

GOFORE

18.02.2026 21.00 EET



Joni Grönqvist
+358 40 515 3113
joni.gronqvist@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Arvostus houkuttelee disruptiopelkojen keskellä

Nostamme Goforen osakkeen suosituksen ennen Q4-raporttia Lisää-tasolle (aik. Vähennä) kurssilaskun ajamana. Laskemme samalla tavoitehinnan 13,0 euroon (aik. 15,5€) heijastellen kohonnutta operatiivista ja tekoälydisruptiuhan myötä myös arvostustasoihin liittyvää riskitasoa. Goforen liikevaihto kasvoi yritystoston vetämänä, ja arvioimme kannattavuuden parantuneen selvästi edellisistä neljänneksistä Q4:llä. Goforen vuoden 2026 kehitykseen liittyy kuitenkin edelleen epävarmuutta, erityisesti kannattavuuden osalta. Osakkeen riskituotto-suhde on kuitenkin kääntynyt jo houkuttelevaksi ennen raporttia. Gofore julkaisee tilinpäätöksen keskiviikkona, ja yhtiön tuloslukut voi seurata [tästä](#) kello 13.00. Lisäksi tekemäämme tuloslivelähetystä voi seurata [tästä](#) kello 8.55 alkaen.

Liikevaihto kasvoi vahvasti Huld-yritystoston vetämänä Q4:llä

Goforen liikevaihto on jo liiketoimintakatsausten myötä tiedossa ja kasvoi 20 % 59,6 MEUR:oon Q4:llä. Liikevaihdon kasvua veti Huld-yritystosto ja [jouluuun](#) hyvä suoritus tuki sitä. Orgaanisesti arvioimme kehityksen parantuneen ja olleen 0 % (Q3 -3 %). Työpäiviä oli neljänneksellä yksi vertailukautta enemmän, mikä tukee liikevaihtoa vajaa 2 %.

Odotamme kannattavuuden parantuneen selvästi

Kannattavuuden arvioimme parantuneen selvästi alkuvuoden heikoista tasoista toteutettujen säästötoimenpiteiden (Q2:lla toteutetut, josta H2:lle 2,4 MEUR:n säästöt) sekä loppuvuodelle ajoittuvan sopimuskiistan korvauserän ansiosta. Gofore ei oikaissut koko 3,0 MEUR:n [riita-asian korvauserää](#), vaan kirjasi viime vuoden 1,2 MEUR:n osuuden tulokseen ja korkotuottoja 0,3 MEUR. Muokkasimme Q4-ennusteitamme tämän mukaisesti. Ilman tätä ohjeistus olisi arviomme mukaan aivan ohjeistuksen alalaidalla (2025e 8,7 %, ohjeistus 8-10 %). Näin odotamme oikaistun EBITAn olleen 8,1 MEUR eli 13,6 % Q4:llä. Arvioimme yhtiön hallituksen ehdottavan 0,49 euron osakekohtaisen osingon maksamista vuodelta 2025, mikä on sentin korotus edellisestä vuodesta.

Markkinatilanne jatkui haastavana Q4:llä

IT-palvelusektorin markkinatilanne vaikuttaa jo raportoitujen IT-palveluyhtiöiden perusteella olleen edelleen vaikea Q4:llä. Julkisen sektorin haastavuus ei vielä ole juurikaan heijastunut Goforen lukuihin, ja se tulee väistämättä vaikuttamaan myös yhtiöön.

Alkuvuodesta sijoittajien suuri huolenaihe erityisesti SaaS-ohjelmistoyhtiöistä ja myös IT-palveluyhtiöistä keskusteltaessa on ollut tekoälyn luoma disruptiuhka. Tämä on painanut sektorin arvostustasoja. Yleinen taloustilanne on pysytellyt melko herkässä tilassa geopolittisten jännitteiden takia, mutta samaan aikaan on saatu myös orastavan positiivisia signaaleja, joista pörssien yleinen hyvä kehitys on yksi esimerkki.

Odotamme tuloksen kasvavan selvästi vuonna 2026

Katseemme raportissa kohdistuvat erityisesti vuoteen 2026, jolloin yhtiön on keskeistä kääntää orgaaninen kasvu jälleen positiiviseksi haastavan markkinatilanteen keskellä. Lisäsimme [Essentri-yritystoston](#) ennusteisiimme. Ennustamme liikevaihdon kasvavan 19 % (orgaanisesti -1 %) ja oikaistun EBITA:n olevan 10,6 % liikevaihdosta vuonna 2026. Kannattavuutta tukevat kahdet [tehostamistoimet](#) ja heikkoon vertailuvuoteen verrattuna ”ehjä” vuosi. Goforen kannattavuuteen liittyy kuitenkin epävarmuutta, joka johtuu suurilta osin tekoälyn disruptiuhkasta (volyymi ja hintapaine) sekä julkisen sektorin pitkään jatkuneesta heikkoudesta ja Goforen kykyvystä operoida samalla kannattavuudella tässä markkinassa, kun suurempia vanhoja hyviä sopimuksia loppuu.

Arvostuskuva kääntynyt jopa hyvin houkuttelevaksi, mutta kohonnut riskitaso hillitsee voimakkainta ostointoa

Goforen osakekurssi on laskenut lähes 30 % arviomme mukaan kannattavuuteen liittyvän epävarmuuden ja sektorin tekoäly-disruptiuhan ajamana. Näin osakkeen arvostustaso on laskenut jopa hyvin houkuttelevalle tasolle (2026e EV/EBITA 8x, oik. P/E 10x ja DCF 15,5 €). Koholla oleva operatiivinen ja tekoälydisruptiuhan myötä myös arvostustasoihin liittyvä riskitaso hillitsee kuitenkin voimakkainta ostointoa.

