

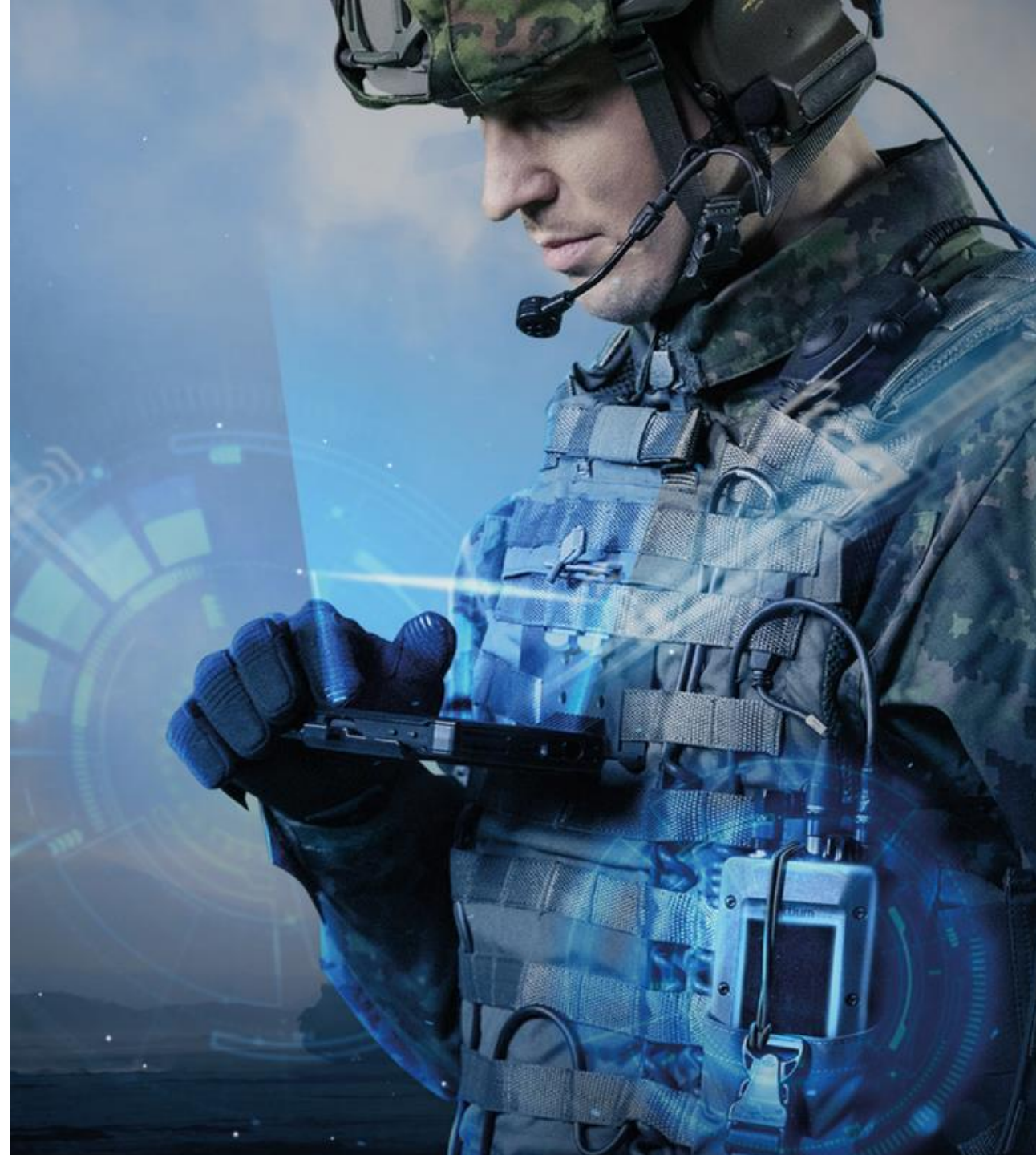
BITTIUM

11.08.2025 8.00 EEST



Juha Kinnunen
+358 40 778 1368
juha.kinnunen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Rooli Euroopan puolustuksessa kasvamassa

Nostamme Bittiumin tavoitehinnan 10,5 euroon (aik. 10,0 €), mutta toistamme vähennä-suosituksen. Q2-tulos ei tarjonnut oleellisia yllätyksiä, mutta täytti tärkeimmät odotuksemme. Vuoden 2025 ohjeistus toistettiin ja luottamus sen kesto on parani hieman, mutta merkittävämpää oli pitkän aikavälin näkymän vahvistuminen. Luottamuksemme siihen, että Bittium onnistuu tulevina vuosina saamaan Euroopasta uusia maita omien taktisen viestinnän tuotteiden piiriin kasvoi merkittävästi, mikä näkyy voimakkaasti erityisesti vuosien 2026-2029 ennusteissa. Mahdollisien läpimurtojen (ajoitus, laajuus ja kokoluokka) tarkka ennustaminen on kuitenkin mahdotonta. Arvostus on korkea ja vaatii isoja onnistumisia, mutta ei kohtuuton huomioiden puolustuksen kulta-aika Euroopassa.

Q2:lla odotuksien mukaista kehitystä

Bittiumin Q2-raportti vastasi hyvin odotuksiamme. Liikevaihdon kasvu (+15,6 %) oli odotetusti Defense & Security-segmentin tuotetoimituksien harteilla, ja kasvunopeus oli hieman ennakoimaamme hitaampaa. Toisaalta segmentin uudet tilaukset (20,0 MEUR) ylittivät hieman ennusteemme. Q2-liiketulos (oik. 2,0 MEUR) osui ennusteiseemme (2,1 MEUR), kun kulurakenne ei kasvanut aivan odotettua vauhtia. Defense & Security-segmentti sai Q2:lta puhtaat paperit, Medical-segmentti kehittyi odotetun heikosti ja Engineering Services olosuhteisiin nähden hyvin. Medical-segmentissäkin oli havaittavissa pientä piristymistä H2:n näkymää ajatellen, missä taustalla oli erityisesti Boston Scientific-kumppanuuden uusiminen. Käsittelimme Q2-tulosta jo [perjantaiaamuna](#).

Keskipitkän aikavälin näkymään lisäluottamusta

Bittium ohjeistaa edelleen vuoden 2025 liikevaihdon olevan 95-105 MEUR (2024: MEUR) ja liiketuloksen olevan 10-13 MEUR (2024: 8,6 MEUR). Loppuvuoden näkymissä ei ollut yllätyksiä, mutta 2025 tulosenusteet nousivat hieman Defense & Security-segmentin vahvan tilausvirran sekä ennakoitua alemman

kulurakenteen ansiosta. Yhtiön yllä ollut tulosvaroitusriski pienentyi asteella, mutta paineet erityisesti Q4:lle ovat (jälleen) erittäin kovat. Yhtiön keskipitkän aikavälin näkymät Defense & Security-segmentillä ovat erinomaiset. Espanjan Indra- ja UK:n BAE-yhteistyöt vaikuttavat potentiaalisilta, Itävalta on korkean todennäköisyyden mahdollisuus (TAC WIN toimitettu) ja Bittium on saanut pienimuotoisia avauksia useisiin muihin Euroopan maihin. Lisäksi israelilaiset kilpailijat (erityisesti Elbit) vaikuttavat olevan selvästi aiempaa heikommassa asemassa Euroopassa. Uusien maiden avaamisen todennäköisyys onkin nyt arviomme mukaan selvästi positiivisen puolella, mitä kautta nostimme merkittävästi vuosien 2026-2029 ennusteitamme. Käytännössä ennusteet vaativat vähintään yhden uuden merkittävän defense-asiakkuuden vuoden 2026 aikana, joka näkyy voimakkaana ja erittäin kannattavana kasvuna vuonna 2027 ja tästä eteenpäin. Ennusteissamme on yksi mahdollinen skenaario, mutta korostamme, ettei eri kilpailutuksien ajoituksia, menestysmahdollisuuksia tai Bittiumin toimituksien laajuutta voi ennustaa järkevästi. Lopputulemien määrä on valtava, kun mahdollisia kilpailutusvoittoja voi tulla lähivuosina realistisesti nollasta kolmeen. Elämme sektorin kulta-aikaa Euroopassa.

