

ALEXANDRIA

13.02.2025 19.40 EET



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Hyvä suorittaminen jatkuu

Tarkistamme Alexandrian tavoitehintamme 10,0 euroon (aik. 8,5e) kohonneiden tulosennusteidemme seurauksena. H2-raportti oli kokonaisuutena hyvä ja se vahvisti luottoamme yhtiön tulevaa kehitystä kohtaan. Päivitetyllä ennusteillamme osake ei ole hinnalla pilattu, mutta samalla epävarmuus tuloskasvun kulmakertoimesta painaa hyväksyttävää arvostusta. Tuotto-odotus jääkin reippaan kurssinousun jäljiltä riittämättömäksi ja toistamme vähennä-suosituksemme.

Vahva H2-raportti

Alexandrian H2-liikevaihto oli 25,8 MEUR ylittäen 22,2 MEUR:n ennusteemme selvästi. Liikevaihtoylitys syntyi laajalla rintamalla, kun kaikki kolme tuotealuetta ylittivät ennusteemme. Suurin yksittäinen tekijä olivat strukturoidut tuotteet, joiden keskikoko nousi katsauskaudella lähes 20 %:lla H1:n tasolta. Kulurakenne oli poikkeuksellisesti kautta linjan odotuksiamme korkeampi ja näin ollen reipas liikevaihtoylitys skaalasi marginaalia vain rajallisesti. Liikearvopoistoista oikaistu liikevoitto oli 6,1 MEUR ylittäen 5,1 MEUR:n ennusteemme reippaasti. Vastaava liikevoittomarginaali oli 23,6 % (ennuste 23 %). Kulutason heikko skaalautuminen olikin H2 raportin ja myös koko vuoden harvoja pettymyksiä. Osinkoa yhtiö jakoi vielä odotettua avokätisemmin ja osinko nousee sentillä vertailukaudesta 0,79 euroon. Tämä oli kolmas tilikausi putkeen kun yhtiö jakoi käytännössä koko tuloksensa osinkona.

Lähtökohdat kuluvalle vuodelle ovat hyvät

Alexandria ei tuttuun tyyliin antanut raportilla tarkempaa ohjeistusta, vaan tyytyi toteamaan tulosnäkökymien olevan suotuisat. Yhtiö veti samalla pois 2025 taloudelliset tavoitteensa (liikevaihto +60 MEUR, EBIT-% +20 %, AUM +2,5 miljardia ja +75 % osingonjakosuhde). Tavoitteiden poisto ei yllätä, sillä liikevaihto olisi vaatinut kuluvalta vuodelta hurjaa myyntiä. Uusien tavoitteiden osalta yhtiö totesi, että sen ”pitkän aikavälin

tavoitteena on jatkaa liiketoiminnan kannattavaa kasvua ja jakaa osinkoa vähintään 80 %”. Uusien kiinteistörahojen osalta yhtiö kertoi lanseeraavansa suljetun kiinteistökehitysrahaston H2:n aikana. Tämä oli tervetullut uutinen ja yhtiöllä pitäisi olla hyvät edellytykset myydä tätä järkevällä volyymillä. Uuden varainhoitomallin vastaanotto on ollut positiivinen, mutta näin alkuvaiheessa tästä ei voida vielä vetää konkreettisia johtopäätöksiä.

Ennusteita nostettu

Olemme tarkistaneet ennusteitamme ylöspäin vahvan H2-suorituksen seurauksena. Olemme nostaneet uusmyyntiennusteita kautta linjan ja vaikka kuluennusteemme ovat myös nousseet selvästi, ovat tulosennusteemme nousseet lähivuosille noin 15 %:lla. Keskeinen haaste Alexandrialla on edelleen se, että strukturoidut ja vakuutustuotteet kattavat noin 60 % sen palkkioista ja näiden tuoteryhmien pitkän aikavälin kasvunäkymä on vaatimaton. Tämän seurauksena tuloskasvu on lähivuosina vaatimatonta suhteessa sektorin kontekstiin. Tuloskasvun kiihdyttäminen on mahdollista, mikäli yhtiö onnistuu kiinteistörahoissa, varainhoidon kasvussa tai strukturoitujen tuotteiden kokoluokkien nostossa. Osinkotuotto pysyy lähivuodet vuolaana ja odotamme yhtiön jakavan koko tuloksensa osinkoina.

Arvostus ei ole korkea, mutta ei riittävän halpa

Lähivuosien tulosennusteillamme tulospohjaiset kertoimet (P/E ~10-11x) eivät ole vaativia ja linjassa yhtiölle hyväksyttävänä pitämämme 10–12x haarukan kanssa. Yhtiön arvostus kärsii edelleen ei-jatkuvien tuottojen isosta roolista sekä rakenteellisesti verrokkeja heikommasta tuloskasvupotentiaalista. Näin ollen tuotto-odotus ei ole nykyennusteilla riittävä reippaan kurssinousun jäljiltä. Suhteessa verrokkeihin osake on myös hinnoiteltu järkevällä alennuksella mikä tukee näkemystämme oikeinhinnoittelusta.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

10,0 EUR

(aik. 8,50 EUR)

Osakekurssi:

