

ALEXANDRIA

21.08.2025 20.15 EEST



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Kurssirallin jälkeen takaisin katsomoon

Alexandrian H1-raportti ei sisältänyt suurempia yllätyksiä ja ennustemuutokset ovat jääneet vähäisiksi. Yhtiöllä on edelleen hyvät mahdollisuudet jatkaa tuloskasvua lähivuosina, mutta tuloskasvun kulmakerroin on edelleen kysymysmerkki. Viimeaikainen reipas kurssinousu on nostanut arvostustason neutraaliksi ja mielestämme kurssinousun jatkuminen vaatii nykyennusteita ripeämpää tuloskasvua. Tarkistamme tavoitehintamme 11,0 euroon (aik. 10,5e) ja laskemme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää).

H1-raportilla ei suurempia yllätyksiä

Alexandrian H1-liikevaihto oli täysin odotuksiemme mukainen 25,8 MEUR ja se kasvoi 9 %:lla vertailukaudesta. Strukturoidut tuotteet kasvoivat vielä odotuksiamme enemmän ja vastaavasti vakuutukset sekä rahastot jäivät odotuksistamme. Kokonaisuutena liikevaihtorivien poikkeamat ovat varsin neutraaleja. Uuden varainhoitopalvelun kehityksen osalta raportti ja tulosinfo tarjosivat hyvin marginaalisesti tietoa. Käsityksemme on edelleen se, että palvelu on lähtenyt vähintään kohtuullisesti liikkeelle ja uusi konsepti resonoi asiakkaissa selvästi aiempaa paremmin. Liikearvopoistoista oikaistu liikevoitto oli 4,7 MEUR jääden hieman 5,4 MEUR:n ennusteestamme korkeammista kuluista johtuen. Yhtiö odottaa edelleen lanseeraavansa uuden suljetun kiinteistörahaston H2'25 aikana. Näkymissä ei ollut yllätyksiä ja raportin kokonaiskuva olikin varsin neutraali.

Odotamme kohtuulista tuloskasvua ja vuolasta osinkoa

Olemme tehneet ennusteisiimme vain pieniä muutoksia ja konsernitasolla ennusteet ovat marginaalisia. Odotamme Alexandrialta vakaata tuloskasvua ja keskimääräinen oikaistun liikevoiton kasvu on ennusteissamme noin 8 % välillä 2025-2029. Keskeinen haaste Alexandrialla on edelleen heikon kasvuprofilin omaavien vakuutusten ja strukturoitujen

tuotteiden hallitseva osa liikevaihdosta. Meidän on vaikea nähdä, että nämä tuotteet kykenevät toimimaan kasvun moottoreina lähivuosina ja näin ollen kasvu onkin täysin rahastojen sekä varainhoidon harteilla. Tämän johdosta Alexandrian rakenteellinen kasvupotentiaali on useita listattuja verrokkeja alhaisempi, mikä painaa hyväksyttävää arvostusta. Kasvun osalta loppuvuosi tulee olemaan erittäin mielenkiintoinen, kun yhtiö lanseeraa uuden kiinteistörahaston ja varainhoidon ylösajossa pitäisi päästä eteenpäin. Myös piristyvän markkinatilanteen pitäisi tukea yhtiön myyntiä. Voitonjako säilyy toimialalle tyypillisesti vuolaana ja odotamme yhtiön jakavan koko tuloksensa ulos osinkoina myös tulevina vuosina.

Arvostus kohonnut neutraaliksi

Olemme tarkastelleet Alexandrian arvostusta verrokkiryhmän ja absoluuttisten arvostuskertoimien sekä kassavirtamallin kautta. Sekä verrokkiryhmä että DCF-malli indikoivat osakkeet olevan oikein hinnoiteltu ja myös absoluuttiset kertoimet tukevat tätä näkemystä. Lyhyen aikavälin tuotto-odotuksen rajautuvan pitkälti osinkoon. Reippaan kurssinousun seurauksena siirrymmekin takaisin vähennä-puolelle ja jäämme odottamaan merkkejä tuloskasvun kiihtymisestä.

Alexandrian arvostuskuva muuttuisi välittömästi edulliseksi, mikäli yhtiön tuloskasvunäkymä selkeytyisi ja tuottojen mix lähtisi paranemaan. Tässä keskiössä on luonnollisesti varainhoidossa onnistuminen sekä rahastoliiketoiminnan kasvun kiihdytys.

Suositus

Vähennä

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

11,00 EUR

(aik. 10,50 EUR)

Osakekurssi:

10,80 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	49,4	52,4	54,8	58,7
kasvu-%	11 %	6 %	5 %	7 %
EBIT oik.	11,8	10,9	13,2	14,4
EBIT-% oik.	23,9 %	20,9 %	24,1 %	24,5 %
Nettotulos	8,0	7,1	9,0	10,1
EPS (oik.)	0,84	0,74	0,92	1,01