Arvostus riippuu defenses kasvukäyrästä

Defense & Security-segmentin kansainvälisen kasvun uudelleen arvioinnin jälkeen arvioimme Bittiumin käyvän arvon olevan 8-12 euroa osakkeelta (aik. 7-10 €). Osien summassa (noin 10,5 €) Defense & Security-segmentin arvo on nyt 280 MEUR, mikä vaatii lähivuosilta hurjaa kannattavaa kasvua (2025e liikevoitto 8,8 MEUR). Tämä vaatii valtavia onnistumisia, joihin markkina tarjoaa kuitenkin voimakkaan myötätuulen. Ilman uusia suuria avauksia arvostus (2025e EV/EBIT 35x) ei kestä, ja kärsivällisyyttä vaaditaan todennäköisesti joka tapauksessa. Riskinä on myös defense-sektorin jäähtyminen. Mielestämme pitkän aikavälin sijoittajat voivat kuitenkin pitää osakkeistaan kiinni ja katsoa, minkälaiseen suoritukseen Bittium lopulta yltää.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

10,50 EUR

(aik. 10,00 EUR)

Osakekurssi:

11,18 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	85	96	108	132
kasvu-%	13 %	13 %	12 %	23 %
EBIT oik.	8,6	11,3	15,9	26,3
EBIT-% oik.	10,1 %	11,7 %	14,8 %	19,9 %
Nettotulos	7,3	10,1	15,9	26,4
EPS (oik.)	0,20	0,31	0,45	0,74

P/E (oik.)	31,0	36,0	24,9	15,0
P/B	2,0	3,3	3,1	2,8
Osinkotuotto-%	1,6 %	1,7 %	2,8 %	4,7 %
EV/EBIT (oik.)	26,1	34,6	23,8	13,8
EV/EBITDA	13,1	21,4	15,3	9,0
EV/Liikevaihto	2,6	4,1	3,5	2,7

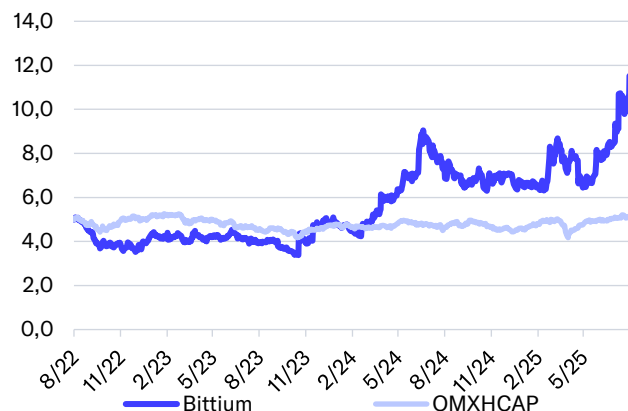
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

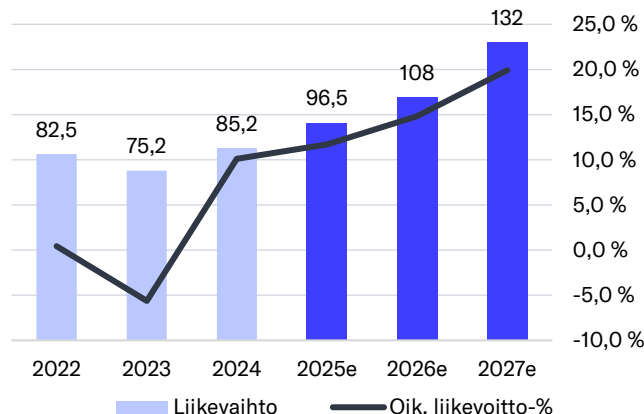
Bittium arvioi vuoden 2025 liikevaihdon olevan 95-105 MEUR (2024: 85,2 MEUR) ja liiketuloksen olevan 10-13 MEUR (2024: 8,6 MEUR).

Osakekurssi



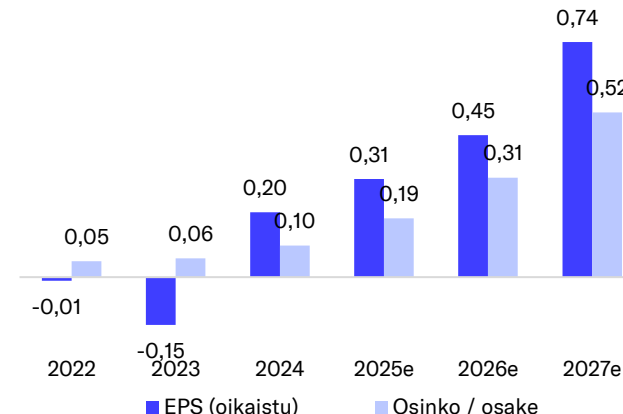
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Euroopan puolustusmarkkinan voimakas kasvu ja mahdolliset uudet avainasiakkaat kuten Indra Espanjassa
- Vahva rahavirta viime vuosina paisuneen taseen purkautuessa
- Medicalin kannattava kasvu, keskipitkällä aikavälillä ajurina myös Respiro
- Palveluliiketoiminnan tuottamat rahavirrat
- Osien summan selkeytyminen ja yritysjärjestelyt voivat olla merkittävä arvoajuri

Riskitekijät

- Liikevaihdon merkittävä keskittyminen muutamiin avainasiakkuuksiin
- Hyvän kannattavuustason kestävyys
- Epäonnistuminen kansainvälistymisessä
- Korkeisiin tulospetennusteisiin liittyvä epävarmuus ja mahdolliset tulospettymykset
- Hyväksyttävän arvostustason lasku erityisesti puolustussektorilla, joka on tällä hetkellä mielestämme perustellusti suosiossa

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	11,2	11,2	11,2
Osakemäärä, milj. kpl	35,5	35,5	35,5
Markkina-arvo	397	397	397
Yritysarvo (EV)	391	379	362
P/E (oik.)	36,0	24,9	15,0
P/E	39,2	24,9	15,0
P/B	3,3	3,1	2,8
P/S	4,1	3,7	3,0
EV/Liikevaihto	4,1	3,5	2,7
EV/EBITDA	21,4	15,3	9,0
EV/EBIT (oik.)	34,6	23,8	13,8
Osinko/tulos (%)	65,3 %	70,0 %	70,0 %
Osinkotuotto-%	1,7 %	2,8 %	4,7 %

Lähde: Inderes

Q2:lla odotuksien mukaista kehitystä

Liikevaihto kasvoi hieman ennakoitua hitaammin

Bittiumin liikevaihto kasvoi Q2:lla 15,6 % ollen 22,9 MEUR, mikä osui kohtuullisesti ennusteeseemme (23,7 MEUR). Kasvu tuli tuotteista, ja tuotepohjainen liikevaihto oli 15,1 MEUR eli 66 % kokonaisuudesta prosenttia. Palvelupohjainen liikevaihto (7,8 MEUR) oli vakaata. Käytännössä kasvu tuli odotetusti Defense & Security -segmentistä, jossa kysyntätilanne on erinomainen. Segmentin liikevaihto oli Q2:lla 14,3 MEUR (Q2'24: 11,7 MEUR), mikä jäi 1,0 MEUR ennusteemme alapuolelle. Suurin kasvun lähde oli Bittium Tough SDR -radioiden kasvaneet toimitusmäärät. Muutenkin kommentit olivat odotetun positiivisia viimeaikaisen vahvan uutisvirran jälkeen.

