

TITANIUM

26.08.2025 19.40 EEST



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Ei vielä kiirettä ostoksille

Toistamme Titaniumin 6,5 euron tavoitehintamme sekä vähennä-suosituksen. H1-raportti oli hyvin linjassa odotuksiimme ja ennustemuutokset ovat jääneet vähäisiksi. Yhtiö tekee strategiassaan oikeita asioita, mutta strategian toteutuksessa onnistuminen punnitaan seuraavan 12kk aikana. Osakkeessa on selvää potentiaalia pidemmällä tähtäimellä, mutta emme pidä tähän nojaamista perusteltuna tilanteessa jossa Hoivanrahaston lunastuksiin liittyy isoa epävarmuutta ja uuden strategian onnistuminen on vielä todistamatta.

Odotettu H1-raportti

Liikevaihto laski odotetusti 15 %:lla Hoivan tuottopalkkioiden vetämänä. Jatkuvat palkkiot pysyivät suunnilleen vertailukauden tasolla, mutta huomautamme, että Hoivarahastossa on merkittävät lunastukset jonossa odottamassa maksua ja näistä on tulossa selvä tasokorjaus liikevaihtoon. Vaisun liikevaihtokehityksen hopeareunuksena oli se, että käytännössä kaikki palkkiot olivat jatkuvia. Kulurakenteen puolella kulut olivat kautta linjan odotuksia alhaisemmat ja tämän seurauksena liikevoitto 3,5 MEUR ylitti 3,2 MEUR:n ennusteemme. Kuluallitus selittyy arviomme mukaan pitkälti kasvuinvestointien ajoituksilla ja ennustemuutokset ovatkin jääneet vähäisiksi. Vaikka liikevoitto supistui reippaasti, oli liikevoittomarginaali edelleen toimialan mittapuulla hyvä 36 %, etenkin kun se tehdään pelkillä jatkuvilla palkkioilla.

Strategiassa siirrytään toteutusvaiheeseen

Näkymien osalta johto totesi, että kiinteistömarkkina on alkanut normalisoitua ja odotammekin, että yhtiö pystyy maksamaan Hoivan jonossa olevat lunastukset H2'25 aikana. PE-rahaston vastaanoton osalta johto oli optimistinen ja totesi kiinnostuksen olevan hyvällä tasolla. Rahaston lähikuukausien myyntiin onkin ladattu kovat odotukset ja yhtiön pitäisi pystyä myymään rahastoa järkevällä volyymillä loppuvuoden aikana. Uusi varainhoitomalli tullaan lanseeraamaan vielä H2:lla, mutta kommenttien perusteella se tapahtunee vasta vuoden lopulla.

Ennusteissa vain pieniä viilauksia, tulos kääntyy 2027

Olemme tehneet ennusteisiimme vain pieniä muutoksia H1-raportin jäljiltä. Titaniumin tulos jatkaa kuluvana vuonna reippaassa laskussa, kun kiinteistömarkkinan ongelmat näkyvät liikevaihdossa ja yhtiö tekee samalla kasvuinvestointeja. 2026 tulos vakautuu, kun uusmyynti kiinteistörahastoissa kääntyy plussalle ja myynti muihin rahastoihin sekä varainhoitoon kasvaa. Arviomme mukaan 2025 lopussa maksettavat Hoivarahaston isot lunastukset kuitenkin hautaavat kasvun alleen. 2027 alkaen odotamme tuloksen kasvavan reippaasti, kun liikevaihdon kasvu kiihtyy strategian etenemisen seurauksena ja lunastusten luoma vastatuuli poistuu.

Keskeinen epävarmuus liittyy kasvun käynnistymisen aikatauluun sekä kulmakertoimeen. Kasvun realisoituessa tulos skaalautuu viivan alle varmuudella. Olemme varainhoidon ja uusien tuotteiden osalta ennusteissamme varovaisia, johtuen heikosta näkyvyydestä ja yhtiön historiallisista haasteista näillä saroilla. Kuitenkin kiinteistörahastojen elpyminen yhdessä varainhoidon ja uusien tuotteiden uusmyynnin kanssa nostaa koko konsernin uusmyynnin lähelle huippuvuosien tasoja, mitä pidämme hyvänä suorituksena. Osingonjakosuhde säilyy korkeana, mutta osingon taso on riippuvainen tuloksesta.

Tuotto-odotus ei ole vielä riittävä

Titaniumin arvostuskuva on kaksijakoinen. Lyhyellä aikavälillä osakkeen arvostus näyttää haastavalta sekä absoluuttisesti, että suhteellisesti. Etenkin verrokkiryhmän tasolla olevaa hinnoittelua on vaikea pitää perusteltuna huomioden tuloksen laskevan suunnan ja epävarmuus lähivuosien tulokehitykseen liittyen. DCF-mallin mukainen arvo on puolestaan yli nykyisen osakekurssin ja se heijastelee yhtiön potentiaalia tuloskäänteen onnistuessa. Strategian onnistuessa osakkeessa voisi olla merkittäväkin potentiaalia, mutta tähän ei mielestämme voi nojata näkyvyyden ollessa vielä heikko.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

6,50 EUR

(aik. 6,50 EUR)

Osakekurssi:

6,20 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	21,9	20,0	20,3	23,2
kasvu-%	-17 %	-9 %	2 %	14 %
EBIT oik.	9,1	6,3	6,1	8,1
EBIT-% oik.	41,4 %	31,7 %	30,1 %	34,9 %
Nettotulos	7,1	5,0	4,9	6,7
EPS (oik.)	0,69	0,48	0,47	0,64