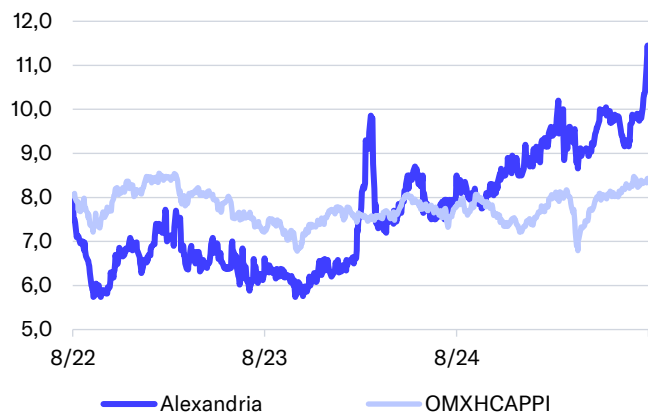
P/E (oik.)	11,0	14,6	11,8	10,7
P/B	2,8	3,5	3,5	3,5
Osinkotuotto-%	8,6 %	7,4 %	8,2 %	9,0 %
EV/EBIT (oik.)	7,7	10,2	8,3	7,5
EV/EBITDA	6,3	8,3	7,2	6,5
EV/Liikevaihto	1,8	2,1	2,0	1,8

Lähde: Inderes

Ohjeistus

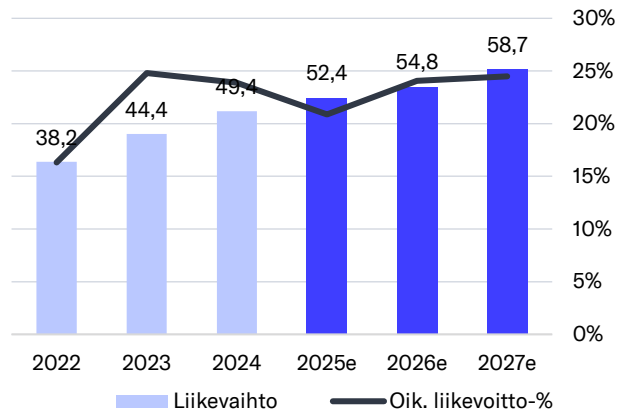
Ei ohjeistusta.

Osakekurssi



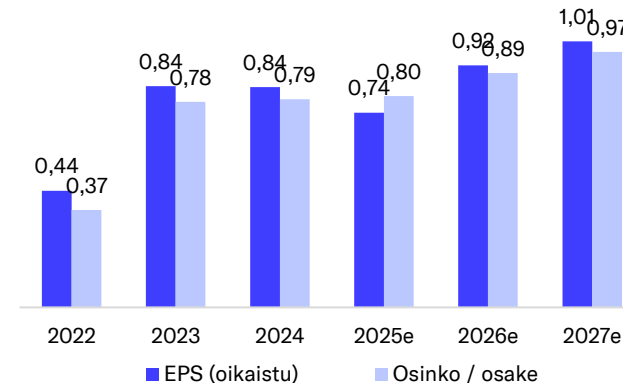
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Asiakaskokojen kasvu
- Uudet tuotteet
- Varainhoidon onnistuminen
- Liiketoiminnan skaalautuminen
- Kasvu yrityskaupoilla

Riskitekijät

- Jatkuvien palkkioiden osuus edelleen suhteellisen matala, mikä heikentää tuloksen ennustettavuutta
- Markkinatilanteen heikentyminen
- Hintaeroosion riski

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	10,8	10,8	10,8
Osakemäärä, milj. kpl	10,6	10,7	10,8
Markkina-arvo	115	116	117
Yritysarvo (EV)	111	110	108
P/E (oik.)	14,6	11,8	10,7
P/E	16,2	12,8	11,5
P/B	3,5	3,5	3,5
P/S	2,2	2,1	2,0
EV/Liikevaihto	2,1	2,0	1,8
EV/EBITDA	8,3	7,2	6,5
EV/EBIT (oik.)	10,2	8,3	7,5
Osinko/tulos (%)	120,3 %	105,4 %	103,6 %
Osinkotuotto-%	7,4 %	8,2 %	9,0 %

Lähde: Inderes

Raportilla ei suurempia yllätyksiä

Strukturoidut tuotteet kävivät kaupaksi erittäin hyvin

Alexandrian H1-liikevaihto oli täysin odotuksiemme mukainen 25,8 MEUR ja se kasvoi 9 %:lla vertailukaudesta. Strukturoitujen tuotteiden keskikoko oli katsauskaudella selvästi odotuksiamme korkeampi ja strukturoitujen tuotteiden liikevaihto ylitti odotuksemme reippaasti (12,2 vs. 10,2 MEUR). Vastaavasti vakuutuksien liikevaihto jäi selvästi ennustettamme alhaisemmaksi ja myös rahastojen keskimääräinen palkkiotaso oli lievästi odotuksia heikompi. Kokonaisuutena liikevaihtorivien poikkeamat ovat varsin neutraaleja. Uuden varainhoitopalvelun kehityksen osalta raportti ja tulosinfo tarjosivat hyvin marginaalisesti tietoa. Käsityksemme on edelleen se, että palvelu on lähtenyt vähintään kohtuullisesti liikkeelle ja uusi konsepti resonoi asiakkaiden keskuudessa selvästi aiempaa paremmin. Kokonaisuutena yhtiön myynti on alkuvuonna sujunut hyvin, etenkin kun huomioidaan epävakaa markkinatilanne.

