

# VERVE

08.04.2026 10:05

Tämä raportti on käännös raportista "Eyes on execution and cash flows", joka julkaistiin 8.4.2026



Christoffer Jennel, Analytikko  
+46731589555  
christoffer.jennel@inderes.com

INDERESIN YHTIÖASIAKAS  
**LAAJA RAPORTTI**



# Katseet toteutuksessa ja kassavirrassa

Verven vuotta 2025 leimasivat suurelta osin itse aiheutetut haasteet. Alustojen yhdistämisingelmat johtivat keskellä vuotta tulosvaroitukseen, ja myyntisaamisten arvopaperistamisohjelman rajoitukset heikensivät vapaata kassavirtaa jyrkästi, mikä nosti velkaantumisen yhtiön tavoitetason yläpuolelle. Turbulenssista huolimatta asiakaspito pysyi vahvana, ja alusta on nyt vakaa Q4'25:n osoittaessa jo varhaisia tehokkuushyötyjä. Nähdäksemme sijoitustarina kulminoituu siihen, pystyykö johto todistamaan, että se voi muuntaa suuremman osan tuloksestaan rahaksi, ylläpitää operatiivisia parannuksia ja saavuttaa vuoden 2026 ohjeistuksen. Nykyisellä alhaisella arvostuksella uskomme, että riski-tuottosuhde pysyy houkuttelevana lähiajan toteutukseen liittyvän epävarmuuden sietäville sijoittajille. Tästä huolimatta laskemme suosituksemme lisää-tasolle ja tavoitehintamme 18 kruunuun (aik. 20) heijastellen kapeampaa hyväksyttävää arvostushaarukkaa.

## Full-stack-mainosalusta yksityisyys ensin -aikakaudelle

Verve operoi full-stack-mainosalustaa, joka yhdistää digitaalista mainostilaa ostavat mainostajat ja sitä myyvät julkaisijat. Noin 75 % liikevaihdosta tulee Yhdysvalloista ja noin 96 % mobiilista (in-app), joten Verve on asemoitu digitaalisen mainonnan nopeimmin kasvavien segmenttien joukkoon. Toisin kuin useimmat kilpailijat niin kutsutussa avoimessa internetissä\*, Verve hyötyy laajoista suorista SDK-integraatioista ja täydentävistä ensimmäisen osapuolen pelidatasta, mikä mahdollistaa tehokkaan kohdentamisen ilman perinteisiä tunnistepohjaisia signaaleja (evästeet ja laitetunnukset), joiden merkitys vähenee kasvavien yksityisyysongelmien ja tiukemman sääntelyn keskellä.

## Vuosi 2026 on näytön paikka

Näemme Verven markkina-aseman tarjoavan vahvaa kasvupotentiaalia, jota vauhdittavat ohjelmallisen mainonnan rakenteelliset myötätuulet (markkinoiden korkea yksinumeroisen kasvu in-appin ja CTV:n kasvaessa nopeammin) ja sen suhteellisen harvinainen yhdistelmä vertikaalista integraatiota ja ensimmäisen osapuolen dataa, mikä mahdollistaa yksityisyyden huomioivat kohdennusratkaisut. Lisäksi sen kyky säilyttää asiakkaat alustan siirtymäongelmista huolimatta (96–98 %:n asiakaspito Q2–Q3'25:llä)

on jälleen osoitus sen kaupallisten suhteiden kestävydestä. Yhtiön skaalautuvan kulurakenteen pitäisi myös tukea marginaaliparannusta liikevaihdon elpymässä vuoden 2025 häiriöistä. Uskomme kuitenkin, että näitä mahdollisuuksia tasapainottavat useat lähiajan riskit. Yhtiön on osoitettava, että vuoden 2025 heikko kassakonversio (9 MEUR FCFF vs. 94 MEUR vuonna 2024) oli väliaikaista, rakennettava uudelleen uskottavuutta vuoden 2025 tulosvaroituksen jälkeen saavuttamalla vuoden 2026 ohjeistus ja todistettava, ettei kohonnut velkaantuneisuus rajoita strategista liikkumatilaa. Muita riskejä ovat tekoälyn mahdolliset häiriöt mainosmalleihin ja markkinoiden syklisyys. Näiden palasten perusteella ennusteemme heijastavat varovaista optimismia, jossa näemme edellytykset kassavirran elpymiselle, parantuneille marginaaleille ja paluulle vahvempaan orgaaniseen kasvuun. Liikevaihto- ja tulostenusteemme ovat pääosin linjassa johdon ohjeistuksen keskipohdan kanssa (2026e: 16 %:n liikevaihdon kasvu vertailukelpoisesti, 17 %:n oikaistu EBIT-%). Lopulta vuodessa 2026 on mielestämme kyse siitä, että johto todistaa johdonmukaisella tekemisellä, että alustojen yhdistämiskipuilut kannattivat..

## Johdonmukainen toteutus on avain tasokorjaukseen

Arvioimme, että Verve lähti vuoteen 2025 ajatuksella, että sen arvostus korjautuisi lähemmäs verrokkiryhmäänsä, mutta kompastui pahasti. Näkisimme, että markkinoiden kärsivällisyys on jo vähissä, sillä osakkeella käydään kauppaa erittäin matalilla absoluuttisilla kertoimilla (2026e\*\*: 6x EV/oik. EBIT, 10x EV/oik. FCFF), jotka mielestämme heijastavat markkinoiden aitoa skeptisyyttä yhtiön kykyyn muuntaa tulosta merkittäväksi kassavirraksi, mitä pahentavat yhtiön korkea velkaantuneisuus ja avoimen internetin mainosteknologian laajempi arvostuspaine. Ennen kuin tasokorjaus voi toteutua, uskomme johdon on osoitettava vahvempaa kassakonversiota, todistettava tehokkuusparannusten kestävyys, edistyttävä merkittävästi velkaantumistavoitteissaan ja rakennettava luottamusta johdonmukaisella toteutuksella. Toisaalta alusta on nyt yhtenäinen ja vakaa, ja vuoden 2026 ohjeistus viittaa johdon luottamukseen palata normaaliin kasvuun. Näin tapahtuessa uskomme nykyisen arvostuksen tarjoavan vahvaa nousuvaraa, mutta todistustaakka pysyy tiukasti toteutuksessa.

## Suositus

### Lisää

(aik. Osta)

## Tavoitehinta:

### 18 SEK

(aik. 20 SEK)

## Osakekurssi:

SEK 14.74

## Liiketoimintariski



## Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
<b>Liikevaihto</b>	550.9	696.8	762.0	824.3
<b>kasvu-%</b>	26%	26%	9%	8%
<b>EBIT oik.</b>	99.0	119.4	148.8	164.2
<b>EBIT-% oik.</b>	18.0 %	17.1 %	19.5 %	19.9 %
<b>Nettotulos</b>	0.7	41.7	64.1	75.7
<b>EPS (oik.)</b>	0.15	0.31	0.42	0.47

<b>P/E (oik.)</b>	8.5	4.4	3.2	2.8
<b>P/B</b>	0.6	0.6	0.5	0.4
<b>Osinkotuotto-%</b>	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	7.1	5.9	4.4	3.6
<b>EV/EBITDA</b>	5.3	4.6	3.7	3.0
<b>EV/Liikevaihto</b>	1.3	1.0	0.9	0.7

Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

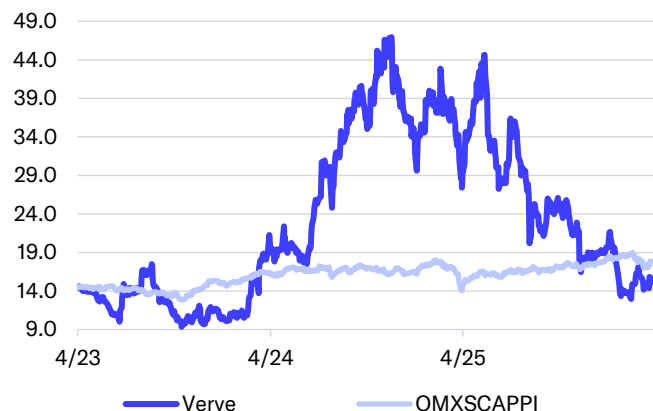
Verven odotukset tilikaudelle 2026:

Liikevaihto 680–730 MEUR Oikaistu käyttökate 145–175 MEUR

\*Viittaa digitaalisen mainonnan ekosysteemiin suurten aidattujen puutarhojen (kuten Google, Meta, Amazon, Apple) ulkopuolella.

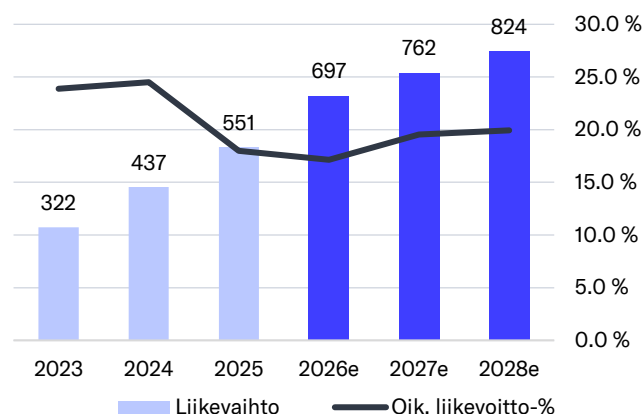
\*\* Liikevoitto on oikaistu PPA-poistoilla ja vapaa kassavirta lisäkauppahinnalla.

## Osakekurssi



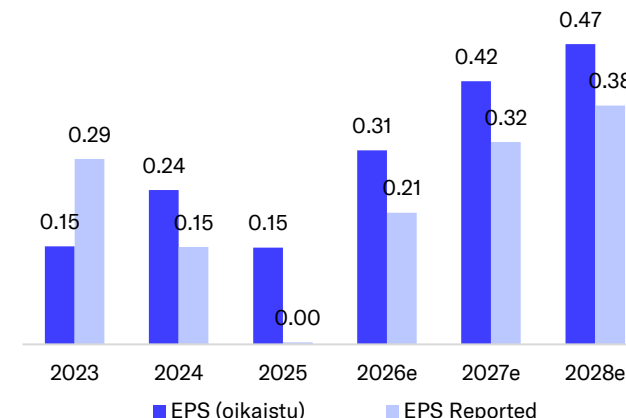
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja kannattavuus



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos



Lähde: Inderes

## Arvoajurit

- Ohjelmallisen mainonnan markkinoiden kasvu on keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä korkealla yksinumeroisella tasolla, ja in-app-mainonnan ja CTV-markkinat kasvavat vielä nopeammin.
- Markkinajohtaja SSP-mainonnassa (in-app) USA:ssa
- Omat kohdentamisratkaisut, jotka on suunniteltu yhä hajanaisempaan ja yksityisyyden rajoittamaan tunnisteympäristöön
- Vahva ja kasvava alan tunnettuus voi vauhdittaa liikevaihdon kasvua
- Luotettava täyden palvelun alusta, kattaa kaikki kanavat
- Omaa ensimmäisen osapuolen sisältöä, joka tuottaa dataa mainosalustalle

## Riskitekijät

- Epäonnistuminen markkinaosuuden ylläpitämisessä/voittamisessa ohjelmallisessa mainonnassa
- Markkinahäiriöt teknologisista (esim. tekoäly) tai sääntelyyn liittyvistä syistä
- Makrotalouden haasteet voivat rajoittaa markkinointibudjetteja ja hidastaa kasvua
- Alustaongelmien jälkeinen kohonnut toteutusriski, heikko kassavirran kehitys ja korkea velkaantuneisuus
- Uskottavuusvaje toiminnallisten takaiskujen jälkeen lisää riskiä, jos vuoden 2026 tulos jää vajaaksi

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
<b>Osakekurssi (EUR)</b>	1.34	1.34	1.34
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	200.1	200.1	200.1
<b>Markkina-arvo (MEUR)</b>	268	268	268
<b>Yritysarvo (EV) (MEUR)</b>	709	660	587
<b>P/E (oik.)</b>	4.4	3.2	2.8
<b>P/E</b>	6.4	4.2	3.5
<b>P/B</b>	0.6	0.5	0.4
<b>P/S</b>	0.4	0.4	0.3
<b>EV/Liikevaihto</b>	1.0	0.9	0.7
<b>EV/EBITDA</b>	4.6	3.7	3.0
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	5.9	4.4	3.6
<b>EV/FCFF (adj.)*</b>	10.1	7.2	5.6
<b>Osinkotuotto-%</b>	0.0 %	0.0 %	0.0 %

Lähde: Inderes

# Verve Group lyhyesti

Verve on mainosohjelmistoyritys, joka helpottaa digimainonnan ostamista ja myymistä tulevaisuuden kanavissa, kuten mobiilisovelluksissa ja älytelevisioissa (CTV). Tarjoaman keskiössä on tunnusteeton kohdentaminen, jota tukevat suorista julkaisijaintegraatioista ja ohjelmistokehityspaketeista (SDK) peräisin oleva ensimmäisen osapuolen data, jota täydentää yhtiön oma pelisisältö.

## 2012

Nykyinen johto ottaa haltuunsa gamigo AG:n

## 2018 Saksassa (2020 Ruotsissa)

IPO

## 551 MEUR (26 % vs. 2024)

Liikevaihto 2025 (2 % orgaaninen kasvu)

## +28 % 2020–2025

Vuosittainen kasvuvauhti (CAGR), liikevaihto

## 99 MEUR (20 % liikevaihdosta)

Oikaistu liikevoitto 2025

## +1 000

Kokoaikaiset työntekijät Q4'25 lopussa

### 2012–2017

- **2012:** Alun perin puhdas peliyhtiö gamigon ostamisen jälkeen mediayhtiö Axel Springeriltä
- Yhtiö alkaa ostaa peliyhtiöitä kriittisen massan saavuttamiseksi (25+ yritysostoa)

### 2018–2023

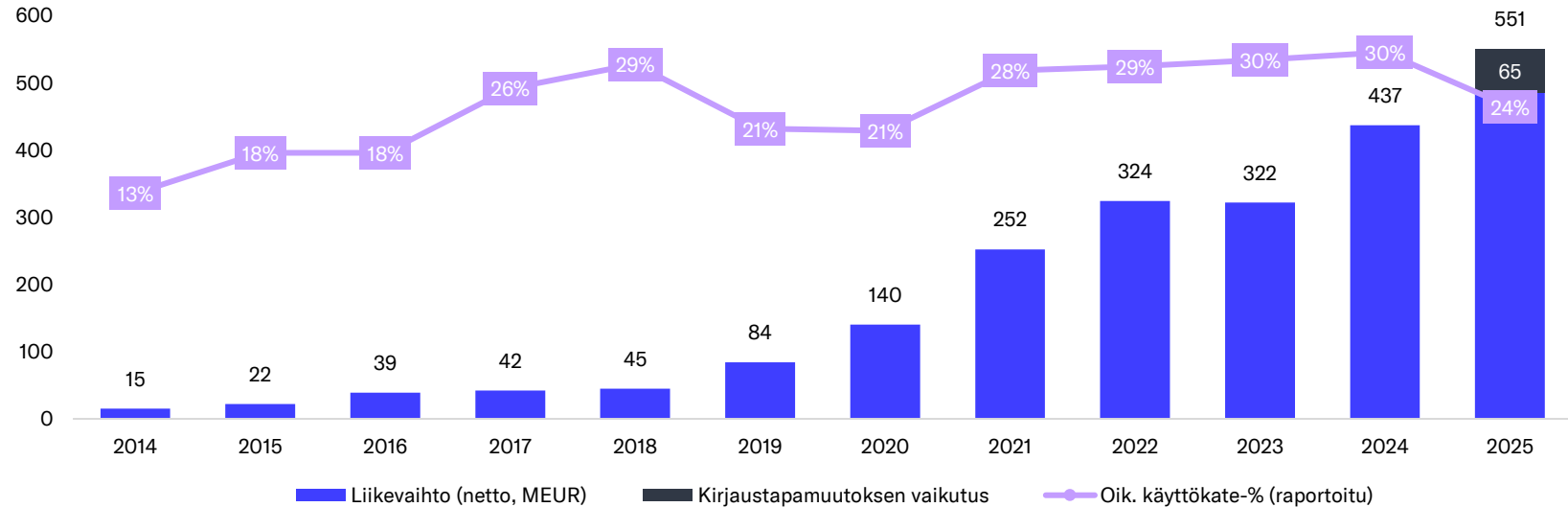
- **2018:** gamigo AG listautuu Saksan pörssiin Verven kanssa toteutetun käänteisen listautumisen kautta
- **2019:** Strateginen päätös luoda vahva orgaanisen kasvun ajuri, joka tarjoaa synergioita pelisegmentin kanssa: Digitaalinen mainonta. Verve alkaa hankkia mainosohjelmistoyrityksiä rakentaakseen oman alustansa
- **2021:** Mainosalusta ohittaa peliliiketoiminnan tärkeimpänä tulonlähteenä, ja Verve jatkaa yritysostojen tekemistä rakentaakseen edelleen full-stack-alustansa

### 2024–

- Nimenmuutos: Media and Games Invest (MGI) -> Verve Group
- Joukkovelkakirjat uudelleenrahoitettu vuoteen 2029 ja kerätty ~75 MEUR kahdella suunnatulla osakeannilla
- Jun Group, Acardo ja Captify ostettu DSP-puolen ja dataomaisuuden vahvistamiseksi
- Sovelluksen sisäiset markkinapaikat yhdistetty kattava noin 85 % Verven SSP-liikevaihdosta
- Tuloutuskäytännön muutos (IFRS 15) Q3'25:llä, mikä kasvatti raportoitua liikevaihtoa samalla pienentäen marginaaleja hieman

## Verven raportoitu liikevaihto ja oikaistu käyttökate

2014–2025



# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>6-16</b>
Markkinoiden yleiskatsaus	<b>17-25</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>26-29</b>
Taloudellinen tilanne	<b>30-33</b>
Sijoitusprofiili	<b>34-36</b>
Ennusteet	<b>37-45</b>
Arvostus ja suositus	<b>46-54</b>
Vastuunvapautuslause	<b>60</b>

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

## Mainosohjelmisto omilla ensimmäisen osapuolen sisältöillä

Verve Groupin kautta myydään ja ostetaan digitaalisia mainoksia. Verven liikevaihto vuonna 2025 oli 551 MEUR ja liikevoitto oikaistuna kertaluonteisista eristä ja PPA-poistoista (*purchase price allocation*) oli 99 MEUR (oik. liikevoitto 18 %). Noin 75 % yrityksen liikevaihdosta tulee Yhdysvalloista ja loput Euroopasta (11 %) ja muualta maailmasta (12 %).

Nykyään suurin osa verkkosivustoilla, sovelluksissa ja älytelevisioissa (CTV) näkemistämme digitaalisista mainoksista ostetaan ja myydään automaattisesti. Verkkosivuston avaamisen jälkeen millisekunneissa käynnistyy synkronoitu prosessi, johon osallistuu useita toimijoita, jotka koordinoivat kulussien takana oikean mainoksen loppukäyttäjälle. Heti kun verkkosivu alkaa latautua, tarjontapuolen alusta (SSP) lähettää pyyntöjä useille mainospörssille, jotka pyytävät tarjouksia mainosten näyttämistä. Mainospörssit liittävät käyttäjästä hallussaan olevat tiedot, jotta kysyntäpuolen alustat (DSP) voivat arvioida tilaisuutta ja lähettää takaisin tarjouksen. Jos tarjouksia tulee useita, suoritetaan huutokauppa ja voittanut mainos ilmestyy käyttäjän silmien eteen. Tämä 100 millisekunnin sisällä tapahtuva prosessi tunnetaan nimellä "ohjelmallinen mainonta", ja sen markkinan koko on ~ 600 miljardia dollaria.

Yleensä tässä prosessissa on kolme pääosallistujaa: tarjontapuolen alusta (SSP), mainospörssi ja kysyntäpuolen alusta (DSP). Verve omistaa ja operoi kaikkia kolmea näistä, joten se on niin sanottu full-stack-mainosalusta.

Ohjelmallisen mainosalustan lisäksi Vervellä on omaa ensimmäisen osapuolen sisältöä, joka koostuu videopeleistä PC:lle, konsoleille ja mobiililaitteille. Vaikka

pelit eivät enää ole keskeinen tulonlähde tai strateginen prioriteetti yhtiölle, ne tuovat ensimmäisen osapuolen dataa mainosalustalle, minkä ansiosta Verve voi oppia yleisöistään ja näyttää oikeat mainokset oikealle käyttäjälle.

## Verven lyhyt historia

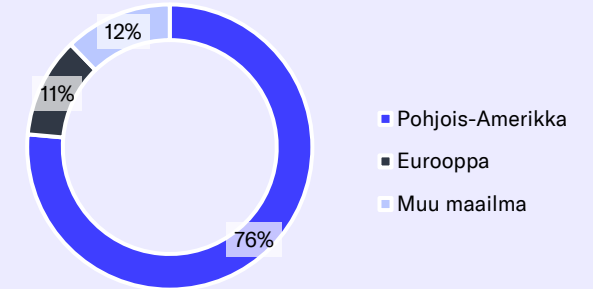
Verven tarina alkoi vuonna 2012, kun Remco Westermann (Verven toimitusjohtaja) osti saksalaiselta Axel Springer -mediayhtiöltä tuolloin vaikeuksissa olleen peliyhtiö gamigo AG:n. Uusi johto lanseerasi strategian, jossa uudesta pelikehityksestä luovuttiin sen korkeiden kustannusten ja riskien vuoksi ja keskityttiin kasvuun "osta ja kehitä" -strategian avulla.

Vuosina 2013–2018 gamigo osti noin 30 yritystä, mukaan lukien peliyhtiöt Looki Publishing, Infernum Games ja Aeria Games. Aeria Games osoittautui ratkaisevaksi hankinnaksi, sillä Aerian pelisalkun lisäksi gamigo hankki myös ensimmäiset mediaomaisuutensa. gamigo hankki vuonna 2017 myös muita mediayhtiöitä kuten Mediakraftin. Nämä hankinnat aloittivat Verven matkan puhtaasta peliyhtiöstä integroiduksi ensimmäisen osapuolen sisältöä hyödyntäväksi mainosohjelmistoalustaksi.

Vuonna 2018 gamigo listautui Frankfurtin pörssiin Verven (entinen Media and Games Invest) käänteisen listautumisannin kautta. Verve jatkoi media peliyritysten, erityisesti mainosohjelmistojen alalla toimivien yritysten ostamista. Vuodesta 2019 lähtien Verve on ostanut 17 yritystä. Jokaisessa yritysostossa noudatettiin ajatusta "osta, integroi, rakenna ja paranna". Näiden strategisten yritysostojen avulla Verve on saanut rakennettua mainosohjelmistoalustan, joka kattaa nykyään suurimman osan ohjelmallisen mainonnan arvoketjusta.

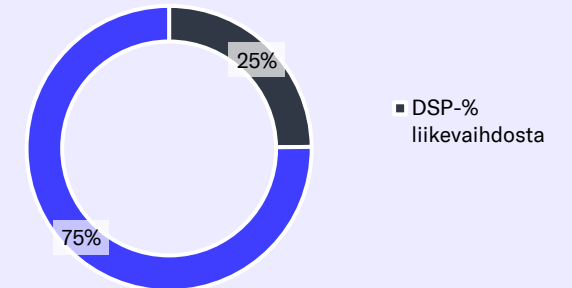
## Liikevaihdon maantieteellinen jakauma

2025



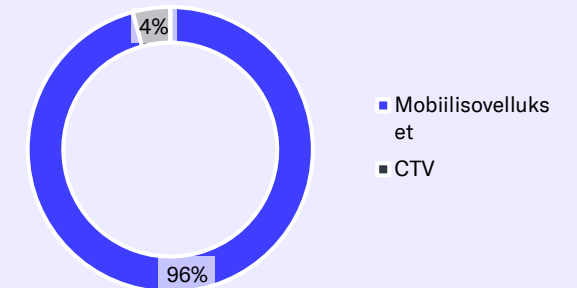
## Segmenttikohtainen liikevaihto -%

2025, ulkoinen liikevaihto (raportoitu)



## Alustakohtainen liikevaihto-%

2025



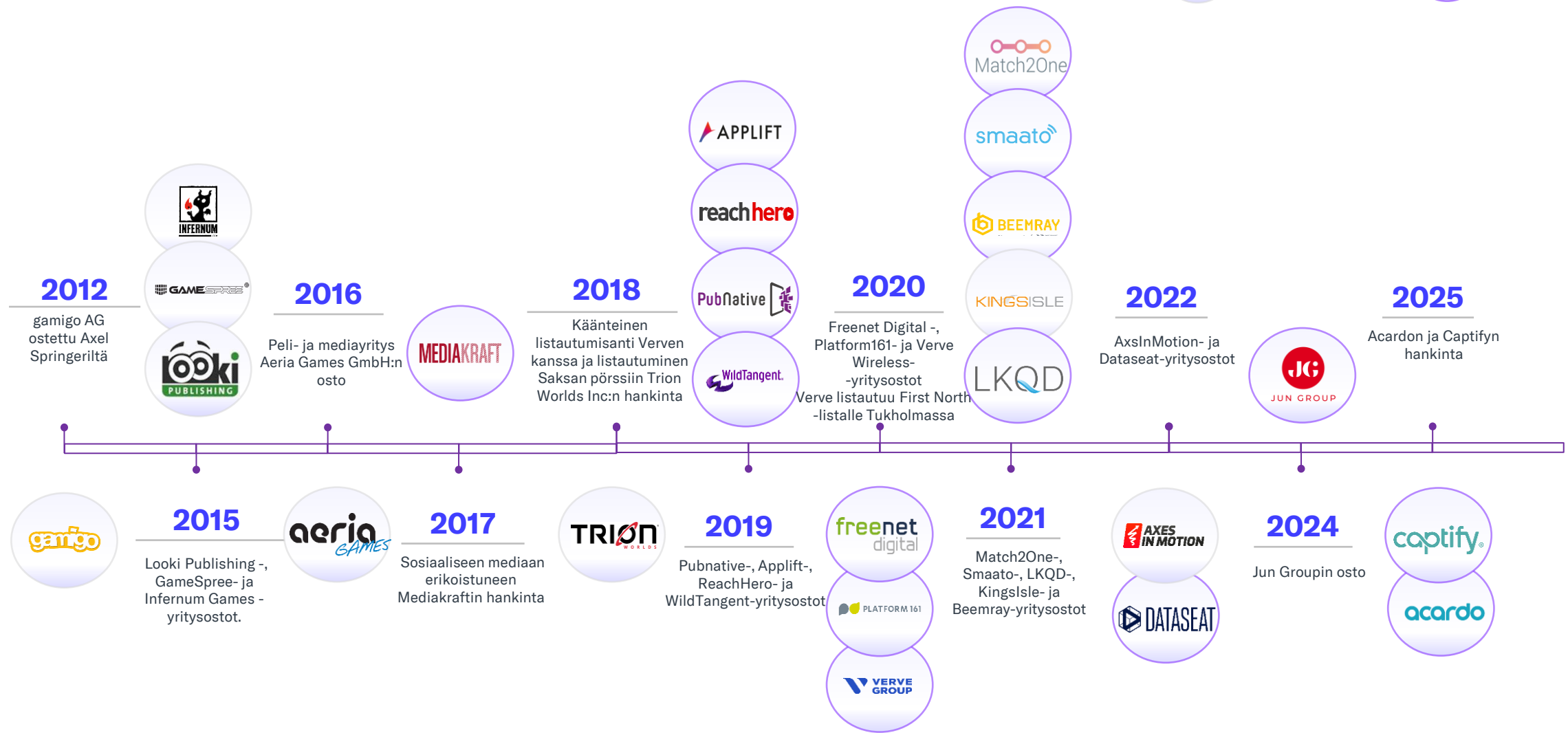
# Keskeisten yritysostojen aikajana



Pelit



Mainoste  
knologia



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7

## Mainosohjelmistoalusta

Mainosohjelmistoalustansa kautta Verve toimii välittäjänä, joka yhdistää digitaalisten mainosten ostamisesta kiinnostuneet mainostajat ja digitaalisen mainostilan myynnistä kiinnostuneet julkaisijat. Mainostajat ovat maailmanlaajuisia monikansallisia yrityksiä, pieniä ja keskisuuria yrityksiä sekä mainostoimistoja. Mainostajat ovat kiinnostuneita sijoittamaan mainoksiaan digitaalisille alustoille kuten verkkosivustoille, mobiilisovelluksiin, älytelevisioihin (CTV) ja digitaaliseen ulkomainontaan (DooH). Tätä varten he voivat käyttää kysyntäpuolen alustaa (DSP), jolla he voivat luoda, hallita ja seurata mainoskampanjoita.

Julkaisijat omistavat verkkosivustoja, mobiilisovelluksia ja muita digitaalisia alustoja. Esimerkkejä julkaisijoista ovat uutissivustot, blogit, sovellukset, suoratoistopalvelut ja mobiilipelit. Julkaisijat voivat neuvotella suoraan mainostajien kanssa mainosten sijoittamisesta alustoilleen, tai he voivat liittyä tarjontapuolen alustaan (SSP), joka myy heidän mainostilansa automaattisesti.

Vervellä on sekä DSP- että SSP-alustat, ja se saa maksun siitä, että se yhdistää mainostajia ja julkaisijoita. Yhtiöllä on myös useita muita toimintoja mainosteknologian arvoketjussa kuten mainospörssejä, tiedonhallinta-alustoja ja ohjelmistokehityspaketteja (SDK). Yrityksen tavoitteena on tarjota kokonaisvaltaista palvelua, joka kattaa valtaosan mainosteknologian arvoketjusta ja kaikki tärkeimmät digialustat.

Vervellä on myös ensimmäisen osapuolen sisältöä peliensä ja SDK:nsa kautta. Peliliiketoimintaa harjoitetaan gamigo Group -brändin alla, joka on yksi johtavista online- ja mobiilipelien julkaisijoista Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa. Peliportfolioon kuuluu casual- ja mobiilipelejä sekä ilmaiseksi pelattavia PC- ja MMO-pelejä.

## Tulovirrat koostuvat pääasiassa palkkioista

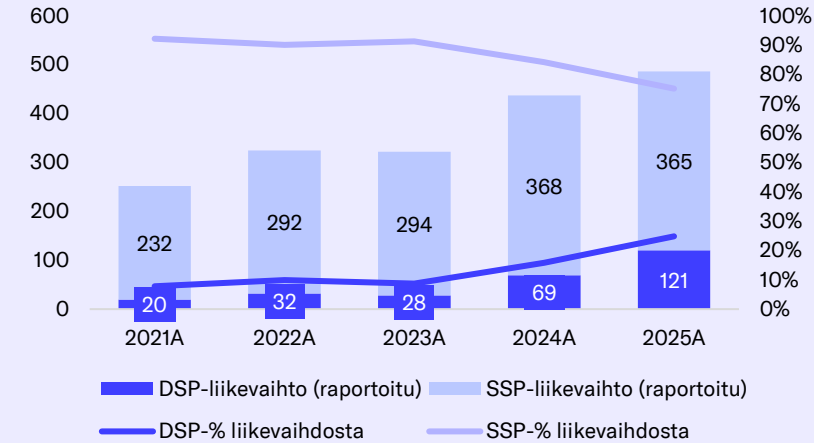
Verven tärkeimmät tulonlähteet ovat sen mainosohjelmistoalustasta saatavat käyttöön perustuvat maksut ja palkkiot. Näitä täydentävät pienet tuotot sen vanhasta peliliiketoiminnasta mainosten (IAA), pelinsisäisten ostosten (IAP) ja tilausten kautta.

Mainostajat ja julkaisijat maksavat maksun Verven mainosohjelmistoalustan käytöstä. Tämä maksu on vaatimaton, ja suurin osa mainosalustan tuottamista tuloista tulee ostajien ja myyjien välityspalkkioista. Jokaisesta mainostajien käyttämästä mainostilaeurosta noin 50 prosenttia päätyy mainostilan myyjille eli julkaisijoille. Toinen puoli jaetaan kysyntäpuolen alustojen, tarjontapuolen alustojen, mainospörssien ja muiden välittäjien kesken, jotka toimivat mainostajien ja julkaisijoiden välillä. Verve kattaa koko arvoketjun eli mitä enemmän sen tuotteita käytetään transaktiossa, sitä suuremman osuuden palkkiosta se saa itselleen. Jos kauppa tehdään kokonaan Verven toimitusketjun kautta, Verve saa pitää koko provision. Jos kuitenkin vai Verven DSP tai SSP on käytössä, yhtiön osuus on pienempi, noin 15–30 %. Liikevaihto riippuu transaktiovolyymista ja mainoskohtaisesta hinnasta. Hinnoittelu määräytyy markkinoilla reaaliaikaisen huutokauppajärjestelmän kautta.

Näin ollen Verven liikevaihtopohja on taloudellisesti sidoksissa digitaalisen mainonnan kokonaiskulutukseen ja hinnoitteludynamiikkaan. Vaikka Verven liikevaihto ei ole sopimus pohjaisesti jatkuvaa perinteisessä SaaS-mielessä, sillä on jatkuvaluontoisia piirteitä. Yhtiö operoi monisuuntaista alustaa, joka on upotettu mainostajien ja julkaisijoiden operatiivisiin työnkulkuihin. Kun alusta on integroitu, sen vaihtaminen aiheuttaa teknisiä kustannuksia, datan uudelleenoptimointia ja mahdollisia häiriöitä monetisaatioon.

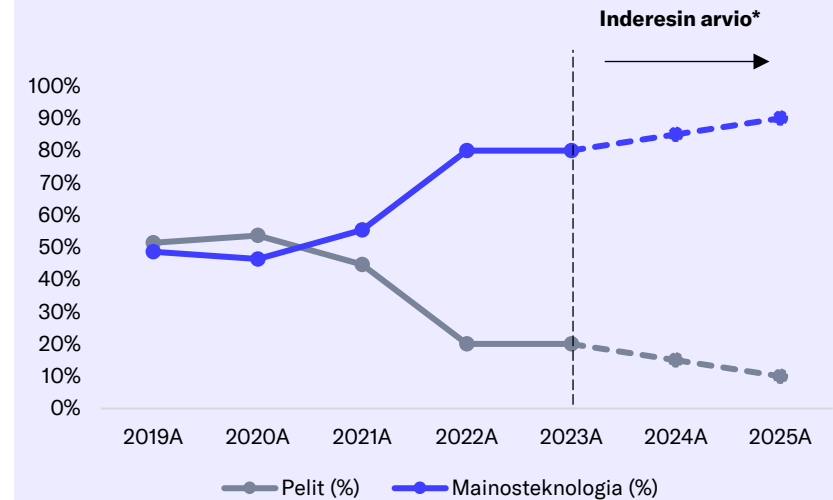
## Liikevaihdon jakauma (DSP/SSP)

MEUR ja % liikevaihdosta



## Siirtyminen full-stack-mainosteknologia-alustaksi

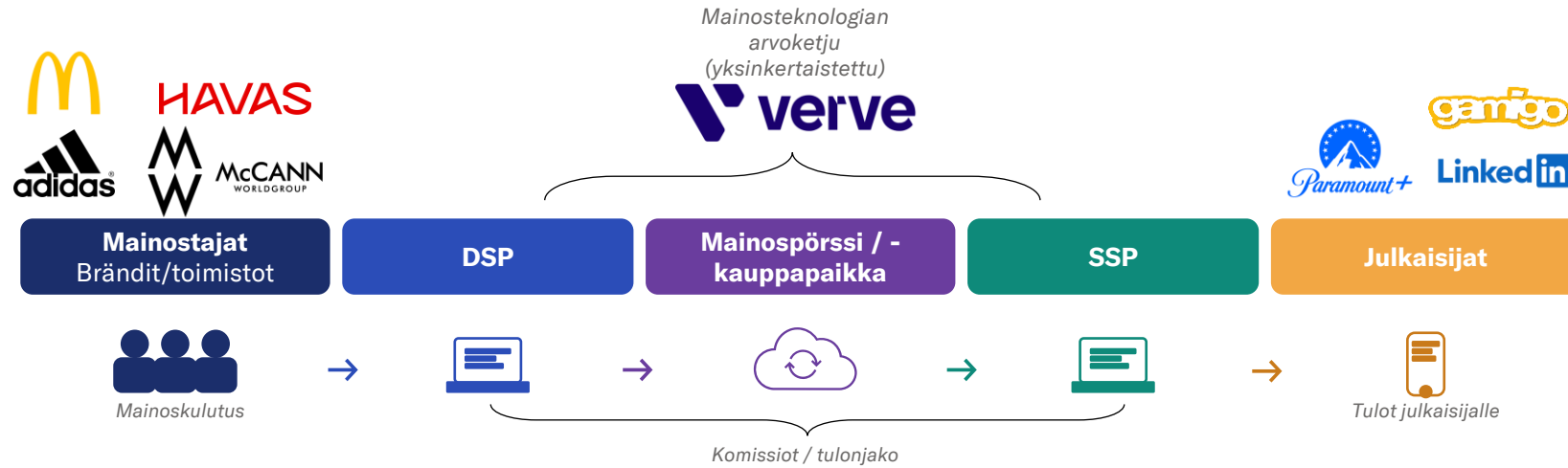
Pelien/mainosteknologian osuus liikevaihdosta



\* Verve lopetti pelien osuuden raportoinnin liikevaihdosta brändiuudistuksen jälkeen vuonna 2024

Lähteet: Verve, Inderes

# Yleiskatsaus Verven mainosalustan liiketoimintamallista



Skenaariot

	Mainostajat Brändit/toimistot	DSP	Mainospörssi / - kauppapaikka	SSP	Julkaisijat	
<b>1</b>	Verve välittää koko transaktion 100 € HAVAS	20 € verve	10 € verve	20 € verve	50 € LinkedIn	<b>Komissio yhteensä: 50 €</b>
<b>2</b>	Verve toimii vain DSP:nä 100 € HAVAS	20 € verve	10 € Muut	20 € Muut	50 € LinkedIn	Komissio yhteensä: 20 €
<b>3</b>	Verve mahdollistaa koko tapahtuman ja on myös julkaisija (Gamigo) 100 € HAVAS	20 € verve	10 € verve	20 € verve	50 € verve	<b>Verve pitää koko summan eli 100 €</b>

● Verven DSP    ● Verven mainospörssi    ● Verven SSP    ● Julkaisija

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

Lisäksi tuloksiin perustuva budjetin allokointi ja skaalatuun markkinapaikan sisällä toimimisen likviditeettiedut edesauttavat toistuvia transaktiovirtoja ajan mittaan.

Vuoden 2025 raportoitujen lukujen perusteella Verven liikevaihdosta 75 % tuli SSP:stä (2024: 84 %) ja 25 % DSP:stä (16 %) ennen konsolidointia. Pro forma -perusteisesti jakauma on lähempänä 70/30. Peliliiketoiminta raportoidaan SSP-segmentissä, koska se tuottaa yleisödataa ja mainostilaa mainostajille.

## Liikevaihdon sykliisyys ja kausiluonteisuus

Samalla kun Verve on siirtynyt puhtaaksi mainosohjelmistoyhtiöksi, jonka peliliiketoiminta muodostaa arviomme mukaan nykyään alle 10 % yhtiön liikevaihdosta, se on tullut yhä herkemmin riippuvaiseksi mainosmenojen kokonais-tasosta taloudessa. Mainonnan ostaminen on sekä syklistä että kausiluonteista. Toimialasta ja yleisestä markkina-ympäristöstä riippuen mainostajat suurentavat ja pienentävät mainosbudjettejaan. Mainosbudjetit kärsivät usein ensimmäisinä talouden heikentyessä tai makrotaloudellisen tai geopoliittisen epävarmuuden lisääntyessä. Koska Verve toimii nopeammin kasvavilla mainonnan alamarkkinoilla (esim. ohjelmallinen mainonta), se on vähemmän altis mainonnan kokonaiskulutuksen suhdannevaihteluille. Tämä johtuu siitä, että ohjelmallinen (erityisesti mobiili) mainonta on kasvanut nopeammin, koska se on vienyt markkinaosuutta muilta kuin ohjelmallisilta mainosmuodoilta. Tämä näkyi vuonna 2020, kun mainonnan kokonaismenot supistuivat koronapandemian vuoksi, mutta ohjelmallinen mainonta osoitti resilienssiä ja elpyi nopeammin kuin perinteiset muodot mainostajien nopeuttaessa siirtymistään digikanaviin. Samankaltainen dynamiikka nähtiin vuosien 2022–2023 mainosalan laskusuhdanteessa, jolloin laajempi mainos-kulutus supistui jyrkästi, mutta ohjelmallisen mainonnan osuus digitaalisten mainosmenojen kokonaismäärästä jatkoi kasvuaan mainostajien suuntautuessa mitattavampiin ja tulosperusteisempiin kanaviin.

Mainoskulutus on yleensä alhaisimmillaan vuoden ensimmäisellä neljänneksellä, ja jokainen seuraava neljännes on edellistä vahvempi mainostajien kasvattaessa budjettejaan ennen juhlapyhien ostoskautta (Halloween, kiitospäivä, Black Friday, Cyber Monday ja jouluku). Tästä johtuen Verven liikevaihto laskee noin 20 % Q4:ltä Q1:lle.

