

VERVE

30.5.2025 15:50 EEST

Käännös raportista "Short-term noise creates a compelling entry point", joka julkaistiin 30.5.2025



Christoffer Jennel
46731589555
christoffer.jennel@inderes.com

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Lyhyen aikavälin häly tarjoaa houkuttavan ostopaikan

Verven vuoden 2025 liikevaihto-ohjeistus ylitti Q1-ennakkomme ennusteet, vaikka laskennallinen marginaali (keskikohdassa) olikin hieman pehmeä johtuen myyntiorganisaation laajentamiseksi tehdyistä investoinneista. Makrotalousnäkymät jatkuvat sumeina, minkä vuoksi uudet ennusteemme ovat lähempänä ohjeistuksen alaosaa. Tuloksen jälkeen osakkeen arvo on nytkähtänyt alaspäin, mistä syystä näemme uusissa ennusteissamme siinä kuitenkin erittäin houkuttelevan tuottopotentiaalin seuraavien 12 kuukauden aikana. Toistamme osta-suosituksemme ja 45 SEK:n tavoitehinnan.

Panostukset organisaatioon painavat lyhyen aikavälin tulosta

Verven Q1-liikevaihto oli 109 MEUR, mikä vastaa 32 %:n kasvua viime vuodesta, josta 16 % oli orgaanista. Tämä oli arviomme (109 MEUR) mukainen ja 3 % alle konsensusennusteen. Vaikka Q1 on yleensä kausiluonteisesti hiljainen kvartaali, uskomme, että kvartaalin loppua kohti kärjistynyt vallitseva geopolitiittinen ja taloudellinen epävarmuus näkyi osassa keskeisiä tunnuslukuja. Esimerkiksi nettolaajenemisen aste dollareissa laski 100 %:iin, kun se oli ollut sekä Q4'24 että Q1'24 110 %:n tasolla. Lisäksi asiakaspysyvyys oli 94 % ja täten laski alle 2 vuoden keskiarvon (96 %). Kehitys johtuu mielestämme osin tämän hetkisestä epävarmasta markkinaympäristöstä, mutta uskomme myös, että asiakaspysyvyyden taso Q1:llä voi olla oire eräänlaisista kasvukivuista vuoden 2024 vahvan asiakassaannin (+413) jäljiltä. Oikaistu liikevoitto oli 23 MEUR (Q1'24: 17 MEUR), mikä vastaa 21 %:n marginaalia ja jäi 25 MEUR:n ennusteestamme. Pienentynyt liikevoitto johtui pääasiassa odotettua isommista henkilöstökuluista Verven jatkaessa panostuksia tulevaan kasvuun laajentamalla pääasiassa brändi- ja toimistopuolen myynti- ja tukiorganisaatioitaan.

Nostamme liikevaihtoennusteita mutta pidämme varovaisen kannan vuoden 2025 digitaalisen mainonnan näkymiin

Huhtikuun ennakossa totesimme, että markkinoiden lisääntynyt epävarmuus voisi saada Verven antamaan tavallista laveamman ohjeistuskaalan 2025-tilikaudelle, mikä lopulta toteutuikin. Liikevaihto-ohjeistuksen keskipiste oli 8 % enemmän kuin etukäteisennusteemme, kun taas oikaistun käyttökatteen haarukan alaraja

vastasi odotuksiamme, jotka liikevaihdon kohdalla jäivät alakanttiin. Täten ohjeistuksen keskikohta viittaa oikaistun käyttökatteen lievään supistumiseen edellisvuodesta. Yhtiön mukaan vuoden 2025 marginaalin kehityskaari on pitkälti riippuvainen yläriivin suoriutumisesta Verven jatkaessa panostamista organisaatioon vauhdittaakseen vahvempaa kasvua keskipitkällä aikavälillä. Kun peilaamme nyt annettua ohjeistusta ennen Q1:tä antamaamme ennusteeseen toteamme, että ohjeistuksessa toteutui etsimämme luottamus lyhyen aikavälin kasvusuuntaan, etenkin kun otetaan huomioon millainen näkyvyys yhtiöllä on suureen osaan Q2:ta. Olemme tästäkin huolimatta varovaisia kuluvan vuoden markkina-näkymien suhteen, kun otetaan huomioon viimeaikaiset talouden indikaattorit ja yleinen epävarmuus. Tämä näkyy myös 2025-ennusteissa, joissa liikevaihtoarviomme kasvoi 3 % 526 MEUR:oon ja oikaistu käyttökate nytkähti 1 % alas 155 MEUR:oon. Nämä muutokset heijastuvat kauttaaltaan koko ennustejaksoon, missä odotamme vahvempaa yläriivin kehitystä ja lyhyen aikavälin marginaalien pysyvän hiukan heikommalla tasolla.

Tulospäivän jälkeinen kurssilasku toimitti hyvän ostopaikan

Verven kurssi on vaihdellut voimakkaasti viime kuukausina, minkä uskomme johtuvan ensisijaisesti sijoittajien huolesta nykyisen makrotaloudellisen ja geopolitiittisen epävarmuuden vaikutuksesta mainoskulutukseen. Vaikka näkymät hämärtyvät entisestään, löytyy markkinoilta myös rakenteellisia myötätuulia (esim. yksityisyyden arvostus, siirtyä webistä suuriin kielimalleihin), joiden uskomme tukevan Verven kasvupolkua. Ennustemuutosten valossa osakekurssin lasku tulosjulkistuksen jälkeen tarjoaa meitä houkuttelevan ostopaikan osakkeeseen. Vuosien 2025–2026 ennusteillamme Verven oik. EV/EBIT on 7x–6x ja EV/FCFF (pl. lisäkauppahinnat) 9x–8x, jotka ovat mielestämme yhä matalat ja sisältävät jossain määrin perusteettomankin alennuksen verrokkeihin nähden. Täten on arvostuskertoimissa nousupotentiaalia. Pitkän aikavälin arvonluonnin paremmin tiivistävä DCF-malli indikoi potentiaalista nousuvaraa, kun käyvän arvon arvio on 49,6 kruunua osakkeelta, mikä vahvistaa myönteistä sijoitusnäkemystämme.

Suositus

Osta
(aik. Osta)

Tavoitehintaa:

45,00 SEK
(aik. 45 SEK)

Osakekurssi:
34,24 SEK

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	437,0	525,9	575,9	627,7
kasvu-%	36%	20%	10%	9%
EBIT oik.	107,1	128,5	151,5	167,5
EBIT-% oik.	24,5 %	24,4 %	26,3 %	26,7 %
Nettotulos	28,8	48,3	72,6	89,8
EPS (oik.)	0,24	0,36	0,48	0,58

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

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

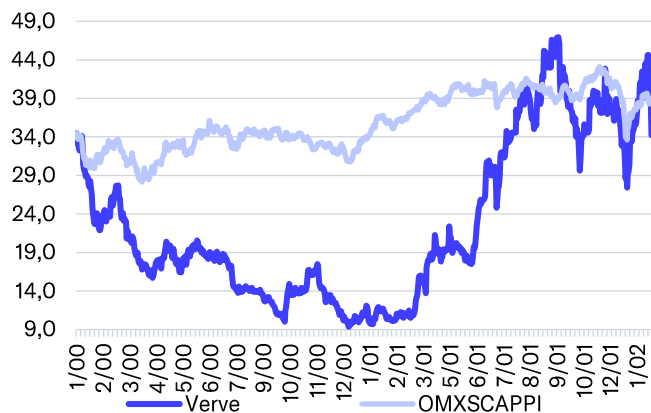
Verven odotukset tilikaudelle 2025:

Liikevaihto: 530-565 MEUR

Oikaistu käyttökate: 155-175 MEUR

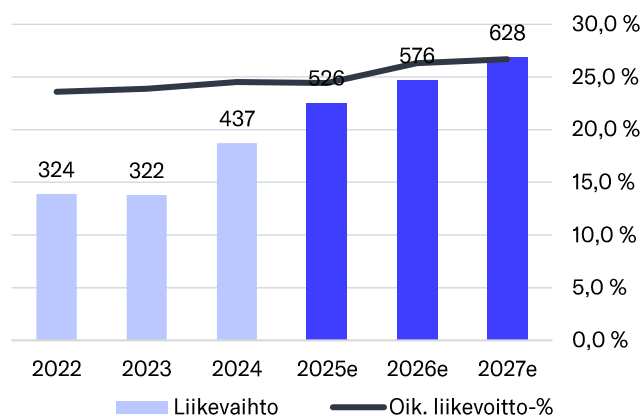
(Oikaistun käyttökate-%:n keskipiste 30 %)

Osakekurssi



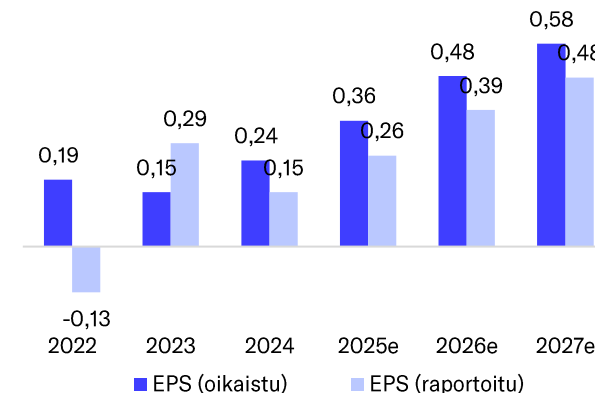
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja kannattavuus



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Ohjelmallisen mainonnan markkinoiden kasvu on keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä korkealla yksinumeroisella tasolla, ja sovellusten sisäisen mainonnan ja CTV-markkinat kasvavat vielä nopeammin.
- Johtava SSP mobiilisovelluksissa
- Useita omia kohdennusratkaisuja tunnisteiden jälkeistä ja evästeetöntä maailmaa varten
- Vahva ja kasvava alan tunnettuus voi vauhdittaa liikevaihdon kasvua
- Luotettava täyden palvelun alusta, joka kattaa kaikki kanavat
- Omaa ensimmäisen osapuolen sisältöä, joka tuottaa dataa mainosalustalle
- Tuloksen laatu paranee ja synergia potentiaali kasvaa tulevinä vuosina Jun Group -kaupan jälkeen

Riskitekijät

- Epäonnistuminen markkinaosuuden säilyttämisessä/kasvattamisessa ohjelmallisessa mainonnassa
- Teknisistä tai sääntelyyn liittyvistä syistä johtuvat markkinahäiriöt
- Huolimatta mainoskulutuksen osittaisesta elpymisestä alhaiset CPM:t ja kehittyvät tietosuojasäännökset aiheuttavat jatkuvia riskejä
- Ensimmäisen osapuolen pelien liikevaihdon nopea hidastuminen
- Makrotaloudelliset haasteet voivat rajoittaa markkinointibudjetteja ja hidastaa kasvua

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi (EUR)	3,14	3,14	3,14
Osakemäärä, milj. kpl	187,2	187,2	187,2
Markkina-arvo (MEUR)	587	587	587
Yritysarvo (EV) (MEUR)	904	847	746
P/E (oik.)	8,8	6,5	5,4
P/E	12,1	8,1	6,6
P/B	1,2	1,0	0,9
P/S	1,1	1,0	0,9
EV/Liikevaihto	1,7	1,5	1,2
EV/EBITDA	5,9	4,7	3,7
EV/EBIT (oik.)	7,0	5,6	4,5
EV/FCFF (adj.)*	9,1	7,7	6,1
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

*Pl. lisäkauppahinnat

Liikevaihto ennusteiden tasolla, liikevoitto vähän ali

Liikevaihto pysyi ennusteessamme

Verven liikevaihto kasvoi Q1’25:llä 32 % vuodentakaisesta (16 % orgaanisesti) 109 MEUR:oon. Tämä vastasi odotuksia (Inderesin arvio: 109 MEUR) mutta jäi hieman 112 MEUR:n konsensusennusteesta. Arviomme mukaan Jun Groupin osuus liikevaihdosta oli noin 13 MEUR, mikä alitti aavistuksen verran 15 MEUR:n ennustemme.