Medical -segmentin liikevaihto oli Q2:lla ennusteemme mukainen 4,7 MEUR. Yhtiön mukaan liikevaihdon laskuun vaikutti H1:llä tuotetoimitusten alhaisempi määrä erityisesti Euroopassa, ja merkittävä osa Medical-segmentin liikevaihdosta kertyi tuttuun tapaan yhdysvaltalaiselle

asiakkaalle Boston Scientific Cardiac Diagnosticsille myydyistä EKG-mittalaitteista. Yhtiö kertoi toimittaneensa myös pieniä määriä uniapneaan suunnattuja laitteita kaupalliseen käyttöön. Medical-liiketoimintasegmentin strategiaa tullaan täsmentämään syksyn aikana. Engineering Services -segmentin liikevaihto oli Q2:lla 3,8 MEUR, mikä oli linjassa ennusteemme (3,7 MEUR) kanssa. Markkinatilanne oli ollut odotetusti haastava, eikä tähän nähdä tulevan muutoksia vielä loppuvuoden ajan. Silti segmentin uudet tilaukset olivat nyt hyvällä tasolla.

Q2-tulos osui hyvin ennusteisiimme

Bittiumin Q2-liiketulos oli 1,1 MEUR laskien hieman vertailukaudesta (Q2'24: 1,9 MEUR), mutta tulos sisälsi 0,9 MEUR:n kertaluonteiset kulut Medical-segmentin tiedossa olleista muutosneuvotteluista sekä muista tehostamistoimista. Operatiivinen liiketulos oli noin 2,0 MEUR, mikä oli hyvin linjassa ennusteemme (2,1 MEUR) kanssa. Myös konsernin osakekohtainen tulos 0,032 euroa

oli yllätyksetön. Pettymyksen puolelle kääntyi nollatasolle jäänyt liiketoiminnan rahavirta, jota heikensi merkittävä käyttöpääoman sitoutuminen (5,1 MEUR).

Tuloksen muodostuminen oli pitkälti odotettua, eli sen teki käytännössä Defense & Security -segmentti. Sen Q2-liiketulos oli 2,0 MEUR (Q2'24: 2,4 MEUR), mikä tarkoittaa 8,2 %:n marginaalia. Tämä oli ennusteemme mukainen, joskin kulurakenteen kasvu oli selvästi ennakoimaamme maltillisempaa huomioiden liikevaihtopettymys. Yhtiön mukaan kulurakennetta nostavat kasvun mahdollistamiseksi tehdyt investoinnit kansainvälisen myynnin vahvistamiseen ja tuotannon kapasiteetin kasvattamiseen skaalautuvuuden mahdollistamiseksi.

Medical -segmentin liiketulos olisi ollut ilman kertaeriä aavistuksen positiivinen, ja Engineering Services -segmentti teki Q2:lla odotuksiemme mukaisesti 0,2 MEUR:n liiketuloksen. Kokonaisuudessaan tuloksessa ei näyttäisi olevan mitään erityisen yllättävää.

Ennustetaulukko	Q2'24	Q2'25	Q2'25e	Q2'25e	Konsensus		Erotus (%)	2025e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	19,8	22,9	23,7				-3 %	96,5
Käyttökate	4,2	2,9	4,1				-29 %	18,2
Liikevoitto (oik.)	1,9	2,0	2,1				-3 %	11,3
Liikevoitto	1,9	1,1	1,1				4 %	10,4
EPS (raportoitu)	0,04	0,03	0,03				19 %	0,29
Liikevaihdon kasvu-%	-4,4 %	15,7 %	19,9 %				-4,2 %-yks.	13,2 %
Liikevoitto-%	9,8 %	4,8 %	4,4 %				0,3 %-yks.	10,8 %

Lähde: Inderes

Bittium Q2'25: Puolustusmarkkina myötätuulessa



Lyhyen aikavälin näkymä pitkälti ennallaan...

Ohjeistus ja lyhyen aikavälin näkymät ennallaan

Bittium ohjeistaa edelleen vuoden 2025 liikevaihdon olevan 95-105 MEUR (2024: MEUR) ja liiketuloksen 10-13 MEUR (2024: 8,6 MEUR). Q2-tulos oli käytännössä odotuksiemme mukainen eikä loppuvuoden näkymissä ollut yllätyksiä, mutta vuoden 2025 tulosennusteet nousivat kuitenkin hieman erityisesti Defense & Security -segmentin vahvan tilausvirran (20,0 MEUR) sekä ennakoitua hieman alemman kulurakenteen ansiosta. Tätä kautta yhtiön yllä ollut tulosvaroitusriski on pienentynyt asteella, ja jos yhtiö onnistuu loppuvuonna erinomaisesti toimituksissaan, uskomme ohjeistuksen kestävä. Paineet Q4:lle ovat kuitenkin erittäin kovat, mitä ne ovat tuki myös aikaisempina vuosina (ja näistä on selvitty).

Bittiumin tilauskanta oli jakson lopussa 43,1 MEUR (Q2'24: 33,8 MEUR) keskittyen voimakkaasti Defense & Security -segmenttiin. Defense & Security-segmentin tilauskanta oli vahva 33,3 MEUR, mutta toisaalta Medical -segmentin

uudet tilaukset (4,6 MEUR) ja tilauskanta (3,5 MEUR) olivat edelleen vaisuja. Näkymä on tuki ottanut merkittävän askeleen eteenpäin Boston Scientific -kumppanuuden jatkuttua, mutta on epäselvää, miten tämä vaikuttaa vielä H2:n myyntiin. Viime vuoden heikoilta tasoilta kasvua pitäisi kuitenkin olla luvassa. Engineering Services -segmentin uudet tilaukset olivat vahvat (6,0 MEUR vrt. Q2'24: 3,0 MEUR), mutta tilauskanta (6,3 MEUR) oli silti hieman vuodentakaisesta alhaisempi (6,7 MEUR). Isossa kuvassa kasvu ja kannattavuus nojaa edelleen voimakkaasti Defense & Security -segmentin vahvaan kehitykseen.

Luottamus Defense & Security -segmentin kansainväliseen kasvuun vahvistui merkittävästi

Bittiumiin Defense & Security -segmentin viimeaikainen uutisvirta on ollut erittäin positiivista, ja viimeisempänä merkittävänä mahdollisuutena on avautunut Espanjan taktinen viestintä (lue [edellinen päivityksemme](#)). Kommentit Espanjan tilanteesta vahvistivat aiempaa näkemystämme

Indra-yhteistyöstä, jonka syntymistä jossain muodossa pidämme nyt varsin todennäköisenä. Suosittelemme sijoittajia katsomaan [Bittiumin toimitusjohtajan haastattelun](#), jossa kävimme läpi sekä Espanjaa että muita mahdollisuuksia Defense & Security -segmentissä. Edelleen yhteistyön kokoluokkaa ja sen aikataulua on äärimmäisen vaikea arvioida, mitä kautta tulevaisuuden ennusteiden tekeminen on äärimmäisen vaikeaa.

Oleellista Bittiumin keskipitkän aikavälin näkymän osalta oli mielestämme se, ettei yhtiö ole ”yhden kortin varassa” (esimerkiksi Espanja, jo aikaisemmin BAE / UK). Erityisesti Euroopassa defense-markkinan kysyntä ja yhteydenotot ovat kasvaneet merkittävästi, ja erilaisia taktisen viestinnän hankkeita on ilmeisesti lähdössä liikkeelle paljon. Bittium kertoi perustaneensa toimiston Lontooseen, mikä yhtiön mukaan tukee myös tavoitetta osallistua taktisen viestinnän kilpailutuksiin yhteistyössä BAE Systemsin kanssa.

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	96,9	96,5	0 %	105	108	2 %	117	132	13 %
Käyttökate	20,5	18,2	-11 %	28,2	24,7	-12 %	31,5	40,3	28 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,0	11,3	3 %	14,2	15,9	13 %	17,5	26,3	51 %
Liikevoitto	10,0	10,4	4 %	14,2	15,9	13 %	17,5	26,3	51 %
Tulos ennen veroja	9,7	10,2	6 %	14,1	15,9	13 %	17,6	26,4	50 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,30	0,31	3 %	0,40	0,45	13 %	0,50	0,74	50 %
Osakekohtainen osinko	0,18	0,19	3 %	0,28	0,31	13 %	0,35	0,52	50 %

Lähde: Inderes

Bittium, Webcast, Q2'25



...mutta luottamus kasvuun Euroopassa kasvoi

BAE on ollut Bittium aiempi suuri mahdollisuus, joka ei kuitenkaan ole edennyt vuoden aikana konkretiaan erityisesti UK:n suuren kilpailutuksen siirryttyä (poliittisista syistä). Tytäryhtiön perustaminen kuitenkin mielestämme kertoo, että Bittium on edelleen luottavainen BAE-yhteistyön mahdollisuuksista.

