

VINCIT

19.11.2025 9.05 EET



Joni Grönqvist
+358 40 515 3113
joni.gronqvist@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Käänteestä ei vieläkään merkkejä

Laskemme Vincitin tavoitehinnan 1,35 euroon (aik. 1,45 €) ja toistamme osakkeen vähennä-suosituksen. Vincit antoi pelätyn tulosvaroituksen kannattavuudesta, mikä vahvistaa kuvaa yhtiön haastavasta tilanteesta. Yhtiön olisi tärkeää saada liikevaihto stabiloitua, mutta tämä on osoittautunut haasteelliseksi, eikä markkinalta ole vielä näköpiirissä suurempaa vetoapua. Näin yhtiön on näkemysemme mukaan kriittistä käynnistää uusia tehostamistoimenpiteitä, jotta kannattavuus saadaan edes tyydyttävälle tasolle. Osakkeen arvostuskuva on kireä, vaikka potentiaalia on käänteessä onnistuessa, mutta tuotto-riskisuhde ei nyt houkuta.

Kannattavuus on todella heikkoa tänä vuonna

Vincit kertoi eilen laskevasa ohjeistustaan suhteellisen kannattavuuden osalta. Tulosvaroitusta ei tullut meille yllätyksenä. Olemme viimeisimmässä yhtiöraportissamme todenneet, että kuluvaan vuoteen kohdistuu selvä tulosvaroitusriski kannattavuuden osalta. Yhtiö arvioi nyt suhteellisen kannattavuuden olevan edellisvuotta alhaisempi (aik. edellisvuotta parempi). Liikevaihdon osalta yhtiö piti ohjeistuksen ennallaan ja odottaa sen jäävän alle edellisvuoden. Tulosvaroituksen taustalla on jatkunut epävarmuus ohjelmistokehitysliiketoiminnassa, joka on iskenyt erityisesti Vincitin aiemmille vahvuusalueille (osin vielä, kun 50 % henkilöstöstä), mutta strategian tavoitteena on edelleen pienentää tätä riippuvuutta. Markkinan kysyntätilanne on säilynyt epävarmana, mikä pitää myös yhtiön lähiajat haastavina.

Vincitin liikevaihto on laskenut voimakkaasti viimeiset pari vuotta, ja yhtiö on joutunut tekemään useita tehostamistoimia sopeutuakseen tilanteeseen. Yhtiön fokus on samalla ollut kannattavuudessa, mutta se on kuitenkin ollut sektorin heikointa jo pidempään. Näin tekemiseen ei voi olla tyytyväinen. Kuten olemme aiemmin todenneet, yhtiön olisi tärkeää saada liikevaihdon lasku taitettua, jotta tehostamistoimista saataisiin täysi hyöty irti eikä jouduttaisi jatkuvaan tehostamiskiarteeseen.

Tulosvaroitusta vahvasti kuvaa Vincitin haasteista, eikä käännettä ole vielä näkyvissä

Vincit on edelleen käymässä läpi mittavaa transformaatiota, jossa se siirtää fokustaan pois perinteisestä ohjelmistokehityksestä kohti kokonaisvaltaisempaa digitaalisen liiketoiminnan kumppanuutta. Nyt annettu tulosvaroitusta korostaa tämän muutoksen tärkeyttä ja että tuloskäännöksi on edelleen alkamatta. Laskimme ennusteita Q4'25:lle ja lähivuosille. Näkemysemme mukaan yhtiön on kriittistä aloittaa uusia tehostamistoimenpiteitä, jotta kannattavuus saadaan edes tyydyttävälle tasolle. Arvioimme yhtiön liikevaihdon laskevan 19 % vuonna 2025 ja oikaistun liikevoiton laskevan sekä olevan pakkasella. Odotamme liikevaihdon laskevan myös ensi vuonna ja kannattavuuden parantuvan uusien kulusäästöjen ajamana, mutta olevan vielä heikolla tasolla. Riskinä on, että yhtiö ei saa liiketoimintaa vakautettua ensi vuonnakaan ja että liikevaihdon lasku jatkuu, jolloin yhtiö joutuu edelleen tehostamiskiarteeseen.

Käännöksiä edelleen varovaisena

Sijoitusprofiililtaan Vincit on edelleen selvä käänneyhtiö. Markkina on iskenyt yhtiön aikaisemmille vahvuusalueille, ja yhtiö on joutunut tekemään voimakasta transformaatiota viime vuosina, mikä on edelleen selvästi kesken. Vuoden 2025 tuloskertoimista ei saada tukea ja vuoden 2026 käännettä odottavilla ennusteillamme P/E- ja EV/EBIT-kertoimet ovat 15x ja 11x. Tämä on kireä taso, mutta käänteessä onnistuessa potentiaali selvä. Arvostus on liikevaihtopohjaisesti matalahko (2025 EV/Liikevaihto 0,37x). Vaikka arvostus ei kokonaisuutena ole kovinkaan kireä ja potentiaalia on käänteessä onnistuessa, ei käännteeseen ole vielä näkyvyyttä ja sektorilta löytyy mielestämme muualta tällä hetkellä parempaa tuotto-riskisuhdetta. Lisäksi useiden pettymysten, tuloskäänteeseen viivästymisen ja operatiivisen lyhyen aikavälin epävarmuuden vuoksi riskit säilyvät edelleen korkeina.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

