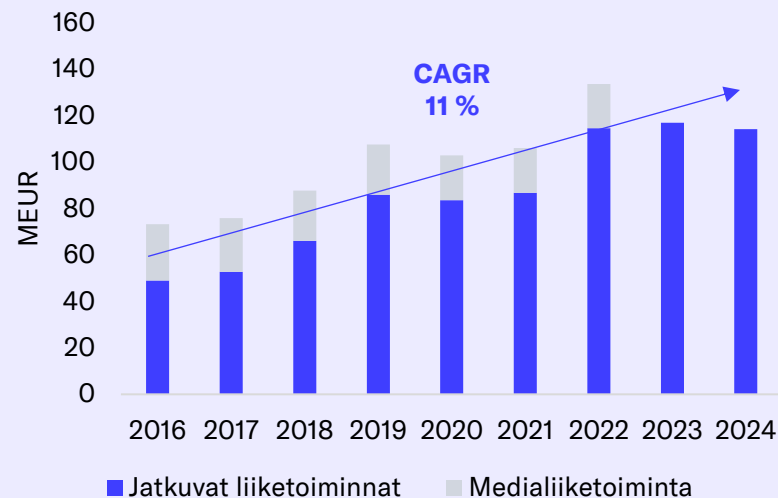
Vakavaraisuus – omavaraisuusaste > 35 % ja nettovelka/käyttökate strategiajakson lopussa alle 3x. Uuden strategian mukaiset taserakenteen tavoitteet ovat mielestämme perusteltuja huomioiden vielä alhainen

tuloksentekokyky sekä kasvuinvestointien tarve. Tavoitteita laskettiin aiemman strategian mukaisiin tasoihin nähden (omavaraisuus > 40 % ja nettovelka/käyttökate alle 2,5x), mikä sinällään on ristiriidassa yleisen korkotason nousun kanssa (velan hinta noussut).

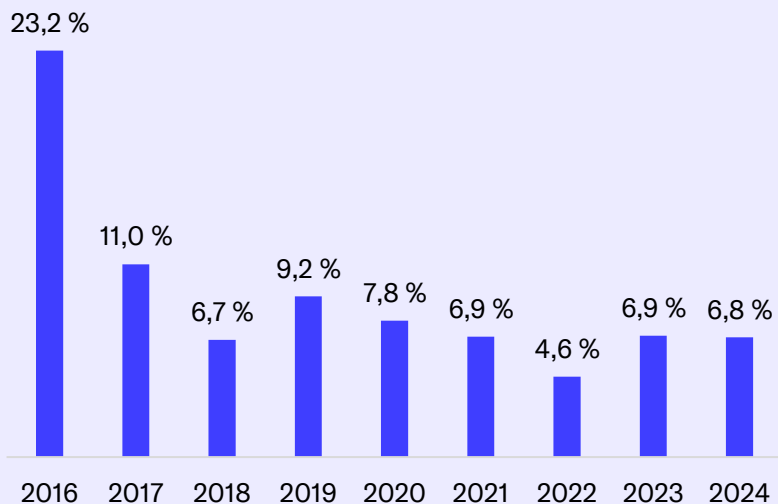
Yhtiön omavaraisuusaste kävi tavoitetason alapuolella vuosien 2022 ja 23 aikana, kun taas menneen tilikauden jälkeen se kipusi noin 40 %:iin nousseen oman pääoman (Medialiiketoiminnan myyntivoitto) ja tehostuneen taseen ansiosta. Yhtiön arvopaperisalkun huomioivan korollisen nettovelan suhde viimeisen 12 kk:n käyttökatteeseen on laskelmiemme mukaan yli 5x, mikä ylittää reippaasti tavoitetason sekä rahoittajien asettamat kovenanttiehdot. Taso on myös absoluuttisesti korkea, mikä kasvattaa yhtiön riskitasoa.

Huomioitavaa on kuitenkin, että tämän hetkisillä kurssitasoilla arvopaperisalkusta (~10 MEUR) karkeasti 85 % muodostuu omistuksesta mediayhtiö Ilkassa. Tätä omistusta ei mielestämme voi pitää pörssin suurimpien yhtiöiden osakkeiden kaltaisena likvidinä omaisuuseränä vähäisen vaihtovolyymin takia. Siten arvopaperisalkku ei ole mielestämme kassavaroihin verrannollinen likvidi omaisuuserä. Näkemyksemme mukaan yhtiön velkaantuneisuus onkin turhan korkealla tasolla tulos- ja kassavirtatasoon suhteutettuna. Tilanteen selvittäminen edellyttää tulosparannusta, jota ilman yhtiö saattaa tarvita lisärahoitusta.

Liikevaihdon kehitys



Käyttökate-%



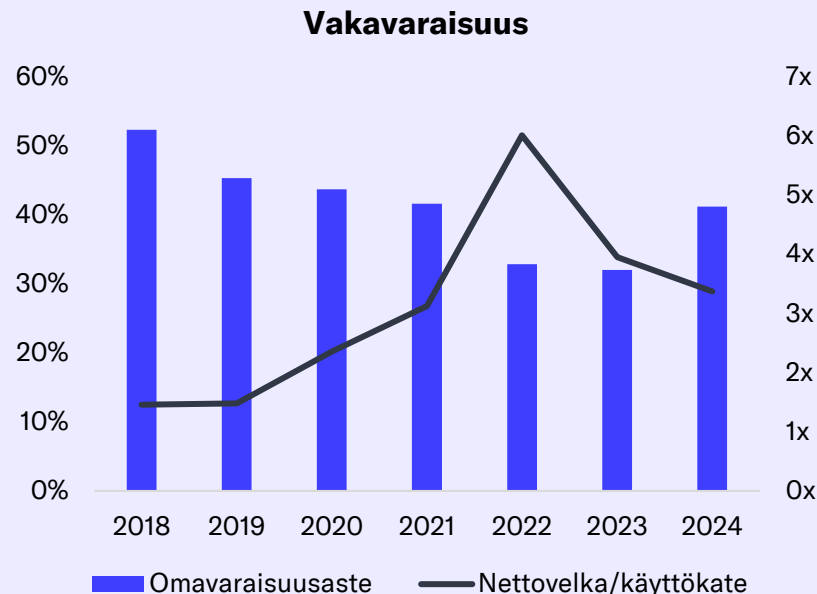
Strategia ja taloudelliset tavoitteet (4/4)

Vastuullisuus – hiilijalanjäljen pienentäminen 21 %:lla. Edellä mainittujen lisäksi yhtiö pyrkii pienentämään hiilijalanjälkeänsä 21 %:lla 2026 päätteeksi (vs. 2022 taso). Tähän yhtiö tähtää vähentämällä koko arvoketjun ympäristövaikutuksia, lisäämällä omia panostuksia ekologisuuteen ja luomalla kaupallistettavia liiketoiminamalleja vastuullisuuden ympärille. Näin ollen tavoitteen saavuttamisella saattaa olla myös suoria sekä epäsuoria taloudellista kehitystä edistäviä vaikutuksia.

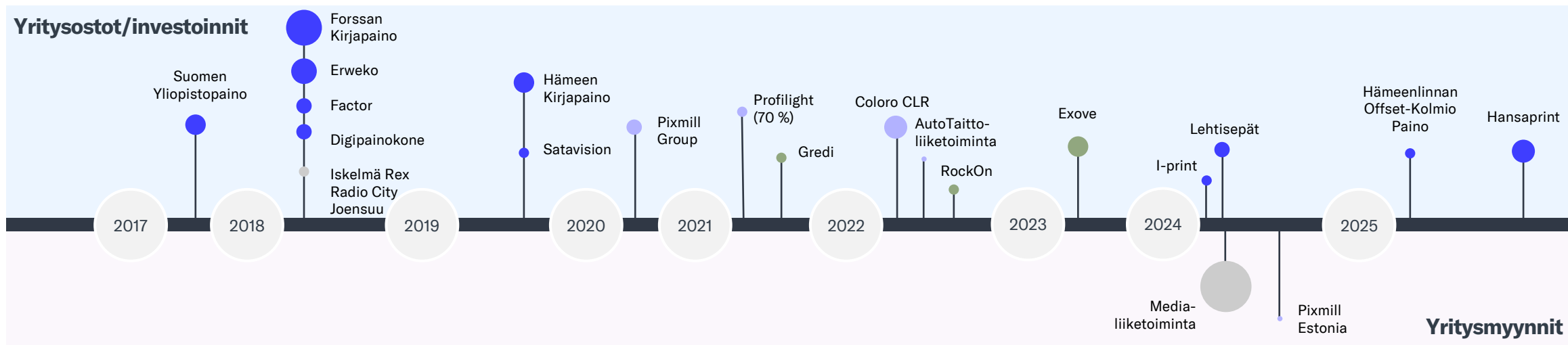
Yhteenveto

Painoliiketoiminnan kohdemarkkinan ylikapasiteetti ja toisaalta rakenteellinen supistuminen huomioiden, arvioimme, että toimialan pääoman tuottokyky on rakenteellisesti heikko. Konsernin ja etenkin painotoimialan murrokseen vastatakseen yhtiö on tehnyt viime vuosina useita yritysostoja digitaalisissa ja näkyvyyspalveluissa. Strategian onnistuessa näiden palveluiden kasvu tukee myös painopalveluiden kasvua, mutta ainakin toistaiseksi niiden pienen suhteellisen osuuden takia konsernin taloudellista kehitystä on ohjannut tiettyjen painopalveluiden supistuva kehitys. Näin ollen konsernin taloudellisen kehityksen kääntäminen edellyttää Digitaalisten ja Näkyvyyspalveluiden kannattavaa kasvua, painopalveluiden tehostamista ja hallittua kapasiteetin supistamista oletettavaa markkinan supistumista mukaillen. Kokonaisvaltaisten markkinoinnin ratkaisujen myynnissä onnistuminen ja markkina-aseman vakiinnuttaminen MiM-palveluissa saattaa tarjota yhtiölle merkittäviäkin kasvumahdollisuuksia. Yhtenä tulevaisuuden arvonluontia mahdollistavana ja pääoman tuottoa parantavana vaihtoehtona näemme Painoliiketoiminnan myynnin.

Näemme tämän kuitenkin melko epätodennäköisenä, sillä mahdollisen ostajakandidaatin löytäminen on arvioimme mukaan haastavaa.



Rebl Groupin merkittävimmät yrityskaupat 2017-2025



● Painoliiketoiminta

● Näkyvyysliiketoiminta

● Digitaalinen liiketoiminta

● Medialiiketoiminta (divestoitu)

Toimialakatsaus (1/3)

Painomarkkinoiden murros jatkuu

Painomarkkinat ovat olleet murroksessa pitkään, mitä heijastellen toimialan liikevaihto on laskenut. Tilastokeskuksen viimeisimmän tiedon mukaan huippuvuodesta 2007 reilut 35 %. Tämä vastaa keskimäärin noin 4 %:n vuotuista laskua. Samansuuntaisen kehityksen odotetaan myös jatkuvan, sillä murrosta ajaa digitalisaatio ja perinteisen median kysynnän muutos.