Kvartaalia leimasi geopoliittisen ja makrotaloudellisen epävarmuuden kasvu, joka painoi mainoskulutusta. Nettodollarin laajenemisaste laski 100 %:iin (Q4’24/Q1’24: 110 %), mikä heijastaa asiakaskäyttötymisen varovaistumista verrattuna aiempiin kvartaaleihin. Verve totesi mainoskulutuksen vähentyneen erityisesti isoilla aidattujen puutarhojen asiakkailla, kuten Googlella, joka vetäytyi ulkoisilta alustoilta. Tätä vaikutusta kuitenkin kompensoi suurelta osin kasvu muiden asiakkaiden parissa.

Verve sai 388 uutta isoa ohjelmistoasiakasta (”LSC”) edellisvuodesta, mikä toimi vahvasti liikevaihdon kasvun

veturina. Kvartaalitasolla uusien asiakkaiden määrä oli kuitenkin maltillisempi (+12), mikä näyttää silmäämme vaisulta, sillä Q1 tarjoaa yleensä mainostajille mahdollisuuden testata uusia ratkaisuja kausiluonteisen volyymin laskun vuoksi. Syynä tähän heikkenemiseen on nähdäksemme osittain yleinen makrotaloudellinen ja geopoliittinen tilanne.

Verve välitti 248 miljardia mainosnäyttöä Q1:llä, mikä edustaa vuositasolla 25 %:n kasvua mutta kvartaalitasolla 10 %:n laskua ja viittaa CPM-tasojen jatkuneeseen paranemiseen.

Asiakaspysyvyys heikkeni Q1:n aikana ja jäi 94 %:iin (Q1’24: 96 %, Q4’24: 97 %), mikä on alle kahden vuoden keskiarvon, 96 %. Uskomme, että tämä johtui makrotason epävarmuuden ja uusien asiakassuhteiden aiheuttaman kitkan yhdistelmästä vuoden 2024 vahvan nettomääräisen asiakashankinnan jälkeen (+413).

Oikaistu liikevoitto jäi silti hieman arvioita pienemmäksi

Oikaistu liikevoitto oli 23 MEUR (Q1’24: 16,6 MEUR), mikä tarkoittaa 28 %:n marginaalia ja jäi hieman 25 MEUR:n

ennusteestamme. Liikevoiton muutos johtui etupäässä ennakoitua korkeammista henkilöstökuluista Verven jatkaessa panostuksia tulevaan kasvuun skaalaamalla erityisesti brändi- ja toimistopuolen myynti- ja tukitiimejään.

Kausiluonteisesti heikko kassavirta lisäsi velka-astetta

Liiketoiminnan rahavirrat olivat 0,3 MEUR, ja käyttöpääoman muutoksilla (-22 MEUR) oli kausivaihtelusta johtuva kielteinen vaikutus rahavirtaan. 10 MEUR:n investointien jälkeen vapaa kassavirta oli -10 MEUR, mikä oli hieman alle ennusteidemme. Nettovelka kasvoi kvartaalitasolla noin 25 MEUR, mitä osasimmekin osittain odottaa heikompien kausiluonteisten kassavirtojen takia, vaikkakin kasvu oli hieman arvioimaamme isompaa. Tämän seurauksena nettovelka/oikaistu käyttökate nousi ja oli 3,2x (Q4’24: 2,6x). Pro forma -lukuilla* tunnusluku nousi 2,5x:n tasolle (Q4’24: 2.4x). Jun Groupin täyden integraation ja äskettäisen joukkovelkakirjalainojen uudelleenrahoituksen myötä Verve on hyvässä asemassa velkojen lyhentämiseen, ja odotamme velkaantumistaseen laskevan tulevina vuosineljänneksinä ja vuosina.

Ennustetaulukko	Q1'24	Q1'25	Q1'25e	Q1'25e	Konsensus		Erotus (%)		2025e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes		Inderes
Liikevaihto	82,5	109	109	112	103	- 121	0%		526
EBITDA (oik.)	22,0	30,2	31,6	32,5	30,9	- 34,7	-4%		157
Liikevoitto (oik.)	16,6	23,3	25,1	25,6	24,3	- 26,7	-7%		129
Liikevoitto	12,3	16,7	21,1	20,1	17,5	- 22,0	-21%		110
Tulos ennen veroja	-1,9	3,5	8,1	5,8	1,2	- 9,5	-57%		67,0
EPS (oik.)	0,02	0,04	0,05	0,05	0,02	- 0,10	-33%		0,36
EPS (raportoitu)	0,00	0,00	0,03	0,03	0,01	- 0,06	-97%		0,26
Liikevaihdon kasvu-%	20,0 %	32,2 %	31,6 %	35,8 %	25,0 %	- 46,5 %	0,6 %-yks.		20,3 %
Liikevoitto-% (oik.)	20,2 %	21,4 %	23,1 %	22,9 %	23,6 %	- 22,1 %	-1,7 %-yks.		24,4 %

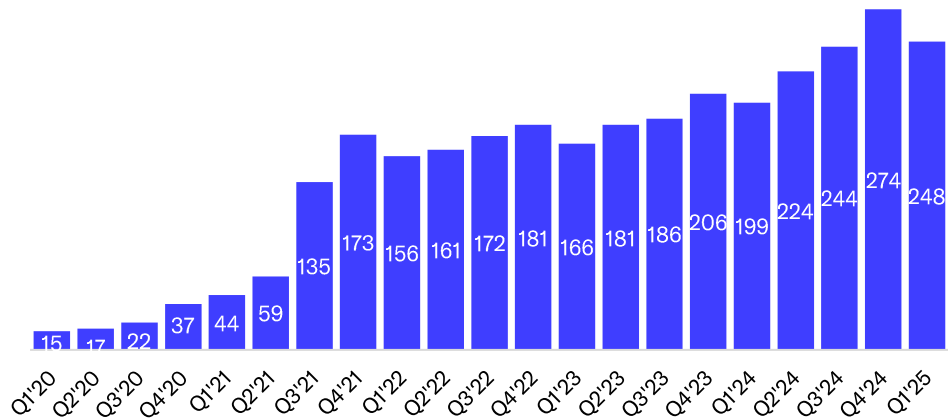
Lähde: Inderes & Modular Finance IR
(konsensuksessa 10 ennustetta)

*Oikaistu käyttökate sisältää Jun Groupin pro-forma -käyttökatteen (LTM)

Yhtiön tunnusluvut

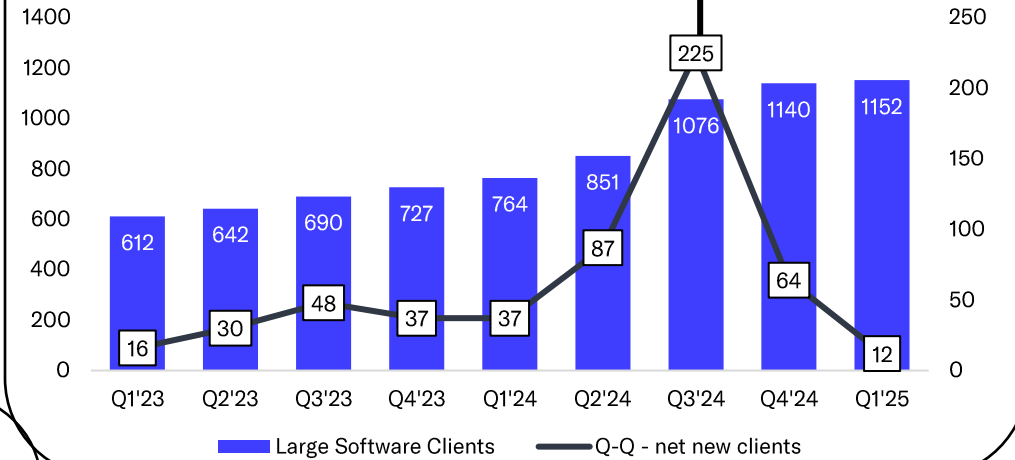


Mainosnäyttökerrat (mrd.)