9,45

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	49,4	50,7	53,8	56,0
kasvu-%	11 %	3 %	6 %	4 %
EBIT oik.	11,8	11,7	12,7	12,9
EBIT-% oik.	23,9 %	23,2 %	23,5 %	23,0 %
Nettotulos	8,0	8,0	8,6	8,7
EPS (oik.)	0,84	0,84	0,89	0,89

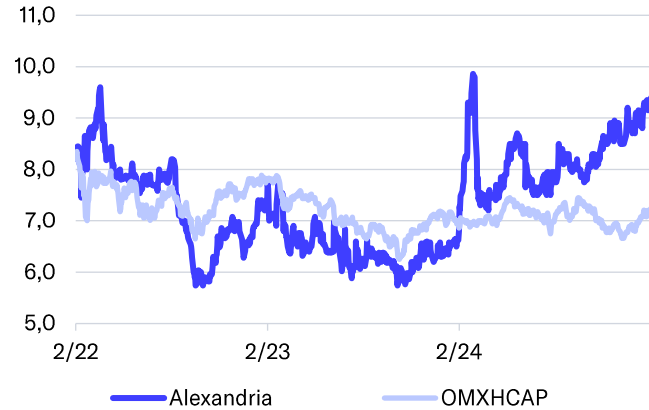
P/E (oik.)	11,0	11,2	10,6	10,6
P/B	2,8	3,0	2,9	2,9
Osinkotuotto-%	8,6 %	8,2 %	8,3 %	9,2 %
EV/EBIT (oik.)	7,7	7,6	6,9	6,6
EV/EBITDA	6,3	6,4	5,9	5,6
EV/Liikevaihto	1,8	1,8	1,6	1,5

Lähde: Inderes

Ohjeistus

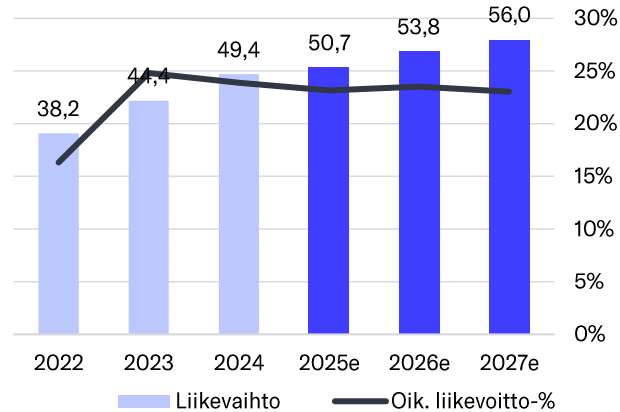
Ei ohjeistusta.

Osakekurssi



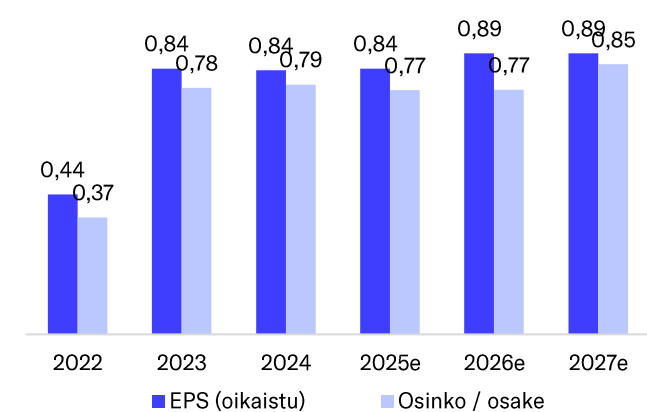
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



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	9,45	9,45	9,45
Osakemäärä, milj. kpl	10,5	10,6	10,7
Markkina-arvo	99	99	99
Yritysarvo (EV)	90	88	85
P/E (oik.)	11,2	10,6	10,6
P/E	12,4	11,6	11,6
P/B	3,0	2,9	2,9
P/S	2,0	1,8	1,8
EV/Liikevaihto	1,8	1,6	1,5
EV/EBITDA	6,4	5,9	5,6
EV/EBIT (oik.)	7,6	6,9	6,6
Osinko/tulos (%)	101,1 %	95,1 %	104,9 %
Osinkotuotto-%	8,2 %	8,3 %	9,2 %

Lähde: Inderes

Vahva H2-raportti

Myynti veti kaikilla sylintereillä

Alexandrian H2-liikevaihto oli 25,8 MEUR ylittäen 22,2 MEUR:n ennustemme selvästi. Liikevaihtoylitys syntyi laajalla rintamalla, kun kaikki kolme tuotealuetta ylittivät ennustemme. Suurin yksittäinen tekijä olivat strukturoidut tuotteet, joiden keskikoko nousi katsauskaudella lähes 20 %:lla H1:den tasolta. Myös rahastojen palkkiomix oli odotuksiamme korkeampi ja vakuutusmyynti säilyi korkealla tasolla. Kokonaisuutena H2 oli myynnillisesti yhtiöltä vahva suoritus.