UK on teoriassa vielä merkittävästi Espanjaa suurempi mahdollisuus Bittiumille. Luonnollisesti potentiaalisen tilauksen kokoluokka on suurempi jo puolustusvoimien tarpeiden takia, mutta se voi olla Bittiumin näkökulmasta merkittävästi laajempi. BAE on siinä mielessä ideaali kumppani Bittiumille, ettei yhtiöllä valtavasta kokoluokasta huolimatta ole käytännössä kilpailevia tuotteita Bittiumin kanssa, jolloin mahdollisuuksia on myös esimerkiksi TAC WIN -runkoverkon puolella eikä pelkästään Tough SDR -ohjelmistoradioissa (kuten Espanjassa). Näemme BAE / Bittium -yhdistelmällä realistiset mahdollisuudet pärjätä UK:n kilpailutuksessa, kun se joskus käynnistyy. Teoriassa BAE voi myydä yhdistelmää myös globaalisti. Korostamme kuitenkin, ettei menestyksestä ole mitään takeita ja hyvässäkin skenaariossa asiat vievät aikaa.

Potentiaalisia väyliä on paljon

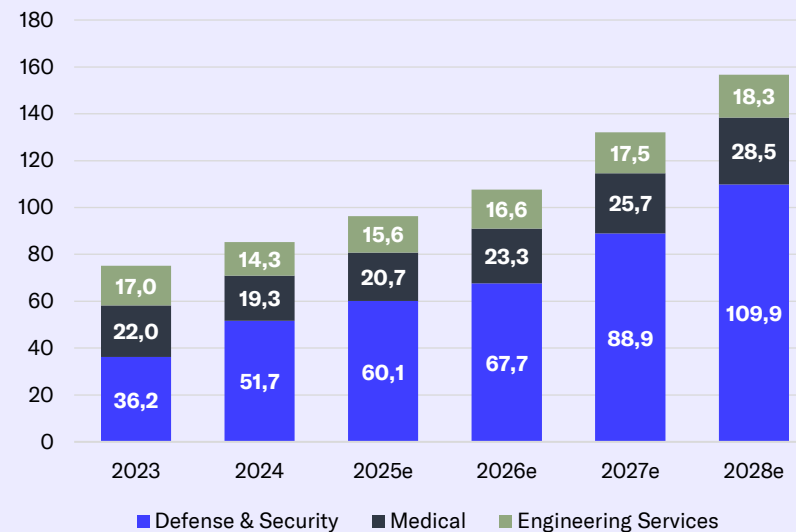
Espanjan ja UK:n lisäksi Bittium on kertonut aiemmin erikoisjoukkotilauksesta toisesta EU-maasta. Nyt vahvistui, että Bittium on tehnyt ”useita” pilottitoimituksia muillekin maille Euroopassa ja joitakin avauksia on tehty myös Aasiaan. Kun huomioidaan vielä varsin suuren todennäköisyyden mahdollisuus Itävallassa, jonne Bittium on aiemmin toimittanut TAC WIN -runkoverkon, alkaa potentiaalisia mahdollisuuksia kansainväliselle kasvulle olla paljon. Tätä kautta myös todennäköisyys Bittiumin uusille maille nykyisten rinnalle (Suomi, Viro, osin Itävalta ja pieni

avaus Kroatiassa) on kasvanut. Bittiumin menestysmahdollisuuksia aiempaan verrattuna parantaa edelleen se, että Israel on tällä hetkellä (ainakin osin) Euroopassa epäsuosiossa ja tätä kautta israelilaiset kilpailijat ovat aiempaa selvästi heikommissa asemassa. Erityisesti Elbit on Bittiumin pääkilpailijoita, ja Espanjan mahdollisuus aukesi juuri Elbitin poissulkemisen kautta. Markkinan aktiivisuus ja voimakas kasvu huomioiden toteammekin, että uusien maiden avaamisen todennäköisyys on nyt selvästi positiivisen puolella ja odotusarvoa voidaan pitää perustellusti hyvänä.

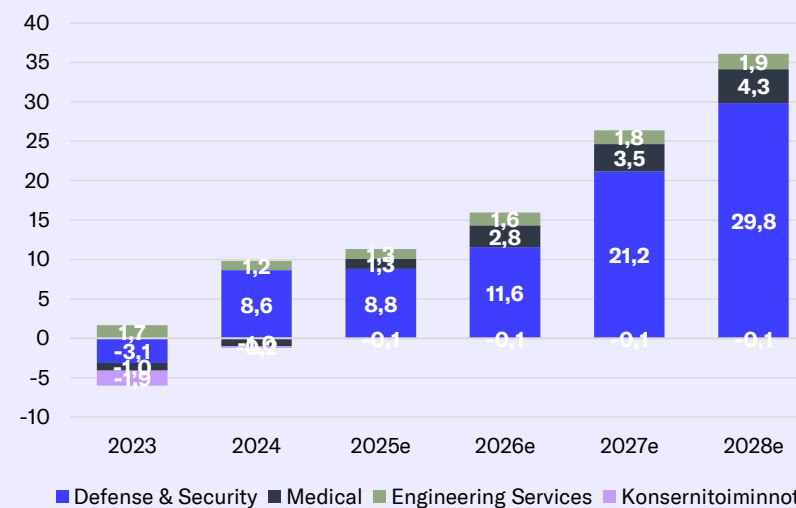
Nostimme keskipitkän aikavälin ennusteita voimakkaasti

Bittiumissa oli aiemmin erikoistilanne, kun huomioimme Indra-yhteistyön potentiaalia tavoitehinnassamme, mutta emme ennusteissamme. Nyt pyrimme luomaan ennusteisiin tulevaisuuden skenaarioon, jossa Defense & Security -segmentti saa avattua tulevana vuosina merkittäviä uusia asiakkuuksia Euroopasta. Käytännössä ennusteemme vaativat vähintään yhden uuden merkittävän defense-asiakkuuden vuoden 2026 aikana, joka näkyy voimakkaana kasvun jatkumisena 2027 ja tästä eteenpäin (suurissa asiakkuuksissa ylösajo voi olla hyvin pitkä). Liikevaihdon kasvu voi teoriassa olla merkittävästi suurempaakin potentiaalisten kumppanuuksien kautta, mutta nykymallissa yhteistyö voi olla lähempänä lisenssimalleja ja oleellisempaa on silloin kannattavuus ja tulovirta. Tätä kautta vuonna 2026 näemme hypyn Defense & Security -segmentin liike tuloksessa. Korostamme, että tämän ajoitus ja kokoluokka on enemmänkin arvaus kuin konkreettinen ennuste. Silti pidämme tätä realistisempaan kuin pelkästään nykyasiakaskuntaan perustuvalla kasvuskenaariolla tällä hetkellä erittäin suotuisan markkinatilanteen ansiosta. Bittiumilla on nyt iskunpaikka, jota se on odottanut vuosia.

Liikevaihdon jakautuminen (MEUR)



Liiketuloksen jakautuminen (MEUR)



Arvostus riippuu defensesen kasvukäyrästä

Uusia avauksia odotetaan ja vaaditaan lähivuosina

Tarkastelemme Bittiumin arvostusta osien summa-analyysin, arvostuskertoimien sekä ennustettujen rahavirtojen kautta. Haasteena on, että Bittiumin seuraavan viiden vuoden tuloskehitystä on mahdotonta arvioida tietämättä, mitä kilpailutuksia se kumppaneineen (esimerkiksi Indra / Espanja ja BAE / UK) tulee lopulta voittamaan ja milloin. Yksittäisen suuren kilpailutuksen voittaminen voisi muuttaa näkymää voimakkaasti. Sekä Espanja että UK olisivat tämmöisiä, ja toisaalta (pienempiä) mahdollisuuksia on monia muitakin. Tätä kautta lopputulemien määrä on valtava. Mahdollista on myös se, ettei uusia avauksia lopulta saada, mutta pidämme tätä nykytiedoilla suhteellisen epätodennäköisenä.