Suositus

Lisää

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

13,00 EUR

(aik. 15,50 EUR)

Osakekurssi:

10,80 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	186	191	229	238
kasvu-%	-2 %	3 %	19 %	4 %
EBIT oik.	23,9	16,6	24,2	25,7
EBIT-% oik.	12,8 %	8,7 %	10,6 %	10,8 %
Nettotulos	16,3	9,2	13,0	13,9
EPS (oik.)	1,24	0,84	1,13	1,19

P/E (oik.)	17,9	12,9	9,6	9,1
P/B	3,3	1,6	1,5	1,4
Osinkotuotto-%	2,2 %	4,5 %	4,7 %	4,9 %
EV/EBIT (oik.)	13,2	11,8	7,8	6,9
EV/EBITDA	11,1	9,5	6,5	5,7
EV/Liikevaihto	1,7	1,0	0,8	0,7

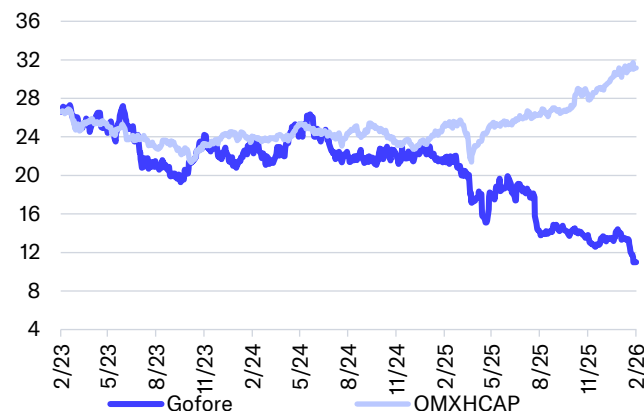
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

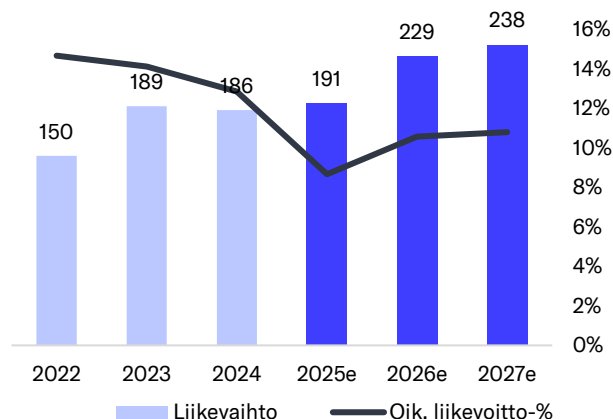
Gofore ohjeistaa koko vuoden 2025 oikaistun EBITAn asettuvan 8-10 %:iin liikevaihdosta (sisältäen myös Huld-yritystoston).

Osakekurssi



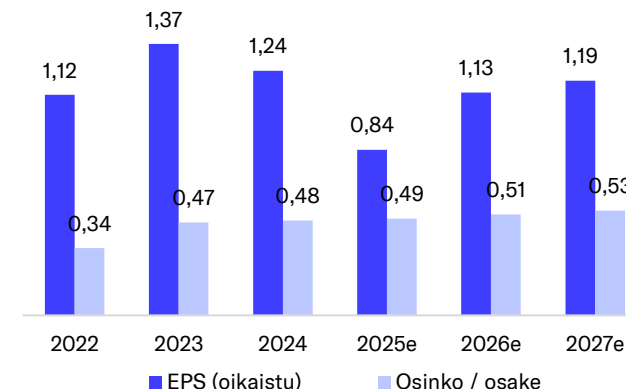
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Saavutetun menestyksen monistaminen laajemmille markkinoille ja erityisesti vahvemmin yksityiselle sektorille
- Kansainvälistyminen
- Toimiminen markkinan kasvavissa toimialoissa ja asemoituminen kasvaville palvelualueille
- Arvonluonti orgaanisen kasvun ja yrityskauppojen kautta
- Mahdollinen paluu lähemmäs historiallisia kannattavuustasoja
- Organisaatiomalli ja kulttuuri kilpailuetuina

Riskitekijät

- Heikon markkinatilanteen pitkittyminen ja heikkouden laajentuminen voimakkaammin uusille osa-alueille. Erityisesti hintakilpailun vaikutukset.
- Tekoälyn disruptiivuhka
- Palkkainflaatio, vaihtuvuus ja korkeat rekrytointikulut
- Suomen julkishallinnon säästötarpeet
- Riippuvuus suurista asiakkaista ja Suomen julkishallinnon sektorista
- Kulttuurin ja työnantajaimagon säilyttäminen
- Yrityskaupat ja kansainvälistyminen

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	10,8	10,8	10,8
Osakemäärä, milj. kpl	16,2	16,2	16,2
Markkina-arvo	175	175	175
Yritysarvo (EV)	196	190	177
P/E (oik.)	12,9	9,6	9,1
P/E	19,0	13,5	12,6
P/B	1,6	1,5	1,4
P/S	0,9	0,8	0,7
EV/Liikevaihto	1,0	0,8	0,7
EV/EBITDA	9,5	6,5	5,7
EV/EBIT (oik.)	11,8	7,8	6,9
Osinko/tulos (%)	86,3 %	63,9 %	62,0 %
Osinkotuotto-%	4,5 %	4,7 %	4,9 %

Lähde: Inderes

Ennusteissa selvä parannus loppuvuonna

Liikevaihto kasvoi vahvasti Huld-yritystoston vetämänä Q4:llä

Goforen liikevaihto on jo liiketoimintakatsausten myötä tiedossa ja kasvoi 20 % 59,6 MEUR:oon Q4:llä. Liikevaihdon kasvua veti Huld-yritystosto ja joulukuun hyvä suoritus tuki sitä. Orgaanisesti arvioimme kehityksen parantuneen ja olleen 0 % (Q3 -3 %). Työpäiviä oli neljänneksellä yksi vertailukautta enemmän, mikä tukee liikevaihtoa vajaa 2 %.