Kulutason noususta huolimatta tulos kasvoi selvästi

Kulurakenne oli poikkeuksellisesti kautta linjan odotuksiamme korkeampi ja näin ollen reipas liikevaihtoylitys skaalasi marginaalia vain rajallisesti. Liikearvopoistoista oikaistu liikevoitto oli 6,1 MEUR ylittäen

5,1 MEUR:n ennustemme reippaasti. Vastaava liikevoittomarginaali oli 23,6 % (ennuste 23 %). Kulutason heikko skaalautuminen olikin H2-raportin ja myös koko vuoden harvoja pettymyksiä.

Osinkoa yhtiö jakoi vielä odotettua avokätisemmin ja osinko nousee sentillä vertailukaudesta 0,79 euroon. Tämä oli kolmas tilikausi putkeen kun yhtiö jakoi käytännössä koko tuloksensa osinkona. Yhtiön viesti onkin tältä osin harvinaisen selvä: tase on riittävän vahva epäorgaanisia kasvuhankkeita silmällä pitäen. Näin ollen voimme myös jatkossa odottaa voitonjakosuhteen olevan 100 %, mihin myös päivitetty taloudellinen tavoite viittaa.

Näkymät odotetun niukkasanaiset

Alexandria ei tuttuun tyyliin antanut raportilla tarkempaa ohjeistusta, vaan tyytyi toteamaan tulosnäköymien olevan

suotuisat. Yhtiö veti samalla pois 2025 taloudelliset tavoitteensa (liikevaihto +60 MEUR, EBIT-% +20 %, AUM +2,5 miljardia ja +75 % osingonjakosuhde). Tavoitteiden poisto ei yllätä, sillä liikevaihto olisi vaatinut kuluvalta vuodelta hurjaa myyntiä. Uusien tavoitteiden osalta yhtiö totesi, että sen ”pitkän aikavälin tavoitteena on jatkaa liiketoiminnan kannattavaa kasvua ja jakaa osinkoa vähintään 80 %”. Tavoite on informaatioarvoltaan selvästi aiempaa heikompi.

Uusien kiinteistörahastojen osalta yhtiö kertoi lanseeraavansa suljetun kiinteistökehitysrahaston H2:n aikana. Tämä oli tervetullut uutinen ja yhtiöllä pitäisi olla hyvät edellytykset myydä tätä järkevällä volyymillä. Uuden varainhoitomallin vastaanotto on ollut positiivinen, mutta näin alkuvaiheessa tästä ei voida vielä vetää konkreettisia johtopäätöksiä.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	H2'23	H2'24	H2'24e	H2'24e	Konsensus		Erotus (%)		2024
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes		Inderes
Liikevaihto	24,1	25,8	22,2				16 %		49,4
Liikevoitto (oik.)	7,2	6,1	5,1				20 %		11,8
Liikevoitto	6,8	5,7	4,7				21 %		11,1
EPS (oik.)	0,58	0,43	0,36				19 %		0,84
Osinko/osake	0,78	0,79	0,60				32 %		0,79
Liikevaihdon kasvu-%	38,4 %	7,2 %	-7,8 %				15 %-yks.		11,3 %
Liikevoitto-% (oik.)	29,8 %	23,6 %	23,0 %				0,7 %-yks.		23,9 %

Lähde: Inderes

Alexandria H2'24: Vuosi pakettiin erinomaisesti



Ennusteita nostettu vahvan tuloksen jälkeen

Ennustemuutokset

- Rahastojen osalta olemme nostaneet arviotamme keskimääräisestä palkkiotasosta johtuen alkuvuonna toteutetusta palkkiouudistuksesta. Odotamme edelleen rahastojen jatkavan reipasta kasvuaan lähivuosina ja ennusteemme sisältävät myös uusia tuotteita.
- Vakuutustuotteiden osalta olemme nostaneet ennusteitamme hieman, kun luottamuksemme myynnin tasokorjaukseen on kasvanut.
- Strukturoitujen tuotteiden osalta olemme nostaneet arviotamme lähivuosien volyymistä. Olimme jo aiemmin odottaneet keskikokojen nousevan markkinan elpyessä, eli H2:n keskikokojen nousu ei aiheuttanut tähän muutosta. Selkeä kasvu strukturoiduissa tuotteissa vaatisi systemaattista nousua keskikoissa, koska kappalemäärä emme usko yhtiön enää oleellisesti kykenevän nostaa.
- Uudelta varainhoitomallilta emme toistaiseksi odota mitään, sillä yhtiön näytöt tältä saralta jättävät toivomisen varaa.
- Myös kuluennusteemme ovat nousseet kautta linjan, mutta tästä huolimatta tulosenusteemme nousivat selvästi liikevaihtoennusteita enemmän.
- Olemme nostaneet osinkoennusteitamme ja odotamme nyt lähivuosien osingonjakosuhteen olevan lähes 100 %, sillä yhtiö on edelliset kolme tilikautta jakanut koko tuloksensa ulos.