## Asiakaskeskittyminen on matalalla tasolla

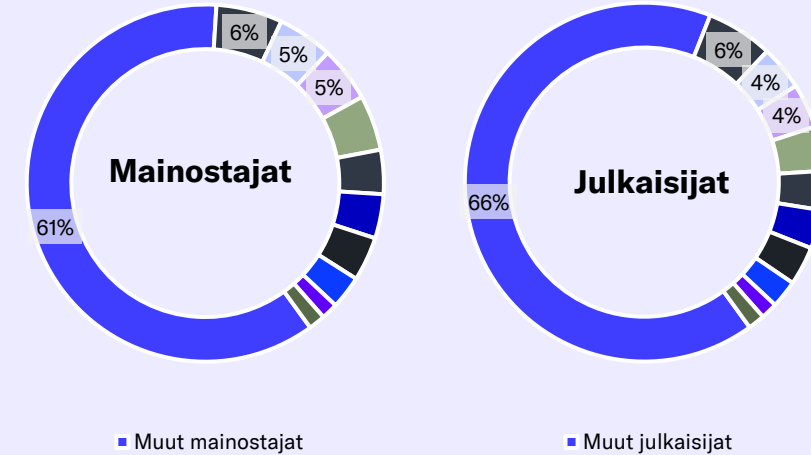
Mainostajien, julkaisijoiden ja pelien pelaajien lisäksi Verven asiakaskuntaan kuuluu myös muita mainosteknologian arvoketjun yrityksiä. Näihin kuuluvat muut DSP:t, jotka ohjaavat liiketoimintansa Verven SSP:iden ja mainospörssien kautta. Q4'25:lla Vervellä oli 1 124 (Q4'24: 1 140) suurta ohjelmistoasiakasta, joiden liikevaihtovaikutus oli yli 100 000 dollaria, ja yhteensä noin 3 700 ohjelmistoasiakasta. Asiakaskunta on siten laaja, eikä yksikään asiakas muodosta yli 10 % konsernin liikevaihdosta, mikä johtaa alhaisiin asiakaskeskittymäriskeihin.

## Keskeiset suoritusindikaattorit (KPI:t)

Verve käyttää erilaisia KPI-mittareita mitataksaan mainosalustojensa suoriutumista. Tähän kuuluu muun muassa asiakaspysyvyysaste, nettolaajenemisaste dollareissa, mainosnäyttökerrat ja suurten ohjelmistoasiakkaiden määrä (ks. lisää sivulta 11). Asiakaspysyvyysaste osoittaa, kuinka moni Verven asiakkaista, jotka tuovat yli 100 000 dollaria liikevaihtoa, teki uudestaan kauppaa yrityksen kanssa vuosittain. Q4'25:lla Verven asiakaspysyvyys oli korkealla 99 %:n tasolla. Viimeisen 4.8 vuosineljänneksen aikana mittari on pysynyt vakaana keskimäärin noin 97 %:ssa, mikä tarkoittaa noin 3 %:n vuotuista vaihtuvuutta suurempien asiakkaiden keskuudessa. Näkemyksemme mukaan tämä on vankka taso transaktiopohjaiselle B2B-alustalle mainosteknologiatoiminnossa, jossa mainostajat ja julkaisijat käyttävät tyypillisesti useita alustoja ja budjetit voivat siirtyä palveluntarjoajien välillä.

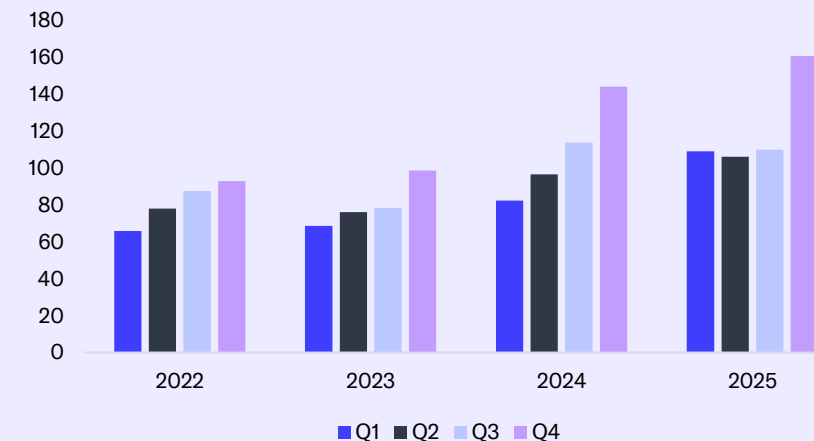
## Kymmenen suurimman mainostajan ja julkaisijan osuus

% Verven liikevaihdosta, 2024



## Verve: Liikevaihdon kausiluonteisuus

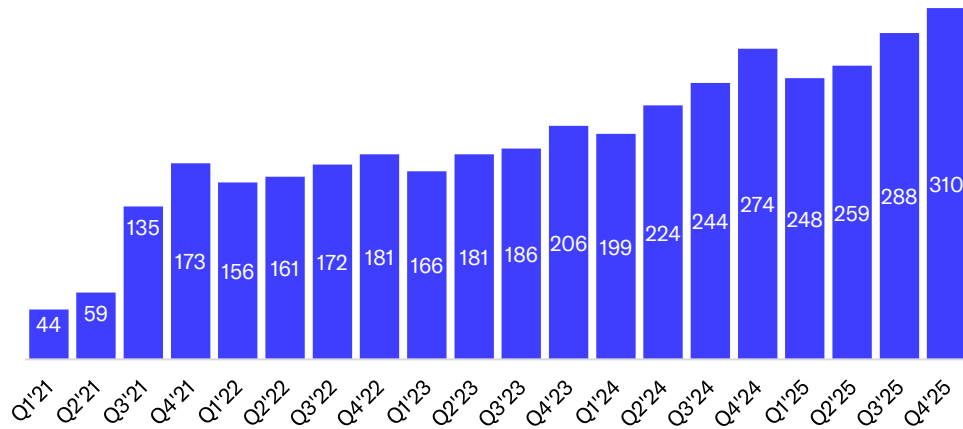
Q1-Q4, 2022–2025:



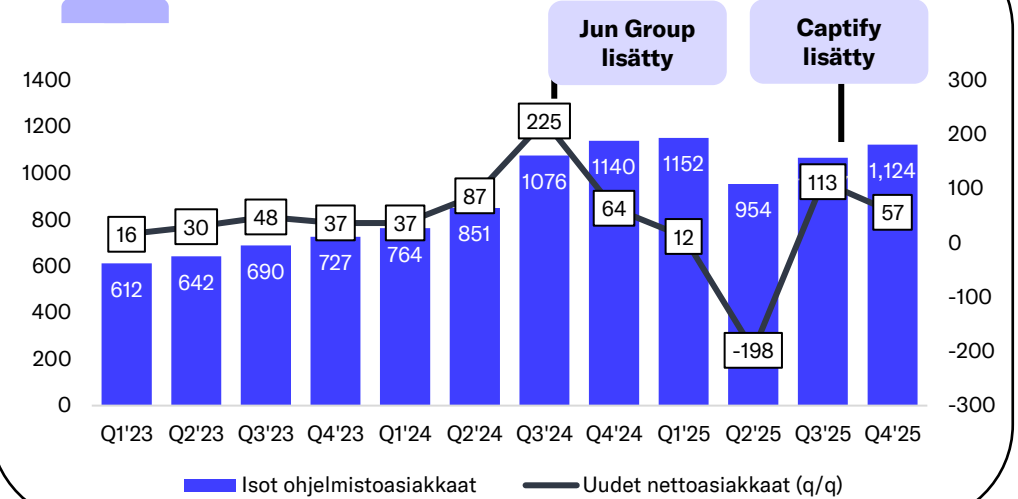
# Yhtiön tunnusluvut



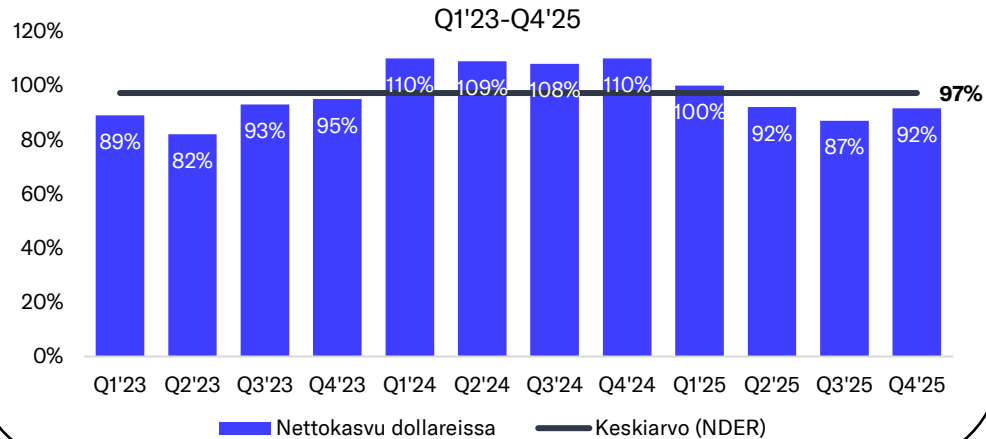
## Mainosnäyttökerrat (mrd.)



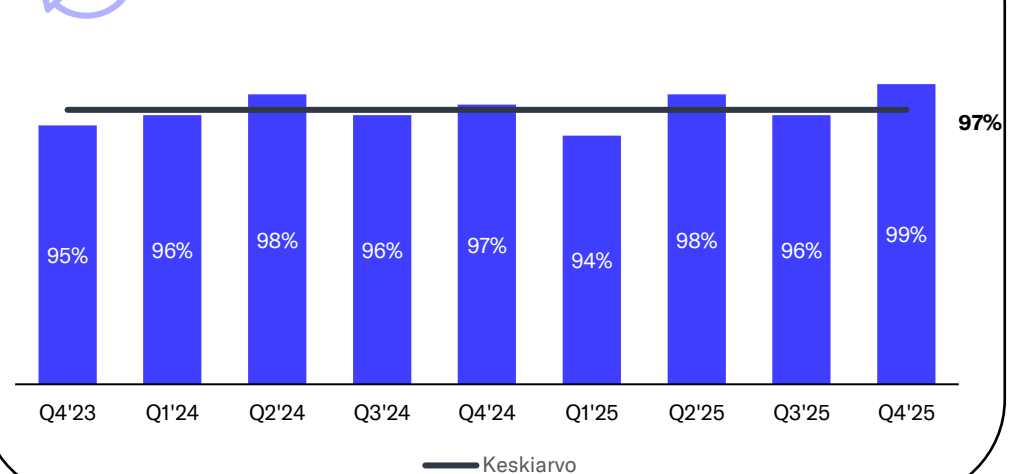
## Suuret ohjelmistoasiakkaat



## Ohjelmistoasiakkaiden nettolaajenemisaste dollareissa



## Ohjelmistoasiakkaiden pysyvyysaste



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7

**Nettolaajenemisaste dollareissa (NDER)** kertoo, kuinka paljon Verven asiakkaat kuluttivat vertailukauteen nähden. Yli 100 prosentin osuus tarkoittaa, että asiakkaat käyttävät enemmän rahaa kuin edellisvuonna. Tärkeää on, että NDER kuvaa ainoastaan nykyisten asiakkaiden kulutuksen muutoksia, eikä se heijasta uusasiakashankintaa. Q4'25:llä NDER oli 92 %, mikä tarkoittaa, että sama asiakaskohortti käytti 8 % vähemmän kuin vuotta aiemmin. Vuoden 2025 aikana Verveen vaikuttivat negatiivisesti - SSP-alustojen yhdistämiseen liittyvät tekniset ongelmat (~85 % SSP-tuloista), jotka häiritsivät merkittävästi yhtiön kykyä skaalata olemassa olevia asiakkaita. Koska NDER lasketaan neljän edellisen kvartaalin perusteella, aiemmin vuonna 2025 tapahtunut alustakatkos painoi suhdelukua edelleen Q4'25:llä. Laajemmin tarkasteltuna NDER korreloi yleensä mainosmarkkinoiden kokonaissyklin kanssa, jossa mainostajat tyypillisesti vähentävät kulutusta heikommilla markkinoilla ja päinvastoin. Historiallisesti, siitä lähtien kun Verve alkoi raportoida NDER-lukua vuoden 2021 lopulla, mittari on suurelta osin heijastellut laajempia markkinaolosuhteita. Se laski alle 100 %:n heikompien vuosien 2022-2023 mainosmarkkinoiden aikana ja palasi yli 100 %:iin elpymisen myötä vuonna 2024. Mielestämme vuoden 2025 alustakatkos kuitenkin hankaloittaa tämän tunnusluvun tulkintaa, koska se tekee yrityskohtaisten operatiivisten vaikutusten erottamisen laajemman, markkinavetoisen pehmyyden vaikutuksista vaikeammaksi.

**Mainosnäyttökerrat** mittaavat, kuinka monta kertaa mainos on näytetty. Verve toimitti Q4'2025:llä 310 miljardia mainosnäyttöä, ja viimeisten kahdentoista kuukauden aikana toimitettiin yli 1,1 biljoonaa mainosnäyttöä. Nämä luvut ovat kasvaneet dramaattisesti viime vuosina, kun Verve toimitti vuonna 2020 vain 91 miljardia mainosnäyttöä. Yleensä jos raportoitu kasvu ylittää mainosnäyttökertojen kasvuvauhdin, se tarkoittaa, että mainosten hinnoittelu (CPM) on noussut ja päinvastoin.

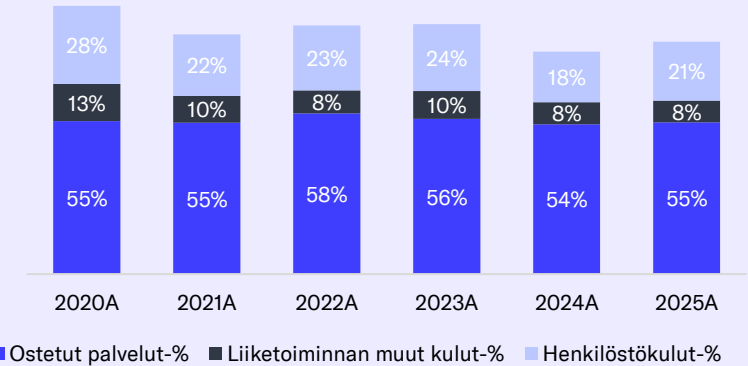
## Skaalautuva, markkinapaikkaohjautuva kulurakenne

erven kustannusrakenne on vakiintunut selkeästi markkinapaikkaohjautuvaksi sen jälkeen, kun yhtiö siirtyi puhtaaksi mainosteknologia-alustaksi vuoden 2019 strategisen muutoksen myötä. Ostetut palvelut ovat viimeisen 5–6 vuoden aikana vastanneet vakaasti noin 54–58 % liikevaihdosta. Tämä rivi koostuu pääasiassa julkaisijoille maksetuista tulo-osuuksista, median ostokustannuksista ja käyttöön perustuvasta infrastruktuurista, kuten pilvipalveluista, mainosten jakelusta ja tiedonkäsittelystä. Nämä kulut skaalautuvat pitkälti mainosvolyymien ja alustatoiminnan mukaisesti, mikä tekee niistä rakenteellisesti muuttuvia.

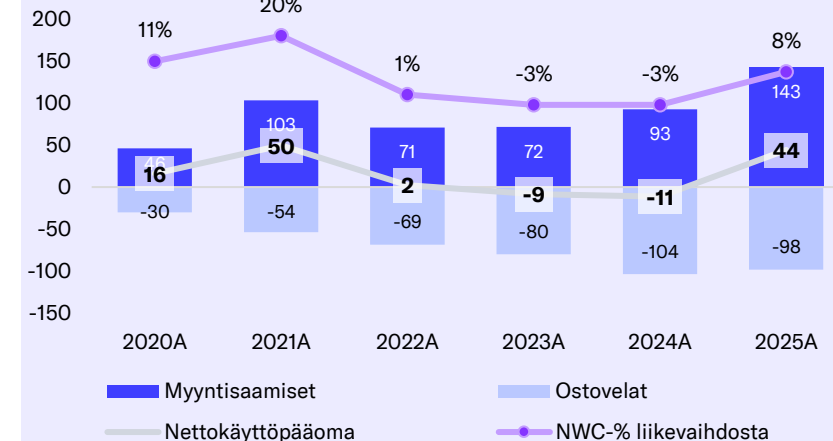
Liiketoiminnan muut kulut ovat pysyneet suhteellisen vakaina noin 8-10 %:ssa liikevaihdosta viime vuosina. Tämä erä sisältää laki-, tilintarkastus-, markkinointi-, IT- ja hallintokuluja. Vaikka jotkin elementit ovat jossain määrin muuttuvia, suurin osa on parhaiten luonnehdittavissa kiinteiksi tai puolikiinteiksi yleiskustannuksiksi kuin todella volyyymiin sidotuiksi kustannuksiksi.

Henkilöstökulut ovat laskeneet 2020-luvun puolivälin tasolta noin 18-21 %:iin liikevaihdosta viime vuosina. Tämä heijastelee yritysostojen ja operatiivisen integraation tuomia skaalaetuja. Henkilöstökulut ovat edelleen kustannuspohjan ensisijainen kiinteä osa ja suhteellisen joustamattomia lyhyellä aikavälillä, mikä tekee niistä operatiivisen vivun pääasiallisen liikkeellepanevan voiman. Vuoden 2025 kasvu heijastaa liikevaihdon kasvusta huolimatta ensisijaisesti Verven jatkuvia ponnisteluja myyntiorganisaationsa laajentamiseksi erityisesti brändi- ja toimistopuolella (DSP). Kaiken kaikkiaan Verven kustannusrakenne on erittäin muuttuvapohjainen, mikä on tyypillistä mainosteknologian välittäjäliiketoimintamallille, jossa yli puolet liikevaihdosta virtaa kumppaneille ja infrastruktuurin tarjoajille.

## Kustannusrakenne, % liikevaihdosta\* 2020–2025



## Nettokäyttöpääoman kehitys MEUR & % liikevaihdosta, 2020–2025



\*Nettoliikeyvaihto eli oikaistu Q3'25:n liikevaihdon tuloutuksen muutoksen vaikutuksella  
Lähteet: Verve, Inderes

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

Samanaikaisesti uskomme, että henkilöstö- ja yleiskustannusten laskeva suhteellinen osuus korostaa liiketoimintamallin lisääntyvää skaalautuvuutta. Kannattavuutta ohjaavat liikevaihdon kasvu, palvelumyynnin *take raten* vakuus sekä kurinalainen kiinteiden kulujen kasvun hillintä niin, että ne kasvavat bruttomääräistä alustatoimintaa hitaammin.

## Käyttöpääoma ja kassavirrat

Siirtyminen puhtaasta peliyhtiöstä medialiiketoiminnaksi on muuttanut Verven käyttöpääomaprofiilia rakenteellisesti. Vuoteen 2019 asti yhtiön nettokäyttöpääoma (NWC) oli hieman negatiivinen, mikä heijastaa pelituotoille tyypillistä ennakkomaksukäytäntöä. Medialiiketoiminnan laajentuessa NWC kääntyi positiiviseksi vuonna 2020 ja kasvoi 50 MEUR:oon vuonna 2021 vastaten ~20 % liikevaihdosta.

Mainosteknologiatoimialalla ja erityisesti Vervellä käyttöpääoma on rakenteellisesti positiivinen, sillä maksut julkaisijoille erääntyvät tyypillisesti 30–45 päivän kuluessa, kun taas mainostajilta saatavat saamiset kerätään noin 60–90 päivän kuluttua. Tämä ajoitusero johtaa korkeampiin käyttöpääomatarpeisiin liiketoiminnan kasvaessa.

Näin ollen Verven liiketoiminnassa on rakenteellinen ajoitusero (n. 30–45 päivää), mikä tarkoittaa, että Verven on rahoitettava kustantajille maksamisen ja mainostajilta saatavien kassavirtojen välinen aika. Tämän hallitsemiseksi ja taseen pääomaintensiteetin vähentämiseksi Verve aloitti myyntisaamisten arvopaperistamisohjelman vuoden 2022 lopulla. Järjestelyn mukaan myyntisaamiset myydään takautumisoikeudetta ja jatkuvasti strukturoidulle, määräysvallattomalle yhteisölle. Taloudellisesti tämä muuntaa saamiset likviditeetiksi aikaisemmin kuin sen nykyiset sopimuksenmukaiset maksuehdot muuten sallisivat.

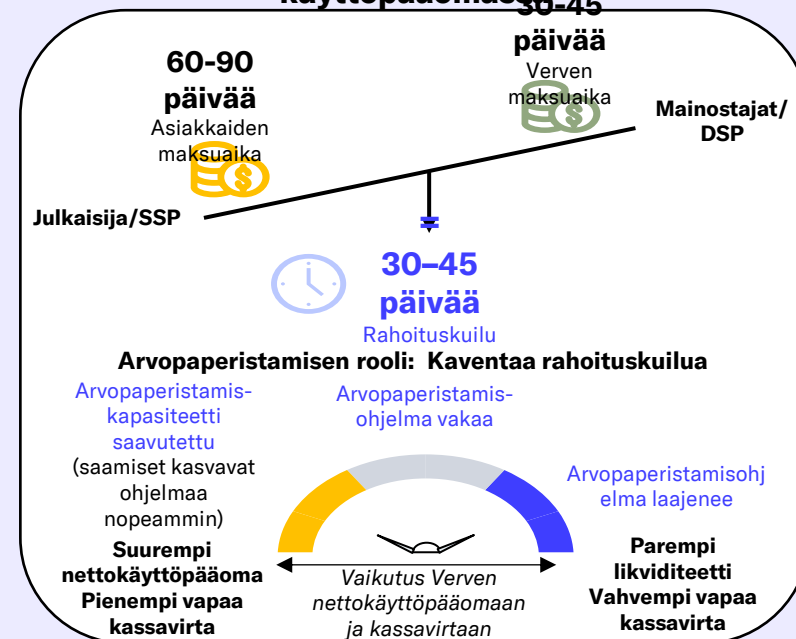
Ohjelmalla on kaksi vaikutusta: Ensinnäkin se vähentää nettokäyttöpääomaa poistamalla saamia taseesta. Toiseksi se parantaa operatiivisen kassavirran ajoitusta, kun saamiset

kerätään aikaisemmin. Kuten oikealla oleva kuvaaja osoittaa, ohjelman käyttöönotto vuonna 2022 paransi Verven nettokäyttöpääomasuhdetta seuraavina vuosina laskien sen 20 %:sta liikevaihdosta alhaisiin yksinumeroisiin lukuihin, mikä tuki parempaa kassavirran tuottoa. Ilman arvopaperistamisohjelmaa keskimääräinen nettokäyttöpääoman osuus liikevaihdosta vuosina 2022–2025 olisi ollut 25 %, mikä korostaa ohjelman merkitystä Vervelle.

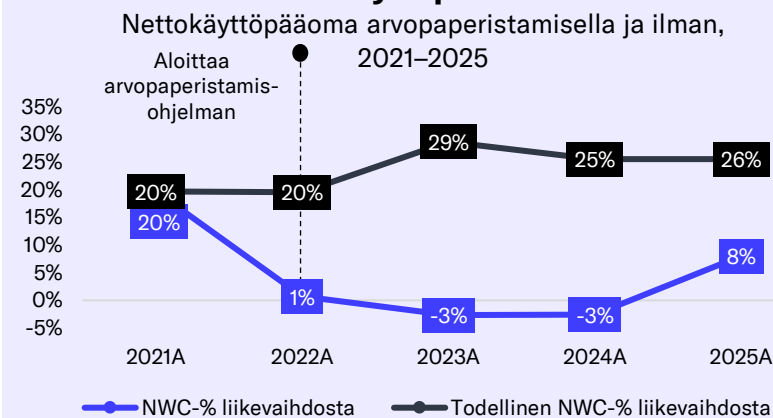
Arvopaperistamisohjelma ei kuitenkaan ole rajaton likviditeetin lähde. Se toimii määritellyn (tällä hetkellä max. 100 MEUR:n suuruisen) järjestelyn puitteissa, ja siihen voidaan sisällyttää vain kelpollisia konserniyhtiöitä ja saamia. Vuonna 2025 Verve saavutti ohjelman käytännön kapasiteetin ja kohtasi rajoituksia sen laajentamisessa vastaamaan liikevaihdon kasvua. Tämän seurauksena rakenteellinen käyttöpääoman sitoutuminen nousi uudelleen esiin. Vaikka saamiset kasvoivat, lisävolymeja ei voitu arvopaperistaa samaan tahtiin kuin aiempina vuosina. Tämän seurauksena nettokäyttöpääoma kasvoi merkittävästi ja vapaa kassavirta laski 9 MEUR:oon vuonna 2025 (2024: 94 MEUR). Tämän perusteella katsomme, että vuoden 2025 kehitys kuvasti selvästi Verven kassavirtojen mekaanista herkkyyttä sen arvopaperistamiskapasiteetin muutoksille.

Näkemyksemme mukaan arvopaperistamisohjelma tulisi ymmärtää käyttöpääoman rahoitusvälineenä. Sen tarkoituksena on optimoida likviditeetin ajoitusta, vähentää taseen rahoitustarpeita ja toimia työkaluna uusien asiakkaiden houkuttelemiseksi edullisilla maksuehdoilla. Niin kauan kuin ohjelma laajenee liikevaihdon kasvun myötä, kassavirta voi näyttää rakenteellisesti vahvalta. Jos se kuitenkin saavuttaa maksimikapasiteetin, kassavirta lähenee liiketoiminnan taustalla olevia käyttöpääomavaatimuksia. Tähän liittyen johto on ilmoittanut aikovansa laajentaa ohjelmaa ja sisällyttää siihen jatkossa uusia konserniyhtiöitä (kaksi uutta suunnitteilla H1'26:lle).

## Verven rakenteellinen kassavaje ja arvopaperistamisen rooli käyttöpääomassa



## Arvopaperistamisohjelman vaikutus nettokäyttöpääomaan



Lähteet: Verve, Inderes

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7

Jos toteutus onnistuu hyvin, käyttöpääoma todennäköisesti pienenee lisää ja Verven kassavirta kohenee mekaanisesti. Ajan myötä johto odottaa myös kassavajeen pienenevän, sillä kasvava markkina-asema antaa sille mahdollisuuden siirtyä edullisten maksuaikojen tarjoamisesta asiakkaiden hankkimiseksi kohti tasapainoisempien ehtojen neuvottelua suhteiden kypsyyssä.

Arvopaperistamisohjelman vaikutukset Verven nettokäyttöpääomaan huomioiden on mielestämme asianmukaista arvioida myös Verven normalisoitua kassavirtaa vakaalla arvopaperistamiskapasiteettioletuksella (ks. kuvaaja oikealla). Tämä antaa selkeämmän kuvan Verven taustalla olevasta kassavirran tuotosta, mutta vähentää myös riskiä yliarvioida tilapäisiä likviditeettihyötyjä.

## Skaalaetujen saavuttaminen investoinneissa

Verven liiketoimintamalli on pääomakevyt ja yhtiön käyttöomaisuus on vähäistä. Nopeasti kehittyvässä digimainontakentässä toimivana mainosteknologiayhtiönä jatkuvat investoinnit tuotekehitykseen ja -innovaatioihin ovat kuitenkin olennaisen tärkeitä kilpailukyvyllä ja relevanttina pysymiselle. Historiallisesti Verven investoinnit ovat olleet keskimäärin 15 % paikkeilla liikevaihdosta, ja suurin osa niistä on kohdistunut aineettomiin hyödykkeisiin. Nämä koostuvat pääasiassa aktivoidusta omasta työstä, joka liittyy sen mainosohjelmistoalustan, pelisisällön ja pelilisenssien kehittämiseen. Investoinnit aineellisiin hyödykkeisiin ovat edelleen rajallisia ja liittyvät pääasiassa IT-laitteisiin, käyttölaitteisiin ja käyttöoikeusomaisuuteen.

Viime vuosina investoinnit suhteessa liikevaihtoon ovat laskeneet liiketoiminnan skaalautuessa. Mikä tärkeämpää, tehokkuus on parantunut merkittävästi Verven aiemmin pirstaloituneen teknologia-infrastruktuurin konsolidoinnin jälkeen. Yritystovetoisen laajentumisen myötä yhtiö oli kerännyt useita kehitystiimejä, jotka toimivat eri teknologioilla. Tämä järjestely oli epäoptimaalinen sekä

kulu- ja tuotekehitysnäkökulmasta, sillä resursseja oli hajautettu useisiin rinnakkaisiin järjestelmiin, jotka vaativat jatkuvaa ylläpitoa.

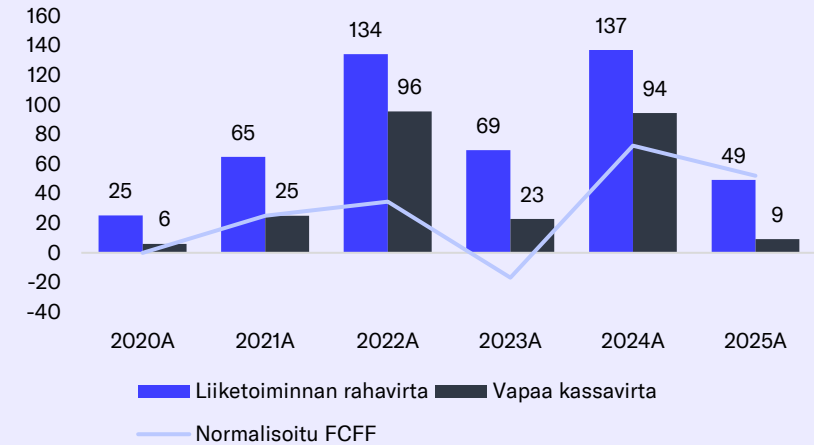
Vuonna 2023 Verve sai päätökseen tähän mennessä suurimman alustan yhdistämisponnistelunsa, jossa kaikki sen sovelluksen sisäiset markkinapaikkatoiminnot tuotiin yhdelle alustalle ja kehitystiimit yhdenmukaistettiin. Tämä siirtymä luo pohjan tuotekehityksen tehokkuuden parantamiselle. Useita alustoja ja päällekkäisiä tiimejä ylläpitäisen sijaan yhtiö toimii nyt yhtenäisellä teknologiapinolla, mikä mahdollistaa keskitetymmän innovoinnin, yksinkertaisemman ylläpidon ja paremman skaalautuvuuden. Vaikka siirtymäprosessiin liittyi operatiivisia haasteita (ml. palvelimen kuormitusrajoitukset, tarjouskatkokset ja tekoälyn synkronointiongelmat, jotka hidastivat asiakkaiden käyttöönottoa ja rajoittivat asiakkaiden skaalautumista), yhtenäinen alusta parantaa kustannustehokkuutta ja luo vahvemman pohjan tulevalle kehitykselle.

Johto on ilmoittanut, että vuosittaiset 40–45 MEUR:n investoinnit riittävät ylläpitämään tuotekehitystä ja innovointia jatkossa. Tämän tason odotetaan tukevan liiketoiminnan jatkuvaa skaalautumista ilman suhteellista kasvua investointi-intensiteetissä, sillä alustojen yhdistämisestä ja tekoälytyökalujen lisääntyvästä käytöstä kehitysprosesseissa saatavat tehokkuushyödyt parantavat innovaatiohyötyä per sijoitettu euro.

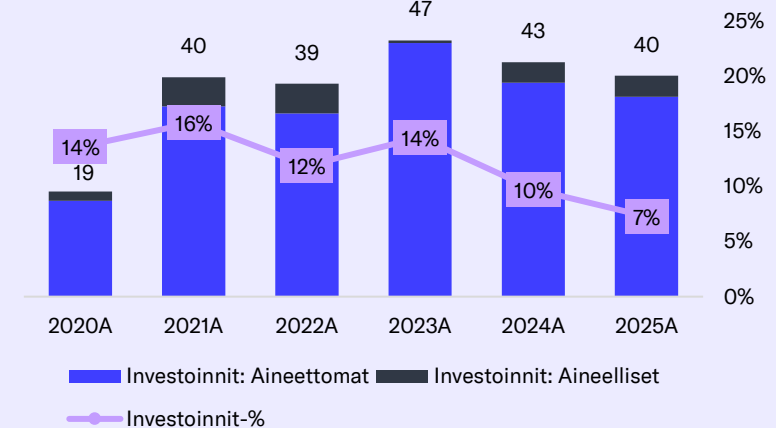
## Ensimmäisen osapuolen sisällön edut

Mainoshyödyn maksimoimiseksi kohdentamisratkaisuilla profiloituaan loppukäyttäjät ja valitaan hänelle osuvin mainos. Keskeisin ratkaisu tähän on ollut tunnisteiden käyttö (kolmannen osapuolen evästeet, Applen IDFA ja Googlen GAID). Nämä tunnisteet seuraavat ja keräävät käyttäjätietoja, mukaan lukien tietoja, kuten ikä, sijainti, demografiset tiedot ja kiinnostuksen kohteet.

Kassavirran kehitys  
2020–2025, MEUR



Investoinnit  
MEUR & % liikevaihdosta, 2020–2025



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

Näiden tietojen avulla mainosalustat voivat näyttää osuvia mainoksia käyttäjille (esim. vaipat ja lastenvaatteet tuoreille vanhemmille). Tehokkaan kohdentamisen ansiosta mainostajat voivat personoida mainoksia loppukäyttäjille sen sijaan, että he näyttäisivät satunnaisia mainoksia, jotka eivät välttämättä ole relevantteja. Mitä parempi kohdentaminen on, sitä enemmän mainostajat ovat valmiita maksamaan kustakin mainoksesta. Tämä hyödyttää myös julkaisijoita, sillä jokainen mainospaikka myydään korkeammalla hinnalla, jolloin ne voivat paremmin hyödyntää mainostilaansa.

Juuri kohdentamista varten mainosohjelmistoalusta tarvitsee käyttäjätietoja. Nämä tiedot luokitellaan yleensä ensimmäisen tai kolmannen osapuolen dataksi. Kolmannen osapuolen tietoja voidaan ostaa myyjiltä tai kerätä evästeiden ja IDFA/GAID:n kaltaisilla välineillä. Ensimmäisen osapuolen tiedot kerätään kyseisen tahon omistamasta tai valvomasta sisällöstä. Jos tunnisteet (evästeet, mobiilitunnukset) ovat rekisterikilpiä, niin tunnisteeton kohdentaminen on kuin liikenteen ymmärtämistä tietämättä kuka ajaa. Kuten aiemmin mainittu, Verve kerää ensimmäisen osapuolen dataa yli 20 000 suoran julkaisijayhteyden SDK-integraatioidensa kautta, mitä täydentää sen oman pelisalkun data. Ensimmäisen osapuolen datan edut ovat lukuisia, ja niistä on tullut yhä välttämättömpiä digitaalisen mainonnan alalla, koska käyttäjien yksityisyyteen ja tietosuojaan liittyvät huolet ovat lisääntyneet. Tätä kehitystä ajavat muuttuvat kuluttajien mieltymykset tietojen jakamisen suhteen sekä kehittyvä sääntely-ympäristö. Käsittelemme tätä tarkemmin markkinaosiossa (s. 17–27), mutta kaiken kaikkiaan käyttäjätietojen suostumuksen väheneminen ja uusien yksityisyyssäännösten voimaantulo ovat heikentäneet yritysten kykyä seurata yksilöitä verkossa.

Verve käyttää ensimmäisen osapuolen dataa parantaakseen mainosalustansa tehokkuutta käyttäjien kohdentamisessa. Ensimmäisen osapuolen tietojen käyttäminen antaa yritykselle myös paremman kontrollin ja läpinäkyvyyden mainostransaktioihin. Mainostilaa tuottava ensimmäisen osapuolen sisältö tekee Vervestä houkuttelevamman

mainostajille, koska alustalla on seurattavissa olevia ja varmoja julkaisijoita.

Lisäksi Verve voi käyttää omaa mainostilaansa testaus-alustana saadakseen nopeasti palautetta siitä, mikä toimii ja mikä ei. Ilman sitä Verven olisi turvaututtava kolmannen osapuolen kehittäjiin uusien tuotteiden toteuttamisessa ja testaamisessa. Verve voi myös käyttää ensimmäisen osapuolen dataa parantaakseen koneoppimisalgoritmejaan omiin kohdentamisominaisuuksiinsa, kuten kontekstuaalinen ratkaisu Moments.AI ja laitekohtainen kohorttikohdentamis-ratkaisu ATOM. Verve hankki myös merkittävän määrän nolla-osapuolen dataa Jun Groupin oston kautta. Nolla-osapuolen data sisältää tietoja, jotka asiakkaat jakavat vapaaehtoisesti esimerkiksi kyselytutkimuksissa. Tämä data tarjoaa suoraa tietoa kuluttajien mieltymyksistä mahdollistaen tehokkaan ja yksityisyyden huomioivan kohdentamisen.

Maaliskuussa 2026 Verve otti askeleen pidemmälle ja siitä tuli ensimmäinen mainosteknologiayritys, joka hyödyntää mainosten kohdentamisessa suurten tekoälykeskustelualustojen signaaleja, kuten suurten kielimallien (LLM) ympäristöissä käytäviä keskusteluja. Koska kuluttajat käyttävät yhä enemmän tekoälyavustajia perinteisten hakukoneiden sijaan tuotteiden tutkimiseen ja ostopäätösten tekemiseen, nämä keskustelut sisältävät arvokkaita vihjeitä siitä, mitä ihmiset aikovat ostaa. Verve yhdistää nyt tämän uuden signaalilähteen olemassa oleviin dataresursseihinsa (Jun Groupin opt-in-kyselydata ja Captifyn hakutiedot) yhdeksi kohdentamiskerrokseksi, joka käsittelee yli miljardi päivittäistä signaalia tallentamatta henkilökohtaisia keskusteluja tai tunnistamatta yksittäisiä käyttäjiä. Lanseeraus on ensimmäinen konkreettinen kaupallinen tuote, joka on syntynyt Verven viimeisimpien yritysostojen yhdistetyistä ominaisuuksista ja suora seuraus sen alustan yhtenäistämisen valmistumisesta.

## Miksi datan laadulla on merkitystä



## Datatyypit



## Verven etu ensimmäisen osapuolen datasta



### SDK:t ja suorat julkaisijaintegraatiot

Yli 20 000 suoraa julkaisijaintegraatiota HyBid SDK:n kautta – suora ensimmäisen osapuolen tarjonta, ei jälleenmyyntiketjua



### Kouluttaa tekoälyä kohdentamaan tuotteita

Ensimmäisen osapuolen data kouluttaa Moments.AI:ta ja ATOMia (kontekstuaalinen/laitteen kohorttikohdentaminen ilman tunnisteita)



### Luonnostaan yksityisyydensuojan huomioiva

Ensimmäisen osapuolen data kiertää rakenteellisesit evästeet/tunnisteet ja kehittyvät tietosuojasäännökset



### Läpinäkyvyys ja julkaisijoiden luottamus

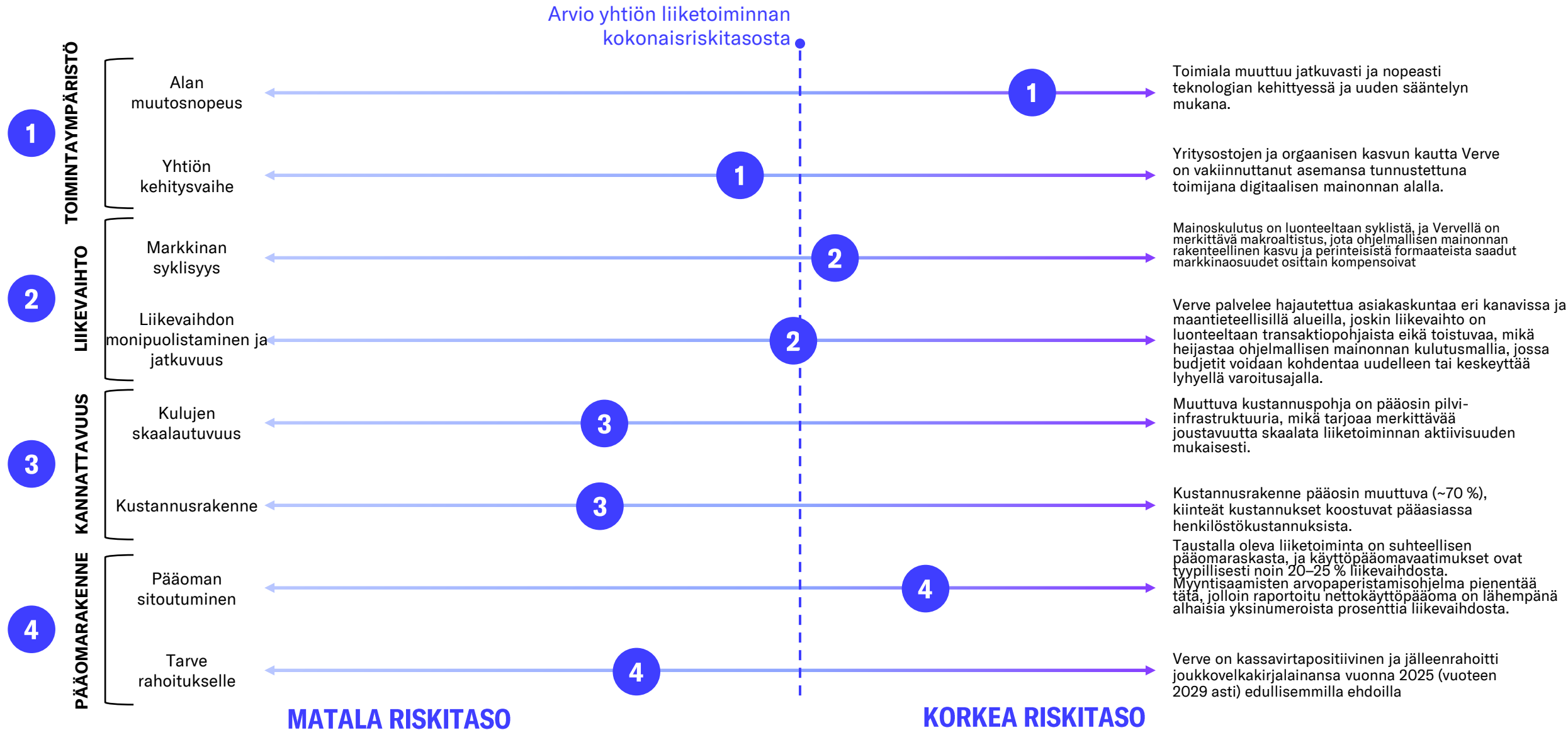
Verve kattaa koko transaktion – tunnetut julkaisijat, havaittavissa olevat sijoittelut, korkeampi luottamus



### Omat pelit testilaboratoriona

gamigon portfolio mahdollistaa nopean testauksen – ei riippuvuutta kolmannen osapuolen kehittäjistä

# Liiketoiminnan riskiprofiili



# Markkinakatsaus – Digitaalinen mainonta (1/8)

## Esittelyssä digitaaliset mainosmarkkinat

Markkinointi jaetaan kahteen alamarkkinaan: digitaaliseen ja ei-digitaaliseen. Markkinoiden koko on arvioitu mediamainoskulujen perusteella. Statistan ja Dentsun mukaan maailmanlaajuiset mainosmenot olivat noin 1 000–1 100 miljardia dollaria vuonna 2025, ja digitaalisten mainosten osuus kokonaismäärästä oli noin 70 %.