Perinteisille painomarkkinoille on syntynyt murroksen myötä merkittävää ylikapasiteettia, mikä on kiristänyt toimialan kilpailutilannetta ja heikentänyt alan kannattavuutta. Painojen kokonaisvolyymit ovat laskussa, koska perinteinen offset-painaminen vähenee jatkuvasti ja Suomen painoteollisuuden kilpailukyky vientimarkkinoilla on heikentynyt. Samaan aikaan pienempiin tuotantoeriin ja uudempaan painoteknologiaan perustuva ns. digitaalinen painaminen kuitenkin kasvaa. Digitaalinen painaminen ei kuitenkaan tule syrjäyttämään perinteistä painamista kokonaan, mutta se lähenee kustannustehokkuudessa perinteistä offset-painamista. Ulkomaan tuonnin vähentymisen myötä on kilpailutilanteessa nähtävissä pientä helpottumista, mutta markkinoilla riittää edelleen ylikapasiteettia.

Konsolidaatio vauhdittunut, mutta on yhä kesken

Suomessa painotoimiala on käynyt viime vuosina läpi konsolidaatiota, jossa pääomasijoitusyhtiön omistamalla Granolla ja Rebl Groupilla on ollut merkittävä rooli. Alan konsolidaation arvioidaan edelleen jatkuvan ja toimijoiden määrän laskevan, sillä useat alan yhtiöt kärsivät kannattavuusongelmista. Käsityksemme mukaan Granolla ei ole enää tarkoitus jatkaa yritysostoja, jolloin konsolidointi jäisi isossa kuvassa Rebl Groupin harteille. Johtavassa

asemassa olevien painotoimialan yhtiöiden kannalta positiivista on se, että markkinoille tulon kynnyks on samalla noussut, kun digipainamisen uudet tuotantovälineet vaativat merkittäviä investointeja ja mittakaavaetujen merkitys myös suurivolyyymisessä painamisessa korostuu. Vaikuttaa siltä, että lopulta alalle jää selvästi pienempi joukko suuria yhtiöitä.

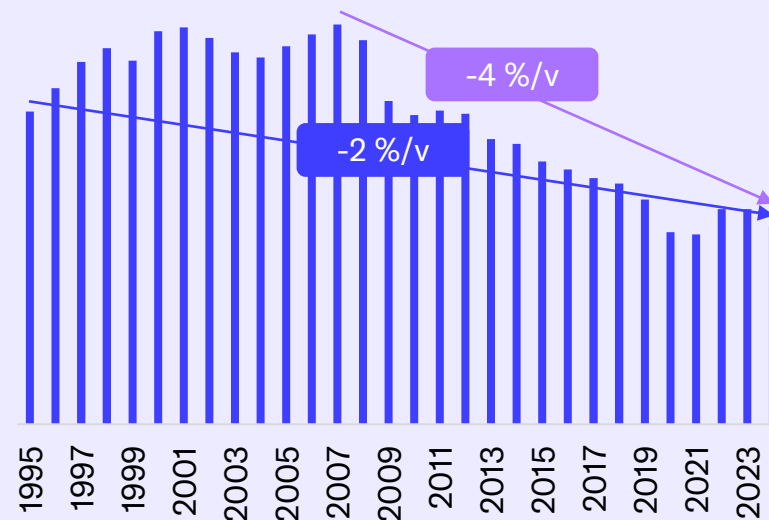
Rebl Group on toimialan suurimpia

Painotoimialan kilpailukenttä on muuttunut viime vuosina merkittävästi, kun Grano ja Rebl ovat kasvaneet toimialan suurimmiksi pelaajiksi ja useat keski-suuret ja pienet yhtiöt ovat ajautuneet konkurssiin. Arviomme mukaan alan suurimpia toimijoita ovat Rebl Group (2024: 114 MEUR) ja Grano (2024: ~100 MEUR). Muita painopalveluita tarjoavia yhtiöitä ovat mm. keski-suuret Edita Prima ja Lehtisepät (Keski-suomalainen).

Vuonna 2023 Tilastokeskuksen tietojen mukaan toimialan ”Painaminen ja tallenteiden jäljentäminen” kokoluokka oli noin 990 MEUR. Tähän suhteutettuna suurimmatkaan toimijat eivät muodosta merkittävää osaa toimialasta, mikä kuvastaa sen pirstaloituneisuutta. Koronapandemia heijastui negatiivisesti alan toimijoiden liikevaihtoon ja tätä kautta myös jo ennestään matalaan kannattavuuteen. Tämän taustalla on liiketoiminnan volyymikriittisyys, minkä takia toimijoiden on myös vaikea sopeutua laskevaan kysyntään.

Koronapandemian vaikutukset arviomme mukaan vauhdittivat pienempien toimijoiden pudotuspeliä ja kiihdyttivät markkinoiden konsolidaatiota, mutta tästä huolimatta ala kärsii edelleen ylikapasiteetista, minkä takia kannattavan liiketoiminnan edellytykset ovat haastavat ilman tarjonnan selvää supistumista.

Painamisen liikevaihdon indeksoitu kehitys Suomessa



Toimialakatsaus (2/3)

Näkyvyysratkaisuiden markkina hyvin pirstaloitunut

Näkyvyysratkaisujen markkina on hyvin pirstaloitunut ja toimialalta löytyy pelureita muutaman kymmenen miljoonan liikevaihdosta satojen tuhansien eurojen liiketoimintoihin. Toimijoista Rebl Groupin rinnalla suurimpaan luokkaan kuuluu perinteisessä painamisessa toimiva Grano. Muutoin pienemmät toimijat keskittyvät yksittäisiin ratkaisuihin, kuten mainosnäyttöihin, banderolleihin, teippausratkaisuihin tai muihin yritysten näkyvyyttä edistäviin palveluihin.

Rebl Group on arviomme mukaan kullakin ratkaisusegmentillään kolmen suurimman joukossa ja yhtiönä markkinan toiseksi suurin peluri Granon jälkeen. Markkinan pirstaloituneen luonteen perusteella olisi näkyvyysratkaisuissa epäorgaanisia kasvumahdollisuuksia merkittävästikin, mutta Rebl Groupin haastava rahoitusasema asettaa rajoitteita mahdollisille yritysostoille lähitulevaisuudessa. Tilanne saattaisi johtaa taserakenteeltaan terveempien pienempien yhtiöiden eduksi, sillä myös Granon tilanne on kannattavuuden (ja lievästi myös taseen) näkökulmasta haasteellinen.

Kaupan media käsitteenä

Retail Media eli kaupan media on vähittäiskauppojen myyntikanavien sisällä tai sen asiakkaille kaupan ulkopuolella tapahtuvaa mainontaa ja markkinointia. Tehokkuudeltaan keskinkertaisen suoramarkkinoinnin vastapainoksi kaupan alan toimijat pyrkivät siirtämään markkinointiaan niihin kanaviin, joissa niiden asiakkaat asioivat ja tekevät ostopäätöksiä (esim. myymälät ja

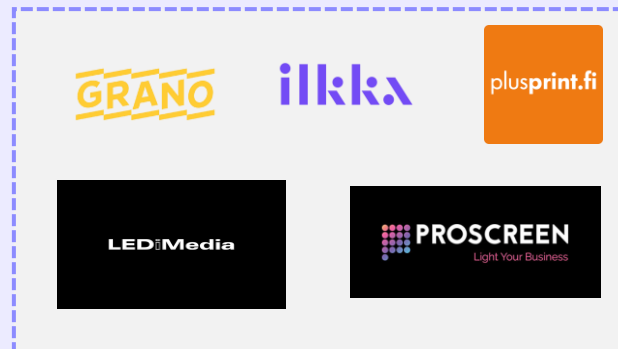
kauppakeskukset). Näiden lisäksi laajan asiakastransaktioihin pohjautuvan tietopankin omaavat kaupanalan yritykset (esim. Kesko, Verkkokauppa.com) myyvät alustansa asiakastietoja esimerkiksi tavarantoimittajilleen.

Markkina vasta muodostumassa

Tällä hetkellä asiakasyritykset kamppailevat markkinoinnin tehokkuusongelmien kanssa, joiden selättämiseksi Rebl Groupin MiM-ratkaisu pyrkii tarjoamaan eväät. Oleellinen riski Rebl Groupin kannalta on ratkaisun todellinen tarve tai asiakkaiden ostohalukkuus, sillä jotkin kaupanalan toimijoista saattavat pyrkiä ratkaisemaan ongelman itse, joskin se vaatii käsityksemme mukaan investointeja mm. ohjelmistokehittämiseen. Arviomme mukaan Kesko ja S-ryhmä ovat Suomessa ainoita toimijoita, joiden resurssit voisivat riittää tällaiseen, mutta nekin saattavat etsiä ulkopuolista kumppania keskittyäkseen ydinliiketoimintaansa. Vähittäiskauppojen lisäksi muutkin laaja-alaisesti mainostavat yritykset ovat olleet kiinnostuneita MiM-ratkaisuista, joten toimiala ei rajoitu pelkästään kauppaan.

Tietolähteestä riippuen kaupan median kohdemarkkina kasvaa maailmalla noin 20 %:n vuositahtia*. Tämä on linjassa Rebl Groupin oman arvion (25 %) kanssa. Itse Rebl Groupin kohdemarkkinan koon arviointi on tässä vaiheessa haastavaa, sillä toimijat tekevät mainontaa joko itse tai pilottihankkeiden keinoin. Tässä mielessä markkina on vasta muodostumassa.