Omissa nykyennusteissamme kansainvälinen kasvu on lähivuosina voimakasta ja ennusteidemme toteutuminen vaatii vähintään yhden suuren läpimurron tai useampia pienempiä. Tietysti tähän vaikuttaa myös Bittiumin roolin koko ja tilausten realisoitumisen aikataulu. Tässä skenaariossa osakkeen käypä arvo voisi olla 8-12 euroa (aik. 7-10 €), mutta näkemys voi muuttua nopeasti tilanteen kehittyessä. Arvon nojatessa yhä enemmän vielä realisoitumattomiin sopimuksiin ennusteisiin liittyvät riskit ovat nousussa, ja Bittiumin osakkeeseen on jo hinnoiteltu todella paljon hyvää. Jos asiat etenevät lopulta hitaasti, kuten ne perinteisesti puolustussektorilla ovat edenneet, sijoittajien keskuudessa nyt vallitseva innostus voi kääntyä jälleen epäuskoksi ja osakekurssi voi laskea merkittävästi.

Osien summa

Nyt vuoden 2026 ennusteisiin nojaava osien summa-laskelma antaa osakkeen arvoksi noin 10,5 euroa. Olemme nostaneet arviotamme Defense & Security - segmentin

yritysarvosta (EV) noin 280 MEUR:oon (aik. 240 MEUR), mikä johtuu ennusteiden voimakkaasta noususta (uusia avauksia otettu mukaan). Hyväksymme segmentille nyt 25x EV/EBIT-kertoimen 2026 ennusteella, mikä on lähes linjassa verrokkien mediaanin (2026e EV/EBIT 24x) kanssa. Sektorin arvostuskertoimet ovat tällä hetkellä Euroopassa huimia erinomaisen näkymän takia. Bittiumin liiketoiminta nojaa edelleen muutamaasi asiakkaisiin nostaen riskejä, mutta vastapainoksi mahdollisuudet ovat isoja.

Näkemyksemme Medical -segmentin arvosta (EV) nousi 69 MEUR:oon (aik. 46 MEUR), kun täälläkin näkymä näyttää aiemmalta paremmalta. Odotuksemme uudesta strategiasta ovat varsin korkealla, ja tätä kautta arvostus (2026 EV/EBIT 18x) on nyt jo lähellä verrokkien erittäin korkeita tasoja. Engineering Solutions-segmentin arvo (EV 16 MEUR) pysyi kokonaisuuden kannalta ”marginaalissa”, ja ennuste 2026e nettokassasta on 18 MEUR:n tasolla ennusteiden noustua.

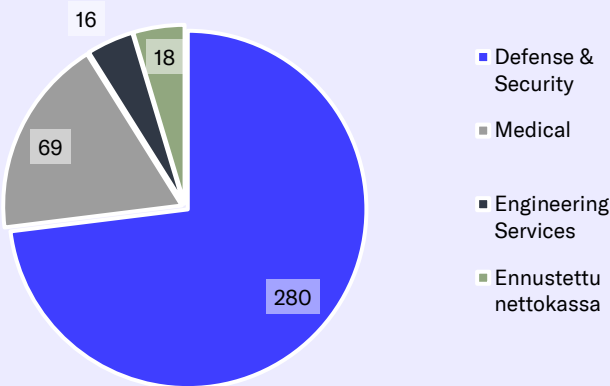
Defensesen kansainvälinen kasvu ratkaisee

Bittiumin osakkeen arvostuksen määrittää lopulta se, miten moneen uuteen maahan Defense & Security -segmentti onnistuu murtautumaan laajalla mittakaavalla lähivuosina. Nykykurssilla vähintään yksi onnistuminen mielestämme vaaditaan, mutta kaksi merkittävää avausta tai kolme kohtuullista avausta nostaisi ennusteita ja liiketoiminnan arvoa. Oma ennusteskenaariomme on mielestämme äärimmäisen aggressiivinen historiaan nähden, mutta mahdollisesti jopa varovainen nykyisessä markkinatilanteessa. Tällä skenaariolla vastaan iskee jo kassavirtamalli, joka antaa osakkeen arvoksi 10,8 € hieman lasketulla 9,5 %:n (oman pääoman) tuottovaatimuksella (aik. 9,8 %). Tätä kautta riski/tuotto-suhde jää vielä vaisuksi ennen kuin tilanne selkeytyy suuntaan tai toiseen.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	11,2	11,2	11,2
Osakemäärä, milj. kpl	35,5	35,5	35,5
Markkina-arvo	397	397	397
Yritysarvo (EV)	391	379	362
P/E (oik.)	36,0	24,9	15,0
P/E	39,2	24,9	15,0
P/B	3,3	3,1	2,8
P/S	4,1	3,7	3,0
EV/Liikevaihto	4,1	3,5	2,7
EV/EBITDA	21,4	15,3	9,0
EV/EBIT (oik.)	34,6	23,8	13,8
Osinko/tulos (%)	65,3 %	70,0 %	70,0 %
Osinkotuotto-%	1,7 %	2,8 %	4,7 %

Lähde: Inderes

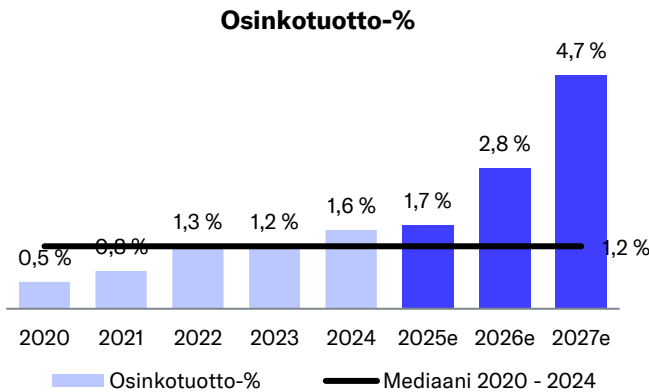
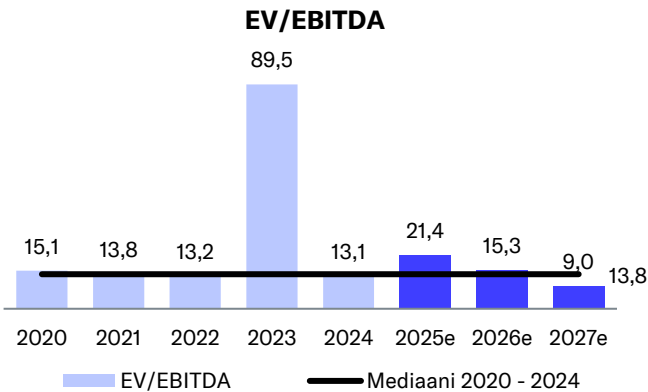
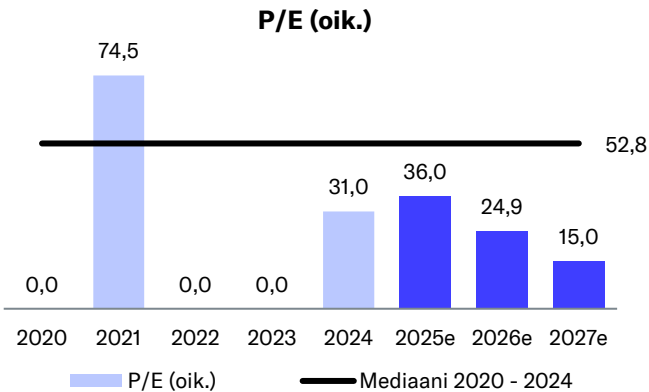
Arvon jakautuminen osien summa



