

SOLWERS

26.08.2025 22.00 EEST



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Odotamme konkreettisia merkkejä tulokäänteestä

Tarkistamme Solwersin tavoitehinnan 2,5 euroon (aik. 2,65e) negatiivisia ennustemuutoksia heijastellen. H1-raportti oli vaisu ja kannattavuus jäi hyvin heikoksi. Markkinan elpyminen antaa edelleen odottaa itseään, ja vaikka elpymiselle on selvät rakennuspalikat tarjolla, on epävarmuus tulosparrannusta kohtaan kohonnut. Myös kovenanttien rikkoutuminen nostaa lyhyen aikavälin riskiprofiilia ja kokonaisuutena riski-/tuottosuhde kallistuu papereissamme negatiiviselle puolelle. Laskemmekin suosituksemme tasolle vähennä (aik. lisää) ja jätämme odottamaan konkreettisia merkkejä tulostason elpymisestä.

Vaisu H1-raportti

Liikevaihto kasvoi yrityskauppojen vetämänä 6 %, mutta orgaaninen kasvu oli lievästi miinuksella vaisun kysynnän ja kireän hintakilpailun seurauksena. Kannattavuus jatkoi heikkoa kehitystään ja liikevoitto oli Q1:n tapaan lähellä nollaa. Heikon kysynnän ja kireän hintakilpailun lisäksi marginaalia painoi noin 1 MEUR:n kertaluontoiset erät (projektihaasteet sekä päälistasiirtymä). Aiemmin toteutetut säästöt hautautuivat katepainneiden alle. Yhtiö totesi jatkaneensa maltillisia sopeutustoimia ja tavoittelee 1 MEUR:n säästöjä 2025 aikana. Heikon tuloskehityksen seurauksena yhtiö ei täyttänyt kovenanttiehtojaan H1:n lopussa, mutta on saanut tähän liittyen päärahoittaja Nordealta suostumuksen (waiver). Vaikka emme ole erityisen huolissamme kovenanttirikkomuksesta, alleviivaa se yhtiön heikkoa tulostasoa ja tarvetta tulostason korjaamiselle.

Yhtiö arvioi, että se hyötyy yleisestä markkinan piristymisestä, jonka odotetaan vahvistuvan vuoden loppua kohden. Lisäksi yhtiö kertoi edelleen, että markkinalla on nähtävissä orastavia piristymisen merkkejä, mutta elpyminen on jälleen lykkääntynyt aiemmista odotuksista. Samalla Solwers kertoi tilauskannan olevan hyvällä tasolla ja laskutusasteiden maltillisesta noususta. Yhtiön arvoketjupositio huomioiden sen pitäisi hyötyä varsin nopeasti markkinan elpymisestä.

Normaali kannattavuustaso keskeinen kysymysmerkki

Olemme tarkistaneet ennusteitamme alaspäin vaisun H1-raportin seurauksena. Ennustamme edelleen orgaanisen liikevaihdon kääntyvän H2'25:n aikana asteittain kasvuun markkinatilanteen vetämänä. Myös yhtiön tuloksen pitäisi elpyä selvästi, kun käyttöasteet paranevat, säästöt realisoituvat ja 2024-2025 tulosta rasittaneet kertakulut poistuvat. Tällä hetkellä keskeinen kysymys onkin se, mikä on yhtiön normaali kannattavuustaso, kun markkina vihdoin paranee. Mielestämme on selvää, että se on selvästi heikon syklin ja kertakulujen rasittamaa 2024 tasoa parempi, mutta vuosien 2019-2023 keskiarvoihin paluu näyttää tällä hetkellä epätodennäköiseltä. Kannattavuusennusteemme ovatkin selvästi alle 2019-23 tasojen, mutta odotamme merkittävää kannattavuusparannusta lähivuosilta.

Tulosparrannus ajaa osakekurssia

Solwersin riskiprofiili on myös riippuvainen sen normaalista kannattavuustasosta, sillä yhtiön velanhoidokyky ja samalla velkaan liittyvä riskitaso riippuu tulostasosta. Hieman kärjistäen voidaan todeta, että mikäli kannattavuustaso jäisi lähelle viimeisen 18kk:n aikana nähtyjä tasoja, olisi osake kallis, yritysostostrategia epäonnistunut ja velkataakka haaste. Vastaavasti jos kannattavuus elpyy ennusteidemme mukaiselle tasolle, on osakkeen arvostus jo varsin edullinen ja velkataso hallinnassa. Mikäli kannattavuus palautuisi edes lähelle 2019-2023 keskimääräisiä tasoja, olisi osake räikeän halpa (P/E 5-6x).

Laskeneiden ennusteidemme sekä kohonneiden rahoitusriskien valossa osakkeen tuotto-riskisuhde on heikentynyt ja kallistuu negatiiviselle puolelle. Vaikka osakkeessa on kiistatta selvää potentiaalia tuloksen elpyessä, on epävarmuus tulosparrannuksen ajoitukseen sekä normaalin tulostasoon kasvanut. Lisäksi kohonneet rahoitusriskit nostavat riskiprofiilia ja rajaavat mahdollisuuksia toteuttaa yrityskauppoja.