1,35 EUR

(aik. 1,45 EUR)

Osakekurssi:

1,30 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024*	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	85	69	65	67
kasvu-%	-14 %	-19 %	-5 %	3 %
EBIT oik.	0,2	-0,5	2,2	3,1
EBIT-% oik.	0,3 %	-0,7 %	3,3 %	4,6 %
Nettotulos	-0,6	-3,1	1,5	2,3
EPS (oik.)	-0,01	-0,11	0,09	0,14

P/E (oik.)	neg.	neg.	14,5	9,3
P/B	0,8	0,7	0,7	0,7
Osinkotuotto-%	6,4 %	3,8 %	5,4 %	6,9 %
EV/EBIT (oik.)	>100	neg.	11,2	7,5
EV/EBITDA	7,6	10,0	3,8	3,2
EV/Liikevaihto	0,3	0,4	0,4	0,3

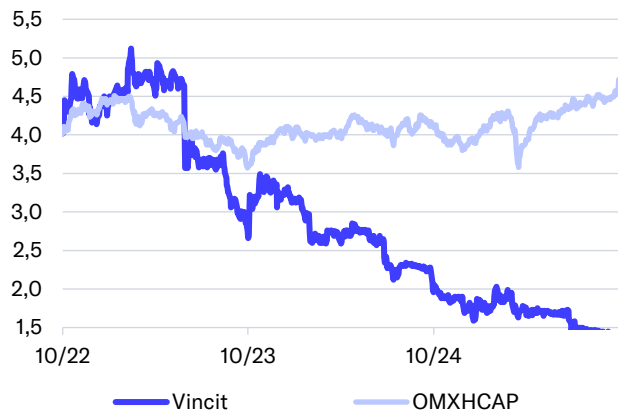
Lähde: Inderes *IFRS-luvut

Ohjeistus

(Laskenut)

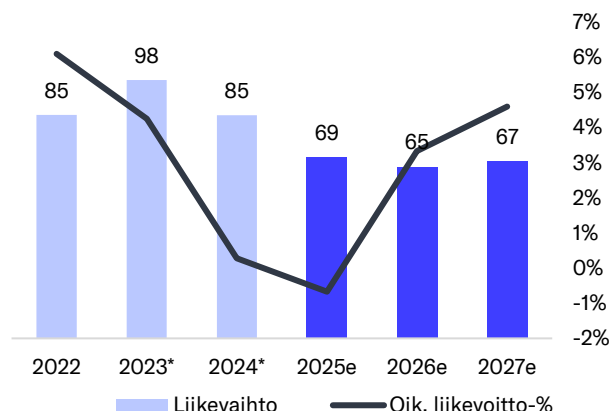
Vincit arvioi vuoden 2025 liikevaihdon jäävän alle edellisvuoden ja suhteellisen kannattavuuden olevan edellisvuotta alhaisempi.

Osakekurssi



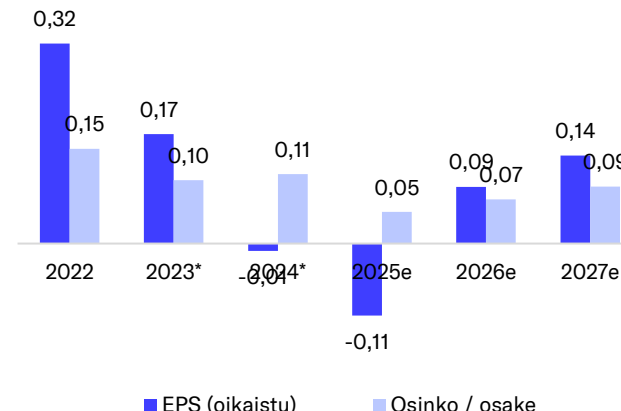
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Markkinalla hyvät kysyntäfundamentit keskipitkällä aikavälillä
- Kannattavuudessa selvää parannuspotentiaalia
- Uudet tehokkuustoimenpiteet
- Onnistuminen skaalautuvissa tuoteliiketoiminnoissa ja ohjelmistoylläpidossa
- Jatkuvien positiivisten näyttöjen antaminen ja siten sijoittajien luottamuksen palauttaminen

Riskitekijät

- Asiakaskysynnän heikentyminen tai jatkuminen heikkona lyhyellä aikavälillä
- Teköälyn disruptiuhka
- Kansainvälistymiseen liittyvät riskit
- Teknologiavalintojen epäonnistuminen (SAP)
- Asiakashintojen hidas kehitys ja palkkainflaation jatkuminen selvästi kovempaan
- Tuoteliiketoiminnan strategian ja kehityksen epäonnistuminen
- Yritysostojen epäonnistuminen