P/E (oik.)	14,4	12,8	13,1	9,7
P/B	5,8	4,1	4,0	3,6
Osinkotuotto-%	6,6 %	7,4 %	7,4 %	9,8 %
EV/EBIT (oik.)	9,7	8,3	8,7	6,5
EV/EBITDA	9,1	7,5	8,0	6,0
EV/Liikevaihto	4,0	2,6	2,6	2,3

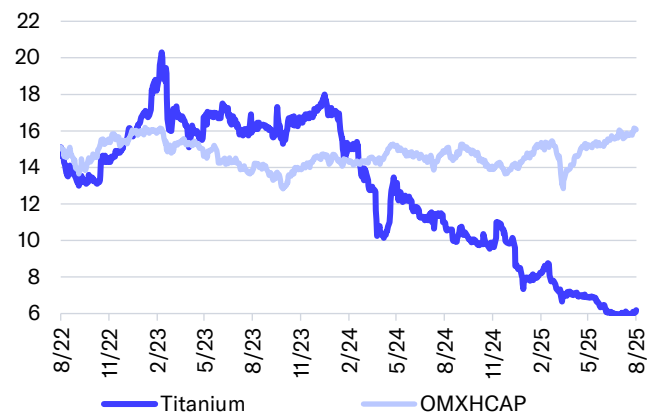
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

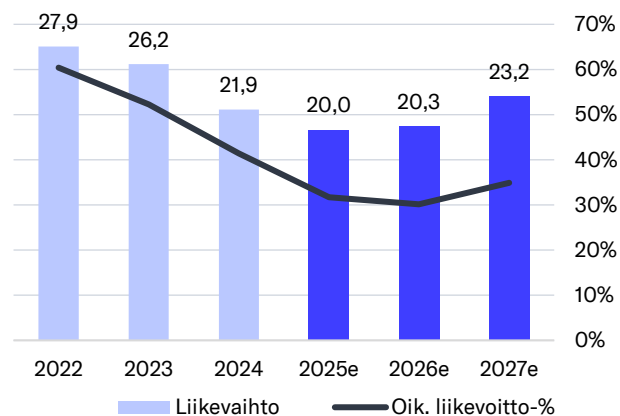
Ei ohjeistusta

Osakekurssi



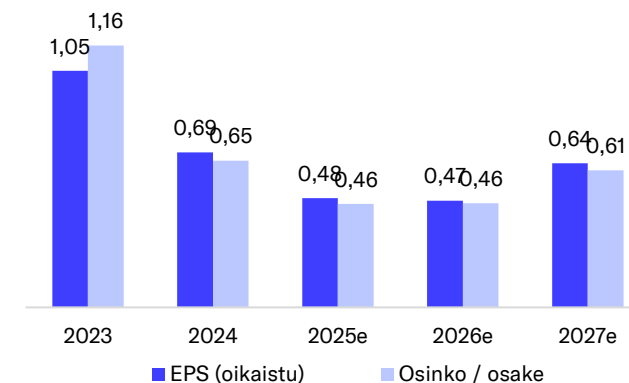
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Varainhoidon onnistunut lanseeraaminen
- Uudet tuotteet
- Hoivarahaston kasvu
- Tarjonnan laajentaminen yrityskaupoilla

Riskitekijät

- Hoivarahaston lunastusten määrä
- Hoivarahaston hallitseva osuus liikevaihdosta
- Hintaeroosio
- Korkojen nousu
- Hoivamarkkinaan liittyvät riskit

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	6,16	6,16	6,16
Osakemäärä, milj. kpl	10,4	10,5	10,5
Markkina-arvo	65	65	65
Yritysarvo (EV)	53	53	52
P/E (oik.)	12,8	13,1	9,7
P/E	12,8	13,1	9,7
P/B	4,1	4,0	3,6
P/S	3,2	3,2	2,8
EV/Liikevaihto	2,6	2,6	2,3
EV/EBITDA	7,5	8,0	6,0
EV/EBIT (oik.)	8,3	8,7	6,5
Osinko/tulos (%)	94,8 %	97,5 %	95,1 %
Osinkotuotto-%	7,4 %	7,4 %	9,8 %

Lähde: Inderes

Odotuksien mukaista kehitystä

Tuottopalkkioiden poistuminen leikkasi liikevaihtoa

Titaniumin liikevaihto laski odotetusti vertailukaudesta noin 15 %:lla ja oli 9,8 MEUR. Takapakkia tuli erityisesti tuottosidonnaisista palkkioista, joiden määrä laski arviomme mukaan nollaan vertailukauden hyvältä tasolta. Jatkuvat palkkiot pysyivät suunnilleen vertailukauden tasolla, mutta huomautamme, että Hoivarahastossa on merkittävät lunastukset jonossa odottamassa maksua ja näistä on tulossa selvä tasokorjaus liikevaihtoon. Vaisun liikevaihtokehityksen hopeareunuksena oli se, että käytännössä kaikki palkkiot olivat jatkuvia. Laskelmiemme mukaan Hoivan osuus H1-liikevaihdosta oli noin 65 %.

Tulos paineessa liikevaihdon laskun myötä

Kulurakenteen puolella kulut olivat kautta linjan odotuksia alhaisemmat ja tämän seurauksena liikevoitto 3,5 MEUR ylitti 3,2 MEUR:n ennusteemme. Vaikka kulualitus on totta kai positiivinen asia, selittyy kulualitus arviomme mukaan

pitkälti kasvuinvestointien ajoituksilla, emmekä näe kuluennusteissamme muutospaineita tämän johdosta. Vaikka liikevoitto supistui reippaasti, oli liikevoittomarginaali edelleen toimialan mittapuulla hyvä 36 %, etenkin kun se tehdään pelkillä jatkuvilla palkkioilla. Titaniumin historiallisiin tasoihin sekä taloudellisiin tavoitteisiin nähden kannattavuus on kuitenkin selvästi perässä ja se tulee kohtaamaan lisää vastatuulta, kun Hoivan lunastukset lopulta maksetaan pois.