Suositus

Vähennä

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

2,50 EUR

(aik. 2,65 EUR)

Osakekurssi:

2,32 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	78,3	81,8	84,6	86,7
kasvu-%	19 %	4 %	3 %	2 %
EBIT oik.	2,7	0,8	3,7	4,0
EBIT-% oik.	3,5 %	0,9 %	4,3 %	4,6 %
Nettotulos	1,1	-0,6	2,0	2,3
EPS (oik.)	0,11	-0,06	0,20	0,23

P/E (oik.)	28,2	neg.	11,7	10,2
P/B	0,8	0,6	0,6	0,5
Osinkotuotto-%	0,7 %	1,7 %	1,9 %	2,2 %
EV/EBIT (oik.)	21,0	64,2	12,6	11,1
EV/EBITDA	8,9	9,7	5,9	5,5
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,5	0,5

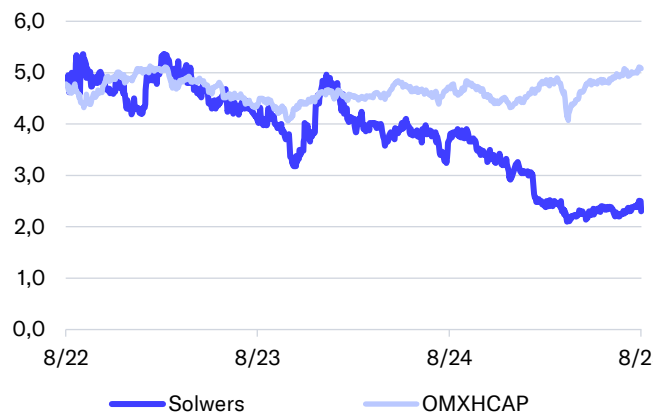
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

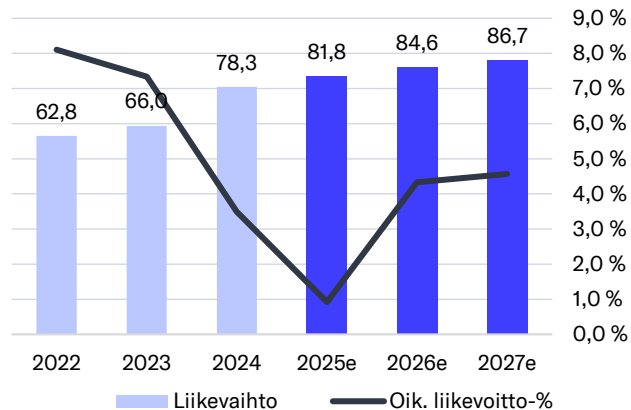
Markkinoiden epävarmuus rajoittaa tulevaisuuden näkyvyyttä. Koska Solwersin toiminta on riippuvainen investoinneista, yhtiö hyötyy yleisestä markkinan piristymisestä. Piristymisen odotetaan vahvistuvan vuoden loppua kohden.

Osakekurssi



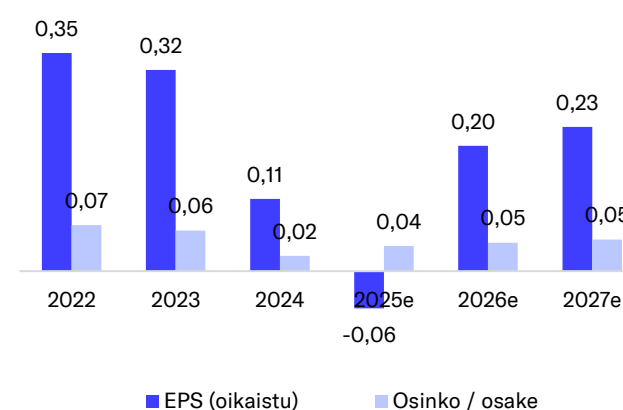
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Markkinakasvun avittama pitkän aikavälin orgaaninen kasvu
- Tehokas yritysostoprosessi
- Pääoman allokoinnissa onnistuminen määrittää pitkän aikavälin arvonluonnin tason
- Pääomakevyt liiketoimintamalli

Riskitekijät

- Asiakasalojen suhdanneherkkyys
Laskutusasteen ja sitä kautta kannattavuuden kehitykseen liittyvä epävarmuus ja heikko näkyvyys
- Epäorgaaniseen kasvuun liittyvät riskit
- Henkilöriippuvuus
- Osakkeen alhainen likviditeetti
- Kohonnut velkaantuneisuus

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	2,32	2,32	2,32
Osakemäärä, milj. kpl	10	10	10
Markkina-arvo	23	23	23
Yritysarvo (EV)	48	46	44
P/E (oik.)	neg.	11,7	10,2
P/E	neg.	11,7	10,2
P/B	0,6	0,6	0,5
P/S	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	9,7	5,9	5,5
EV/EBIT (oik.)	64,2	12,6	11,1
Osinko/tulos (%)	neg.	22,7 %	21,9 %
Osinkotuotto-%	1,7 %	1,9 %	2,2 %

Lähde: Inderes

Kannattavuus pysyi vaisulla tasolla

Liikevaihto linjassa odotuksiin, markkinatilanne säilynyt haastavana

Solwersin H1-liikevaihto kasvoi 6 %:lla 42,3 MEUR:oon ja se oli täysin linjassa 42,1 MEUR:n ennustemme kanssa. Liikevaihto kasvoi yrityskauppojen vetämänä ja orgaanisesti kasvu oli lievästi miinuksella.

Markkinatilanne on säilynyt vaisuna, eivätkä alkuvuoden orastavat positiiviset merkit ole vielä realisoituneet kasvuksi. Etenkin Ruotsin markkinan osalta tilanne vaikuttaa aiempaa haastavammalta. Q2:lla liikevaihdon trendissä ei tapahtunut muutoksia ja kasvu tuli täysin yrityskaupoista.