Odotamme kannattavuuden parantuneen selvästi tehostamistoimien ajamana

Kannattavuuden arvioimme parantuneen selvästi alkuvuoden heikoista tasoista toteutettujen säästötoimenpiteiden (Q2:lla toteutetut, josta H2:lle 2,4 MEUR:n säästöt) sekä loppuvuodelle ajoittuvan sopimuskiistan korvauserän ansiosta. Gofore ei oikaissut koko 3,0 MEUR:n riita-asian korvauserää, vaan kirjasi viime vuoden 1,2 MEUR:n osuuden tulokseen ja korkotuottoja 0,3 MEUR. Muokkasimme Q4-ennusteitamme tämän mukaisesti. Tämä luonnollisesti helpotti vuoden 2025 tulosohjeistuksen saavuttamista ja poisti tulosvaroitusriskin.

Ilman tätä ohjeistus olisi arviomme mukaan aivan ohjeistuksen alalaidalla (2025e 8,7 %, ohjeistus 8-10 %). Näin odotamme oikaistun EBITAn olleen 8,1 MEUR eli 13,6 % Q4:llä. Osakekohtaisen oikaistun tuloksen ennustamme olleen 0,40 euroa ja raportoidun 0,41 euroa.

Arvioimme yhtiön hallituksen ehdottavan 0,49 euron osakekohtaisen osingon maksamista vuodelta 2025, mikä on sentin korotus edellisestä vuodesta. Tämä vastaa korkeaa lähes 90 % tuloksesta, mutta vajaata 60 % oikaistusta tuloksesta. Kassaa on yritystostojen jälkeen edelleen hyvin, ja kassavirta vahvistaa sitä jatkuvasti. Siten arvioimme yhtiön jakavan suhteellisesti korkeamman osuuden tuloksesta osinkoina ja haluavan jatkaa kasvavan osingon uralla.

Markkinatilanne jatkui haastavana Q4:llä

IT-palvelusektorin markkinatilanne vaikuttaa jo raportoitujen IT-palveluyhtiöiden perusteella olleen edelleen vaikea Q4:llä. Asiakasyritykset hakivat loppuvuonna säästöjä, mikä johti IT-konsulttien lomauttamisiin tehokkuuden parantamiseksi. Tämä on heijastunut vaihtelevasti yhtiöiden kannattavuuksiin.

Yksityiseltä sektorilta on jälleen kuultu pieniä positiivisia signaaleja viime kuukausina, mutta mitään suurempaa juhlanaihetta ei valitettavasti vielä ole. Goforelle tärkeä kotimaan julkinen sektori on ymmärryksemme mukaan edelleen isossa kuvassa vaikea, ja siellä haasteena ovat erityisesti kireästä kilpailusta johtuvat matalat asiakashinnat. Julkisen sektorin haastavuus ei vielä ole juurikaan heijastunut Goforen lukuihin, ja se tulee väistämättä vaikuttamaan myös yhtiöön. Sen ajoitusta ja mittakaavaa on kuitenkin haastavaa arvioida, sillä meillä ei ole näkyvyyttä olevassa olevaan sopimuskantaan ja yhtiö on suhteellisen hyvin tässä asiakassegmentissä pystynyt käymään puolustustaistelua. Riski on kuitenkin tärkeä huomioida.

Alkuvuodesta sijoittajien suuri huolenaihe erityisesti SaaS-ohjelmistoyhtiöistä ja myös IT-palveluyhtiöistä keskusteltaessa on ollut tekoälyn luoma disruptiiohka. Tämä on painanut sektorin arvostustasoa. Yleinen taloustilanne on pysytellyt melko herkässä tilassa geopolitiittisten jännitteiden takia, mutta samaan aikaan on saatu myös orastavan positiivisia signaaleja, joista pörssien yleinen hyvä kehitys on yksi esimerkki.

Ennustetaulukko	Q4'24	Q4'25	Q4'25e	Q4'25e	Konsensus		2025e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	49,8		59,6				191
Orgaaninen kasvu-%	-3,6 %		-0,3 %				19139 %
EBITA (oik.)	6,7		8,1				16,6
Liikevoitto	5,7		8,6				12,0
EPS (oik.)	0,37		0,40				0,84
EPS (raportoitu)	0,31		0,41				0,57
Osinko/osake	0,48		0,49				0,49
Liikevaihdon kasvu-%	-3,6 %		19,6 %				2,8 %
EBITA-% (oik.)	13,4 %		13,6 %				8,7 %

Lähde: Inderes

Lisäsimme Essentri-yritystoston ennusteisiimme

Odotamme liikevaihdon ja tuloksen kasvavan selvästi, mutta epävarmuutta on kuitenkin tulokasvun kulmakertoimessa

sopimuksia loppuu.

Katseemme raportissa kohdistuvat erityisesti vuoteen 2026, jolloin yhtiön on keskeistä kääntää orgaaninen kasvu jälleen positiiviseksi haastavan markkinatilanteen keskellä. Lisäsimme Essentri-yritystoston ennusteisiimme. Lisäksi teimme pienet tarkennukset Q4-tulokseen, johtuen kiista-asian kirjanpidosta.