Valikoituja näkyvyystoimialan kilpailijoita



Toimialakatsaus (3/3)

Liiketoiminta on molemmille osapuolille hyvin kannattavaa

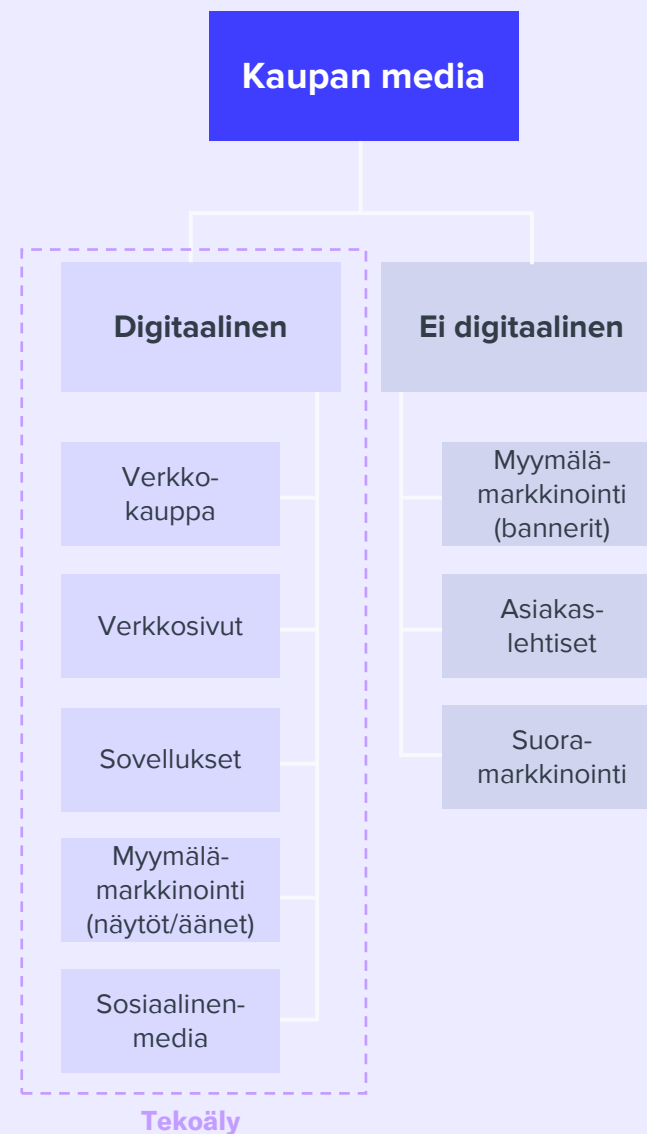
Kaupat ovat integroineet myyntikanaviensa yhteyteen mainoskanavia, joita ne myyvät kolmansille osapuolille, kuten tavarantoimittajilleen. Kyseinen malli resonoi molempia median osapuolia, sillä tavarantoimittaja saa näkyvyyttä siellä missä loppuasiakkaat eniten asioivat, ja itse kauppa saa liiketoiminnasta hyvin houkuttelevia katteita. Markkinalähteiden mukaan ylösajettu kaupan media - liiketoiminta voi tuottaa yli 50 %:n liikevoittomarginaaleja*. Tämän mahdollistajana toimii hyvin resurssitehokas operointi, sillä mainostaminen ei sido suunnittelun jälkeen käytännössä työvoimaa.

Liiketoiminta on arviomme mukaan myös Rebl Groupin kaltaiselle alihankkijalle kannattavaa ylösajovaiheen jälkeen. Aloitusprojektin kannattavuus lienee liikevoittotasolla 10 %:n alapuolella, mutta jatkuvan liikevaihdon kasvun myötä MiM-ratkaisujen kannattavuudet liikkuvat arviomme mukaan 10-20 %:n tienoilla.

Kilpailukenttä vasta muodostumassa

Tietyt digikehittäjät (esim. Solteq) ja esimerkiksi Grano tarjoavat tuote-/aineistohallinnan palveluita, joka käsityksemme mukaan sivuaa Rebl Groupin MiM-ratkaisua. Tietyt toimijat ovat myös luoneet omia ratkaisuja joko sisäisten resurssien tai digikehittäjien avulla. Tämän myötä yhtiö ei ole toimialan ainoa toimija, mutta käsityksemme mukaan sen asema vähittäiskaupassa on muita toimijoita vahvempi konsernin muiden liiketoimintojen kautta

saavutettujen asiakkuuksien myötä.



* [Boston Consulting Group](#), [McKinsey](#), [Bain & Company](#)

Taloudellinen tilanne

Tase koostuu pitkälti painamiseen liittyvästä kiinteästä omaisuudesta ja likvideistä varoista

Rebl Groupin taseen loppusumma oli 2024 lopussa 104 MEUR. Tase ei sisällä yritysostoista huolimatta merkittävästi liikearvoa tai aineetonta omaisuutta (~20 MEUR, 17 % taseesta), sillä tehtyjen yritysostojen arvostus on ollut matala, mikä on heijastellut etenkin painotoimialan matalia kannattavuuksia ja markkinanäkymää.

Aineellista omaisuutta (sis. käyttöoikeusomaisuuden erät) konsernilla oli 2024 lopussa 42 MEUR, eli noin 40 % taseesta. Valtaosa aineellisesta omaisuudesta liittyy painamisen koneisiin ja laitteisiin sekä konsernin tuotanto- ja toimitiloihin. Lisäksi taseessa oli markkina-arvoltaan noin 10 MEUR:n arvopaperisalkku ja 4 MEUR:n rahavarat, jotka yhdessä muodostivat yhdessä noin 13 % taseen loppusummasta.

Yhtiön nettokäyttöpääoma on ollut historiassa matalalla tasolla (2017-2019 ka. 3,8 % liikevaihdosta), joskin tämän jälkeen osto- ja siirtovelkojen laskevan trendin myötä se on asettunut reiluun 10 %:iin (2020-24 ka. 14 % liikevaihdosta). Medialiiketoiminnan myynnin myötä yhtiön liiketoiminta tulee sitomaan käyttöpääomaan aiempaa enemmän, sillä media on käyttöpääomatehokasta tilaustuottojen ansiosta.

Konsernin osakkeenomistajille kuuluva oma pääoma oli 2024 lopussa 42 MEUR. Korollista rahoitusvelkaa yhtiöllä oli vastaavasti 38 MEUR ja leasingvelkaa 3 MEUR. Siten nettovelkaa oli noin 27 MEUR, kun arvopaperit huomioidaan likvideinä rahoitusvaroina.

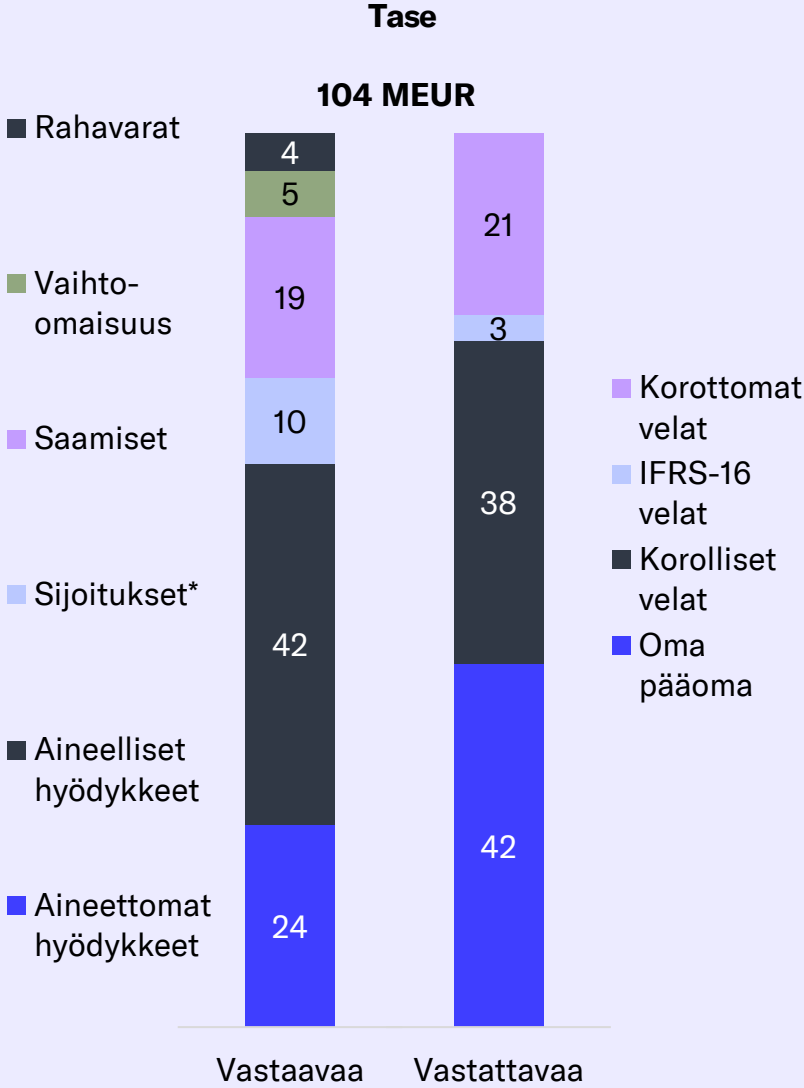
Pidämme konsernin tase-eriä pääosin kurantteina, sillä yhtiön arvopaperiomistukset on arvotettu niiden markkina-

arvoon, yritysostoista taseeseen on tullut pääosin käyttökelpoista laitekantaa ja liiketoiminnan kassavirta on operatiivista tulosta vahvempi. On kuitenkin huomioitava, että Painoliiketoiminnan supistuva markkina painaa liiketoiminnan kysyntää, mikä taas painaa kannattavuutta sen volyymikriittisyydestä johtuen. Siten Painoliiketoiminnan omaisuuserien tasearvoihin kohdistuu jossain määrin epävarmuutta ja alaskirjausriskejä etenkin keskipitkällä ja pitkällä tähtäimellä. Emme odota näiden olevan yhtiön taseen kokoluokassa erityisen suuria. On kuitenkin huomioitava, että näkyvyys laitekantaan on heikko, mikä tekee niiden tasearvojen arvioinnista myös haastavaa.

Kassavirta on heilunut huomattavasti

Rebl Groupin vapaa kassavirta (liiketoiminnan rahavirta vähennettynä orgaanisilla investoinneilla ja vuokramaksuilla) on vaihdellut vuosien 2016-2024 aikana voimakkaasti yhtiön operatiivisen kehityksen heikentymisen ja investointien myötä. Vapaa kassavirta on ollut -4 %:n ja +12 %:n välillä suhteessa liikevaihtoon (2024: 3 %).

Yhtiön normaali investointitarve käyttöomaisuuteen on arviomme mukaan noin 3-4 MEUR, mikä sisältää myös IFRS16 vastuut. Viimeaikaiset investoinnit ml. yritysostot ovat painaneet vapaan rahavirran useana vuonna negatiiviseksi. Tämä yhdessä nykyisen rahoitus- ja taseaseman kanssa osoittaa, että vuosien 2017-21 tapaisen voitonjaon taso edellyttää rahavirran vahvistumista tulevaisuudessa, sillä nykyinen taseasema ei arviomme mukaan mahdollista voitonjakoa taseesta ilman, että arvopaperisalkkua likvidoidaan. Tästä syystä Rebl Group ei ole jakanut osinkoa viimeiseltä kolmelta tilikaudelta.