Hintakilpailu painoi kannattavuutta

Kannattavuus oli selkeä pettymys ja EBITA jäi 1,8 MEUR:oon, meidän odottaessa 3,3 MEUR:n EBITA-tulosta. Marginaali oli vaisu 4,3 % ja tätä painoi tiukka hintakilpailu, yhden projektin ongelmat sekä kertakulut

päälistasiirtymään johtuen. Q2 osalta kannattavuus säilyi ensimmäisen neljänneksen tasolla ja säästötoimien vaikutus hautautui katepaineiden alle. Liikevoitto jäi lopulta lähelle nollaa ja matalan operatiivisen tuloksen takia osakekohtainen tulos painui pakkaselle. Yhtiö totesi, että H1-tulos sisälsi yhteensä noin 1 MEUR:n kertaerät liittyen päälistasiirtymään sekä yhteen projektiin Ruotsissa. Lisäksi se totesi jatkaneensa maltillisia sopeutustoimia ja Solwers tavoittelee miljoonan euron säästöjä konsernitoiminnoissa vuoden 2025 aikana.

Markkinan piristyminen antaa odottaa itseään

Markkinanäkymien osalta alkuvuoden orastavat piristymisen merkit eivät toistaiseksi ole realisoituneet kasvuksi. Suomen osalta yhtiö näkee varovaista valoa tunnelin päässä, mutta Ruotsin osalta markkinaympäristö on muuttunut hieman aiempaa haastavammaksi. Yhtiö kertoi tilauskannan olevan hyvällä tasolla ja laskutusasteiden maltillisesta noususta. Kokonaisuutena

yhtiö odottaa edelleen markkinan elpyvän vuoden loppua kohden, mutta tämä on totta kai alisteinen yleiselle makrotalouden kehitykselle.

Kovenattiehdot eivät täyttyneet H1 lopussa

Yhtiö kertoi myös raportissaan, että se ei täyttänyt H1:n lopussa velkojensa nettovelka/EBITDA kovenanttia. Yhtiö on saanut tähän liittyen päärahoittaja Nordealta suostumuksen ja suostumuksen nojalla nettovelka/EBITDA kovenanttia ei sovellettu 30.6.2025 tarkastushetkellä. Vaikka emme ole erityisen huolissamme kovenanttirikkomuksesta, alleviivaa se yhtiön heikkoa tulostasoa ja tarvetta tulostason korjaamiselle.

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	39,9	42,3	42,1				1 %	81,8
EBITA	3,3	1,8	3,3				-44 %	5,8
Liikevoitto	2,0	0,2	1,5				-88 %	0,8
EPS (raportoitu)	0,07	-0,06	0,07				-180 %	-0,06
Liikevaihdon kasvu-%	18,6 %	6,0 %	5,5 %				0,6 %-yks.	4,5 %
EBITA-%	8,2 %	4,3 %	7,7 %				-3,4 %-yks.	7,0 %

Lähde: Inderes

Solwers Q2'25: Kannattavuudessa haasteita



Ennusteita laskettu tulospettymyksen jälkeen

Liikevaihdon kasvu on avain onneen

Olemme tarkastaneet ennusteitamme alaspäin heikon H1-raportin myötä. Huomautamme, että vaikka ennustemuutokset näyttävät prosentuaalisesti isoilta, ovat euromäärät varsin maltillisia. Ennustamme edelleen Solwersin liikevaihdon kääntyvän H2:lla myös orgaaniseen kasvuun ja koko vuoden kasvun olevan noin 4 %.

Vuonna 2026 ennustamme orgaanisen kasvun kiihtyvän investointiaktiviteetin vahvistumisen ja helpottavan hintakilpailun myötä. Vaikka markkinan elpyminen onkin ollut odotuksia hitaampaa, on kasvun kiihtymiselle selvät rakennuspalikat olemassa. Keskeisiä talouskasvun ajureita ovat Saksan ja EU:n mittavat investointipaketit, kuluttajien parantuva ostovoima sekä korkojen reipas lasku. Huomautamme, että kasvuennusteemme on konservatiivinen ja mikäli talous lähtisi kunnolla kasvuun, olisi Solwersin kasvu todennäköisesti ennusteitamme voimakkaampaa. Varovaisuus on mielestämme kuitenkin

perusteltua, sillä kasvun käynnistyminen on lykkääntynyt useamman kerran.

Kannattavuus paranee kun markkina elpyy

Kannattavuuden osalta odotamme 2025 tuloksen olevan hyvin heikko johtuen huonosta alkuvuodesta, kertakuluista ja vain asteittain parantuvasta markkinasta. 2026 kannattavuus paranee jo selvemmin, kun kertakulut poistuvat, säästötoimet tulevat läpi ja hintatasot alkavat elpyä. Huomautamme, että Solwersin tulospivu on todennäköisesti erittäin voimakas, kun säästöt realisoituvat, kertaerät poistuvat ja liikevaihto lähtee kasvuun hintatason elpymisen ja kysynnän kasvun myötä.

Normalisoitu kannattavuustaso keskeinen kysymysmerkki

Lähivuosien kannattavuusennusteemme ovat konservatiiviset ja reippaasti edellisen viiden vuoden keskiarvon alapuolella (2019-2023). Tällä hetkellä

keskeinen kysymys Solwersin osalta onkin se, että mikä on yhtiön normaali kannattavuustaso, kun markkina vihdoin paranee. Mielestämme on itsestään selvää, että se on selvästi 2024-2025 nähtyjä tasoja parempi ja yhtiö itse pitää realistisena 2019-2023 keskiarvotasoihin paluuta. Itse pidämme tätä tällä hetkellä epätodennäköisenä ja paluu tänne vaatisi selvästi ennustettua vahvempaa markkinan elpymistä.

Yhtiö kertoi tulosinfossa pyrkivänsä olemaan alkuperäisten kovenanttiehtojen (nettovelka/EBITDA < 3,5x) sisällä viimeistään H1'26:n lopussa. Nykyisellä noin 25 MEUR:n nettovelalla tämä tarkoittaisi noin 7 MEUR:n käyttökattetta H2'25-H1'26 periodilta. Omat ennusteemme ovat lievästi tämän alle, mutta samalla pallokentällä yhtiön kanssa. Koska Q3 tulee suurella todennäköisyydellä olemaan tuloksellisesti vielä vaikea, kasaantuu paine tulosparannuksesta Q4:lle ja alkuvuodelle. Tässä keskiössä on luonnollisesti markkinan elpyminen.