Tulosinfossa paljon kiinnostavaa tietoa

Titanium ei odotetusti antanut ohjeistusta kuluvalle vuodelle. Näkymien osalta johto totesi, että kiinteistömarkkina on alkanut normalisoitua ja odotammekin, että yhtiö pystyy maksamaan Hoivan jonossa olevat lunastukset H2'25 aikana. Yhtiö myös vahvisti tämän näkemyksen tulosinfossa. PE-rahaston vastaanoton osalta johto oli optimistinen ja totesi kiinnostuksen olevan hyvällä tasolla. Rahaston

lähikuukausien myyntiin onkin ladattu kovat odotukset ja yhtiön pitäisi pystyä myymään rahastoa järkevällä volyymillä loppuvuoden aikana. Ennustamamme 20 MEUR:n kokoluokka vuoden lopussa on ehdoton minimitaso. Uusi varainhoitomalli tullaan lanseeraamaan vielä H2:lla, mutta kommenttien perusteella se tapahtunee vasta marras-joulukuussa. Uusmyynnin osalta johto oli odotetusti tyytymätön ja vaikka organisaation fokus onkin ollut strategiauudistuksessa, on alkuvuoden myynti absoluuttisesti ja suhteellisesti heikko suoritus. Lyhyellä aikavälillä myynnissä fokus tulee olemaan PE-rahastossa ja loppuvuoden aikana fokus siirtyy uuteen varainhoitomalliin.

Ennustetaulukko	H1'24	H1'25	H1'25e	H1'25e	Konsensus	Erotus (%)	2025e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes
Liikevaihto	11,5	9,8	9,8				0 %
Liikevoitto (oik.)	5,3	3,5	3,2				11 %
EPS (oik.)	0,40	0,26	0,24				8 %
Osinko/osake							
							0,46
Liikevaihdon kasvu-%	-15,3 %	-15,0 %	-14,8 %				-0,2 %-yks.
Liikevoitto-% (oik.)	46,1 %	35,8 %	32,3 %				3,6 %-yks.

Lähde: Inderes

Titanium H1'25: Puolustusvoitto vaikeassa markkinassa



Ennusteissa ei oleellisia muutoksia

Ennustemuutokset

- Olemme tehneet ennusteisiimme vain marginaalisia muutoksia H1-raportin myötä
- Keskeiset kysymykset ennusteisiimme liittyen ovat: 1) Hoivarahaston lunastusten mittakaava, 2) yhtiön kyky kiihdyttää muiden rahastojen myyntiä ja 3) varainhoidon uusmyynnin onnistuminen
- Olemme avanneet ennusteitamme tarkemmin kesällä julkaistussa edelleen hyvin ajankohtaisessa [laajassa raportissamme](#).

Operatiiviset tulosajurit

- Odotamme yhtiön liikevaihdon laskevan selvästi 2025, kun tuottopalkkiot laskevat nollaan ja yhtiö tekee kasvuinvestointeja. Vaikka uusmyynti piristyy H2:lla, ei tämä ehdi vaikuttaa numeroihin. Myöskään Hoivan loppuvuonna maksavat lunastukset eivät ehdi vaikuttaa negatiivisesti 2025 numeroihin.
- 2026 liikevaihto polkee paikallaan, kun Hoivan loppuvuonna maksettavat lunastukset hautaavat alleen varainhoidon ja muiden tuotteiden kasvun. Myös kannattavuus on Titaniumin standardeilla vaisulla tasolla.
- 2027 liikevaihdon pitäisi nytkähtää reippaammin liikkeelle, kun Hoivan lunastusten vastatuuli poistuu ja myös kiinteistörahastot alkavat kerätä pääomaa. Myös kannattavuus alkaa parantua selvästi voimakkaan tulosvivun seurauksena.
- Ennustemme eivät sisällä tuottopalkkioita Hoivarahastosta ja niihin yltäminen vaatisi käytännössä nollakorkoaikojen paluuta. Hoivan osuus yhtiön palkkioista jatkaa laskuaan ja 2028 se on noin 50 %.

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	19,8	20,0	1 %	20,7	20,3	-2 %	23,5	23,2	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,7	6,3	12 %	5,8	6,1	6 %	7,6	8,1	6 %
Liikevoitto	5,7	6,3	12 %	5,8	6,1	6 %	7,6	8,1	6 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,44	0,49	11 %	0,45	0,47	4 %	0,60	0,64	6 %
Osakekohtainen osinko	0,43	0,46	7 %	0,45	0,46	3 %	0,58	0,61	4 %

Lähde: Inderes

Titanium, Webcast, H1, 2025



Odotamme näkyvyyden parantumista

Olemme tarkastelleet Titaniumin arvostusta verrokkiryhmän ja absoluuttisten arvostuskertoimien sekä kassavirtamallin kautta. Käypää arvoa määriteltäessä olemme antaneet pääpainon verrokkiryhmän arvostuskertoimille ja DCF-mallille ja tavoitehintamme (6,5e) on linjassa näiden menetelmien kanssa.

Epävarmuus painaa vaakakupissa potentiaalia enemmän

Titaniumin arvostuskuva on kaksijakoinen. Lyhyellä aikavälillä osake näyttää kalliilta sekä absoluuttisesti, että suhteellisesti. Etenkin verrokkiryhmän tasolla olevaa hinnoittelua on vaikea pitää perusteltuna huomioiden tuloksen laskevan suunnan ja epävarmuus lähivuosien tuloskehitykseen liittyen. DCF-mallin mukainen arvo on puolestaan yli nykyisen osakekurssin ja se heijastelee yhtiön potentiaalia tulostuotteeseen onnistuessa.

Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että Titaniumille soveltamamme tuottovaatimus on absoluuttisesti korkea ja verrokkiryhmämme korkeimpia. Näkemyksemme mukaan keskeiset yhtiön riskitasoa nostavat tekijät ovat:

- 1) Hoivarahaston hallitseva osuus yhtiön palkkioista
- 2) Hoivarahaston lunastusten mittakaavaan liittyvä epävarmuus
- 3) Uuden strategian onnistukseen liittyä vielä paljon epävarmuutta

Kaikki riskitasoa nostavat tekijät liittyvät enemmän tai vähemmän yhtiön palkkioiden mixiin. Mikäli yhtiö onnistuu strategiansa mukaisesti kasvattamaan uusien tuotteiden ja palveluiden osuutta, laskee sen riippuvuus Hoivarahastosta selvästi. Tämä puolestaan laskisi yhtiön riskiprofiilia. Lisäksi

Hoivarahaston lunastuksiin liittyvä riski häviää itsestään, kun lunastusaalto on lopulta takanapäin. Käytännössä siis varainhoidon sekä uusien tuotteiden onnistunut ylösajo loisivat yhtiölle arvoa sekä tulostuotteeseen, että riskiprofiiliin kasvun kautta.

Parhaassa tapauksessa Titaniumin sijoittajille tarjoama kokonaistuotto voisi kohota seuraavan 3-5v periodilla hyvinkin korkeaksi, mikäli uusmyynti lähtee kunnolla vetämään, palkkiovirrat hajautuvat ja Hoivan lunastukset osoittautuvat odotettua pienemmiksi. Tätä tuotto-odotusta tukisi vielä korkea osinkotuotto. Vastaavasti huonossa skenaariossa yhtiön uudet tuotteet ja palvelut eivät ota kunnolla tuulta siipiensä alle ja yhtiö joutuu investoimaan vielä aiempaa enemmän. Samalla Hoivarahaston lunastukset ovat odotettua suurempia mikä nakertaa nykyistä tulostasoa reippaasti. Tässä skenaariossa osakkeen käypä arvo olisi vielä reippaasti alle nykykurssin.

Ei vielä kiirettä ostoksille

Kokonaisuutena emme näe Titaniumin nykyistä riski-/tuottosuhdetta riittävänä ja toistamme varovaisen näkemyksemme. Meidän on vaikea perustella osakkeen ostamista nykyisillä korkeilla arvostustasoilla tilanteessa missä Hoivarahaston lunastuksiin liittyy suurta epävarmuutta ja uuden strategian onnistuminen on vielä hämäränpeitossa. Olemme tarkastelleet yhtiön arvostusta tarkemmin kesän [laajassa raportissamme](#).

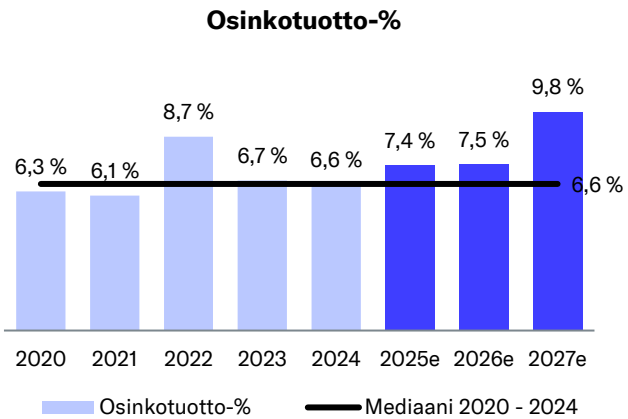
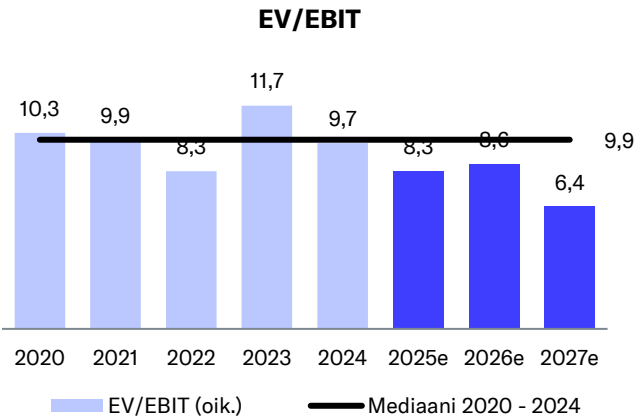
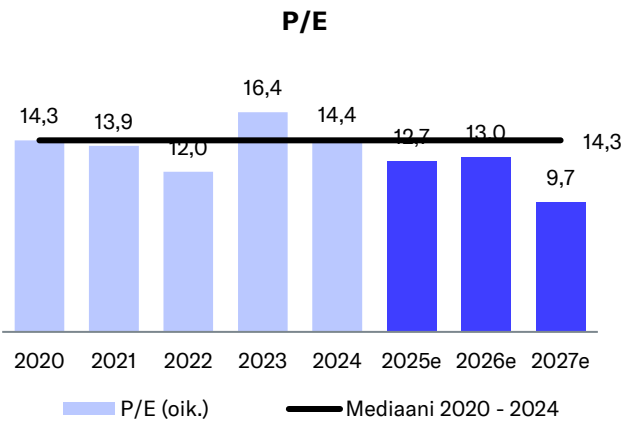
Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	6,16	6,16	6,16
Osakemäärä, milj. kpl	10,4	10,5	10,5
Markkina-arvo	65	65	65
Yritysarvo (EV)	53	53	52
P/E (oik.)	12,8	13,1	9,7
P/E	12,8	13,1	9,7
P/B	4,1	4,0	3,6
P/S	3,2	3,2	2,8
EV/Liikevaihto	2,6	2,6	2,3
EV/EBITDA	7,5	8,0	6,0
EV/EBIT (oik.)	8,3	8,7	6,5
Osinko/tulos (%)	94,8 %	97,5 %	95,1 %
Osinkotuotto-%	7,4 %	7,4 %	9,8 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	13,0	15,0	15,6	17,2	9,86	6,16	6,16	6,16	6,16
Osakemäärä, milj. kpl	10,2	10,2	10,3	10,4	10,4	10,4	10,5	10,5	10,6
Markkina-arvo	132	153	160	178	102	64	65	65	65
Yritysarvo (EV)	118	137	139	161	88	52	53	52	51
P/E (oik.)	14,3	13,9	12,0	16,4	14,4	12,7	13,0	9,7	8,3
P/E	17,5	16,5	13,7	18,4	14,4	12,7	13,0	9,7	8,3
P/B	5,8	6,4	6,1	8,0	5,8	4,0	4,0	3,6	3,3
P/S	6,6	6,5	5,7	6,8	4,7	3,2	3,2	2,8	2,5
EV/Liikevaihto	5,9	5,8	5,0	6,1	4,0	2,6	2,6	2,2	2,0
EV/EBITDA	9,8	9,6	8,0	11,2	9,1	7,4	7,9	5,9	5,0
EV/EBIT (oik.)	10,3	9,9	8,3	11,7	9,7	8,3	8,6	6,4	5,4
Osinko/tulos (%)	109,6 %	100,1 %	119,8 %	124,0 %	94,8 %	94,8 %	97,5 %	95,1 %	95,5 %
Osinkotuotto-%	6,3 %	6,1 %	8,7 %	6,7 %	6,6 %	7,4 %	7,5 %	9,8 %	11,5 %