Ennustamme liikevaihdon kasvavan 19 % ja oikaistun EBITA:n olevan 10,6 % liikevaihdosta vuonna 2026. Kannattavuutta tukevat kahdet tehostamistoimet ja heikkoon vertailuvuoteen verrattuna ”ehjä” vuosi. Goforen kannattavuuteen liittyy kuitenkin epävarmuutta, joka johtuu suurilta osin tekoälyn disruptiouhkasta (volyymi ja hintapaine) sekä julkisen sektorin pitkään jatkuneesta heikkoudesta ja Goforen kykyvystä operoida samalla tasolla tässä markkinassa, kun suurempia vanhoja hyviä

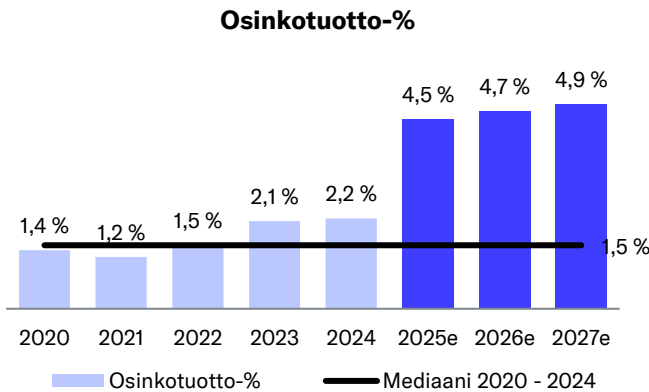
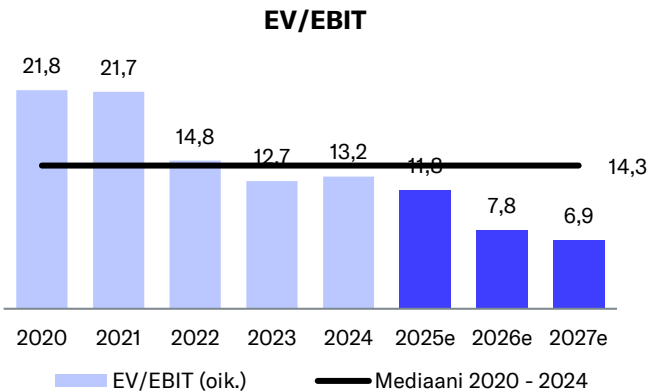
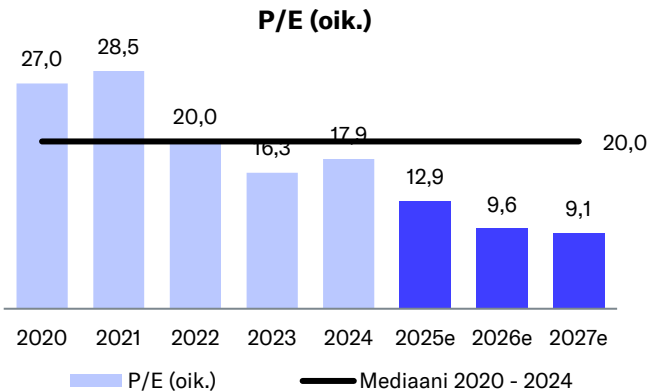
Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	191,4	191,4	0 %	217	229	5 %	226	238	5 %
Käyttökate	20,8	20,7	0 %	28,1	29,3	4 %	29,5	30,8	4 %
EBITA (oik.)	15,4	16,6	8 %	22,9	24,2	5 %	24,4	25,7	5 %
Liikevoitto	12,1	12,0	-1 %	17,6	18,8	7 %	19,0	20,3	7 %
Tulos ennen veroja	12,1	12,3	2 %	17,0	18,2	7 %	18,4	19,5	6 %
EPS (oik.)	0,78	0,84	8 %	1,08	1,13	4 %	1,15	1,19	3 %
Osakekohtainen osinko	0,49	0,49	0 %	0,51	0,51	0 %	0,53	0,53	0 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	17,2	22,6	22,4	22,4	22,2	10,8	10,8	10,8	10,8
Osakemäärä, milj. kpl	14,0	15,1	15,5	15,7	15,7	16,2	16,2	16,2	16,2
Markkina-arvo	241	341	347	351	349	175	175	175	175
Yritysarvo (EV)	235	317	325	340	316	196	190	177	164
P/E (oik.)	27,0	28,5	20,0	16,3	17,9	12,9	9,6	9,1	8,5
P/E	34,9	38,0	29,0	19,6	21,4	19,0	13,5	12,6	11,5
P/B	6,7	5,6	4,4	3,8	3,3	1,6	1,5	1,4	1,3
P/S	3,1	3,3	2,3	1,9	1,9	0,9	0,8	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	3,0	3,0	2,2	1,8	1,7	1,0	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	19,1	18,6	14,3	11,2	11,1	9,5	6,5	5,7	5,1
EV/EBIT (oik.)	21,8	21,7	14,8	12,7	13,2	11,8	7,8	6,9	6,0
Osinko/tulos (%)	48,8 %	47,1 %	44,1 %	41,1 %	46,2 %	86,3 %	63,9 %	62,0 %	58,3 %
Osinkotuotto-%	1,4 %	1,2 %	1,5 %	2,1 %	2,2 %	4,5 %	4,7 %	4,9 %	5,1 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e
Digia*	166	179	7,7	6,6	6,7	5,7	0,79	0,71	9,5	8,7	3,4	3,7
Digital Workforce*	30	24	9,1	6,2	8,4	6,0	0,70	0,58	11,7	8,8	3,6	4,4
Loihde*	73	76	13,5	10,4	5,7	5,1	0,51	0,48	16,9	13,0	6,1	6,7
Netum Group*	13	19	8,8	7,6	8,0	7,2	0,54	0,51	25,0	13,9	3,8	5,7
Siili Solutions*	33	34	7,6	5,2	4,3	3,3	0,32	0,28	10,3	7,4	2,9	3,7
Solteq*	8	32	13,0	10,5	9,1	7,8	0,69	0,67		67,5		
Tieto	2223	2767	12,2	11,6	9,0	8,7	1,54	1,50	12,2	11,2	6,1	6,5
Vincit*	23	26	11,8	7,9	4,0	3,3	0,39	0,36	15,4	9,9	5,1	6,5
Witted Megacorp*	20	13	8,1	5,6	7,9	5,4	0,22	0,19	15,0	11,5	1,5	1,5
Bouvet	447	482	10,7	9,8	8,9	8,2	1,31	1,22	13,0	11,8	7,4	8,1
CombinedX	59	66	8,5	6,8	4,7	4,3	0,67	0,64	9,7	7,7		
Avensia AB	25	27	5,8	5,3	4,4	4,2	0,68	0,64	7,0	6,4		
Knowit	305	345	14,5	10,9	6,7	5,9	0,63	0,60	11,1	9,1	2,7	3,6
Netcompany Group	1915	2364	14,6	12,4	11,0	9,6	1,90	1,77	16,0	12,7		
Epam Systems Inc	7753	6729	8,9	8,0	8,1	7,3	1,37	1,26	13,3	11,9		
Endava PLC	234	455	6,5	5,4	4,6	4,0	0,54	0,52	4,8	3,8		
Kainos Group PLC	957	842	12,2	10,3	10,9	9,3	1,81	1,65	17,5	14,8	4,2	4,5
Globant SA	1836	2089	6,8	6,3	4,9	4,6	0,99	0,94	7,9	7,3		
Accenture PLC	116447	113536	11,6	10,9	9,5	8,9	1,82	1,73	16,2	15,0	2,8	3,1
Atos SE	836	2285	6,6	5,4	3,3	2,7	0,32	0,31	10,6	6,8		
IBM	206895	246444	19,2	17,9	14,3	13,5	4,11	3,92	21,2	19,5	2,6	2,6
CGI Inc	13499	15634	9,2	8,8	7,6	7,3	1,51	1,46	11,3	10,4	0,7	0,7
Wipro Ltd	20790	17313	12,4	11,3	10,3	9,5	2,01	1,89	16,8	15,9	5,1	4,9
Gofore (Inderes)	175	196	7,8	6,9	6,5	5,7	0,83	0,74	9,6	9,1	4,7	4,9
Keskiarvo (kaikki)			10,4	8,7	7,5	6,6	1,10	1,04	13,3	13,3	3,9	4,4
Mediaani (kaikki)			9,2	8,0	7,9	6,0	0,70	0,67	12,6	11,2	3,6	4,4
<i>Erotus-% vrt. mediaani (kaikki)</i>			-15 %	-14 %	-18 %	-5 %	19 %	11 %	-24 %	-19 %	33 %	13 %
Mediaani (Suomalaiset)			9,9	7,8	7,9	5,9	0,6	0,5	13,0	11,3	3,8	5,7
<i>Erotus-% vrt. mediaani (Suomalaiset)</i>			-21 %	-12 %	-18 %	-2 %	35 %	36 %	-26 %	-20 %	25 %	-13 %