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	81,5	81,8	0 %	84,4	84,6	0 %	86,5	86,7	0 %
Käyttökate	6,4	5,0	-22 %	7,7	7,8	1 %	8,1	7,9	-2 %
Liikevoitto	2,8	0,8	-73 %	4,1	3,7	-10 %	4,4	4,0	-9 %
Tulos ennen veroja	1,6	-0,6	-140 %	3,0	2,6	-15 %	3,4	2,9	-13 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,13	-0,06	-146 %	0,23	0,20	-15 %	0,26	0,23	-13 %
Osakekohtainen osinko	0,04	0,04	0 %	0,05	0,05	0 %	0,05	0,05	0 %

Lähde: Inderes

Solwers, Webcast, Q2'25



Riski-/tuottosuhde keikahtanut riittämättömäksi

Kannattavuustaso määrittää osakekurssin

Solwersin tulos on laskenut viimeiset 18kk:n voimakkaasti heijastellen haastavaa markkinatilannetta ja osittain myös ei-toistuvia kulu-erä. Mielestämme on selvää, että viimeisen 18kk:n aikana nähty tulostaso on kaukana yhtiön normaalista tulostasosta ja kysymys on lähinnä tulosparannuksen ajoituksesta sekä kulmakertoimesta.

Kuten aiemmalla sivulla totesimme, keskeinen kysymys sijoitustarinan osalta on yhtiön normaali kannattavuustaso. Lisäksi huomautamme, että myös yhtiön riskiprofiili on riippuvainen normaalista kannattavuustasosta, sillä yhtiön velanhoitokyky ja samalla velkaan liittyvä riskitaso riippuu tulostasosta ja kassavirrasta. Hieman kärjistäen voidaan todeta, että mikäli kannattavuustaso jäisi lähelle vuonna 2024 ja H1'25:lla nähtyjä tasoja, olisi osake kallis, yritysostostrategia epäonnistunut ja velkataakka haaste. Vastaavasti jos kannattavuus elpyy ennusteidemme mukaiselle tasolle, on osakkeen arvostus jo varsin edullinen ja velkataso hallinnassa. Mikäli kannattavuus palautuisi edes lähelle 2019-2023 keskimääräisiä tasoja, olisi osake räikeän halpa. Läpi H1 jatkunut heikko tulostaso kasvattaa epävarmuutta normalisoituun tulostasoon liittyen ja samalla rikkoutuneet kovenantit nostavat osakkeen riskitasoa. Yhtiön olisikin ensiarvoisen tärkeää saada kannattavuus nousu-uralle tulevina kvartaaleina. Ottaen huomioon talouden orastavat positiiviset signaalit, yhtiön omat kommentit kysyntätilanteen parantumisesta, laskevat kertakulut ja toteutuvat säästöt, ovat tulosparannuksen edellytykset mielestämme edelleen hyvät.

Osake on edullinen, kun tulosparannus realisoituu

Liikevaihtopohjaisesti EV/S-kertoimella Solwers arvostetaan vuodelle 2025 kertoimella 0,6x. Tämä on

nähdäksemme tämänkaltaisen palveluliiketoiminnan kannattavuuspotentiaali huomioiden maltillinen taso. Suhteessa viime aikaiseen kannattavuustasoon emme kuitenkaan pidä tasoa perusteettomana ja mielestämme liikevaihtopohjaisesti korkeampi arvostus edellyttää kannattavuuden nousua nykytasolta.

Edellä esitetty ajattelutapa heijastuu hyvin osakkeen tulos pohjaisessa arvostuksessa, sillä päivitettyillä ennusteillamme osake on kuluvan vuoden osalta kallis (2025e P/E neg., EV/EBIT +60x). Vastaavasti 2026-2027 kertoimet laskevat jo hyvinkin järkevälle tasolle (P/E 10-12x) ja näissä olisi mielestämme nousuvaraa tulosparannuksen realisoituessa. Suhteellisesti Solwersia hinnoitellaan 2026 kertoimilla noin 15 %:n alennuksella suhteessa verrokkiryhmään. Alennus on mielestämme nykyinen kannattavuustaso huomioiden kuitenkin perusteltu.

Tuotto-odotus keikahtaa riittämättömäksi

Laskeneiden ennusteidemme sekä kohonneiden rahoitusriskien valossa osakkeen tuotto-riskisuhde on heikentynyt ja kallistuu negatiiviselle puolelle. Vaikka osakkeessa on kiistatta selvää potentiaalia tuloksen elpyessä, on epävarmuus tulosparannuksen ajoitukseen sekä normaaliin tulostasoon kasvanut. Lisäksi kohonneet rahoitusriskit nostavat riskiprofiilia ja rajaavat yhtiön mahdollisuuksia toteuttaa yrityskauppoja. Huomautamme, että kovenanttien rikkominen ei suoraan estä yrityskauppojen tekemistä, mutta luonnollisesti se kaventaa yhtiön liikkumavaraa ja arviomme mukaan myös riskinottohalukkuutta. Kohonneen riskitason myötä olemme myös tarkistaneet ylöspäin yhtiön oman pääoman kustannusta ja tämä on laskenut DCF-mallin arvoa.