Lähde: Rebl Group, Inderes
* Sis. käypään arvoon kirjattava arvopaperisalkku, kiinteistöt ja muita sijoituksia

Ennusteet (1/3)

Ennustemallin lähtökohdat

Mallinamme Rebl Groupin liikevaihdon kehitystä kolmen raportoitavan segmentin kautta, jotka ovat Painoliiketoiminta, Näkyvyysliiketoiminta ja Digitaalinen liiketoiminta. Vastaavasti kannattavuuden kehitystä mallinamme segmenttien kuluennusteiden kautta. Arvopaperisalkun tuotot ovat muodostaneet ajoittain merkittävän osan Rebl Groupin tuloksesta, mutta emme ennusta arvopaperisalkun arvonmuutoksia. Nettorahoituskustannuksia kuitenkin pienentää arvopaperisalkun ennustettu osinkovirta, joka sisältyy ennusteisiimme.

Ennusteemme säilyivät raportin yhteydessä ennallaan.

Vuosi 2025: Yritystojen tukemaa lievää kasvua

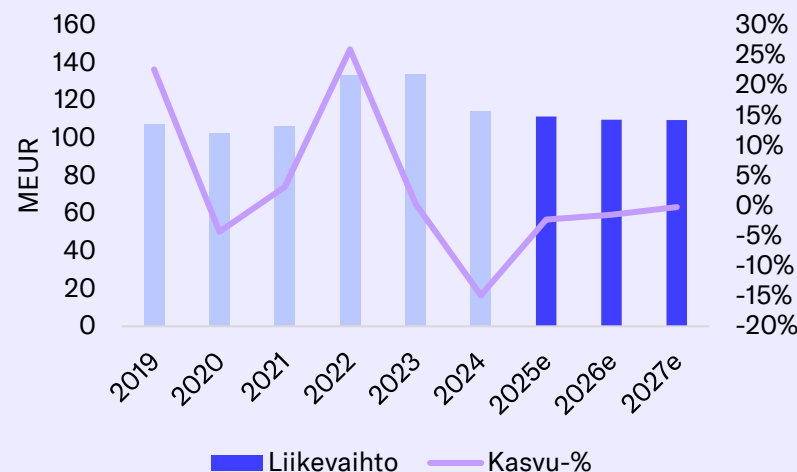
Rebl Group ohjeistaa sen vuoden 2025 liikevaihdon olevan vertailukauden tasolla (2024: 114 MEUR) ja liikevoiton heikkenevän vertailukaudesta (2024: -1,2 MEUR).

Koko vuodelta odotamme liikevaihdon osalta Painoliiketoiminnassa laskua, minkä taustalla ovat alati laskevat perinteisen painamisen volyymit, heikko talousympäristö sekä divestoinnit. Vastaavasti kehitystä tukee ostettu Hansaprintin liiketoiminta (sekä muut pienet hankinnat), mikä näkyy selvemmin vasta H2:lla. Näkyvyysliiketoiminnan liikevaihdon odotamme kasvavan noin 15 %:lla. Näemme näkyvyysratkaisuilla olevan hyvä kasvupotentiaali yritysten panostaessa brändinäkyvyyksiinsä entistä laajempialaisemmin (mm. digi- ja myymälämarkkinointi), joskin arvioimme heikon talousympäristön jarruttavan liiketoiminnan kehitystä myös

kuluvana vuonna. Arvioimme Hansaprintin tukevan Näkyvyysliiketoimintaa reilun 2 MEUR:n edestä vuonna 2025. Digitaalisen liiketoiminnan edellytykset kasvulle ovat MiM-ratkaisujen ylösajon varassa, sillä IT-palvelumarkkina on ollut historiallisen haastava, eikä merkittäviä parantumisen merkkejä ole nähtävillä lyhyellä aikavälillä. Kokonaisuudessaan ennustamme Digitaalisen liiketoiminnan liikevaihdon laskevan 4 % vertailukaudesta, joka sisältää oletuksen kahdesta uudesta MiM-asiakkuudesta (sis. Tokmanni). Kokonaisuudessaan ennustamme Rebl Groupin liikevaihdon olevan 111 MEUR, mikä on nähdäksemme linjassa annetun ohjeistuksen kanssa.

Liikevoiton osalta odotamme Painoliiketoiminnan tuloksen laskevan vertailukaudesta. Tätä selittää liiketoiminnan volyymiriippuvaisuus ja lyhyellä jännteellä kiinteä kustannusrakenne, sillä Hansaprintin vaikutus kuluvan tilikauden tulokseen on arvioimme mukaan hyvin vähäinen. Voimakkaampaa laskua puolestaan rajaa muutosneuvottelut. Huomioitavaa on kuitenkin, että viime vuosien yritysostot ovat kohottaneet etenkin Painoliiketoiminnan poistoja, minkä takia liikevoittotaso antaa alla olevista kannattavuustasoista jossain määrin liian pessimistisen kuvan. Vastaavasti Näkyvyysliiketoiminnan kannattavuuden odotamme parantuvan loppuvuoden hyvän liikevaihdon kehityksen ja muutosneuvotteluiden avulla. Ennakoimme Digitaalisen liiketoiminnan kohenevan tehostuneen kulurakenteen sekä heikkojen vastalukujen kautta. Kokonaisuudessaan ennustamme konsernin oik. liikevoiton jäävän kuitenkin noin kolmen miljoonan euron verran pakkaselle. Tämä nähdäksemme täyttää ohjeistuksen.

Jatkuvien liiketoimintojen liikevaihdon kehitys



Ennusteet (2/3)

Muutoin tuloskehitystä tukee vertailukautta pienemmät rahoituskustannukset, jossa pääajurina toimii arvopaperisalkun positiivinen, ei-kassavirtavaikutteinen käyvän arvon muutos. Ennustamme oikaistun osakekohtaisen tuloksen asettuvan -0,29 euroon. Keskeinen lyhyen tähtäimen ennusteriski liittyy kysyntäympäristön epävarmuuteen, sillä ennusteemme sisältävät oletuksen H2:lla kohentuvasta kysyntätilanteesta etenkin Näkyvyysliiketoiminnassa.

Vuodet 2026-27: Selvä tulosparannus

Keskipitkän aikavälin ennusteemme jäävät toistaiseksi selvästi yhtiön tavoitteleman 140 MEUR:n (2026) liikevaihdon alapuolelle. Ennustamme Reblin liikevaihdon pysyvän tasaisena 110 MEUR:ssa seuraavan kahden vuoden ajan. Positiivisella puolella vaikuttaa epäorgaaninen kasvu sekä talousympäristön koheneminen, mutta painotuotteiden kysynnän lasku syö arviomme mukaan tämän parannuksen pitkälti pois. Oletamme yhtiön myös onnistuvan MiM-ratkaisujen myynnissä, jolloin kyseisen liiketoiminnan piirissä olisi 3-5 erikokoista asiakasta vuoden 2027 päätteeksi.

Odotamme käyttökateen paranevan vuoden 2025 vaisulta tasolta noin 7 MEUR:n tuntumaan vuonna 2026 ja paranevan siitä vain marginaalisesti vuotena 2027. Konsernin keskipitkän aikavälin kohtuu tasainen ennustettu käyttökatekehitys perustuu Painoliiketoiminnan volyymilaskun myötä heikentyvään käyttöasteeseen, mutta myös kasvavien liiketoimintojen skaalautuvaan kulurakenteeseen. Pääasiallinen konsernitason liikevoittoa kasvattava tekijä on siten yritysjärjestelyihin liittyneiden

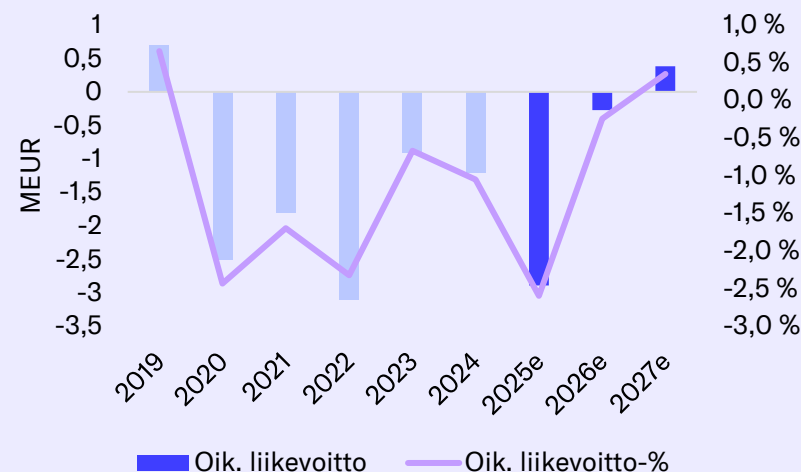
poistojen pienentyminen. Ennustamme konsernin vuosien 2025 ja 26 liikevoiton asettuvan -0,3 ja 0,4 MEUR:oon. Tämä ei kuitenkaan arviomme mukaan riitä kääntämään nettotulosta positiiviseksi suuren velkataakan takia.

Pitkän aikavälin ennusteet

Vaikka ennustammekin Näkyvyysliiketoiminnan ja Digitaalisen liiketoiminnan kysynnän paranevan ja liikevaihdon kasvavan, supistuva Painoliiketoiminnan volyymitaso pitää konsernin pitkän aikavälin liikevaihdon laskussa aina 2030 alkupuolelle saakka. Tämä pohjaa oletukseen perinteisen painamisen rakenteellisen kysynnän supistumisen maltillistumisesta sekä kasvavien painomenetelmien osuuden kasvusta. Siten konsernin myynnin jakauman tulisi ajan myötä kääntyä positiiviseksi, jolloin kasvavien liiketoimintojen kehitys hautaa taantuvan perinteisen painamisen laskun alleen. On myös mahdollista, että perinteinen painaminen tasaantuu jollakin aikavälillä tai yhtiö divestoi osan tästä liiketoiminnasta, mutta tämän ennustaminen on käytännössä mahdotonta, sillä tällä hetkellä useat trendit toimivat etenkin tasaantuvaa kehitystä vastaan. Myynnin jakauman tervehtymisen kautta oletamme liikevaihdon kasvun olevan terminaalijaksossa 1 %.

Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä keskeiset tuloskehityksen ajurit ovat Painoliiketoiminnan käyttöasteiden parantuminen sekä Näkyvyysliiketoiminnan ja Digitaalisen liiketoiminnan kasvun myötä parantuvat tehokkuudet. Näihin vaikuttaa oleellisesti yhtiön kokonaisvaltaisten ratkaisuiden myynnin onnistuminen niin vähittäiskauppakentässä kuin muilla toimialoilla.

Jatkuvien liiketoimintojen liikevoiton kehitys



Ennusteet (3/3)

Samalla odotamme liikevoitto-%:n nousevan laskevien poistojen ja hiljalleen parantuvan tehokkuuden myötä 3-5 %:iin.