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	5,79	5,30	3,98	4,81	6,36	11,2	11,2	11,2	11,2
Osakemäärä, milj. kpl	35,7	35,7	35,7	35,5	35,5	35,5	35,5	35,5	35,5
Markkina-arvo	207	189	142	171	226	397	397	397	397
Yritysarvo (EV)	205	189	145	185	225	391	379	362	349
P/E (oik.)	>100	74,5	neg.	neg.	31,0	36,0	24,9	15,0	12,2
P/E	>100	74,5	neg.	neg.	31,0	39,2	24,9	15,0	12,2
P/B	1,8	1,6	1,2	1,6	2,0	3,3	3,1	2,8	2,5
P/S	2,6	2,2	1,7	2,3	2,6	4,1	3,7	3,0	2,5
EV/Liikevaihto	2,6	2,2	1,8	2,5	2,6	4,1	3,5	2,7	2,2
EV/EBITDA	15,1	13,8	13,2	89,5	13,1	21,4	15,3	9,0	7,1
EV/EBIT (oik.)	97,4	58,5	>100	neg.	26,1	34,6	23,8	13,8	9,7
Osinko/tulos (%)	65,3 %	56,2 %	neg.	neg.	48,8 %	65,3 %	70,0 %	70,0 %	80,0 %
Osinkotuotto-%	0,5 %	0,8 %	1,3 %	1,2 %	1,6 %	1,7 %	2,8 %	4,7 %	6,6 %

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
Etteplan	273	342	12,2	10,0	8,9	7,1	0,9	0,9	15,0	12,2	2,0	3,3	2,0
Tietoevry	1812	2448	11,3	9,8	19,1	8,5	1,3	1,3	10,5	10,1	8,5	8,6	1,8
Vincit	25	29	69,2	9,4	8,2	4,0	0,4	0,4		11,6	6,7	7,3	0,8
Invisio	1282	1262	37,3	26,4	31,3	22,9	7,6	6,3	52,7	36,9	0,9	1,2	11,8
Thales	47161	50329	19,0	17,0	14,2	13,0	2,3	2,1	24,7	21,0	1,7	1,9	5,8
L3Harris	43294	53327	18,2	16,8	15,7	14,4	2,9	2,7	25,6	21,9	1,8	1,9	2,6
Motorola Solutions	64808	68629	23,4	21,6	21,4	19,8	6,9	6,4	30,5	28,2	1,0	1,0	35,9
Elbit	18887	19283	34,0	27,3	26,3	21,1	2,9	2,6	43,1	34,5	0,5	0,7	
General Dynamics	72495	78662	17,4	16,0	14,9	13,8	1,8	1,7	20,6	18,4	1,9	2,0	3,6
Kongsberg	21874	20974	30,1	25,8	24,6	21,6	4,2	3,6	36,9	32,4	1,7	2,3	11,5
Sectra	6094	5981	100,3	99,7	80,8	84,7	20,5	17,9	115,4	125,2	0,4	0,5	31,7
iRhythm Technologies	4369	4457			88,0	51,6	7,2	6,1					37,0
Masimo	6745	7141	20,5	18,7	17,9	16,4	5,5	5,1	28,4	25,0			
Resmed	35714	35249	23,9	20,8	21,8	19,1	8,0	7,3	29,9	26,2	0,8	0,9	7,2
Nihon Kohden	1702	1606							20,0	18,1	1,7	1,8	1,6
Bittium (Inderes)	397	391	34,6	23,8	21,4	15,3	4,1	3,5	36,0	24,9	1,7	2,8	3,3
Keskiarvo			30,0	24,6	26,4	22,7	4,9	4,6	34,9	30,1	2,3	2,6	11,8
Mediaani			22,0	18,7	19,1	17,7	2,9	3,2	28,4	23,4	1,7	1,9	5,8
Erotus-% vrt. mediaani			58 %	27 %	12 %	-13 %	40 %	12 %	27 %	6 %	-3 %	47 %	-42 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

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	75,2	18,2	19,8	14,0	33,2	85,2	19,3	22,9	17,7	36,5	96,5	108	132	157
Defense & Security		9,3	11,7	6,9	23,7	51,6	10,7	14,3	9,2	25,8	60,1	67,7	88,9	110
Medical		5,2	4,5	4,1	5,5	19,3	4,7	4,8	5,2	6,2	20,8	23,3	25,7	28,5
Engineering Services		3,7	3,6	3,0	4,0	14,3	3,9	3,8	3,3	4,6	15,6	16,6	17,5	18,3
Käyttökate	2,1	3,2	4,2	1,3	8,5	17,2	1,9	2,9	2,4	11,0	18,2	24,7	40,3	49,0
Poistot ja arvonalennukset	-9,5	-2,2	-2,3	-1,6	-2,5	-8,6	-1,5	-1,8	-1,7	-2,8	-7,9	-8,8	-14,0	-13,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	-4,2	1,0	1,9	-0,3	6,0	8,6	0,4	2,0	0,7	8,2	11,3	15,9	26,3	36,0
Liikevoitto	-7,4	1,0	1,9	-0,3	6,0	8,6	0,4	1,1	0,7	8,2	10,4	15,9	26,3	36,0
Defense & Security		0,5	1,9	-0,3	6,5	8,6	0,3	1,7	0,0	6,8	8,8	11,6	21,2	29,8
Medical		0,2	0,0	-0,4	-0,7	-0,9	-0,1	-0,7	0,5	0,8	0,5	2,8	3,5	4,3
Engineering Services		0,3	0,2	0,0	0,7	1,2	0,2	0,2	0,2	0,7	1,2	1,6	1,8	1,9
Konsernitoinninnot		0,0	-0,1	0,4	-0,6	-0,3	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
Nettorahoituskulut	-1,0	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-1,3	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,3
Tulos ennen veroja	-8,4	0,7	1,6	-0,6	5,6	7,4	0,4	1,1	0,6	8,1	10,2	15,9	26,4	36,3
Verot	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-3,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-8,6	0,7	1,6	-0,6	5,6	7,3	0,4	1,0	0,6	8,1	10,1	15,9	26,4	32,6
Nettotulos	-8,6	0,7	1,6	-0,6	5,6	7,3	0,4	1,0	0,6	8,1	10,1	15,9	26,4	32,6
EPS (oikaistu)	-0,15	0,02	0,04	-0,02	0,16	0,20	0,01	0,05	0,02	0,23	0,31	0,45	0,74	0,92
EPS (raportoitu)	-0,24	0,02	0,04	-0,02	0,16	0,20	0,01	0,03	0,02	0,23	0,29	0,45	0,74	0,92

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-%	-8,8 %	21,7 %	-4,4 %	1,0 %	29,3 %	13,3 %	6,4 %	15,7 %	26,1 %	10,0 %	13,2 %	11,6 %	22,8 %	18,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%							-58,3 %	3,3 %	-328,7 %	37,6 %	31,2 %	41,2 %	65,0 %	36,8 %
Käyttökate-%	2,7 %	17,6 %	21,4 %	9,3 %	25,5 %	20,2 %	9,9 %	12,6 %	13,6 %	30,2 %	18,9 %	23,0 %	30,5 %	31,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	-5,6 %	5,5 %	9,8 %	-2,1 %	17,9 %	10,1 %	2,2 %	8,7 %	3,8 %	22,4 %	11,7 %	14,8 %	19,9 %	23,0 %
Nettotulos-%	-11,4 %	3,8 %	8,0 %	-4,0 %	16,8 %	8,5 %	2,2 %	4,5 %	3,2 %	22,2 %	10,5 %	14,8 %	20,0 %	20,8 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	84,6	82,7	80,8	78,1	70,1
Liikearvo	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
Aineettomat hyödykkeet	51,2	51,0	50,3	47,3	40,3
Käyttöomaisuus	18,2	17,0	15,8	16,1	15,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Muut pitkäaikaiset varat	0,8	0,3	0,3	0,3	0,3
Laskennalliset verosaamiset	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4
Vaihtuvat vastaavat	73,1	82,4	84,9	93,8	123
Vaihto-omaisuus	26,6	24,8	28,9	30,1	33,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	38,2	35,8	38,6	40,9	50,2
Likvidit varat	8,3	21,8	17,4	22,8	39,9
Taseen loppusumma	158	165	166	172	193