Kuluissa lievä negatiivinen yllätys

Raportin negatiivinen yllätys saatiin kuluissa, kun asiamiesten palkkiot olivat odotuksiamme korkeammalla tasolla. Odotuksia korkeampi kulurakenne painoi myös liikevoittoa ja liikearvopoistoista oikaistu liikevoitto oli 4,7 MEUR ennusteamme odottaessa 5,4 MEUR:n tulosta. Liikevoittomarginaali painui alle 20 %:n, mutta se pitää sisällään 1 MEUR:n seuraamusmaksun Finanssivalvonnalta. Tästä oikaistuna liikevoittomarginaali olisi 22 %, mikä ei ole kaksinen taso suhteutettuna nykyiseen liiketoiminnan volyyymiin. Mielestämme on jokseenkin huolestuttavaa, että yhtiön marginaali ei ole viimeisen 24kk aikana parantunut, vaikka liiketoiminta on ollut selvässä kasvussa. Yhtiön johto vakuutteli tulosinfossa, että kasvuinvestoinnit on nyt tehty ja jatkossa kannattavuus alkaa skaalautua. Suhtaudumme tähän varauksella ja näkemyksemme mukaan kunnollinen skaalautuminen on ehdollinen liikevaihdon kasvun selvälle kiihtymiselle. Yhtiö myös totesi, että ei näe

liiketoiminnassaan oleellista tehostamisvaraa. Olemme tästä yhtiön kanssa eri mieltä ja näkemystämme tukevat yhtiön selvästi verrokkeja perässä olevat tehokkuusmittarit suhteessa listattuihin verrokkeihin. Näkemyksemme mukaan yhtiön pitäisi kriittisesti tarkastella myös nykyistä kulutasoaan ja pyrkiä lähivuosina erittäin maltilliseen kulukasvuun. Vaikka yhtiö tekeekin jatkuvasti perusteltuja kasvuinvestointeja, pitäisi samalla muualta löytää vastaava määrä tehostettavaa.

Kiinteistörahasto on tulossa H2'25 aikana

Yhtiö kertoi tulosinfossaan, että uuden kiinteistörahaston kysyntä on kehittynyt hyvin, ja yhtiö pyrkii lanseeraamaan sen H2'25 aikana. Kuten olemme aiemmin kertoneet, pidämme uutta kiinteistörahastoa strategisesti merkittävänä avauksena, sillä se laajentaisi yhtiön tarjontaa suljettuihin rahastoihin. Lisäksi yhtiön kohderyhmä rahastolle ovat instituutiot ja tämä korostaa rahaston strategista tärkeyttä.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	H1'24	H1'25	H1'25e	H1'25e	Konsensus		Erotus (%)		2025e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes		Inderes
Liikevaihto	23,6	25,8	25,8				0 %		52,4
Liikevoitto (oik.)	5,8	4,7	5,4				-12 %		10,9
Liikevoitto	5,4	4,4	5,0				-13 %		10,2
EPS (oik.)	0,41	0,27	0,37				-27 %		0,74
Liikevaihdon kasvu-%	16,3 %	9,3 %	9,3 %				0 %-yks.		6,1 %
Liikevoitto-% (oik.)	24,4 %	18,4 %	20,9 %				-2,6 %-yks.		20,9 %

Lähde: Inderes

Alexandria H1'25: Kannattavuus ei vieläkaan seurannut liikevaihtoa



Ennusteissa ei oleellisia muutoksia

Ennustemuutokset

- Olemme tehneet jälleen paljon tarkennuksia ennusteisiimme. Vuositasolla ennustemuutokset ovat jääneet hyvin pieniksi, pois lukien 2025 jossa ennustelaskua selittää Fivan seuraamusmaksu (1 MEUR) ja H1:llä odotuksista jäänyt tulos.
- Strukturoitujen tuotteiden osalta olemme jälleen kerran nostaneet arviotamme lähivuosien volyymistä sekä keskikoosta. Selkeä kasvu strukturoiduissa tuotteissa vaatisi systemaattista nousua keskikoissa, koska kappalemäärää emme usko yhtiön enää oleellisesti kykenevän nostaa.
- Vakuutusten osalta olemme laskeneet hieman ennusteitamme H1:n pettymyksen jälkeen. Vakuutukset ovat yhtiön tuotteista ylivoimaisesti vaikeimmin ennustettava erä.
- Rahastojen osalta olemme laskeneet hieman arviotamme yhtiön saamasta keskimääräisestä palkkioista. Tämä johtuu H1 nähdyllä mixin muutoksella (mm. erittäin kannattavan kiinteistörahaston koko on supistunut).
- Uuden varainhoitomallin osalta olemme ennusteissamme edelleen hyvin varovaisia ja haluamme konkreettisia näyttöjä sen onnistumisesta. Vaikka uusi malli vaikuttaa lähteneen selvästi aiempaa paremmin liikkeelle, on yhtiöllä edelleen paljon todistettavaa sen kyvystä jalkauttaa varainhoitokeskeinen ajattelumalli koko organisaatioon.

Operatiiviset tulosajurit

- Keskeinen haaste Alexandrialla on edelleen heikon kasvuprofiilin omaavien vakuutusten ja strukturoitujen tuotteiden hallitseva osa liikevaihdosta. Meidän on vaikea nähdä, että nämä tuotteet kykenevät toimimaan kasvun moottoreina lähivuosina ja näin ollen kasvu onkin täysin rahastojen sekä varainhoidon harteilla. Tämän johdosta Alexandrian rakenteellinen kasvupotentiaali on useita listattuja verrokkeja alhaisempi, mikä painaa hyväksyttävää arvostusta.
- Odotamme Alexandrialta vakaata tuloskasvua ja keskimääräinen oikaistun liikevoiton kasvu on ennusteissamme noin 8 % välillä 2025-2029. Kasvu tulee valtaosin varainhoidosta sekä rahastoista.
- Olemme avanneet tulosennusteita tarkemmin maaliskuussa edelleen hyvin ajankohtaisessa [laajassa raportissamme](#).