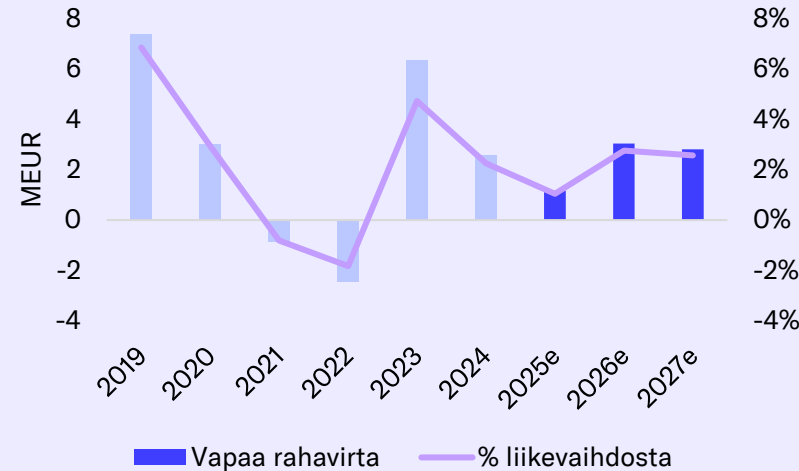
Painomarkkinan tasapainon ja siten liikevaihdon ja -tuloksen vakautumiseen liittyvät ennusteriskit ovat suuret, minkä takia pitkän aikavälin ennusteisiin liittyy mielestämme epävarmuutta.

Kassavirta ja tase

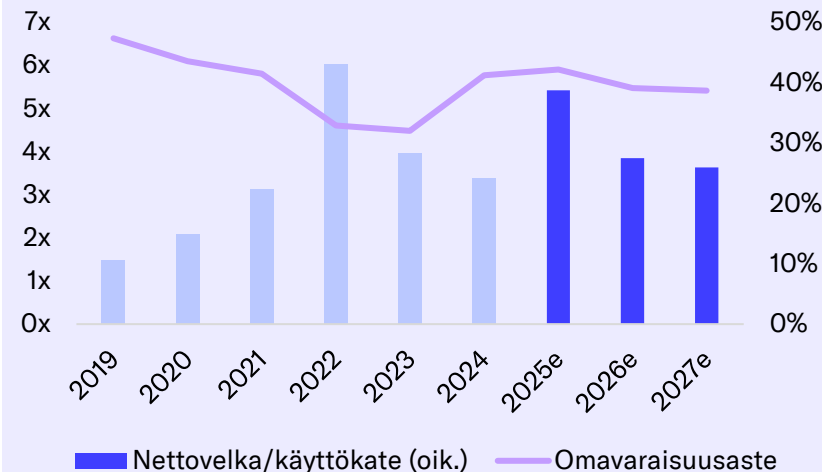
Näkemyksemme mukaan Rebl Groupin potentiaalinen vapaan kassavirran taso sijaitsee keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä 3-4 MEUR:n välillä. Taso on riippuvainen odottamastamme tulosparannuksesta, jota ilman myös vapaa rahavirta jäänee vaisuksi.

Kohentuvan rahavirran ja toipuvan tulostason myötä ennustamme konsernin taseaseman parantuvan ajan myötä. Nettovelan ja käyttökateen (sis. arvopaperisalkku) suhde laskee vuoteen 2030 mennessä noin 3x tasolle. Tämä on siedettävä taso verrattuna nykyiseen korkeaan velkaantuneisuuteen (12kk 5,5x ja 2025e 5,4x). Omavaraisuusasteen ennakoimme kohentuvan noin 40 %:n tasolta vuoden 2030 noin 50 %:n tasolle yllä mainittujen tekijöiden johdosta.

Vapaa rahavirta



Taseen tunnusluvut



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	134	27,6	31,0	25,0	30,5	114	25,1	27,0	26,9	32,3	111	110	109	108
Painoliiketoiminta	86,3	20,3	22,6	18,3	22,4	83,6	17,9	19,0	18,8	22,7	78,4	73,0	69,3	65,9
Näkyvyysliiketoiminta	21,6	4,7	5,8	4,5	5,7	20,7	4,9	5,7	5,9	7,1	23,6	26,5	28,9	30,4
Digitaalinen liiketoiminta	8,4	2,6	2,4	2,1	2,4	9,5	2,3	2,3	2,1	2,5	9,2	9,9	10,9	11,8
Medialiiketoiminta	17,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	9,1	0,4	12,5	1,9	3,0	17,7	-0,2	0,9	1,3	3,1	5,0	6,7	6,8	7,1
Poistot ja arvonalennukset	-9,4	-2,3	-2,3	-2,1	-2,3	-9,0	-2,2	-2,1	-2,2	-2,2	-8,6	-7,0	-6,5	-6,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	-0,3	-1,4	0,3	-0,3	0,4	-1,0	-2,4	-1,5	-0,4	1,4	-2,9	-0,3	0,4	1,1
Liikevoitto	-0,3	-1,9	10,2	-0,3	0,7	8,7	-2,4	-1,2	-0,9	0,9	-3,6	-0,3	0,4	1,1
Painoliiketoiminta	-0,3	-1,0	0,1	0,5	0,8	0,4	-0,7	-0,4	-0,4	0,3	-1,2	-1,6	-1,9	-1,8
Näkyvyysliiketoiminta	1,5	-0,2	1,0	-0,1	0,3	1,0	-0,4	0,4	0,5	1,0	1,4	2,5	3,2	3,7
Digitaalinen liiketoiminta	-0,8	-0,6	-0,7	-0,3	0,3	-1,3	-0,2	-0,2	-0,1	0,5	-0,1	0,6	0,8	0,9
Medialiiketoiminta	0,6	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
Muut ja eliminoinnit	-1,3	-0,1	9,8	-0,4	-0,7	8,6	-1,1	-0,9	-0,8	-0,8	-3,7	-1,8	-1,8	-1,8
Nettorahoituskulut	-3,2	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-2,5	0,7	-0,9	-0,7	-0,7	-1,5	-1,9	-1,8	-1,4
Tulos ennen veroja	-3,4	-2,6	9,6	-0,9	0,1	6,2	-1,7	-2,1	-1,6	0,3	-5,1	-2,2	-1,4	-0,3
Verot	0,2	0,5	0,2	0,1	0,3	1,1	0,5	0,1	0,3	-0,1	0,9	0,4	0,3	0,1
Vähemmistöosuudet	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
Nettotulos	-3,4	-2,1	9,8	-0,7	0,3	7,2	-1,2	-2,0	-1,3	0,1	-4,3	-2,0	-1,4	-0,5
EPS (oikaistu)	-0,27	-0,13	-0,01	-0,06	0,00	-0,20	-0,10	-0,18	-0,06	0,05	-0,29	-0,16	-0,11	-0,04
EPS (raportoitu)	-0,27	-0,17	0,78	-0,06	0,02	0,58	-0,10	-0,16	-0,10	0,01	-0,34	-0,16	-0,11	-0,04

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	0,0 %	-20,0 %	-9,5 %	-14,0 %	-15,4 %	-14,8 %	-9,1 %	-13,0 %	7,7 %	6,0 %	-2,4 %	-1,5 %	-0,2 %	-1,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-91,9 %	-	-137,5 %	127,3 %	-39,4 %	284 %	-	-607 %	65 %	261 %	201 %	-90,6 %	-241,3 %	182,0 %
Käyttökate-%	6,8 %	1,4 %	40,3 %	7,4 %	9,8 %	15,5 %	-0,9 %	3,3 %	4,7 %	9,6 %	4,5 %	6,2 %	6,2 %	6,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	-0,2 %	-5,1 %	1,0 %	-1,0 %	1,3 %	-0,8 %	-9,6 %	-5,6 %	-1,5 %	4,5 %	-2,6 %	-0,2 %	0,4 %	1,0 %
Liikevoitto-%	-0,2 %	-6,9 %	32,9 %	-1,0 %	2,3 %	7,7 %	-9,6 %	-4,5 %	-3,4 %	2,9 %	-3,2 %	-0,2 %	0,4 %	1,0 %
Nettotulos-%	-2,5 %	-7,6 %	31,4 %	-3,0 %	1,0 %	6,3 %	-4,7 %	-7,4 %	-4,6 %	0,4 %	-3,9 %	-1,8 %	-1,3 %	-0,4 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	75	69	65	62	60
Liikearvo	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4
Aineettomat hyödykkeet	4,6	4,2	2,6	2,2	1,9
Käyttöomaisuus	48	42	40	37	35
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Muut pitkäaikaiset varat	2,3	3,1	3,1	3,1	3,1
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	36	35	26	31	31
Vaihto-omaisuus	5,0	5,4	5,2	5,2	5,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	19	16	16	15	15
Likvidit varat	12	14	6	11	11
Taseen loppusumma	111	104	91,7	94	91

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	35	42	38	36	35
Osakepääoma	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Kertyneet voittovarot	27	34	30	28	27
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
Vähemmistöosuus	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Pitkäaikaiset velat	29	23	28	26	24
Laskennalliset verovelat	4,3	4,0	4,0	4,0	4,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	25	19	24	22	20
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	47	39	26	32	33
Korolliset velat	24	21	9	15	16
Lyhytaikaiset korottomat velat	6	6	6	5	5
Muut lyhytaikaiset velat	17,7	11,3	11,3	11,3	11,3
Taseen loppusumma	111	104	92	94	91

Arvostus (1/3)

Arvonmääritysmenetelmät

Tarkastelemme Rebl Groupin näkemystämme pohjautuen lähivuosien ennusteisiin perustuvaan osakkeen kokonaistuotto-odotukseen (tuloskasvu + osingot + odotettu arvostuskertoimien muutos) sekä kassavirtamalliin (DCF).

Arvonmäärittämisessä P/E-kertoimen käyttöä puoltaa arvopaperisalkun tulovirta, joka heijastuu vasta rahoitustuottoihin. Toisaalta P/E-lukua kasvattaa koholla (ts. investointeja suurempi) lähivuosina oleva poistotaso. Lisäksi tulevien vuosien nettotulosennusteemme ovat nollan alapuolella, joka tekee P/E-kertoimesta käyttökelvottoman. Tästä syystä käytämme EV/vapaa kassavirta-kerrointa (EV/FCF) arvostuksen mittatikkuna. Tarkastelemme arvostusta myös EV/EBITDA-kertoimella, joka huomioi pääomarakenteen, muttei toisaalta huomioi rahoitustuottoja. Tulospohjaisten kertoimien lisäksi käytämme arvostuksen mittatikkuna tasepohjaista arvostusta, joka niin ikään antaa tukipisteen tappiollista tulosta tekevän yhtiön arvonmäärittämiseen.