Operatiiviset tulosajurit

- Jatkossa rahastoliiketoiminta ajaa ennusteissamme Alexandrian kasvua, sillä strukturoitujen tuotteiden sekä vakuutustuotteiden myyntivolyymien odotamme säilyvän kohtalaisen vakaina 2024-tasoon nähden.
- Hallinnoimien rahastopääomien odotamme jatkavan vahvassa +10 %:n kasvussa. Rahastopääomien kehitystä tukee positiivisten arvomuutosten lisäksi edellisvuosien vahvalla tasolla säilyvä uusmyynti. Uusmyynnin osalta iso kysymys on, että miten yhtiö onnistuu uusien kiinteistörahastojen uusmyynnissä. Parhaassa tapauksessa kiinteistörahastot voisivat kiihdyttää kasvua selvästi. Myös varainhoidossa yhtiöllä olisi edellytykset selvästi parempaan, mutta parhaassakin tapauksessa tämä vie aikaa.
- 2025-tuloksen odotamme säilyvän 2024 erinomaisella tasolla ja tämän jälkeen kasvavan noin 7 % vuodessa. Tuloskasvu on maltillista, sillä ennusteissamme suhtaudumme edelleen skeptisesti yhtiön kykyyn kasvattaa vakuutustuotteiden sekä strukturoitujen tuotteiden myyntiä nykytasolta. Huomautamme kuitenkin, että arviomme kestävästä myyntitasosta on kummankin tuoteryhmän osalta noussut viime vuosien aikana.
- Kiinteän kulurakenteen johdosta yhtiön tulosvivun pitäisi olla huomattava ja liikevaihdon odotuksia vahvemman kasvun tulisi valua tehokkaasti läpi myös tulosenusteisiimme. Vuoden 2024 kehitys oli tässä mielessä pettymys ja se herättää tiettyjä kysymyksiä yhtiön skaalautumispotentiaalista.

Ennustemuutokset	2024	2024	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	45,8	49,4	8 %	46,4	50,7	9 %	49,3	53,8	9 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	10,8	11,8	9 %	10,2	11,7	15 %	10,9	12,7	16 %
Liikevoitto	10,0	11,1	11 %	9,4	10,9	16 %	10,1	11,9	17 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,79	0,84	6 %	0,73	0,84	15 %	0,77	0,89	15 %
Osakekohtainen osinko	0,60	0,79	32 %	0,63	0,77	23 %	0,64	0,77	22 %

Lähde: Inderes

Alexandria H2'24



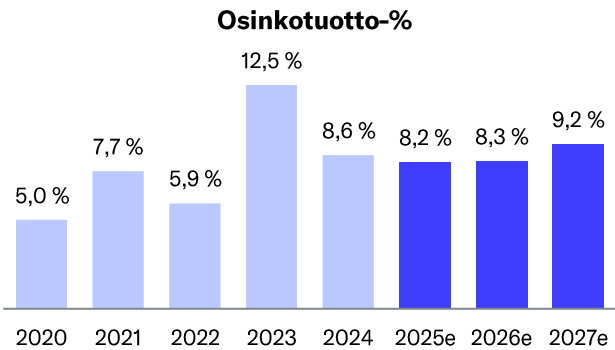
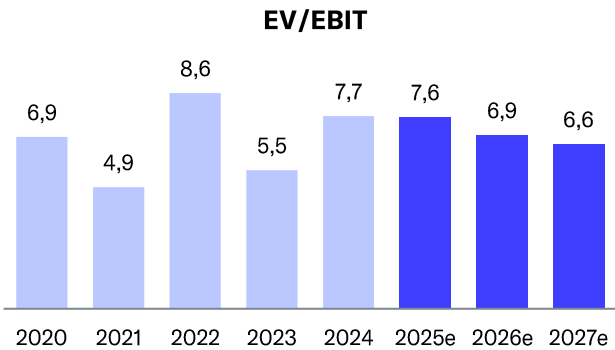
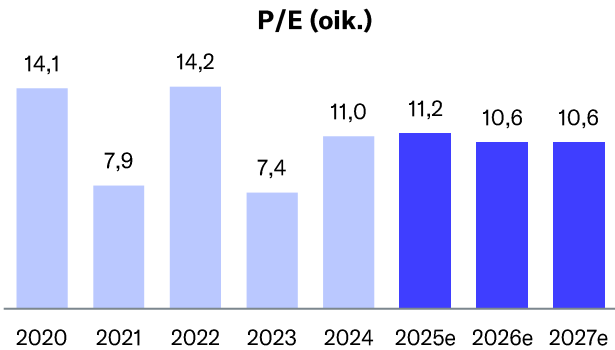
Ennusteet yhteenveto