Perinteisesti digitaalisia mainoksia myytiin samalla tavalla kuin ei-digitaalisia mainoksia. Mainostajat ja julkaisijat neuvottelivat suoraan toistensa kanssa mainosten sijoittamisesta alustoilleen. Nämä mainokset toimivat samalla tavalla kuin perinteiset mainostaulut, joissa jokainen sivuston kävijä näki saman mainoksen riippumatta siitä, oliko se hänelle relevantti. Lopulta kehitettiin käytäntö, jossa mainokset ja mainostila sovitettiin automaattisesti yhteen, ja yhdessä käyttäjäkohdennuksen kanssa syntyi ohjelmallinen mainonta. Ohjelmallisesti välitettävien digitaalisten mainosten osuus on kasvanut nopeasti, ja vuonna 2021 ohjelmallinen mainonta oli tärkein digitaalisen mainonnan muoto. Vuonna 2025 ohjelmalliseen mainontaan käytettiin globaalisti ~600 miljardia dollaria (Statista). Tämä vastaa 81 % digitaalisesta mainoskulutuksesta ja 55 % kaikesta mainoskulutuksesta.

Maantieteellisesti Pohjois-Amerikka on suurin markkina-alue, ja sen osuus maailmanlaajuisesta mainoskulutuksesta on noin 40 %. Toiseksi suurin markkina on Aasia 36 %:n markkinaosuudella, jota seuraa EMEA 20 %:lla (Dentsu).

Mainoskanavan/segmentin osalta mobiili on suurin digitaalinen mainosalusta, jonka globaalit menot ovat noin 450 miljardia dollaria vuonna 2025. Tästä noin 390 miljardia dollaria on peräisin mobiilisovellusten sisäisestä ja avoimen verkon mainonnasta, ja pelkästään Yhdysvaltojen in-app-mainontaan käytetään noin 190 miljardia dollaria.

## Kasvunäkymät

Koko mainosmarkkinan odotetaan kasvavan noin 5 %:n vuosivauhtia lähitulevaisuudessa. Digitaalinen mainosmarkkina on kasvanut nopeasti viime vuosikymmeninä, kun ne ovat vallanneet markkinaosuuksia ei-digitaalisilta muodoilta. Maailmanlaajuisen digitaalisen mainonnan kulutuksen odotetaan jatkavan markkinaosuutensa kasvattamista, ja sen ennustetaan kasvavan noin 7 %:n CAGR:llä.

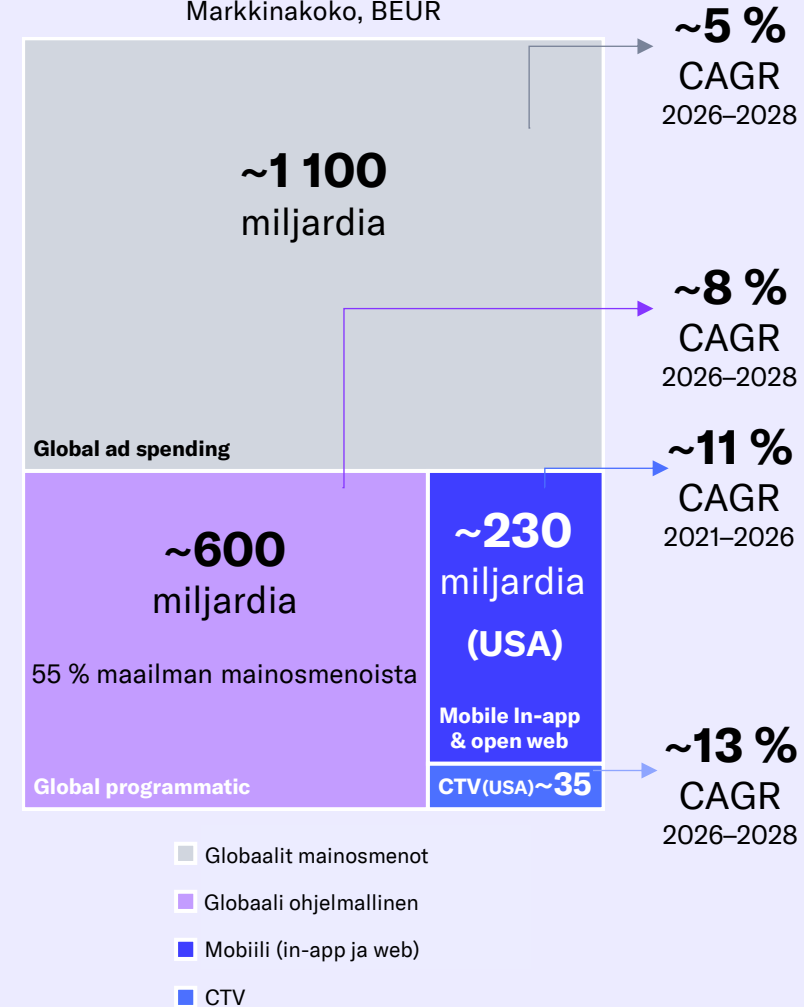
Ohjelmallisen mainonnan menojen ennustetaan kasvavan hieman nopeammin kuin digitaalisen mainonnan menojen. Statista ennustaa maailmanlaajuisen ohjelmallisen mainonnan kulutuksen kasvavan 800 miljardiin dollariin vuoteen 2028 mennessä (2025: 595 mrd., CAGR 8 %). Näiden ennusteiden mukaan ohjelmallisen mainonnan osuus digimainosmarkkinoista ~84 %:iin vuonna 2028 ja 60 %:iin kaikista mainosmenoista.

Alustoista nopeimmin kasvaneita ovat olleet mobiili ja CTV, jotka ovat kasvaneet keskimäärin ~13 % ja ~16 % viimeisen kolmen vuoden aikana. Mobiili on jo suurin alusta, ja sen odotetaan jatkavan kasvuaan nopeammin kuin koko markkinan (~8–9 %). eMarketerin mukaan pelkästään CTV:n mainoskulutus Yhdysvalloissa oli noin 33 miljardia dollaria vuonna 2025, ja sen odotetaan kasvavan 48 miljardiin dollariin vuoteen 2028 mennessä (n. 13 % CAGR). Verven mainosohjelmistoalusta tarjoaa palveluita lähes kaikkiin laitteisiin, mutta on vahvin mobiilissa (2025: 96 % lv:sta).

Kaupan media (retail/commerce) on suhteellisen uusi markkina, mutta se on nopeimmin kasvavien segmenttien joukossa, joskin Vervelle sen merkitys on pieni.

## Verve keskittyy ensisijaisesti mobiilisovellusten sisäiseen mainontaan ja CTV:hen

Markkinakoko, BEUR



# Markkinakatsaus – Digitaalinen mainonta (2/8)

## In-app-mainonta on Verven suurin ja strategisin kanava

Mobiilimainonta on globaalisti digitaalisen mainonnan suurin yksittäinen kanava, jonka osuus on noin 450 miljardia dollaria vuonna 2025 ja noin 60 % digitaalisen mainonnan kokonaismenoista. Sovelluksen sisäinen mainonta dominoi selvästi mobiiliselainmainontaa. Kaksi kolmasosaa Verven liikevaihdosta tuottavassa USA:ssa in-app-mainonnan osuus oli 188 miljardia dollaria vuonna 2025, mikä vastaa 82 % mobiilimainosmenoista.

Maailemanlaajuisesti in-app-markkinat olivat noin 388 miljardia dollaria vuonna 2025, ja niiden ennustetaan kasvavan noin 570 miljardiin dollariin vuoteen 2030 mennessä (CAGR: 8–9 %). Sovelluksen sisäinen videomainonta on nopeimmin kasvava formaatti, ja sen osuus sovelluksen sisäisistä mainosostoista on tällä hetkellä noin 37 %. Palkintovideomainonnan kasvu on noin 13 % vuodessa. Pelisovellukset ovat edelleen suurin yksittäinen luokka in-app-mainostilan osalta, ja niiden osuus kaikista sovelluksen sisäisistä mainoskuluista on noin kolmannes. Tämä on rakenteellinen myötätuuli, josta Verve hyötyy suoraan pelitaustansa ja mobiililähtöisen asemansa ansiosta. Verven HyBid SDK, joka on integroitu yli 20 000 suoraan sovellusintegraatioon, on keskeinen jakeluvoimavara, joka antaa yhtiölle etuoikeutetun pääsyn in-app-tarjontaan sekä peli- että muihin sovelluksiin.

## Miksi in-app on rakenteellisesti mobiilisivustoja parempi

Sovelluksen sisäinen mainonta tarjoaa useita rakenteellisia etuja mobiilisivustoihin verrattuna, mikä on nostanut sen osuutta koko mobiilimainonnasta tasaisesti. Julkaisijan puolella sovelluksen sisäisestä mainostilasta saadaan tyypillisesti merkittävästi korkeampia CPM-hintoja (usein 2-3x mobiilisivustoihin verrattuna) parempien näkyvyysasteiden, monipuolisempien mainosmuotojen (koko näyttö, pelattavat mainokset, palkintomainokset) ja vähäisemmän petosriskin ansiosta.

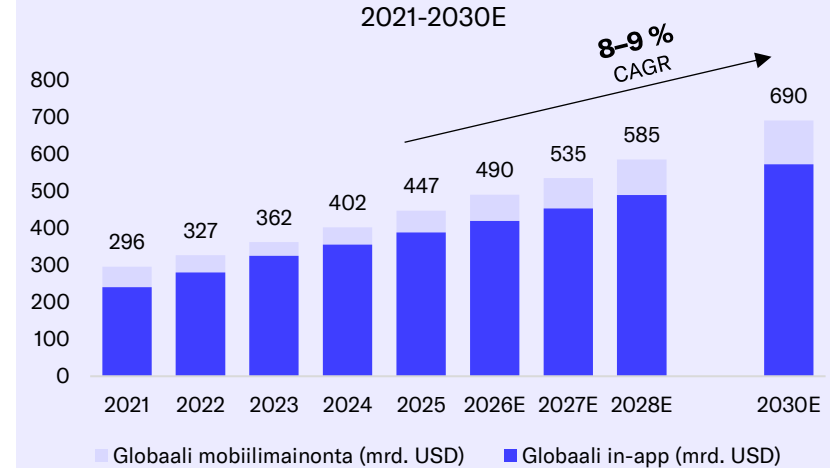
Mainostajalle sovelluksen sisäinen mainonta tarjoaa rikkaan kontekstuaalisen kohdentamisen sovellusluokan ja istuntokäyttäytymisen perusteella, nostaa sitoutumisasteita mukaansatempaavilla formaateilla ja mahdollistaa tarkan attribuution SDK-tason instrumentoinnin avulla. Nk. header biddingin kasvava käyttöönotto in-app-ympäristöissä on parantanut entisestään julkaisijoiden tuottoa ja mainostajien täyttöasteita.

## Lineaarinen TV rakenteellisessa laskussa CTV:n skaalatesa

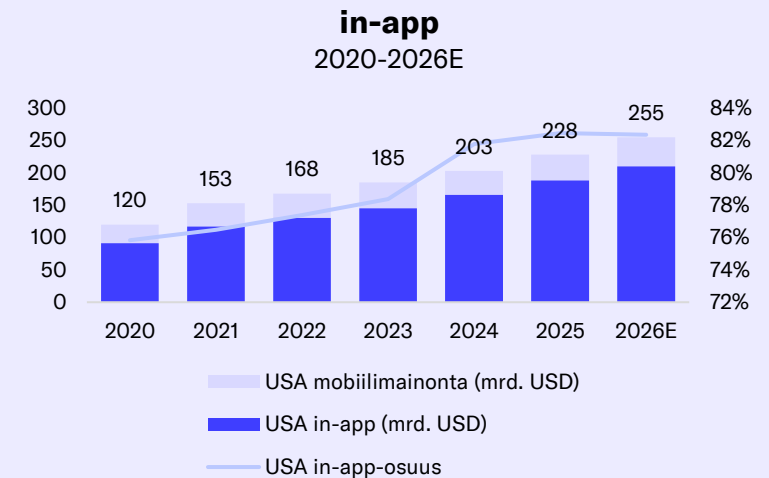
Connected TV (CTV), eli suoratoistosovellusten ja älytelevisioiden käyttöjärjestelmien kautta internetiin yhdistettyjen televisioiden kautta toimitettava mainonta, on yksi digimainonnan nopeimmin kasvavista segmenteistä. Yhdysvaltojen CTV-mainoskuluutus oli noin 23,6–28,8 miljardia dollaria (eMarketer, IAB) vuonna 2024, ja sen ennustetaan nousevan noin 47–52 miljardiin vuoteen 2028 mennessä (13–18% CAGR). Kontekstina mainittakoon, että CTV-markkina on kasvanut noin nelinkertaiseksi vuodesta 2020. USA:ssa digitaalisen videomainonnan kulutus ylitti lineaarisen television ensimmäistä kertaa vuonna 2024 ollen 64 miljardia dollaria. Digitaalisen videon ennustetaan muodostavan noin 60 % Yhdysvaltain TV:n ja videon mainoskulutuksesta vuoteen 2025 mennessä.

Rakenteellinen ajuri on varsin suoraviivainen, sillä yleisöt ovat siirtyneet yhä enemmän lineaarisesta televisiosta suoratoistoon, ja mainosrahat seuraavat yleisöä. Nielsenin tiedot osoittavat, että suoratoiston osuus kaikesta Yhdysvaltojen television katseluajasta oli noin 47 % vuoden 2025 puoliväliin mennessä, ylittäen lineaarisen television ensimmäistä kertaa. Tämä käännekohta katsojamäärissä muuttaa perustavanlaatuisesti sitä, missä bränditurvallinen, korkealaatuinen videosisältö sijaitsee, siirtäen sen lähetyks- ja kaapeliverkoista suoratoistoalustoille.

## Globaalit mobiilimainontamenot ja in-app



## Yhdysvaltain mobiilimainontamenot ja in-app



# Markkinakatsaus – Digitaalinen mainonta (3/8)

## Mainosrahoitteisten suoratoistopalveluiden vallankumous

Mainosrahoitteisten suoratoistopalveluiden nopea laajeneminen on luonut huomattavan uuden premium-luokan CTV-mainostilan. Esimerkiksi Netflixin mainosrahoitteinen tilaus saavutti noin 190 miljoonaa aktiivista käyttäjää vuoden loppuvuodesta 2025. Amazon Prime Videon siirtyminen mainosrahoitteiseen oletusarvoon vuoden 2024 alussa yhdistettynä Disney+:n, Peacockin, Paramount+:n ja Pluto TV:n jatkuvaan kasvuun on muuttanut CTV:n kapeasta kanavasta valtavirran premium-videomainostilaksi suuressa mittakaavassa. Tämä tarjonnan laajeneminen on kriittistä ohjelmallisille ostajille, joille suurempi mainostila tarkoittaa enemmän huutokauppojen likviditeettiä, kilpailukykyisempää hinnoittelua ja laajempaa mittakaavaa kampanjoiden toteutukseen.

Ohjelmallisen mainonnan osuus CTV:stä kasvaa nopeasti, ja sen osuudeksi kaikista CTV-mainoskuluista USA:ssa arvioidaan tällä hetkellä 90 %, kun julkaisijat avaavat mainostilaa automaattisille ostajille täyttöasteen ja tuoton parantamiseksi. Verve vahvisti CTV-ominaisuuksiaan sekä orgaanisesti että LKQD:n ja Jun Groupin yritysostojen kautta, joista jälkimmäinen lisäsi merkittävän premium-videokysyntäkerroksen täydentämään Verven CTV-tarjontainfrastruktuuria.

CTV-kasvun odotetaan maltillistuvan vuosien 2022-2024 poikkeuksellisista luvuista markkinan kypsyessä. Absoluuttinen dollarikasvu pysyy kuitenkin erittäin vahvana, ja kanava valtaa jatkuvasti osuutta rakenteellisesti laskevista lineaarisen TV:n budjeteista. Mittaus ja attribuutio ovat edelleen ensisijainen kitkakohta, mikä luo mahdollisuuksia mainosteknologiatoimijoille, jotka pystyvät tarjoamaan näyttöjen välisiä mittausominaisuuksia.

## Retail-media on nopeimmin kasvava kanava

Kaupan (retail) media, jossa mainontaa myydään jälleenmyyjien omien ostotietojen ja ostajayleisöjen perusteella, sekä verkkosivustoilla että niiden ulkopuolella, on

noussut merkittäväksi rakenteelliseksi kehitykseksi digitaalisessa mainonnassa sosiaalisen median nousun jälkeen. Yhdysvaltojen vähittäiskaupan median mainoskulut ylsivät noin 52–55 miljardiin dollariin vuonna 2024, kasvaen 20 % vuodentakaisesta ja ohittaen kaikki muut merkittävät digitaaliset kanavat. eMarketer ennustaa USA:n retail-median yltävän 60 miljardiin dollariin vuonna 2025 ja lähestyvän 100 miljardia dollaria vuoteen 2028 mennessä, mikä vastaa noin 18 %:n CAGR:ää vuosina 2025–2028. Maailmanlaajuiset vähittäiskaupan median mainosmenot ylittivät 140 miljardia dollaria vuonna 2025 (eMarketer), ja MAGNA ennustaa niiden olevan noin 163 miljardia dollaria. Markkinan odotetaan ylittävän 200 miljardia dollaria vuoteen 2026 mennessä.

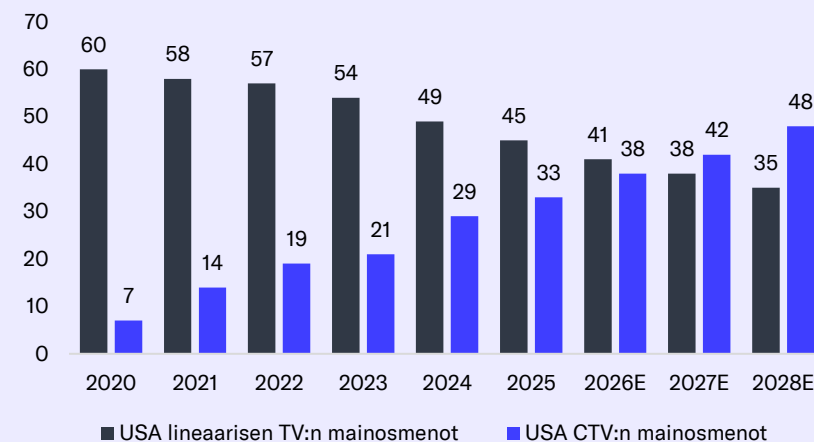
Kanavan nopea kasvu kuvastaa rakenteellista muutosta mainostajien strategiassa. Kolmannen osapuolen tunnistetut heikentävät retail-media tarjoaa jotain, mikä ei ole saatavilla avoimessa verkossa: determinististä, ostoaikeisiin perustuvaa kohdentamista, joka perustuu vahvistettuihin transaktiotietoihin. Retail-median verkostot (RMN) kaupallistavat vähittäiskauppioiden ja ostajien välisen suhteen tarjoamalla suljetun kierron mittauksen, joka yhdistää mainosnäytöt suoraan ostoksiin. Tämä on ohjelmallisen mainonnan pitkään tavoittelema *Graalin malja*.

## Markkinarakenne retail-mediassa

Amazon hallitsee Yhdysvaltojen vähittäiskaupan mediaa yli 50 %:n osuudella kaikista Yhdysvaltojen vähittäiskaupan mediatuotoista, mikä tekee siitä kolmanneksi suurimman digitaalisen mainosalustan Yhdysvalloissa Googlen ja Metan jälkeen. Walmart Connect ja Targetin Roundel ovat seuraavaksi suurimmat kotimaiset retail-mediakanavat, ja ekosysteemi on laajentunut nopeasti käsittämään Krogerin, Instacartin, Home Depotin, Best Buyn ja kymmeniä muita vähittäiskauppiaita. IAB arvioi, että yli 80 % digitaalisista mainostajista on nyt allokoitunut budjetin retail-mediaan, ja vuoden 2024 ANA-tutkimuksen mukaan 58 % yhdysvaltalaisista markkinoijista työskentelee samanaikaisesti vähintään viiden RMN:n kanssa.

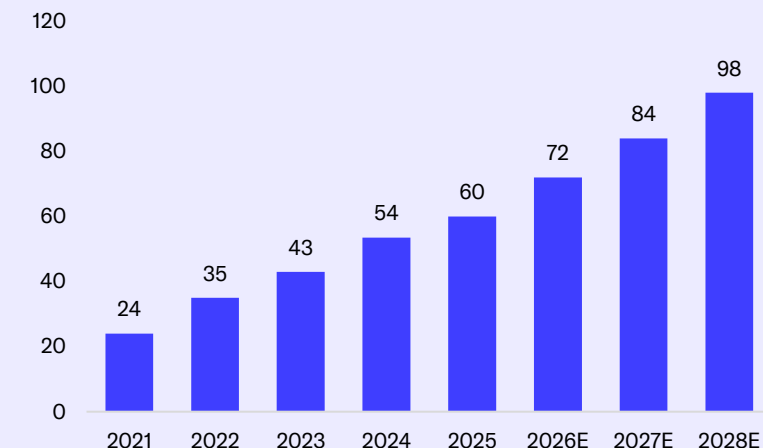
## Lineaarinen TV vs. CTV (USA)

mrd. USD, 2020–2028e



## USA:n retail-media

mrd. USD, 2021–2028e



# Makrotalouden vaikutus mainosmenoihin

## Mainoskulutuksen syklisyys

Mainonta on luonteeltaan syklinen toimiala. Markkinointibudjetit ovat yritysten joustavimpia kuluja, ja niitä mukautetaan usein nopeasti makrotaloudellisen ympäristön muutosten mukaan. Kun talouskasvu hidastuu, kuluttajien luottamus heikkenee tai finanssipolitiikka kiristyy, mainoskulut ovat yleensä yksi ensimmäisistä harkinnanvaraisista menoista, joita leikataan. Vastaavasti taloudellisen kasvun ja parantuneen sentimentin aikoina mainosbudjetit elpyvät yleensä nopeasti ja kasvavat BKT:ta enemmän. Alla oleva kaavio seuraa globaalia mainonnan hintaindeksiä vuodesta 2020 vuoteen 2026 ja korostaa merkittäviä makrotaloudellisia ja geopolittisiä tapahtumia. Esimerkiksi pandemian alkaessa alkuvuodesta 2020 mainosten hinnat ja kysyntä romahtivat yritysten keskeyttäessä kampanjoita ennennäkemättömän epävarmuuden keskellä. Talouksien avautuessa uudelleen ja elvytystoimien tukiessa kulutusta mainoskysyntä elpyi.

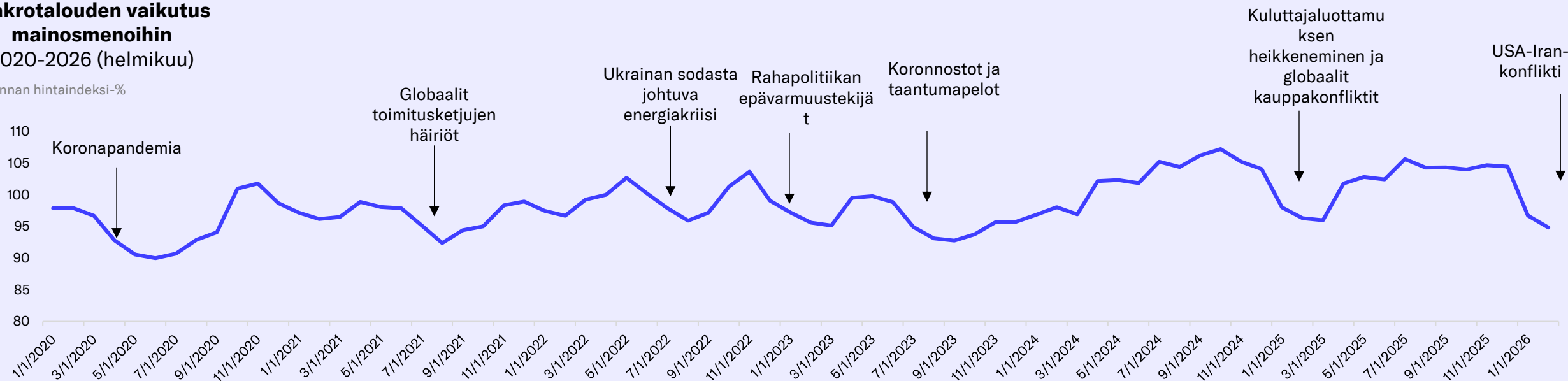
Mainonta on siten viime kädessä sidoksissa loppumarkkinoiden kysyntään. Kun kuluttajien rahankäyttö hidastuu, brändit vähentävät markkinointi-investointejaan suojellakseen katteitaan

ja kassavirtaansa. Kun kysyntä kiihtyy, markkinointia skaalataan lisäkasvun saavuttamiseksi. Mainonta on kuitenkin herkkä myös epävarmuudelle. Jo ennen talousdatan heikkenemistä lisääntyvä epävarmuus – olipa se sitten geopolittistä, taloudellista tai sääntelyyn liittyvää – voi saada mainostajat omaksuma varovaisemman kannan viivästyttämällä tai supistamalla kampanjoita.

Syklisyys vaihtelee kuitenkin merkittävästi alasegmenttien välillä. Vaikka mainonnan kokonaismenot ovat herkkiä taloustilanteelle, rakenteellisesti kasvavat formaatit, erityisesti digitaalinen ja ohjelmallinen mainonta, ovat historiallisesti osoittaneet suurempaa joustavuutta. Ohjelmalliset kanavat, erityisesti mobiili- ja suorituskykyyn suuntautuneet formaatit, tarjoavat mitattavissa olevan sijoitetun pääoman tuoton, joustavuutta ja tehokkuutta. Verven kaltaiset yhtiöt, jotka toimivat pääasiassa ohjelmallisen mobiili- ja CTV-mainonnan parissa, ovat edelleen alltiina makrotalouden heilahteluille. Rakenteelliset myötätuulet, kuten digitalisaatio ja median ostamisen automaatio sekä jatkuva markkinaosuuksien kasvu ei-ohjelmallisista formaateista, voivat kuitenkin lieventää suhdannelaskujen vaikutuksia, vaikka ne eivät voi niitä kokonaan poistaa.

## Makrotalouden vaikutus mainosmenoihin 2020-2026 (helmikuu)

Mainonnan hintaindeksi-%



# Markkinakatsaus – Digitaalinen mainonta (4/8)

## Markkinaosapuolet ja kilpailijat

Markkinatoimijat voidaan jakaa kahteen luokkaan: "aidatut puutarhat" (walled gardens) ja avoin internet. Aidatut puutarhat hallitsevat noin 80 % digitaalisista mainosmarkkinoista, ja ne koostuvat suurista vertikaalisesti integroituneista internet-yrityksistä, kuten Google, Meta, Apple ja Amazon. Näillä yhtiöillä on omat suljetut ekosysteeminsä, jotka kattavat koko arvoketjun mukaan lukien omat sisältöalustat kuten YouTube, Facebookin ja Amazon.comin. Aidatut puutarhat hoitavat yleensä koko mainostransaktion mainostajalta julkaisijalle sisäisesti. Niiden ensisijainen kilpailuetu on ensimmäisen osapuolen data mittakaavassa. Googlen hakuaiemittarit, Metan sosiaalinen verkosto ja Amazonin ostokäyttäytymiseen liittyvä data mahdollistavat tarkan kohdentamisen, jota avoimen internetin yritysten on vaikea jäljitellä vastaavassa skaalassa.

Avoin internet kattaa digitaalisten mainosmarkkinoiden jäljelle jäävän ~20 % ja sisältää ohjelmallisen ekosysteemin, jossa Verve toimii. Tässä ekosysteemissä osallistujat sekä kilpailevat että harjoittavat liiketoimintaa toistensa kanssa. Ohjelmallisten markkinoiden avoimen internetin segmentille on ominaista pirstaloituneisuus, ja koko arvoketjussa on monia osallistujia. Jotkut yritykset ovat erikoistuneet vain yhteen osa-alueeseen, toiset toimivat useilla osa-alueilla ja kolmannet, kuten Verve, kattavat koko arvoketjun. Aidatut puutarhat ovat jossain määrin yhteydessä avoimeen internetiin ja toimivat "aitojensa" ulkopuolella. Esimerkiksi Metan Audience Network antaa mainostajille mahdollisuuden sijoittaa mainoksia kolmansien osapuolten sovelluksiin, jotka eivät ole Metan omistuksessa.

Verven näkökulmasta monet muut avoimen internetin mainosteknologiayritykset ovat samanaikaisesti sekä kilpailijoita että kumppaneita. The Trade Desk on iso DSP,

joka kilpailee Verven kanssa mainostajista, mutta samaan aikaan The Trade Desk ohjaa myös liiketoimintaa Verven tarjontapuolen alustoille (SSP). Sama koskee myös Pubmaticin kaltaisia SSP-palveluntarjoajia. Yhtäältä ne ovat Verven kilpailijoita, mutta toisaalta ne tekevät yhteistyötä myös Verven kysyntäpuolen alustojen ja mainospörsien kanssa.

Verve itse nimeää merkittävimmiksi verrokeikseen Applovinin, The Trade Deskin, Magniten ja yllä mainitut aidatut puutarhat. Näistä Applovin on monin tavoin Verven verrokki, sillä yhtiöt kattavat jossain määrin samoja arvoketjun osia (DSP ja SSP).

## Valinta useiden mainosalustojen välillä

Kun vaihtoehtoja riittää, miten mainostajat ja julkaisijat päättävät, mitä mainosalustoja he käyttävät? He voivat valita aidattujen puutarhojen ja avoimen internetin yritysten välillä. Lisäksi molemmissa kategorioissa on useita yhtiöitä, joista valita. Markkinaosuuksien perusteella on selvää, että monet asiakkaat valitsevat jonkin suurista aidattujen puutarhojen yrityksistä. Aidatun puutarhan käyttäminen tarkoittaa, että sinun on käsiteltävä vain yhtä vastapuolta, mikä yksinkertaistaa prosessia joillakin tavoilla. Googlen kaltaiset suuret toimijat ovat usein lähtökohtana yrityksille, jotka aloittavat ohjelmallisen mainonnan. Aidatuilla puutarhoilla on myös suuria määriä käyttäjätietoja, joita ne voivat käyttää mainosten tarkkaan kohdentamiseen.

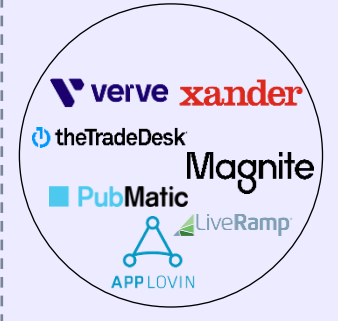
Ne eivät kuitenkaan suinkaan aina ole paras vaihtoehto. Kuten nimitys aidattu puutarha antaa ymmärtää, yritykset eivät ole kovin avoimia sen suhteen, miten mainoksia ostetaan ja myydään, vaan niiden alustat tunnetaan pikemminkin "mustina laatikoina".

Avoimen internetin puolella avoimuus on keino erottautua jättiläismäisistä aidatuista puutarhoista.

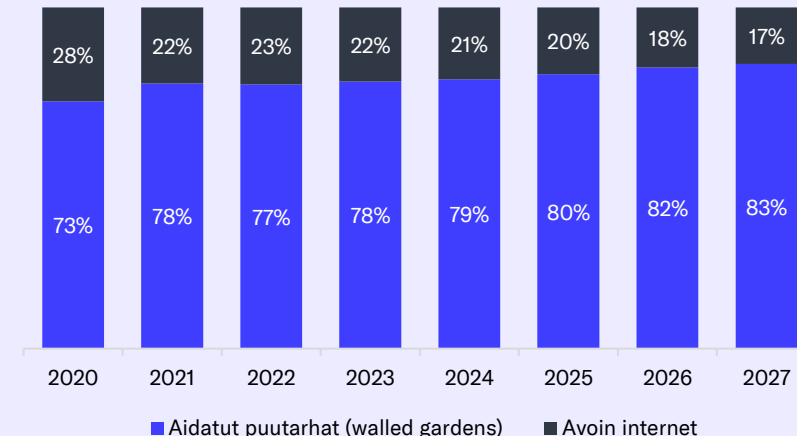
## Aidatut puutarhat (walled gardens)



## Avoin internet



## Market share in digital advertising (Statista)



# Markkinakatsaus – Digitaalinen mainonta (5/8)

Esimerkiksi Verven HyBid SDK on ohjelmisto, jonka mobiilisovellusten kehittäjät voivat integroida sovelluksiinsa myydäkseen mainostilaa automaattisesti. HyBid SDK on avoimen lähdekoodin ratkaisu, joka tarjoaa mobiilisovellusten kehittäjille avoimuutta siitä, miten SDK toimii, mitä käyttäjätietoja se käyttää ja miten se voidaan parhaiten integroida heidän sovelluksiinsa. Toisin sanoen se on avoin laatikko, toisin kuin aidattujen puutarhojen mustat laatikot. Avoimen internetin toimijat ovat usein joustavampia lisäämään ominaisuuksia asiakkaiden toiveiden mukaan. Ne ovat esimerkiksi usein halukkaampia tekemään yhteistyötä asiakkaan valitsemien riippumattomien mittauspalvelujen tarjoajien kanssa.

Alustat valitaan myös kokeilemalla eri alustoja ja vertailemalla niiden suorituskykyä. Mainostaja saattaa rekisteröityä parin eri DSP-palveluntarjoajan alustalle ja ajaa niillä testikampanjoita. Kullekin alustalle kohdennettuja budjetteja voidaan sitten mukauttaa kampanjoiden tulosten mukaan. Hyvin suoriutuvilla alustoille osoitetaan enemmän rahaa, ja heikosti suoriutuvat alustat jätetään kokonaan pois.

Myös julkaisijat voivat tehdä samoin. He voivat kokeilla paria eri tarjontapuolen alustaa ja seurata tuloksia. Otetaan esimerkiksi ruotsalainen uutissivusto Aftonbladet. Lehden verkkosivustoilla vieraillessa ja siellä olevia mainoksia tutkiessa huomaa, että yksi mainoksista osoitteesta adns.com, joka kuuluu Xandrille (Microsoftin omistama mainosalusta). Hieman alempana on toinen mainos, joka tulee Google Adsin kautta. Useiden palveluntarjoajien käyttäminen antaa julkaisijoille mahdollisuuden vertailla eri palveluntarjoajien suorituskykyä. Useiden SSP-tarjoajien käyttäminen auttaa myös täyttöasteessa eli sen varmistamisessa, että jokainen käytettävissä oleva mainospaikka saadaan myytyä. Tämä eri alustojen kokeilukäytäntö korostaa, miksi pysyvyysaste on hyödyllinen indikaattori.

Merkittävä rakenteellinen kehityskulku on ostopolkujen optimoinnin (SPO) kiihtyminen, minkä myötä suuret mainostajat ja toimistot vähentävät tarkoituksellisesti ohjelmallisen ostamisen kumppaneidensa määrää ja keskittävät kulutusta harvemmille ja suuremmille alustoille. Tämä konsolidaatiopaine luo vastatuulta pienemmille erikoistuneille toimijoille, mutta on mielestämme yleisesti ottaen suotuisa integroiduille, koko arvoketjun kattaville toimijoille, kuten Vervelle, jotka voivat saada suuremman osuuden transaktiomarginaalista helpottamalla huutokaupan molempia osapuolia. Näkemyksemme saa tukea Verven johtavista SPO-sijoituksista in-app-mainonnassa, jossa yhtiö on Picalaten H2/2024:n SPO-sijoitusten mukaan ensimmäisellä sijalla Yhdysvalloissa, Kanadassa, Japanissa ja Singaporessa. Tämä viittaa siihen, että SPO:ta hyödyntävät ostajat keskittävät aktiivisesti mainosbudjettejaan Verven alustalle sen ydintoimialoilla.

## ATT uutena normaalina, GAID-käänteet

Applen huhtikuussa 2021 käyttöön ottama App Tracking Transparency (ATT) -kehys edellytti iOS-sovelluksilta käyttäjän lupaa ennen laitteen mainostunnisteen (IDFA) käyttöä. Alkuperäinen vaikutus oli vakava, sillä se vaikeutti merkittävästi iPhone-käyttäjien kohdentamista. Markkina on kuitenkin sittemmin sopeutunut täysin. ATT:n hyväksymisaste on vakiintunut noin 30 %:iin suurimmilla markkinoilla, ja mainosteknologiatoimiala on rakentanut kohdentamis- ja attribuutioinfrastruktuurin uudelleen kontekstisidonnaisten signaalien, kohorttipohjaisten menetelmien ja probabilistisen mallinnuksen ympärille. ATT on nyt yksinkertaisesti toimintaympäristö, ei enää akuutti häiriö.

Google on myös käytännössä hyllyttänyt vastaavan suunnitelmansa poistaa Google Advertising ID:n (GAID) käytöstä Androidilla. Privacy Sandbox for Android -aloite, jonka tarkoituksena oli korvata GAID yksityisyyttä

suojaavilla API-rajapinnoilla, on merkittävästi menettänyt prioriteettiaan kehittäjäyhteisön vastustuksen ja viranomaisten valvonnan vuoksi. Vuodesta 2025 alkaen GAID on edelleen täysin toiminnassa, mikä on merkittävä positiivinen kehitys sovelluksen sisäiselle mainonnalle Androidilla, joka on maailman suurin mobiilikäyttöjärjestelmä laitemäärän perusteella. Vakautuneen ATT-dynamiikan ja GAIDin jatkuvuuden yhdistelmä tarkoittaa, että sovelluksen sisäinen kohdentamisympäristö on olennaisesti suotuisampi kuin mitä vuosina 2023–2024 ennakoitiin.

## Googlen evästekäytännön kumoaminen on tärkein markkinakehitys sitten ATT:n

Digitaalisen mainonnan ala käytti suuren osan vuosista 2021–2024 valmistautuen maailmaan ilman kolmannen osapuolen evästeitä Google Chromessa. Google oli sitoutunut saattamaan poistamisen päätökseen vuoteen 2025 mennessä, mikä olisi ollut mullistavaa Chromen noin 65 %:n globaalien selainmarkkinaosuuden vuoksi. Tämä odotus muokkasi merkittäviä tuoteinvestointeja koko toimialalla, mukaan lukien Verven omat tunnisteettomien kohdentamisratkaisujen kehitystyöt.

Heinäkuussa 2024 Google ilmoitti perustavanlaatuisesta käänteestä. Sen sijaan, että Google olisi poistanut kolmannen osapuolen evästeet kokonaan, se siirtyi "käyttäjän valinta" -malliin, jossa Chrome-käyttäjille esitetään kehoitus tehdä tietoon perustuva päätös seurantamielityksistä, samalla kun evästeiden toiminnallisuus säilyy niille, jotka eivät kieltäydy. Tämä kehittäjäekosysteemin vastustuksen, Iso-Britannian kilpailu- ja markkinaviranomaisen (CMA) tarkastelun sekä Privacy Sandbox API:en käytännön monimutkaisuuden aiheuttama muutos tarkoittaa käytännössä sitä, että kolmannen osapuolen evästeet säilyvät Chromessa lähitulevaisuudessa.

# Markkinakatsaus – Digitaalinen mainonta (6/8)

Käänteinen syveni vuoden 2025 läpi. Huhtikuussa Google vahvisti, ettei se esitä evästeiden suostumuskehotteita, vaan evästeet pysyvät oletusarvoisesti päällä. Lokakuuhun mennessä Google luopui kokonaan Privacy Sandbox -aloitteesta ja sulki virallisesti API:t, joiden oli tarkoitus korvata kolmannen osapuolen evästeet kuuden vuoden kehitystyön jälkeen.

Vaikutukset ovat vivahteikkaita. Vaikka akuutti kriisi on ohi, rakenteellinen muutos pois sivustojen välisestä käyttäjien seurannasta pysyy ennallaan. Safari ja Firefox estävät jo kolmannen osapuolen evästeet oletuksena, mikä tekee noin 35 % selainliikenteestä käytännössä evästeetöntä.

Lisäksi GDPR:n ja CCPA:n nojalla suostumusprosentit seurantaevästeiden käyttöön jatkavat laskuaan. Markkina on siirtymässä monisignaalisesta maailmaan, ei binääriseen ”evästeet päällä/pois” -tilaan. Verven osalta evästeiden palautuminen vähentää maltillisesti lähiajan häiriöiden riskiä, mutta ei vähennä ensimmäisen osapuolen datavarantojen, kontekstuaalisten ratkaisujen ja tunnistettoman infrastruktuurin pitkän aikavälin strategista arvoa. Nämä toimivat nyt perinteisen evästepohjaisen kohdentamisen rinnalla, eivät sen korvaajina.

## Agenttitekoäly: seuraava askel mediamyynnissä

Tekoälystä on nopeasti tullut keskeinen kilpailutekijä ohjelmallisessa mainonnassa. Kyky ottaa koneoppiminen käyttöön tarjousoptimoinnissa, yleisön kohdentamisessa ja kampanjoiden mittaamisessa ei ole enää erottava tekijä, vaan perusvaatimus.