Rebl Groupin osakkeen tuotto-odotus saa tukea ennustamastamme tulosparannuksesta. Kireä tasetilanne ei näkemyksemme mukaan mahdollista osingonjakoa edes keskipitkällä jännteellä. Osakkeen arvostus peilaa ennusteitamme ruusuisempaa kuvaa tulevasta, jolloin osakkeen tarjoama kokonaistuotto-odotus jää nykykurssilla heikoksi. Seuraavalla sivulla eritelty kassavirtaperusteinen käypä arvo viestii niin ikään vajaasta nousuvarasta ja kuvastaa osakkeen hintaan ladatuista odotuksista.

Arvostuskertoimet ovat koholla

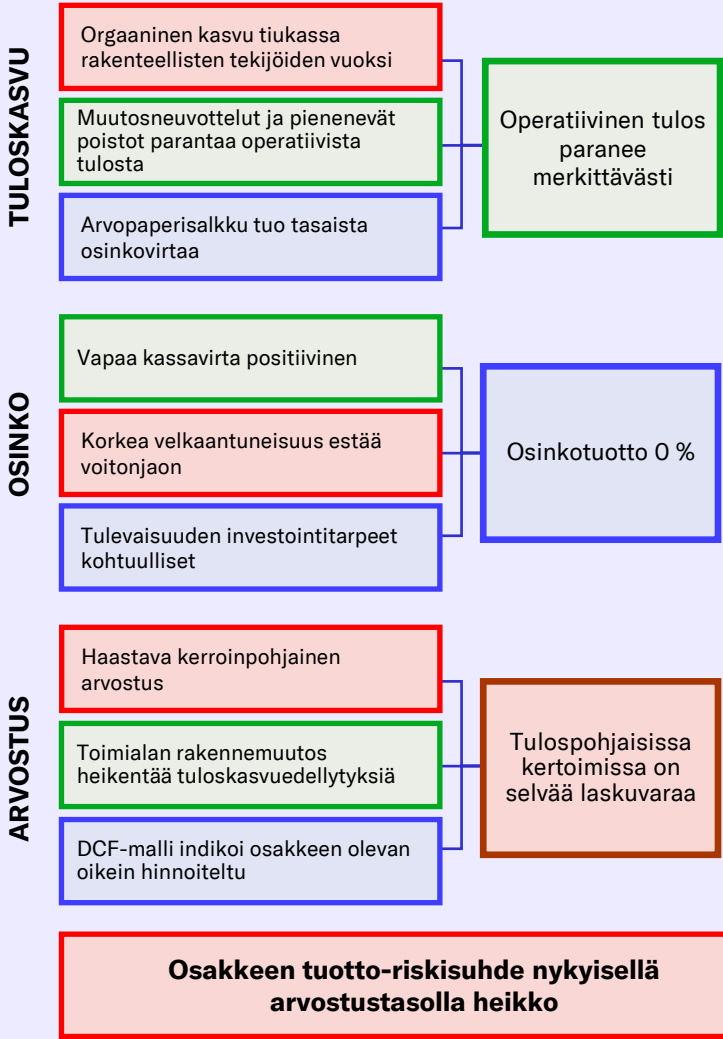
Rebl Groupin EV/EBITDA-kertoimet ovat vuosien 2025 ja 2026 ennusteillamme noin 6x. Vuosien 2026-27e EV/FCF (2025e 37x) kertoimet ovat 14x paikkeilla. Arvostuskertoimet ovat mielestämme koholla, eikä vaikeasti ennakoitavissa oleva tuloskehitys sekä vaisu pääomantuottonäkymä anna tukea kertoimien venyttämiseksi. Arvostuksen mittatikkuna voidaan mielestämme käyttää myös tasepohjaista P/B-kerrointa, joka toteutuneilla luvuilla on absoluuttisesti matalalla 0,3x tasolla ja vuosien 2025-26e luvuilla 0,4-0,5x. Koska lähitulevaisuuden oman pääoman tuotto on negatiivinen, suhteutamme P/B-kerrointa yhtiön pitkän aikavälin pääoman tuottopotentiaaliin (2030-2034e ROE-% 4-8 %). Tämän perusteella osake on mielestämme täyteen hinnoiteltu. Mikäli oman pääoman tuotto kohoaisi keskipitkällä tähtäimellä kohti yhtiölle asettamaamme tuottovaatimusta (10,7 %) olisi korkeampi, eli hieman alle 1x P/B-kerroin mielestämme hyväksyttävissä. Se vaatisi kuitenkin tulostason ripeää kohenemista.

Verrokkiryhmän painoarvo matala

Rebl Groupille ei ole mielestämme löydettävissä selkeitä verrokkeja, minkä ansiosta emme anna suhteelliselle arvostukselle olennaista painoarvoa. Tiettyä mittakaavaa antaa kuitenkin vuoden 2025e EV/EBITDA-kerroin, jolla Rebl Group arvostetaan reilu 20 %:n preemiolla suhteessa verrokkiryhmän mediaanikertoimiin, mikä ei mielestämme ole perusteltua suhteessa suuremmista ja vakaista yhtiöistä koostuvan verrokkiryhmään.

Osaketuoton ajurit 2025-2028e

Positiivinen Neutraali Negatiivinen



Arvostus (2/3)

Kassavirtalaskelma (DCF)

DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 1,2 euroa, joka sijaitsee osakkeen nykykurssin tietämillä. Painetun median ja painoliiketoiminnan rakennemurroksesta johtuen liikevaihto pysyy DCF-mallissamme lievästi laskevalla trendillä lähes koko ennusteperiodin (2025-2031) ajan, kun taas terminaalikasvun oletuksemme on noin 1 %:n tasolla (painaminen vakaata ja muut liiketoiminnot kasvavat).

Liikevoittomarginaali nousee mallissamme vuoden 2025e lievästi negatiiviselta tasolta 5 %:iin pitkällä aikavälillä. Liikevoittomarginaaliin vaikuttaa poistojen lasku, mutta käyttökate-%:n tasolla kannattavuuden nousu on maltillisempi (2024 oik. käyttökate-% 6,9 % vs. 2034e 8,7 %). Kassavirtamallin osalta on huomioitavaa, ettei se huomioi arvopaperisalkun osinkotuottojen tai arvopaperimyyntien muodostamaa rahavirtaa. Arvopaperisalkku sisältyy rahavaroihin, jolloin se pienentää yhtiön nettovelkaa mallissa. Kokonaisuudessaan ennustamme yhtiön vapaan rahavirran vaihtelevan vuositasolla 3-4 MEUR:n välillä.

Terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on kohtuullisella reilu 50 %:n tasolla. Kassavirtamallimme perustuu oletukseen, että Painoliiketoiminnan lasku vakautuu pitkällä aikavälillä ja muiden liiketoimintojen kasvu ja kohentuva kannattavuus pitävät yllä yhtiön kassavirtaa ja kääntää sen pitkällä aikavälillä lievään kasvuun. Painamisen murros ja nykyisen strategian toteutuksen aikainen vaihe huomioiden näiden oletuksien toteutumisesta ei ole takeita. Parhaiten kassavirtamallin mukainen osakkeen arvo ja sen taustalla olevat ennusteparametrit kuvaavatkin nykyiseen kurssiin ladattuja

odotuksia.

Painoliiketoiminnan divestointi voisi vapauttaa arvoa

Arviomme mukaan noin 50 % Painoliiketoiminnasta on trendinomaisesti taantuvaa liiketoimintaa. Yksi keino päästä hankalasta tilanteesta, jossa taantuva liiketoiminta painaa konsernin tulosta ja pääomantuottoa, olisi divestoida heikoiten kannattavat ja rakenteellisesti taantuvat liiketoiminnot tai tuotelinjat. Ostajan löytäminen voisi kuitenkin olla hankalaa ja alasajon mahdollisuutta ei voida sulkea pois. Tämä puolestaan aiheuttaisi kustannuksia ja mahdollisesti liiketoiminnan tasearvon alaskirjausta.

Olemme pyrkineet havainnollistamaan skenaariota, jossa yhtiö pääsisi eroon taantuvasta liiketoiminnasta. Mikäli oletamme, että 50 % Painoliiketoiminnan volyymista saataisiin ajettua alas kohtuullisin kustannuksin, ja tasetta ei jouduttaisi paikkaamaan (omavaraisuusaste vielä kohtuullisella 40 %:n tasolla) mahdollisten alaskirjausten johdosta, voisi konserni tehdä reilu 70 MEUR liikevaihtoa, joka näkemyksemme mukaan kasvaisi ainakin BKT:n tahtia, tietyt osa-alueet jopa sitä lujempaa. Tällöin osakkeen EV/S olisi nykykurssilla noin 0,6x, mikä suhteessa nykytulostasoon on koholla. Pitemmällä aikavälillä terveempi liiketoimintaportfolio korjaisi arvostusta maltillisemmaksi paremman kasvu- ja tulospotentiaalin kautta. Olettaen konservatiivisesti 3 %:n vuosittaista liikevaihdon kasvua ja 5 %:n liikevoittomarginaalia (uuden Painoliiketoiminnan marginaali noin 3 %:n tasolla, Näkyvyysliiketoiminnan ja Digitaalisen liiketoiminnan marginaali noin 5-10 %), olisi uuden kokonaisuuden EV/S 0,5x ja EV/EBIT 10x vuonna 2028. Nämä vaikuttavat

Havainnollistava laskelma konsernista ilman taantuvia tuotelinjoja

	2025	2026	2027	2028
Liikevaihto	72	74	76	79
Liikevoitto	-2	2	3	4
Liikevoitto-%	-2,2 %	3,0 %	4,0 %	5,0 %
EV	43	41	40	38
EV/S	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x
EV/EBIT	neg.	18,6x	13,0x	9,7x

Lähde: Inderes

Arvostus (3/3)

silmäämme kohtuu neutraaleilta. Muutos kuitenkin pienentäisi osakkeen riskitasoa merkittävästi, toisi näkemyksemme mukaan jatkuvuutta liiketoimintaan ja loisi paremmat edellytykset arvonaluonnille, mikä voisi perustella kasvun jatkuessa myös korkeampia kertoimia.