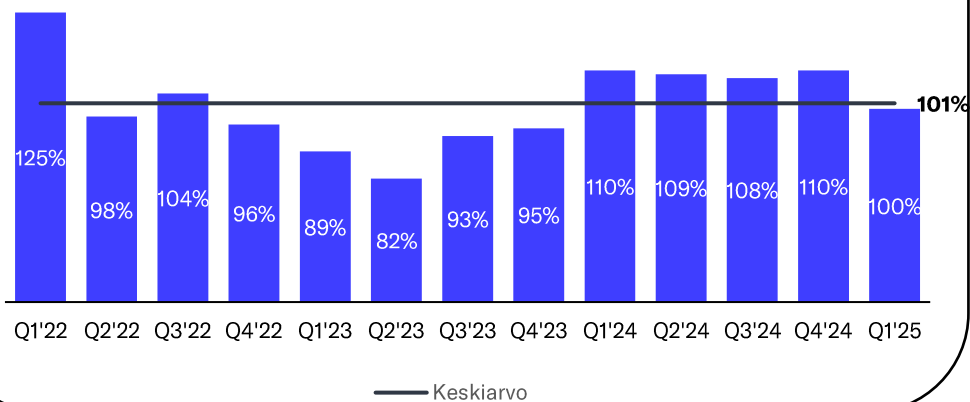


Isot ohjelmistoasiakkaat

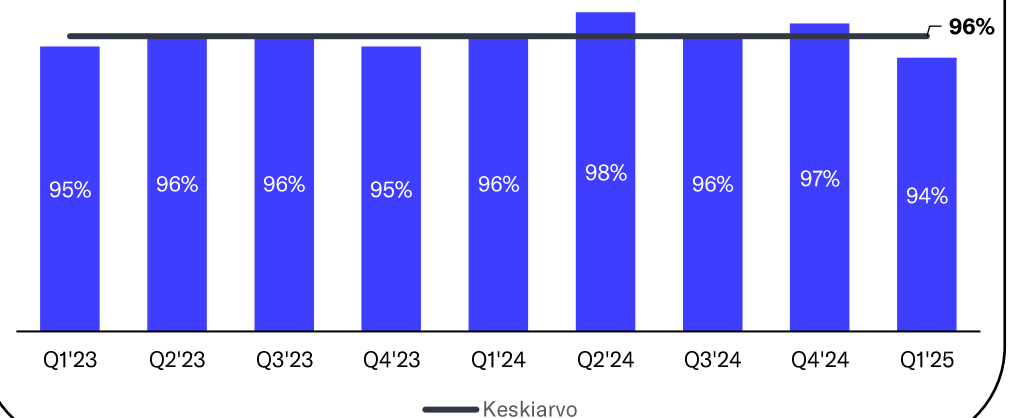
Jun Groupin lisäys



Ohjelmistoasiakkaiden nettokasvuaste dollareissa

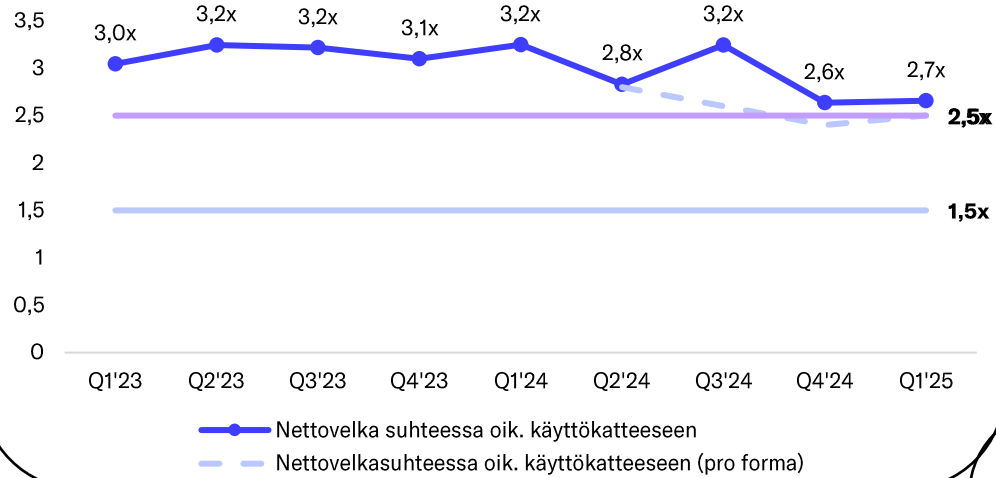


Ohjelmistoasiakkaiden pysyvyys

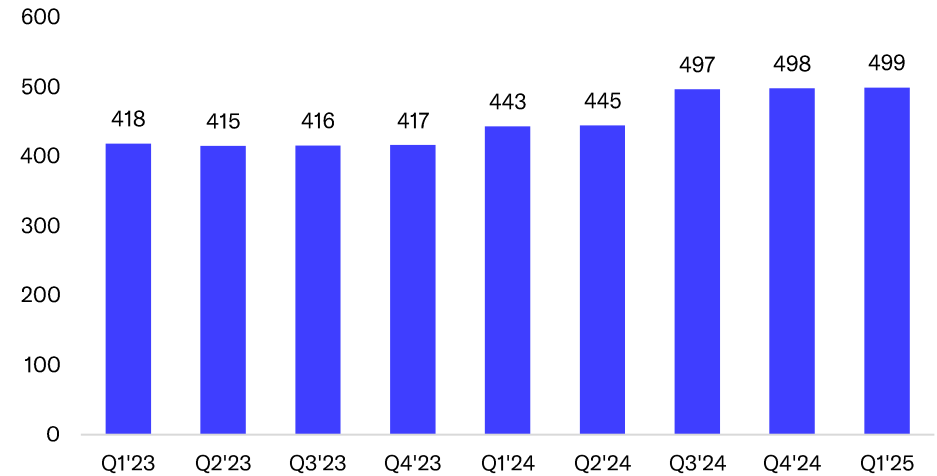


Muut mittarit

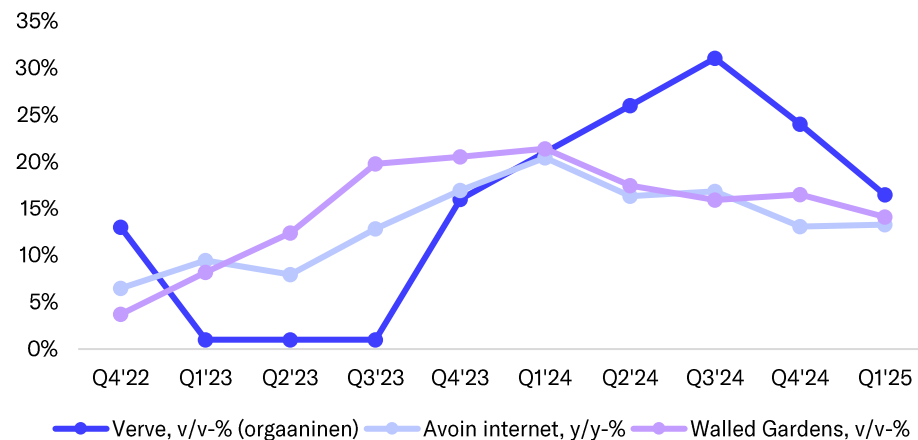
Nettovelka suhteessa oik. käyttökatteeseen



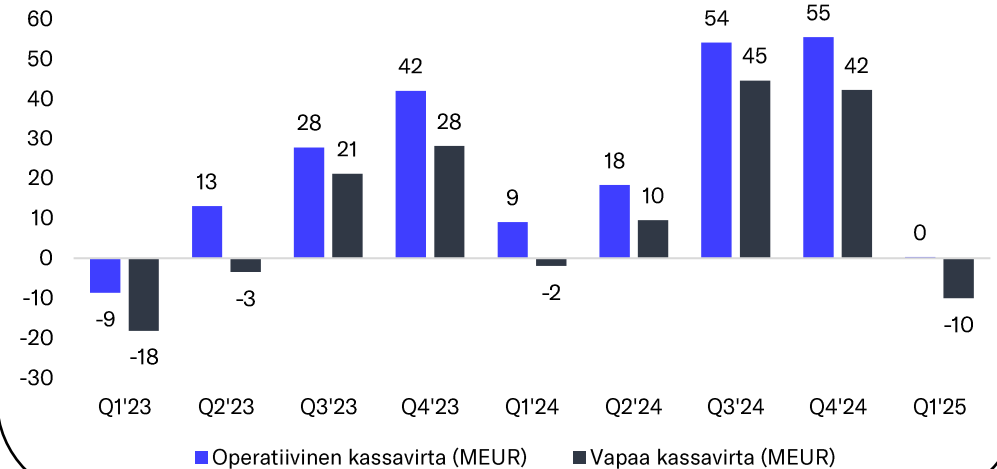
Korollinen velka



Verve vs verrokkit: Liikevaihdon kasvu-% (v/v)



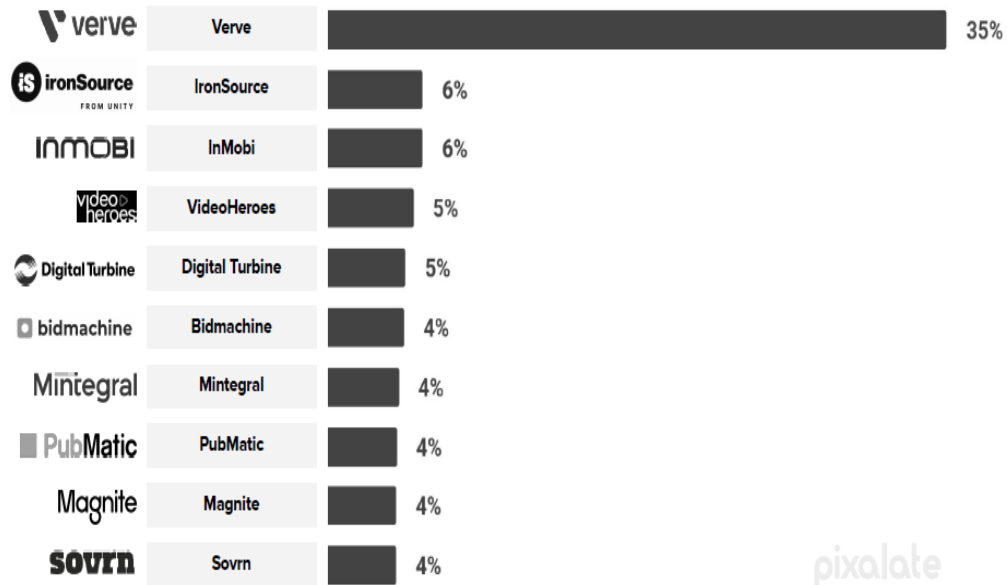
Kassavirran kehitys



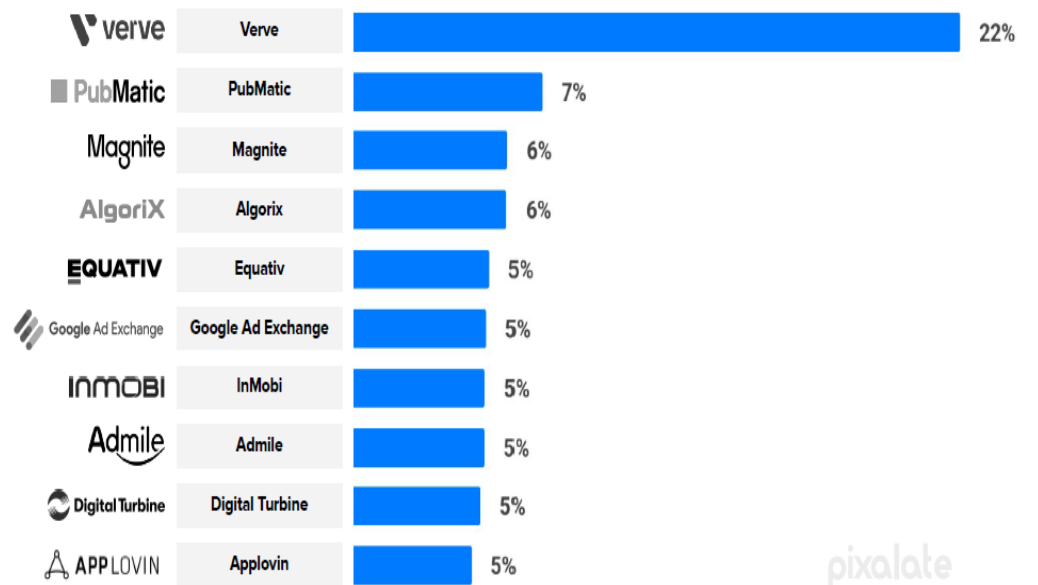
Pixalaten *Mobile In-app SSP Market Share Q1'25*-raportti



Apple (Pohjois-Amerikka)