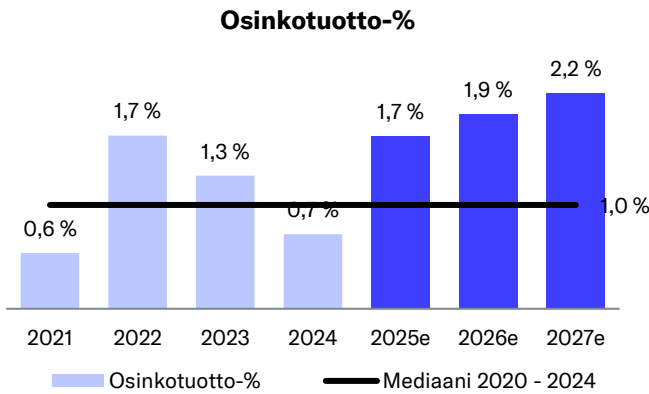
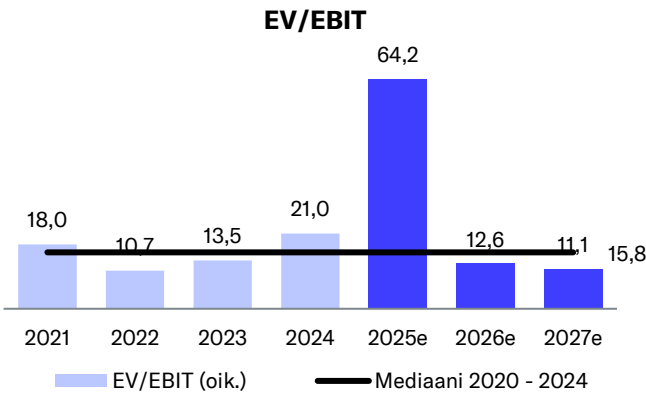
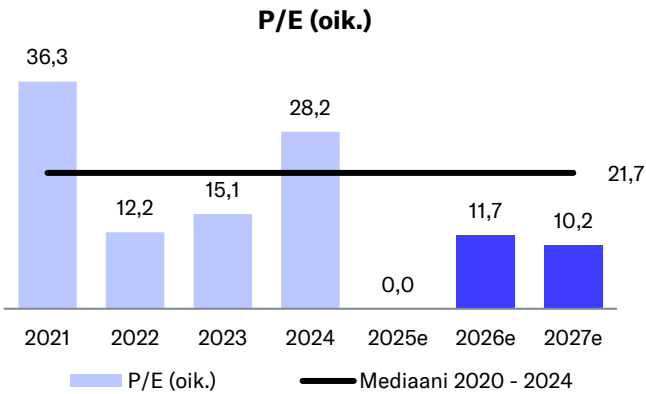
Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	2,32	2,32	2,32
Osakemäärä, milj. kpl	10	10	10
Markkina-arvo	23	23	23
Yritysarvo (EV)	48	46	44
P/E (oik.)	neg.	11,7	10,2
P/E	neg.	11,7	10,2
P/B	0,6	0,6	0,5
P/S	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	9,7	5,9	5,5
EV/EBIT (oik.)	64,2	12,6	11,1
Osinko/tulos (%)	neg.	22,7 %	21,9 %
Osinkotuotto-%	1,7 %	1,9 %	2,2 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi		7,20	4,22	4,82	3,22	2,32	2,32	2,32	2,32
Osakemäärä, milj. kpl		7,24	9,83	9,92	10	10	10	10	10
Markkina-arvo		52	41	48	32	23,3	23,3	23,3	23,3
Yritysarvo (EV)		61	54	66	58	48,3	46,1	44,1	41,6
P/E (oik.)		36,3	12,2	15,1	28,2	neg.	11,7	10,2	7,6
P/E		36,3	12,2	15,1	28,2	neg.	11,7	10,2	7,6
P/B		1,7	1,1	1,2	0,8	0,6	0,6	0,5	0,5
P/S		1,2	0,7	0,7	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto		1,4	0,9	1,0	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA		11,0	6,7	8,2	8,9	9,7	5,9	5,5	4,8
EV/EBIT (oik.)		18,0	10,7	13,5	21,0	64,2	12,6	11,1	8,5
Osinko/tulos (%)		20,2 %	21,1 %	20,1 %	21,0 %	neg.	22,7 %	21,9 %	20,0 %
Osinkotuotto-%		0,6 %	1,7 %	1,3 %	0,7 %	1,7 %	1,9 %	2,2 %	2,6 %