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	113	119	129	144
Osakepääoma	12,9	12,9	12,9	12,9
Kertyneet voittovarot	72,6	79,2	88,5	104
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	1,3	1,3	1,3	1,3
Muu oma pääoma	26,0	26,0	26,0	26,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	23,9	16,1	10,9	10,9
Laskennalliset verovelat	0,1	0,1	0,1	0,1
Varaukset	5,5	5,5	5,5	5,5
Korolliset velat	18,0	10,2	5,0	5,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,3	0,3	0,3	0,3
Lyhytaikaiset velat	28,5	30,2	32,3	38,3
Korolliset velat	2,9	1,3	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	25,6	28,9	32,3	38,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	165	166	172	193

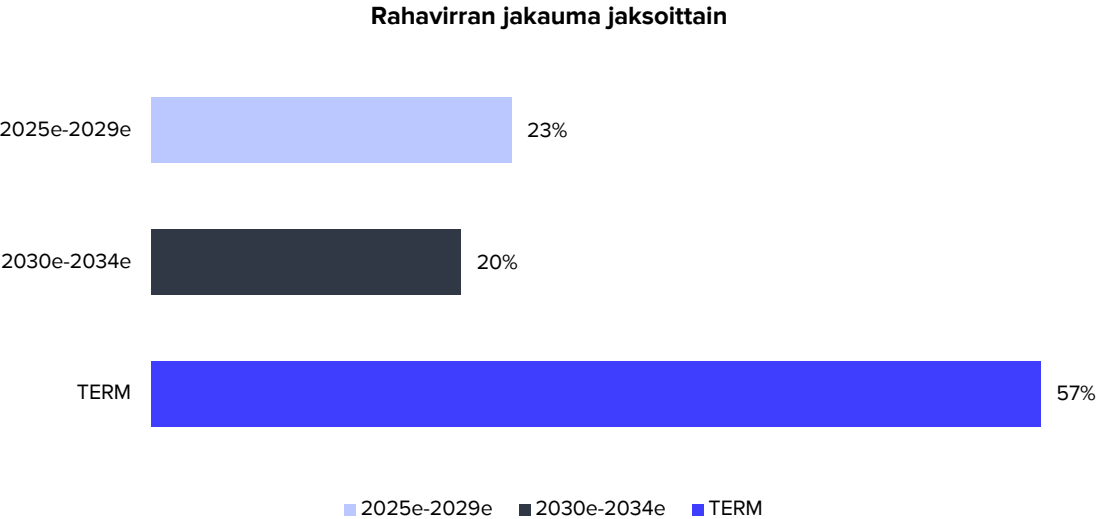
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	13,3 %	13,2 %	11,6 %	22,8 %	18,6 %	15,0 %	13,0 %	10,0 %	7,0 %	5,0 %	3,2 %	3,2 %
Liikevoitto-%	10,1 %	10,8 %	14,8 %	19,9 %	23,0 %	21,0 %	20,0 %	18,0 %	17,0 %	16,5 %	16,5 %	16,5 %
Liikevoitto	8,6	10,4	15,9	26,3	36,0	37,8	40,7	40,3	40,7	41,5	42,9	
+ Kokonaispoistot	8,6	7,9	8,8	14,0	13,0	11,8	12,0	10,2	9,2	8,6	8,2	
- Maksetut verot	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-3,6	-7,6	-8,2	-8,1	-8,2	-8,4	-8,7	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	7,4	-3,5	-0,2	-6,2	-8,4	-8,0	-8,0	-6,9	-5,3	-4,1	-2,7	
Operatiivinen kassavirta	24,5	14,6	24,6	34,1	37,0	34,1	36,6	35,5	36,4	37,7	39,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-6,7	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0	-6,5	-7,5	-7,5	-7,5	-8,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	18,5	8,6	18,6	28,1	31,0	28,1	30,1	28,0	28,9	30,2	31,2	
+/- Muut	-5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	13,4	8,6	18,6	28,1	31,0	28,1	30,1	28,0	28,9	30,2	31,2	514
Diskontattu vapaa kassavirta		8,3	16,4	22,7	22,8	18,9	18,5	15,7	14,8	14,2	13,4	220
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		385	377	361	338	315	296	278	262	247	233	220
Velaton arvo DCF		385										
- Korolliset velat		-20,9										
+ Rahavarat		21,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-3,5										
Oman pääoman arvo DCF		383										
Oman pääoman arvo DCF per osake		10,8										

Pääoman kustannus (WACC)

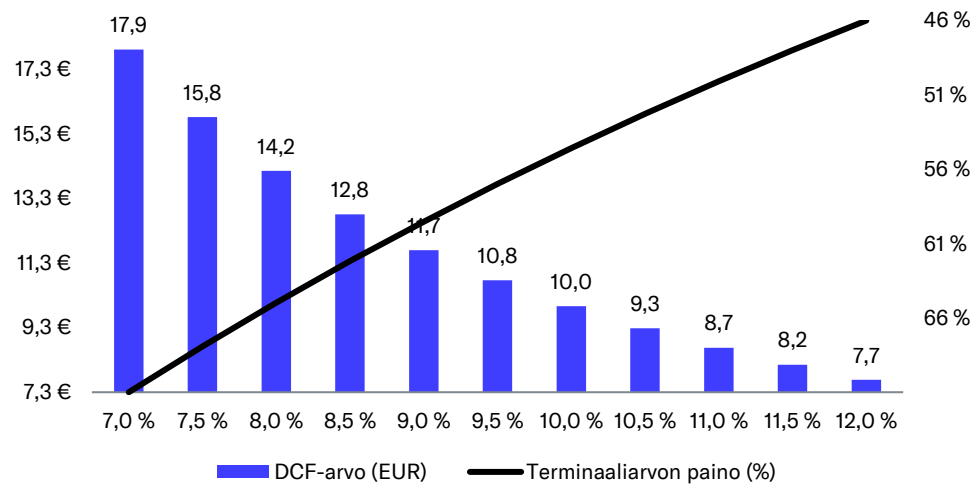
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,48
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,25 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,5 %

Lähde: Inderes

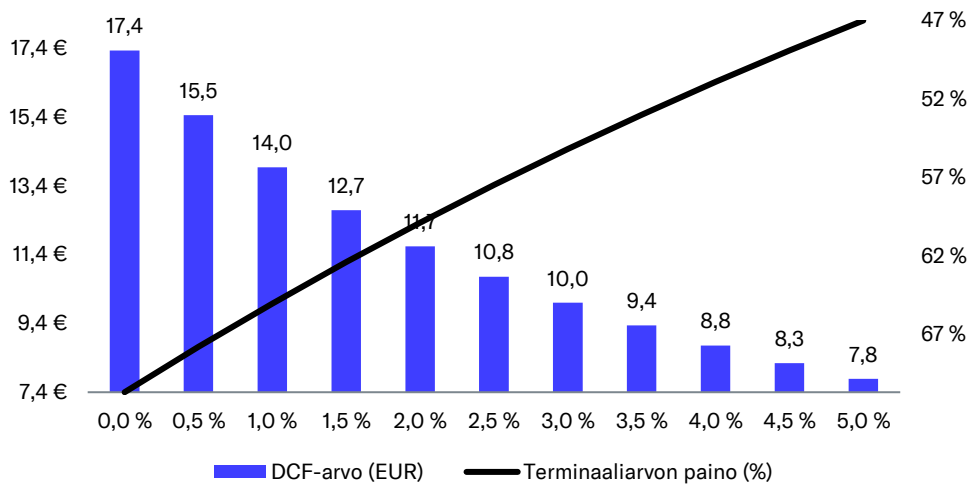


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

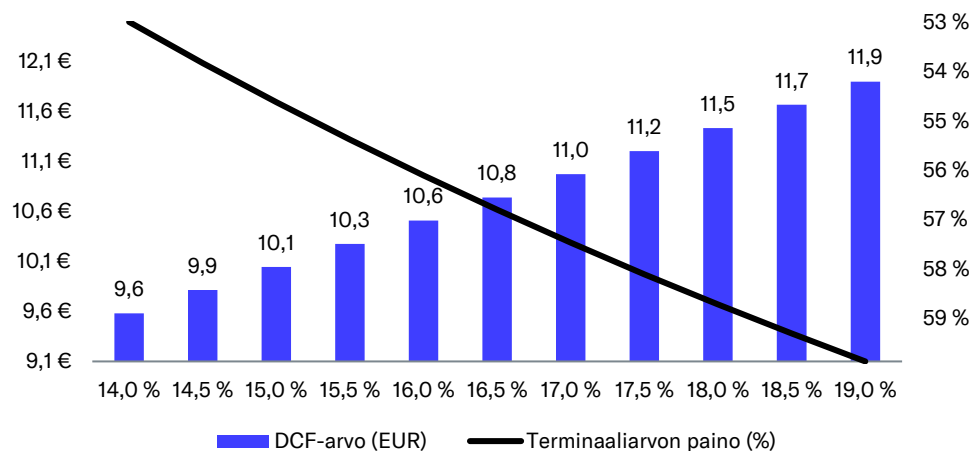
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