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	51,5	52,4	2 %	56,6	54,8	-3 %	59,7	58,7	-2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	12,3	10,9	-11 %	13,7	13,2	-4 %	14,4	14,4	0 %
Liikevoitto	11,5	10,2	-12 %	12,9	12,4	-4 %	13,6	13,6	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,88	0,74	-16 %	0,96	0,92	-4 %	1,00	1,01	1 %
Osakekohtainen osinko	0,84	0,80	-5 %	0,88	0,89	1 %	0,96	0,97	1 %

Lähde: Inderes

Alexandria H1/2025 Tulosjulkistus



Kurssinousun jälkeen takaisin katsomoon

Alexandrian arvonmäärittämissä annamme pääpainon kassavirtalaskelmalle sekä tulokertoimille. Menetelmien keskiarvo antaa osakkeen arvoksi noin 10,8e ja se on linjassa päivitetyn tavoitehintamme 11,0 euroa kanssa.

Nykyisillä tulosennusteillamme näemme osakkeen oikein hinnoiteltuna ja tuotto-odotuksen rajautuvan pitkälti osinkoon. Reippaan kurssinousun seurauksena siirryimmekin takaisin vähennä-puolelle ja jäämme odottamaan merkkejä tuloskasvun kiihtymisestä.

Arvostusta painavat tekijät

Arvostusta painavana tekijänä näemme yhä ei-jatkuvien palkkioiden suuren osuuden sekä strukturoitujen ja vakuutustuotteiden vaisut kasvunäkymät. Strukturoidut ja vakuutustuotteet kattavat yhtiön palkkioista yli 60 %, ja ilman näiden kasvua on rahastoliiketoiminnalla sekä varainhoidolla valtava taakka vetää koko konsernin tuloskasvua. Vaikka rahastoliiketoiminnan kasvunäkymät ovatkin hyvät, jää konsernin kasvu verrokkeja vaatimattomammaksi ilman merkittäviä onnistumisia varainhoidossa. Luonnollisesti hitaampi tuloskasvupotentiaali rajaa yhtiölle hyväksyttävää arvostusta. Ei-jatkuvien tuotteiden osalta huomautamme, että vaikka strukturoidut tuotteet ovatkin ei-jatkuvia, on Alexandria kyennyt myymään niitä tasaisella volyyymillä syklistä riippumatta jo yli vuosikymmenen. Vahvat näytöt tältä saralta rajaavat luonnollisesti tähän liikevaihtoerään liittyvää riskiä. Kokonaisuutena pidämme kuitenkin edelleen perusteltuna, että Alexandriaa hinnoitellaan alennuksella suhteessa verrokkeihin.

Arvostuskuva on neutraali

Alexandrian kurssi on noussut reippaasti edellisen päivityksemme jälkeen (osinko huomiodien tuotto +20%) ja koska tulosennusteet ovat käytännössä ennallaan, on kurssinousu mennyt täysimääräisesti sisään arvostuskertoiimiin. 2025 tulosennusteita laskee Finanssivalvonnalta saatu seuraamusmaksu, mutta 2026-2027 P/E-kertoimet ovat 12-11x tasolla. Tasot eivät ole erityisen vaativia ja ne liikkuvat yhtiölle hyväksyttävän arvostushaarukan (10–12x) sisällä.

Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että kertoimet muuttuisivat välittömästi edullisiksi, mikäli yhtiön tuloskasvunäkymä selkeytyisi ja tuottojen mix lähtisi paranemaan. Tässä keskiössä on luonnollisesti varainhoidossa onnistuminen sekä rahastoliiketoiminnan kasvun kiihdytys.

Suhteessa listattuihin verrokkeihin Alexandrian arvostusero on supistunut selvästi edellisen päivityksemme jälkeen. Pidämme edelleen perusteltuna, että Alexandriaa tulee hinnoitella alennuksella suhteessa verrokkeihin aiemmin kerrottujen tekijöiden seurauksena. Mielestämme nykyinen noin 10 %:n alennus alkaa olla varsin suppea ja siinä on vaikea nähdä enää supistumisvaraa. Näin ollen myös verrokkiarvostus tukee näkemystämme osakkeen oikeasta arvostuksesta.