MEUR	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Sijoituspalvelutoiminnan tuotot	47,4	38,2	44,5	49,4	50,7	53,8	56,0
Kasvu-%	36,1 %	-19,4 %	16,5 %	11,0 %	2,5 %	6,1 %	4,1 %
Strukturoidut tuotteet	25,1	15,7	17,3	20,2	20,1	21,3	21,3
Vakuutustuotteet	7,6	7,2	10,1	11,6	11,0	11,0	11,0
Yrityusrahoitus	0,9	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rahastot	13,3	14,1	14,3	16,2	18,5	20,7	22,9
Palkkiokulut	-18,6	-15,3	-16,0	-18,7	-19,3	-20,4	-21,3
Asiamiehet	-16,5	-13,3	-14,2	-16,6	-17,2	-18,3	-19,0
Muut	-2,1	-2,0	-1,8	-1,9	-2,1	-2,2	-2,3
Korkokulut	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Henkilöstökulut	-7,4	-7,5	-7,4	-8,0	-8,5	-9,3	-9,9
Muut hallintokulut	-5,6	-5,8	-6,2	-7,3	-7,5	-7,8	-8,1
Poistot	-3,0	-3,2	-3,2	-3,2	-3,1	-3,0	-3,1
Liiketoiminnan muut kulut	-1,0	-0,8	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3
Liikevoitto	11,6	5,5	10,4	11,2	10,9	11,9	12,1
Liikevoitto-%	24 %	14 %	25 %	23 %	22 %	22 %	22 %
Liikevoitto oik.	13,1	6,2	11,2	11,9	11,7	12,7	12,9
Liikevoitto oik. -%	28 %	16 %	25 %	24 %	23 %	24 %	23 %
Vähemmistöt	-0,8	-0,4	-0,5	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8
Nettotulos	8,7	3,9	8,1	8,1	8,0	8,6	8,7
EPS oik.	1,02	0,44	0,84	0,84	0,84	0,89	0,89
EPS kasvu-%	122 %	-57 %	90 %	-1 %	1 %	6 %	0 %
Osinko	0,62	0,77	0,77	0,85	0,85	0,83	0,00
Osingonjakosuhte-%	61 %	175 %	92 %	102 %	102 %	93 %	0 %
Jatkuvat palkkiot-%	28 %	37 %	34 %	33 %	37 %	39 %	41 %
Kertatuotot-%	72 %	63 %	66 %	67 %	63 %	61 %	59 %
Vähemmistöjen osuus tuloksesta-%	8 %	10 %	6 %	8 %	9 %	8 %	8 %
Strukturoitujen tuotteiden volyymi	376	243	256	301	296	313	313
Rahastopääomien kasvu (nettomerkinnät + arvonnousu)	198	-17	120	110	119	126	131
Rahastopääomat	821	804	924	1034	1153	1279	1410
Henkilöstömäärä (sis. asiamiehet) kpl	237	235	208	211	219	225	231
Liikevaihto/työntekijä tEUR	200	163	203	229	228	236	240
Kulut/työntekijä (sis. asiamiehet) tEUR	-101	-89	-104	-116	-118	-123	-125

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	6,47	8,05	6,28	6,24	9,20	9,45	9,45	9,45	9,45
Osakemäärä, milj. kpl	9,35	10,00	10,4	10,4	10,4	10,5	10,6	10,7	10,8
Markkina-arvo	60	80	65	65	96	99	99	99	99
Yritysarvo (EV)	49	63	54	61	91	90	88	85	81
P/E (oik.)	14,1	7,9	14,2	7,4	11,0	11,2	10,6	10,6	10,5
P/E	15,6	9,2	17,0	8,1	12,0	12,4	11,6	11,6	10,5
P/B	2,9	2,7	2,4	1,9	2,8	3,0	2,9	2,9	2,8
P/S	1,7	1,7	1,7	1,5	1,9	2,0	1,8	1,8	1,7
EV/Liikevaihto	1,4	1,3	1,4	1,4	1,8	1,8	1,6	1,5	1,4
EV/EBITDA	5,1	4,3	6,2	4,6	6,3	6,4	5,9	5,6	4,9
EV/EBIT (oik.)	6,9	4,9	8,6	5,5	7,7	7,6	6,9	6,6	6,1
Osinko/tulos (%)	77,4 %	71,0 %	100,1 %	100,9 %	102,8 %	101,1 %	95,1 %	104,9 %	95,0 %
Osinkotuotto-%	5,0 %	7,7 %	5,9 %	12,5 %	8,6 %	8,2 %	8,3 %	9,2 %	9,3 %

Lähde: Inderes



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	721								8,0	8,4	8,5	8,7	1,0
CapMan	312	302	9,4	7,8	9,0	7,4	4,6	4,2	15,2	12,0	8,0	8,4	1,6
eQ	460	424	11,9	9,4	11,5	9,1	6,3	5,3	16,2	13,1	6,4	7,9	5,8
Evli	516	518	12,0	10,6	11,0	9,8	4,8	4,5	16,1	14,3	6,2	6,4	3,4
Taaleri	226	202	6,4	6,7	6,2	6,6	3,2	3,3	10,6	9,4	5,7	6,4	1,0
Titanium	84	71	8,8	9,2	8,0	8,3	3,3	3,2	13,0	13,5	7,9	7,7	5,1
United Bankers	195	168	8,6	8,7	7,6	7,6	2,8	2,7	13,3	13,6	6,4	6,7	3,2
Alexandria (Inderes)	99	88	7,6	6,9	6,4	5,9	1,8	1,6	11,2	10,6	8,2	8,3	3,0
Keskiarvo			9,5	8,7	8,9	8,1	4,2	3,8	13,2	12,0	7,0	7,4	3,0
Mediaani			9,1	8,9	8,5	7,9	3,9	3,7	13,3	13,1	6,4	7,7	3,2
Erotus-% vrt. mediaani			-16 %	-22 %	-24 %	-26 %	-55 %	-56 %	-16 %	-19 %	27 %	7 %	-8 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25e	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	44,4	23,6	25,8	49,4	25,3	25,4	50,7	53,8	56,0	58,2
Käyttökate	13,2	6,9	7,4	14,3	7,1	6,9	13,9	14,8	15,2	16,6
Poistot ja arvonalennukset	-2,9	-1,5	-1,7	-3,2	-1,5	-1,5	-3,0	-3,0	-3,1	-3,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,0	5,8	6,0	11,8	6,0	5,8	11,7	12,7	12,9	13,4
Liikevoitto	10,3	5,4	5,7	11,1	5,6	5,4	10,9	11,9	12,1	13,4
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	5,6	5,4	10,9	11,9	12,1	13,4
Verot	-1,8	-1,2	-1,2	-2,4	-1,1	-1,1	-2,2	-2,5	-2,6	-2,8
Vähemmistöosuudet	-0,5	-0,3	-0,4	-0,7	-0,3	-0,4	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8
Nettotulos	8,1	3,9	4,2	8,0	4,2	3,9	8,0	8,6	8,7	9,7
EPS (oikaistu)	0,84	0,41	0,43	0,84	0,43	0,41	0,84	0,89	0,89	0,90
EPS (raportoitu)	0,77	0,37	0,40	0,77	0,39	0,37	0,77	0,81	0,81	0,90