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		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Alexandria	117	113	10,4	8,5	8,4	7,3	2,2	2,1	14,9	12,0	7,3	8,1	3,6
Aktia	771								9,1	9,7	7,9	8,5	1,1
CapMan	342	335	10,9	7,9	10,5	7,7	5,3	4,4	16,8	12,3	7,8	8,3	1,8
eQ	548	536	18,5	13,9	17,8	13,5	8,9	7,2	23,9	18,9	4,2	5,3	7,3
Evli	522	521	11,6	10,3	10,7	9,6	4,7	4,4	16,5	14,6	6,1	6,3	3,4
Taaleri	211	213	11,1	5,2	10,6	5,2	4,0	2,8	18,3	8,2	3,3	7,3	0,9
United Bankers	197	179	10,1	9,3	8,9	8,3	3,1	2,9	14,5	13,8	6,4	6,7	3,1
Mandatum	3048	2647	15,4	17,2	15,4	17,2	16,1	16,7	21,8	21,5	16,5	11,5	2,9
Titanium (Inderes)	65	53	8,3	8,7	7,5	8,0	2,6	2,6	12,8	13,1	7,4	7,4	4,1
Keskiarvo			12,6	10,3	11,7	9,8	6,3	5,8	17,0	13,9	7,4	7,7	3,0
Mediaani			11,1	9,3	10,6	8,3	4,7	4,4	16,7	13,0	6,9	7,7	3,0
Erotus-% vrt. mediaani			-25 %	-6 %	-29 %	-3 %	-44 %	-40 %	-23 %	1 %	8 %	-4 %	36 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	27,9	13,6	12,6	26,2	11,5	10,4	21,9	9,8	10,2	20,0	20,3	23,2	25,7
Käyttökate	17,3	7,9	6,4	14,3	5,7	0,0	9,7	3,8	3,2	7,0	6,7	8,7	10,2
Poistot ja arvonalennukset	-2,2	-1,2	-0,6	-1,8	-0,3	-0,3	-0,6	-0,3	-0,4	-0,7	-0,5	-0,6	-0,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	16,9	7,6	6,1	13,7	5,3	3,8	9,1	3,5	2,8	6,3	6,1	8,1	9,5
Liikevoitto	15,1	6,7	5,8	12,6	5,3	3,8	9,1	3,5	2,8	6,3	6,1	8,1	9,5
Titanium	15,1	6,7	5,8	12,6	5,3	3,8	9,1	3,5	2,8	6,3	6,1	8,1	9,5
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Tulos ennen veroja	15,1	6,7	5,8	12,6	5,3	3,8	9,1	3,5	2,9	6,4	6,3	8,3	9,7
Verot	-3,5	-1,6	-1,3	-2,9	-1,1	-0,8	-2,0	-0,7	-0,6	-1,4	-1,4	-1,6	-1,8
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
Nettotulos	11,7	5,2	4,5	9,7	4,2	2,9	7,1	2,8	2,3	5,1	4,9	6,7	7,9
EPS (oikaistu)	1,30	0,58	0,47	1,05	0,40	0,28	0,69	0,27	0,22	0,49	0,47	0,64	0,74
EPS (raportoitu)	1,13	0,50	0,44	0,94	0,40	0,28	0,69	0,27	0,22	0,48	0,47	0,64	0,74