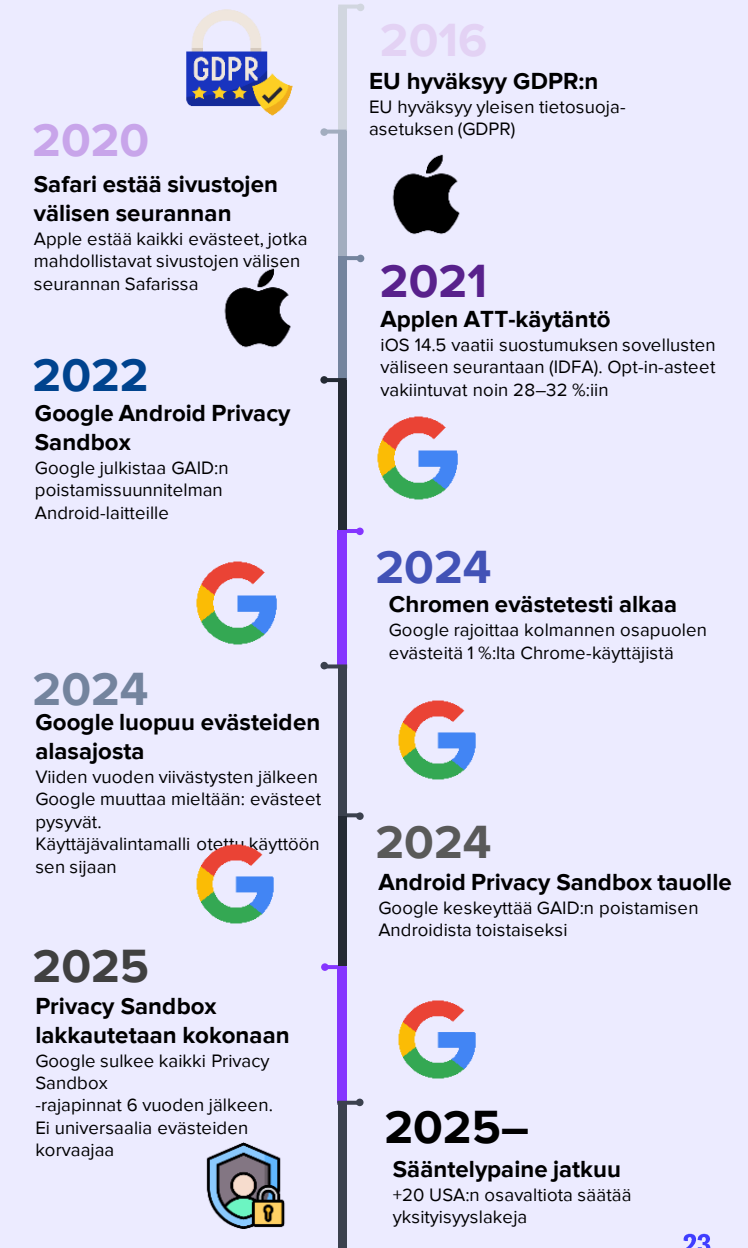
Seuraava kehitysaskel on agenttitekoäly, jossa tekoälyjärjestelmät eivät ainoastaan optimoi kampanjoita, vaan suunnittelevat, toteuttavat ja hallinnoivat niitä kokonaisvaltaisesti minimaalisella ihmisen osallistumisella. Käytännössä mainostaja kuvailee tavoitteensa ja

järjestelmä hoitaa loput. Käyttöönotto on vielä alkuvaiheessa, mutta kiihtyy. Vaikka vain 30 % mainostoimistoista ja brändeistä raportoi tällä hetkellä täysimittaisesta tekoälyn käyttöönnotosta, 53 % odottaa saavuttavansa täysimittaisen käyttöönoton vuoteen 2026 mennessä (IAB State of Data, 2025), mikä viittaa siihen, että muutos on pikemminkin lähitulevaisuutta kuin kaukainen haave.

Avoimen internetin toimijoiden osalta tämä siirtymä suosii yleisesti ottaen kokonaisvaltaisia alustoja pistemäisten ratkaisujen sijaan, sillä autonomiset järjestelmät hyötyvät yhtenäisistä suunnittelu-, osto- ja mittausympäristöistä sen sijaan, että niiden tarvitsisi yhdistellä useita eri toimittajia. Verven integroitu kysyntä- ja tarjontapuolen infrastruktuuri yhdistettynä sen suoriin julkaisijayhteyksiin on uskottava etu tässä yhteydessä. Itse asiassa yhtiö on jo ryhtynyt toimiin, ja siitä tuli ensimmäinen mainosteknologian tarjoaja\* maaliskuussa 2026, joka aktivoi keskusteluaikeeseen signaaleja suurista tekoälykeskustelu-ympäristöistä ohjelmallista kohdentamista varten.

Mahdollisuuteen liittyy kuitenkin merkittävä mutta. Aidatut puutarhat (esim. Google, Meta ja Amazon) ovat itse täysin integroitua alustoja, jotka hallitsevat lähes 80 % digitaalisista mainosmenoista ja investoivat agenttipohjaisiin infrastruktuureihin mittakaavassa, johon yksikään avoimen internetin toimija ei pysty. Jos agenttijärjestelmät vähentävät mainostajien kitkaa ohjata budjetit kokonaan aidattuihin ympäristöihin, avoimen internetin toimijat, voisivat kohdata lisää keskittymispainetta omista tekoälyvalmiuksistaan riippumatta. Agenttijärjestelmiin siirtyminen on Vervelle todellinen mahdollisuus avoimen internetin sisällä, mutta aidattujen puutarhojen määräävästä asemasta johtuva rakenteellinen vastatuuli pysyy rajoittavana tekijänä.

## Yksityisyyden suojan kiristymisen vuosikymmen



# Markkinakatsaus – Digitaalinen mainonta (7/8)

## Tekoälyn luoman sisällön ja avoimen verkon laaturiski

Tekoälyn luoman sisällön räjähdysmäinen kasvu on luonut merkittävän laatuongelman avoimen verkon mainonnalle. Yhä useammat verkkosivustot ovat tekoälypohjaisia sisältötehtaita, joiden heikkolaatuiset sivut on suunniteltu houkuttelemaan ohjelmallisia mainosostoja eikä niinkään aitoja lukijoita.

Basis Technologiesin (2025) mukaan 57 % mainostajista pitää tekoälyn luomaa sisältöä suurena haasteena, ja 54 % uskoo sen heikentäneen median yleislaatua mitattavasti. Mainostajat reagoivat tähän siirtämällä budjetit turvallisempiin ja luotettavampiin ympäristöihin, kuten aidattuihin puutarhoihin, premium-julkaisijoiden suoriin sopimuksiin ja yksityisiin markkinapaikkoihin, erottelemattoman avoimen mainospörssitarjonnan kustannuksella.

Verve on pitkälti suojattu tältä riskiltä. Q4'25:llä 96 % Verven liikevaihdosta tuli mobiilista, ja yhtiön vuoden 2025 CMD:n johdon mukaan in-app-mainonta muodostaa tästä suurimman osan (arvioltamme 90-95 %), ja mobiiliselaimen osuus on huomattavasti pienempi. Sovelluksen sisäiset ympäristöt sijaitsevat kokonaan avoimen verkon inventaarioekosysteemin ulkopuolella, eivätkä AI-sisältötehtaiden lisääntyminen vaikuta niihin rakenteellisesti. Vastaavasti avoimen verkon julkaisijoita kohtaava riski, jossa viittausliikenne vähenee tekoälyavustajien, kuten ChatGPT:n ja Googlen AI-tiivistelmien, vastatessa hakukyselyihin suoraan ilman, että käyttäjät klikkaavat verkkosivustoille, on vaikutuksiltaan rajallinen Vervelle.

Verven laadukas asema sen ydinliiketoiminnassa in-app-tarjonnassa lisää entisestään suojaa. Jounce Median (2023) tutkimuksen mukaan Vervellä on suurin osuus parhaimmasta mobiilimainosinventariosta Yhdysvalloissa,

mitä tukevat sen suorat SDK-tason julkaisijaintegraatiot HyBidin kautta. Koska 68 % media-asiantuntijoista uskoo nyt, että mainostila tulisi merkitä "varmennetuksi ihmisen luomaksi" tai "tekoälyauditoiduksi" (IAS AI B2B Study, 2025), uskottavasti tarjonnan laadun takaavat toimijat, ovat paremmissa asemassa, sillä markkinat arvostavat yhä enemmän varmennetun premium-mainostilaa hyödykemyynnin sijaan.

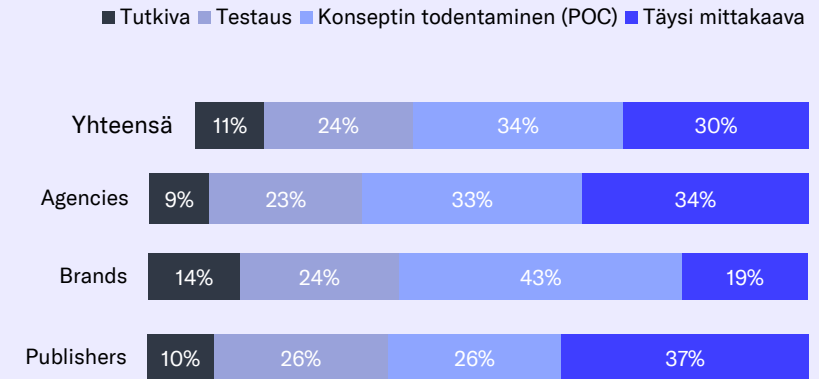
## Mainostaminen tunnisteettomassa ja evästeettömässä maailmassa

Kolmannen osapuolen evästeet ja tunnisteet ovat jo useiden vuosien ajan olleet verkkomainonnan selkäranka, ja niiden avulla on voitu seurata käyttäjiä eri verkkosivustoilla ja luoda yksityiskohtaisia profileja heidän selaustottumuksistaan ja kiinnostuksenkohteistaan. Tämä teki kohdennetusta mainonnasta suhteellisen suoraviivaista mainostajille.

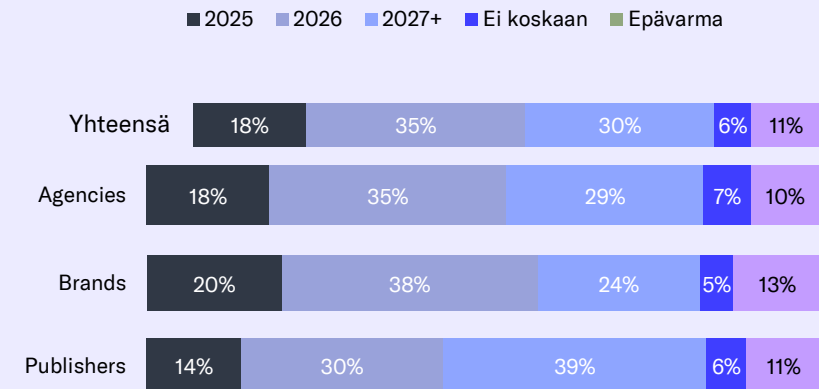
Kuten mainittu, Googlen evästekäytännön kumoamisen, Applen ATT-viitekehityksen ja Androidin Privacy Sandboxin toistaiseksi lykkäämisen myötä tunnistekehittä on kuitenkin tuottanut lopputuloksen, joka on vivahteikkaampi kuin "evästeeton maailma", johon ala valmistautui vuosia. Kolmannen osapuolen evästeet säilyvät Chromessa, GAID on edelleen toiminnassa, ja ATT:n opt-in-asteet ovat vakiintuneet noin 30 %:iin iOS-käyttäjistä. Akuutti kriisi on siis takanapäin.

Jäljelle jää rakenteellinen hajanaisuus. Yksikään tunniste ei toimi täydessä laajuudessaan kaikissa ympäristöissä. Esimerkiksi evästeitä ei ole Safarissa ja Firefoxissa, IDFA on rajoitettu iOS:ssä, ja sääntelypainee EU:ssa, UK:ssa ja USA:ssa rajoittavat edelleen tiedonkeruukäytäntöjä. Avoimessa internetissä toimivien mainostajien on hallittava erilaisia signaaleja, jotka vaihtelevat ensimmäisen osapuolen datasta ja probabilistisesta mallinnuksesta kohorttikohdentamiseen sekä datapuhdastiloihin.

## Tekoälyn nykyinen käyttöönotto mediakampanjasyklissä



## Odotettu aika tekoälyn täysimittaiseen käyttöönottoon mediakampanjan elinkaaressa



# Markkinakatsaus – Digitaalinen mainonta (8/8)

Kontekstuaalinen mainonta on kokenut merkityksellisen strategisen uudelleenarvioinnin tässä hajanaisessa ympäristössä. Sitä ei enää pidetä väliaikaisena vararatkaisuna tilanteisiin, kun tunnisteita ei ole saatavilla, vaan se on rakenteellisesti kestävä menetelmä, joka toimii riippumatta suostumuksen tilasta, evästeiden saatavuudesta tai tunnistekäytännöstä.

## Kontekstuaalisen mainonnan rakenteellinen erilaisuus

Nykyaikainen kontekstuaalinen mainonta analysoi verkkosivujen tai sovellusten sisältöä aina avainsanoista, aiheesta, mielialasta ja semanttisesta merkityksestä alkaen. Tavoitteena on näyttää mainoksia, jotka ovat saumattomasti linjassa käyttäjän kulloinkin aktiivisesti kuluttaman sisällön kanssa. Kontekstuaaliset mainokset voidaan kohdentaa käyttäjille vuorokaudenajan ja heidän ajankohtaisten kiinnostuksenkohteidensa perusteella. Esimerkiksi valmisruoan tai ruoanlaittosovelluksen mainos voisi ilmestyä keskipäivällä, kun ihmiset alkavat miettiä päivällistä, tai kirjainoksia voitaisiin näyttää lukupiirisivustolla. Toisin kuin käyttäytymiseen perustuva kohdentaminen, se ei vaadi käyttäjätason seurantatietoja, mikä tekee siitä luonnostaan tietosuojamääräysten mukainen (esim. GDPR, CCPA ja ympäri maailmaa syntyvä sääntely).

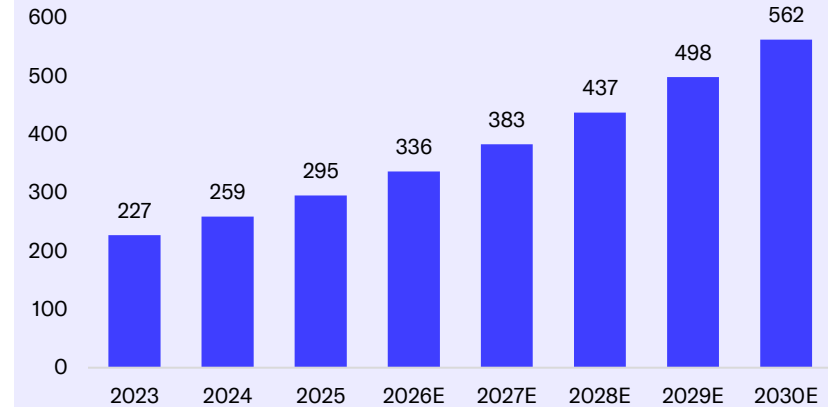
Globaalin kontekstuaalisen mainonnan markkinoiden ennustetaan kasvavan noin 230 miljardista dollarista vuonna 2023 ~560 miljardiin dollariin vuoteen 2030 mennessä, mikä vastaa 14 %:n vuotuista kasvuvauhtia (Statista). Tätä kasvua ei aja ensisijaisesti evästeiden poistumiseen liittyvä narratiivi (joka on osittain laantunut Googlen peruutuksen myötä), vaan perustavanlaatuisen tunnistus siitä, että kontekstipohjaiset signaalit tuottavat

positiivisen sijoitetun pääoman tuoton kaikissa mainostilalajeissa. Kontekstuaalinen mainonta toimii sovelluksissa, CTV:ssä, audiossa ja avoimessa verkossa ilman käyttäjätason seurantatietoja, mikä tekee siitä yleisimmin sovellettavissa olevan yksityisyyden suojaa kunnioittavan kohdentamismenetelmän.

Kontekstuaalisen mainonnan suorituskyky on vahvistunut merkittävästi tekoälypohjaisen semanttisen analyysin kehityksen myötä. Nykyaikaiset kontekstuaaliset järjestelmät luokittelevat sisältöä reaaliaikaisesti ja yksityiskohtaisesti. Tämä mahdollistaa mainosten kohdentamisen laajojen aihepiirikategorioiden lisäksi myös täsmällisiin toimituksellisiin konteksteihin, kuten tuoreisiin urheilu-uutisiin, rahoitusmarkkinakommentteihin ja tuotearvosteluihin, joilla on usein vahva yhteys ostoaikaisiin. Tämä semanttinen tarkkuus kaventaa merkittävästi sitä suorituskykyeroa käyttäytymiseen perustuvaan kohdentamiseen verrattuna, joka oli aiemmin tyypillinen pelkkiin avainsanoihin perustuville kontekstijärjestelmille.

Verven Moments.AI-ratkaisun on riippumattomasti validoitu tarjoavan merkittävästi paremman kontekstuaalisen kohdentamisen suorituskyvyn vaihtoehtoihin verrattuna. Tämä pätee erityisesti aikaherkissä ympäristöissä – kuten urheilussa, uutisissa ja viihteessä – joissa sisällön tuoreus on ratkaisevaa mainostajan relevanssille.

Globaali kontekstuaalinen mainonta (mrd. dollaria)  
2023–2030



## Kontekstuaalinen mainonta



Ei käytä kolmannen osapuolen evästeitä



Kohdennus käyttäjän nykyisen kiinnostuksen mukaan



Kohdistaa mainokset asiayhteyteen sopivaan ja turvalliseen sisältöön



Helppo skaalata



Tietosuojasäännösten kuten GDPR:n ja CCPA:n mukaista

# Verven strategia ja taloudelliset tavoitteet (1/4)

## Full-stack-alustaosaaminen ja markkinaosuuksien kasvu

Verven keskeinen strateginen tavoite on vahvistaa asemaansa itsenäisenä full-stack-mainosalustana suurten aidattujen puutarhojen ulkopuolella. Yhtiön tavoitteena on ottaa markkinaosuutta erittäin pirstoutuneilla ohjelmallisen mainonnan markkinoilla hyödyntämällä sen kokonaisvaltaista tarjoomaa, joka kattaa SSP-, mainospörssi- ja DSP-ominaisuudet. Vertikaalinen integraatio antaa Vervelle mahdollisuuden tarjota vahvaa data-analyysiä, parempaa hinnoittelua ja läpinäkyvämpää attribuutiota verrattuna kilpailijoihin, jotka toimivat vain yhdessä arvoketjun osassa. Johto on korostanut, että markkinaosuuden kasvattaminen on edelleen keskeinen prioriteetti erityisesti nopeasti kasvavilla segmenteillä, kuten in-app-mainonnassa, CTV:ssä ja retail-mediassa, joissa yhtiö on vahvistanut kyvykkyytään sekä orgaanisten aloitteiden että yritysostojen kautta.

## Monikanavainen lähestymistapa kehittyvissä formaateissa

Keskeinen osa Verven markkinoillemeno-strategiaa on palvella mainostajia kaikissa relevanteissa uusissa formaateissa ja kanavissa suorien tarjontaintegraatioiden kautta. Verve toimii tällä hetkellä mobiilisovelluksissa, CTV:ssä, retail-mediassa, digitaalisessa ulkomainonnassa (DooH) ja audio/podcast-kanavissa kattaen koko kirjon kehittyviä ohjelmallisen mainonnan kanavia. Mobiili on edelleen hallitseva ja kypsä kanava, jolla on pääsy noin kahteen miljardiin matkapuhelimeen ja 65 000 in-app-integraatioon, kun taas CTV on vahva ja kasvava vaikuttaja. Retail-media, DooH ja audio edustavat Verven tulevia kanavainvestointeja, joilla kaikilla on vahva taustalla oleva markkinakasvu. Ylläpitämällä suoria julkaisijasuhteita kaikissa formaateissa sen sijaan, että Verve luottaisi jälleenmyyntiin mainostilaan, se pyrkii tarjoamaan enemmän läpinäkyvyyttä, paremman hinnoittelutehokkuuden ja parempia tuloksia mainostajille.

## Vertikalisaatio toimialoittain

Monikanavaisten tavoitteidensa ohella Verve syventää strategiaansa vertikalisaation avulla kehittämällä räätälöityjä ratkaisuja tietyille asiakastoimialoille, mukaan lukien

kulutustavarat, vähittäiskauppa, lääketiede ja terveys sekä media ja viihde. Logiikka on yksinkertainen: koska näiden toimialojen mainostajilla on erilaiset kampanjatarjoimet, mittaukset ja sääntelyrajoitukset, syvällisen toimialafokuksen alusta voi tuottaa merkittävästi parempia tuloksia kuin yleisratkaisu. Verven Acardo-yritysosto vahvistaa tätä lähestymistapaa lisäämällä myyntipisteiden vähittäiskaupan mediakyvykkyys, yhdistäen digitaalisen mainosnäkyvyyden suoraan mitattavissa oleviin myymälä- ja verkkokuluttajatoimiin, mikä on erityisen houkutteleva ehdotus kuluttajatuote- ja vähittäiskaupan mainostajille.

## Asema yksityisyysuojapainotteisessa tulevaisuudessa

Keskeinen osa Verven strategiaa on johtaa siirtymistä yksidyisyysuojaa edellä toimivaan, tunnisteettomaan mainosympäristöön. Vaikka Google perui odottamattomasti kolmannen osapuolen evästeiden käytöstä poiston, tunnisteikkojen osuva rakenteellinen paine säilyy. Tämä johtuu maailmanlaajuisesti tiukentuvasta yksityisyysuojaa koskevasta sääntelystä ja kuluttajien muuttuvista asenteista tiedon jakamista kohtaan. Verve on investoinut voimakkaasti yksityisyysuojaa kunnioittaviin kohdentamisratkaisuihin, jotka eivät ole riippuvaisia yksittäisen alustan käytännöistä. Sen lippulaivaratkaisu, ATOM, käyttää tekoälymalleja käyttäjien laitteissa (Verven SDK:iden kautta) luokitellakseen käyttäjät kohortteihin lähettämättä henkilökohtaisia tietoja pois laitteesta. Tämä tarkoittaa, että Verve voi kohdentaa mainoksia tehokkaasti, vaikka noin 75 % iOS-käyttäjistä kieltäytyisi seurannasta. Verven syyskuussa 2025 toteutettu Captifyn osto lisäsi valtavan hakuaietietokokonaisuuden (jopa 1 mrd. kyselyä/päivä), joka tarjoaa käyttäytymissignaaleja ilman evästeitä. Yhdistettynä omien pelien ja sovellusten ensimmäisen osapuolen dataan, Jun Groupin nollaosapuolen dataan ja SDK-julkaisijaintegraatioista saatuihin käyttäytymissignaaleihin, Vervellä on laaja valikoima yksityisyysuojaa kunnioittavia kohdentamissignaaleja. Tämä puolestaan antaa yhtiölle mahdollisuuden toteuttaa kohdennettua mainontaa laajassa mittakaavassa noudattaen samalla kehittyviä tietosuojastandardeja.

## 1 Monikanavainen lähestyminen



Mobiili



CTV



Vähittäiskauppa



DOOH



Audio

Suoran tarjonnan fokus - kaikki relevantit formaatit ja kanavat

### Strateginen painopiste

- Kaikkien uusien formaattien tarjoaminen suorien julkaisijaintegraatioiden kautta
- Mobiili, CTV, retail-media, DooH ja audio
- Lisää läpinäkyvyyttä, monikanavainen kattavuus, suora julkaisijayhteys mainostajille

### Kanavamarkkinoiden kasvu (CAGR)

Retail-media	18% CAGR 2025–2028
CTV	13–18% CAGR 2024–2028
Mobiili	8–9% CAGR 2025–2030

## 2 Vertikalisaatio toimialoittain



Digitaaliset brändit



CPG



Lääketiede ja terveys

Vertikalisaatio

### Strateginen painopiste

- Omien vertikaalisten myyntitiimien rakentaminen toimiala-osaamisella, mahdollistaa syvemmän sitoutumisen sekä mainos-toimistojen että suorien asiakkaiden kanssa toimialan KPI-mittareissa
- Toimialakohtainen syvä osaaminen tuottaa parempia tuloksia, ja asiakkaat saavat ratkaisuja, jotka on räätälöity heidän erityistavoitteidensa ja vaatimustensa mukaisesti

### Keskeiset vertikaalit

Digitaaliset brändit	Alakohtaiset kampanjat
Kuluttajatuotteet (CPG)	Lisämyynti, ostoskoriin lisääminen
Lääketiede ja terveys	Potilaiden tavoittaminen, kustannustehokkuus

# Verven strategia ja taloudelliset tavoitteet (2/4)

Johto näkee tämän kilpailuetuna, joka kasvattaa markkinaosuutta alan siirtyessä pois vanhoista seurantamenetelmistä ja arvostaessa yhä enemmän yksityisyyttä.

## Strategiset yritysostot osaamiskuilujen täyttämiseksi

Vaikka orgaaninen kasvu pysyy ensisijaisena painopisteenä, valikoiduilla yritysostoilla on edelleen strateginen rooli Verven toimintatavoissa. Jun Groupin yritysosto (heinäkuu 2024) toi mukanaan suorat brändi-/toimistosuhteet ja videomainosformaatit, kun taas Captify (syyskuu 2025) lisäsi globaaleja mainostaja-asiakkaita ja hakudataa, ja Acardo (syyskuu 2025) lisäsi myyntipisteiden (POS) retail-mediaa. Yhdessä nämä hankinnat parantavat Verven arvoketjun asemointia yhdistämällä kuluttajan aikomuksen (hakudata), mainosnäytön (Verven monikanavainen alusta) ja kuluttajan toiminnan (myyntipisteellä). Johto on ilmoittanut pysyvänsä opportunistisena yritysostojen suhteen, jos strateginen sopivuus on selkeä ja arvostukset houkuttelevia, vaikka lähijajan painopiste on orgaanisessa tekemisessä.

## Myyntivoiman laajentaminen ja asiakasläheisyys

Verve on tehnyt myyntivoiman laajentamisesta strategisen prioriteetin vuosille 2025–2026, sillä se tiedostaa, että suorat asiakassuhteet tuottavat korkeampia katteita ja paremman asiakaspidon. Captifyn ja Acardon hankinnat toivat noin 45 kokenutta myyjää avainmarkkinoille (USA, UK, Australia, Saksa), ja johto aikoo edelleen kasvattaa myyntiorganisaatiotaan orgaanisesti. Tämä tukee Verven tavoitetta syventää suhteita suuriin mainostajiin ja toimistoihin erityisesti retail-median ja kulutustavaroiden kaltaisilla korkean arvon vertikaaleilla. Erityisesti on huomattava, että vuoden 2025 toiminnallisista haasteista huolimatta Verve säilytti erittäin korkean asiakaspysyvyyssasteen (99 %) Q4'25:llä, mikä osoittaa sen asiakassuhteiden vahvuuden. Käytännössä Verve aikoo kasvattaa yhdysvaltalaisen myyntipäällikköiden määrän noin

35:stä vuoden 2025 alussa noin 150:een vuoden 2026 loppuun mennessä. Taustalla on ajatus, että paikalliset ja toimialakohtaiset myyntitavat edistävät tehokkaampaa markkinoille pääsyä ja vahvempaa asiakasuskollisuutta.

## Maantieteellinen laajentuminen, fokus Euroopassa

Yhdysvallat hallitsee tällä hetkellä Verven liikevaihtoa 76 %:n osuudella kokonaisliikevaihdosta, Euroopan osuus on 12 % ja muun maailman 12 %. Siirryttyään pelialalta mainosteknologiaan jenkkimarkkinat ovat olleet Verven ensisijainen strateginen painopiste, sillä USA ei ole ainoastaan maailman suurin mainosmarkkina, vaan se tarjoaa myös vahvemman skaalautuvuuden muihin alueisiin verrattuna. Eurooppa edellyttää hajanaista, maakohtaista toimijakenttien vuoksi, kun taas Aasian ja Latinalaisen Amerikan markkinat tuottavat tyypillisesti alhaisempia CPM-hintoja ja pienempiä tulovirtoja maata kohden.

Vaikka USA on edelleen strateginen painopistealue, ja johto on nimenomaisesti sitoutunut panostamaan näihin markkinoihin vuosina 2025–26, Verve on yhä enemmän priorisoinut kansainvälistä laajentumista keskeisenä kasvun veturina. Vuonna 2025 yhtiö keskittyi vahvistamaan markkina-asemaansa Iossa-Britanniassa, Skandinaviassa, Brasiliassa ja Meksikossa, ja suunnitelmissa on laajentua 3–5 uudelle markkina-alueelle vuonna 2026. Pidemmälle tulevaisuuteen katsoen johto on tunnistanut APAC-alueen seuraavaksi suureksi maantieteelliseksi laajenemiskohteeksi vuosille 2026–27. Johto tiedostaa, että orgaaninen markkinoille tulo voi olla haastavaa ja aikaa vievää, mikä tekee pienistä, strategisista yritysostoista arvokkaan työkalun alueelle tulon nopeuttamiseksi, vaikka pääpaino onkin orgaanisessa kasvussa. Acardo-yritysosto (syyskuu 2025) on esimerkki tästä lähestymistavasta, sillä se vahvistaa jalansijaa Saksan markkinoilla ja rakentaa samalla retail-mediakyvykkyksiä laajemmin Euroopassa.

3

## Yksityisyys edellä ja laatustandardit



Tunnisteeton, yksityisyys luonnostaan

### Strateginen painopiste

- Kuluttajien yksityisyyden ja mainostajien odotusten yhteensovittaminen ATOM: AI-kohortit laitteella, tunnisteettomat (noin 75 % iOS-käyttäjistä kieltäytyy)
- Korkeimpien laatustandardien täyttäminen sekä tunnisteettoman että tunnisteisiin perustuvan kohdentamisen avulla
- Ensimmäisen osapuolen data (pelit/SDK:t), nollaosapuolen data (Jun Group) ja Captifyn hakuaike

### Tärkeimmät yksityisyystuotteet

<b>ATOM 3.0</b>	Laitteella · Yli 20 000 sovellusintegraatiota
<b>Moments.AI</b>	Kontekstuaalinen kohdentaminen · Tunnisteeton ja evästeetön
<b>Jun Group</b>	Nollaosapuolen data · opt-in-tutkimukset

4

## Myyntiorganisaatio ja maantieteellinen laajentuminen



### Strateginen painopiste

- 35 → 150 myyntipäällikköä USA:ssa 12/2026 mennessä
- 2025: UK, Skandinavia, Brasilia, Meksiko · 2026e: 3–5 uutta markkinaa
- 2026/27: APAC on seuraava suuri laajentumiskohde

### Laajentumisen aikajana

<b>2025/26: USA + Eurooppa + LATAM</b>	Ydinalueiden+uusien vahvistaminen
<b>2026e: 3–5 uutta markkinaa</b>	Paikallinen myyntitapa
<b>2026/27: APAC</b>	Seuraava suuri laajentumiskohde

# Verven strategia ja taloudelliset tavoitteet (3/4)

## Taloudelliset tavoitteet

Verven keskipitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat seuraavat:

- Kasvu: vuotuinen liikevaihdon kasvu 25-30 % (CAGR) 3–5 vuoden aikajänteellä.
- **Kannattavuus:** Oik. käyttökate 30–35 %. Käyttökate on oikaistu kertaluonteisilla kuluilla.
- **Kannattavuus:** Oik. liikevoitto 20–25 %. Liikevoitto on oikaistu kertaluonteisilla kuluilla ja PPA-poistoilla.
- **Velkaantumisaste:** Pro forma velkaantumisaste 1,5–2,5x.
- **2028/2029 talousluvut:** Liikevaihto yli miljardi euroa ja oikaistu käyttökate yli 330 MEUR (33 %:n marginaali), josta 80 % liikevaihdon kasvusta pitäisi olla orgaanista.

## Liikevaihdon kirjauskäytännön muutos 2025 ja sen vaikutukset taloudellisiin tavoitteisiin

Verve muutti Q3'25:llä liikevaihdon tuloutuskäytäntöään alustojen yhdistämisen jälkeen. Nyt yhtiö raportoi IFRS 15:n mukaisesti siirretyiltä sovellusalustoiltaan – jotka muodostavat suurimman osan sen liikevaihdosta – kertyneen liikevaihdon bruttoperusteisesti neton sijaan. Tämän muutoksen seurauksena raportoitu liikevaihto ja bruttokulut kasvavat, kun taas tulos (EBITDA/EBIT) pysyy ennallaan. Tämä puolestaan tarkoittaa, että liikevaihdon kirjauskäytännön muutos painaa raportoituja katteita, ja uskomme Verven päivittävän taloudelliset tavoitteensa huomioimaan tämän. Tästä huolimatta olemme oikaisseet Verven vuoden 2025 liikevaihdon ja katteet vastaamaan ennen tuloutuskäytännön muutosta käytettyä laskentatapaa, jotta voimme arvioida yhtiön suorituskykyä

sen nykyisiin tavoitteisiin nähden ja parantaa vertailukelpoisuutta.

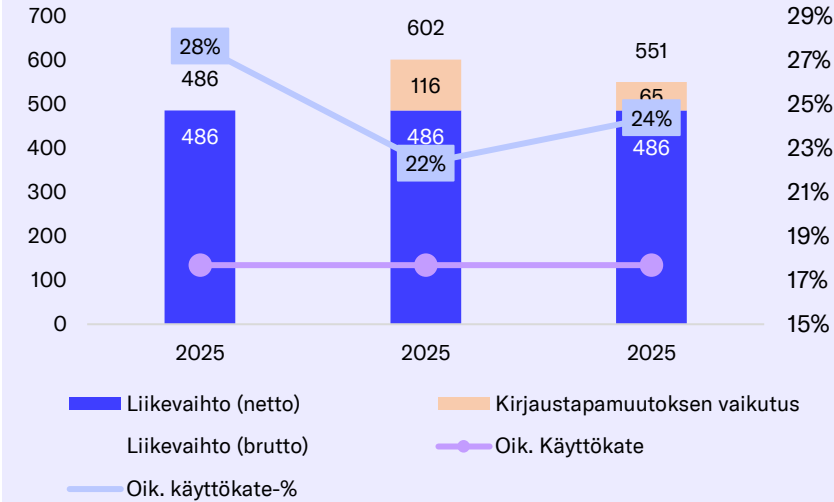
## Toteuma suhteessa tavoitteisiin

Vertailtaessa liikevaihtotavoitetta edellisten vuosien tuloksiin havaitsemme, että kokonaiskasvu ylitti tavoitteen selvästi vuosina 2020–2021. Tämä johtui osittain Verven yritysostoista, mutta myös vahvasta orgaanisesta kasvusta. Vuoden 2022 lopussa ja vuoden 2023 aikana mainosympäristö kuitenkin muuttui makrotaloudellisen ympäristön huonontuessa, mikä vaikutti kielteisesti mainosten kysyntään ja CPM:iin. Näin ollen Verven kasvu hidastui huomattavasti ja jäi alle tavoitteen vuonna 2023. Liikevaihdon kasvu kuitenkin palasi laajemman mainosmarkkinan mukana vuonna 2024 orgaanisen kasvun ollessa 25 %. Vuonna 2025 Verve koki yrityskohtaisia haasteita (alustojen yhdistämiseen liittyvät ongelmat), jotka yhdessä mainoskulutuksen pehmenemisen kanssa, erityisesti vuoden 2025 ensimmäisellä puoliskolla eskaloituvien kauppa- ja tullikonfliktien vuoksi, painoivat sen kasvua. Neljän vuoden liikevaihdon CAGR on siten 14 %, mikä alittaa yhtiön 25–30 %:n tavoitteen 3–5 vuoden aikajänteellä.

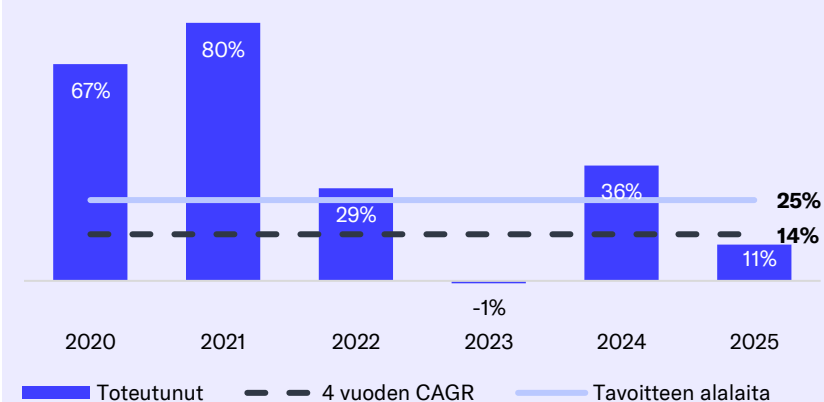
Jatkossa arvioimme liikevaihdon kasvutavoitteen olevan melko kunnianhimoinen, varsinkin kun suurimman osan pitäisi olla orgaanista, kun otetaan huomioon nykyisen makroympäristön näkymät, geopoliittiset riskit, ohjelmallisen mainosmarkkinan kokonaiskasvu (~8 %), mobiilisovellusten sisäinen mainonta (~9 %, Verven suurin liikevaihdon lähde) ja CTV (~15 %). Näkemyksemme liian kunnianhimoisesta liikevaihtotavoitteesta vahvistaa entisestään se, että uskomme Vervellä olevan nykyisen velkavipunsa vuoksi kapasiteettia vain pienempiin yritysostoihin tulevina vuosina.

## Marginaalivaikutus liikevaihdon tuloutusperiaatteen muutoksen jälkeen

Nettoliikevaihto, bruttoliikevaihto, raportoitu liikevaihto (MEUR), 2025



## Liikevaihdon kasvu vs. tavoitteen alalaita 2020–2025



# Verven strategia ja taloudelliset tavoitteet (4/4)

Ennen Verve Groupin kannattavuuden arviointia suhteessa sen nykyisiin tavoitteisiin on tärkeää huomata, että yhtiö nosti kannattavuustavoitteitaan vuoden 2024 puolivälissä. Jun Groupin oston jälkeen yhtiö nosti oikaistun käyttökateavoitteensa (25–30 % -> 30–35 %) ja oikaistun liikevoittotavoitteensa (15–20 % -> 20–25 %). Jun Group oli Vervelle merkittävä yritysosto (noin 40 % Verven markkina-arvosta ostohetkellä), ja sen oikaistu EBITDA-marginaali oli 45–50 %. Korkeampi katetaso tuki konsernitason tavoitteiden nostoa.

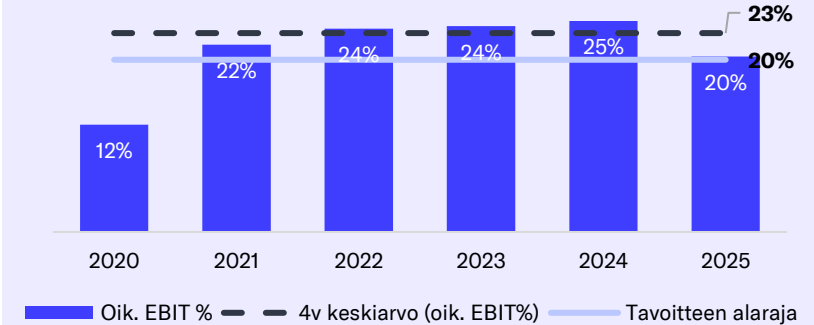
Tätä taustaa vasten Verven oikaistut käyttökatemarginaalit ovat pysyneet alle tavoitteen alarajan 30 %, paitsi vuosina 2023 ja 2024. Ne ylittivät kuitenkin aiemman tavoitteen alarajan 25 % vuosina 2021–2025. Oikaistun liikevoiton osalta Verve alitti aiemman tavoitehaarukan vuonna 2020 pääasiassa lisääntyneiden mediatoimialan investointien vuoksi. Yritysostojen integroinnin ja liikevaihtosinergioiden realisoinnin myötä Verve kuitenkin paransi kannattavuuttaan ja on sittemmin ylittänyt sekä vanhat että uudet oikaistun liikevoiton tavoitteet. Siksi pidämme 20–25 %:n oikaistua liikevoittotavoitetta kohtuullisena Vervelle tulevana vuosina (nettoliikevaihdosta).

Vuodesta 2019 lähtien Verven raportoitu nettovelan suhde oikaistuun käyttökatteeseen on kasvanut tasaisesti useiden erityisesti media-alalla tehtyjen yritysostojen vuoksi. Q4'25:llä suhdeluku oli 3,3x, mikä ylitti yhtiön tavoitehaarukan. Vastaava pro forma -luku, joka sisältää ostettujen liiketoimintojen täyden taloudellisen tiedon vuodelta 2025, oli 3,0x. Kasvu vuoden 2024 tasosta 2,4x johtui osittain vuoden aikana tehdyistä yritysostoista ja osittain alhaisemmasta tuloksesta, joka johtui alustojen yhdistämisestä. Tämä aiheutti muun muassa häiriöitä

nykyisten asiakkaiden skaalaamisessa ja lisäsi infrastruktuurikustannuksia. Lisäksi johdon mukaan kassavirran kehitykseen vaikutti merkittävästi arvopaperistamisohjelman rajoitukset, jotka lisäsivät käyttöpääoman sitoutumista ja paineistivat kassatilannetta.