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	1,30	1,30	1,30
Osakemäärä, milj. kpl	16,7	16,7	16,7
Markkina-arvo	22	22	22
Yritysarvo (EV)	25	24	23
P/E (oik.)	neg.	14,5	9,3
P/E	neg.	14,5	9,3
P/B	0,7	0,7	0,7
P/S	0,3	0,3	0,3
EV/Liikevaihto	0,37	0,37	0,34
EV/EBITDA	10,0	3,8	3,2
EV/EBIT (oik.)	neg.	11,2	7,5
Osinko/tulos (%)	neg.	78 %	65 %
Osinkotuotto-%	3,8 %	5,4 %	6,9 %

Lähde: Inderes

Laskimme ennusteita myös lähivuosille

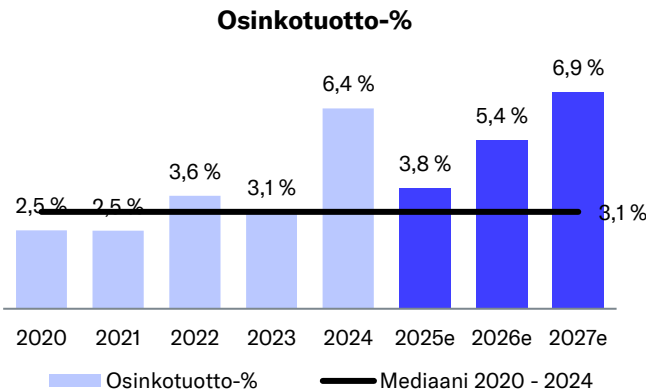
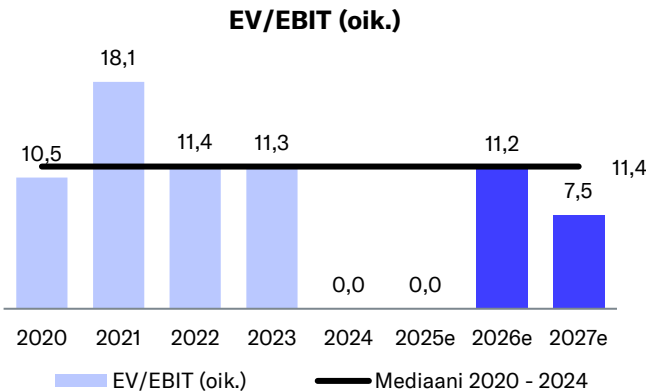
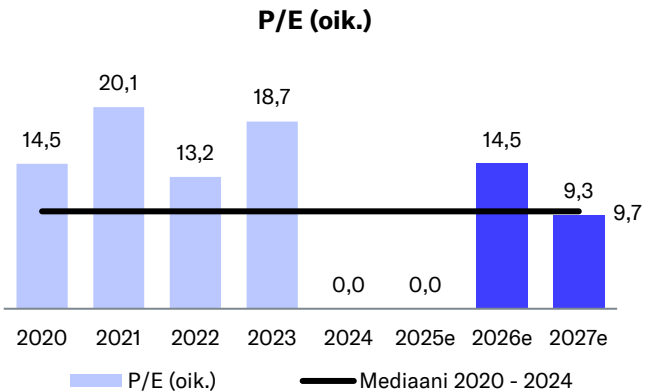
Ennustemuutokset MEUR / EUR	2025e Vanha	2025e Uusi	Muutos %	2026e Vanha	2026e Uusi	Muutos %	2027e Vanha	2027e Uusi	Muutos %
Liikevaihto	70,1	68,8	-2 %	68,3	65,2	-4 %	70,5	67,4	-4 %
Käyttökate	3,3	2,5	-22 %	6,9	6,4	-7 %	7,7	7,4	-5 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,3	-0,5	-271 %	2,7	2,2	-19 %	3,4	3,1	-10 %
Liikevoitto	-0,9	-1,6	-80 %	2,7	2,2	-19 %	3,4	3,1	-10 %
Tulos ennen veroja	-2,0	-2,7	-37 %	2,4	1,9	-22 %	3,3	2,9	-11 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,08	-0,11	-44 %	0,11	0,09	-22 %	0,16	0,14	-11 %
Osakekohtainen osinko	0,05	0,05	0 %	0,07	0,07	0 %	0,09	0,09	0 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	7,18	8,02	4,16	3,23	1,72	1,30	1,30	1,30	1,30
Osakemäärä, milj. kpl	12,1	12,2	14,7	16,9	16,7	16,7	16,7	16,7	16,7
Markkina-arvo	87	98	69	53	29	22	22	22	22
Yritysarvo (EV)	79	93	59	47	29	25	24	23	22
P/E (oik.)	14,5	20,1	13,2	18,7	neg.	neg.	14,5	9,3	7,7
P/E	19,8	28,2	neg.	58,5	neg.	neg.	14,5	9,3	7,7
P/B	3,5	3,7	1,7	1,4	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6
P/S	1,7	1,6	0,8	0,55	0,34	0,32	0,33	0,32	0,31
EV/Liikevaihto	1,5	1,5	0,7	0,48	0,34	0,37	0,37	0,34	0,31
EV/EBITDA	9,7	14,4	16,3	7,7	7,6	10,0	3,8	3,2	2,7
EV/EBIT (oik.)	10,5	18,1	11,4	11,3	>100	neg.	11,2	7,5	5,9
Osinko/tulos (%)	49,7 %	70,4 %	neg.	177,5 %	neg.	neg.	77,9 %	64,6 %	64,8 %
Osinkotuotto-%	2,5 %	2,5 %	3,6 %	3,1 %	6,4 %	3,8 %	5,4 %	6,9 %	8,5 %