Lähde: Inderes



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

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Sitowise	92	173	72,3	22,4	11,8	9,1	0,9	0,9		64,0		0,4	0,8
Sweco AB	5353	5893	20,6	18,6	15,9	14,4	2,1	1,9	25,1	22,5	2,2	2,4	4,6
Afry AB	1568	2796	18,8	14,6	12,3	10,4	1,2	1,1	16,9	11,8	3,7	4,9	1,3
Rejlers AB	397	451	15,7	13,0	9,2	8,3	1,1	1,0	17,3	14,3	2,9	3,3	2,1
WSP Global	22651	25462	24,0	20,2	16,2	14,5	3,0	2,7	29,7	25,9	0,5	0,5	4,1
Etteplan	266	351	17,3	13,6	8,9	7,8	1,0	0,9	21,7	14,1	2,3	3,1	2,1
Arcadis NV	3723	4760	11,3	9,9	8,5	7,6	0,9	0,9	13,0	11,1	2,7	3,1	2,7
Solwers (Inderes)	23	48	64,2	12,6	9,7	5,9	0,6	0,5	-39,6	11,7	1,7	1,9	0,6
Keskiarvo			25,7	16,1	11,8	10,3	1,4	1,4	20,6	23,4	2,4	2,5	2,5
Mediaani			18,8	14,6	11,8	9,1	1,1	1,0	19,5	14,3	2,5	3,1	2,1
Erotus-% vrt. mediaani			242 %	-14 %	-17 %	-35 %	-45 %	-46 %	-303 %	-18 %	-31 %	-38 %	-73 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	66,0	39,9	38,4	78,3	42,3	39,5	81,8	84,6	86,7	88,9
Konserni	66,0	39,9	38,4	78,3	42,3	39,5	81,8	84,6	86,7	88,9
Käyttökate	8,0	3,8	2,7	6,5	2,3	2,7	5,0	7,8	7,9	8,7
Poistot ja arvonalennukset	-3,1	-1,8	-1,9	-3,7	-2,1	-2,1	-4,2	-4,1	-4,0	-3,8
Liikevoitto	4,8	2,0	0,8	2,7	0,2	0,6	0,8	3,7	4,0	4,9
EBITA	7,0	3,3	2,2	5,5	1,8	2,4	4,2	7,3	7,7	7,3
Nettorahoituskulut	-1,0	-0,8	-0,5	-1,3	-0,8	-0,6	-1,4	-1,1	-1,1	-1,0
Tulos ennen veroja	3,9	1,1	0,3	1,4	-0,6	0,0	-0,6	2,6	2,9	3,9
Verot	-0,7	-0,4	0,2	-0,2	0,1	0,0	0,1	-0,6	-0,6	-0,8
Vähemmistöosuudet	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	3,2	0,8	0,4	1,1	-0,6	0,0	-0,6	2,0	2,3	3,1
EPS (oikaistu)	0,32	0,07	0,04	0,11	-0,06	0,00	-0,06	0,20	0,23	0,31
EPS (raportoitu)	0,32	0,07	0,04	0,11	-0,06	0,00	-0,06	0,20	0,23	0,31

Tunnusluvut	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	5,1 %	20,2 %	17,0 %	18,6 %	6,0 %	2,8 %	4,5 %	3,5 %	2,5 %	2,5 %
Käyttökate-%	12,1 %	9,4 %	7,1 %	8,3 %	5,4 %	6,8 %	6,1 %	9,2 %	9,2 %	9,8 %
EBITA-%	10,6 %	8,2 %	5,9 %	7,0 %	4,3 %	6,0 %	5,2 %	8,6 %	8,8 %	8,2 %
Nettotulos-%	4,8 %	1,9 %	1,0 %	1,5 %	-1,3 %	0,0 %	-0,7 %	2,4 %	2,6 %	3,5 %

Tase

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	55	63	61	61	60
Liikearvo	42,0	46,9	46,9	46,9	46,9
Aineettomat hyödykkeet	1,0	3,0	1,5	1,6	1,7
Käyttöomaisuus	7,3	7,4	7,9	6,9	6,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Muut pitkäaikaiset varat	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2
Laskennalliset verosaamiset	1,2	2,0	2,0	2,0	2,0
Vaihtuvat vastaavat	32	31	33	34	35
Vaihto-omaisuus	0,1	0,6	0,4	0,2	0,2
Muut lyhytaikaiset varat	5,3	0,8	0,8	0,8	0,8
Myyntisaamiset	10,9	18,3	18,8	19,5	20,0
Likvidit varat	16,0	11,6	13,1	13,5	13,9
Taseen loppusumma	87	94	95	95	95

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	40	41	40	42	43
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	2,4	1,7	0,9	2,5	4,3
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	36,5	38,0	38	38	38
Vähemmistöosuus	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2
Pitkäaikaiset velat	29	24	23	21	19
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	28,3	22,8	21,0	19,0	17,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,3	1,5	1,5	1,5	1,5
Lyhytaikaiset velat	18	29	32	32	33
Korolliset velat	4,7	14,0	16,9	17,3	17,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,9	2,0	2,2	2,3	2,3
Muut lyhytaikaiset velat	11,4	12,9	12,9	12,9	12,9
Taseen loppusumma	87	94	95	95	95

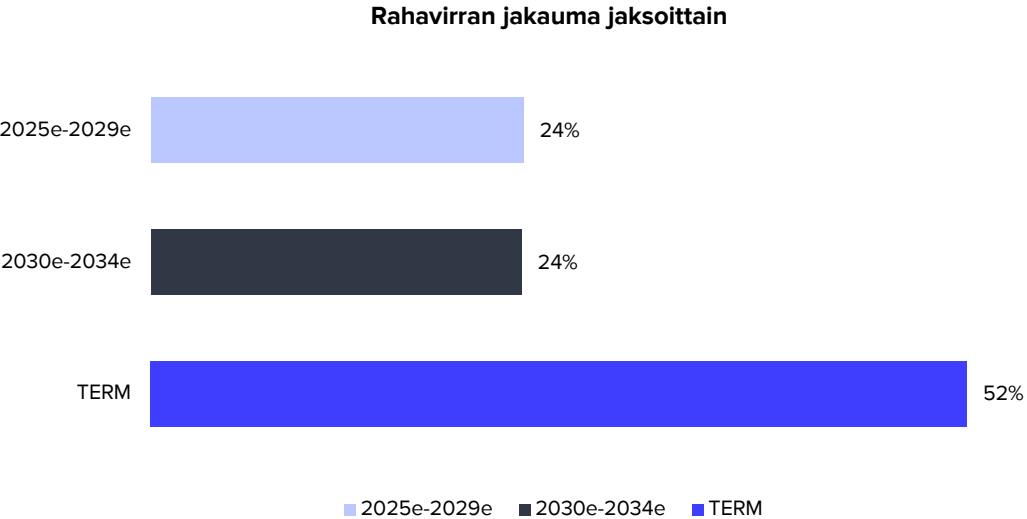
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	18,6 %	4,5 %	3,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	3,5 %	0,9 %	4,3 %	4,6 %	5,5 %	6,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
Liikevoitto	2,7	0,8	3,7	4,0	4,9	5,4	6,5	6,6	6,7	6,9	7,0	
+ Kokonaispoistot	3,7	4,2	4,1	4,0	3,8	3,7	3,6	3,8	3,8	3,9	3,7	
- Maksetut verot	-1,0	0,1	-0,6	-0,6	-0,8	-0,9	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,4	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	
+ 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	-1,8	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
Operatiivinen kassavirta	3,5	4,7	6,6	6,7	7,2	7,6	8,4	8,6	8,7	8,9	8,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-10,6	-3,2	-3,2	-3,4	-3,5	-3,6	-3,7	-3,7	-3,8	-3,8	-3,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-5,9	1,5	3,4	3,3	3,7	4,0	4,7	4,9	4,9	5,1	4,9	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-5,9	1,5	3,4	3,3	3,7	4,0	4,7	4,9	4,9	5,1	4,9	65,4
Diskontattu vapaa kassavirta		1,5	3,0	2,7	2,7	2,7	2,8	2,7	2,5	2,4	2,1	27,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		52,7	51,2	48,2	45,5	42,8	40,1	37,2	34,5	32,0	29,6	27,6
Velaton arvo DCF		52,7										
- Korolliset velat		-37										
+ Rahavarat		11,6										
-Vähemmistöosuus		-0,1										
-Osinko/pääomapalautus		-0,2										
Oman pääoman arvo DCF		27										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,7										