Lähde: Refinitiv ja *oikaistu Inderes ennuste / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	150	189	49,2	48,0	39,1	49,8	186	46,4	44,2	41,2	59,6	191	229	238	249
Käyttökate	22,7	30,4	7,8	7,1	6,0	7,6	28,5	4,8	0,8	3,9	11,2	20,7	29,3	30,8	32,5
Poistot ja arvonalennukset	-6,1	-7,4	-2,0	-1,9	-1,9	-1,9	-7,7	-2,0	-1,9	-2,2	-2,6	-8,6	-10,5	-10,5	-10,5
EBITA (oik.)	22,0	26,7	6,8	6,1	4,4	6,7	23,9	3,7	1,2	3,6	8,1	16,6	24,2	25,7	27,4
Liikevoitto	16,6	23,0	5,8	5,2	4,1	5,7	20,8	2,8	-1,1	1,8	8,6	12,0	18,8	20,3	22,0
Nettorahoituskulut	-0,8	-0,1	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,6	0,1	0,0	-0,1	0,2	0,2	-0,6	-0,8	-0,5
Tulos ennen veroja	15,9	22,9	5,7	5,4	4,4	5,9	21,3	2,9	-1,1	1,7	8,8	12,3	18,2	19,5	21,5
Verot	-3,7	-4,6	-1,3	-1,3	-1,0	-0,9	-4,5	-1,0	0,4	0,1	-2,0	-2,5	-4,7	-5,1	-5,6
Vähemmistöosuudet	-0,3	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,5	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6
Nettotulos	12,0	17,9	4,3	3,9	3,3	4,8	16,3	1,8	-0,9	1,7	6,6	9,2	13,0	13,9	15,3
EPS (oikaistu)	1,12	1,37	0,34	0,31	0,23	0,37	1,24	0,16	0,07	0,21	0,40	0,84	1,13	1,19	1,28
EPS (raportoitu)	0,77	1,14	0,27	0,25	0,21	0,31	1,04	0,11	-0,05	0,10	0,41	0,57	0,80	0,85	0,94

Tunnusluvut	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	43,5 %	26,2 %	0,2 %	0,9 %	-4,2 %	-3,6 %	-1,6 %	-5,7 %	-7,9 %	5,2 %	19,6 %	2,8 %	19,4 %	4,1 %	4,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		21,5 %	-18,2 %	12,8 %	-7,7 %	-19,3 %	-10,4 %	-45,4 %	-80,9 %	-17,6 %	21,5 %	-30,7 %	45,8 %	6,3 %	6,5 %
Käyttökate-%	15,2 %	16,1 %	15,7 %	14,8 %	15,3 %	15,3 %	15,3 %	10,3 %	1,7 %	9,5 %	18,8 %	10,8 %	12,8 %	12,9 %	13,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	14,7 %	14,1 %	13,8 %	12,7 %	11,2 %	13,4 %	12,8 %	8,0 %	2,6 %	8,7 %	13,6 %	8,7 %	10,6 %	10,8 %	11,0 %
Nettotulos-%	8,0 %	9,5 %	8,7 %	8,2 %	8,4 %	9,6 %	8,8 %	3,9 %	-2,0 %	4,0 %	11,1 %	4,8 %	5,7 %	5,8 %	6,2 %

Lähde: Inderes.