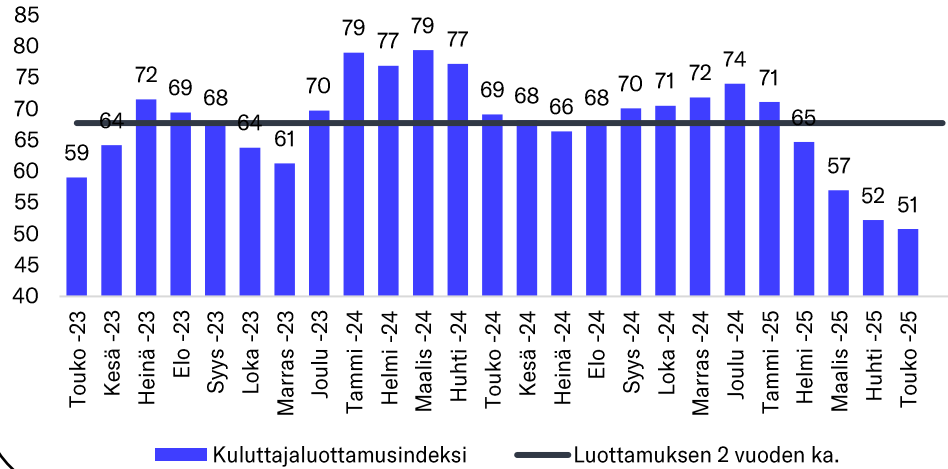
Google Play (Pohjois-Amerikka)



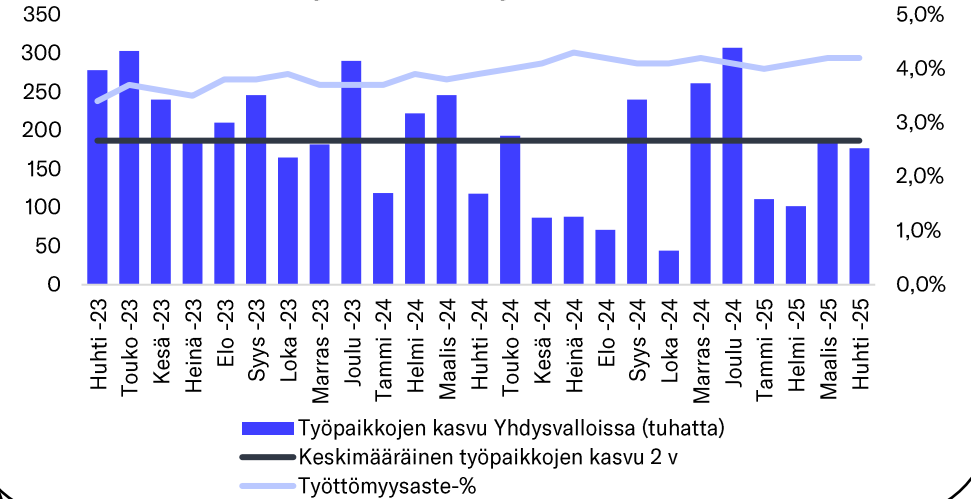
Raportissa SSP:t asetetaan paremmuusjärjestykseen sen perusteella, mikä on niiden osuus Applen App Storen ja Googlen Play Storen sovelluksissa myydyistä avoimista ohjelmallisista mainoksista Pixalaten mittausten mukaan.

Makrotason tilannekuva

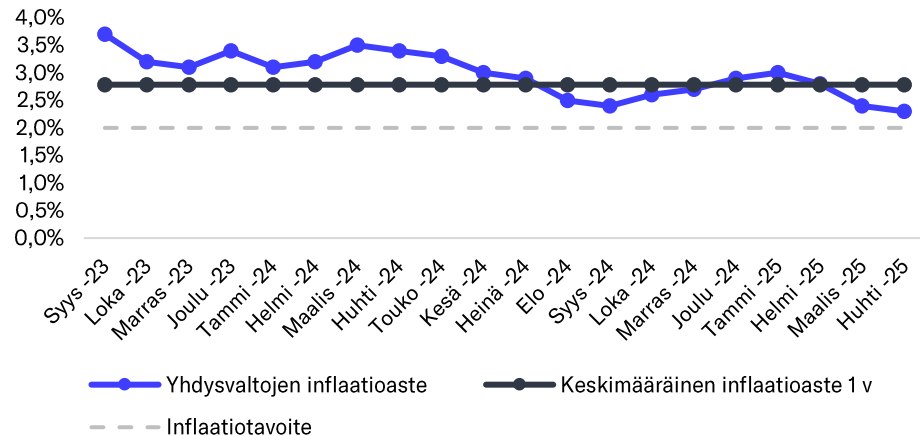
Yhdysvaltain kuluttajaluottamus



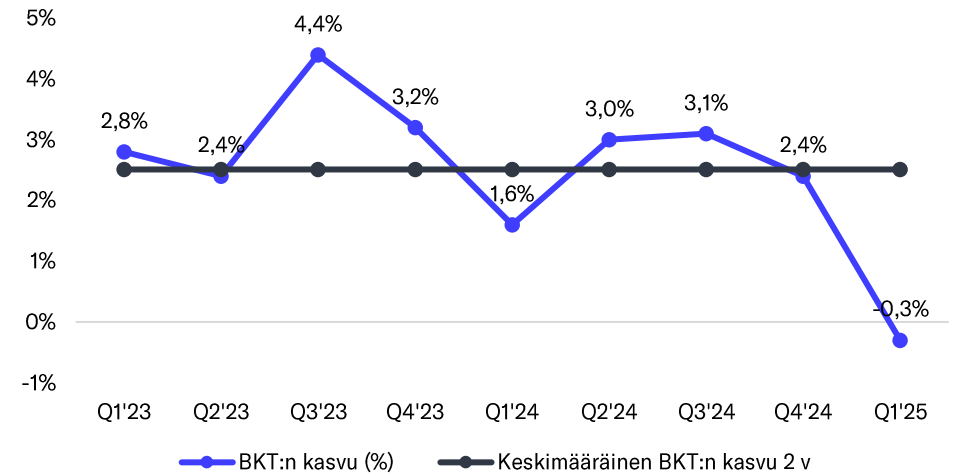
Yhdysvaltain työmarkkinat



Yhdysvaltojen inflaatioaste



Yhdysvaltain BKT:n kasvu



Hivutamme liikevaihtoennusteita ylemmäs 2025-ohjeistuksen jäljiltä

Ennustemuutokset

- Olemme nostaneet vuosien 2025–2027 liikevaihtoennusteita noin 3 % odotettua vahvemman tilikauden 2025 ohjeistuksen myötä. Arvioimme nyt tilikauden 2025 liikevaihdon olevan 526 MEUR, mikä tarkoittaisi 20 %:n kokonaiskasvua (13 % orgaanista). Tämä jää hieman yhtiön ohjeistushaarukan (530–565 MEUR) alarajan alle. Täten näkemyksemme vuoden 2025 digitaalisen mainonnan markkinanäkymistä pysyy varovaisena pääasiassa koholla pysyttelevien makrotaloudellisten ja geopolittisten epävarmuustekijöiden sekä Yhdysvaltojen yleisesti heikon kuluttajamielialan vuoksi. Käsittelimme näitä tekijöitä tarkemmin [ennakkokomentissamme](#) ja huhtikuun [yritysraportissamme](#).
- Yhtiön FY25-ohjeistuksen keskikohta viittaa marginaalin lievään supistumiseen edellisvuodesta, mikä johtuu pääasiassa suunnitelluista investoinneista DSP-puolen

myyntiorganisaation laajentamiseen ja tekoälyosaamisen rekrytointiin. Lisäksi Q1:n kannattavuus jäi hieman odotuksiamme pienemmäksi, mikä johtui odotettua korkeammista henkilöstökuluista. Kun tähän yhdistetään lisääntyneestä tarjonnasta johtuvat CTV-segmentin pehmeämmät CPM-tasot, jouduimme tarkistamaan lyhyen ja keskipitkän aikavälin oikaistun liikevoittomarginaalin odotuksiamme hieman alaspäin. Tästä syytä oikaistut liikevoittoennusteemme vuosille 2025–2026 laskivat 1–2 %, kun taas pitkän aikavälin näkymämme ovat pysyneet ennallaan. Odotamme nyt 24,4 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia vuonna 2025 ja 26,3 %:n marginaalia vuonna 2026 (aiemmin 25,7 % ja 27,5 %).

- Maksetut verot ylittivät arviomme Q1:llä, ja ottaen huomioon johdon kommentit tulospuhelun aikana nostimme tuloveroarvioita kuluvalle vuodelle hieman.
- Näiden tarkistusten ja Q1:n hieman alhaisemman

kassanluonnin vuoksi olemme laskeneet tilikauden 25 vapaan kassavirran ennusteitamme 4 % mutta pitäneet arviomme vuodelle 2026 ja siitä eteenpäin ennallaan.

- Lyhyen ja keskipitkän aikavälin liikevaihtoennusteiden tarkistaminen ylöspäin heijastui positiivisesti myös pidemmän aikavälin ennusteisiin. Koska pitkän aikavälin marginaalioletukset pysyivät pääosin ennallaan, näiden ennustemuutosten kokonaisseurauksena DCF-mallin käyvän arvon arviomme nousi hieman.

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	508	526	3%	557	576	3%	607	628	3%
Käyttökate	157	152	-3%	180	179	-1%	200	200	0%
Liikevoitto ilman kertaeriä	131	129	-2%	153	152	-1%	168	168	0%
Liikevoitto	115	110	-4%	135	134	-1%	150	150	0%
Tulos ennen veroja	72,2	67,0	-7%	98,2	96,9	-1%	120	120	-1%
EPS (ilman kertaeriä)	0,37	0,36	-5%	0,49	0,48	-1%	0,58	0,58	0%
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Verve Group, Audiocast, Q1'25



Arvostus 1/2

Yhtiöllä on nyt paremmat mahdollisuudet vähentää taseensa velkaantuneisuutta

Useiden vuosien vahvan liikevaihdon kasvun jälkeen Verven tahti hidastui huomattavasti vuonna 2023, kun mainosbudjettien supistuminen epävarmassa makrotaloudellisessa ympäristössä painoi kysyntää. Tämä yhdistettynä yhtiön suureen velkaantuneisuuteen ja nouseviin korkoihin johti sekä osakkeen hinnan että arvostuskertoimien jyrkkään laskuun. Vuonna 2024 Verve kuitenkin palasi vahvaan kasvuun hyötyen parantuneista markkinaolosuhteista ja sen yksityisyyden suojaan keskittyvien mainosratkaisujen kasvavasta kysynnästä. Johto ryhtyi myös toimenpiteisiin korkean velkaantumisasasteen laskemiseksi, mukaan lukien: 1) Jun Groupin osto, joka parantaa konsernin tuloksen laatua, 2) 450 MSEK:n suunnattu osakeanti, 3) jäljellä olevien joukkovelkakirjalainojen jälleenrahoittaminen paremmilla ehdoilla, mikä alentaa vuotuisia korkokuluja jatkossa ja antaa yhtiölle paremmat mahdollisuudet jälleenrahoittaa jäljellä olevat joukkovelkakirjalainat edullisemmilla ehdoilla. Vaikka Verven nettovelka on edelleen suuri, nämä toimet tekevät velkataakasta hallittavampaa ja antavat yhtiölle paremmat mahdollisuudet velan vähentämiseen lähivuosina. Tämä on erityisen tärkeää arvostuksen kannalta, sillä alhaisemman velkatason pitäisi tukea Verven nykyisten kertoimien asteittaista uudelleenarviointia.