Pääoman kustannus (WACC)

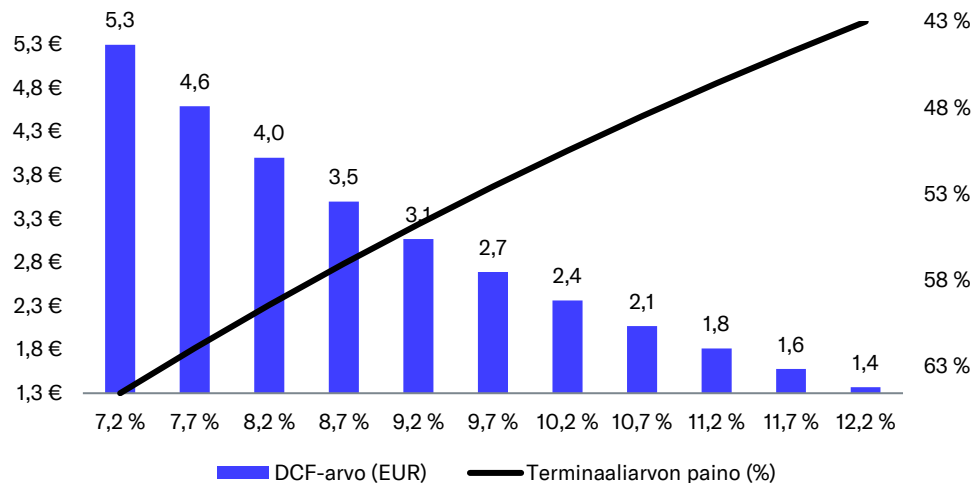
Vero-% (WACC)	22,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,60 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,7 %

Lähde: Inderes

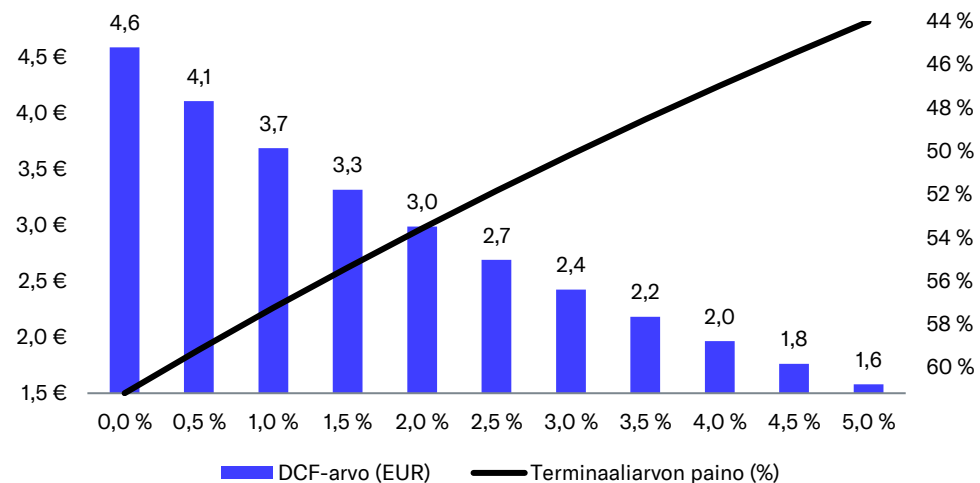


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

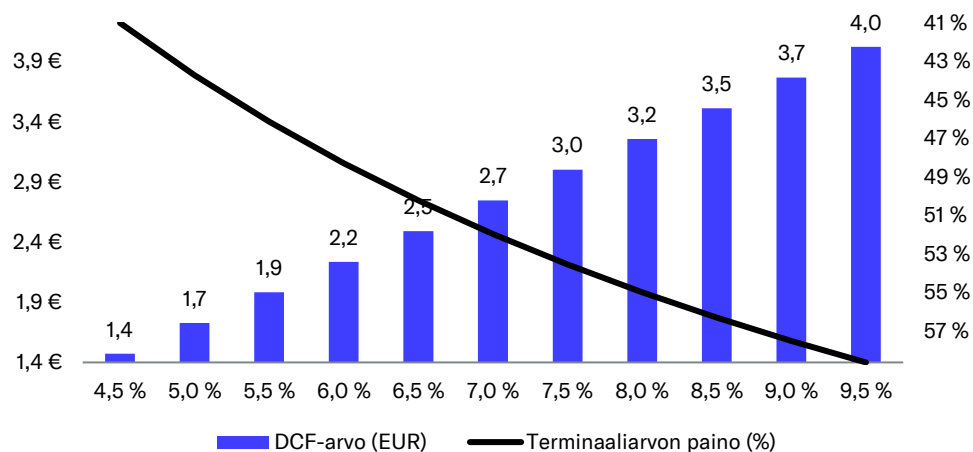
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