Tunnusluvut	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25e	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	16,2 %	16,3 %	7,2 %	11,3 %	7,1 %	-1,6 %	2,5 %	6,1 %	4,1 %	4,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	76,6 %	50,1 %	-15,7 %	7,2 %	3,8 %	-4,7 %	-0,5 %	7,8 %	1,8 %	3,8 %
Käyttökate-%	29,8 %	29,0 %	28,9 %	28,9 %	28,0 %	27,1 %	27,5 %	27,6 %	27,1 %	28,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	24,8 %	24,4 %	23,4 %	23,9 %	23,6 %	22,7 %	23,2 %	23,5 %	23,0 %	23,0 %
Nettotulos-%	18,2 %	16,3 %	16,1 %	16,2 %	16,4 %	15,3 %	15,9 %	16,1 %	15,6 %	16,7 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	23,8	13,3	13,0	12,7	12,3
Liikearvo	6,4	5,7	4,9	4,1	3,3
Aineettomat hyödykkeet	0,4	1,0	1,0	0,9	0,8
Käyttöomaisuus	6,2	5,5	6,0	6,6	7,1
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	26,9	27,8	28,8
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	1,0	1,1	1,1
Likvidit varat	11,4	14,3	25,9	26,7	27,7
Taseen loppusumma	45,1	44,4	39,8	40,5	41,1

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	34,3	33,9	33,6	34,2	34,7
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	17,5	17,1	16,9	17,4	17,9
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	3,7	3,7	3,7
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	0,0	0,0	0,0
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	2,5	2,7	2,8
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,4	2,6	2,5	2,7	2,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	45,1	44,4	39,8	40,5	41,1

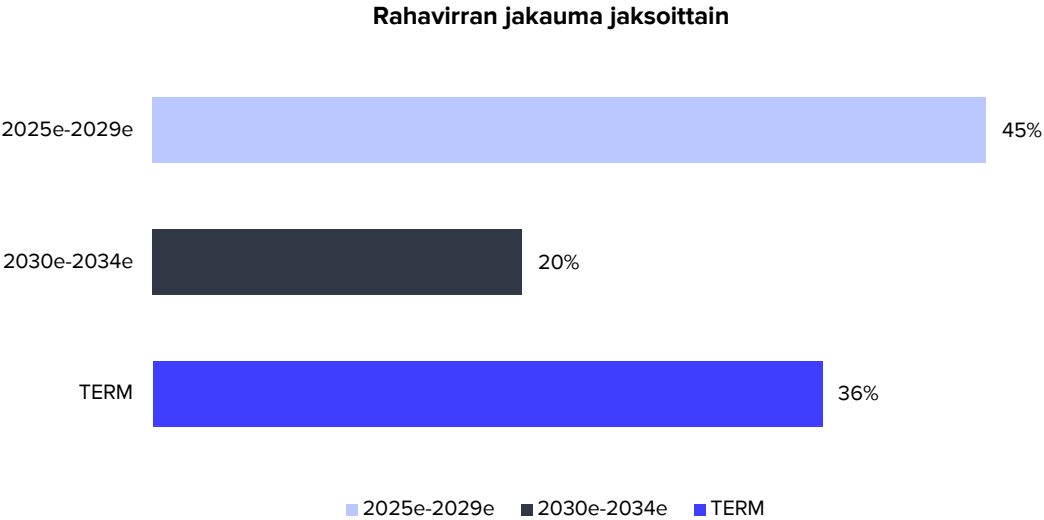
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	11,3 %	2,5 %	6,1 %	4,1 %	4,1 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	22,5 %	21,6 %	22,0 %	21,6 %	23,0 %	22,0 %	21,0 %	21,0 %	20,0 %	19,0 %	19,0 %	19,0 %
Liikevoitto	11,1	10,9	11,9	12,1	13,4	13,1	12,8	13,2	12,9	12,5	12,8	
+ Kokonaispoistot	3,2	3,0	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5	2,7	2,8	2,8	
- Maksetut verot	-2,4	-2,1	-2,5	-2,6	-2,8	-2,8	-2,7	-2,8	-2,6	-2,5	-2,4	
- 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	15,7	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	5,2	27,5	12,5	12,7	13,8	13,7	13,6	13,9	13,1	12,8	13,3	
+ 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	-3,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	12,7	24,8	9,8	10,0	11,0	10,9	10,7	11,0	10,2	9,9	9,7	
+/- 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	24,8	9,8	10,0	11,0	10,9	10,7	11,0	10,2	9,9	9,7	117
Diskontattu vapaa kassavirta		22,6	8,0	7,4	7,4	6,6	5,8	5,4	4,5	3,9	3,5	41,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		117	94,0	86,0	78,6	71,3	64,7	59,0	53,6	49,1	45,2	41,7
Velaton arvo DCF		117										
- Korolliset velat		-4,2										
+ Rahavarat		14,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		127										
Oman pääoman arvo DCF per osake		12,0										