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-%	
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e
Digia*	156	183	8,3	7,1	7,7	6,1	0,9	0,7	9,5	8,7	3,2	3,6
Digital Workforce*	33	28	25,6	9,3	65,6	8,6	1,0	0,7	31,9	11,6	1,4	3,2
Gofore*	217	236	15,5	9,8	11,4	8,0	1,2	1,0	17,5	12,5	3,6	3,8
Loihde*	68	77	18,0	13,4	7,9	5,8	0,5	0,5	23,8	16,6	4,2	5,7
Netum Group*	16	22	9,9	9,9	12,6	9,0	0,6	0,6	25,1	29,5	1,6	3,2
Siili Solutions*	38	40	8,4	6,1	7,3	3,9	0,4	0,3	9,9	8,7	1,7	3,2
Solteq*	9	31	40,1	11,4	13,4	8,2	0,7	0,7				
Tietoevry*	2061	2604	10,5	10,4	16,1	9,0	1,4	1,4	10,8	11,3	7,5	7,6
Vincit*	22	24		8,1	8,1	3,5	0,4	0,4		11,8	3,9	5,4
Witted Megacorp*	22	16	20,0	9,3	42,0	9,0	0,3	0,3	40,0	16,4	1,4	1,4
Bouvet	515	548	13,1	12,1	10,8	10,1	1,6	1,5	16,1	15,1	6,3	6,4
Knowit	263	318	21,0	14,8	7,1	6,2	0,6	0,6	30,0	18,2	1,9	3,2
Endava PLC	315	541	5,4	7,7	4,2	5,6	0,6	0,7	4,2	6,0		
Kainos Group PLC	1308	1194	17,8	17,3	16,0	15,6	2,9	2,6	25,1	24,1	2,8	3,0
Globant SA	2298	2625	8,4	8,0	6,2	5,9	1,2	1,2	9,9	9,5		
Netcompany Group	1909	2349	20,9	14,8	12,8	10,9	2,3	1,9	24,4	16,2		0,1
Avensia AB	28	29	7,6	6,9	5,4	5,2	0,8	0,8	9,5	8,4	6,1	
CombinedX	60	66	11,4	7,2	6,1	4,6	0,8	0,7	14,6	8,2		
Vincit (Inderes)	22	25	-54,8	11,2	10,0	3,8	0,37	0,37	-11,4	14,5	3,8	5,4
Keskiarvo			14,9	10,1	13,9	7,5	1,0	0,9	18,5	13,6	3,6	4,0
Mediaani kaikki			11,7	9,5	8,8	7,2	0,8	0,7	15,9	11,9	3,4	3,4
Erotus-% vrt. mediaani			-571 %	18 %	13 %	-47 %	-53 %	-49 %	-172 %	21 %	12 %	59 %
Mediaani suomalaiset			13,6	9,4	11,4	8,0	0,7	0,7	17,5	11,9	3,4	3,7
Erotus-% vrt. Mediaani suomalaiset			-504 %	19 %	-13 %	-52 %	-45 %	-44 %	-165 %	22 %	12 %	47 %