Tunnusluvut	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	18,8 %	-0,3 %	-11,4 %	-6,0 %	-15,3 %	-17,8 %	-16,5 %	-14,8 %	-1,8 %	-8,7 %	1,5 %	14,0 %	11,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-10,8 %	-26,6 %	-18,6 %	-30,1 %	-38,6 %	-33,9 %	-34,0 %	-24,6 %	-30,1 %	-3,4 %	32,1 %	17,6 %
Käyttökate-%	62,2 %	58,0 %	51,0 %	54,7 %	49,0 %	0,0 %	44,1 %	38,8 %	31,7 %	35,2 %	32,8 %	37,7 %	39,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	60,4 %	55,9 %	48,4 %	52,3 %	46,1 %	36,1 %	41,4 %	35,8 %	27,8 %	31,7 %	30,1 %	34,9 %	37,0 %
Nettotulos-%	41,8 %	38,0 %	35,9 %	37,0 %	36,3 %	28,3 %	32,5 %	28,3 %	22,7 %	25,4 %	24,3 %	29,0 %	30,6 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	7,0	5,5	5,8	6,3	6,7
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,2	0,2	0,4	0,6	0,8
Käyttöomaisuus	1,9	1,5	1,5	1,8	2,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	4,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	20,4	16,5	14,4	14,6	16,7
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	2,7	2,6	2,4	2,4	2,8
Likvidit varat	17,7	13,9	12,0	12,2	13,9
Taseen loppusumma	27,4	22,0	20,2	20,9	23,3

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	22,3	17,6	15,9	16,1	18,0
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	4,0	-0,8	-2,5	-2,3	-0,4
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	18,2	18,3	18,3	18,3	18,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	3,1	2,3	2,3	2,3	2,3
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	3,1	2,3	2,3	2,3	2,3
Lyhytaikaiset velat	2,0	2,0	1,9	2,4	3,0
Korolliset velat	0,0	0,0	0,1	0,6	0,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,0	2,0	1,8	1,8	2,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	27,4	22,0	20,2	20,9	23,3

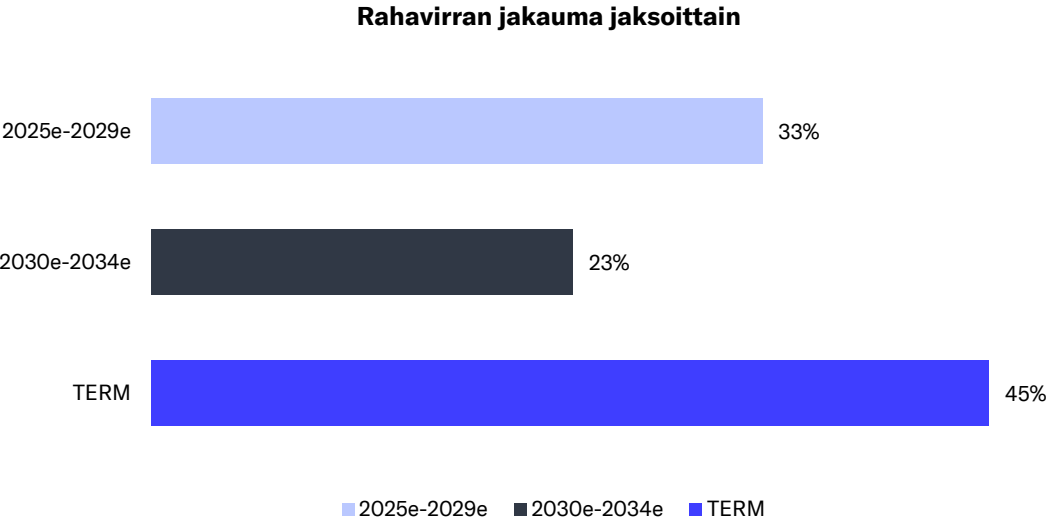
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-16,5 %	-8,7 %	1,5 %	14,0 %	11,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	41,4 %	31,7 %	30,1 %	34,9 %	37,0 %	43,0 %	33,0 %	32,0 %	31,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Liikevoitto	9,1	6,3	6,1	8,1	9,5	11,4	9,0	8,9	8,9	8,8	9,0	
+ Kokonaispoistot	0,6	0,7	0,5	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,8	
- Maksetut verot	-2,0	-1,4	-1,4	-1,6	-1,8	-2,2	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	
- 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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	7,8	5,7	5,3	7,1	8,3	10,0	8,1	8,1	8,0	8,0	8,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	8,0	4,7	4,3	6,1	7,3	8,9	7,0	6,9	6,9	7,0	7,2	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	8,0	4,7	4,3	6,1	7,3	8,9	7,0	6,9	6,9	7,0	7,2	86,5
Diskontattu vapaa kassavirta		4,5	3,7	4,7	5,1	5,6	4,0	3,6	3,2	2,9	2,7	32,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		72,8	68,3	64,6	59,8	54,7	49,0	45,0	41,5	38,2	35,3	32,6
Velaton arvo DCF		72,8										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		13,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-6,7										
Oman pääoman arvo DCF		80,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		7,7										