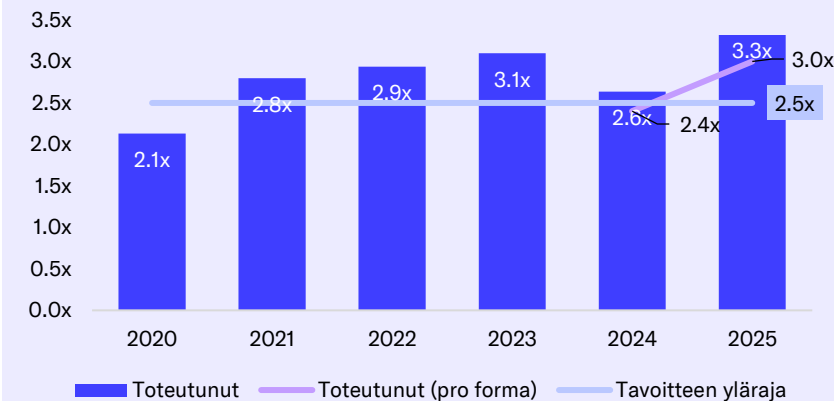
## Kannattavuus vs tavoite

Oik. EBIT %



## Velkaantuneisuus

Nettovelka/käyttökate



# Taloudellinen tilanne 1/2

## Pääomakevyt tase

Verven taseen loppusumma Q4'25:n lopussa oli 1 253 MEUR. Verven pitkäaikaisia varoja hallitsevat aineettomat hyödykkeet (78 % taseesta), joista suurin osa on liikearvoa (57 % taseesta) yhtiön tehtyä yli 40 yritysostoa vuodesta 2013 lähtien. Loput varat koostuvat pääasiassa käteisvaroista (7 %), saamisista (11 %) ja muista pitkäaikaisista varoista (4 %).

Verven pääomarakenne on muuttunut huomattavasti viime vuosina tehtyjen yritysostojen määrän vuoksi. Yritysostot on rahoitettu pääasiassa vieraalla pääomalla ja omalla osakkeella. Q4'25:llä Verven nettovelkaantumisaste oli 105 % ja omavaraisuusaste 34 %.

Mielestämme on tärkeää huomata, että korkea liikearvo tekee Verven yritysostoista herkkiä heikommalle kehitykselle, sillä heikommat tulosodotukset voisivat lopulta johtaa arvonalentumistarpeeseen. Haastavan vuoden 2025 jälkeen, jolloin tulos pysähtyi ja katteet laskivat, herkkyys on mielestämme kasvanut. Emme kuitenkaan pidä viimeaikaisia tapahtumia välittömänä arvonalentumisen laukaisijana. Näkemyksemme mukaan vapaan kassavirran jyrkkä lasku liittyy suurelta osin käyttöpääoman dynamiikkaan ja alustojen yhdistämisen tilapäisiin vaikutuksiin pikemmin kuin tulosvoiman rakenteelliseen heikkenemiseen. Mikäli marginaalipaineet kuitenkin jatkuvat tai pitkän aikavälin kasvuodotukset heikkenevät olennaisesti, liikearvon alaskirjausriski kasvaisi, kun otetaan huomioon sen suuri määrä taseessa. Tällaiset alaskirjaukset olisivat luonteeltaan ei-rahallisia, mutta ne pienentäisivät omaa pääomaa ja nostaisivat mekaanisesti velkaantumisasteita. Kaiken kaikkiaan pidämme lähiajan arvonalentumisen riskiä rajallisena. Kannattavuuden ja kassavirran kehitys on kuitenkin tärkeä tekijä, jota seuraamme jatkossakin.

## Tase on erittäin velkainen viimeaikaisten yritysostojen ja heikon kassavirran seurauksena

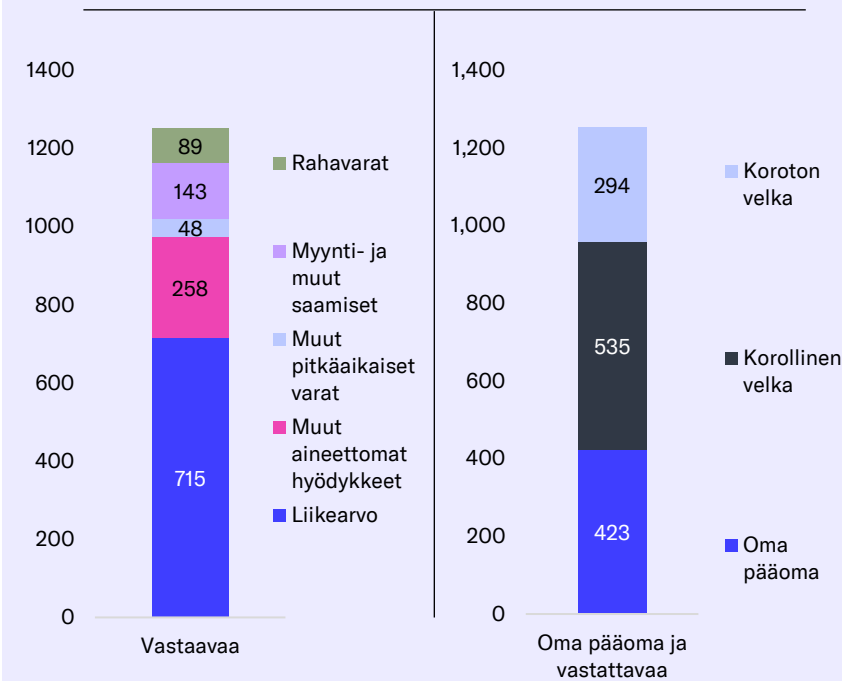
Vuonna 2025 Verve jälleenrahoitti jäljellä olevan velkansa laskemalla liikkeeseen 500 MEUR:n suuruisen vakuudettoman vaihtuvakorkoisen joukkovelkakirjalainan (650 MEUR:n puitteissa), jonka maturiteetti on neljä vuotta ja kuponkikorko 3 kuukauden EURIBOR + 4 %. Varoja käytettiin pääasiassa yhtiön olemassa olevien vuosien 2026 ja 2027 JVK-lainojen lunastamiseen kokonaisuudessaan näiden korkokustannusten ollessa suuremmat. Näin ollen jälleenrahoitus alensi Verven rahoituskustannuksia, ja johto arvioi vuotuisten korkosäästöjen olevan noin 12,5 MEUR.

Q4'25:n lopussa Vervellä oli korollista velkaa 535 MEUR, joka koostuu pääasiassa liikkeeseen lasketuista JVK-lainoista, ja käteisvaroja 89 MEUR, joten nettovelka oli 446 MEUR. Q4'25:n jälkeen Verve on laskenut liikkeeseen 50 MEUR:n suuruisia vakuudettomia JVK-lainoja 650 MEUR:n puitteissa ja siten kasvattanut edelleen korollista velkaansa. Tällä lisäyksellä yhtiö pyrki parantamaan taloudellista joustavuuttaan, sillä edellistä vuotta leimasivat alustojen yhdistämiseen liittyvät ongelmat, investoinnit myyntiorganisaation laajentamiseen DSP-puolella sekä yritysostot (Captify & Acardo), jotka yhdessä arvopaperistamisohjelman rajoitusten kanssa rasittivat yhtiön kassatilannetta.

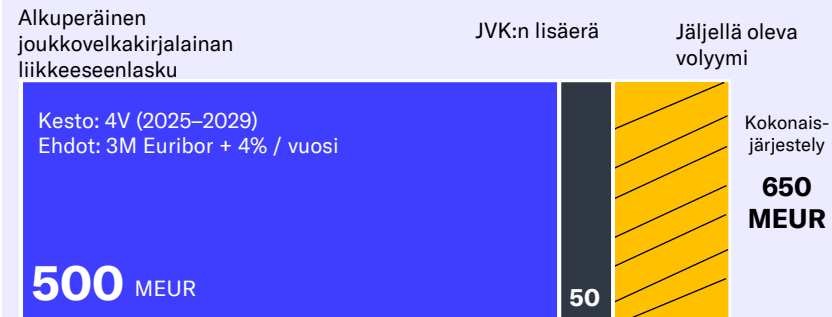
Q4'25:n lopussa raportoitu nettovelan ja oikaistun käyttökatteen suhde oli 3,3x (Q4'24: 2,6x), mikä on yli yhtiön tavoitetason 1,5–2,5x. Pro forma -laskelmien mukaan (sisältäen Captifyn ja Acardon) velkaantumisaste oli 3x, olettaen että vuonna 2025 tehdyt yritysostot olisi huomioitu koko vuoden tuloksessa.

Vaikka nämä luvut heijastavat yhtiön raportoitua velkaisuutta, uskomme, etteivät ne täysin kuvaa sitä, missä määrin Verve rahoittaa toimintaansa myyntisaamisten arvopaperistamisohjelmansa kautta (aloitettu vuonna 2022).

## Taseen loppusumma Q4'25: 1 253 MEUR



## Joukkovelkakirjalainat, järjestely ja ehdot



# Taloudellinen tilanne 2/2

Tämän ohjelman puitteissa saamiset myydään strukturoidulle yksikölle ilman takautumisoikeutta, mikä tarjoaa Vervelle etukäteislikviditeettiä ja nopeuttaa tehokkaasti kassavirtaa. Taloudellisesti tämä järjestely toimii eräänlaisena ulkoisena käyttöpääomarahoituksena. Vervelle tästä aiheutuva kustannus on 3 kuukauden Euribor + 2 %, ja se on siten teknisesti velkaa, vaikka ehdot ovatkin suotuisat.

Tyypillisesti luottolaitokset (esim. S&P Global) ja lainanantajat käsittelevät arvopaperistettuja saamia velan tavoin arvioidessaan velkaantumisasastetta ja likviditeettiriskiä. Päivitettyssä analyysissämme olemme arvioineet uudelleen näkemystämme tästä rahoitusjärjestelystä ja painotamme siksi aiempaa enemmän oikaistua näkemystä velkaantumisesta, joka sisältää yhtiön riippuvuuden tästä järjestelystä sen taloudellista asemaa arvioitaessa, vaikka se ei näy taseessa. Mielestämme tämä lähestymistapa antaa kattavamman kuvan Verven kasvun tukemiseen tarvittavasta pääomasta ja sen käyttöpääoman taustalla olevasta rahoitusrakenteesta. Vuoden 2025 päättyvien lukujen perusteella Verven oikaistu nettovelka olisi sen sijaan noin 510 MEUR, mikä vastaa 3,4x velkaantumisasastetta (pro forma).

Velkaantuneisuuden kasvu edellisvuodesta on yhdistelmä edellä mainittuja tekijöitä, jotka johtavat liikevaihdon häiriöihin, kohonneeseen kulupohjaan, yritysostoihin liittyviin kassavirtoihin ja haasteisiin muuntaa operatiivisia saamia rahaksi arvopaperistamisohjelman puitteissa sen koko- ja käyttörajojen vuoksi. Jälkimmäisen osalta johto korosti, että arvopaperistamisohjelman laajentaminen on ensisijainen tavoite vuodelle 2026. He esittelivät suunnitelmia lisätä konserniyhtiöitä ohjelmaan ja odottavat näiden muutosten vahvistavan merkittävästi kassakonversiota ja edistävän merkittävästi velkaantumisen vähentämistä koko vuoden 2026 ajan.

Q4'25:n lopussa Vervellä oli myös noin 39 MEUR siirrettyjä kauppahintavastikkeita (kiinteitä tulevia maksuja liittyen tehtyihin yritysostoihin), jotka maksetaan käteisellä, ja noin 9 MEUR lisäkauppahintoja (tulevia maksuja, jotka liittyvät yritysostoihin, mutta ovat suoritusperusteisia), jotka liittyvät

pääasiassa Jun Groupin, Acardon ja Captifyn yritysostoihin.

Näin ollen siirrettyjä yritysostojen kauppahintavastikkeita on yhteensä noin 49 MEUR, josta noin 33 MEUR maksetaan vuonna 2026. Q4'25-infon aikana johto kertoi, että Jun Groupiin liittyvät siirretyt kauppahintavastikkeet (~24 MEUR) maksettiin Q1'26:n aikana, jolloin loppuvuodelle 2026 jäi maksettavaksi noin 10 MEUR.

## Oman pääoman ja sijoitetun pääoman tuotto

Verven oikaistu\* sijoitetun pääoman tuotto (ROIC) ja oikaistu oman pääoman tuotto (ROE) ovat olleet keskimäärin 10 % ja 6 % vuosina 2021-2025. Oikaistu ROIC on ollut suhteellisen vakaa vaihdellen 9-11 %:n välillä viimeisen viiden vuoden aikana. Oikaistu oman pääoman tuotto on kuitenkin ollut ailahtelevampi. Saavutettuaan noin 9 %:n tason vuonna 2021, oman pääoman tuotto laski -2 %:iin vuonna 2023 rahoituskuluja kasvattaneen korkojen nousun ja heikentyneen mainosmarkkinaympäristön keskellä. Seuraavina vuosina kannattavuus on asteittain elpynyt operatiivisen suorituskyvyn parantuessa. Suhteellisen alhaiset luvut johtuvat pääasiassa Verven taseen nopeasta kasvusta sen yritysostovetoisen kasvustrategian seurauksena. Sijoitettu pääoma kasvoi merkittävästi 231 MEUR:sta vuonna 2020 noin 870 MEUR:oon vuonna 2025, mikä johtui suurelta osin lukuisien yritysostojen rahoittamiseksi kerätystä vieraasta pääomasta ja omasta pääomasta. Jatkossa katsomme, että nykyinen tase jättää rajalliset mahdollisuudet vastaavan kokosiin yritysostoihin lähiaikoina. Yhdessä sen odotuksen kanssa, että kannattavuus paranee liikevaihdon normalisoituessa ja kustannustehokkuuden toteutuessa alustojen yhdistämisen jälkeen, odotamme asteittaista parannusta pääoman tuotossa.

## Kassavirta

Verven perustoiminnot tuottavat kohtuullista kassavirtaa, mutta käyttökatteen ja vapaan kassavirran välinen suhde on ollut viime vuosina epävakaa käyttöpääoman vaihteluiden ja alustan edelleen merkittävän investointitarpeen vuoksi. Kuten sivun 33 kassakonversiomittareista näkyy, käyttöpääoman muutosten jälkeinen liiketoiminnan rahavirta on vaihdellut

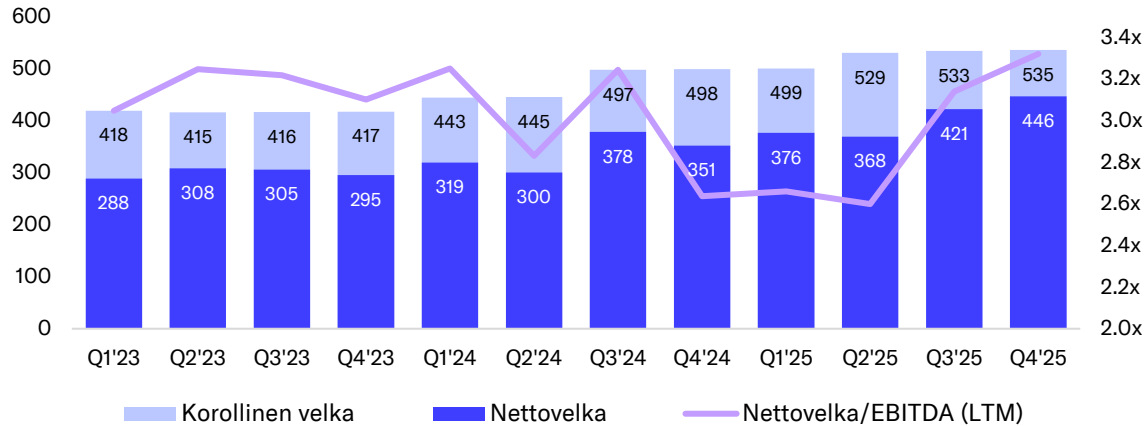
merkittävästi suhteessa oikaistuun käyttökatteeseen. Se parani voimakkaasti vuonna 2022, kun arvopaperistamisohjelma otettiin käyttöön, ennen kuin se heikkeni jälleen vuonna 2025, kun järjestely saavutti käytännön rajansa. Tämä heijastui myös vapaan kassavirran konversioon, joka laski merkittävästi vuonna 2025 ja vielä enemmän korkokulujen jälkeen, korostaen, että Verven kassavirran tuotto on edelleen herkkä paitsi käyttöpääoman ajoitukselle myös sen rahoituskuormalle. Nähdäksemme tämä alleviivaa sitä, miksi raportoitua vapaata kassavirtaa tulee tulkita varauksella vuodesta toiseen, sillä siihen voi vaikuttaa merkittävästi väliaikainen tuki tai paine myyntisaamisten rahoituksesta. Lisäksi, vaikka yhtiön vuoden 2025 jälleenerahoitus auttoi alentamaan sen velkakustannuksia, on tärkeää huomata, että merkittävä osa Verven vapaasta kassavirrasta tarvitaan edelleen korkojen maksuun (2025: 41 MEUR).

Samalla Verve Groupin investointitarpeet ovat mielestämme edelleen kohtuulliset teknologia-alustayhtiölle. Capex on historiallisesti ollut noin keskimäärin kaksinumeroisia prosenttiosuuksia liikevaihdosta, ja suurin osa siitä on kohdistunut aineettomiin hyödykkeisiin, pääasiassa mainosohjelmistoalustaan ja tuoteominaisuuksiin liittyvään aktivoituun kehitystyöhön, kun taas investoinnit aineellisiin hyödykkeisiin ovat pysyneet maltillisina. Liiketoiminnan skaalautuessa ja teknologiapinon yhtenäistyessä investointitarve on ollut laskusuunnassa, mistä on osoituksena vuosi 2025 (8 % liikevaihdosta). Johdon mukaan vuosittaiset noin 40-45 MEUR:n investoinnit riittävät ylläpitämään tuotekehitystä ja innovaatioita jatkossa, mikä viittaa operatiivisen vivun paranemiseen, jos liikevaihdon kasvu jatkuu. Nykyisen velkaantuneisuuden ja korkorasituksen vuoksi emme kuitenkaan pidä osinkoja tai omien osakkeiden takaisinostoja realistisina lähiaikoina. Sen sijaan kassavirta keskittyy todennäköisesti edelleen korkojen hoitoon, velkaantumisen vähentämiseen ja valikoituihin uudelleeninvestointeihin liiketoimintaan.

# Taloudellinen tilanne – yleiskatsaus 1/2

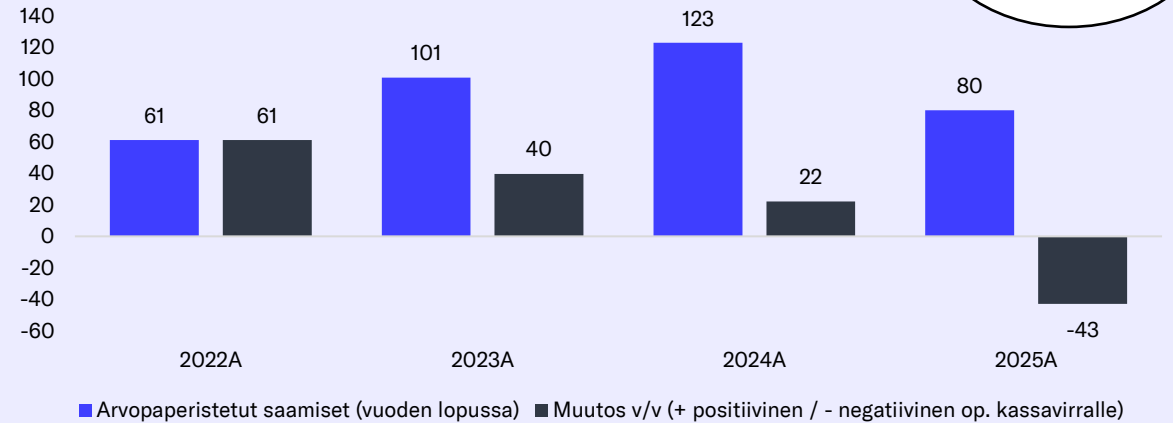
## Velka-asema ja nettovelka / oik. Käyttökate

Q1'23-Q4'25



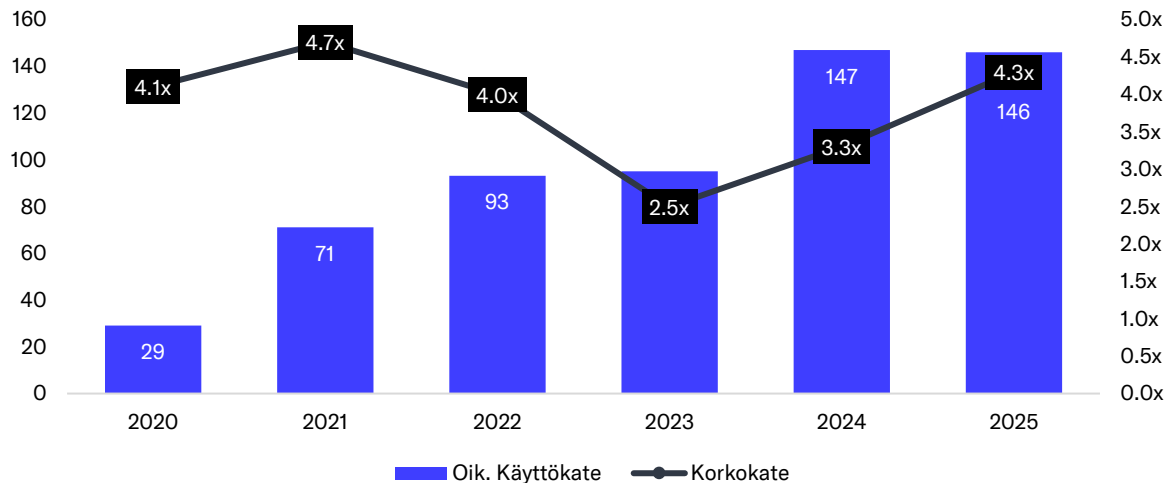
## Arvopaperistamishjelma

MEUR, 2022-2025



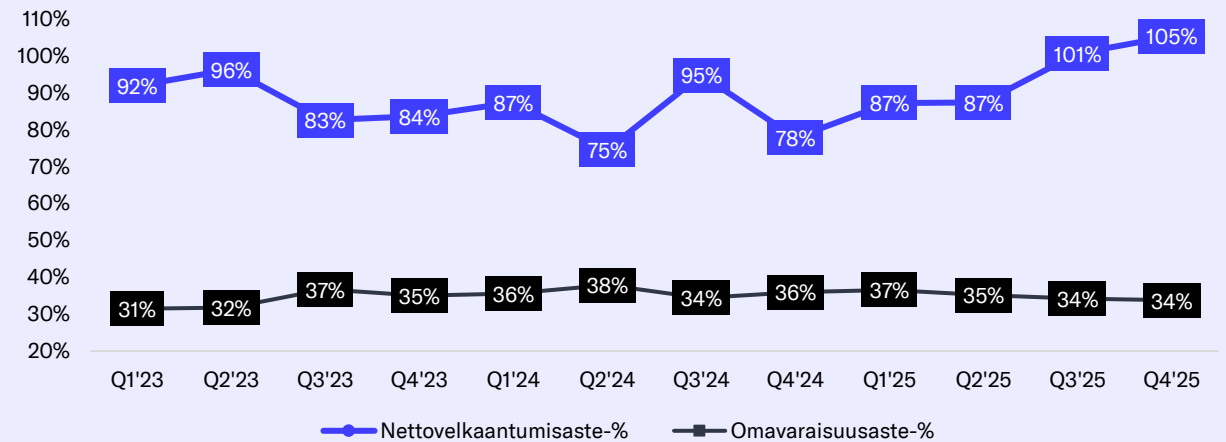
**Nykyiset ehdot:**  
Enintään 100 MEUR  
Kulut: 3M Euribor + 2 %  
(nostosta alkaen)

## Korkokate



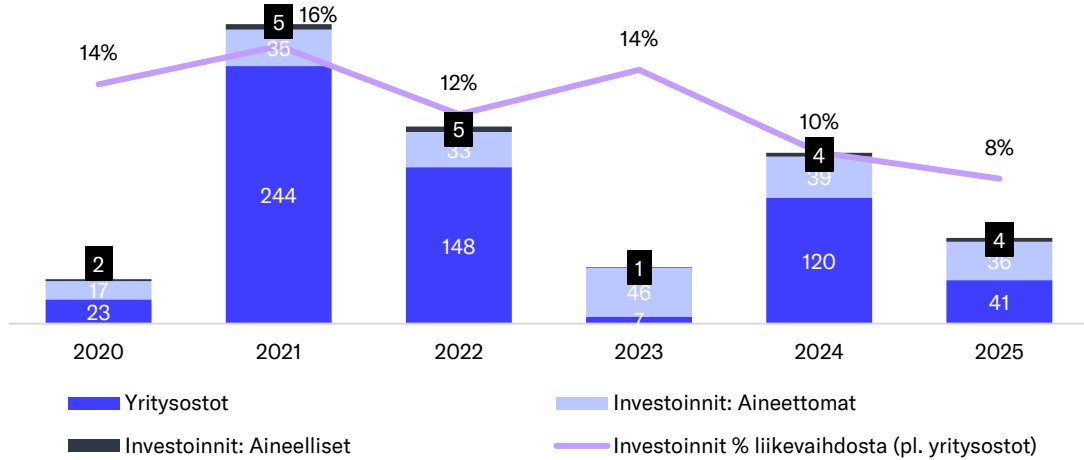
## Nettovelkaantumisaste-% ja omavaraisuusaste-%

Q1'23-Q4'25

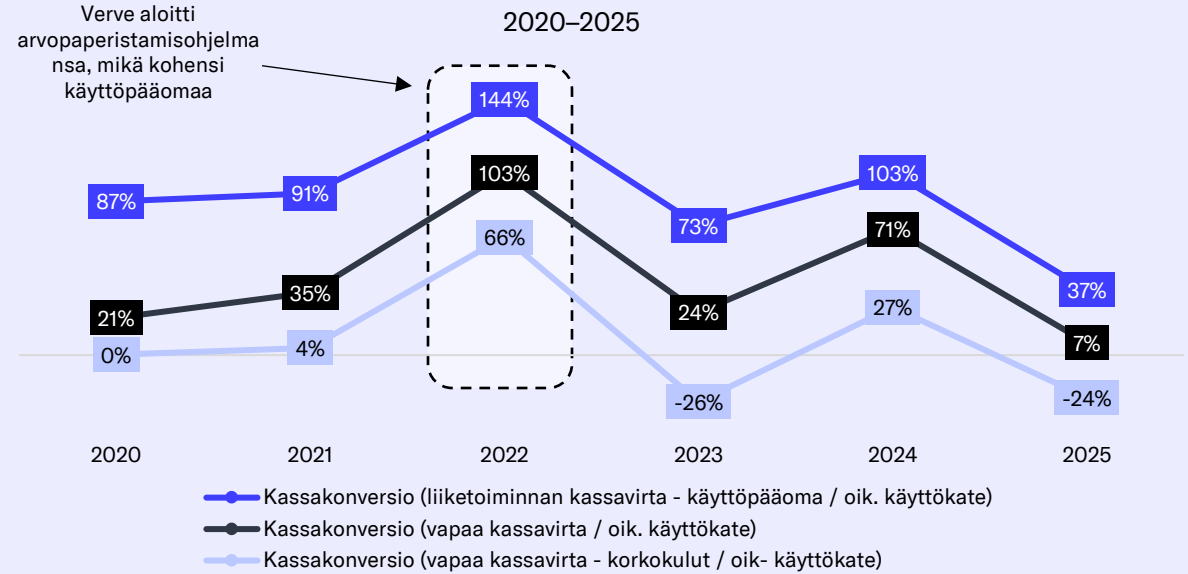


# Taloudellinen tilanne – yleiskatsaus 2/2

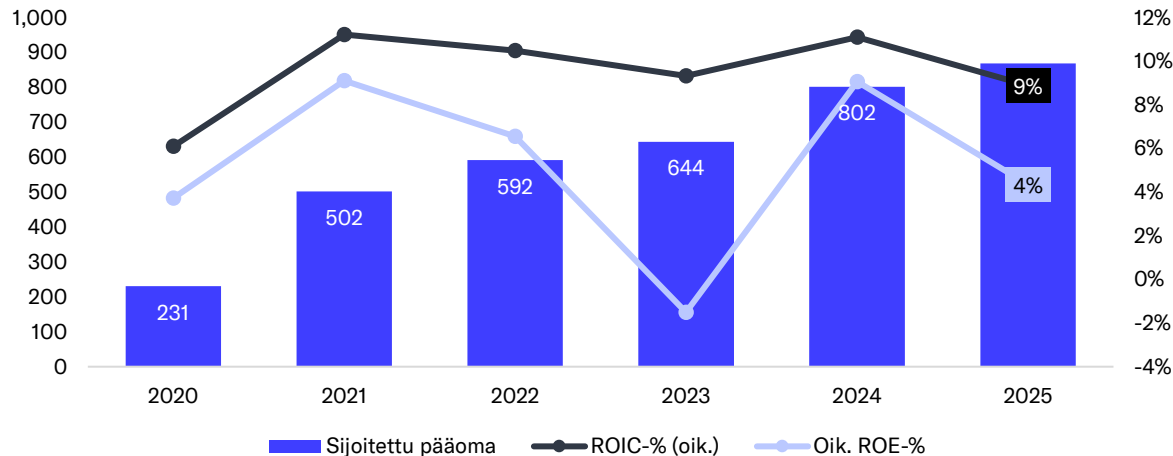
**Investoinnit ja yritysostot**  
MEUR ja % liikevaihdosta, 2020–2025



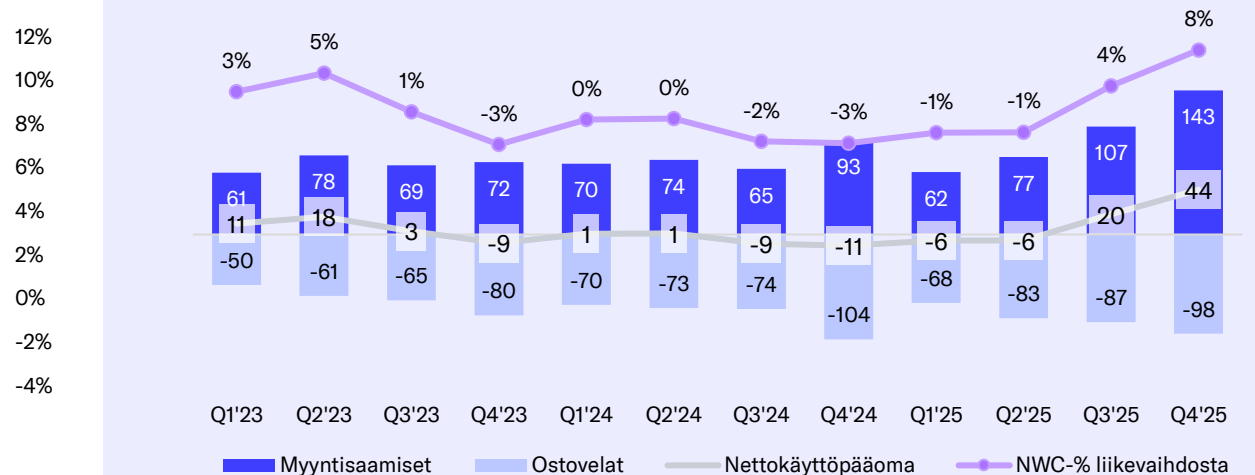
**Kassakonversion mittarit\***  
2020–2025



**Sijoitettu pääoma, ROIC-% & ROE-%**  
MEUR, 2020-2025



**Nettokäyttöpääoman kehitys**  
MEUR ja % liikevaihdosta Q1'23-Q4'25



\*Oikaistu PPA-poistoista ja kertaluonteisista kustannuksista  
Lähteet: Inderes

# Sijoitusprofiili (1/2)

## Toteutushaasteiden nujertamisen kasvutarina

Verve on fullstack-mainontaohjelmistoalusta, jota täydentävät omat pelisisällöt, ja joka toimii suurilla ja kasvavilla ohjelmallisen mainonnan markkinoilla. Vuonna 2025 yhtiö sai päätökseen merkittävän alustojen yhdistämisprojektin, jonka tavoitteena oli integroida sen hankitut teknologiat yhdeksi, tehokkaaksi alustaksi. Vaikka projekti oli strategisesti järkevä ja osoitti varhaisia merkkejä tehokkuushyödyistä (Q4'25 oik. käyttökate oli 25 %), siirtymä osoittautui operatiivisesti haastavaksi. Alustan siirtoon liittyvät vaikeudet johtivat ohjeistuksen laskuun vuoden 2025 puolivaiheilla. Yhdessä arvopaperistamisohjelman rajoitusten kanssa tämä johti jatkuvaan kassavirran heikkouteen, mikä on estänyt merkittävän velkaantumisen vähentämisen huolimatta paperilla hyvästä kannattavuudesta.

Koemme, että Verve edustaa tällä hetkellä klassista korkean riskin ja korkean tuoton sijoitusprofiilia. Yhtiön matala arvostustaso heijastaa sijoittajien skeptisyyttä, jonka taustalla ovat vuoden 2025 toteutusvirheet, heikentynyt kassavirran konversio ja kohonnut velkaantuneisuus. Näkemyksemme mukaan sijoitustarinan menestys, ainakin lyhyellä aikavälillä, riippuu siitä, että johto osoittaa kolme kriittistä kykyä: (1) muuntaa suuremman osan voitoistaan vapaaksi kassavirraksi, (2) todistaa operatiivisten parannusten olevan kestäviä, ja (3) saavuttaa vuoden 2026 ohjeistuksen tavoitteet uskottavuuden palauttamiseksi. Jos nämä esteet ylitetään, uskomme nykyisen arvostuksen tarjoavan korkeaa nousuvaraa. Haasteiden jatkuessa osakkeessa on kuitenkin edelleen mahdollista laskuvaraa. Kyseessä on pohjimmiltaan näyttötarina, jossa johdon on todistettava, että alustan yhdistäminen oli vaivan arvoista.

## Positiiviset arvoajurit ja mahdollisuudet

**Ohjelmallisten markkinoiden kasvun myötätuulet:** Globaalit ohjelmallisen mainonnan markkinat jatkavat kasvuaan korkeaa yksinumeroista tahtia, ja Verven painopistealueet, in-appmainonta ja CTV,

kasvatavat vielä nopeammin. Uskomme, että yhtiö on hyvin asemoitunut näillä nopeasti kasvavilla segmenteillä tunnisteettomien kohdentamisratkaisujensa ansiosta.

**Fullstack-alusta:** Verven monikanavainen alusta kattaa sovelluksen sisäisen mainonnan, CTV:n, mobiiliverkon, digitaalisen ulkomainonnan (DOOH), audion ja retail-median, mikä mahdollistaa yhtenäiset laitteiden väliset kampanjat yhdellä alustalla. Kaiken kattava integraatio tarjontapuolelta (SSP) mainospörssin kautta kysyntäpuolelle (DSP) on suhteellisen harvinaista itsenäisten toimijoiden keskuudessa. AppLovinin kaltaiset kilpailijat keskittyvät ensisijaisesti mobiiliin/CTV:hen, kun taas PubMatic ja Magnite toimivat aktiivisesti verkossa/CTV:ssä, mutta niillä ei ole vahvaa in-app-läsnäoloa. Tämä vertikaalinen integraatio tarjoaa ylivertaista data-analytiikkaa, hinnoittelun läpinäkyvyyttä ja toimitusreitintä optimointia.

**Hyvä asemoituminen markkinan jatkaessa siirtymistä kohti yksityisyydensuojaa:** Verve on investoinut voimakkaasti yksityisyydensuojaa kunnioittaviin kohdentamisratkaisuihin alan käydessä läpi perustavanlaatuista murrosta. Captify-yritysosto toi mukanaan yhden maailman suurimmista riippumattomista hakuaikeen datakokonaisuuksista (jopa miljardi päivittäistä hakuja), täydentäen Verven kontekstuaalista ratkaisua (Moments.AI), kohorttipohjaista ATOM-teknologiaa sekä ensimmäisen osapuolen peli- ja SDK-dataa. Nämä ominaisuudet asettavat Verven erottuvaksi vaihtoehdoksi perinteiselle tunnisteisiin perustavalle kohdentamiselle, sillä evästeiden ja laitetunnusten merkitys vähenee käyttäjien yksityisyyteen liittyvien huolien ja tiukempien yksityisyysäännösten lisääntyessä.

**Vahvat asiakassuhteet operatiivisista haasteista huolimatta:** Verve saavutti ennätyskallisen korkean 99 %:n asiakaspysyvyyssasteen Q4'25:llä (vs. 96 %:n kahden vuoden keskiarvo) huolimatta alustan siirto-ongelmista vuonna 2025. Asiakaskunta säilyi ennallaan ja kasvoi, mikä osoittaa, että ydinliiketoiminnan arvolutaus on vahva ja operatiiviset haasteet nähtiin väliaikaisina. Pysyvä asiakaskunta tarjoaa

vahvan pohjan kasvulle.

**Omat kohdennusratkaisut:** Verven kontekstisidonnainen Moments.AI-ratkaisu ja kohorttiratkaisu ATOM mahdollistavat yhdessä esimerkiksi Jun Groupin nollaosapuolen tietoja hyödyntävien ratkaisujen kanssa Vervelle tehokkaita kohdentamismenetelmiä ilman tunnistesignaaleja.

**Skaalautuva kustannusrakenne:** Verven kustannukset ovat pääasiassa muuttuvia, ja niiden pitäisi skaalautua kohtuullisesti ja auttaa säilyttämään nykyiseen kannattavuuden.

## Riskit ja uhat

**Kassakonversio ja uskottavuusvaje:** Välittömin riski on osoittaa, että kyvyttömyys muuntaa kannattavuutta merkittäväksi vapaaksi kassavirraksi koko vuoden 2025 ajan oli väliaikaista (FCFF 2025: 9 MEUR vs FCFF 2024: 94 MEUR). Johto selittää tätä myyntisaamisten arvopaperistamisohjelman rajoituksilla ja maksujen ajoituseroilla, ja ohjelmaa on tarkoitus laajentaa vuonna 2026, vaikkakaan tarkkoja tavoitteita ei ole esitetty. Kunnes jatkuva paraneminen on osoitettu, korkea velkaantuneisuus (3,0x nettovelka/EBITDA vs. 1,5–2,5x tavoite) rajoittaa joustavuutta ja ylläpitää sijoittajien skeptisyyttä.

**Toteutuksen track record -huolet:** Johdon uskottavuus kärsi, kun vuoden 2025 alustan siirron haasteet pakottivat ohjeistuksen laskuun kesken tilikauden. Vaikka strategiset perusteet olivat hyvät, toteutus jäi puutteelliseksi. Verven on nyt rakennettava luottamusta uudelleen johdonmukaisella tekemisellä vuoden 2026 ohjeistusta vastaan ja osoitettava, että Q4'25:n operatiiviset parannukset edustavat kestävää edistystä pikemminkin kuin yhden vuosineljänneksen poikkeamaa.

**Korkea velkavipu rajoittaa strategista joustavuutta:** Nettovelka/käyttökate 3,0x ja merkittävät korkokulut rajoittavat taloudellista joustavuutta opportunistisille yritysostoille, uudelleeninvestoinneille tai taantumille.

# Sijoitusprofiili (2/2)

Vaikka velka jälleenrahoitettiin maaliskuussa 2025 paremmilla ehdoilla, velkaantumisen vähentäminen on yhä hidasta heikon kassakonversion vuoksi. Kunnes velkavipu saavuttaa 1,5–2,5x tavoitetason, tase pysyy haavoittuvaisena riskeille, kuten heikommille mainosmarkkinoille, nouseville koroille, jatkuvalla heikolle kassavirralla tai uusiutuneille operatiivisille riskeille.

**Navigointi kehittyvässä tunnistemaisemassa:** Vaikka Google on päättänyt olla poistamatta kolmannen osapuolen evästeitä kokonaan Chromesta, digitaalisen mainonnan ekosysteemi siirtyy edelleen kohti yksityisyyteen keskittyvämpiä kohdentamiskehityksiä. Sääntelypainee, alustarajoitukset ja lisääntyvä riippuvuus ensimmäisen osapuolen datasta, kontekstisignaaleista ja kohorttipohjaisista lähestymistavoista muokkaavat mainostilan osto- ja myyntitapaa. Tämän seurauksena on edelleen epävarmaa, mistä kohdistusmenetelmistä tulee ajan myötä alan standardeja. Jos Verven valitsemat ratkaisut (esim. kontekstuaaliset, kohorttipohjaiset) eivät saavuta laajaa hyväksyntää tai jos kilpailevat alustat kehittävät vastaavia ominaisuuksia, odotettu kilpailuetu ei välttämättä toteudu. Lisäksi tunnisteiden siirtymän asteittainen ja hajanainen luonne saattaa vähentää mainostajien kiireellisyyttä ottaa käyttöön vaihtoehtoisia ratkaisuja, mikä hidastaa mahdollisesti monetisaation kohenemistä.

**Tekoälyn aiheuttama murros digitaalisen mainonnan ekosysteemissä:** Tekoälypohjaisten hakutyökalujen (ChatGPT, Claude, Perplexity, Googlen AI Overview) nopea käyttöönotto ja "agenttitekoälyn" ilmaantuminen ovat mahdollisia rakenteellisia uhkia. Kun käyttäjät hankkivat tietoa suoraan tekoälyrajapinnoista verkkosivujen selaamisen sijaan, mainoksilla rahoitettavat sivun katselukerrat voivat vähentyä merkittävästi. Jos autonomiset tekoälyagentit hoitavat ostoksia suodattaen samalla mainosisältöä, perinteiset mainosmekanismit voidaan ohittaa. Johdon mukaan Verve on hyvin suojattu, koska 96 % liikevaihdosta tulee mobiilimainonnasta (pääasiassa in-app), ja sen omaa

transaktiodataa (1,1 biljoonaa vuotuista mainostransaktiota) ja yli 65 000 sovellusintegraatiota ei voida nopeasti kopioida. Vaikka johdon vasta-argumenteissa on mielestämme perää, tekoälyn kehitystahti on ylittänyt odotukset, ja toisen kertaluvun vaikutuksia on edelleen erittäin vaikea ennustaa. Laajemmat muutokset kuluttajien käyttäytymisessä tai suurten alustojen tekoälyn integroinnissa voivat luoda vastatuulta. Tämä on edelleen kehittyvä ja jatkuvaa seurantaa vaativa riski, vaikka välitön vaikutus näyttää rajalliselta Verven in-app-painotuksen ja tekoälyagenttien käyttöönoton varhaisen vaiheen vuoksi.