Lähde: Refinitiv / Inderes *Inderesin oikaistu ennuste. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	52,8	45,3	98,1	44,7	39,9	84,7	19,4	17,5	14,4	17,5	68,8	65,2	67,4	70,2
Palveluliiketoiminta	51,7	43,8	95,5	43,1	38,5	81,6	18,5	16,6	13,5	16,5	65,1	61,2	63,0	65,6
Tuoteliiketoiminta	1,5	1,5	3,0	1,6	1,5	3,1	0,9	0,9	0,9	1,0	3,8	4,0	4,3	4,7
Eliminoinnit	-0,4	0,0	-0,4	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	4,2	2,0	6,1	1,6	2,2	3,8	1,0	-0,2	0,9	0,9	2,5	6,4	7,4	8,0
Poistot ja arvonalennukset	-1,9	-2,1	-3,9	-2,0	-2,1	-4,1	-1,2	-1,0	-0,9	-1,1	-4,2	-4,2	-4,3	-4,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,4	1,8	4,2	0,1	0,1	0,2	0,2	-0,5	0,0	-0,1	-0,5	2,2	3,1	3,7
Liikevoitto	2,3	-0,1	2,2	-0,4	0,1	-0,3	-0,2	-1,2	-0,1	-0,1	-1,6	2,2	3,1	3,7
Palveluliiketoiminta	2,3	0,3	2,7	0,1	0,4	0,5	-0,2	-1,1	0,1	-0,2	-1,3	2,1	2,8	3,4
Tuoteliiketoiminta	0,0	-0,4	-0,5	-0,2	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,3	0,3
Kertaluonteiset kulut	-0,1	-1,9	-2,0	-0,5	0,0	-0,5	-0,4	-0,7	-0,1	0,0	-1,2	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-0,3	-0,1	-0,4	0,0	0,1	0,1	-0,3	-0,5	-0,1	-0,1	-1,1	-0,3	-0,2	-0,2
Tulos ennen veroja	2,0	-0,2	1,8	-0,4	0,2	-0,2	-0,5	-1,8	-0,2	-0,2	-2,7	1,9	2,9	3,5
Verot	-0,6	-0,3	-0,8	-0,2	-0,2	-0,4	-0,1	0,0	-0,4	0,0	-0,4	-0,4	-0,6	-0,7
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,4	-0,5	0,9	-0,7	0,1	-0,6	-0,6	-1,8	-0,5	-0,2	-3,1	1,5	2,3	2,8
EPS (oikaistu)	0,09	0,08	0,17	-0,02	0,00	-0,01	-0,01	-0,07	-0,03	-0,01	-0,11	0,09	0,14	0,17
EPS (raportoitu)	0,08	-0,03	0,06	-0,04	0,00	-0,04	-0,04	-0,11	-0,03	-0,01	-0,18	0,09	0,14	0,17

Tunnusluvut	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	53,0 %	-6,2 %	15,7 %	-15,3 %	-11,8 %	-13,7 %	-15,5 %	-19,3 %	-21,9 %	-18,8 %	-18,7 %	-5,2 %	3,3 %	4,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-7,1 %	-31,4 %	-19,4 %	-95,8 %	-92,5 %	-94,4 %					-297,1 %	-571,1 %	42,4 %	19,2 %
Käyttökate-%	7,9 %	4,3 %	6,2 %	3,6 %	5,6 %	4,5 %	5,0 %	-1,2 %	6,0 %	5,2 %	3,7 %	9,8 %	10,9 %	11,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,5 %	4,0 %	4,3 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %	1,1 %	-3,1 %	0,2 %	-0,8 %	-0,7 %	3,3 %	4,6 %	5,3 %
Nettotulos-%	2,7 %	-1,1 %	1,0 %	-1,5 %	0,1 %	-0,7 %	-3,1 %	-10,0 %	-3,7 %	-1,1 %	-4,5 %	2,3 %	3,5 %	4,0 %

Lähde: Inderes

*IFRS
kirjanpito
2023 lähtien

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	34,3	37,5	34,1	33,9	33,8
Liikearvo	24,2	24,3	24,3	24,3	24,3
Aineettomat hyödykkeet	1,2	1,6	1,2	1,0	0,9
Käyttöomaisuus	6,1	9,4	6,7	6,8	6,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Laskennalliset verosaamiset	0,9	0,5	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	31,4	25,5	17,9	17,0	17,5
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	19,2	16,3	13,1	12,4	12,8
Likvidit varat	12,2	9,2	4,8	4,6	4,7
Taseen loppusumma	65,7	63,0	52,0	50,9	51,3

Lähde: Inderes
*IFRS kirjanpito 2023 lähtien

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	38,8	36,1	31,2	31,9	33,1
Osakepääoma	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Kertyneet voittovarot	5,0	2,1	-2,8	-2,1	-1,0
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	33,3	33,5	33,5	33,5	33,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	3,1	7,7	6,5	5,7	5,0
Laskennalliset verovelat	0,3	0,6	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,6	0,6	0,6	0,6
Korolliset velat	2,8	6,5	5,9	5,1	4,4
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	23,8	19,2	14,2	13,3	13,3
Korolliset velat	3,1	3,1	2,5	2,2	1,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	20,7	16,1	11,7	11,1	11,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	65,7	63,0	52,0	50,9	51,3