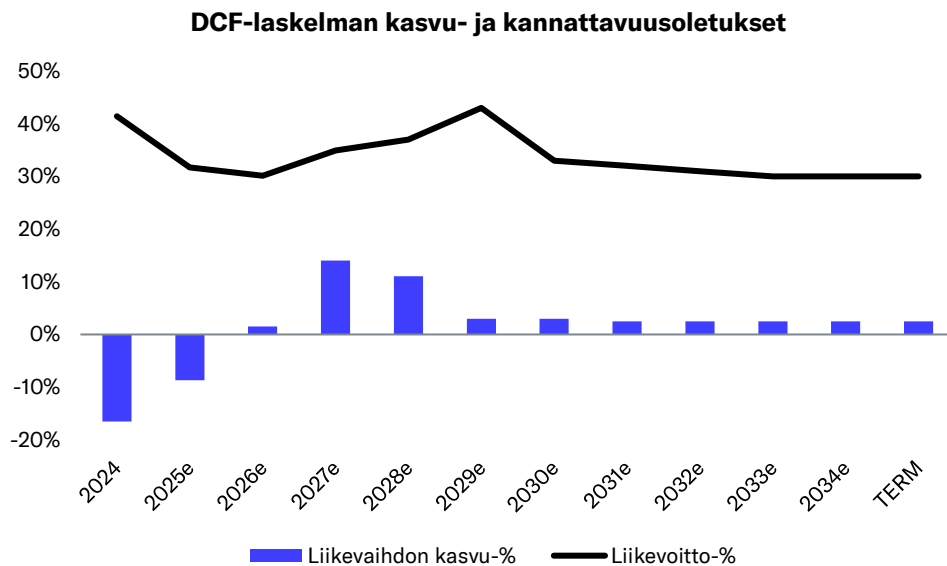
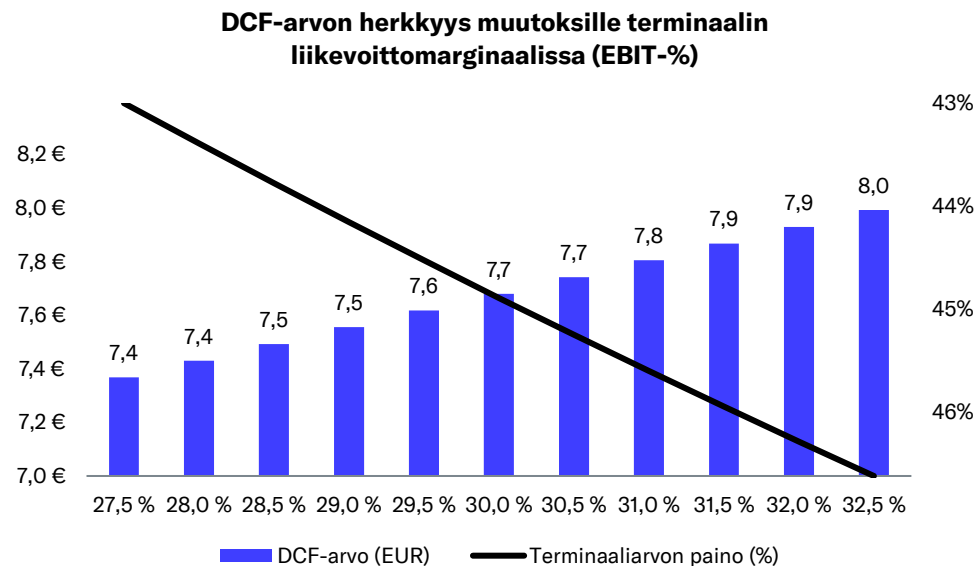
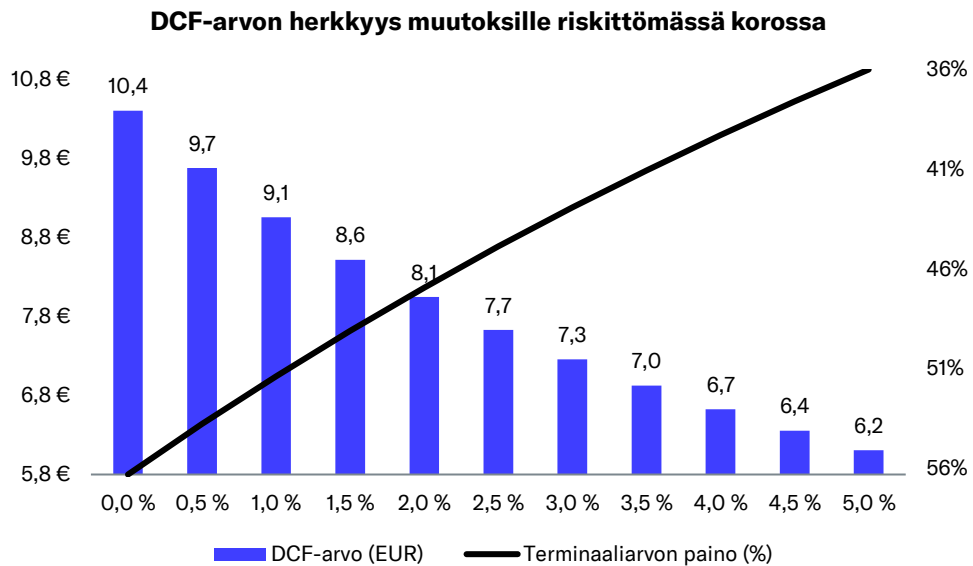
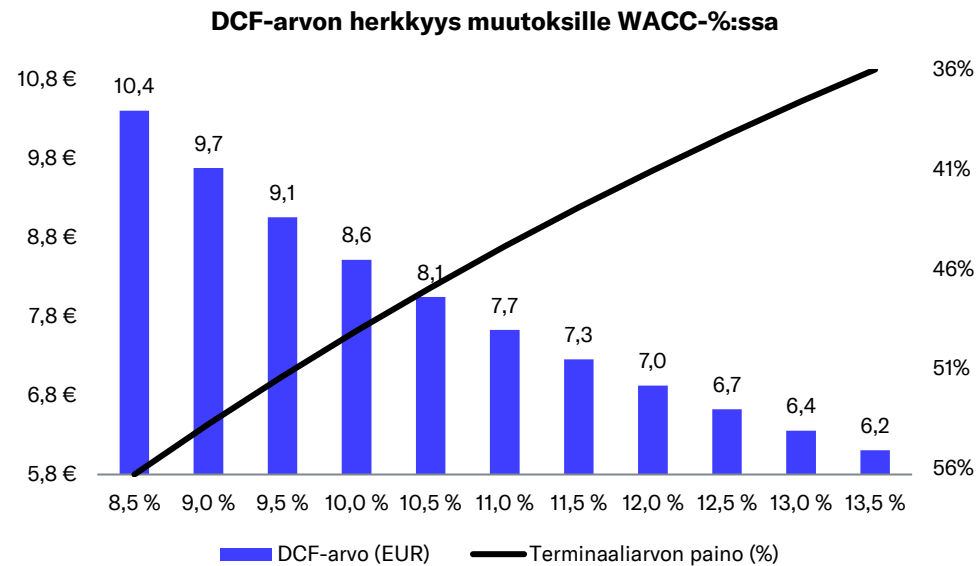
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,22
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,70 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,0 %