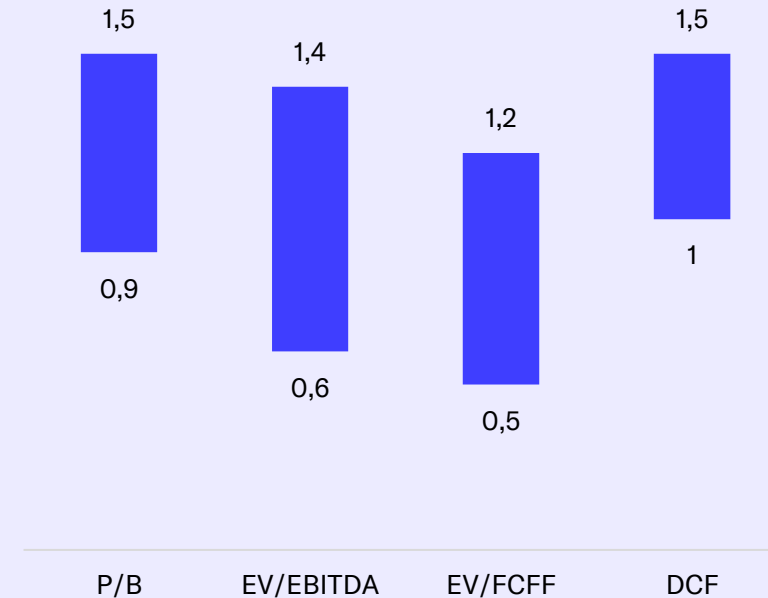
Nykyportfolioissa on se riski, että yhtiö ei koskaan kykene parantamaan tulostaan oleellisesti, mikä johtaisi rakenteellisesti heikkoon tuloskehitykseen ja arvon tuhoutumiseen. Samalla Painoliiketoiminnan aiheuttamat muutosneuvottelut ja tuloshaasteet sitovat johdon aikaa, mikä on pois tuottavamman liiketoiminnan kehittämisestä. Tätä kautta näkisimme Painoliiketoiminnan heikoimmin suoriutuvien osien divestoinnin jopa arvoa pitkällä aikavälillä vapauttavana liikkeenä. Merkilläpantavaa on kuitenkin se, että tietty osa tästä taantuvasta liiketoiminnasta on liitoksissa yhtiön kasvuhankkeisiin, kuten retail mediaan (esim. suoramainonnan painaminen). Tätä kautta lopetettava liiketoiminta voisi hankaloittaa olemassa olevia asiakassuhteita, ja siten heikentää kasvuedellytyksiä myös taloudellisesti terveemmillä liiketoiminta-alueilla. Tilanne on yhtiön kannalta haastava ja hyvin hankalasti ennakoitavissa, mitä negatiivinen näkemyksemme heijasteleekin.

Käyvän arvon yhteenveto

Neljä mielestämme Rebl Groupille soveltuvinta arvostusmenetelmää ovat tulospohjaisiin kertoiimiin nojaava (EV/EBITDA ja EV/FCF), tasearvoon perustuva arvostus ja kassavirtapohjainen analyysi (DCF). Neljän eri arvostusmenetelmän yhteenvetona määritämme Rebl Groupin osakkeen käyväksi arvoksi 0,8-1,4 euroa per osake.

Tämän vaihteluvälin keskikohta on 1,1 euroa, joka on myös tavoitehintamme.

Käyvän arvon yhteenveto



Taustaoletukset:

P/B 0,3-0,5x

EV/EBITDA 5-7x

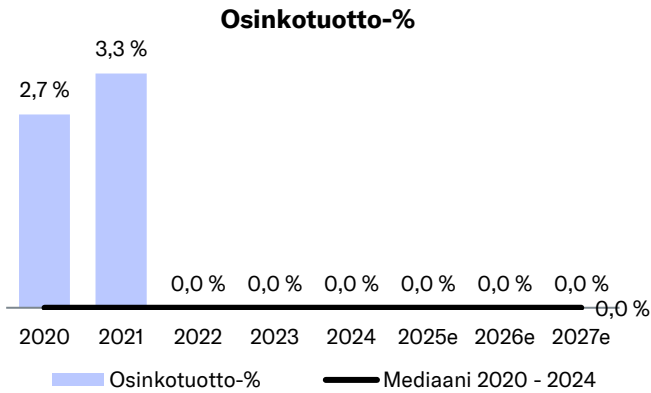
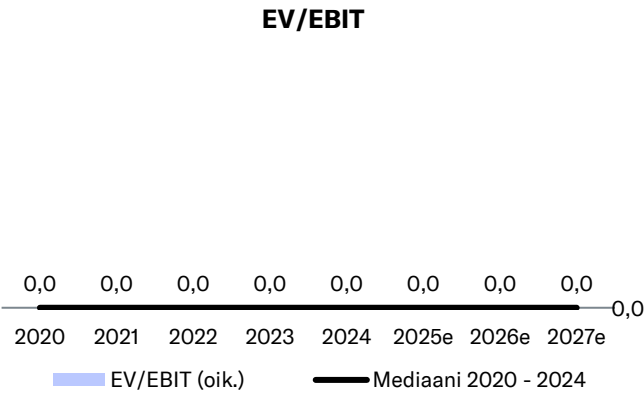
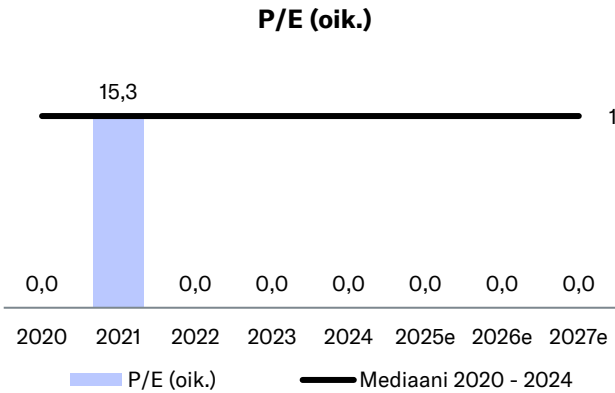
EV/FCFF 11-14x

DCF WACC -0,5 ja +0,5 %

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	5,55	5,50	3,80	2,88	1,12	1,24	1,24	1,24	1,24
Osakemäärä, milj. kpl	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5
Markkina-arvo	69	69	48	36	14	16	16	16	16
Yritysarvo (EV)	88	92	85	73	41	43	42	41	39
P/E (oik.)	>100	15,3	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	15,3	neg.	neg.	1,9	neg.	neg.	neg.	neg.
P/B	1,6	1,5	1,3	1,0	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5
P/S	0,7	0,6	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,9	0,9	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	11,1	12,6	13,9	8,0	2,3	8,5	6,2	5,9	5,5
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	>100	35,9
Osinko/tulos (%)	neg.	50 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Osinkotuotto-%	2,7 %	3,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Alma Media Oyj	1223	1383	17,1	15,6	14,6	13,6	4,2	4,1	20,9	18,7	3,2	3,3	4,8
Agora SA	101	269	10,8	7,6	4,1	3,5	0,8	0,7	8,4	5,1		2,2	0,6
Future PLC	922	1243	5,3	5,2	4,9	4,8	1,5	1,5	6,3	5,8	0,5	0,5	0,8
Gannett Co Inc	532	1300	17,2	14,1	5,5	5,2	0,7	0,7	67,5	54,5			
Lagardere SA	2925	7748	12,3	11,6	7,4	7,0	0,8	0,8	10,6	9,4	3,3	3,5	3,4
Arnoldo Mondadori Editore SpA	549	821	8,8	8,6	5,2	5,1	0,9	0,9	8,5	8,3	7,2	7,9	0,8
New York Times Co	8268	7807	23,6	19,2	16,9	15,3	3,3	3,1	25,7	23,7	1,2	1,3	4,7
TX Group AG	2517	2627	18,1	16,3	11,2	10,5	2,7	2,7	31,2	27,5	1,8	2,0	100,5
Rebl Group (Inderes)	16	43	-14,9	-153,6	8,5	6,2	0,4	0,4	-4,3	-8,0	0,0	0,0	0,4
Keskiarvo			13,7	29,6	8,4	7,8	1,6	1,6	20,5	18,5	2,8	2,9	14,5
Mediaani			12,3	12,9	6,8	6,3	1,0	1,0	12,8	13,8	2,7	2,4	2,1
Erotus-% vrt. mediaani			-221 %	-1292 %	26 %	-2 %	-63 %	-62 %	-134 %	-157 %	-100 %	-100 %	-80 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

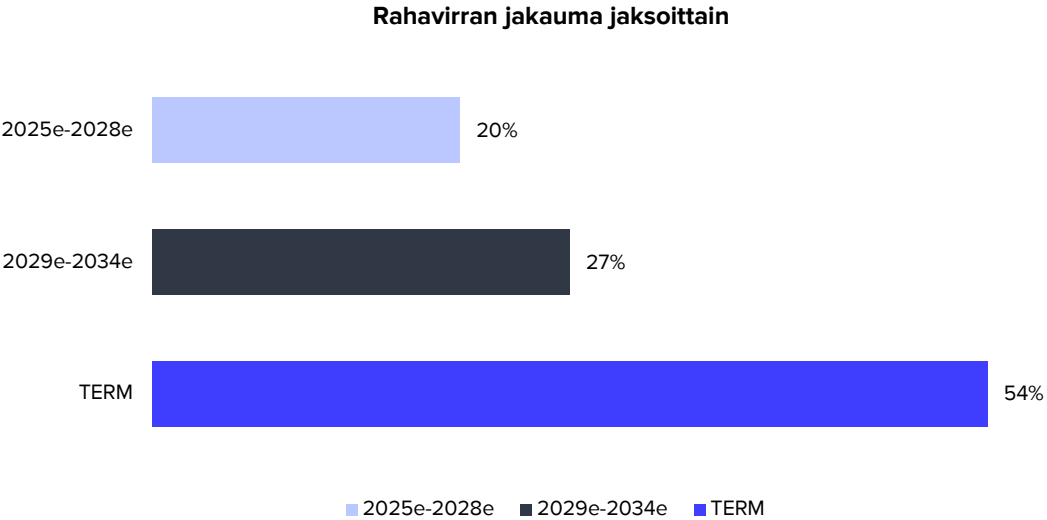
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-14,8 %	-2,4 %	-1,5 %	-0,2 %	-1,0 %	-1,0 %	-1,0 %	-0,5 %	0,0 %	0,5 %	1,0 %	1,0 %
Liikevoitto-%	7,7 %	-3,2 %	-0,2 %	0,4 %	1,0 %	2,5 %	3,0 %	4,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Liikevoitto	8,7	-3,6	-0,3	0,4	1,1	2,7	3,2	4,2	5,3	5,3	5,4	
+ Kokonaispoistot	9,0	8,6	7,0	6,5	6,0	3,9	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0	
- Maksetut verot	0,9	0,9	0,4	0,3	0,1	-0,2	-0,3	-0,5	-0,8	-0,8	-0,8	
- verot rahoituskuluista	0,4	-0,2	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	-4,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	15,1	5,9	7,0	6,8	7,1	6,3	6,7	7,5	8,3	8,3	8,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-3,1	-4,7	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	12,0	1,2	3,0	2,8	3,1	2,3	2,7	3,5	4,3	4,3	4,2	
+/- 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	12,0	1,2	3,0	2,8	3,1	2,3	2,7	3,5	4,3	4,3	4,2	51,8
Diskontattu vapaa kassavirta		1,1	2,7	2,3	2,3	1,5	1,7	2,0	2,3	2,0	1,8	22,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		42,5	41,3	38,6	36,4	34,1	32,5	30,9	28,9	26,6	24,6	22,7
Velaton arvo DCF		42,5										
- Korolliset velat		-40,7										
+ Rahavarat ja arvopaperisalkku		13,6										
-Vähemmistöosuus		-0,2										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		15,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,2										