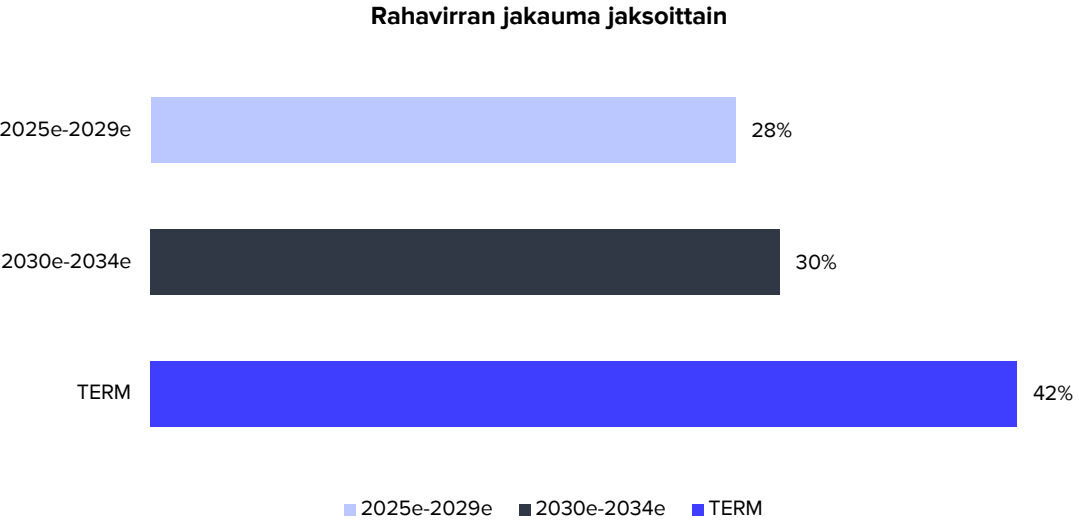
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-13,7 %	-18,7 %	-5,2 %	3,3 %	4,3 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	-0,3 %	-2,4 %	3,3 %	4,6 %	5,3 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %
Liikevoitto	-0,3	-1,6	2,2	3,1	3,7	4,6	4,8	5,0	5,2	5,3	5,4	
+ Kokonaispoistot	4,1	4,2	4,2	4,3	4,3	4,3	4,5	4,5	4,5	4,6	4,7	
- Maksetut verot	0,2	-0,5	-0,4	-0,6	-0,7	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,2	-0,1	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	-1,7	-1,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	2,4	1,1	6,1	6,7	7,2	7,9	8,3	8,5	8,6	8,8	9,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-7,8	-1,2	-4,1	-4,2	-4,2	-4,4	-4,5	-4,6	-4,6	-4,7	-4,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-4,8	-0,1	2,0	2,5	2,9	3,5	3,8	3,9	4,0	4,0	4,2	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-4,8	-0,1	2,0	2,5	2,9	3,5	3,8	3,9	4,0	4,0	4,2	35,8
Diskontattu vapaa kassavirta		-0,1	1,7	1,9	2,0	2,1	2,0	1,8	1,6	1,4	1,3	11,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		27,0	27,2	25,5	23,5	21,5	19,4	17,5	15,7	14,0	12,6	11,3
Velaton arvo DCF		27,0										
- Korolliset velat		-9,6										
+ Rahavarat		9,2										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-1,8										
Oman pääoman arvo DCF		24,7										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,5										

Pääoman kustannus (WACC)

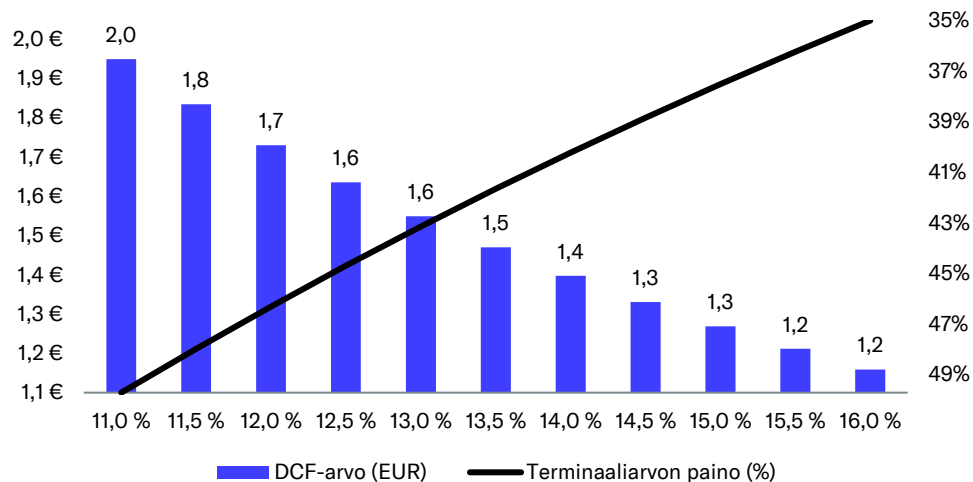
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,90
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	13,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	13,5 %