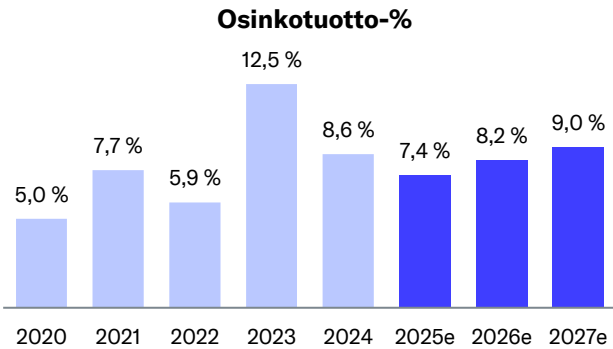
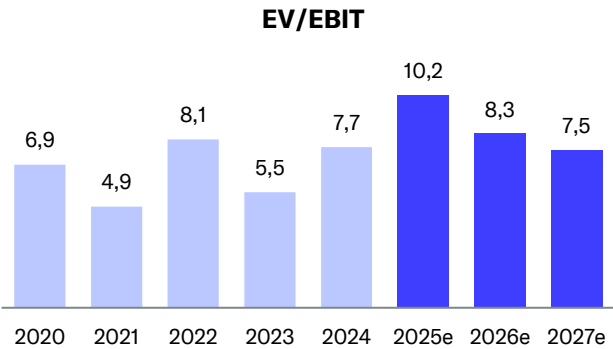
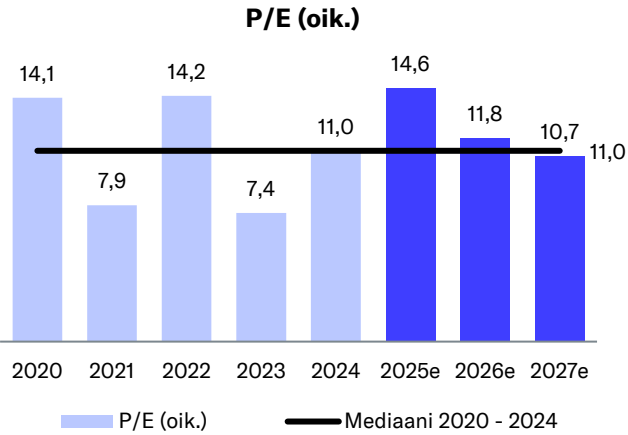
Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	10,8	10,8	10,8
• Osakemäärä, milj. kpl	10,6	10,7	10,8
Markkina-arvo	115	116	117
Yritysarvo (EV)	111	110	108
P/E (oik.)	14,6	11,8	10,7
P/E	16,2	12,8	11,5
P/B	3,5	3,5	3,5
P/S	2,2	2,1	2,0
EV/Liikevaihto	2,1	2,0	1,8
EV/EBITDA	8,3	7,2	6,5
EV/EBIT (oik.)	10,2	8,3	7,5
Osinko/tulos (%)	120,3 %	105,4 %	103,6 %
Osinkotuotto-%	7,4 %	8,2 %	9,0 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	6,47	8,05	6,28	6,24	9,20	10,8	10,8	10,8	10,8
Osakemäärä, milj. kpl	9,35	10,00	10,4	10,4	10,4	10,6	10,7	10,8	10,9
Markkina-arvo	60	80	65	65	96	115	116	117	118
Yritysarvo (EV)	49	63	50	61	91	111	110	108	101
P/E (oik.)	14,1	7,9	14,2	7,4	11,0	14,6	11,8	10,7	10,6
P/E	15,6	9,2	17,0	8,1	12,0	16,2	12,8	11,5	10,6
P/B	2,9	2,7	2,4	1,9	2,8	3,5	3,5	3,5	3,4
P/S	1,7	1,7	1,7	1,5	1,9	2,2	2,1	2,0	1,9
EV/Liikevaihto	1,4	1,3	1,3	1,4	1,8	2,1	2,0	1,8	1,6
EV/EBITDA	5,1	4,3	5,8	4,6	6,3	8,3	7,2	6,5	5,6
EV/EBIT (oik.)	6,9	4,9	8,1	5,5	7,7	10,2	8,3	7,5	6,8
Osinko/tulos (%)	77,4 %	71,0 %	100,1 %	100,9 %	102,8 %	120,3 %	105,4 %	103,6 %	95,0 %
Osinkotuotto-%	5,0 %	7,7 %	5,9 %	12,5 %	8,6 %	7,4 %	8,2 %	9,0 %	9,0 %

Lähde: Inderes



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

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Aktia	766								9,1	9,6	7,9	8,5	1,1
CapMan	338	331	10,8	7,8	10,4	7,6	5,2	4,3	16,6	12,2	7,9	8,4	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	516	516	11,5	10,2	10,6	9,5	4,7	4,4	16,4	14,5	6,2	6,4	3,4
Taaleri	208	210	10,9	5,1	10,4	5,1	3,9	2,8	18,0	8,1	3,3	7,4	0,9
Titanium	63	51	9,0	8,9	8,0	8,1	2,6	2,5	13,7	13,3	7,1	7,4	4,0
United Bankers	194	179	12,1	9,7	10,3	8,7	3,4	3,0	17,4	14,3	6,5	6,8	3,2
Mandatum	2983	2581	15,0	16,9	15,0	16,9	15,7	16,3	21,4	21,1	16,9	11,8	2,9
Alexandria (Inderes)	116	110	10,2	8,3	8,3	7,2	2,1	2,0	14,6	11,8	7,4	8,2	3,5
Keskiarvo			12,5	10,4	11,8	9,9	6,3	5,8	17,1	14,0	7,5	7,8	3,1
Mediaani			11,5	9,7	10,4	8,7	4,7	4,3	17,0	13,8	6,8	7,4	3,0
Erotus-% vrt. mediaani			-12 %	-14 %	-21 %	-17 %	-55 %	-54 %	-14 %	-15 %	9 %	11 %	16 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	44,4	23,6	25,8	49,4	25,8	26,6	52,4	54,8	58,7	62,6
Käyttökate	13,2	6,9	7,4	14,3	6,0	7,4	13,4	15,4	16,7	18,1
Poistot ja arvonalennukset	-2,9	-1,5	-1,7	-3,2	-1,7	-1,6	-3,3	-3,0	-3,1	-3,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,0	5,8	6,0	11,8	4,7	6,2	10,9	13,2	14,4	14,8
Liikevoitto	10,3	5,4	5,7	11,1	4,4	5,8	10,2	12,4	13,6	14,8
Osuus osakkuusyritysten tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	10,3	5,4	5,7	11,1	4,4	5,8	10,2	12,4	13,6	14,8
Verot	-1,8	-1,2	-1,2	-2,4	-1,2	-1,2	-2,3	-2,6	-2,7	-2,9
Vähemmistöosuudet	-0,5	-0,3	-0,4	-0,7	-0,4	-0,4	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Nettotulos	8,1	3,9	4,2	8,0	2,8	4,2	7,1	9,0	10,1	11,2
EPS (oikaistu)	0,84	0,41	0,43	0,84	0,30	0,44	0,74	0,92	1,01	1,02
EPS (raportoitu)	0,77	0,37	0,40	0,77	0,27	0,40	0,67	0,84	0,94	1,02