Tulospohjaiset ja FCFF-kertoimet ovat alhaisia

Verven tuloslaskelma sisältää useita ei-kassavaikutteisia eriä ja kertaluonteisia kuluja, joten kiinnitämme erityistä huomiota vapaaseen kassavirtaan nojaaviin arvostusmenetelmiin kuten DCF-laskelmaan. Lähestymme

*Oikaistu PPA-poistoista ja kertaeristä.

** MI. PPA-poistot ja kertaerät.

arvostusta kuitenkin myös absoluuttisten arvostuskertoimien kautta ja suhteessa verrokkiyhtiöihin.

Verven oikaistun* EV/EBITDA:n ja EV/EBIT:n mediaanit viiden viime vuoden aikana ovat 7x ja 9x. Lisäksi kolmen vuoden mediaani EV/FCFF (pl. lisäkauppahinnat) on 13x.

Päivitettyjen vuosien 2025–2026 ennusteiden perusteella Verven EV/oik. EBIT-kertoimet vuosille 2025–2026 ovat 7x ja 6x. Samaan aikaan vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 6x ja 5x, kun taas EV/FCFF-kertoimet (pl. lisäkauppahinnat) ovat 9x ja 8x. Koska Verve kirjaa suhteellisen korkeita PPA-poistoja (LTM 13 MEUR), oikaistut kertoimet ovat yleensä matalammat kuin oikaisemattomat kertoimet. Tämän seurauksena oikaisemattomat** EV/EBIT-kertoimet vuosille 2025 ja 2026 ovat 8x–6x.

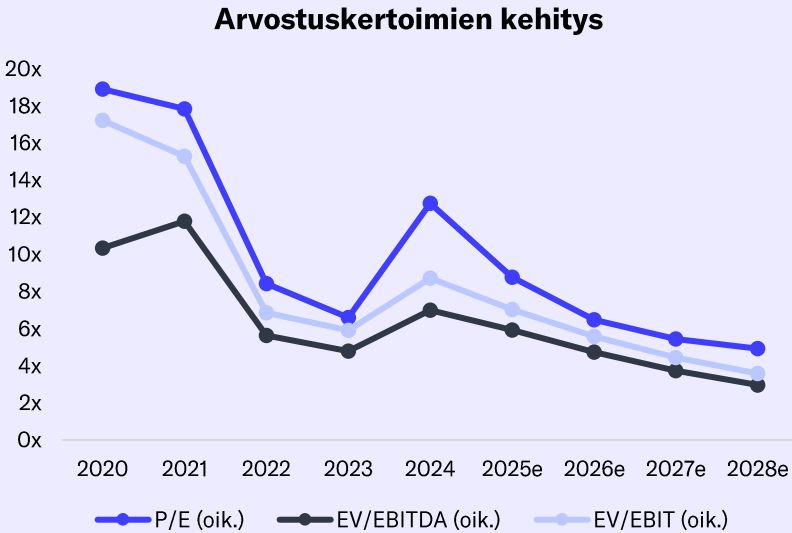
Näin ollen uskomme, että yleinen tulospohjainen arvostus kuluvalle ja tuleville vuosille on alhaisella tasolla sekä absoluuttisesti että historiallisiin lukuihin verrattuna.

Diskontolla verrokkeihin nähden, mutta jossain määrin perustellusti

Verrokkiryhmäänsä nähden Verve käy tällä hetkellä kauppaa huomattavalla alennuksella tulosperusteisten kertoimien perusteella. Verrokkiryhmän mediaanit EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimet vuosille 2025 ja 2026 ovat 11x–9x ja 30x–22x. On kuitenkin tärkeää huomata, että verrokkiryhmän sisällä on huomattavaa vaihtelua, mikä vaikuttaa mediaaniarvoihin. Samanlainen kuvio on havaittavissa FCFF-pohjaisissa kertoimissa, joiden mediaani on 16x–11x samalla ajanjaksolla, vaikka kertoimien hajonta verrokkiryhmän sisällä on edelleen suuri.

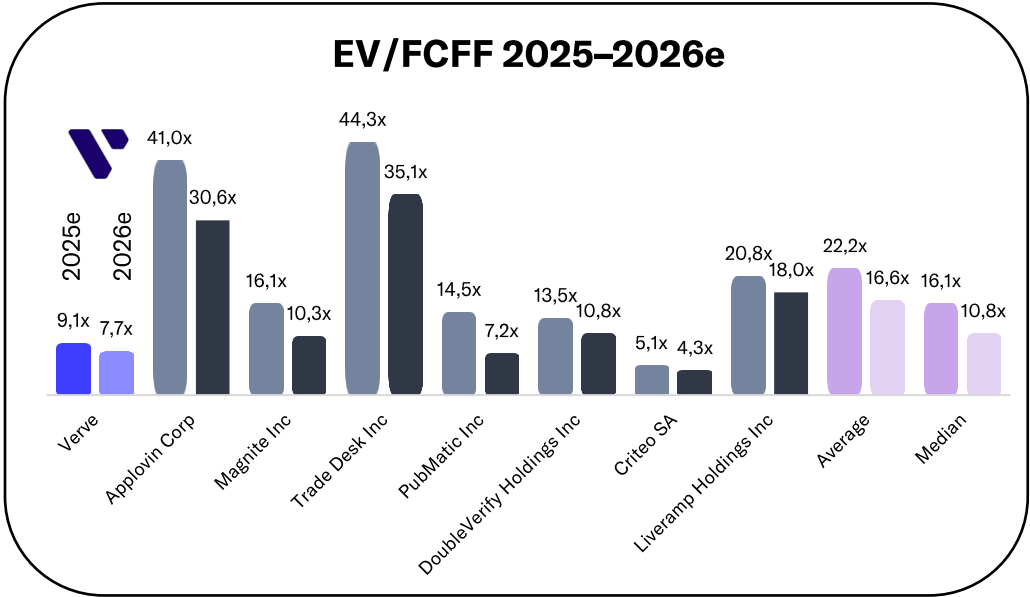
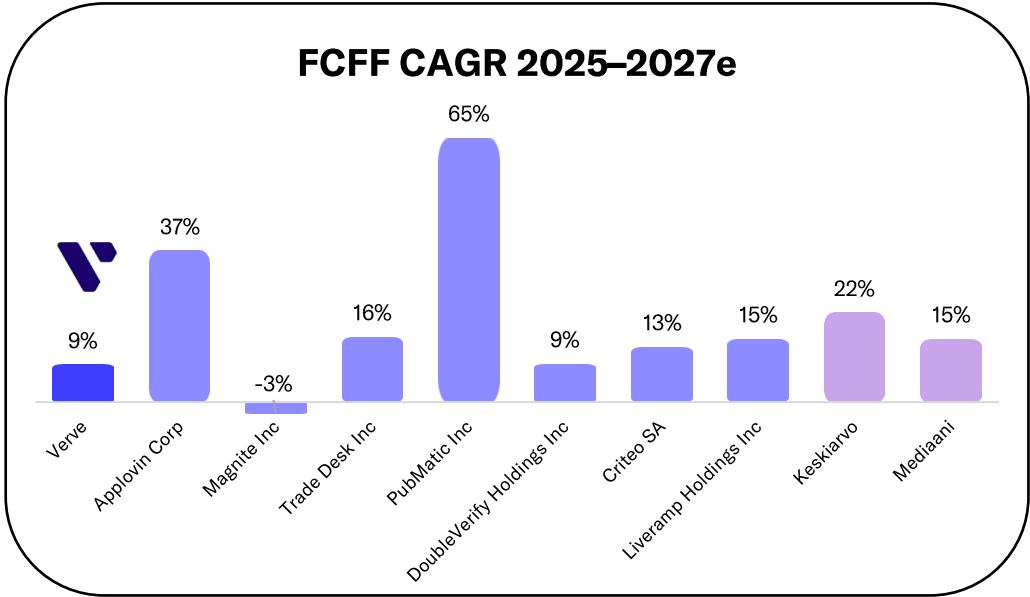
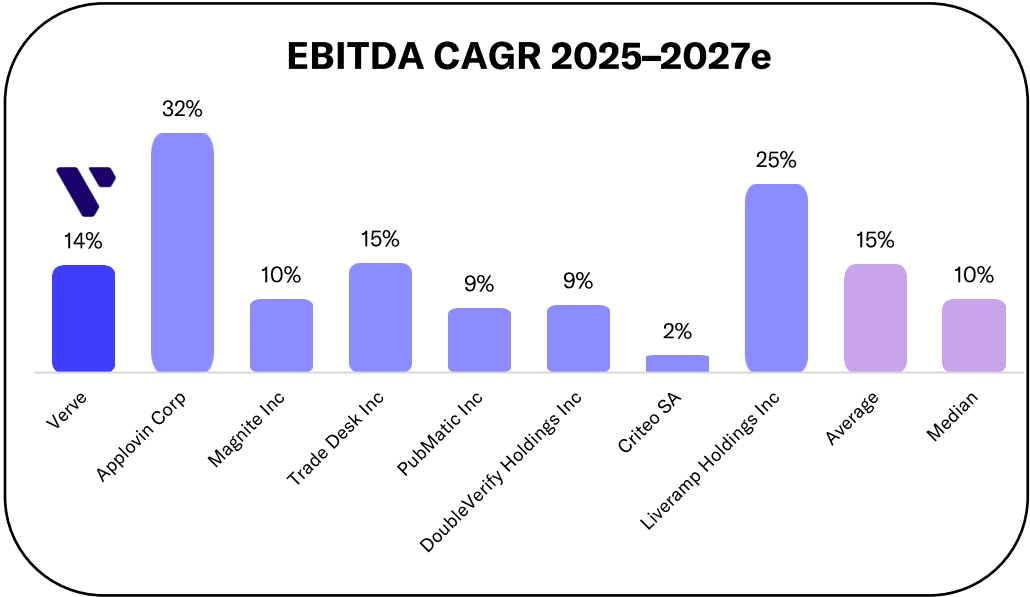
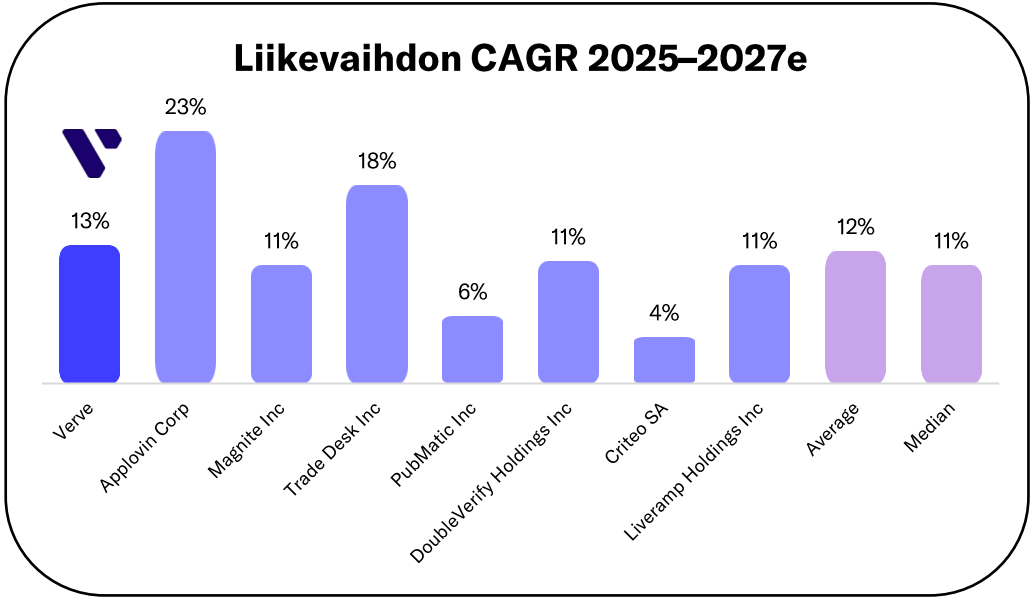
Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi (EUR)	3,14	3,14	3,14
Osakemäärä, milj. kpl	187,2	187,2	187,2
Markkina-arvo (MEUR)	587	587	587
Yritysarvo (EV) (MEUR)	904	847	746
P/E (oik.)	8,8	6,5	5,4
P/E	12,1	8,1	6,6
P/B	1,2	1,0	0,9
P/S	1,1	1,0	0,9
EV/Liikevaihto	1,7	1,5	1,2
EV/EBITDA	5,9	4,7	3,7
EV/EBIT (oik.)	7,0	5,6	4,5
EV/FCFF (adj.)*	9,1	7,7	6,1
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