**Mainosmarkkinoiden syklisyys:** Mainoskulutus on tiukasti sidoksissa makrotaloudelliseen tilanteeseen, ja laskusuhdanteet aiheuttavat kaksinaisen vaikutuksen volyymin pienenemisen ja heikentyneiden CPM-hintojen kautta. Vaikka Verve toimii nopeammin kasvavilla segmenteillä ja saa 76 % liikevaihdostaan Pohjois-Amerikasta, vuoden 2023 supistuminen osoitti selvää syklisyyttä Verven liiketoiminnassa. Makrotalouden heikkous tulevaisuudessa voi painaa sekä kasvua että katteita.

## Kilpailuedut

Verven pelisalkku antaa sille ensimmäisen osapuolen sisältöä, mikä on harvinaista riippumattomien mainosteknologiayritysten joukossa. Vaikka peliliiketoiminta ei ole enää strateginen prioriteetti, se toimii sisäisenä testausympäristönä uusille mainosratkaisuille. Sen avulla Verve voi kehittää ja validoida tuoteominaisuuksia ennen niiden käyttöönottoa kolmannen osapuolen julkaisijoille, ja se täydentää alustan yleisödataa. Merkityksellisempi dataerottelu tulee kuitenkin Verven SKD-integraatioista yli 20 000 suoraan julkaisijayhteyteen, Captifyn hakuaikomatietoaineistosta ja Jun Groupin nollaosapuolen datasta, jotka yhdessä muodostavat sen oman kohdentamiskyvyn ytimen.

Verve on alun perin peliyhtiö, ja se on rakentanut vahvaa kokemusta pelialalta, joka on yksi mobiilimainonnan

suurimmista segmenteistä. Tämä tausta antoi yhtiölle mahdollisuuden reagoida suhteellisen nopeasti alan muutoksiin (esim. Applen IDFA-rajoitukset) ottamalla käyttöön laitekohtaisia ja kohorttipohjaisia kohdentamisratkaisuja, mikä auttoi mainostajia säilyttämään tuloksensa tunnisteiden saatavuuden vähenemisestä huolimatta. Yhtiö on myös vakiinnuttanut vahvan aseman premium-mobiilisovellusten tarjonnassa, jossa korkealaatuinen mainostila houkuttelee suorituskykyyn keskittyviä mainostajia, jotka ovat valmiita maksamaan korkeampia CPM-hintoja, mikä puolestaan tekee alustasta houkuttelevamman uusille julkaisijoille.

Avoimuus ja vertikaalinen integraatio tarjoavat lisäerottautumista. Verven avoimen lähdekoodin HyBid SDK auttaa rakentamaan luottamusta kehittäjien kanssa, kun taas sen läsnäolo mainosteknologian arvoketjun useissa osissa mahdollistaa suuremmat mainostaja-julkaisija-yhteydet, mikä parantaa tehokkuutta ja mitattavuutta. Yritysosotot ovat vahvistaneet kysyntäpuolen dataa, mainostajasuhteita ja attribuutio-ominaisuuksia. Varhainen investointi kontekstuaaliseen, kohorttipohjaiseen, hakutarkoitukseen perustuvaan ja ensimmäisen osapuolen kohdentamiseen tarjoaa myös joustavuutta alan vähentäessä riippuvuutta tunnisteista, mikä tukee Verven asemaa riippumattomana vaihtoehtona avoimen internetin ekosysteemissä.

Näistä vahvuuksista huolimatta yhtiön kilpailuedun tulisi mielestämme nähdä olevan pikemminkin kohtalainen kuin laaja. Verven datan skaala on edelleen pienempi kuin Googlen, Metan ja Amazonin, pelkkä avoimuus ei takaa premium-hinnoittelua, ja vertikaalinen integraatio lisää toiminnallista monimutkaisuutta. Lisäksi teknologiset edut heikkenevät suhteellisen nopeasti kilpailijoiden kopioidessa uusia ominaisuuksia, mikä tarkoittaa, että yhtiön asemaa on jatkuvasti vahvistettava toteutuksen, innovaation ja asiakassuhteiden avulla.

# Sijoitusprofiilin yhteenveto

1

Kannattava ja kasvava mainosohjelmistoalusta omilla ensimmäisen osapuolen sisällöillä

2

Verve on asemoitunut digitaalisen mainonnan nopeammin kasvaviin segmentteihin, erityisesti mobiilisovelluksiin, CTV:hen ja muihin nouseviin kanaviin

3

Monikanavainen fullstack-alusta omalla datalla, yksityisyyskeskeisillä kohdennusratkaisuilla ja ensiluokkaisilla mobiilitarjontasuhteilla

4

Ristiinmyynti- ja synergiaetupotentiaali nyt yhtenäisellä alustalla ja laajennetussa asiakasverkostossa

5

Korkea velkaantuneisuus ja heikko kassakonversio vuonna 2025 lisäävät riskejä ja rajoittavat strategista liikkumatilaa lähiaikoina

## Potentiaali

- Matalat arvostuskertoimet heijastavat toteutusongelmia, mutta tarjoavat nousuvaraa, jos toiminnalliset parannukset jatkuvat
- Vahva asema yksityisyys edellä -mainonnassa ja tunnistettomassa kohdentamisessa mainonnan ekosysteemin kehittyessä
- Kasvava altistuminen nopeasti kasvaville ohjelmallisen mainonnan segmenteille, kuten mobiilisovelluksille ja CTV:lle
- Sitoutunut asiakaskunta ja ensiluokkaiset toimitussuhteet tukevat pitkän aikavälin kasvupotentiaalia

## Riskit

- Korkea velkaantuneisuus ja heikko kassakonversio vuonna 2025 rajoittavat taloudellista pelivaraa
- Epävarmuus tulevista kohdistusstandardeista yksityisyyskeskeisessä ja tunnistepohjaisesti kevyessä ympäristössä
- Tekoälyvetoiset muutokset haku- ja selauskäyttäytymiseen voivat häiritä osia mainonnan ekosysteemistä
- Mainosmarkkinoiden syklisyys voi painaa sekä volyymeja että hinnoittelua

# Ennusteet (1/5)

## Ennusteiden lähtökohdat

Liikevaihtoennusteemme perustuvat useisiin keskeisiin ajureihin, kuten ohjelmallisten markkinoiden yleiseen kasvuun, Verven ohjelmistoasiakaskunnan laajenemiseen, mainosnäyttökertojen määriin, asiakaspysyvyyteen, nettolaajenemisasteeseen dollareissa ja CPM-kehitykseen. Peilaamme näitä yhtiön historialliseen orgaaniseen kasvuun, taloudellisiin tavoitteisiin ja tärkeimpien kilpailijoiden kasvukehitykseen.

## Makrotalouden näkymät kohdemarkkinoilla

Koska suurin osa Verven liikevaihdosta syntyy Pohjois-Amerikassa ja erityisesti USA:ssa, ennusteemme ovat myös tiiviisti sidoksissa liittovaltion talouden näkymiin, kulutukseen ja kuluttajien luottamukseen sekä yleisiin mainosmarkkinoiden olosuhteisiin. Ohjelmallisen mainonnan kysyntä korreloi vahvasti yleisen taloudellisen aktiviteetin, yritysten markkinointibudjettien ja kuluttajien luottamuksen kanssa, mikä tekee makrotrendeistä tärkeän liikevaihdon kasvun veturin.

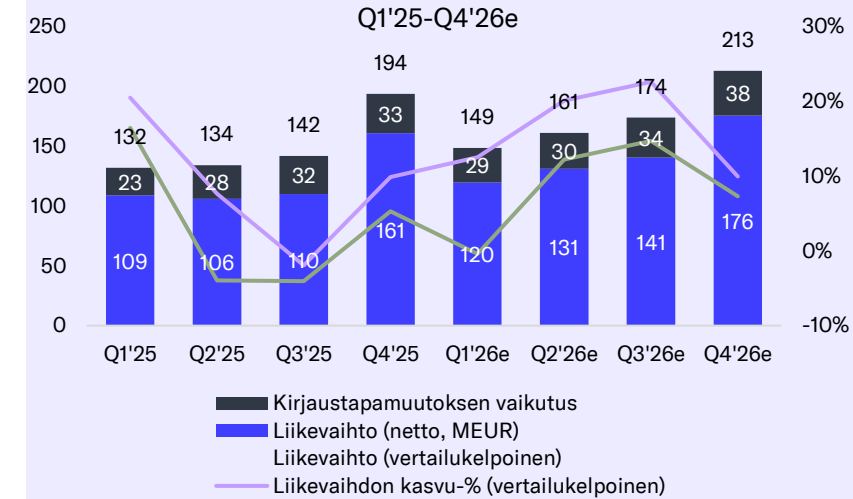
Yhdysvaltain talouden odotetaan pysyvän maltillisella kasvu-uralla tulevina vuosina, vaikkakin hitaampana kuin pandemian jälkeisen elpymisen aikana. IMF:n tammikuun 2026 ennusteen mukaan Yhdysvaltain reaalin BKT kasvaa 2,4 % vuonna 2026 (vuoden 2025 ennuste: 2,1 %). Tätä kasvua tukevat jatkuva finanssipoliittinen tuki investointien verokannustimien ja yritysmenojen muodossa, Fedin kevennyskierteen myötä madaltuva ohjauskorkoympäristö sekä kaupan esteistä johtuvien vastatuulien asteittainen lieventyminen. Inflaation odotetaan vähitellen laskevan kohti Yhdysvaltain keskuspankin tavoitetta, kun taas korkojen oletetaan laskevan rahapolitiikan normalisoituessa.

Työmarkkinat pysyvät suhteellisen kestävinä, vaikka työpaikkojen luominen on hidastunut aikaisempiin vuosiin verrattuna, ja työttömyyden odotetaan kasvavan hieman kasvun maltillisuudessa. Kuluttajien kulutusta tukee edelleen vahva reaali-palkkojen kasvu, mutta korkeammat korot ja tiukemmat luottoehdot ovat vähentäneet harkinnanvaraisen kulutuksen vauhtia verrattuna vuosien 2021-2022 vahvoihin tasoihin. Koska mainoskulutus on tiiviisti sidoksissa kuluttajien kysyntään, tämä viittaa vakaampaan, mutta vähemmän tukevaan kasvuympäristöön lähiaikoina.

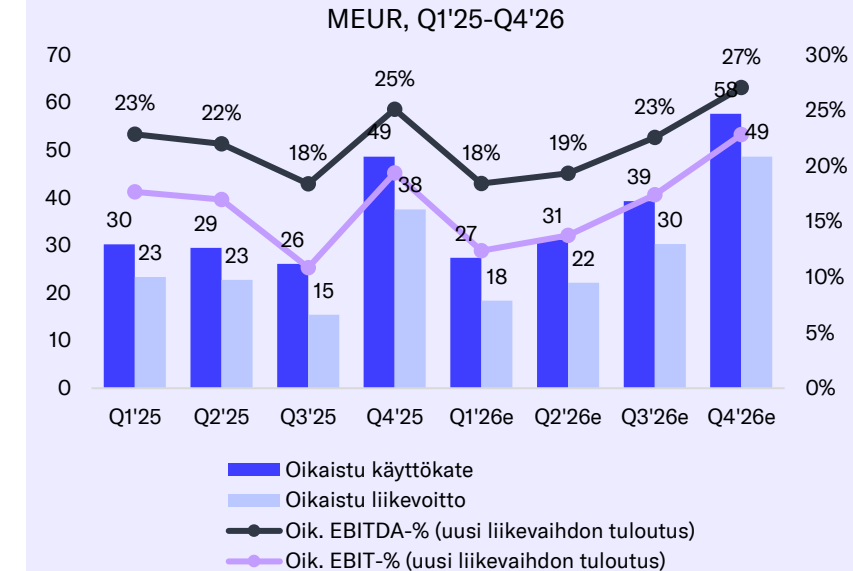
Kuluttajien luottamusindikaattorit ovat parantuneet viimeaikaisista pohjalukemista, mutta ovat edelleen alle pitkän aikavälin keskiarvojen, mikä heijastaa jatkuvaa epävarmuutta inflaation, korkojen ja geopolittisen kehityksen suhteen. Historiallisesti mainonnan kysyntä on ollut herkkä yritysten luottamuksen ja kuluttajasentimentin muutoksille, mikä tarkoittaa, että makro-olosuhteiden asteittaisen paranemisen tulisi tukea ohjelmallisen mainonnan kasvua, kun taas uusi heikkous voisi nopeasti vaikuttaa volyymeihin ja hinnoitteluun.

Kaiken kaikkiaan uskomme, että lähiajan makroympäristö pysyy suhteellisen suotuisana Verven ydinalueen markkinoille. Matalammat korot, inflaation hellittäminen ja digitaalisen mainonnan rakenteellinen kasvu tarjoavat myötätuulta, vaikkakaan yhtiö ei ole täysin suojassa suhdannelaskulta, mikä voi aiheuttaa lyhyen aikavälin volyymi- ja hinnoitteluvaihteluita. On huomioitava, että IMF:n ennusteet ovat peräisin ennen helmikuun 2026 lopulla eskaloitunutta Yhdysvaltojen ja Iranin välistä sotilaallista konfliktia, joka on tuonut uutta epävarmuutta energian hintoihin ja kuluttajien luottamukseen ja joka voi painaa kasvunäkymiä tammikuun perusennusteeseen nähden vaikuttaen lopulta mainoskulutukseen.

## Liikevaihdon kehitys

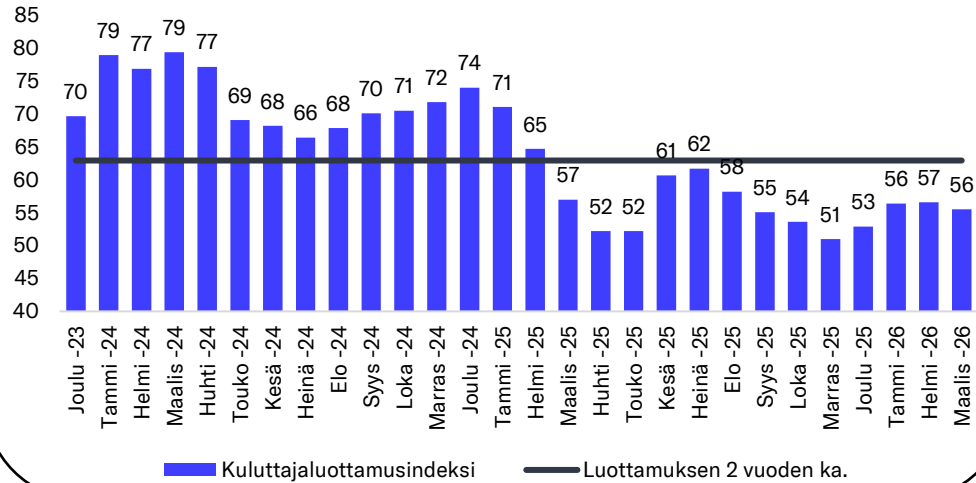


## Kannattavuuden kehitys

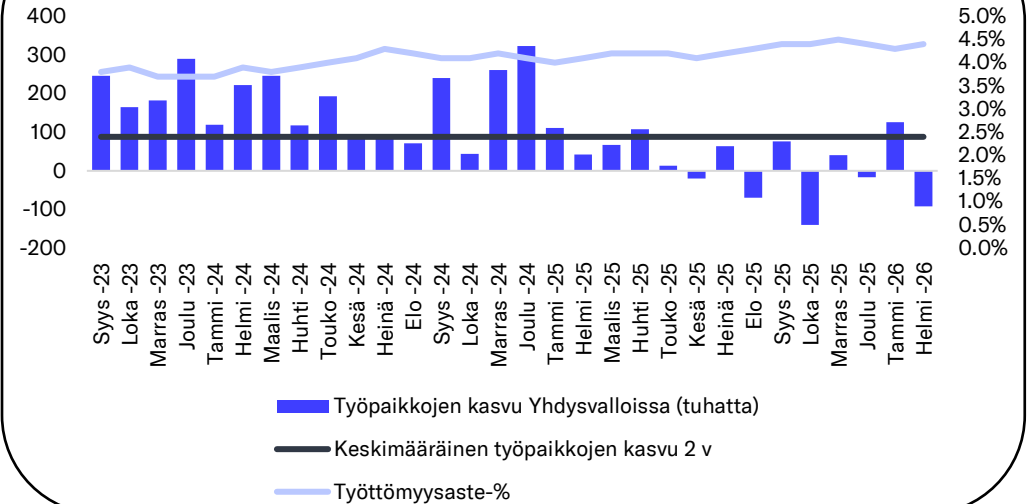


# Nykyinen makrotilannekuva

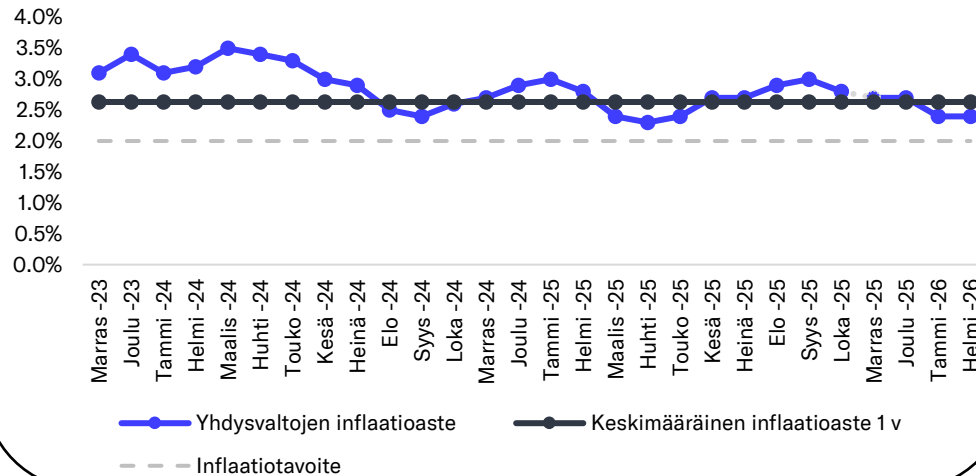
## U.S. consumer sentiment



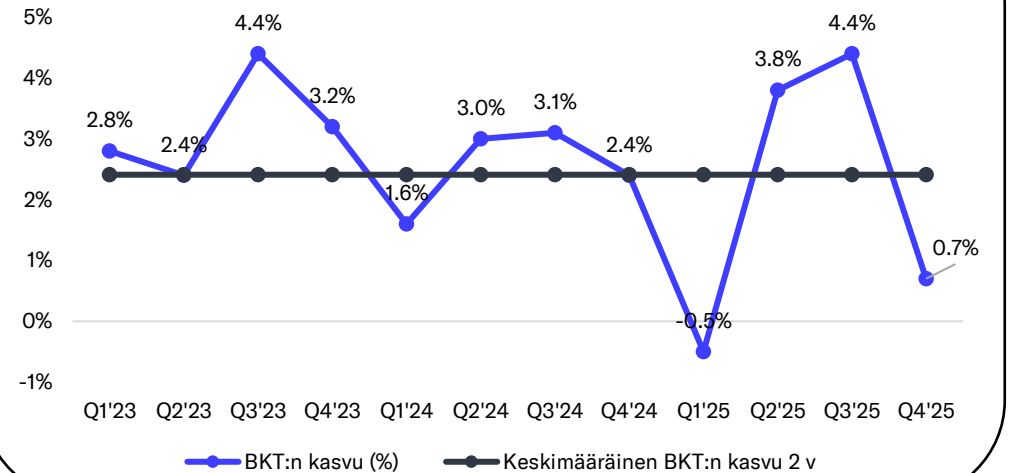
## Yhdysvaltain työmarkkinat



## U.S. Inflation rate



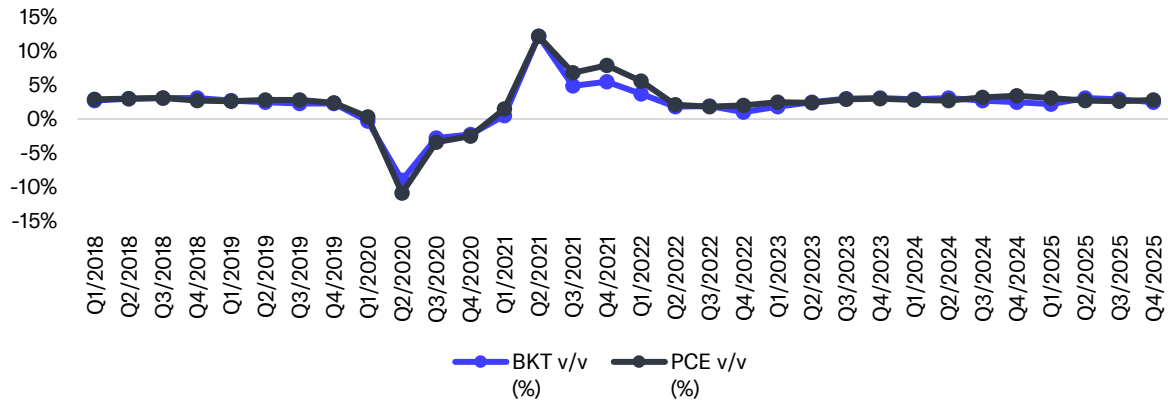
## U.S. GDP Growth



# Makronäkymät

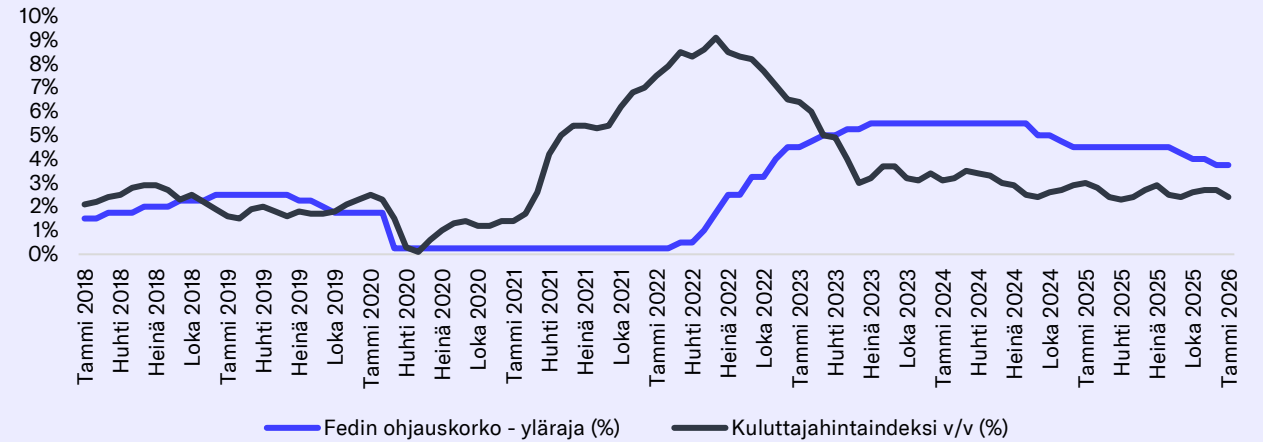
## Yhdysvaltain kuluttajamenot ja BKT:n kasvu kulkevat käsi kädessä

v/v-%, 2018-2025



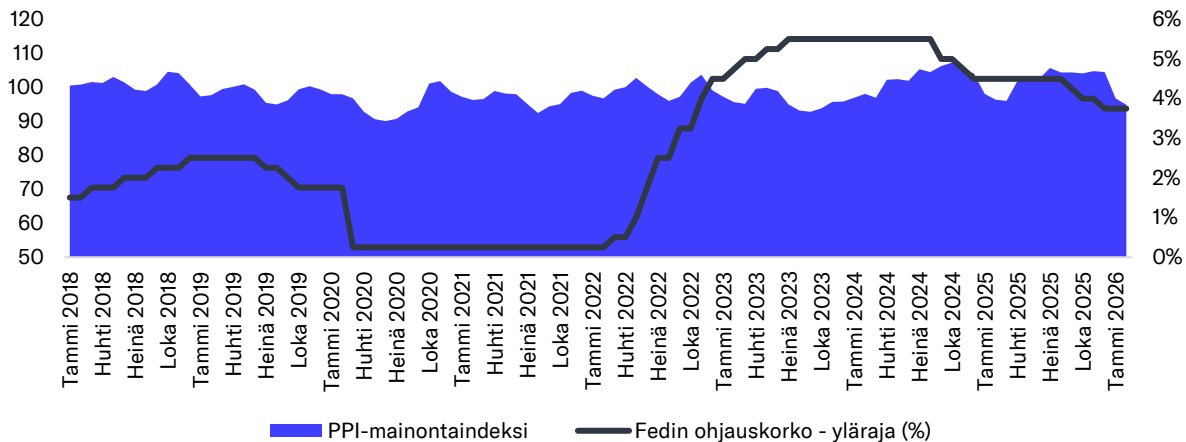
## Korot laskevat, kun inflaatio vakautuu...

Yhdysvaltain inflaatioaste, ohjaukorko, 2018-2026



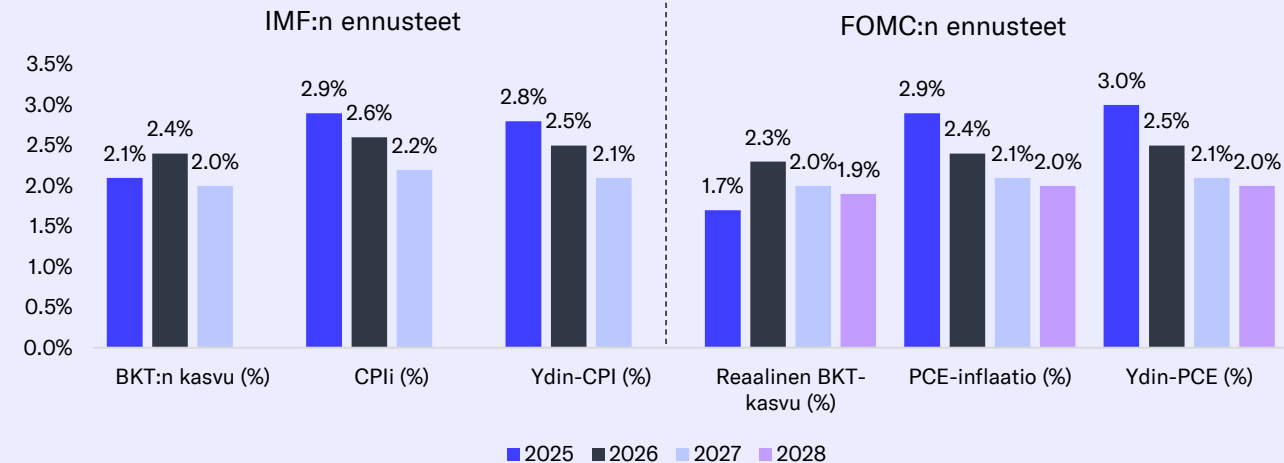
## PPI-mainonta ja FEDin korkotaso

2018-2026, kuukausittainen



## Ennustettu Yhdysvaltain BKT:n kasvu ja inflaatio

2026-2028



# Ennusteet (2/5)

## Vuosi 2025 katsauksessa: sijoitustarinan koettelu vuosi

Heinäkuun 2024 laajan raportin jälkeen useat merkittävät tapahtumat ovat vaikuttaneet sekä liiketoiminnan rakenteeseen, lähiajan kehitykseen että haastaneet sijoitusstrategiamme. Ensinnäkin Acardo Groupin (Saksa) ja Captifyn (Iso-Britannia) yritysostot syyskuussa 2025 laajensivat Verven jalansijaa Euroopassa, laajensivat sen kysyntäpuolen ominaisuuksia ja vahvistivat sen datakerrosta. Vaikka nämä yritysostot ovat strategisesti järkeviä, erityisesti Captify heikensi marginaaleja lyhyellä aikavälillä alhaisemman alkuperäisen kannattavuutensa vuoksi, minkä uskomme osittain kompensoituvan kulusäästöillä ja ristiinmyyntisynergioilla vuodesta 2026 eteenpäin.

Toiseksi ja kauaskantoisemmin, SSP-alustan siirto- ja yhdistämisprosessi toteutettiin H1'25:llä. Verven hajanaisen tarjontapuolen infrastruktuurin yhdistäminen yhdelle yhtenäiselle alustalle oli strategisesti perusteltua, sillä se vähentää toiminnallista monimutkaisuutta, parantaa skaalautuvuutta ja minimoi useiden koordinoimattomien järjestelmien hallintaan liittyvät tehottomuudet ja lisäkustannukset. Toteutus osoittautui kuitenkin odotettua haastavammaksi. Siirto aiheutti vakavan alustakatkoksen Q2:25:llä, mikä häiritsi Verven kykyä palvella julkaisijoita ja mainostajia ja pakotti Verven lopulta antamaan tulosvaroituksen elokuussa 2025. Koko vuoden tasolla johto arvioi, että pelkästään häiriö aiheutti Vervelle ~34 MEUR:n liikevaihdon ja ~19 MEUR:n oikaistun käyttökäteen menetykset suhteessa tulosvaroitusta edeltäneisiin odotuksiin. Katkoksellä oli myös viipyviä vaikutuksia keskeisiin operatiivisiin tunnuslukuihin, sillä nettolaajenemisaste dollareissa laski noin 110 %:sta ennen katkoa 90 %:iin Q3/25 mennessä, ja suurten ohjelmistoasiakkaiden määrä laski jyrkästi Q2:lla ennen

kuin se alkoi elpyä. Asiakaspysyvyys säilyi rohkaisevasti häiriöstä huolimatta vahvana, ja ennätyskellisen korkea 99 %:n pysyvyysaste Q4/25:llä on mielestämme selkein merkki siitä, että taustalla olevat asiakassuhteet säilyivät suurelta osin ennallaan. Vaikka alusta on ollut vakaa elokuun puolivälistä 2025 lähtien ja Q4'25 osoitti elpymistä useissa operatiivisissa mittareissa, uskomme täyden elpymisen olevan edelleen kesken, sillä käyttökätköksen jälkivaikutukset vaikuttavat edelleen nettolaajenemisasteeseen dollareissa ja asiakasvirtaan vuoteen 2026 siirryttäessä.

Merkittävin testi sijoitusteeselemme on kuitenkin ollut kassavirran tuoton jatkuva heikkous koko vuoden 2025 ajan. Koko vuoden vapaa kassavirta oli 9 MEUR, kun se vuonna 2024 oli 94 MEUR, mikä on jyrkkä heikkennys, jonka johto katsoo johtuvan myyntisaamisten arvopaperistamisohjelman rajoitetusta käytöstä pikemminkin kuin liiketoiminnan rakenteellisesta muutoksesta. Ohjelman rajoitukset pakottivat yhtiön rahoittamaan käyttöpääomatarpeita liiketoiminnan kassavirralla ja velalla läpi vuoden, mikä heikensi vapaata kassavirtaa jopa kausiluonteisesti vahvalla toisella vuosipuoliskolla. Ohjelman laajentaminen – kattaen sen ulottamisen useampiin konserniyhtiöihin ja volyymin lisäämisen – on johdon ilmoittama tärkein prioriteetti vuodelle 2026. Odotamme tämän olevan ensisijainen tekijä kassakonversion paranemisessa vuoden aikana. Tästä huolimatta toteamme, että todistustaakka on tiukasti johdolla, jotta tämä parannus voidaan osoittaa toteutuneissa raportoiduissa luvuissa.

Lopuksi, Q3'25 alkaen Verve muutti siirretyn sovelluksen sisäisen SSP-alustan liikevaihdon tuloutuskäytäntöään nettoraportoinnista bruttoraportointiin IFRS 15:n mukaisesti. Tämä muutos kasvattaa raportoitua liikevaihtopohjaa,

mutta sillä on laimentava vaikutus marginaaleihin, mikä tekee suorista vuosivertailuista monimutkaisempia. Käsittelemme tässä osiossa pääasiassa uuden kirjausstandardin mukaisia raportoituja lukuja, sillä ne ovat pohjana johdon antamalle vuoden 2026 ohjeistukselle.

## 2026 on ratkaiseva vuosi uskottavuuden palauttamiseksi

Vuodelle 2026 johto on ohjeistanut liikevaihdon olevan 680–730 MEUR, mikä tarkoittaa noin 17 %:n kasvua (vertailukelpoisesti) ohjeistuksen keskikohdassa, ja oikaistun käyttökäteen olevan 145–175 MEUR, mikä vastaa 23 %:n marginaalia ohjeistuksen keskikohdassa. Johto on luonnehtinut ohjeistusta konservatiiviseksi ja todennut, että dollarin heikkous vuoden alusta lähtien luo merkittävää valuuttakurssivastatuulta ainakin alkuvuoden aikana.

Vuoden 2026 liikevaihtoennusteemme on 697 MEUR (16 % v/v), mikä on linjassa ohjeistushaarukan keskikohdan kanssa. Orgaanisen kasvun osalta ennustamme 8 %:n kasvua vuonna 2026, mikä heijastaa asteittaista elpymistä alustahäiriöstä, vakaampaa makrotaloudellista ympäristöä sekä myyntiorganisaation laajentamisen ja alustojen yhdistämisen tehostamisen varhaisia hyötyjä.

Odotamme vuosineljänneksen vaiheistuksen painottuvan merkittävästi H2:lle kolmen tekijä takia: valuuttakurssien vastatuulen vaikutuksesta, joka tuntuu pääasiassa H1:llä, asteittaisesta toipumisesta Q4'25:llä tapahtuneesta suuresta asiakasmenetyksestä sekä myyntihenkilöstön investointien etupainotuksesta Q1:llä ja Q2:lla, mikä painaa lyhyen aikavälin konversiota ennen kuin uusi henkilöstö saavuttaa täyden tuottavuuden myöhemmin tänä vuonna.

# Ennusteet (3/5)

Taustalla olevien liikevaihdon ajureiden osalta uskomme, että ennätyskorkeaa 99 %:n asiakaspysyvyysaste Q4'25:llä viittaa siihen, että alustojen yhdistäminen, huolimatta sen lyhyen aikavälin häiriöistä, ei ole rakenteellisesti heikentänyt Verven kilpailuasemaa nykyisen asiakaskunnan keskuudessa. Näin alhaisella vaihtuvuudella uusasiakashankinnat ovat suurelta osin lisäys liikevaihtopohjaan sen sijaan, että ne korvaisivat osittain menetyksiä. Nettolaajenemisaste dollareissa parani hieman 92 %:iin Q4'25:llä nousen Q3'25:n 90 %:sta, vaikkakin se on edelleen selvästi alle vuoden 2024 108–110 %:n tasojen. Koska tämä mittari lasketaan viimeisten kahdentoista kuukauden perusteella, odotamme alustakatkoksen viipyvien vaikutusten painavan sitä edelleen H1'26:n ajan, ja odotamme sen elpymisen asteittain kohti normalisoitunutta tasoa (väh. 100 %) loppuvuoden aikana, kun huomioidaan nykyiset markkinaolosuhteet.

Verve on myös pystynyt puolustamaan ykkösasemaansa Pohjois-Amerikan SSP -markkinaosuudessa (in-app) koko vuoden 2025 ajan (Q4'25: 54 % Applella, 32 % Google Playssa Picalaten mukaan), minkä odotamme tukevan orgaanista kasvua uusien asiakkaiden käyttöönoton kautta ainakin lyhyellä aikavälillä.

## Keskipitkän aikavälin kasvu ankkuroituu rakenteellisiin myötätuuliin

Vuosille 2027–2028 ennustamme liikevaihdon kasvavan 9 % ja 8 % ja liikevaihdon ylittävän 824 MEUR:oon vuoteen 2028 mennessä. Tässä vaiheessa suuren asiakaspoistuman vaikutus on täysin tasaantunut ja uusien myyntikohorttien pitäisi toimia täydellä teholla, mikä tarjoaa selkeämmän taustalla olevan kasvunäkymän. Keskipitkän aikavälin oletuksemme perustuvat Verven

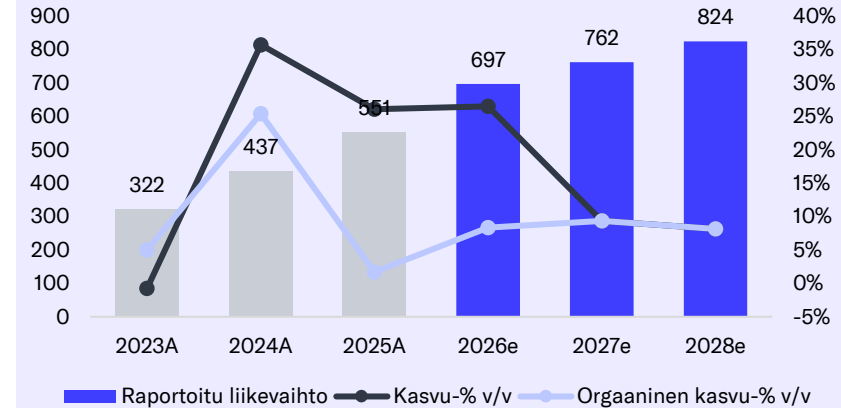
keskittymiseen tunnisteettomiin kohdentamisratkaisuihin ja sen vahvaan asemaan ohjelmallisen mainonnan nopeammin kasvavissa alasegmenteissä, erityisesti in-app-mainoksissa ja CTV:ssä, sekä rakenteelliseen myötätuuleen, joka johtuu ohjelmallisen mainonnan kasvusta mainosbudjeteissa ja yksityisyydensuojaa kunnioittavan kohdentamisen kasvavasta merkityksestä. Olemme kuitenkin tietoisia kehittyvän mainosympäristön luontaisesta monimutkaisuudesta ja epävarmuudesta. Tekoälyvetoisen murroksen mahdollisuus vakiintuneisiin mainosmalleihin yhdistettynä mainosmarkkinoiden luontaiseen syklisyyteen saa meidät omaksumaamme jokseenkin varovaisen kannan keskipitkän aikavälin kasvuun.

## Kannattavuus ja tulosennusteet

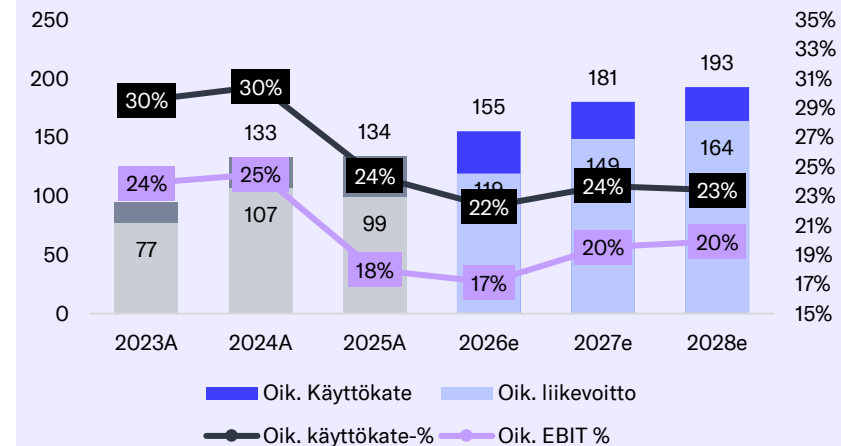
Kannattavuusennusteemme vuosille 2026–2028 heijastelevat useita liikkuvia osia. Lähiaikoina odotamme myyntihenkilöstöinvestointien painottumisen alkuvuoteen ja Captify-integraation laimentavan vaikutuksen painavan marginaaleja H1'26:lla, ennen kuin liikevaihdon skaalautuminen, alustatehokkuus ja synergiat tukevat marginaalien paranemista H2'26:lla ja sen jälkeen. Johto ilmoitti Q4'25-tulospuhelussa, että myynnin tuottavuuden käännekohdan tarkkaa ajoitusta on vaikea ennustaa kvartaalin tarkkuudella, mikä mielestämme tuo epävarmuutta vuoden 2026 marginaalioletuksiimme.

Koko vuoden 2026 osalta ennustamme oikaistun käyttökatteen olevan 155 MEUR, mikä vastaa 22 %:n marginaalia ja on pitkälti linjassa johdon ohjeistushaarukan keskikohdan kanssa. Oikaistun liikevoiton arvioidaan olevan 119 MEUR, mikä vastaa 17 %:n marginaalia (2025: 16 %, vertailukelpoisesti).

**Liikevaihto ja kasvu -%**  
MEUR, 2023–2028e



**Kannattavuus ja marginaaliennusteet**  
MEUR ja % liikevaihdosta 2023–2028e



# Ennusteet (4/5)

Vuosille 2027 ja 2028 odotamme oikaistun liikevoittomarginaalin kasvavan 19,5 %:iin ja 20 %:iin (oikaisematon: 17 % ja 17,6 %), ja vastaavan käyttökatemarginaalin kohenevan noin 24 %:iin Parannus heijastaa jatkuvan liikevaihdon kasvun operatiivista vipuvaikutusta, vuoden 2026 etupainotteisten myyntihenkilöstöinvestointien asteittaista sisäänajoa, nyt yhdistetyn SSP-infrastruktuurin laajempia alustatehokkuuksia ja normalisoituneempaa kustannusrakennetta yritysostojen jälkeisten integraatiotoimien päättyessä.

Ennustamme oikaistun\* osakekohtaisen tuloksen olevan 0,31 euroa vuonna 2026 (2025: 0,09 euroa) ja 0,42/0,47 euroa vuosina 2027 ja 2028. Vuositasolla tapahtuvaa EPS-parannusta vauhdittavat tuloskasvu ja JVK-lainan uudelleenrahoitukseen liittyvien suurempien kertaluonteisten erien puuttuminen. Yhtiön aikomuksen laajentaa arvopaperistamisohjelmaansa myötä odotamme lisääntyneeseen kapasiteettiin liittyvien lisärahoituskustannusten pääosin kumoavan lyhytaikaisen velan osittaisesta takaisinmaksusta odottamamme korkosäästöt, mikä pitää nettorahoituskulut suhteellisen vakaina vuosina 2026–2028.

## Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä odotamme tärkeimpien liikevaihdon ajureiden olevan ohjelmallisen mainonnan markkinoiden jatkuva kasvu, kasvava altistuminen nopeammin kasvaville mobiilisovellusten sisäisille kanaville, CTV:lle, retail-medialle sekä jatkuva keskittyminen yksityisyyden huomioiviin ja tunnisteettomiin kohdentamisratkaisuihin omien ratkaisujen kautta (esim. Moments.AI ja ATOM). Vuoden 2028 jälkeen arvioimme orgaanisen liikevaihdon kasvun alkavan maltillistua ja lähestyvän vähitellen 2 %:n terminaalikasvuastettamme. Vuosina 2029-2033 odotamme keskimääräisen vuotuisen kasvuvauhdin

(CAGR) olevan noin 5 %.

Kannattavuuden osalta odotamme EBIT-marginaalin lähenevän asteittain ~14 %:a terminaalivuonna, mikä heijastaa konservatiivista vakaan tilan marginaaliennustettamme, joka ottaa huomioon ohjelmallisen ekosysteemin jatkuvan kilpailuintensiteetin ja jatkuvan innovaatioinvestointien tarpeen.

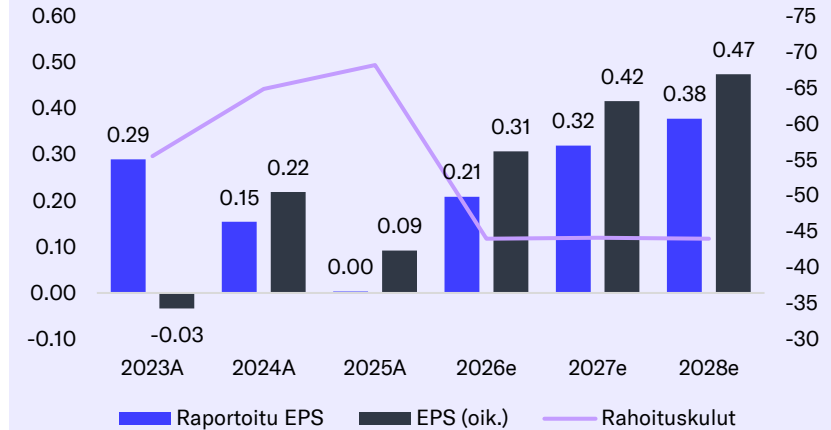
## Tase ja nettovelkaantumisaste

Q4'25:n lopussa Verven velkaantumisaste pysyi korkeana 3x:n tasolla (nettovelka suhteessa oikaistuun käyttökatteeseen pro forma -pohjaisesti, Q4'24: 2,4x), mikä ylittää yhtiön pitkän aikavälin tavoitehaarukan 1,5–2,5x. Ensisijainen syy tähän on heikko kassavirran kehitys koko vuoden 2025 ajan sekä alustojen yhdistämiseen liittyvät ongelmat, jotka estivät aiemmassa laajassa raportissamme ennakoimamme velkaantumisasteen laskun toteutumisen. Jatkossa huomautamme, että velkaantumisen vähentämisen polku on aiempaa riippuvaisempi saamisten arvopaperistamisohjelman onnistuneesta laajentamisesta ja hyödyntämisestä kassavirran tuottamisen vahvistamiseksi.

Korollista velkaa oli 535 MEUR vuoden 2025 Q4:n lopussa, ja se kasvaa maltillisesti vuonna 2026 50 MEUR:n JVK-lainan lisäerän jälkeen. Jun Group- ja Acardo-yritysostoihin liittyvien jäljellä olevien lisäkauppahintojen arvioidaan olevan noin 30 MEUR vuonna 2026, mikä rasittaa entisestään kassavirran tuottoa. Odotamme suurimman osan lisäkauppahinnoista olevan suurelta osin maksettu vuoden 2026 loppuun mennessä, minkä jälkeen suurempien lisäkauppahintojen puuttuminen (vain ~9 MEUR jäljellä vuonna 2027) kiihdyttää velkaantumisen vähenemistä vuoteen 2027. Nämä tekijät huomioiden ennustamme nettovelkaantumisasteen laskevan 2,8x:aan vuoden 2026 loppuun mennessä.

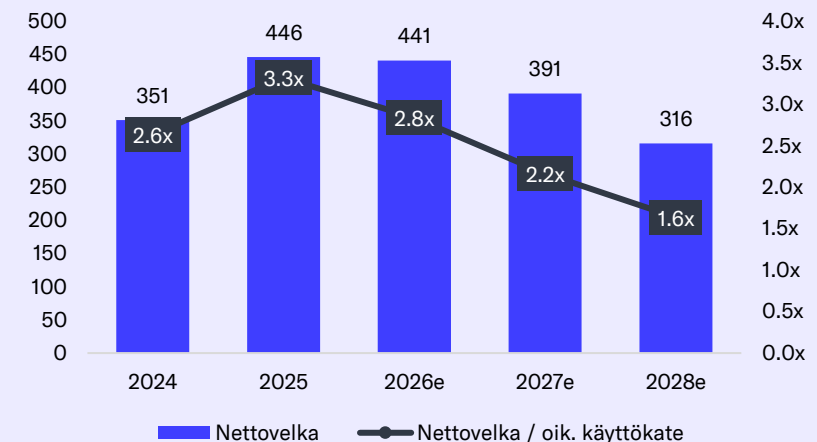
## Osakekohtainen tulos (EUR) ja rahoituskulut (MEUR)

2023-2028e



## Nettovelka (MEUR) ja velkaantuneisuus

2024-2028e



\*Oikaistu PPA-poistoilla  
Lähteet: Verve, Inderes

# Ennusteet (5/5)

Näin ollen uskomme, että velkaantuminen pysyy yli 1,5–2,5x:n tavoitehaarukan ylärajan vuoden 2026 loppuun asti ja siihen pääseminen kestää todennäköisesti vuoden 2027 loppuun, olettaen että arvopaperistamisohjelman laajentuminen ja siitä johtuva kassavirran paraneminen toteutuvat ennusteidemme mukaisesti. Mikäli kassakonversion paraneminen on ennakoimaamme hitaampaa tai vaatimattomampaa, voi velkaantumiskehitys venyä pidemmälle. Tämä on mielestämme edelleen yksi keskeisimmistä muuttujista sijoitustarinassa.

## Rahavirta ja investoinnit

Verven luontainen kassakonversio on vahva, kun arvopaperistamisohjelma toimii suunnitellusti, mistä on osoituksena vuonna 2024 tuotettu 94 MEUR vapaata kassavirtaa. Vuosi 2025 kuitenkin osoitti ohjelman rajoittamisen seuraukset: vaikka käyttökate oli vankka, koko vuoden vapaa kassavirta heikkeni 9 MEUR:oon. Tämä johtui siitä, että käyttöpääoma sitoi kassavirtaa läpi vuoden, myös Q4:llä, joka on kausiluonteisesti Verven vahvin jakso kassakonversion kannalta. Mielestämme on myös tärkeää huomioida yhtiön korkeiden rahoituskustannusten vaikutus kassavirran tuottoon, mikä näkyy oheisissa kassakonversiomittareissa, sillä se heikentää Verven kykyä palauttaa pääomaa osakkeenomistajille ja vähentää velkaantumista nopeammin.

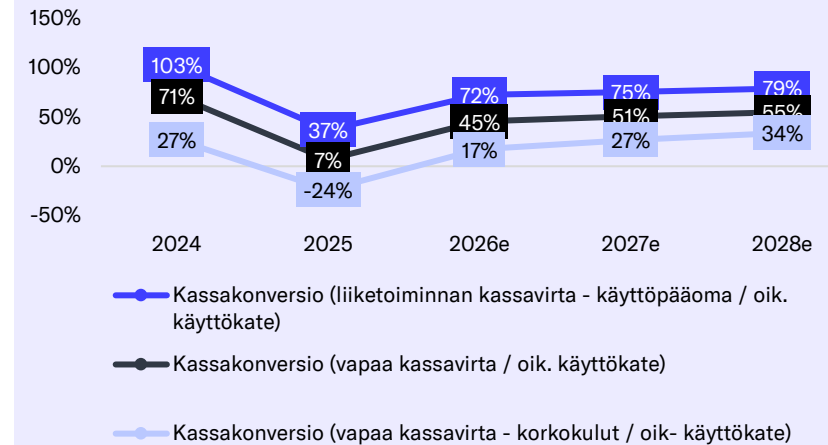
Verven laajentaessa arvopaperistamisohjelmaa ja ottaessa mukaan uusia konserniyhtiöitä, joista kaksi on suunniteltu H1'26:lle, odotamme käyttöpääomaprofiilin normalisoituvan ja kassakonversion paranevan merkittävästi vuoden mittaan vuoteen 2025 verrattuna. Mallinamme konservatiivisesti ohjelman asteittaista kasvua noin 125 MEUR:oon vuonna 2026 ja noin 150

MEUR:oon vuodesta 2027 eteenpäin. Arvioimme vapaaksi kassavirraksi (oikaistu n. 30 MEUR:n lisäkauppahinnoilla) 70 MEUR vuonna 2026, mikä vastaa noin 45 %:n konversiota arvioidusta oikaistusta käyttökatteestamme ja 10 %:n marginaalia. Tämä on alhaisempi kuin edellisen laajan raportin ennusteemme ja heijastaa arvopaperistamisen laajentamiseen liittyvää toteutuksen epävarmuutta, joka on suunnaltaan oikea, mutta jonka ajoitus ja suuruus ovat lähiaikoina epävarmoja. Vuodelle 2027 ennustamme 91 MEUR:n vapaata kassavirtaa (pl. ehdolliset kauppahinnat) olettaen käyttöpääoman kierron normalisoituvan edelleen.

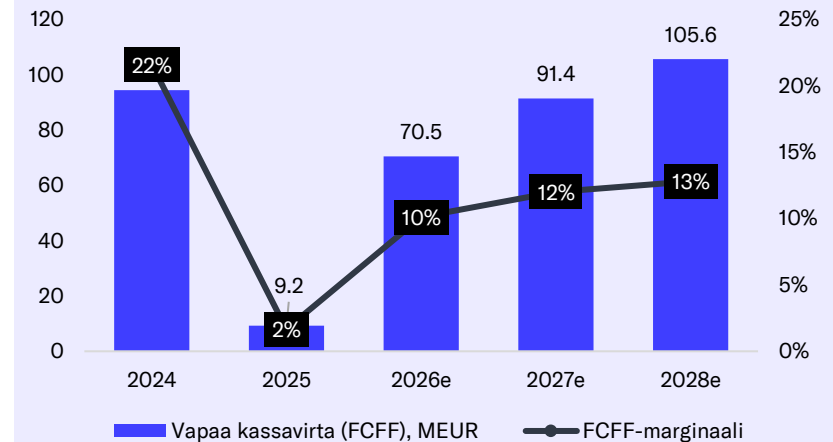
Jatkamme kassakonversion seuraamista sijoitusteesimme keskeisenä heilahtelukelijänä ja uskomme, että johdon kyky osoittaa jatkuvaa parannusta tässä mittarissa on ensisijainen edellytys osakkeen merkittävälle uudelleenarvostukselle.

Investointien osalta odotamme vuotuisten investointien olevan 42–47 MEUR vuosina 2026–2028 (noin 6 % liikevaihdosta), sisältäen sekä ylläpito- että kasvuinvestoinnit. Ylläpitoinvestointien odotetaan edustavan noin 10 % kokonaisinvestoinneista, ja loput kohdistuvat laajennus- ja kasvuinvestointeihin. Tällä investointitasolla odotamme, että arvopaperistamisen laajentumisesta odottamamme parantuneesta kassakonversiosta huolimatta Verven kyky parantaa merkittävästi nettovelka-asemaansa lyhyellä aikavälillä on rajallinen, kun otetaan huomioon vuonna 2026 erääntyvät lisäkauppahinnat ja korkeat rahoituskulut vuonna 2026 (noin 44 MEUR). Vuodesta 2027 eteenpäin näemme kuitenkin paremmat edellytykset sille, että Verve rahoittaa kasvuhankkeensa yhä enemmän orgaanisesti ja vähentää samalla nettovelkaansa, kun suurempia lisäkauppahintoja ei enää ole.

### Kassakonversion mittarit\* 2024-2028e



### Vapaa kassavirta (MEUR)\* 2024-2028e



\*Ei sisällä ehdollisia korvauksia ja lisäkauppahintoja, joiden arvioidaan olevan ~30 MEUR (Jun Group ja Acardo) vuonna 2026 ja 9 MEUR (Captify) vuonna 2027  
Lähteet: Verve, Inderes

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
<b>Liikevaihto</b>	<b>437</b>	<b>109</b>	<b>106</b>	<b>142</b>	<b>194</b>	<b>551</b>	<b>149</b>	<b>161</b>	<b>174</b>	<b>213</b>	<b>697</b>	<b>762</b>	<b>824</b>	<b>886</b>
<b>EBITDA (ilman kertaeriä)</b>	133	30.2	29.5	26.1	48.6	134	27.4	31.1	39.3	57.6	155	181	193	202
<b>Käyttökate</b>	<b>129</b>	<b>27.5</b>	<b>27.0</b>	<b>21.8</b>	<b>45.8</b>	<b>122</b>	<b>27.4</b>	<b>31.1</b>	<b>39.3</b>	<b>57.6</b>	<b>155</b>	<b>181</b>	<b>193</b>	<b>202.5</b>
Poistot ja arvonalennukset	-38.2	-10.8	-10.4	-15.4	-16.6	-53.1	-13.9	-13.9	-13.9	-13.9	-55.7	-51.1	-48.2	-50.9
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>107</b>	<b>23.3</b>	<b>22.8</b>	<b>15.4</b>	<b>37.5</b>	<b>99.0</b>	<b>18.4</b>	<b>22.2</b>	<b>30.3</b>	<b>48.6</b>	<b>119</b>	<b>149</b>	<b>164</b>	<b>152</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>90.3</b>	<b>16.7</b>	<b>16.6</b>	<b>6.5</b>	<b>29.2</b>	<b>69.1</b>	<b>13.4</b>	<b>17.2</b>	<b>25.3</b>	<b>43.7</b>	<b>99.7</b>	<b>130</b>	<b>145</b>	<b>152</b>
Nettorahoituskulut	-58.5	-13.2	-20.8	-12.6	-15.2	-61.9	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0	-44.1	-44.1	-44.0	-41.3
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>31.8</b>	<b>3.5</b>	<b>-4.2</b>	<b>-6.2</b>	<b>14.1</b>	<b>7.2</b>	<b>2.4</b>	<b>6.2</b>	<b>14.3</b>	<b>32.7</b>	<b>55.5</b>	<b>85.4</b>	<b>101</b>	<b>110</b>
Verot	-3.0	-3.3	4.6	2.6	-10.4	-6.5	-0.6	-1.5	-3.6	-8.2	-13.9	-21.4	-25.2	-27.6
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
<b>Nettotulos</b>	<b>28.8</b>	<b>0.18</b>	<b>0.4</b>	<b>-3.6</b>	<b>3.7</b>	<b>0.7</b>	<b>1.8</b>	<b>4.6</b>	<b>10.7</b>	<b>24.5</b>	<b>41.7</b>	<b>64.1</b>	<b>75.7</b>	<b>82.7</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0.24</b>	<b>0.03</b>	<b>0.03</b>	<b>0.03</b>	<b>0.06</b>	<b>0.15</b>	<b>0.03</b>	<b>0.05</b>	<b>0.08</b>	<b>0.15</b>	<b>0.31</b>	<b>0.42</b>	<b>0.47</b>	<b>0.41</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0.15</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>-0.02</b>	<b>0.02</b>	<b>0.00</b>	<b>0.01</b>	<b>0.02</b>	<b>0.05</b>	<b>0.12</b>	<b>0.21</b>	<b>0.32</b>	<b>0.38</b>	<b>0.41</b>

Tunnusluvut	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	35.7 %	32.2 %	9.9 %	24.8 %	34.4 %	26.1 %	36.3 %	51.8 %	22.6 %	10.0 %	26.5 %	9.4 %	8.2 %	7.5 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	39.2 %	40.2 %	-1.7 %	-38.8 %	-10.9 %	-7.5 %	-21.2 %	-2.7 %	96.5 %	29.6 %	20.6 %	24.6 %	10.4 %	-7.7 %
<b>Käyttökate-%</b>	29.4 %	25.2 %	25.4 %	15.4 %	23.6 %	22.2 %	18.4 %	19.3 %	22.6 %	27.0 %	22.3 %	23.7 %	23.4 %	22.8 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	24.5 %	21.4 %	21.5 %	10.9 %	19.4 %	18.0 %	12.4 %	13.7 %	17.4 %	22.8 %	17.1 %	19.5 %	19.9 %	17.1 %
<b>Nettotulos-%</b>	6.6 %	0.2 %	0.4 %	-2.5 %	1.9 %	0.1 %	1.2 %	2.9 %	6.2 %	11.5 %	6.0 %	8.4 %	9.2 %	9.3 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>1013</b>	<b>1021</b>	<b>1007</b>	<b>1000</b>	<b>999</b>
Liikearvo	718	715	715	715	715
Aineettomat hyödykkeet	269	258	244	237	236
Käyttöomaisuus	4.3	13.0	13.0	13.1	13.3
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	4.9	7.1	7.1	7.1	7.1
Laskennalliset verosaamiset	17.0	27.9	27.9	27.9	27.9
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>239</b>	<b>232</b>	<b>307</b>	<b>370</b>	<b>460</b>
Vaihto-omaisuus	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Muut lyhytaikaiset varat	31.7	30.0	41.8	45.7	49.5
Myyntisaamiset	60.9	113	146	166	180
Likvidit varat	147	89.0	119	158	231
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>1252</b>	<b>1252</b>	<b>1314</b>	<b>1370</b>	<b>1458</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
<b>Oma pääoma</b>	<b>451</b>	<b>423</b>	<b>465</b>	<b>529</b>	<b>605</b>
Osakepääoma	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
Kertyneet voittovarot	76.9	77.6	119	183	259
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	372	344	344	344	344
Vähemmistöosuus	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>499</b>	<b>525</b>	<b>600</b>	<b>591</b>	<b>591</b>
Laskennalliset verovelat	21.7	25.9	25.9	25.9	25.9
Varaukset	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Korolliset velat	446	474	550	550	550
Vaihtovelkakirjalainat	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Muut pitkäaikaiset velat	31.0	24.3	24.3	14.9	14.9
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>303</b>	<b>305</b>	<b>249</b>	<b>250</b>	<b>263</b>
Korolliset velat	52.0	60.4	10.0	0.0	0.0
Lyhytaikaiset korottomat velat	145	147	174	185	198
Muut lyhytaikaiset velat	106	97.6	65.3	65.3	65.3
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>1253</b>	<b>1253</b>	<b>1314</b>	<b>1370</b>	<b>1458</b>

# Arvostus 1/7

## Tasokorjaus riippuu kassavirrasta, velkaantumisasteen ja sijoittajien luottamuksen palauttamisesta

Useiden vuosien vahvan kasvun jälkeen Verve kohtasi vastatuulta vuonna 2023 mainosbudjettien supistuessa. Tämä yhdistettynä yhtiön suureen velkaantuneisuuteen ja nouseviin korkoihin johti sekä osakkeen hinnan että arvostuskertoimien jyrkkään laskuun. Yhtiö vastasi useilla strategisilla toimenpiteillä vuosina 2024–2025, kuten Jun Groupin ostolla tuloksen laadun parantamiseksi ja kysyntäpuolen vahvistamiseksi, keräsi 810 MSEK suunnatuilla osakeanneilla ja jälleenrahoitti liikkeellä olevat joukkovelkakirjalainansa edullisemmilla ehdoilla vuotuisten korkokulujen vähentämiseksi. Vuosi 2025 osoittautui kuitenkin odotettua vaikeammaksi. Vaikka alustojen yhdistäminen oli strategisesti välttämätöntä, se aiheutti operatiivista kitkaa, mikä johti tulosvaroitukseen ja heikensi sijoittajien luottamusta. Lisäksi arvopaperistamisohjelman rajoitukset johtivat jatkuvaan heikkouteen vapaan kassavirran konversiossa. Vaikka Q4 osoitti varhaisia merkkejä odotetuista yhdistämisen tehokkuushyödyistä, ennen kaikkea maginaaleissa, koko vuoden heikkous kannattavuuden muuntamisessa vapaaksi kassavirraksi jätti velkaantumisasteen 3x nettovelka/oik. käyttökate -tasolle. Käyttökate (pro forma) oli selvästi yli yhtiön 1,5-2,5x tavoitehaarukan. Ennakoimamme tasokorjaus jäi toteutumatta, ja osake käy edelleen kauppaa erittäin matalilla absoluuttisilla kertoimilla, mikä heijastaa sekä toteutuksen epävarmuutta, sijoittajien luottamuspulaa että kireää tasetta.

Ennen kuin merkittävä arvostuskertoimien nousu voi tapahtua, uskomme johdon on osoitettava, että Q4:n marginaaliparannus oli kestävä trendi eikä vain yksittäinen neljännes, näytettävä konkreettista edistystä kassa-konversiossa eikä vain kannattavuudessa, ja rakennettava uudelleen sijoittajien luottamus johdonmukaisten tekemisen ja ohjeistuksen saavuttamisen kautta.

Nykyisillä noin 15 kruunun tasoilla (2026e EV/oik. EBIT 6x, EV/oik. FCFF: 10x), näemme tuotto-riskisuhteen edelleen positiivisena. Kassavirran muodostumiseen liittyvän lisääntyneen epävarmuuden ja vertailuryhmän laajemman arvostuskertoimien laskun vuoksi omaksumme tällä hetkellä varovaisemman kannan, mikä saa meidät laskemaan suosituksemme lisää-tasolle (aik. osta) ja alentamaan tavoitehintamme 18 kruunuun (aik. 20).

### Käytetyt arvostusmenetelmät

Lähestymme Verven arvostusta käyttämällä absoluuttisia arvostuskertoimia, suhteellista arvostusta ja DCF-analyysiä. Näiden lisäksi käytämme lähivuosien kokonaistuotto-odotuslaskelmaa sekä skenaarioanalyysiä.

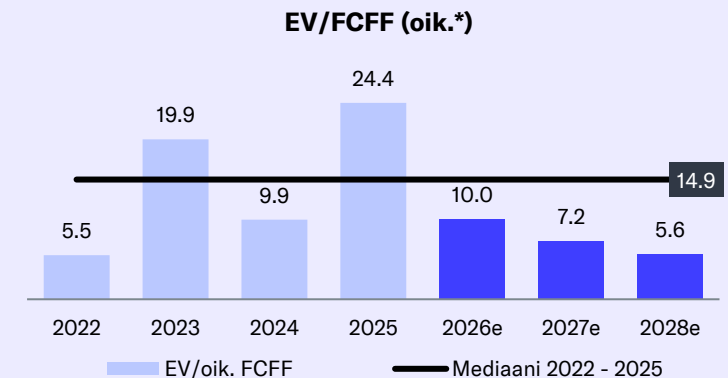
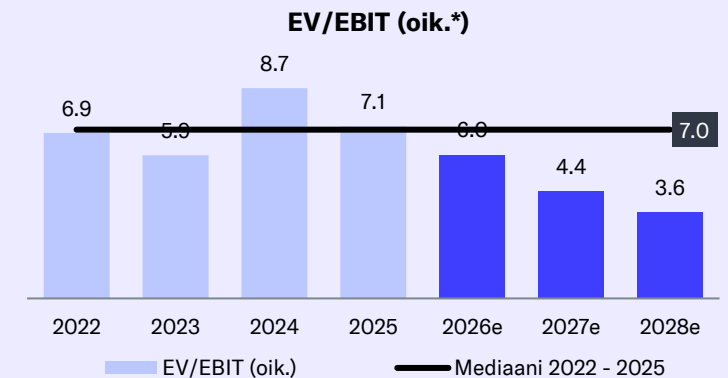
Suosimme edelleen kassavirtapohjaista lähestymistapaa, erityisesti diskon kassavirtamallia (DCF) sekä kassavirtakertoimia, kuten EV/FCFF, sillä Verven tuloslaskelma sisältää useita ei-kassavaikutteisia ja kertaluonteisia eriä, jotka hämärtävät liiketoiminnan todellista taloudellista tilannetta. Tulospohjaisista kertoimista suosimme oikaistuja EV/EBIT-kertoimia EV/EBITDA-kertoimien sijaan erityisesti verrokkivertailussa sillä EBITDA jättää kokonaan huomioimatta poistot ja arvonalentumiset, jotka ovat Vervelle taloudellisesti todellisia kuluja, koska aktivoitun alustakehitykseen on investoitava jatkuvasti kilpailukyvyyn ylläpitämiseksi. Lisäksi se neutraloi paremmin Verven ja verrokkien välisen T&K-aktiivoinnin epäsymmetrian, sillä verrokkit kirjaavat vastaavat kulut suoraan tuloslaskelmaan.

### Absoluuttiset arvostuskertoimet

Verven oikaistun EV/EBIT-kertoimen mediaani viimeisten viiden vuoden aikana on 7x, oikaistun P/E-kertoimen 8x ja oikaistun EV/S-kertoimen 1,6x. Keskimäärin em. kertoimet ovat olleet 9x, 11x ja 2x.

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi (EUR)	1.34	1.34	1.34
Osakemäärä, milj. kpl	200.1	200.1	200.1
Markkina-arvo (MEUR)	268	268	268
Yritysarvo (EV) (MEUR)	709	660	587
P/E (oik.)	4.4	3.2	2.8
P/E	6.4	4.2	3.5
P/B	0.6	0.5	0.4
P/S	0.4	0.4	0.3
EV/Liikevaihto	1.0	0.9	0.7
EV/EBITDA	4.6	3.7	3.0
EV/EBIT (oik.)	5.9	4.4	3.6
EV/FCFF (adj.)*	10.1	7.2	5.6
Osinkotuotto-%	0.0 %	0.0 %	0.0 %

Lähde: Inderes



\* Liikevoitto on oikaistu PPA-poistoilla ja vapaa kassavirta lisäkauppahinnoilla.  
Lähteet: Verve, Inderes

# Arvostus 2/7

Oikaisemattomilla kertoimilla vastaavat mediaani EV/EBIT- ja P/E-luvut ovat 10x ja 20x. Arvioidaksemme, miten Verve on hinnoiteltu suhteessa tuotettuun vapaaseen kassavirtaan tarkastelemme EV/FCFF-kerrointa. Neljän vuoden EV/FCFF:n mediaani (oikaistuna lisäkauppahinnoista) on 15x, ja jos käyttäisimme sen sijaan "normalisoitua" FCFF:ää samalla ajanjaksolla, olettaen vakaan arvopaperistamiskapasiteetin, vastaava luku olisi 13x. Mielestämme tämä osoittaa yleisesti, että Verven oikaistut tulokertoimet eivät tällä hetkellä heijasta kassavirtoja kovin hyvin.

Ennusteillamme Verven oikaistut EV/EBIT-kertoimet vuosille 2026e ja 2027e ovat 6x ja 4x, ja oikaisemattomat vastaavat kertoimet 7x ja 5x. Kassavirtaan perustuen EV/FCFF ilman lisäkauppahintoja on 10x ja 7x samoille vuosille. Näin ollen kaikki tulevaisuuden kertoimet ovat alle sen historiallisten mediaanien. Mielestämme absoluuttisten kertoimien laskuvara nykytasolta on rajallinen, ja meidän on vaikea nähdä skenaariota, jossa Verven kokoinen ja markkina- asemaltaan vakaa liiketoiminta ansaitsisi käydä kauppaa merkittävästi nykyisiä, jo valmiiksi historiaan nähden alhaisilla arvostuksella.

Nykyisten matalien absoluuttisten kertoimien heijastelevan markkinoiden epäilyksiä liikevaihdon kasvun ja katteiden kestävydestä, korkeasta velkavivusta ja vapaan kassavirran tuotosta. Vaikka tämä on jossain määrin ymmärrettävää haastavan vuoden 2025 vuoksi, huomaamme, että nykyinen vuoden 2026 ennustettu EV/EBIT on samalla tasolla kuin vuoden 2023 pohjalukemat, jolloin taustalla oli mielestämme ankarammat olosuhteet. Tällöin mainosmarkkinat heikkenivät, kasvu hidastui nopeasti ja velkaantuneisuusprofiili oli korkeiden korkojen vuoksi akuutin paineen alla, sillä käytännössä kaikki vapaa kassavirta kului korkomaksuihin eikä velan vähentämiseen ollut merkittävää kapasiteettia. Tilanne on

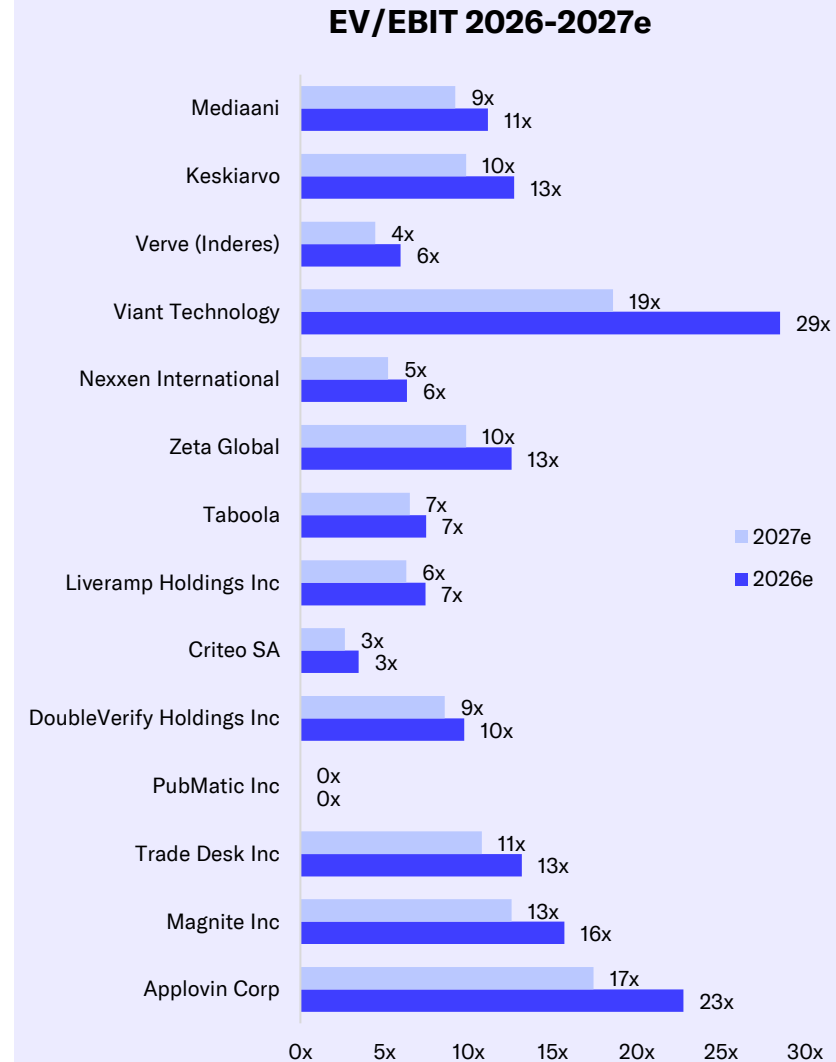
nyt mielestämme rakenteellisesti suotuisampi. Q1'25:n joukkovelkakirjalainojen jälleenrahoitus paremmilla ehdoilla ja Jun Groupin, Captifyn ja Acardon yritysostot ovat lisänneet tuloksetekokykyä. Muun pysyessä ennallaan tämän pitäisi tukea merkittävämpää velkaantumisasteen laskua, mikäli johto saavuttaa asettamansa tavoitteet.

Tästä huolimatta olemme tietoisia siitä, että vuosi 2025 on vaikeuttanut tilanteen tulkintaa. Verve aloitti vuoden vaativaa vertailukautta vasten (vuoden 2024 orgaaninen kasvu: 24 %) ja pitkälti itse aiheutetut alustojen yhdistämiseen liittyvät vaikeudet hämärsivät taustalla olevaa kehitystä suuren osan vuodesta. Lisäksi tulosvaroitukset ja heikko vapaan kassavirran konversio ovat herättäneet kysymyksiä johdon uskottavuudesta, ja lähiajan näkymät ovat epävarmemmat kuin 12 kuukautta sitten.

Kaiken kaikkiaan arvioimme kuitenkin, että yleinen tulos pohjainen arvostus kuluvalle ja seuraaville vuosille on matalalla tasolla sekä absoluuttisesti että historiallisiin lukuihin verrattuna. Mikäli johto tuo Verven takaisin kasvu-uralle, toteuttaa ohjeistetut synergiat ja osoittaa jatkuvaa parannusta kassakonversiossa ja velkaantumisasteen pienentämisessä, eteenpäin katsovat kertoimet voivat laskea nopeasti jo valmiiksi matalilta tasoilta, mikä itsessään edustaa merkittävää potentiaalista tuottokomponenttia.

## Verrokkiryhmä ja hyväksyttävä arvostus

Haarukoidaksemme Verven suhteellista arvostusta olemme koonneet verrokkiryhmän listattuja mainosohjelmistoyrityksiä halki ohjelmallisen mainonnan arvoketjun. Vaikka jotkut valituista verrokeista eroavat toisistaan sijoittumisen, koon, kasvun ja kannattavuusprofiilin suhteen, niillä on samanlaiset liikevaihdon ajurit ja kustannusrakenteet, ja uskomme ryhmän tarjoavan arvokasta tietoa Verven ohjeellisesta arvostushaarukasta.



\* Lisäkauppahinnoista oikaistu  
Lähteet: Inderes

# Arvostus 3/7

Suhteessa edelliseen laajaan raporttiimme (heinäkuu 2024) olemme lisänneet verrokkiryhmään Taboolan, Nexxenin, Zeta Globalin ja Viantin. Taboola on mukana sen oman mainosinventaarin ja ensimmäisen osapuolen datan kaupallistamisen rakenteellisten yhtäläisyyksien vuoksi, Nexxen sen samankaltaisen full-stack-DSP/SSP-arkkitehtuurin vuoksi, Zeta sen temaattisen päällekkäisyyden vuoksi datalähtöisessä kohdentamisessa (ehdollisesti, koska sen liikevaihtomalli on enemmän SaaS-painotteinen) ja Viant sen evästeettömän DSP-asemoinnin ja CTV-altistuksen vuoksi, mikä heijastaa tärkeää osaa Verven strategisesta suunnasta, vaikkakin ilman tarjontapuolen tai oman mainostilan ulottuvuutta.

Verrokkiryhmän mediaanit EV/EBIT- ja EV/FCFF-kertoimille vuosille 2026 ja 2027 ovat 11x-9x ja 9x-7x. Vastaavat EV/EBITDA-, P/E- ja EV/S-kertoimet ovat 7x-6x, 12x-10x ja 1,7x-1,5x. Nämä kertoimet ovat kokonaisuudessaan selvästi alle niiden neljän vuoden historiallisten mediaanikertoimien (seuraavan kahdentoista kuukauden perusteella\*) 23x (EV/EBIT), 17x (EV/FCFF), 11x (EV/EBITDA), 23x (P/E) ja 2,6x (EV/S). Kuten viereisistä kaavioista (sekä sivulta 49) käy ilmi, avoimen internetin mainosteknologiayhtiöiden kertoimet ovat olleet viime aikoina huomattavan paineen alla. Näemme tämän heijastavan markkinoiden huolia esimerkiksi tekoälyyn perustuvista häiriöistä, toimitusketjun optimoinnista, suljettujen ekosysteemien leviämisestä ja merkittävien vaihtokustannusten puuttumisesta.

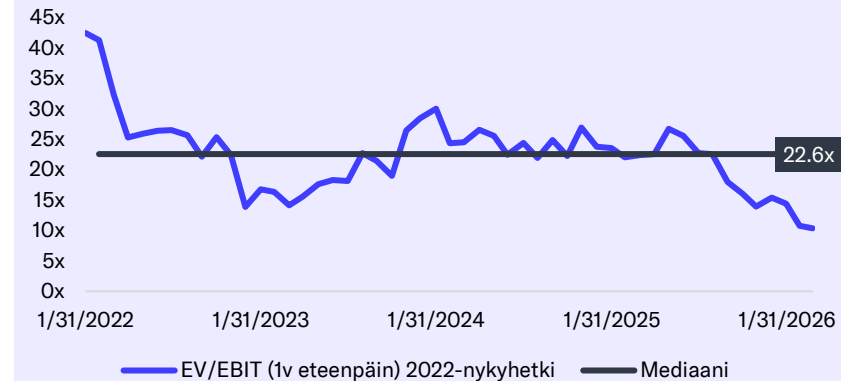
AppLovin on selkeä poikkeus vastakkaiseen suuntaan, sillä se saa merkittävän premion (2026-2027e EV/EBIT: 23-17x), kun markkinat ovat uudelleenarvioineet sen mainosverkostosta tekoälyalustaksi AXONin suljetun kierron suorituskyvyn ansiosta. Yhtiön taloudelliset tunnusluvut, kuten liikevaihdon kasvu, katteet ja kassavirta, ovat myös parantuneet merkittävästi ja ovat huomattavasti vahvempia kuin muilla verrokeilla. Viant edustaa poikkeusta EV/EBIT-luvun osalta erityisesti. Koska EBIT-marginaali on vain noin 3 % tilikaudella 2025 (vs oik. EBITDA 17 %), EBIT-pohja on liian ohut, jotta

kerroin olisi analyttisesti merkityksellinen, ja siksi jätämme sen pois EV/EBIT-mediaanilaskelmastamme. EV/FCFF-mittarilla Viant on kuitenkin mielestämme relevantti ja informatiivinen datapiste, joka heijastaa liiketoimintaa, joka muuntaa liikevaihdon vapaaksi kassavirraksi kunnioitettavalla ~12 %:n katteella ohuesta liikevoitosta huolimatta. Kun oikaistaan sekä AppLovinilla että Viantilla, verrokkiryhmän vastaava EV/EBIT-kerroin on 9x vuodelle 2026e ja 8x vuodelle 2027e. Mielestämme nämä tekijät ovat tärkeä konteksti verrokkien mediaaneja tarkasteltaessa: mediaani perustuu yritysryhmään, jota markkinat pitävät rakenteellisesti haastettuina välittäjinä, mikä tarkoittaa, että mikä tahansa Verven uudelleenarvostus kohti AppLovinin tarinaa (dataohjattu, tekoälypohjainen, oma mainosvarasto) edustaisi kertoimissa pikemminkin harppausta kuin asteittaista lähentymistä.

Kuten seuraavalla sivulla esitetään, Verven odotetaan kasvattavan liikevaihtoaan ja oikaistua käyttökattensa samaa vauhtia kuin sen verrokki vuosina 2026–2028, säilyttäen samalla oikaistun liikevoittomarginaalin vertailuryhmän tasolla. Näiden parametrien perusteella nykyinen arvostusero tulos pohjaisilla kertoimilla vaikuttaa ensi silmäyksellä perusteettomalta. Koska Vervellä on verrokkiryhmään nähden tällä hetkellä (LTM) merkittävästi enemmän velkaa ja velkaantumisasteen odotetaan pysyvän korkeampana myös tulevaisuudessa (katso kuva s. 49), suurempi osa Verven tuloksesta ja vapaasta kassavirrasta menee korkokuluihin, mikä heikentää sen kykyä palauttaa pääomaa osakkeenomistajille. Tämän seurauksena katsomme, että arvostusalennus verrokkeihin nähden on perusteltu, sillä Verven nykyiset tulokset ja vapaa kassavirta tulisi arvottaa alhaisemmalle tasolle suhteessa verrokkeihin, joilla on tyypillisesti minimaalinen velka tai nettokassapositiot. Huomioimme myös, että Verven oikaistun käyttökattensa kassakonversio on verrokkeja heikompi, mikä mielestämme oikeuttaa entisestään alennuksen suhteessa verrokkeihin, sillä tuloksen laatu on heikompi.