Pääoman kustannus (WACC)

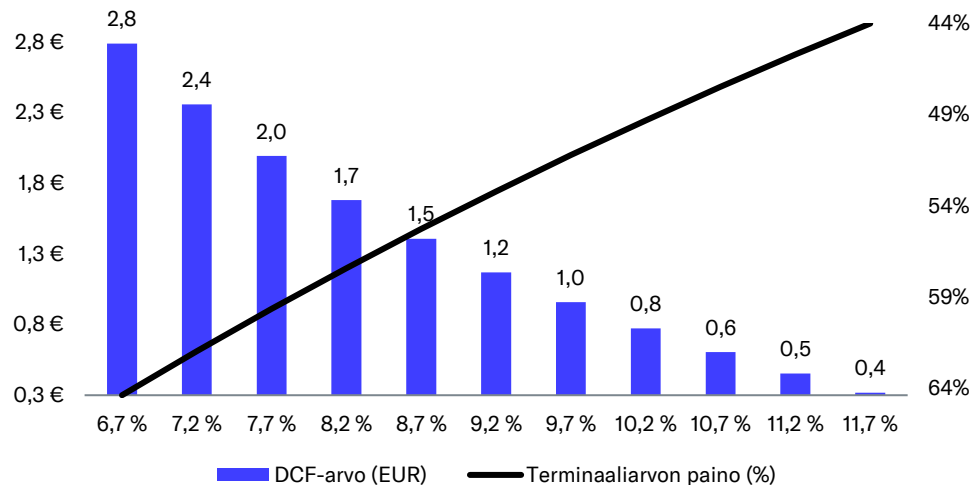
Vero-% (WACC)	18,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,3
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,2 %

Lähde: Inderes

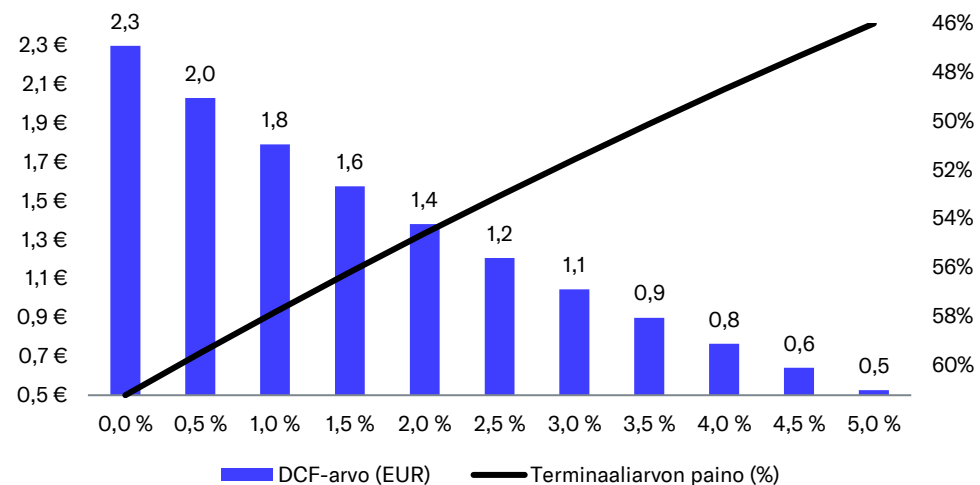


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

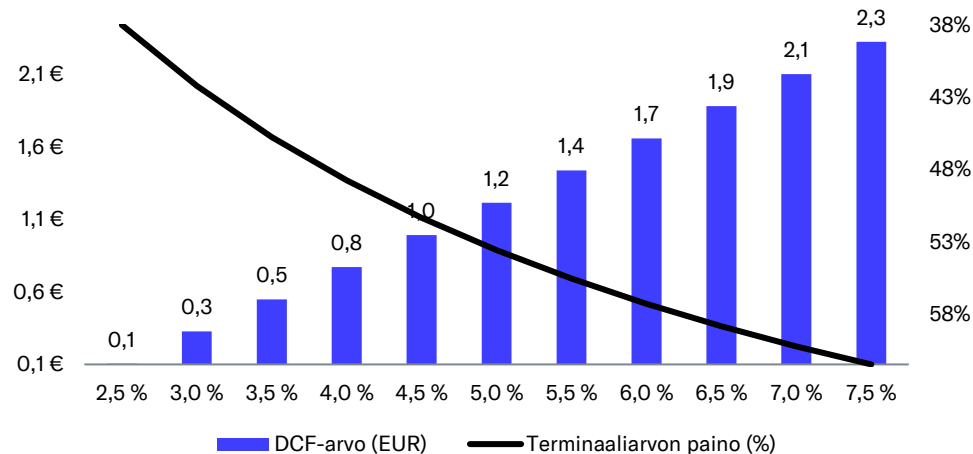
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



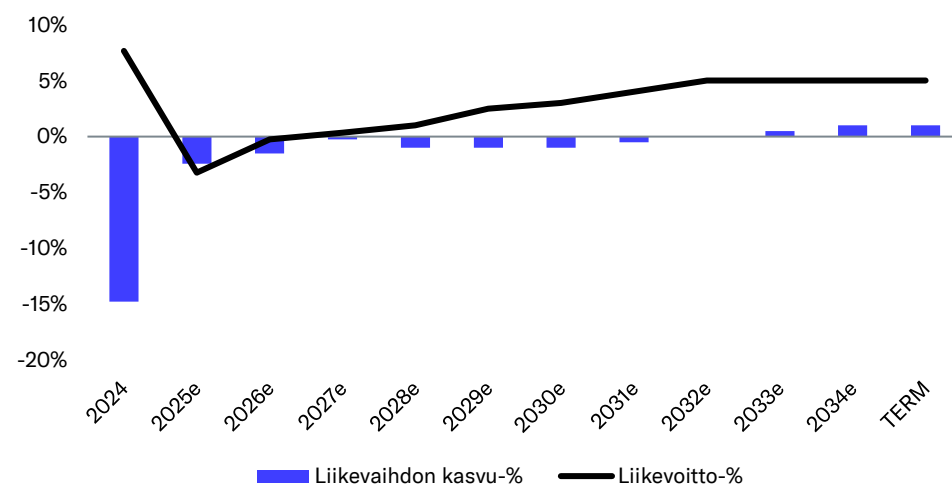
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	133,5	133,9	114,1	111,4	109,7	EPS (raportoitu)	-0,43	-0,27	0,58	-0,34	-0,16
Käyttökate	6,1	9,1	17,7	5,0	6,7	EPS (oikaistu)	-0,43	-0,27	-0,20	-0,29	-0,16
Liikevoitto	-3,1	-0,3	8,7	-3,6	-0,3	Operat. Kassavirta / osake	0,65	1,02	1,20	0,47	0,56
Voitto ennen veroja	-6,2	-3,4	6,2	-5,1	-2,2	Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,74	0,30	0,96	0,09	0,24
Nettovoitto	-5,4	-3,4	7,2	-4,3	-2,0	Omapääoma / osake	3,03	2,76	3,35	3,00	2,85
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	9,7	-0,7	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	118,1	111,2	104,2	91,7	93,8	Liikevaihdon kasvu-%	26 %	0 %	-15 %	-2 %	-2 %
Oma pääoma	38,3	35,1	42,3	38,0	36,0	Käyttökateen kasvu-%	-16 %	49 %	94 %	-72 %	34 %
Liikearvo	16,4	19,4	19,4	19,4	19,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	71 %	-92 %	284 %	201 %	-91 %
Nettovelat	36,8	36,1	27,1	27,3	26,0	EPS oik. kasvu-%	-220 %	-37 %	-27 %	45 %	-46 %
						Käyttökate-%	4,6 %	6,8 %	15,5 %	4,5 %	6,2 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Oik. Liikevoitto-%	-2,3 %	-0,2 %	-0,8 %	-2,6 %	-0,2 %
Käyttökate	6,1	9,1	17,7	5,0	6,7	Liikevoitto-%	-2,3 %	-0,2 %	7,7 %	-3,2 %	-0,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	2,0	3,9	-4,0	0,2	0,2	ROE-%	-13,0 %	-9,4 %	18,9 %	-10,8 %	-5,3 %
Operatiivinen kassavirta	8,2	12,7	15,1	5,9	7,0	ROI-%	-3,4 %	-0,3 %	10,5 %	-4,7 %	-0,4 %
Investoinnit	-16,4	-9,0	-3,1	-4,7	-4,0	Omavaraisuusaste	32,9 %	32,0 %	41,2 %	42,1 %	39,1 %
Vapaa kassavirta	-9,3	3,7	12,0	1,2	3,0	Nettovelkaantumisaste	96,1 %	102,8 %	64,1 %	71,8 %	72,0 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4						
EV/EBITDA	13,9	8,0	2,3	8,5	6,2						
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.						
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.						
P/B	1,3	1,0	0,3	0,4	0,4						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

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

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
28/02/2022	Vähennä	5,60 €	6,00 €
02/05/2022	Vähennä	5,60 €	5,95 €
22/08/2022	Vähennä	5,00 €	5,70 €
11/10/2022	Myy	4,00 €	4,98 €
31/10/2022	Myy	4,00 €	4,86 €
20/12/2022	Myy	3,00 €	3,94 €
06/03/2023	Myy	3,00 €	4,18 €
28/04/2023	Myy	3,00 €	3,80 €
21/08/2023	Myy	2,70 €	3,72 €
30/10/2023	Myy	2,70 €	3,40 €
01/02/2024	Vähennä	2,90 €	3,04 €
04/03/2024	Vähennä	2,60 €	2,70 €
29/04/2024	Vähennä	2,40 €	2,34 €
12/08/2024	Vähennä	1,70 €	1,60 €
19/08/2024	Vähennä	1,90 €	1,76 €
18/09/2024	Vähennä	1,90 €	1,86 €
22/10/2024	Vähennä	1,50 €	1,58 €
28/10/2024	Vähennä	1,50 €	1,49 €
18/11/2024	Vähennä	1,25 €	1,28 €
28/02/2024	Vähennä	1,10 €	1,10 €
28/04/2025	Vähennä	1,25 €	1,35 €
04/06/2025	Vähennä	1,50 €	1,46 €
05/08/2025	Vähennä	1,30 €	1,33 €
07/08/2025	Vähennä	1,30 €	1,32 €
25/08/2025	Myy	1,10 €	1,31 €
26/08/2025	Myy	1,10 €	1,24 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**