Tunnusluvut	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	16,2 %	16,3 %	7,2 %	11,3 %	9,3 %	3,2 %	6,1 %	4,6 %	7,0 %	6,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	76,6 %	50,1 %	-15,7 %	7,2 %	-17,6 %	2,5 %	-7,3 %	20,6 %	8,8 %	3,1 %
Käyttökate-%	29,8 %	29,0 %	28,9 %	28,9 %	23,4 %	27,8 %	25,6 %	28,0 %	28,5 %	28,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	24,8 %	24,4 %	23,4 %	23,9 %	18,4 %	23,3 %	20,9 %	24,1 %	24,5 %	23,7 %
Nettotulos-%	18,2 %	16,3 %	16,1 %	16,2 %	11,0 %	15,9 %	13,5 %	16,5 %	17,3 %	17,8 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	23,8	13,3	12,7	12,4	12,0
Liikearvo	6,4	5,7	5,0	4,2	3,4
Aineettomat hyödykkeet	0,4	1,0	0,8	0,8	0,8
Käyttöomaisuus	6,2	5,5	5,9	6,4	6,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	10,7	1,0	1,0	1,0	1,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	21,2	31,1	33,0	32,4	31,7
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	9,9	16,8	17,8	16,5	14,7
Likvidit varat	11,4	14,3	15,2	15,9	17,0
Taseen loppusumma	45,1	44,4	45,7	44,8	43,7

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	34,3	33,9	32,7	33,2	33,8
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	17,5	17,1	16,0	16,5	17,1
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	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7
Vähemmistöosuus	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	8,4	7,9	10,4	8,8	6,9
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	5,0	4,2	6,8	5,2	3,3
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	3,4	3,7	3,7	3,7	3,7
Lyhytaikaiset velat	2,4	2,6	2,6	2,7	2,9
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,4	2,6	2,6	2,7	2,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	45,1	44,4	45,7	44,8	43,7

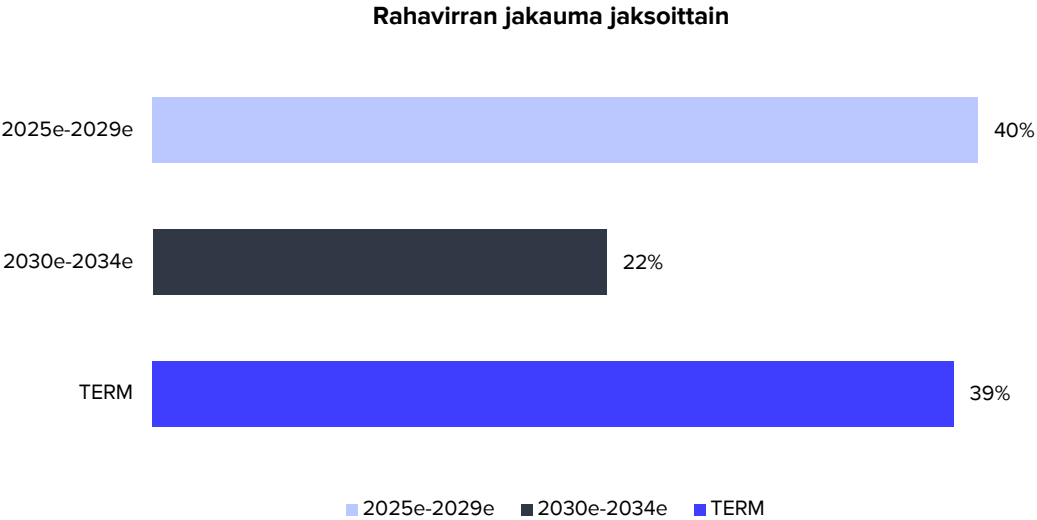
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	11,3 %	6,1 %	4,6 %	7,0 %	6,7 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	22,5 %	19,4 %	22,6 %	23,1 %	23,7 %	22,0 %	21,0 %	21,0 %	20,0 %	19,0 %	19,0 %	19,0 %
Liikevoitto	11,1	10,2	12,4	13,6	14,8	14,1	13,8	14,1	13,8	13,4	13,8	
+ Kokonaispoistot	3,2	3,3	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5	2,9	2,8	2,8	
- Maksetut verot	-2,4	-2,3	-2,6	-2,7	-2,9	-2,8	-2,7	-2,8	-2,6	-2,5	-2,5	
- 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	-6,7	-1,1	1,5	2,0	2,3	3,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	5,2	10,1	14,3	16,0	17,5	17,7	14,4	14,7	13,9	13,6	13,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	7,3	-2,7	-2,7	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	-3,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	12,7	7,4	11,6	13,3	14,7	14,9	11,5	11,8	11,0	10,7	10,1	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	12,7	7,4	11,6	13,3	14,7	14,9	11,5	11,8	11,0	10,7	10,1	122
Diskontattu vapaa kassavirta		7,1	10,1	10,4	10,4	9,4	6,6	6,1	5,1	4,5	3,8	46,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		119	112	102	91,9	81,5	72,1	65,5	59,4	54,3	49,8	46,0
Velaton arvo DCF		119										
- Korolliset velat		-4,2										
+ Rahavarat		14,3										
-Vähemmistöosuus		-5,0										
-Osinko/pääomapalautus		-8,2										
Oman pääoman arvo DCF		116										
Oman pääoman arvo DCF per osake		11,0										