Lähde: Inderes

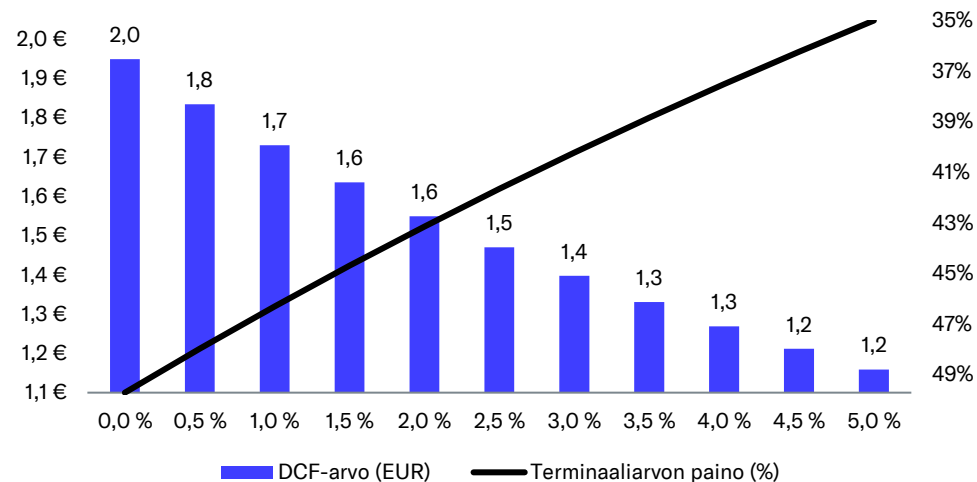


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

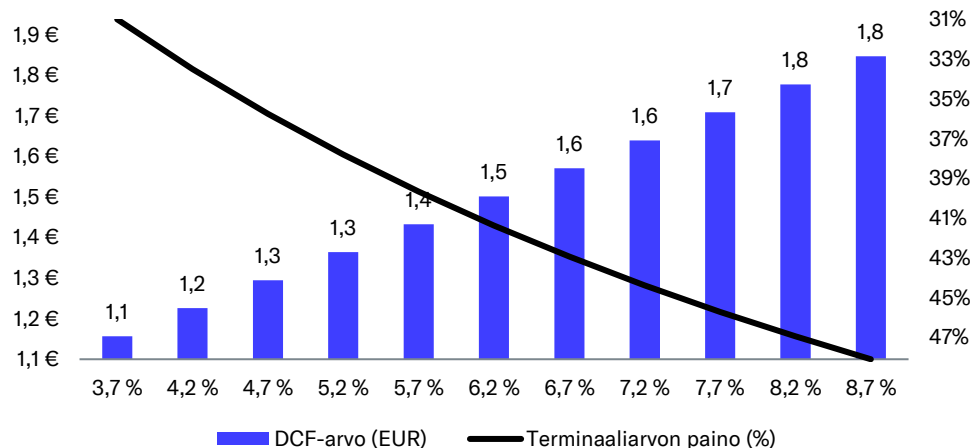
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



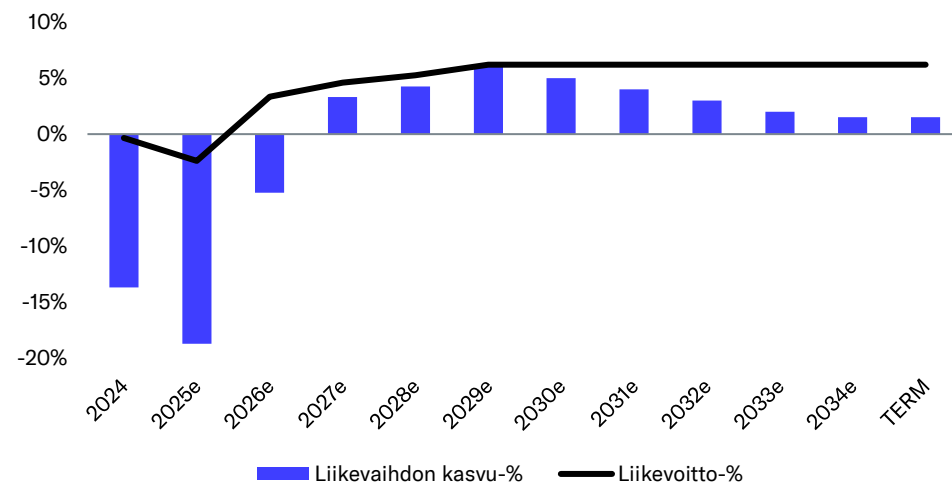
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	84,8	98,1	84,7	68,8	65,2	EPS (raportoitu)	-0,02	0,06	-0,04	-0,18	0,09
Käyttökate	3,6	6,1	3,8	2,5	6,4	EPS (oikaistu)	0,32	0,17	-0,01	-0,11	0,09
Liikevoitto	0,2	2,2	-0,3	-1,6	2,2	Operat. Kassavirta / osake	0,07	0,67	0,14	0,06	0,36
Voitto ennen veroja	0,2	1,8	-0,2	-2,7	1,9	Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,87	0,01	-0,29	-0,01	0,12
Nettovoitto	-0,3	0,9	-0,6	-3,1	1,5	Omapääoma / osake	2,80	2,29	2,16	1,87	1,91
Kertaluontoiset erät	-4,9	-2,0	-0,5	-1,2	0,0	Osinko / osake	0,15	0,10	0,11	0,05	0,07
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	62,0	65,7	63,0	52,0	50,9	Liikevaihdon kasvu-%	38 %	16 %	-14 %	-19 %	-5 %
Oma pääoma	41,6	38,8	36,1	31,2	31,9	Käyttökatteen kasvu-%	-44 %	69 %	-37 %	-34 %	152 %
Liikearvo	0,0	24,2	24,3	24,3	24,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	1 %	-19 %	-94 %	-297 %	-571 %
Nettovelat	-10,2	-6,3	0,5	3,6	2,7	EPS oik. kasvu-%	-21 %	-45 %	-107 %	877 %	-179 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Käyttökate-%	4,3 %	6,2 %	4,5 %	3,7 %	9,8 %
Käyttökate	3,6	6,1	3,8	2,5	6,4	Oik. Liikevoitto-%	6,1 %	4,3 %	0,3 %	-0,7 %	3,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,1	6,5	-1,7	-1,1	0,1	Liikevoitto-%	0,3 %	2,2 %	-0,3 %	-2,4 %	3,3 %
Operatiivinen kassavirta	1,0	11,3	2,4	1,1	6,1	ROE-%	-0,8 %	2,3 %	-1,6 %	-9,2 %	4,8 %
Investoinnit	-13,8	-11,1	-7,8	-1,2	-4,1	ROI-%	0,7 %	5,0 %	-0,3 %	-3,7 %	5,6 %
Vapaa kassavirta	-12,8	0,2	-4,8	-0,1	2,0	Omavaraisuusaste	67,0 %	59,1 %	57,3 %	60,1 %	62,7 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e	Nettovelkaantumisaste	-24,5 %	-16,2 %	1,3 %	11,6 %	8,5 %
EV/Liikevaihto	0,7	0,5	0,3	0,4	0,4						
EV/EBITDA	16,3	7,7	7,6	10,0	3,8						
EV/EBIT (oik.)	11,4	11,3	>100	neg.	11,2						
P/E (oik.)	13,2	18,7	neg.	neg.	14,5						
P/B	1,7	1,4	0,8	0,7	0,7						
Osinkotuotto-%	3,6 %	3,1 %	6,4 %	3,8 %	5,4 %						
Lähde: Inderes	*IFRS kirjanpito 2023 lähtien										