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	87,1	85,0	137	141	137
Liikearvo	49,1	49,1	87,1	94,1	94,1
Aineettomat hyödykkeet	21,7	17,7	28,6	26,3	21,1
Käyttöomaisuus	15,5	16,1	18,7	18,9	19,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,7	1,2	1,2	1,2	1,2
Laskennalliset verosaamiset	0,2	1,0	1,0	1,0	1,0
Vaihtuvat vastaavat	79,9	86,7	60,9	60,4	61,7
Vaihto-omaisuus	0,5	0,6	0,7	0,8	0,8
Muut lyhytaikaiset varat	3,6	4,8	4,8	4,8	4,8
Myyntisaamiset	36,7	23,6	34,5	38,9	38,1
Likvidit varat	39,2	57,6	21,1	16,0	18,0
Taseen loppusumma	167	172	198	202	198

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	93,5	106	112	120	125
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	39,2	48,9	50,6	55,6	61,2
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	53,8	55,9	60,0	63,0	63,0
Vähemmistöosuus	0,5	0,8	0,8	0,8	0,8
Pitkäaikaiset velat	25,9	20,9	29,7	24,9	18,6
Laskennalliset verovelat	5,3	4,8	6,0	6,0	6,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	19,8	16,0	23,6	18,8	12,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,9	0,1	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	47,6	45,1	56,3	57,5	54,4
Korolliset velat	7,2	6,3	16,6	10,4	5,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	40,5	37,4	38,3	45,7	47,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	1,4	1,4	1,4	1,4
Taseen loppusumma	167	172	198	202	198

DCF-laskelma

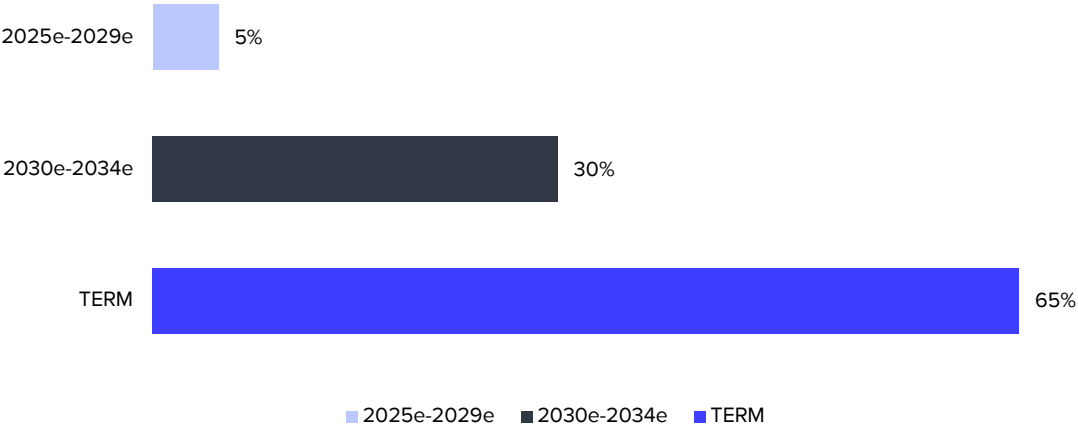
DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-1,6 %	2,8 %	19,4 %	4,1 %	4,6 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	11,2 %	6,3 %	8,2 %	8,5 %	8,8 %	9,5 %	9,5 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %
Liikevoitto	20,8	12,0	18,8	20,3	22,0	24,8	26,0	28,8	30,2	31,7	32,4	
+ Kokonaispoistot	7,7	8,6	10,5	10,5	10,5	9,6	9,8	9,4	8,6	5,8	5,7	
- Maksetut verot	-5,8	-1,4	-4,7	-5,1	-5,6	-6,1	-6,4	-6,6	-6,7	-6,4	-6,6	
- verot rahoituskuluista	0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Käyttöpääoman muutos	10,0	-10,0	2,9	2,6	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,2	
Operatiivinen kassavirta	32,7	9,4	27,3	28,2	27,2	28,7	29,8	32,1	32,8	31,7	31,8	
+ 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	-4,8	-60,2	-15,3	-5,6	-5,6	-5,7	-5,7	-5,7	-5,8	-5,8	-5,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	27,2	-50,8	12,0	22,6	21,5	23,0	24,1	26,3	27,0	25,9	25,9	
+/- 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	27,2	-50,8	12,0	22,6	21,5	23,0	24,1	26,3	27,0	25,9	25,9	336
Diskontattu vapaa kassavirta		-51,5	11,1	18,9	16,5	16,0	15,3	15,2	14,1	12,4	11,2	146
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		225	276	265	246	230	214	199	184	169	157	146
Velaton arvo DCF		225										
- Korolliset velat		-22,3										
+ Rahavarat		57,6										
-Vähemmistöosuus		-1,3										
-Osinko/pääomapalautus		-7,5										
Oman pääoman arvo DCF		252										
Oman pääoman arvo DCF per osake		15,5										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,9 %