Pääoman kustannus (WACC)

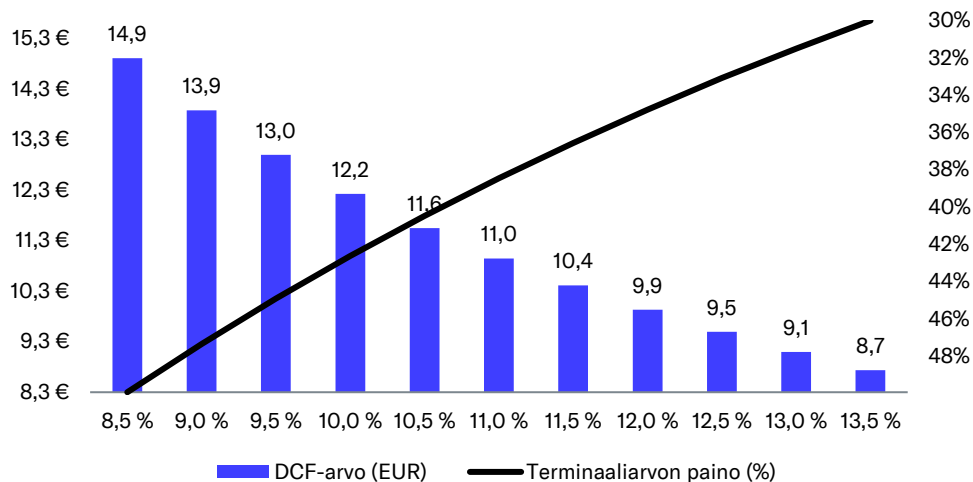
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,26
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,0 %

Lähde: Inderes

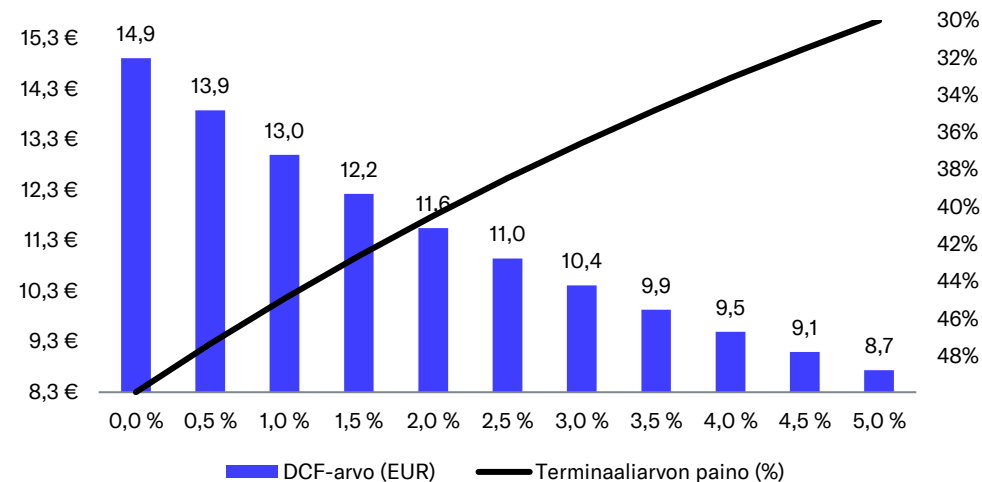


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

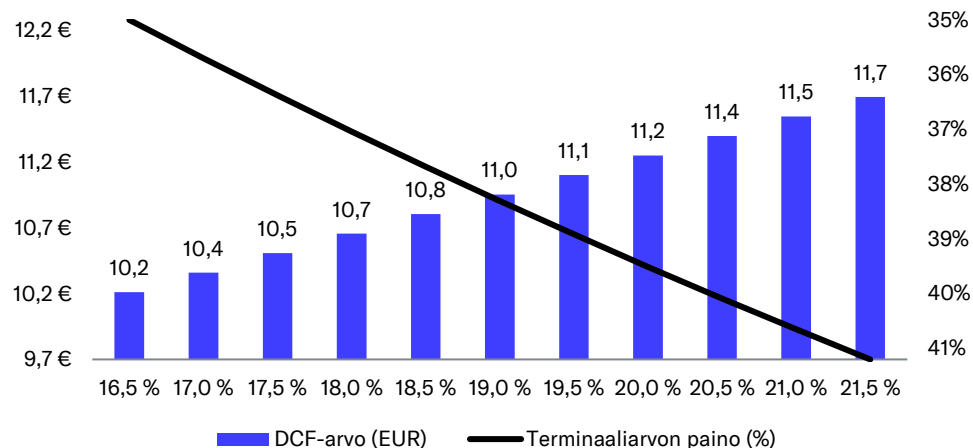
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