*Pl. lisäkauppahinnat

Verve vs verrokkit: Yhdellä silmäyksellä



Arvostus 2/2

Ensi silmäyksellä Verven nykyinen arvostusalennus vertailuyrityksiin nähden vaikuttaa liialliselta, kun otetaan huomioon sen liikevaihdon ja tuloksen kasvunäkymät. Koska Vervellä on verrokkiryhmään nähden tällä hetkellä (LTM) merkittävästi enemmän velkaa (viime kvartaalien pääasiassa tulokasvusta johtuvasta vähennyksestä huolimatta) ja velkaantumisasteen odotetaan pysyvän korkeampana myös tulevaisuudessa (2025–2027e), suurempi osa Verven tuloksesta ja vapaasta kassavirrasta menee korkokuluihin, mikä heikentää sen kykyä palauttaa pääomaa osakkeenomistajille. Tämän takia uskomme, että arvostusalennus verrokkeihin nähden on perusteltu, sillä Verven nykyiset tulokset ja vapaa kassavirta tulisi arvottaa alle verrokeiden, joilla on tyypillisesti hyvin vähän velkaa tai vahva nettokassa. Jos velkaantuminen kuitenkin alenee odotustemme mukaisesti, uskomme arvostuksessa olevan eron kaventuvan asteittain lähivuosina.

Lähivuosien tuotto-odotus ja DCF-malli

Olemme tarkastelleet myös sijoittajan tuotto-odotusta lähivuosille yksinkertaistamalla hyväksyttävää arvostusta ja vuoden 2027 tulosen nusteita. Mielestämme Verven arvostus voisi olla vuoden 2027 lopussa nykyennusteillamme 6x–10x EV/EBITDA, 8x–11x EV/EBIT ja 9x–12x EV/FCFF, mikäli kannattavuuden parantuminen jatkuu ennallaan eikä yhtiön kasvunäkymissä tapahdu merkittäviä muutoksia.

Tämän ja nykyisten ennusteidemme perusteella uskomme Verven arvon voivan olla noin 65–94 SEK osakkeelta vuoden 2027 lopussa (nykyisellä EUR/SEK-kurssilla). Nykyisellä 34 SEK:n osakekurssilla arvioimme vuotuisen tuotto-odotuksen olevan noin 28–47 % (osinkoa ei odoteta keskipitkällä aikavälillä). Tässä skenaariossa vuotuinen kokonaistuotto olisi keskimäärin selvästi käyttämämme

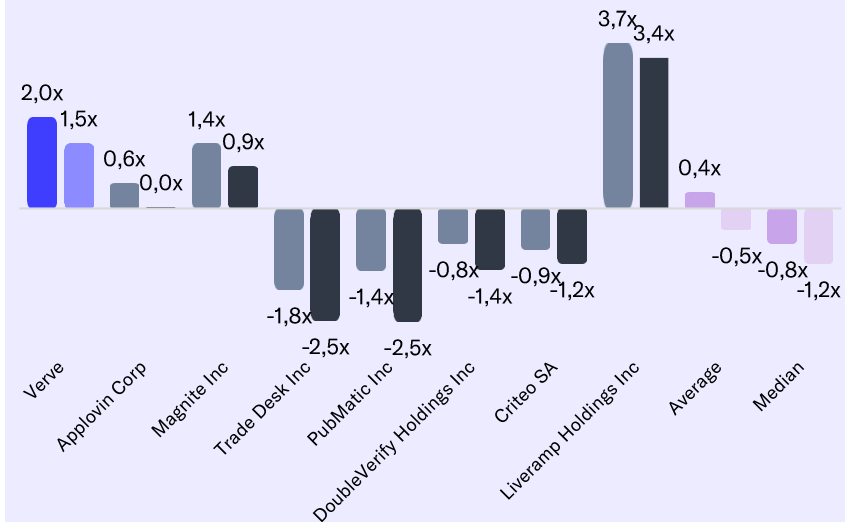
12 %:n oman pääoman kustannuksen yläpuolella. Ottaen kuitenkin huomioon Verven laajan altistumisen luontaisesti epävakaille digitaalisen mainonnan markkinoille pidämme kuitenkin ennenaikaisena nojata merkittävästi tähän skenaarioon. Sitä paitsi Verven suurimman markkina-alueen, Yhdysvaltojen, talousnäkyymiin liittyvä suuri epävarmuus aiheuttaa lisäriskejä tälle arvostuspolulle. Lisäksi tuotto-odotus on jossain määrin takapainotteinen ja riippuu yritysarvoon (EV) pohjaavasta arvostuksesta, mikä lisää epävarmuutta esimerkiksi pääomarakenteen osalta, jota on vaikea ennustaa pidemmällä aikavälillä.

Saamme arvostukselle lisätukea DCF-mallistamme, joka indikoi 49,6 kruunun arvoa osakkeelle. Tähän sisältyy markkinoita nopeampaa kasvua (CAGR) ja asteittaista marginaalien laajentumista lähitulevaisuudessa, jota seuraa asteittainen läheneminen käyttämämme 2 %:n terminaalikasvuun ja 18,5 %:n liikevoittomarginaaliin. Mallissamme terminaalijakson painoarvo on vielä kohtuullisella 42 %:n tasolla. Huomautamme, että DCF-malli on melko herkkä käytetyille tuottovaatimukselle, kuten oikealla oleva kuva osoittaa.

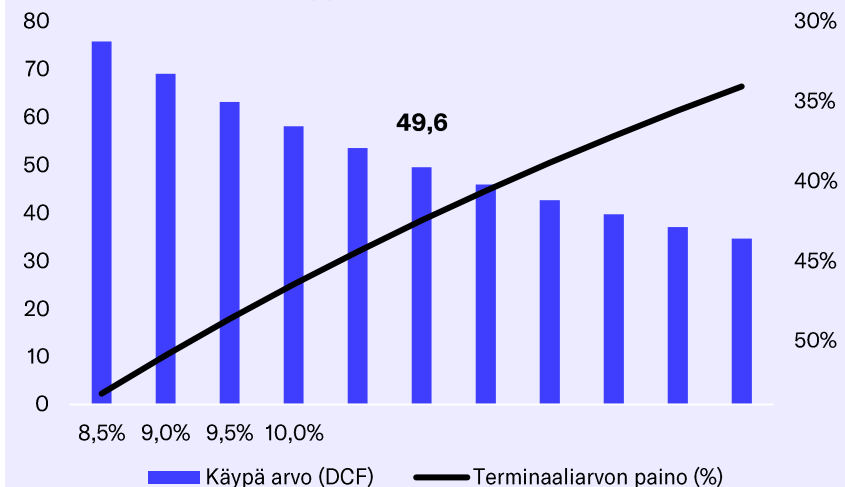
Suositus ja tavoitehinta pysyvät ennallaan

Toistamme osta-suosituksemme ja 45 SEK:n tavoitehintamme. Tällä tavoitehinnalla Verven oikaistut EV/EBIT- ja EV/FCFF-kertoimet vuosille 2025–2026 ovat vastaavasti 9–7x ja 11–9x (pl. lisäkauppahinnat). Vaikka EV/EBIT-kerroin on absoluuttisesti tarkasteltuna edelleen matala ja selvästi vertailuryhmän mediaania alhaisempi, on EV/FCFF-kerroin on hieman paremmin linjassa vertailuryhmän mediaanin kanssa. Mielestämme tämä on kohtuullista, sillä uskomme että Verven tämänhetkistä tulosta ja vapaata kassavirtaa pitäisi arvostaa alennuksella verrokkeihin nähden.