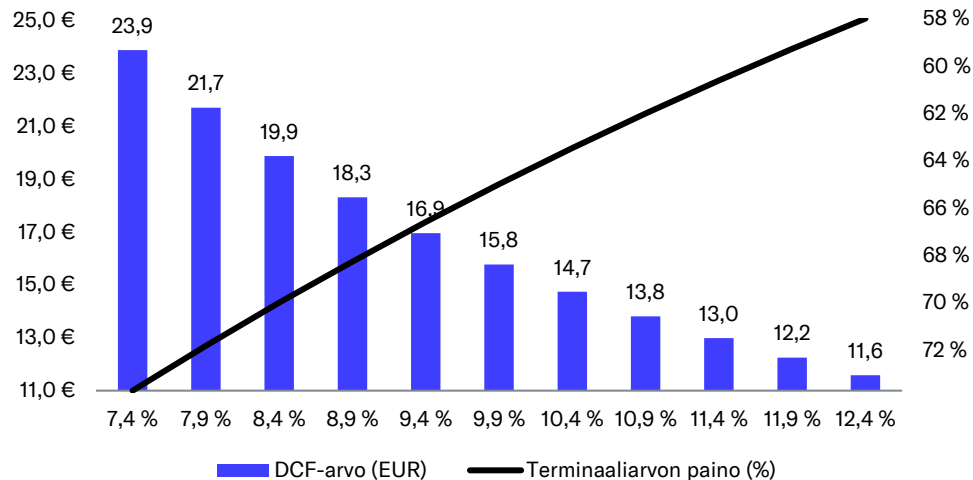
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

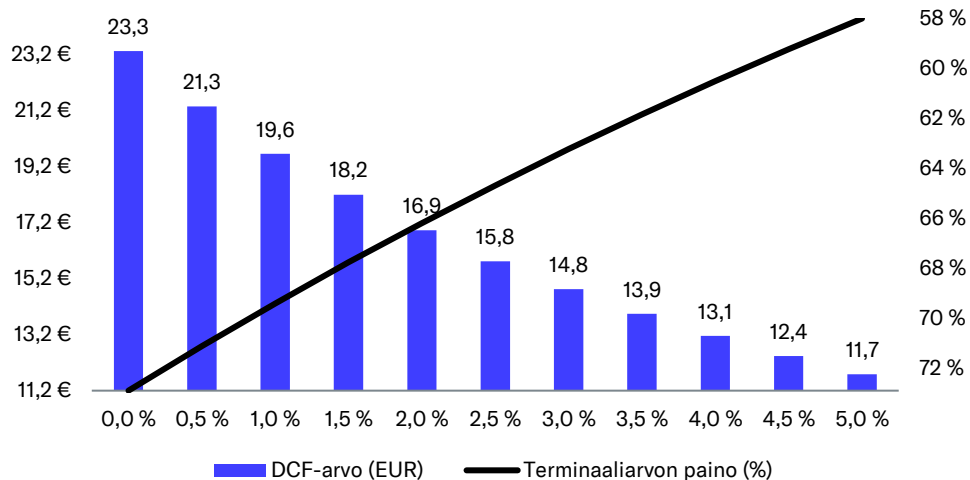


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

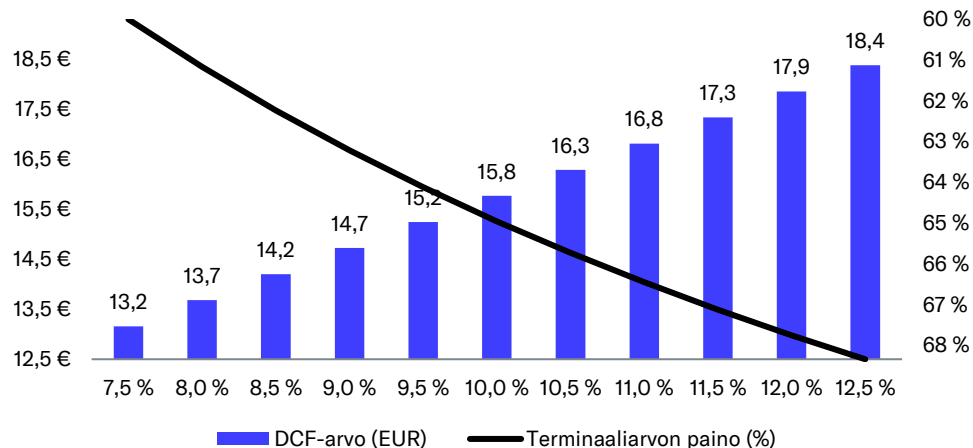
DCF-arvon herkkyyys muutoksille WACC-%:ssa