Pääoman kustannus (WACC)

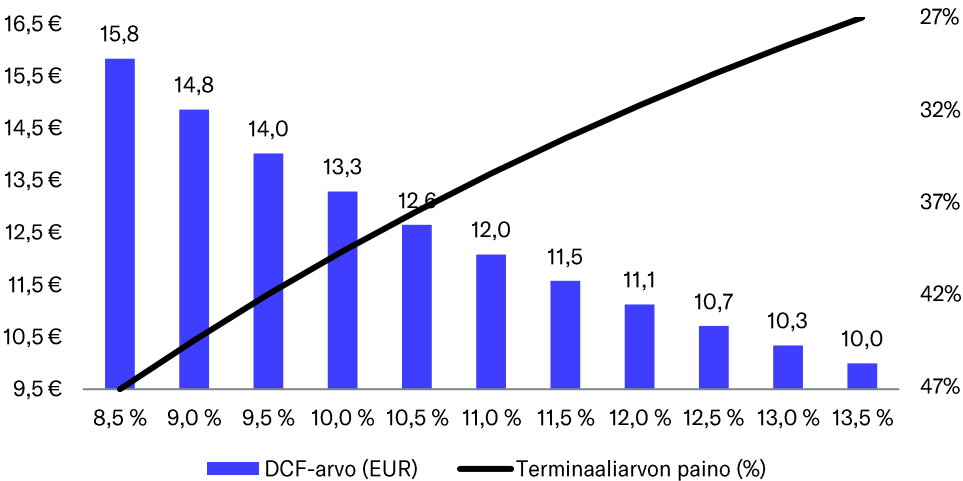
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,26
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,0 %

Lähde: Inderes

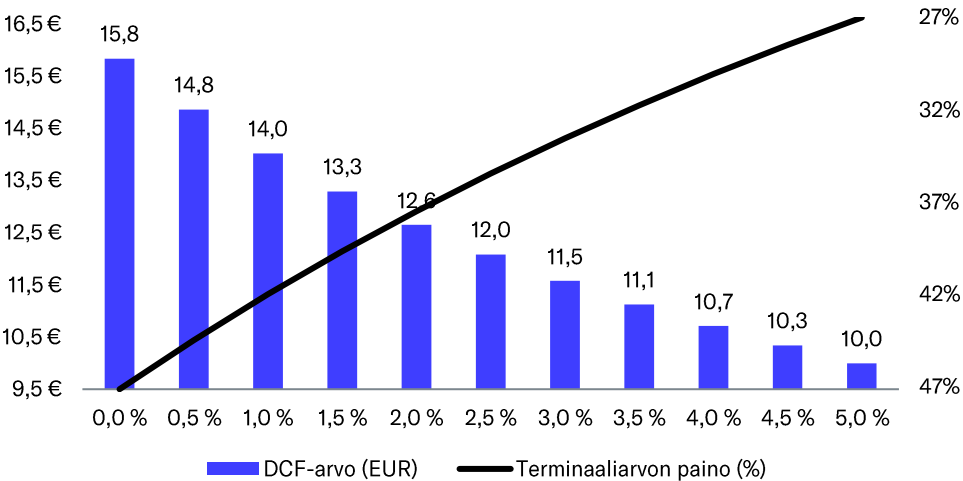


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

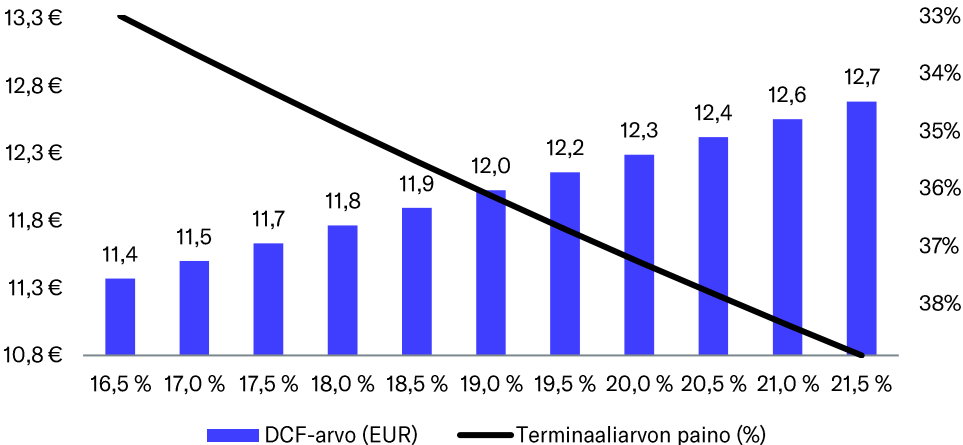
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