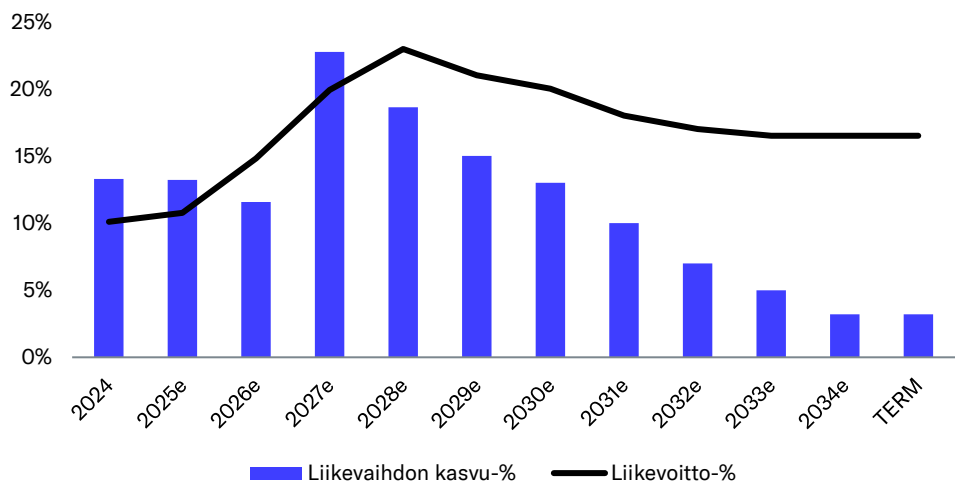
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	82,5	75,2	85,2	96,5	107,6	EPS (raportoitu)	-0,01	-0,24	0,20	0,29	0,45
Käyttökate	11,0	2,1	17,2	18,2	24,7	EPS (oikaistu)	-0,01	-0,15	0,20	0,31	0,45
Liikevoitto	0,3	-7,4	8,6	10,4	15,9	Operat. Kassavirta / osake	0,18	-0,04	0,69	0,41	0,69
Voitto ennen veroja	-0,4	-8,4	7,4	10,2	15,9	Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,08	-0,30	0,38	0,24	0,52
Nettovoitto	-0,4	-8,6	7,3	10,1	15,9	Omapääoma / osake	3,24	3,03	3,18	3,37	3,63
Kertaluontoiset erät	0,0	-3,2	0,0	-0,9	0,0	Osinko / osake	0,05	0,06	0,10	0,19	0,31
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	169,7	157,7	165,1	165,7	171,9	Liikevaihdon kasvu-%	-5 %	-9 %	13 %	13 %	12 %
Oma pääoma	115,8	107,6	112,8	119,4	128,7	Käyttökatteen kasvu-%	-20 %	-81 %	732 %	6 %	35 %
Liikearvo	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	Liikevoiton oik. kasvu-%	-90 %	-1345 %	-303 %	31 %	41 %
Nettovelat	3,4	14,3	-0,9	-5,8	-17,8	EPS oik. kasvu-%	-116 %	1216 %	-236 %	52 %	45 %
						Käyttökate-%	13,4 %	2,7 %	20,2 %	18,9 %	23,0 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Oik. Liikevoitto-%	0,4 %	-5,6 %	10,1 %	11,7 %	14,8 %
Käyttökate	11,0	2,1	17,2	18,2	24,7	Liikevoitto-%	0,4 %	-9,9 %	10,1 %	10,8 %	14,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-4,1	-3,1	7,4	-3,5	-0,2	ROE-%	-0,4 %	-7,7 %	6,6 %	8,7 %	12,8 %
Operatiivinen kassavirta	6,3	-1,3	24,5	14,6	24,6	ROI-%	0,2 %	-5,4 %	6,7 %	8,0 %	12,2 %
Investoinnit	-9,2	-9,1	-6,7	-6,0	-6,0	Omavaraisuusaste	70,1 %	70,1 %	69,9 %	74,0 %	77,1 %
Vapaa kassavirta	-3,0	-10,7	13,4	8,6	18,6	Nettovelkaantumisaste	2,9 %	13,3 %	-0,8 %	-4,9 %	-13,8 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	1,8	2,5	2,6	4,1	3,5						
EV/EBITDA	13,2	89,5	13,1	21,4	15,3						
EV/EBIT (oik.)	>100	neg.	26,1	34,6	23,8						
P/E (oik.)	neg.	neg.	31,0	36,0	24,9						
P/B	1,2	1,6	2,0	3,3	3,1						
Osinkotuotto-%	1,3 %	1,2 %	1,6 %	1,7 %	2,8 %						

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 suosituskin 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 arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
-------	--

Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
---------	--

Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko
-----	---

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

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

Suositushistoria (>12 kk)			
Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18.11.2019	Lisää	7,20 €	6,44 €
30.12.2019	Osta	7,20 €	6,04 €
24.1.2020	Vähennä	7,20 €	7,13 €
14.2.2020	Vähennä	6,50 €	6,50 €
27.2.2020	Lisää	6,50 €	5,87 €
15.4.2020	Lisää	5,90 €	5,61 €
4.5.2020	Lisää	6,00 €	5,58 €
7.8.2020	Lisää	7,00 €	6,43 €
14.10.2020	Vähennä	7,00 €	7,39 €
2.11.2020	Vähennä	6,00 €	5,92 €
30.11.2020	Lisää	5,50 €	5,24 €
25.1.2021	Vähennä	6,80 €	7,00 €
12.2.2021	Lisää	6,80 €	6,43 €
30.4.2021	Lisää	7,30 €	6,83 €
9.8.2021	Lisää	6,40 €	5,81 €
25.10.2021	Vähennä	6,00 €	5,73 €
5.1.2022	Lisää	6,00 €	5,25 €
11.2.2022	Lisää	5,50 €	5,12 €
2.5.2022	Vähennä	5,50 €	5,40 €
10.8.2022	Lisää	5,50 €	4,99 €
24.10.2022	Lisää	4,40 €	3,78 €
13.2.2023	Lisää	4,50 €	4,08 €
28.4.2023	Lisää	4,50 €	4,00 €
7.8.2023	Lisää	4,50 €	3,95 €
18.9.2023	Lisää	4,20 €	3,80 €
23.10.2023	Lisää	4,20 €	3,48 €
31.10.2023	Lisää	5,00 €	4,39 €
12.2.2024	Lisää	5,00 €	4,52 €
29.4.2024	Vähennä	6,50 €	6,10 €
20.5.2024	Lisää	7,20 €	6,56 €
18.7.2024	Vähennä	8,00 €	8,24 €
12.8.2024	Lisää	8,00 €	6,86 €
21.10.2024	Vähennä	7,50 €	7,02 €
11.11.2024	Lisää	7,50 €	6,70 €
23.12.2024	Vähennä	7,00 €	6,86 €
19.2.2025	Vähennä	6,80 €	6,56 €
26.3.2025	Vähennä	7,80 €	8,10 €
30.4.2025	Vähennä	7,00 €	6,64 €
21.7.2025	Vähennä	10,00 €	10,70 €
11.8.2025	Vähennä	10,50 €	11,18 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**