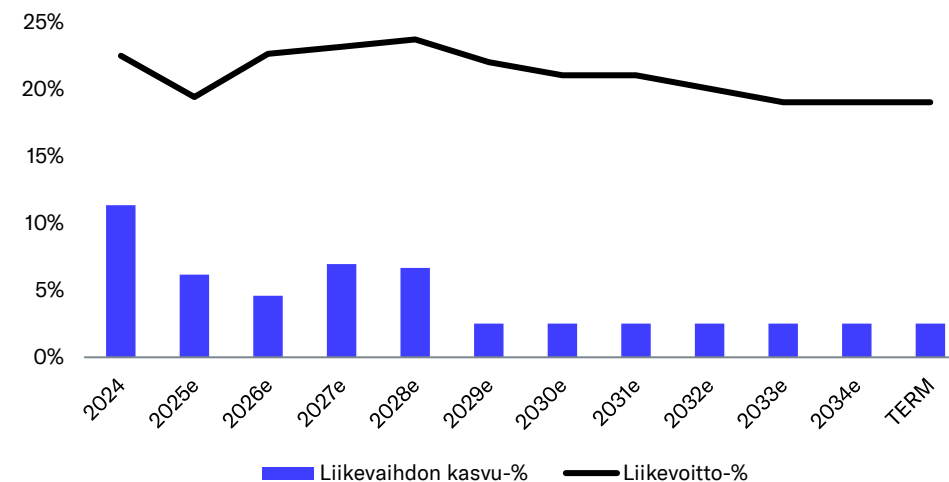
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	38,2	44,4	49,4	52,4	54,8
Käyttökate	8,7	13,2	14,3	13,4	15,4
Liikevoitto	5,5	10,3	11,1	10,2	12,4
Voitto ennen veroja	5,5	10,3	11,1	10,2	12,4
Nettovoitto	3,9	8,1	8,0	7,1	9,0
Kertaluontoiset erät	-0,8	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	44,4	45,1	44,4	45,7	44,8
Oma pääoma	27,7	34,3	33,9	32,7	33,2
Liikearvo	7,1	6,4	5,7	5,0	4,2
Nettovelat	-16,9	-6,4	-10,1	-8,4	-10,7

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	8,7	13,2	14,3	13,4	15,4
Nettokäyttöpääoman muutos	0,1	-2,3	-6,7	-1,1	1,5
Operatiivinen kassavirta	7,6	9,1	5,2	10,1	14,3
Investoinnit	-5,9	-8,1	7,3	-2,7	-2,7
Vapaa kassavirta	1,6	-5,4	12,7	7,4	11,6

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	1,3	1,4	1,8	2,1	2,0
EV/EBITDA	5,8	4,6	6,3	8,3	7,2
EV/EBIT (oik.)	8,1	5,5	7,7	10,2	8,3
P/E (oik.)	14,2	7,4	11,0	14,6	11,8
P/B	2,4	1,9	2,8	3,5	3,5
Osinkotuotto-%	5,9 %	12,5 %	8,6 %	7,4 %	8,2 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,37	0,77	0,77	0,67	0,84
EPS (oikaistu)	0,44	0,84	0,84	0,74	0,92
Operat. Kassavirta / osake	0,73	0,88	0,50	0,95	1,33
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,16	-0,52	1,22	0,70	1,08
Omapääoma / osake	2,65	3,29	3,25	3,08	3,10
Osinko / osake	0,37	0,78	0,79	0,80	0,89

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	-20 %	16 %	11 %	6 %	5 %
Käyttökatteen kasvu-%	-41 %	53 %	8 %	-6 %	14 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-52 %	77 %	7 %	-7 %	21 %
EPS oik. kasvu-%	-57 %	90 %	-1 %	-12 %	24 %
Käyttökate-%	22,7 %	29,8 %	28,9 %	25,6 %	28,0 %
Oik. Liikevoitto-%	16,3 %	24,8 %	23,9 %	20,9 %	24,1 %
Liikevoitto-%	14,3 %	23,2 %	22,5 %	19,4 %	22,6 %
ROE-%	13,4 %	26,1 %	23,5 %	21,3 %	27,5 %
ROI-%	18,2 %	30,0 %	28,7 %	26,2 %	31,9 %
Omavaraisuusaste	62,4 %	76,1 %	76,4 %	71,4 %	74,1 %
Nettovelkaantumisaste	-60,9 %	-18,7 %	-29,8 %	-25,8 %	-32,3 %

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 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 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 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
20/05/2021	Myy	6,80 €	8,65 €
30/06/2021	Vähennä	6,80 €	6,99 €
24/08/2021	Vähennä	8,00 €	8,48 €
04/03/2022	Vähennä	8,50 €	8,65 €
24/08/2022	Vähennä	7,50 €	7,56 €
22/09/2022	Vähennä	7,00 €	6,50 €
08/02/2023	Vähennä	7,00 €	7,28 €
17/02/2023	Vähennä	7,00 €	7,18 €
23/08/2023	Vähennä	6,80 €	6,62 €
27/11/2023	Vähennä	6,50 €	6,28 €
15/02/2024	Vähennä	7,00 €	7,28 €
23/08/2024	Vähennä	8,50 €	8,25 €
14/02/2025	Vähennä	10,00 €	9,45 €
21/03/2025	Lisää	10,50 €	9,15 €
22/08/2025	Vähennä	11,00 €	10,80 €



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.**