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 suositus myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät 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 latineilla analytikoilla 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 latineen analytikon 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
20.6.2019	Lisää	5,70 €	5,00 €
23.8.2019	Osta	5,00 €	3,90 €
21.10.2019	Lisää	5,60 €	5,10 €
6.2.2020	Lisää	5,20 €	4,73 €
23.3.2020	Lisää	3,50 €	3,05 €
24.4.2020	Osta	4,50 €	3,75 €
28.5.2020	Vähennä	4,50 €	4,76 €
28.8.2020	Osta	6,20 €	5,24 €
30.10.2020	Osta	7,50 €	6,28 €
5.2.2021	Osta	10,00 €	8,64 €
22.3.2021	Osta	10,50 €	9,12 €
30.4.2021	Vähennä	11,50 €	11,20 €
26.5.2021	Osta	11,50 €	9,28 €
16.7.2021	Lisää	11,50 €	10,40 €
30.7.2021	Lisää	11,50 €	10,45 €
5.10.2021	Osta	10,50 €	7,58 €
29.10.2021	Lisää	9,80 €	8,60 €
4.2.2022	Vähennä	7,80 €	7,56 €
25.2.2022	Lisää	6,70 €	5,70 €
29.4.2022	Lisää	6,70 €	5,66 €
1.7.2022	Osta	7,20 €	5,91 €
26.8.2022	Lisää	6,40 €	5,65 €
28.10.2022	Lisää	5,20 €	4,45 €
1.3.2023	Osta	5,70 €	4,55 €
28.4.2023	Osta	6,00 €	4,83 €
25.5.2023	Osta	6,00 €	4,60 €
5.7.2023	Lisää	4,80 €	3,90 €
28.7.2023	Lisää	4,30 €	3,59 €
27.10.2023	Osta	4,30 €	2,90 €
22.12.2023	Lisää	4,00 €	3,22 €
23.2.2024	Lisää	3,30 €	2,75 €
26.4.2024	Lisää	3,10 €	2,61 €
19.7.2024	Vähennä	2,60 €	2,41 €
22.10.2024	Vähennä	2,30 €	2,08 €
24.10.2024	Lisää	2,30 €	2,04 €
21.2.2025	Lisää	2,30 €	1,90 €
25.4.2025	Lisää	2,00 €	1,66 €
10.7.2025	Lisää	2,00 €	1,71 €
18.7.2025	Vähennä	1,70 €	1,60 €
29.7.2025	Vähennä	1,60 €	1,58 €
23.10.2025	Vähennä	1,45 €	1,37 €
19.11.2025	Vähennä	1,35 €	1,30 €



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.**