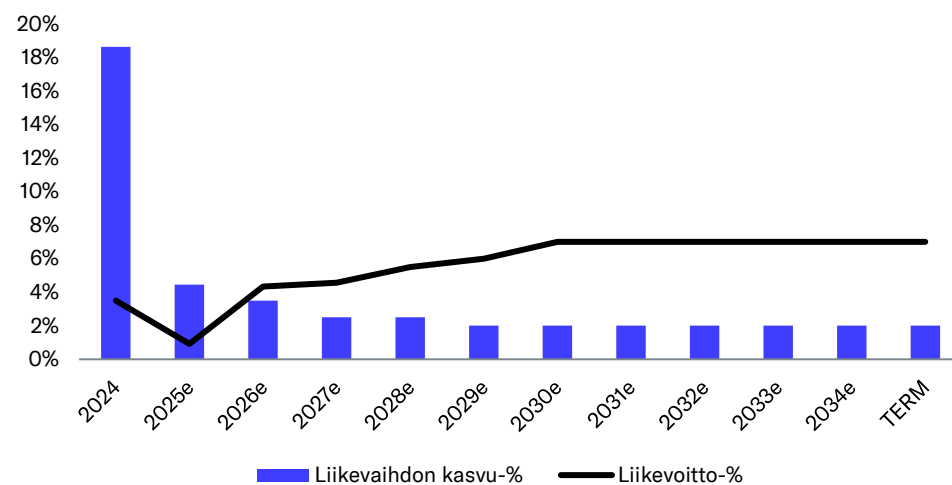
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	62,8	66,0	78,3	81,8	84,6
Käyttökate	8,2	8,0	6,5	5,0	7,8
Liikevoitto	5,1	4,8	2,7	0,8	3,7
Voitto ennen veroja	4,6	3,9	1,4	-0,6	2,6
Nettovoitto	3,4	3,2	1,1	-0,6	2,0
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	81,7	87,0	94,1	94,6	94,6
Oma pääoma	38,1	40,4	40,9	40,0	41,6
Liikearvo	37,8	42,0	46,9	46,9	46,9
Nettovelat	12,2	17,1	25,1	24,9	22,7

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

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	0,9	1,0	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA	6,7	8,2	8,9	9,7	5,9
EV/EBIT (oik.)	10,7	13,5	21,0	64,2	12,6
P/E (oik.)	12,2	15,1	28,2	neg.	11,7
P/B	1,1	1,2	0,8	0,6	0,6
Osinkotuotto-%	1,7 %	1,3 %	0,7 %	1,7 %	1,9 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,35	0,32	0,11	-0,06	0,20
EPS (oikaistu)	0,35	0,32	0,11	-0,06	0,20
Operat. Kassavirta / osake	0,39	0,59	0,35	0,47	0,66
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,71	-0,32	-0,59	0,15	0,34
Omapääoma / osake	3,81	4,02	4,05	3,97	4,13
Osinko / osake		0,06	0,02	0,04	0,05

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	41 %	5 %	19 %	4 %	3 %
Käyttökatteen kasvu-%	48 %	-2 %	-19 %	-24 %	57 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	51 %	-5 %	-44 %	-73 %	388 %
EPS oik. kasvu-%	74 %	-8 %	-64 %	-151 %	-438 %
Käyttökate-%	13,0 %	12,1 %	8,3 %	6,1 %	9,2 %
Oik. Liikevoitto-%	8,1 %	7,3 %	3,5 %	0,9 %	4,3 %
Liikevoitto-%	8,1 %	7,3 %	3,5 %	0,9 %	4,3 %
ROE-%	9,9 %	8,2 %	2,8 %	-1,5 %	4,9 %
ROI-%	8,4 %	6,8 %	3,6 %	1,0 %	4,7 %
Omavaraisuusaste	46,6 %	46,4 %	43,4 %	42,3 %	44,0 %
Nettovelkaantumisaste	32,0 %	42,3 %	61,5 %	62,1 %	54,6 %

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 sijoituspäätöksensä 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 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät 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
21/06/2021	Vähennä	8,20 €	8,35 €
16/09/2021	Lisää	8,20 €	7,40 €
03/11/2021	Lisää	8,60 €	7,34 €
01/12/2021	Lisää	9,00 €	7,90 €
09/03/2022	Lisää	8,00 €	7,20 €
16/03/2022	Vähennä	7,00 €	6,97 €
16/09/2022	Vähennä	5,50 €	5,34 €
25/01/2023	Osta	5,50 €	4,39 €
01/03/2023	Lisää	6,00 €	5,36 €
01/09/2023	Lisää	5,00 €	4,32 €
15/09/2023	Osta	5,00 €	4,06 €
30/01/2024	Lisää	5,00 €	4,60 €
11/03/2024	Lisää	5,00 €	4,24 €
14/05/2024	Osta	5,00 €	3,70 €
03/06/2024	Osta	5,00 €	4,00 €
30/08/2024	Osta	5,00 €	3,74 €
02/12/2014	Lisää	4,20 €	3,42 €
03/02/2025	Vähennä	2,80 €	3,02 €
28/02/2025	Vähennä	2,65 €	2,50 €
30/05/2025	Lisää	2,65 €	2,24 €
27/08/2025	Vähennä	2,50 €	2,32 €



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.**