Nettovelka/käyttökate 2025–2026e



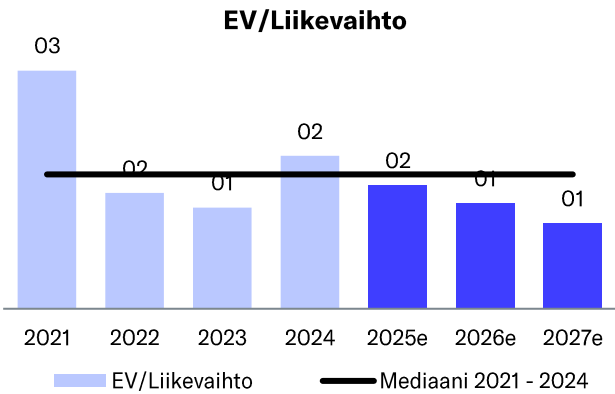
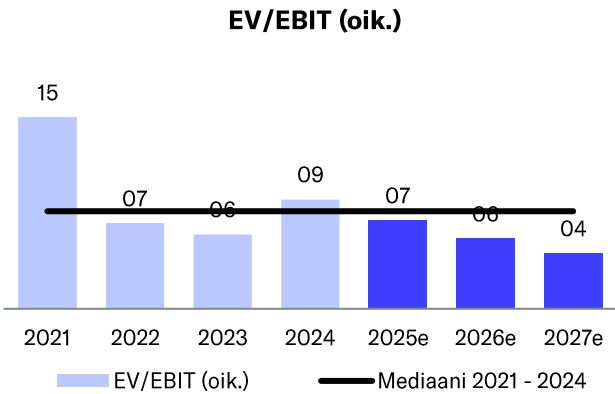
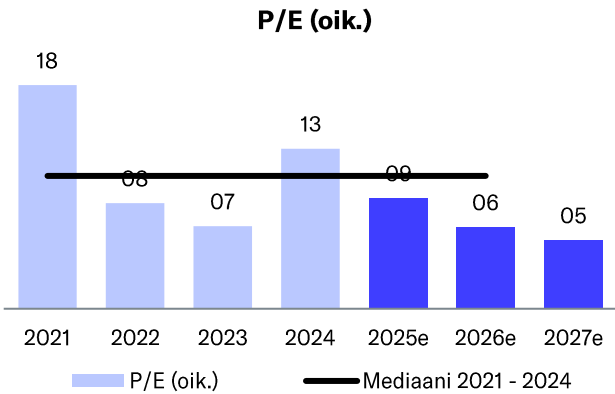
DCF:n herkkyyset muutoksille WACC-%:ssa



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi (EUR)	4,30	1,60	1,02	3,12	3,14	3,14	3,14	3,14
Osakemäärä, milj. kpl	141,7	156,2	159,2	186,7	187,2	187,2	187,2	187,2
Markkina-arvo (MEUR)	644	255	163	583	587	587	587	587
Yritysarvo (EV) (MEUR)	840	525	456	934	904	847	746	640
P/E (oik.)	17,9	8,4	6,6	12,8	8,8	6,5	5,4	4,9
P/E	37,9	neg.	3,5	20,2	12,1	8,1	6,5	5,8
P/B	2,1	0,8	0,5	1,3	1,2	1,0	0,9	0,8
P/S	2,6	0,8	0,5	1,3	1,1	1,0	0,9	0,9
EV/Liikevaihto	3,3	1,6	1,4	2,1	1,7	1,5	1,2	0,9
EV/EBITDA	11,8	5,6	4,8	7,0	5,9	4,7	3,7	3,0
EV/EBIT (oik.)	15,3	6,9	5,9	8,7	7,0	5,6	4,5	3,6
EV/FCFF (adj.)*	33,6	12,9	19,9	9,9	9,1	7,7	6,1	5,1
Osinkotuotto-%	0,0 %	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	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		P/B
	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Applovin Corp	114 549	117 332	39,4	29,2	31,8	25,3	22,9	18,9	48,0	33,5	67,2
Magnite Inc	2 018	2 130	32,7	22,6	11,0	9,6	3,7	3,3	18,7	15,4	2,7
Trade Desk Inc	32 421	30 894	67,0	49,4	31,8	26,0	12,5	10,5	43,2	36,3	11,1
PubMatic Inc	506	379			5,9	4,7	1,5	1,3		532,3	1,6
DoubleVerify Holdings Inc	1 917	1 778	27,8	21,2	8,8	7,7	2,8	2,5	44,4	32,2	2,0
Criteo SA	1 193	954	5,4	5,4	2,8	2,8	0,9	0,9	5,8	5,7	1,3
Liveramp Holdings Inc	1 868	1 497	12,1	9,5	11,8	9,0	2,2	2,1	18,7	15,0	2,2
Verve (Inderes)	589	906	7,0	5,6	5,9	4,7	1,7	1,5	8,8	6,5	1,2
Keskiarvo			30,7	22,9	14,8	12,1	6,6	5,6	29,8	95,8	12,6
Mediaani			30,2	21,9	11,0	9,0	2,8	2,5	30,9	32,2	2,2
Erotus-% vrt. mediaani			-77%	-74%	-46%	-47%	-39%	-41%	-72%	-80%	-47%

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	322	82,5	96,6	114	144	437	109	123	134	160	526	576	628	684
Käyttökate ilman kertaeriä	93,2	19,1	21,3	23,1	31,7	133	22,0	29,1	33,6	45,1	155	179	200	216
Käyttökate	128	20,2	28,1	36,2	44,1	129	27,5	34,2	39,5	51,0	152	179	200	215,5
Poistot ja arvonalennukset	-29,5	-7,9	-8,5	-11,7	-10,1	-38,2	-10,8	-10,5	-10,5	-10,5	-42,3	-44,9	-50,1	-55,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	76,9	16,6	23,2	25,2	42,1	107	23,3	27,7	33,0	44,5	129	152	168	178
Liikevoitto	99,0	12,3	19,6	24,5	33,9	90,3	16,7	23,7	29,0	40,5	110	134	150	160
Nettorahoituskulut	-50,1	-14,1	-12,9	-14,6	-16,8	-58,5	-13,2	-10,5	-9,7	-9,5	-42,9	-36,7	-29,8	-25,7
Tulos ennen veroja	48,9	-1,9	6,7	9,8	17,1	31,8	3,5	13,2	19,3	31,0	67,0	96,9	120	135
Verot	-2,7	2,5	-0,4	-2,2	-2,8	-3,0	-3,3	-3,3	-4,6	-7,4	-18,7	-24,2	-29,9	-33,7
Vähemmistöosuudet	0,5	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	46,7	0,61	6,3	7,6	14,3	28,8	0,2	9,9	14,7	23,6	48,3	72,6	89,8	101
EPS (oikaistu)	0,15	0,03	0,05	0,04	0,12	0,24	0,04	0,07	0,10	0,15	0,36	0,48	0,58	0,64
EPS (raportoitu)	0,29	0,00	0,03	0,04	0,08	0,15	0,00	0,05	0,08	0,13	0,26	0,39	0,48	0,54

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	-0,8 %	20,0 %	26,8 %	45,2 %	46,1 %	35,7 %	32,2 %	27,8 %	17,4 %	10,9 %	20,3 %	9,5 %	9,0 %	9,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	0,5 %	9,7 %	39,9 %	36,6 %	57,3 %	39,2 %	40,2 %	19,5 %	31,1 %	5,7 %	20,0 %	17,9 %	10,5 %	6,5 %
Käyttökate-%	39,9 %	24,5 %	29,1 %	31,8 %	30,6 %	29,4 %	25,2 %	27,7 %	29,6 %	31,9 %	28,9 %	31,0 %	31,8 %	31,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	23,9 %	20,2 %	24,0 %	22,1 %	29,2 %	24,5 %	21,4 %	22,4 %	24,7 %	27,8 %	24,4 %	26,3 %	26,7 %	26,1 %
Nettotulos-%	14,5 %	0,7 %	6,5 %	6,7 %	9,9 %	6,6 %	0,2 %	8,0 %	11,0 %	14,7 %	9,2 %	12,6 %	14,3 %	14,8 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	814	1013	1016	1019	1018	1014
Liikearvo	578	718	718	718	718	718
Aineettomat hyödykkeet	219	269	271	273	272	268
Käyttöomaisuus	4,0	4,3	5,5	5,4	5,5	5,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	1,4	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
Laskennalliset verosaamiset	10,5	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0
Vaihtuvat vastaavat	194	239	228	252	319	395
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	39,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	32,3	92,6	103	109	116	127
Likvidit varat	122	147	125	143	203	269
Taseen loppusumma	1007	1252	1244	1271	1337	1409

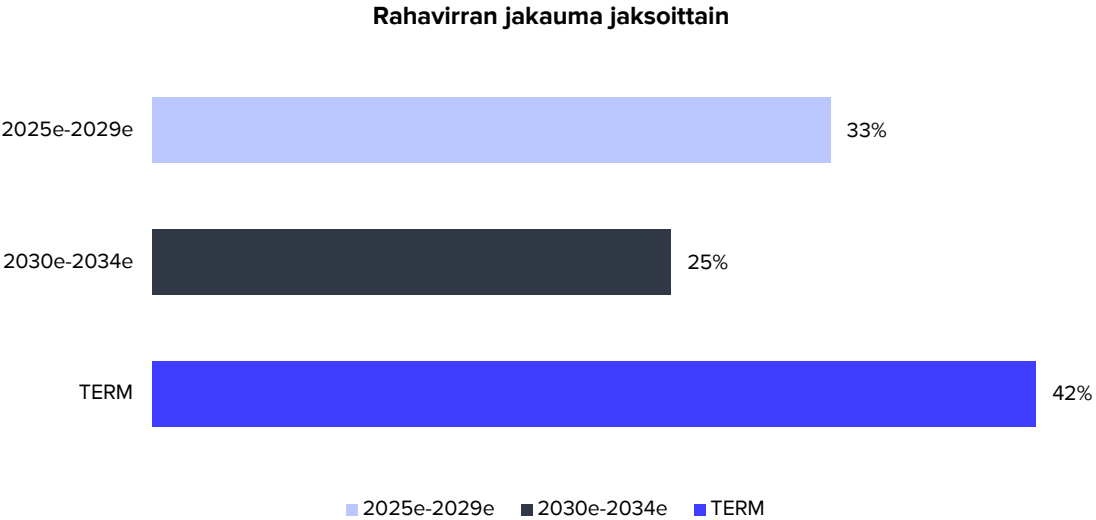
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	352	451	499	572	662
Osakepääoma	159	1,6	1,6	1,6	1,6
Kertyneet voittovarot	48,1	76,9	125	198	288
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	145	372	372	372	372
Vähemmistöosuus	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Pitkäaikaiset velat	414	499	463	398	358
Laskennalliset verovelat	28,9	21,7	21,7	21,7	21,7
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	348	446	410	370	330
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	36,9	31,0	31,0	5,9	5,9
Lyhytaikaiset velat	241	303	282	301	318
Korolliset velat	66,5	52,0	32,0	32,0	32,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	102	145	166	184	201
Muut lyhytaikaiset velat	72,4	106	84,8	84,8	84,8
Taseen loppusumma	1007	1253	1244	1271	1337