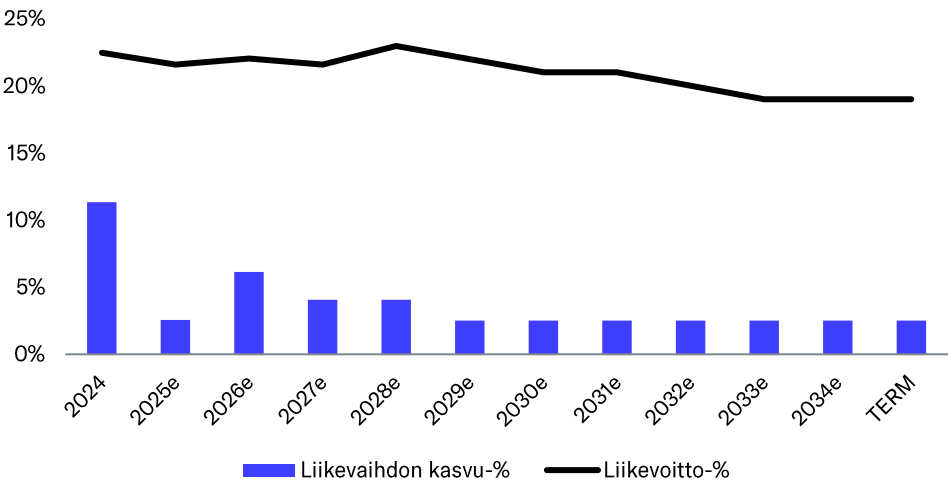
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	38,2	44,4	49,4	50,7	53,8	EPS (raportoitu)	0,37	0,77	0,77	0,77	0,81
Käyttökate	8,7	13,2	14,3	13,9	14,8	EPS (oikaistu)	0,44	0,84	0,84	0,84	0,89
Liikevoitto	5,5	10,3	11,1	10,9	11,9	Operat. kassavirta / osake	0,84	0,76	0,50	1,07	1,28
Voitto ennen veroja	5,5	10,3	11,1	10,9	11,9	Vapaa kassavirta / osake	0,27	-0,63	1,22	0,81	1,03
Nettovoitto	3,9	8,1	8,0	8,0	8,6	Omapääoma / osake	2,65	3,29	3,25	3,20	3,22
Kertaluontoiset erät	-0,8	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	Osinko / osake	0,37	0,78	0,79	0,77	0,77
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	39,8	45,1	44,4	44,9	44,4	Liikevaihdon kasvu-%	-20 %	16 %	11 %	3 %	6 %
Oma pääoma	27,7	34,3	33,9	33,6	34,2	Käyttökatteen kasvu-%	-41 %	53 %	8 %	-3 %	6 %
Liikearvo	7,1	6,4	5,7	4,9	4,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	-52 %	77 %	7 %	-1 %	8 %
Nettovelat	-13,5	-6,4	-10,1	-9,6	-11,7	EPS oik. kasvu-%	-57 %	90 %	-1 %	1 %	6 %
						Käyttökate-%	22,7 %	29,8 %	28,9 %	27,5 %	27,6 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Oik. Liikevoitto-%	16,3 %	24,8 %	23,9 %	23,2 %	23,5 %
Käyttökate	8,7	13,2	14,3	13,9	14,8	Liikevoitto-%	14,3 %	23,2 %	22,5 %	21,6 %	22,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,3	-3,5	-6,7	-0,5	1,2	ROE-%	13,4 %	26,1 %	23,5 %	23,9 %	25,5 %
Operatiivinen kassavirta	8,8	7,9	5,2	11,3	13,6	ROI-%	18,2 %	30,0 %	28,7 %	28,5 %	30,9 %
Investoinnit	-5,9	-8,1	7,3	-2,7	-2,7	Omavaraisuusaste	69,7 %	76,1 %	76,4 %	75,0 %	76,9 %
Vapaa kassavirta	2,8	-6,6	12,7	8,6	10,9	Nettovelkaantumisaste	-48,6 %	-18,7 %	-29,8 %	-28,7 %	-34,2 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	1,4	1,4	1,8	1,8	1,6						
EV/EBITDA	6,2	4,6	6,3	6,4	5,9						
EV/EBIT (oik.)	8,6	5,5	7,7	7,6	6,9						
P/E (oik.)	14,2	7,4	11,0	11,2	10,6						
P/B	2,4	1,9	2,8	3,0	2,9						
Osinkotuotto-%	5,9 %	12,5 %	8,6 %	8,2 %	8,3 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin 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 yhtiökohtaisia 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 laatineen 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 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

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.**