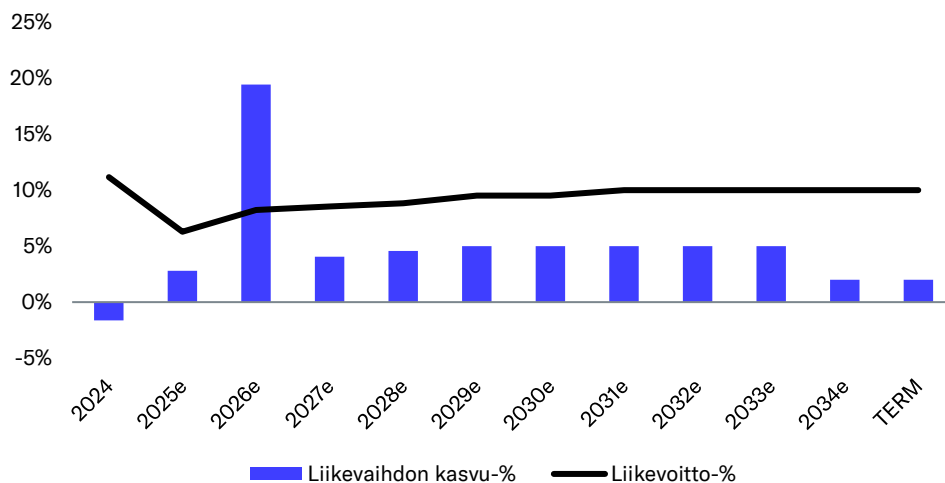
DCF-arvon herkkyyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	149,9	189,2	186,2	191,4	228,6	EPS (raportoitu)	0,77	1,14	1,04	0,57	0,80
Käyttökate	22,7	30,4	28,5	20,7	29,3	EPS (oikaistu)	1,12	1,37	1,24	0,84	1,13
Liikevoitto	16,6	23,0	20,8	12,0	18,8	Operat. Kassavirta / osake	1,81	0,93	2,09	0,58	1,68
Voitto ennen veroja	15,9	22,9	21,3	12,3	18,2	Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,47	-0,43	1,73	-3,13	0,74
Nettovoitto	12,0	17,9	16,3	9,2	13,0	Omapääoma / osake	5,11	5,94	6,68	6,82	7,31
Kertaluontoiset erät	-5,4	-3,7	-3,1	-4,5	-5,3	Osinko / osake	0,34	0,47	0,48	0,49	0,51
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	148,4	167,1	171,7	197,5	201,9	Liikevaihdon kasvu-%	43 %	26 %	-2 %	3 %	19 %
Oma pääoma	79,8	93,5	105,7	111,5	119,5	Käyttökateen kasvu-%	33 %	34 %	-6 %	-27 %	42 %
Liikearvo	47,7	49,1	49,1	87,1	94,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	50 %	21 %	-10 %	-31 %	46 %
Nettovelat	-23,6	-12,3	-35,4	19,2	13,1	EPS oik. kasvu-%	41 %	23 %	-10 %	-32 %	34 %
						Käyttökate-%	15,2 %	16,1 %	15,3 %	10,8 %	12,8 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Oik. Liikevoitto-%	14,7 %	14,1 %	12,8 %	8,7 %	10,6 %
Käyttökate	22,7	30,4	28,5	20,7	29,3	Liikevoitto-%	11,1 %	12,2 %	11,2 %	6,3 %	8,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	6,1	-10,7	10,0	-10,0	2,9	ROE-%	17,0 %	20,8 %	16,5 %	8,5 %	11,3 %
Operatiivinen kassavirta	28,0	14,6	32,7	9,4	27,3	ROI-%	18,8 %	20,8 %	16,7 %	8,9 %	12,7 %
Investoinnit	-38,5	-19,0	-4,8	-60,2	-15,3	Omavaraisuusaste	53,7 %	56,0 %	61,6 %	56,4 %	59,2 %
Vapaa kassavirta	-7,3	-6,7	27,2	-50,8	12,0	Nettovelkaantumisaste	-29,5 %	-13,1 %	-33,4 %	17,2 %	11,0 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	2,2	1,8	1,7	1,0	0,8						
EV/EBITDA	14,3	11,2	11,1	9,5	6,5						
EV/EBIT (oik.)	14,8	12,7	13,2	11,8	7,8						
P/E (oik.)	20,0	16,3	17,9	12,9	9,6						
P/B	4,4	3,8	3,3	1,6	1,5						
Osinkotuotto-%	1,5 %	2,1 %	2,2 %	4,5 %	4,7 %						

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 sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta latineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin latineen 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
14.10.2019	Vähennä	7,80 €	7,72 €
20.2.2020	Lisää	8,50 €	7,66 €
14.4.2020	Lisää	8,00 €	7,04 €
8.6.2020	Lisää	9,00 €	8,36 €
17.8.2020	Osta	10,0 €	8,5 €
4.9.2020	Osta	11,0 €	9,1 €
14.10.2020	Lisää	13,5 €	12,4 €
23.11.2020	Lisää	14,5 €	13,8 €
23.11.2020	Vähennä	14,5 €	17,4 €
15.1.2021	Vähennä	15,5 €	19,1 €
4.3.2021	Lisää	19,0 €	17,7 €
8.3.2021	Lisää	20,0 €	18,6 €
20.4.2021	Vähennä	19,0 €	22,6 €
16.8.2021	Vähennä	18,0 €	20,6 €
15.10.2021	Vähennä	20,0 €	22,9 €
23.2.2022	Vähennä	21,0 €	22,6 €
1.3.2022	Vähennä	23,0 €	24,6 €
25.3.2022	Lisää	23,0 €	21,5 €
21.4.2022	Lisää	25,0 €	23,3 €
16.8.2022	Vähennä	25,5 €	25,0 €
19.10.2022	Lisää	25,0 €	22,0 €
9.11.10.2022	Lisää	26,0 €	21,9 €
20.2.2023	Lisää	30,0 €	26,6 €
26.4.2023	Lisää	31,0 €	26,2 €
11.5.2023	Osta	31,0 €	25,0 €
18.7.2023	Osta	29,0 €	22,4 €
12.9.2023	Osta	27,5 €	20,9 €
19.10.2023	Osta	26,5 €	21,4 €
15.12.2023	Lisää	26,0 €	22,0 €
21.2.2024	Lisää	26,0 €	23,2 €
22.4.2024	Lisää	26,0 €	22,5 €
12.6.2024	Vähennä	26,0 €	26,1 €
16.8.2024	Vähennä	24,0 €	22,5 €
11.9.2024	Vähennä	24,0 €	22,7 €
25.10.2024	Lisää	24,0 €	22,7 €
21.2.2025	Lisää	24,0 €	21,4 €
4.4.2025	Lisää	23,0 €	20,0 €
30.4.2025	Lisää	19,5 €	16,0 €
11.8.2025	Lisää	18,0 €	15,8 €
15.8.2025	Lisää	17,0 €	14,3 €
24.10.2025	Vähennä	15,5 €	14,5 €
18.2.2026	Lisää	13,0 €	10,8 €



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.**