DCF-laskelma

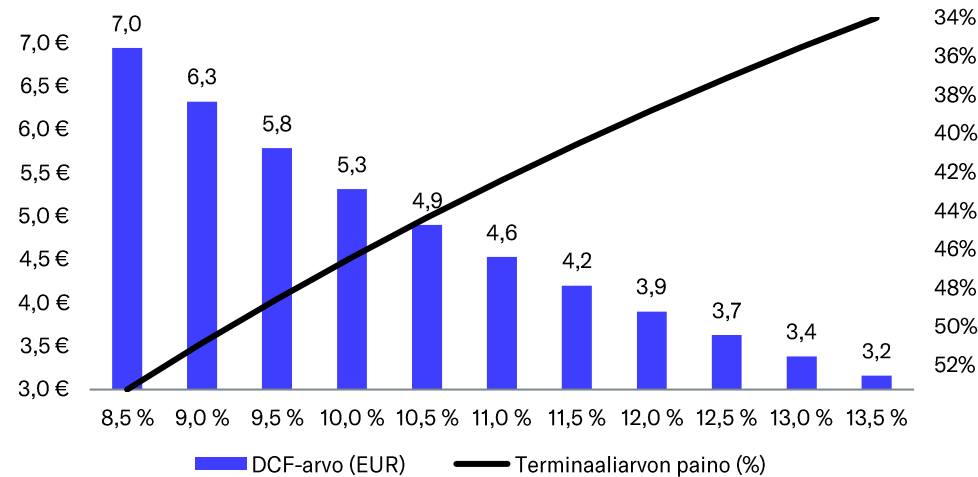
DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	35,7 %	20,3 %	9,5 %	9,0 %	9,0 %	7,5 %	6,5 %	4,0 %	3,5 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	20,7 %	20,9 %	23,2 %	23,8 %	23,4 %	22,0 %	21,0 %	20,0 %	20,0 %	18,5 %	18,5 %	18,5 %
Liikevoitto	90,3	110	134	150	160	162	164	163	169	161	164	
+ Kokonaispoistot	38,2	42,3	44,9	50,1	55,1	59,7	63,7	62,0	64,8	63,2	56,6	
- Maksetut verot	-16,7	-18,7	-24,2	-29,9	-33,7	-34,9	-36,1	-36,3	-38,3	-36,8	-38,1	
- verot rahoituskuluista	-5,5	-12,0	-9,2	-7,4	-6,4	-5,5	-5,0	-4,4	-3,9	-3,4	-2,8	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	56,0	-10,5	11,8	9,9	0,8	-0,9	3,1	1,9	3,1	2,8	1,0	
Operatiivinen kassavirta	162	111	157	172	176	180	190	186	194	187	181	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-5,9	0,0	-25,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-232,3	-45,5	-47,1	-49,2	-51,3	-52,4	-53,7	-56,0	-60,2	-59,0	-59,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-75,9	65,5	84,7	123	125	128	137	130	134	128	122	
+/- Muut	40,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-35,9	65,5	84,7	123	125	128	137	130	134	128	122	1385
Diskontattu vapaa kassavirta		61,5	71,8	93,9	86,0	79,2	76,4	65,6	61,0	52,2	44,9	511
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		1204	1142	1070	976	890	811	735	669	608	556	511
Velaton arvo DCF		1204										
- Korolliset velat		-497,9										
+ Rahavarat		147										
-Vähemmistöosuus		-0,2										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		852										
Oman pääoman arvo DCF per osake		4,6										
Oman pääoman arvo DCF per osake (SEK)		49,6										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	8,2 %
Yrityksen Beta	1,60
Markkinoiden riski-preemio	4,75%
Likviditeettipreemio	1,70%
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,0 %

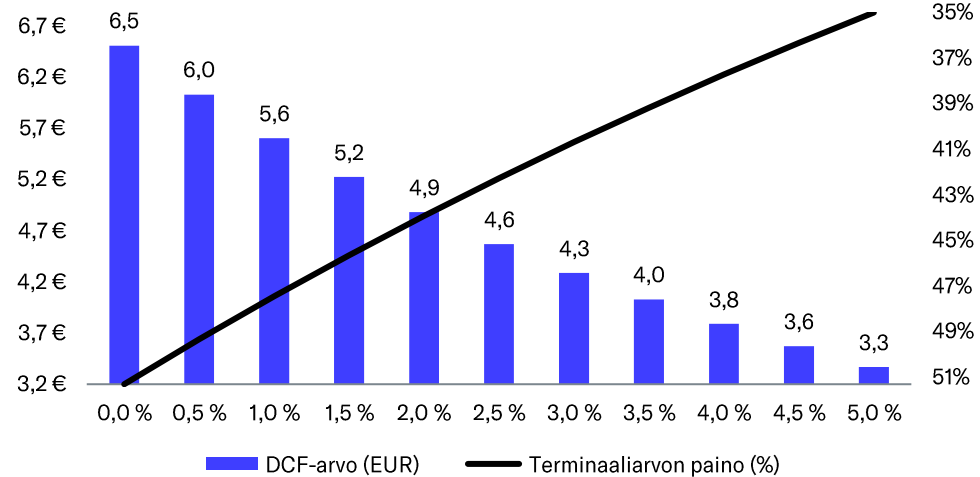


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

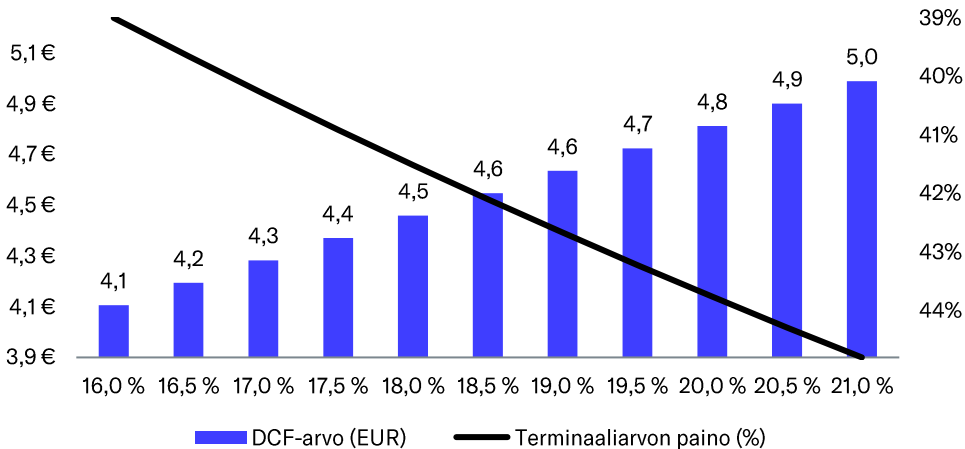
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



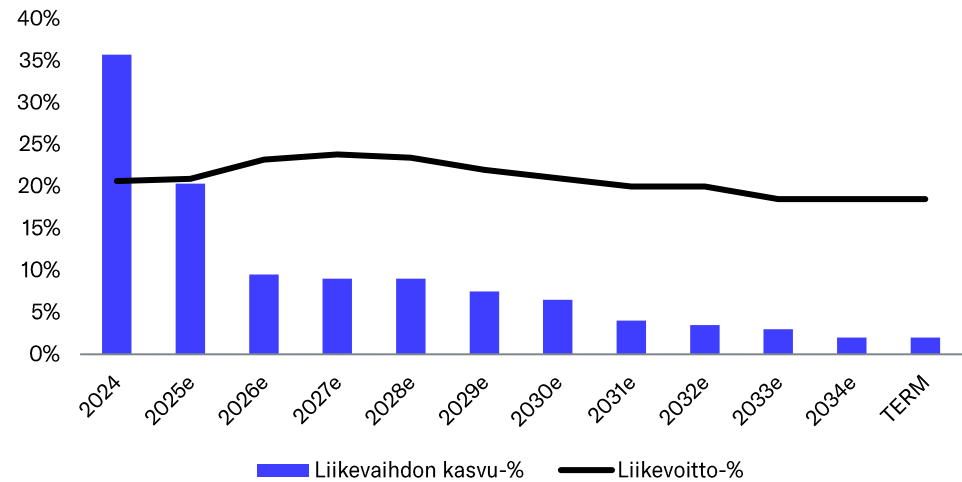
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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	324,4	322,0	437,0	525,9	575,9	EPS (raportoitu)	-0,13	0,29	0,15	0,26	0,39
Käyttökate	84,8	128,5	128,5	152,2	178,5	EPS (oikaistu)	0,19	0,15	0,24	0,36	0,48
Liikevoitto	26,6	99,0	90,3	110,0	133,6	Operat. Kassavirta / osake	0,52	0,69	0,87	0,59	0,84
Voitto ennen veroja	-11,3	48,9	31,8	67,0	96,9	Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,52	0,26	-0,19	0,35	0,45
Nettovoitto	-20,3	46,7	28,8	48,3	72,6	Omapääoma / osake	2,07	2,21	2,41	2,67	3,05
Kertaluontoiset erät	-49,9	22,1	-16,8	-18,6	-18,0	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	1044,7	1007,0	1252,4	1244,4	1270,6	Liikevaihdon kasvu-%	29%	-1%	36%	20%	10%
Oma pääoma	321,7	352,5	450,9	499,2	571,8	Käyttökatteen kasvu-%	30%	52%	0%	18%	17%
Liikearvo	587,7	578,0	718,0	718,0	718,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	40%	0%	39%	20%	18%
Nettovelat	271,3	292,8	351,2	316,5	259,4	EPS oik. kasvu-%	-21%	-18%	58%	46%	35%
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Käyttökate-%	26,1 %	39,9 %	29,4 %	28,9 %	31,0 %
Käyttökate	84,8	128,5	128,5	152,2	178,5	Oik. Liikevoitto-%	23,6 %	23,9 %	24,5 %	24,4 %	26,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	8,6	-14,1	56,0	-10,5	11,8	Liikevoitto-%	8,2 %	30,7 %	20,7 %	20,9 %	23,2 %
Operatiivinen kassavirta	80,9	109,5	162,3	111,0	156,9	ROE-%	-6,4 %	13,8 %	7,2 %	10,2 %	13,6 %
Investoinnit	-236,3	-15,5	-232,3	-45,5	-47,1	ROI-%	3,7 %	13,1 %	10,5 %	11,6 %	14,0 %
Vapaa kassavirta	-81,8	41,3	-35,9	65,5	84,7	Omavaraisuusaste	30,8 %	35,0 %	36,0 %	40,1 %	45,0 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e	Nettovelkaantumisaste	84,3 %	83,1 %	77,9 %	63,4 %	45,4 %
EV/Liikevaihto	1,6	1,4	2,1	1,7	1,5						
EV/EBITDA	5,6	4,8	7,0	6,0	4,8						
EV/EBIT (oik.)	6,9	5,9	8,7	7,0	5,6						
P/E (oik.)	8,4	6,6	12,8	8,8	6,5						
P/B	0,8	0,5	1,3	1,2	1,0						
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 arvonmäärittämismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämismenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa 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 laatuinen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
2022-12-12	Osta	23 kr	16,90 kr
2023-01-03	Osta	26 kr	18,00 kr
2023-06-01	Osta	22 kr	12,70 kr
2023-09-01	Osta	21 kr	15,20 kr
2023-12-01	Osta	16 kr	10,10 kr
2024-03-01	Osta	17 kr	12,09 kr
2024-03-21	Osta	20 kr	16,98 kr

Analyytikko vaihtuu			
2024-05-08	Lisää	24 kr	20,85 kr
2024-06-24	Osta	28 kr	18,52 kr
2024-07-05	Lisää	29 kr	25,25 kr
2024-08-13	Lisää	35 kr	31,55 kr
2024-08-30	Lisää	38 kr	33,65 kr
2024-10-31	Lisää	50 kr	45,20 kr
2024-11-29	Lisää	50 kr	41,00 kr
2025-02-28	Osta	57 kr	42,85 kr
2025-04-09	Osta	45 kr	29,60 kr
2025-05-28	Osta	45 kr	34,24 kr



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, 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.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen 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

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

**inde
res.**