Lähde: Inderes



DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	27,9	26,2	21,9	20,0	20,3
Käyttökate	17,3	14,3	9,7	7,1	6,7
Liikevoitto	15,1	12,6	9,1	6,3	6,1
Voitto ennen veroja	15,1	12,6	9,1	6,4	6,3
Nettovoitto	11,7	9,7	7,1	5,0	4,9
Kertaluontoiset erät	-1,7	-1,2	0,0	0,0	0,0

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	31,6	27,4	22,0	20,2	20,9
Oma pääoma	26,5	22,3	17,6	15,9	16,1
Liikearvo	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettovelat	-20,7	-17,7	-13,9	-11,9	-11,6

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	17,3	14,3	9,7	7,1	6,7
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,6	-0,2	0,1	0,0	0,0
Operatiivinen kassavirta	12,3	11,2	7,8	5,7	5,3
Investoinnit	-0,7	-0,9	0,9	-1,0	-1,0
Vapaa kassavirta	13,1	10,8	8,0	4,7	4,3

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	5,0	6,1	4,0	2,6	2,6
EV/EBITDA	8,0	11,2	9,1	7,5	8,0
EV/EBIT (oik.)	8,3	11,7	9,7	8,3	8,7
P/E (oik.)	12,0	16,4	14,4	12,8	13,1
P/B	6,1	8,0	5,8	4,1	4,0
Osinkotuotto-%	8,7 %	6,7 %	6,6 %	7,4 %	7,4 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	1,13	0,94	0,69	0,48	0,47
EPS (oikaistu)	1,30	1,05	0,69	0,48	0,47
Operat. Kassavirta / osake	1,20	1,08	0,75	0,55	0,51
Operat. Vapaa kassavirta / osake	1,28	1,04	0,77	0,45	0,41
Omapääoma / osake	2,57	2,15	1,70	1,53	1,54
Osinko / osake	1,36	1,16	0,65	0,46	0,46

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	19 %	-6 %	-17 %	-9 %	2 %
Käyttökateen kasvu-%	22 %	-17 %	-33 %	-27 %	-6 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	22 %	-19 %	-34 %	-30 %	-3 %
EPS oik. kasvu-%	20 %	-19 %	-35 %	-30 %	-2 %
Käyttökate-%	62,2 %	54,7 %	44,1 %	35,3 %	32,8 %
Oik. Liikevoitto-%	60,4 %	52,3 %	41,4 %	31,7 %	30,1 %
Liikevoitto-%	54,2 %	47,9 %	41,4 %	31,7 %	30,1 %
ROE-%	46,4 %	39,8 %	35,6 %	30,0 %	30,9 %
ROI-%	61,0 %	51,5 %	45,4 %	37,6 %	38,6 %
Omavaraisuusaste	83,7 %	81,5 %	80,3 %	78,9 %	77,1 %
Nettovelkaantumisaste	-78,2 %	-79,3 %	-78,7 %	-74,7 %	-71,9 %

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 tulevista. 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 suositus 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 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 laativeen 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
25/10/2018	Lisää	7,50 €	7,00 €
14/03/2019	Lisää	9,20 €	8,52 €
30/04/2019	Lisää	9,20 €	8,20 €
18/06/2019	Lisää	8,90 €	7,94 €
30/08/2019	Lisää	9,20 €	8,44 €
29/10/2019	Vähennä	9,20 €	9,36 €
15/01/2020	Vähennä	9,70 €	10,70 €
05/03/2020	Vähennä	10,00 €	10,75 €
15/04/2020	Vähennä	8,50 €	8,32 €
29/04/2020	Lisää	8,50 €	7,82 €
28/08/2020	Osta	11,00 €	10,15 €
19/10/2020	Lisää	12,00 €	11,25 €
24/11/2020	Vähennä	12,00 €	13,30 €
05/03/2021	Vähennä	13,00 €	14,55 €
16/04/2021	Vähennä	14,00 €	15,20 €
02/07/2021	Lisää	15,50 €	14,70 €
27/08/2021	Lisää	16,50 €	15,50 €
07/12/2021	Lisää	16,00 €	14,65 €
11/03/2022	Osta	16,00 €	13,80 €
26/08/2022	Osta	17,00 €	14,80 €
17/02/2023	Lisää	19,00 €	18,05 €
08/03/2023	Vähennä	19,00 €	20,20 €
25/08/2023	Lisää	17,00 €	15,90 €
07/09/2023	Lisää	17,00 €	16,20 €
11/01/2024	Vähennä	17,00 €	18,00 €
15/02/2024	Vähennä	15,00 €	15,00 €
19/04/2024	Vähennä	12,00 €	11,15 €
23/08/2024	Vähennä	11,00 €	11,40 €
20/01/2025	Vähennä	8,00 €	8,50 €
14/02/2025	Vähennä	7,50 €	8,06 €
30/06/2025	Vähennä	6,50 €	6,42 €
27/08/2025	Vähennä	6,50 €	6,16 €



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.**