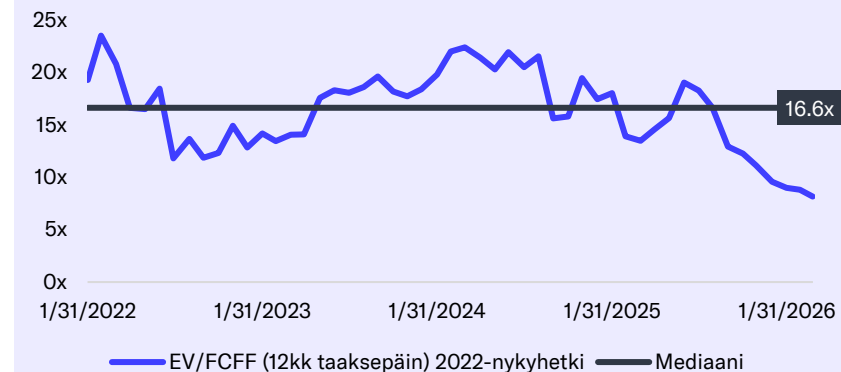
## EV/EBIT (eteenpäin katsova), verrokkiryhmä

Kuukausittain, 2022-nykyhetki



## EV/FCFF (12kk taaksepäin katsova), verrokkiryhmä

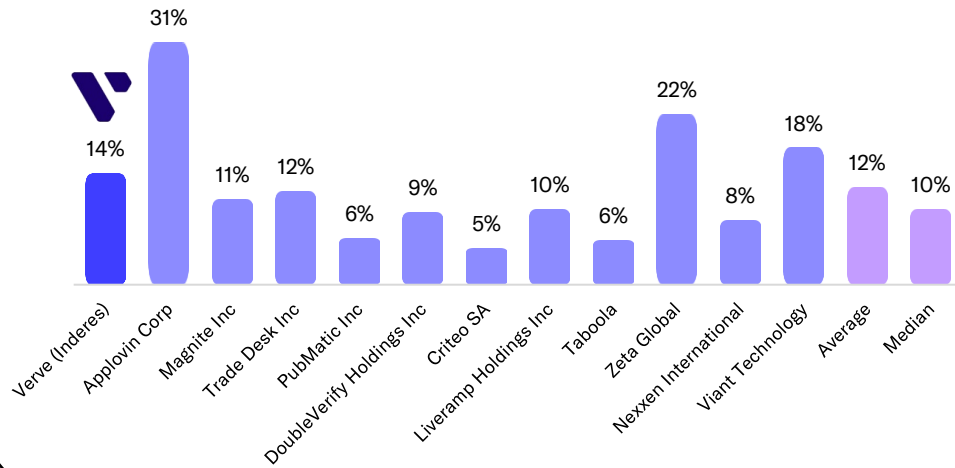
Kuukausittain, 2022-nykyhetki



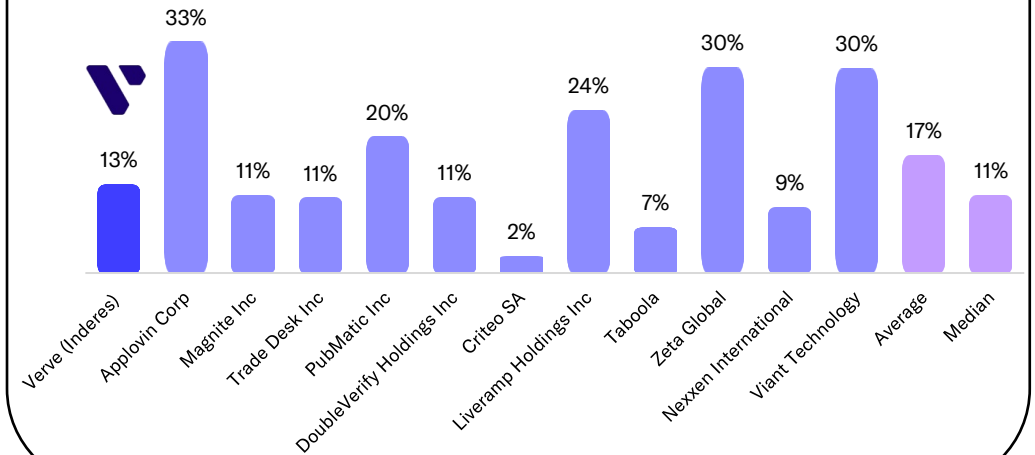
\* EV/FCFF:n historiallinen keskiarvo perustuu viimeisen 12 kuukauden jaksoon. Lähete: Verve, Inderes, Bloomberg

# Verve vs verrokkit: Yhdellä silmällä

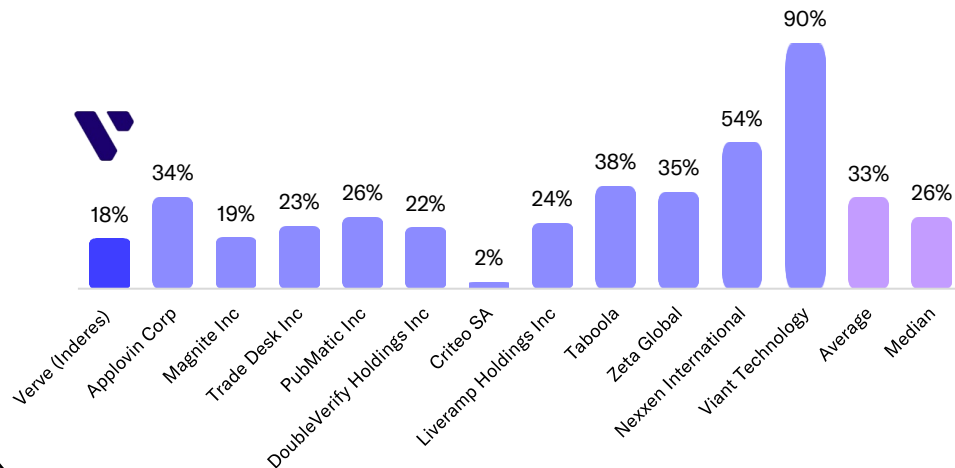
## Liikevaihdon CAGR 2026–2028e



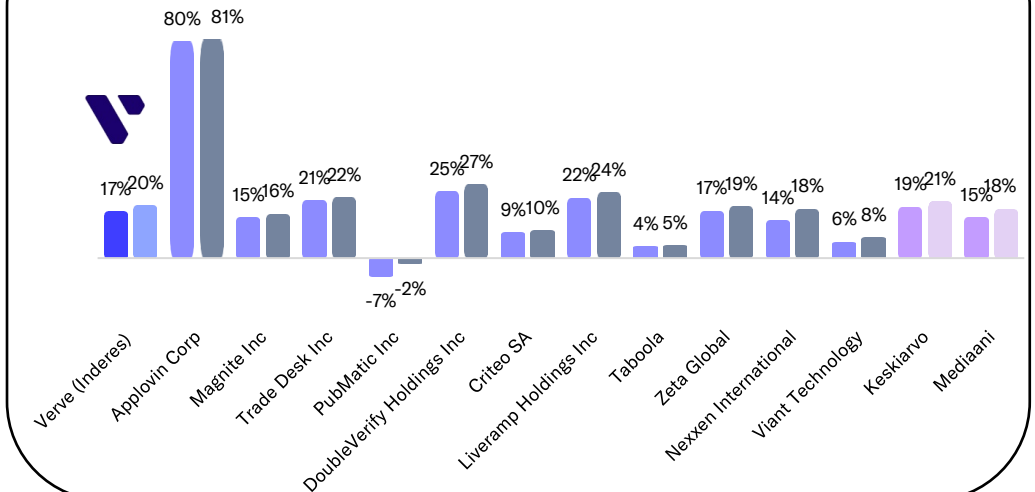
## EBITDA CAGR 2026–2028e



## EBIT CAGR 2026-2028e



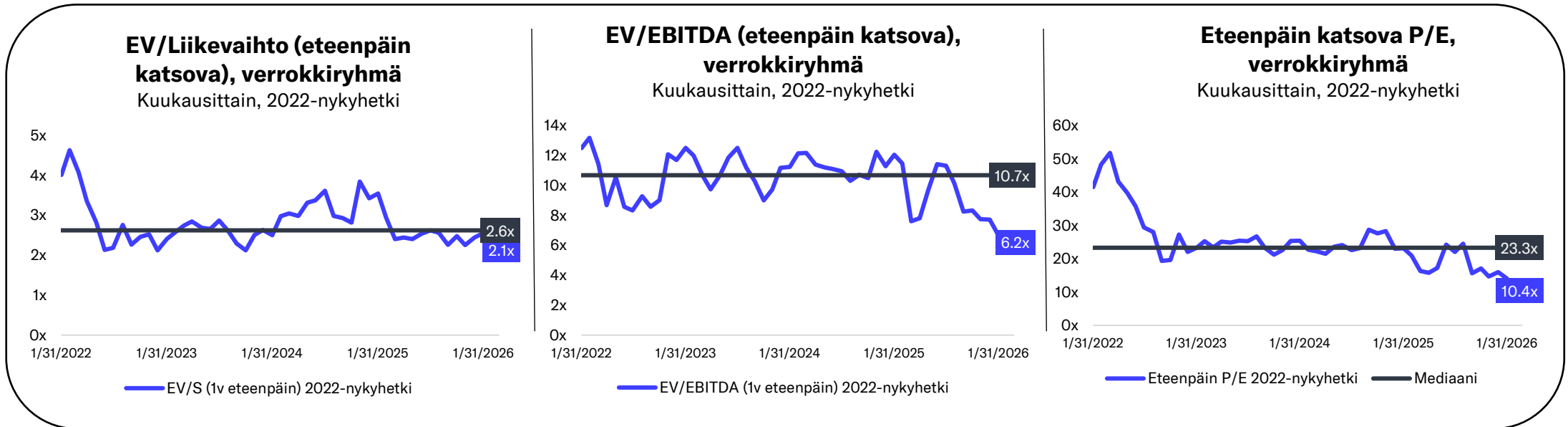
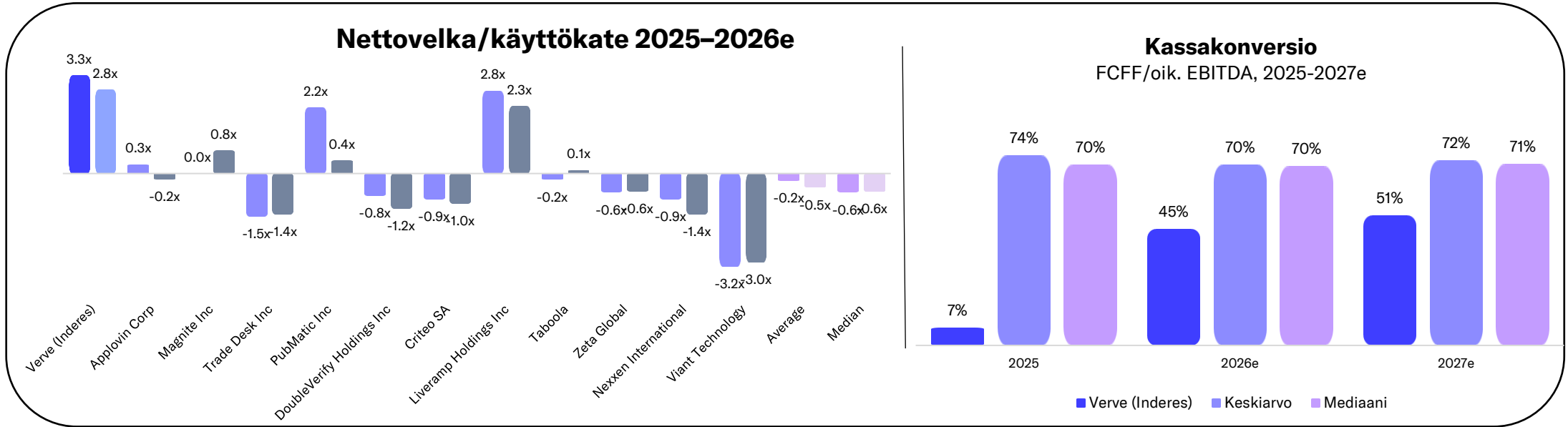
## EBIT-marginaali 2026-2027e



Lähde: Inderes, Bloomberg

\* lisäkauppahinnoista oikaistut

# Verve vs verrokkit: Yhdellä silmäyksellä



# Arvostus 4/7

Tämän perusteella uskomme, että FCFF-kerroin on järkevämpi mittari Verven vertailuun verrokkeihin nähden. Uskomme myös, että se osoittaa, ettei Verve ansaitse merkittävää kertoimien nousua kassavirran tuottokyvyn ja edellä mainittujen taloudellisten ennusteiden vertailujen perusteella.

Itse asiassa Verve käy kauppaa korkeammalla arvostuksella suhteessa verrokkiyhtiöiden keskiarvoon/mediaaniin vuoden 2026 ennusteilla (10x vs 9x/8x), mutta linjassa vuoden 2027 ennusteilla (7x), sillä odotamme Verven normalisoivan käyttöpääomaansa edelleen arvopaperistamisohjelman laajentuessa. Tästä huolimatta tiedostamme, että Verven vapaa kassavirta on elpymässä sen jälkeen, kun yhtiöllä oli ongelmia arvopaperistamisohjelman kanssa vuonna 2025. Yhtiö pyrkii ratkaisemaan nämä ongelmat vuonna 2026.

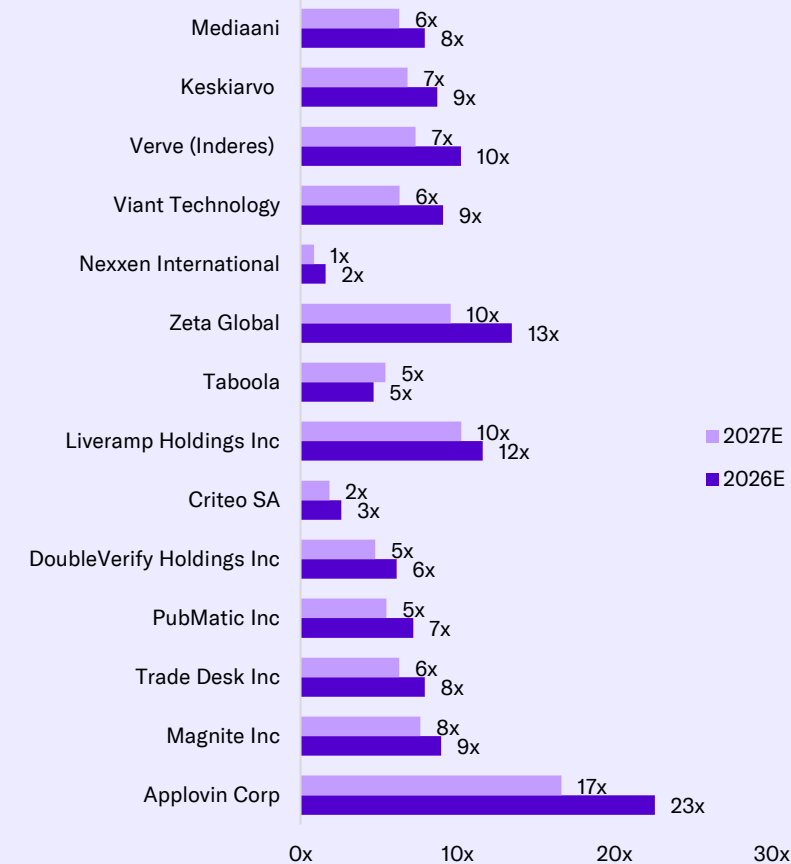
Arvioimme kuitenkin, että arvopaperistamisohjelma edellyttää oikaisua Verven nettovelkaan ja siten sen yritysarvoon, kun kertoimen nimittäjä on kassavirtamittari. Ymmärtääksemme kaikki verrokkit pitävät kaikki myyntisaatavansa taseissaan ja rahoittavat niihin liittyvät käyttöpääomatarpeet omilla varoillaan. Tämä tarkoittaa, että niiden raportoitu nettovelka heijastaa niiden liiketoiminnan todellisia taloudellisia kustannuksia. Koska useimmilla verrokeilla on nettokassaa tai minimaalinen velka, uskomme, että verrokeilla on vähemmän motivaatiota realisoida saamia aikaisemmin. Verve on sitä vastoin tosiasiallisesti ennakkorahoittanut osan myyntisaatavistaan taseen ulkopuolelta arvopaperistamisen avulla, mikä keinotekoisesti vähentää raportoitua nettovelkaa ja aliarvioi liiketoiminnassa käytetyn todellisen taloudellisen pääoman. Tämän seurauksena Verve vaikuttaa EV/FCFF-mittarilla edullisemmalta kuin se todellisuudessa on suhteessa verrokkeihinsa. Näin ollen taseen ulkopuolisten saamisten lisääminen takaisin

nettovelkaan korjaa mielestämme tämän epäsymmetrian ja varmistaa vertailukelpoisuuden. EV/EBIT- ja EV/EBITDA-luvuille tällainen oikaisu ei kuitenkaan ole perusteltu. Arvopaperistamisohjelma on täysin näkymätön tuloslaskelmassa, eikä liikevoittoon tai käyttökatteeseen vaikuta se, pidetäänkö saamiset taseessa vai sen ulkopuolella. Tämä tarkoittaa, että mittari on jo täysin vertailukelpoinen vertailuryhmässä. Kun oikaisemme Verven arvopaperistamisohjelman ja käsittelemme sitä velkana, yhtiön vastaavat FCFF-kertoimet ovat 12x ja 9x vuosien 2026-2027e ennusteillamme, mikä vastaa preemiota verrokkeihin nähden.

Kun otetaan huomioon Verven historialliset absoluuttiset kertoimet, odotettu taloudellinen kehitys suhteessa verrokkeihin sekä nykyiset ja historialliset verrokkiryhmän keskimääräiset kertoimet, uskomme sen hyväksyttävän arvostusalueen olevan noin 7x-10x EV/EBIT ja 8x-11x EV/FCFF (oli 8x-11x EV/EBIT ja 9x-12x EV/FCFF).

Verven haastavan vuoden 2025 (alustojen yhdistäminen, tulosvaroitukset, heikot kassavirrat) ja Iranin ja Yhdysvaltojen konfliktin kärjistyksen jälkeisen makrotaloudellisen ja geopoliittisen ympäristön lisääntyneen epävarmuuden vuoksi katsomme, että lähiajan epävarmuudet sekä toteutuksen että kysyntäkuvan (liikevaihdon kasvu) osalta ovat koholla. Huomautamme myös, että sijoittajien luottamus johtoon on kärsinyt koko vuoden 2025 ajan. Näiden tekijöiden perusteella katsomme, että Verven arvostaminen hyväksyttävän arvostushaarukamme alalaitaan on perusteltua lyhyellä aikavälillä. Jos johto onnistuu palauttamaan sijoittajien luottamuksen ja lieventämään lähiajan epävarmuustekijöitä liittyen toteutukseen sekä makrotaloudellisiin ja geopoliittisiin kysymyksiin, näemme nousupotentiaalia hyväksymämme arvostusalueemme sisällä.

## EV/FCFF 2026–2027e



# Arvostus 5/7

## Odotettu kokonaistuotto tulevina vuosina

Olemme tarkastelleet myös sijoittajan tuotto-odotusta lähivuosille yksinkertaistamalla hyväksyttävää arvostusta ja vuoden 2028 tulosenusteita. Ennusteidemme perusteella ja olettaen, ettei yhtiön kasvu- ja marginaalikehityksessä tapahdu suuria muutoksia, uskomme Verven arvostuksen voivan olla noin 7–8x EV/EBIT ja 8–9x EV/FCFF vuoden 2028 lopussa.

Tämä tarkoittaa, että jos ennusteemme toteutuvat, Verven arvo voisi olla noin 37–44 kruunua osakkeelta vuoden 2028 lopussa (nykyisellä EUR/SEK-kurssilla). Tässä skenaariossa vuotuinen kokonaistuotto olisi keskimäärin selvästi käyttämämme oman pääoman kustannuksen yläpuolella. Ottaen kuitenkin huomioon Verven laajan altistumisen luontaisesti epävakaille digitaalisen mainonnan markkinoille pidämme kuitenkin ennenaikaisena nojata merkittävästi tähän skenaarioon. Lisäksi jatkuva epävarmuus Verven suurimman markkinan Yhdysvaltojen talousnäkymistä (esim. heikko kuluttajaluottamus ja hidastuva työllisyyden kasvu) yhdistettynä nykyiseen geopolittiseen kuohuntaan tuo lisäriskejä tähän arvostuspolkuun. Koemme myös, että alustakatkoksen jälkeinen toiminnallinen kehitys ja kasvava epävarmuus yhtiön kassavirran muuntamisen ympärillä luovat lisäepävarmuutta. Lisäksi tuotto-odotus on jossain määrin takapainotteinen ja riippuu yritysarvoon (EV) pohjaavasta arvostuksesta, mikä lisää epävarmuutta esimerkiksi pääomarakenteen osalta, jota on vaikea ennustaa tarkasti pidemmällä aikavälillä.

## Kassavirtamalli (DCF)

Uskomme, että DCF-malli on soveltuva Verven arvostuksen haarukoimiseen, koska se kuvastaa paremmin liiketoiminnan pitkän aikavälin arvonmuodostusta. Siinä otetaan huomioon myös lisäkauppahintoihin liittyvien investointien ja maksujen vaikutus.

Toisin kuin aiemmassa laajassa raportissamme, käsittelemme nyt Verven arvopaperistamisohjelmaa velkana todellista taloudellista rahoitusvelvoitetta, jossa Verve tosiasiallisesti ennakkorahoittaa myyntisaamisia, jotka muuten näkyisivät sen taseessa ja vaatisivat rahoitusta sen omista varoista. Sen sisällyttäminen nettovelkaan antaa siten tarkemman kuvan liiketoiminnan todellisesta velkaantumisen. Ohjelman kustannukset sisältyvät liiketoiminnan kassavirtaennusteisiimme, joten erillinen tuloslaskelmaerän oikaisu ei ole tarpeen.

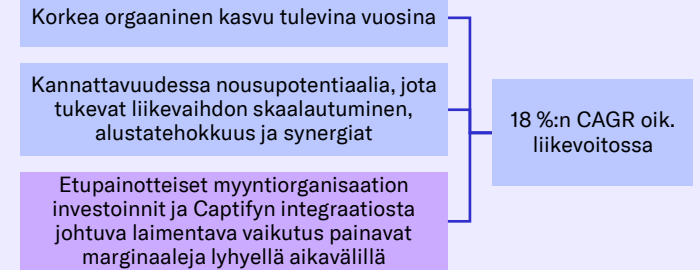
Keskipitkällä aikavälillä ennustamme vahvaa liikevaihdon kasvua vuosina 2026-2028 (kokonais-CAGR: 14 %, orgaaninen CAGR: ~8-9 %), minkä lisäksi myös marginaali paranee asteittain. Pidemmällä aikavälillä (2029-2033) ennustamme kasvun hidastuvan vähitellen noin 5 %:iin vuodessa (CAGR) Verven kypsyessä. Samalla oletamme liikevoittomarginaalin supistuvan hieman, mikä heijastaa alan kovaa kilpailua. Lopulta odotamme sen vakiintuvan 14 %:iin terminaalivaiheessa, jolloin kasvuvauhtiarviomme on 2 %.

DCF-mallissa olemme asettaneet pääoman keskimääräisen kustannuksen (WACC) 11,7 %:iin ja oman pääoman tuottovaatimuksen 12,7 %:iin. Vaadittu tuotto on mielestämme kohtuullisella tasolla, kun otetaan huomioon vallitseva korkotaso, yhtiön koko, mainosalan yleinen kausiluontoisuus ja suhdanteet sekä Verven liiketoiminnan yleinen riskiprofiili.

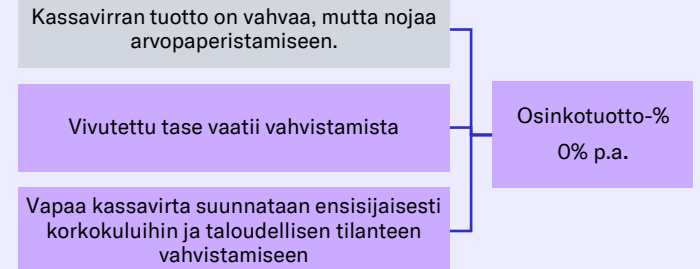
## Osaketuoton ajurit 2026-2028e

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

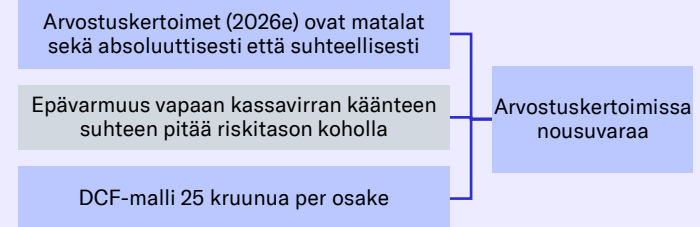
### Tulosajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



Kokonaistuotto-odotus on positiivinen ja yli tuottovaatimuksen.

# Arvostus 6/7

DCF-mallimme osoittaa osakkeen arvoksi 25 SEK, mikä on reippaasti yli nykyisen osakekurssin ja tukee arvonmääritystämme. Kuten seuraavan sivun luvut osoittavat, toteamme, että DCF-malli on erityisen herkkä tuottovaatimukselle ja jossain määrin Verven pitkän aikavälin kannattavuusoletukselle.

## Skenaarioanalyysi

Monimutkaisen ja nopeasti kehittyvän digitaalisen mainonnan toimialan vuoksi Verven tulostuksen ennustaminen 5–10 vuoden aikajänteellä on luonnostaan haastavaa. Tämä kompleksisuus ja epävarmuus on kiihtynyt entisestään tekoälyn kehityksen piirtäessä kilpailurajoja uudelleen ohjelmallisen mainonnan arvoketjussa. Siksi täydennämme perusskenaarion ennusteitamme ylä- ja alaskenaarioilla testaten oletuksia, joita pidämme tärkeimpinä pitkän aikavälin arvonluonnin kannalta.

Tästä huolimatta uskomme, että Vervellä on potentiaalia jopa ennustettua suurempaan liikevaihdon kasvuun, ja yhtiö voisi ylläpitää kaksinumeroista liikevaihdon kasvua (yhtiön orgaaninen kasvutavoite) pidemmän aikaa, jos se onnistuu erittäin hyvin hyödyntämään ensimmäisen osapuolen dataansa ja tunnistettomia kohdennusratkaisujaan markkinaosuuden kasvattamiseksi. Riskejäkin kuitenkin löytyy: Innovatiivisempia ja tehokkaampia teknologiaratkaisuja voi ilmestyä markkinoille. Hallitsevat toimijat (aidatut puutarhat) voisivat käyttää laajaa ensimmäisen osapuolen dataansa ja taloudellisia resurssejaan saadakseen suuremman markkinaosuuden. Myös uusia sääntelyhaasteita voi ilmaantua. Kaikki nämä riskit voisivat hidastaa merkittävästi Verven liikevaihdon kasvua.

Huomioidaksemme erilaiset kehityskulut ja tarjotaksemme kattavamman arvonmäärityksen olemme laatineet kolme erilaista skenaariota havainnollistamaan mahdollisia tuottoja. Skenaariot perustuvat erilaisiin oletuksiin Verven

liikevaihdosta ja kannattavuudesta vuoteen 2029 mennessä.

Neutraalissa ennusteskenaariossa odotamme Verven liikevaihdon kasvavan 886 MEUR:oon vuonna 2029. Oikaistun liikevoittomarginaalin odotetaan olevan noin 19 % jolloin oikaistu liikevoitto on 171 MEUR. Jos oletetaan, että EV/EBIT-kerroin olisi 7x, Verven yritysarvo (EV) olisi 1 195 MEUR. Kun vähennetään arvioitu nettovelka, saadaan oman pääoman arvoksi 967 MEUR eli 52,7 kruunua osakkeelta (nykyarvo 34 kruunua käyttäen noin 12 %:n pääomakustannusta). Tämä vastaa 53 %:n vuosituottoa. Kaiken kaikkiaan pidämme näitä arvioita varsin kohtuullisina, sillä oikaistu Liikevoittomarginaali on alhaisempi kuin edellisinä vuosina, ja käytetty EV/EBIT-kerroin on myös alhaisempi kuin sen verrokkiryhmän ja linjassa sen historiallisen (5 vuoden) mediaanin kanssa.

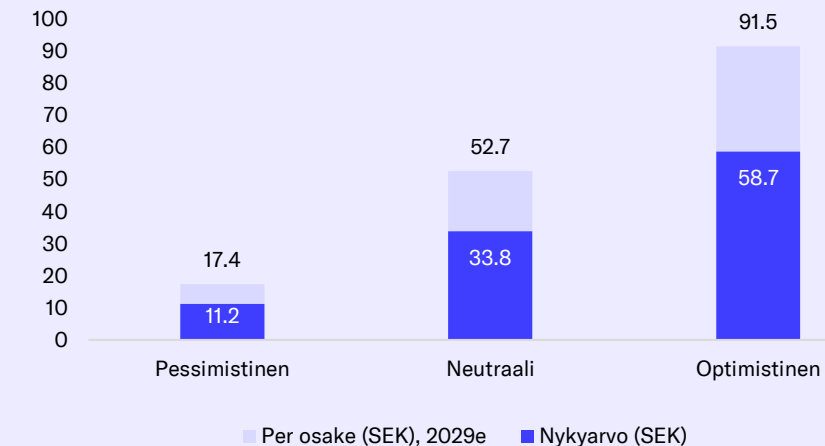
Pessimistisessä skenaariossa liikevaihto jää noin 25 % perusskenaariota alhaisemmaksi, mikä tarkoittaa noin 5 %:n vuotuista kasvua vuosina 2026–2029 (sisältäen yritysostovaikutukset vuonna 2026). Sovellamme oikaistua liikevoittomarginaalia 15 % ja konservatiivista EV/EBIT-kerrointa 5x, mikä heijastaa skenaariota, jossa Verve alittaa markkinoiden kasvun, kannattavuus heikkenee nykyisestä ja jo ennestään vaatimattomat kertoimet pienenevät entisestään. Tämä tuottaa oman pääoman arvoksi 299 MEUR eli 17 Ruotsin kruunua osakkeelta (nykyarvo 11 SEK), mikä vastaa 6 %:n vuotuista tuottoa ja alittaa 12 %:n tuottovaatimuksemme (WACC).

Optimistisessä skenaariossa liikevaihto on noin 25 % perusskenaariota korkeampi, mikä tarkoittaa 19 %:n liikevaihdon CAGR:ää vuosina 2026–2029. Oletamme oikaistun liikevoittomarginaalin olevan kolme prosenttiyksikköä perusskenaariota korkeampi ja sovellamme 8x EV/EBIT-kerrointa. Näillä oletuksilla oman pääoman arvo nousee 1 680 MEUR:oon eli 91 kruunuun osakkeelta (nykyarvo 59 SEK).

Skenaariot vuoteen 2029e asti	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Liikevaihto 2029e (MEUR)	665	886	1108
Oik. EBIT %	15 %	19 %	22 %
Liikevoitto (oik.) (MEUR)	101,5	170,7	246,6
x arvostuskerroin (EV/oik. EBIT)	6x	7x	8x
<b>EV (MEUR), 2029e</b>	<b>609</b>	<b>1 195</b>	<b>1 874</b>
- Nettovelka (2029e)	310	228	195
<b>Oma pääoma (MEUR), 2029e</b>	<b>299</b>	<b>967</b>	<b>1 679</b>
Per osake (EUR), 2029e	1,6	4,8	8,4
Per osake (SEK), 2029e	17,4	52,7	91,5
Nykyarvo (SEK)	11,2	33,8	58,7
Nykyinen osakekurssi vs. nykyarvo (%)	-24 %	129 %	299 %
Kokonaistuottopotentiali, 2029e	19 %	258 %	522 %
Vuotuinen tuotto, 2026-2029e	6 %	53 %	84 %

## Osakkeen potentiaalinen arvo vuonna 2029e eri skenaarioissa (SEK)

2029e ja nykyarvo



# Arvostus 7/7

Skenaarioidemme osakekohtaisten nykyarvojen laaja vaihteluväli (11–59 SEK) heijastaa erittäin velkaantuneen liiketoiminnan luontaista herkkyyttä taustalla olevien toiminnallisten oletusten ja sovellettujen kertoimien muutoksille. Näkemyksemme mukaan tuotto-riskiprofiili on houkutteleva nykyisillä tasoilla. Sijoitustarina riippuu kuitenkin johdon kyvystä saavuttaa tulevaisuuden tavoitteensa.

## Laskemme suosituksen lisää-tasolle ja leikkaamme tavoitehintaa hieman

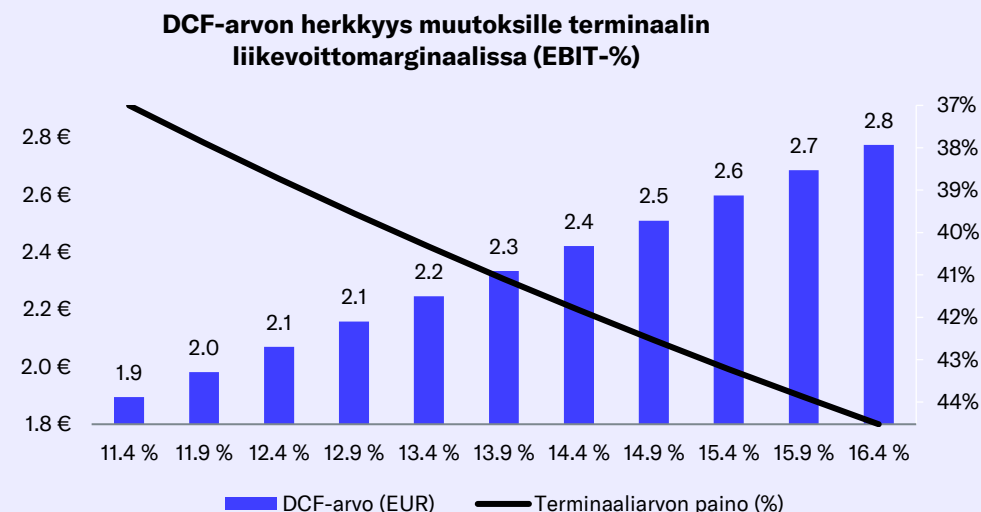
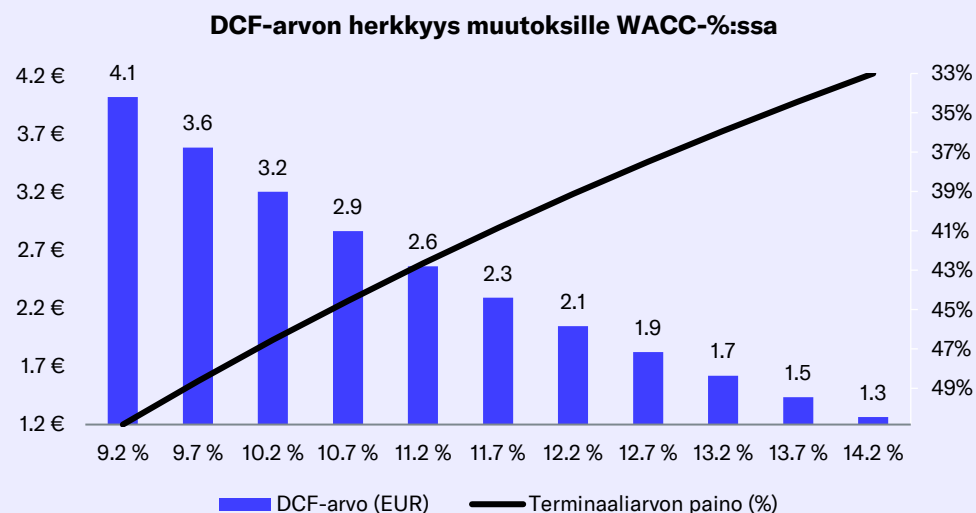
Tässä laajassa raportissa laskemme suosituksemme lisää-tasolle (aik. osta) ja alennamme tavoitehintamme 18 kruunuun (aik. 20 kruunua), mikä heijastaa kavennettua hyväksymäämme arvostushaarukkaamme. Tällä tasolla vuoden 2026e EV/oik. EBIT on hyväksymämme haarukkamme alalaidassa, kun taas vastaava EV/FCFF on haarukan ylälaidassa. Tämä heijastaa ensimmäistä askelta vapaan kassavirran elpymisessä, jota odotamme haastavan vuoden 2025 jälkeen, ennen kuin se normalisoituu edelleen vuonna 2027 (27' EV/FCFF: 7x)

Päivitetty näkemyksemme heijastaa lisääntyntä epävarmuutta Verven keskipitkän aikavälin kehityksen ja erityisesti sen kassavirran tuottamisen suhteen. Suhteellisen

vakaasta tuloksesta huolimatta koemme, että kassavirtojen viimeaikainen epävakaus on heikentänyt merkittävästi näkyvyyttä ja ennustettavuutta. Lisäksi verrokkiryhmän arvostustaso on laskenut merkittävästi edellisen laajan raporttimme jälkeen, mikä mielestämme heikentää Verven suhteellista houkuttelevuutta, erityisesti kun otetaan huomioon sen heikompi kassakonversio ja korkeampi velkaantuneisuus verrattuna verrokkeihin.

Tunnustamme myös lähiajan vastatuulet johdon pyrkiessä rakentamaan uudelleen sijoittajien luottamusta. Tämä dynamiikka voi jatkaa osakkeen kurssikehityksen painamista ja rajoittaa kertoimia, joita pidämme tässä vaiheessa kohtuullisina

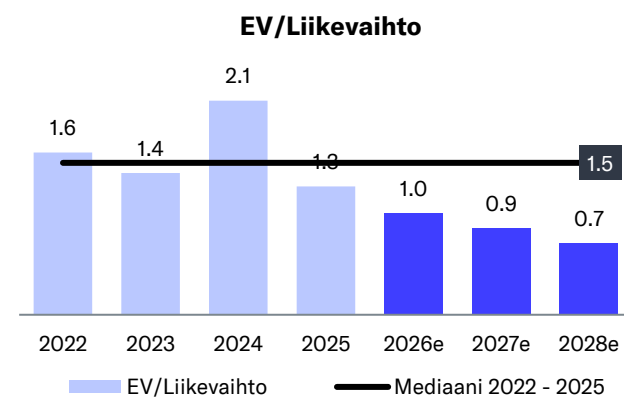
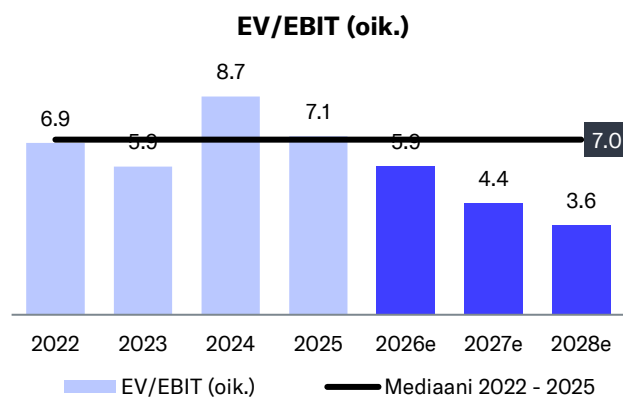
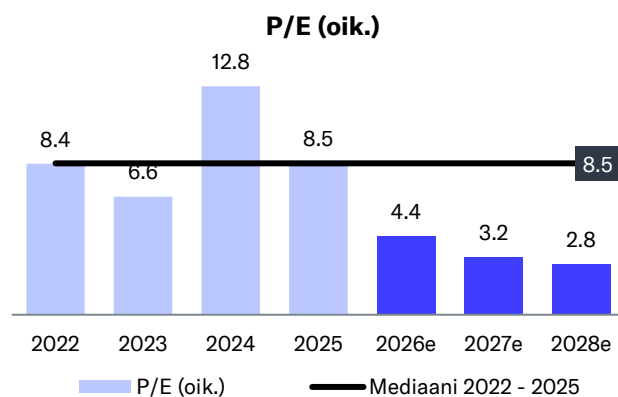
Tällä hetkellä DCF-analyysimme tarjoaa vain rajallista lyhyen aikavälin tukea osakekurssille näiden epävarmuustekijöiden vuoksi. Uskomme, että johdonmukainen operatiivinen suoritus erityisesti kassakonversion ja velkaantumisen vähentämisen osalta tulevien vuosineljännten aikana on olennaista, ennen kuin voimme luottavaisesti kohdistaa tavoitehintamme lähemmäksi käyvän arvon arviotamme.



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi (EUR)	1.60	1.02	3.12	1.30	<b>1.34</b>	<b>1.34</b>	<b>1.34</b>	<b>1.34</b>
Osakemäärä, milj. kpl	156.2	159.2	186.7	200.1	<b>200.1</b>	<b>200.1</b>	<b>200.1</b>	<b>200.1</b>
Markkina-arvo (MEUR)	255	163	583	260	<b>268</b>	<b>268</b>	<b>268</b>	<b>268</b>
Yritysarvo (EV) (MEUR)	525	456	934	706	<b>709</b>	<b>660</b>	<b>587</b>	<b>497</b>
P/E (oik.)	8.4	6.6	12.8	8.5	<b>4.4</b>	<b>3.2</b>	<b>2.8</b>	<b>2.6</b>
P/E	neg.	3.5	20.2	>100	<b>6.4</b>	<b>4.2</b>	<b>3.5</b>	<b>3.2</b>
P/B	0.8	0.5	1.3	0.6	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>
P/S	0.8	0.5	1.3	0.5	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>
EV/Liikevaihto	1.6	1.4	2.1	1.3	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>
EV/EBITDA	5.6	4.8	7.0	5.3	<b>4.6</b>	<b>3.7</b>	<b>3.0</b>	<b>2.5</b>
EV/EBIT (oik.)	6.9	5.9	8.7	7.1	<b>5.9</b>	<b>4.4</b>	<b>3.6</b>	<b>2.9</b>
EV/FCFF (oik.)*	5.5	19.9	9.9	76.6	<b>10.1</b>	<b>7.2</b>	<b>5.6</b>	<b>4.7</b>
Osinkotuotto-%	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.0 %	<b>0.0 %</b>	<b>0.0 %</b>	<b>0.0 %</b>	<b>0.0 %</b>

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		P/B
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Applovin Corp	120,644	121,639	22.8	17.4	20.9	16.1	17.5	13.6	26.4	20.1	27.4
Magnite Inc	1,521	1,523	15.7	12.6	6.7	5.9	2.3	2.1	11.5	9.9	1.7
Trade Desk Inc	9,159	8,034	13.2	10.8	7.0	6.2	2.8	2.5	10.7	9.3	3.3
PubMatic Inc	349	223			5.0	4.2	0.9	0.8			0.9
DoubleVerify Holdings Inc	1,412	1,198	9.7	8.6	5.0	4.5	1.7	1.5	19.1	15.8	1.3
Criteo SA	806	530	3.5	2.7	1.6	1.5	0.5	0.5	4.3	3.9	0.8
Liveramp Holdings Inc	1,508	1,158	7.4	6.3	7.2	6.1	1.7	1.5	12.0	9.8	1.7
Taboola	704	687	7.5	6.5	3.5	3.2	0.4	0.4	5.5	5.4	
Zeta Global	3,344	3,238	12.6	9.9	9.6	7.9	2.1	1.8	16.8	13.3	3.1
Nexxen International	330	256	6.3	5.2	2.3	2.1	0.8	0.7	6.3	5.5	
Viant Technology	621	632	28.5	18.6	9.5	7.6	1.8	1.5	33.7	20.9	2.2
<b>Verve (Inderes)</b>	<b>268</b>	<b>709</b>	<b>5.9</b>	<b>4.4</b>	<b>4.6</b>	<b>3.7</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>4.4</b>	<b>3.2</b>	<b>0.6</b>
<b>Keskisarvo</b>			<b>12.7</b>	<b>9.8</b>	<b>7.1</b>	<b>5.9</b>	<b>3.0</b>	<b>2.5</b>	<b>14.6</b>	<b>11.4</b>	<b>4.7</b>
<b>Mediaani</b>			<b>11.1</b>	<b>9.2</b>	<b>6.7</b>	<b>5.9</b>	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>11.7</b>	<b>9.9</b>	<b>1.7</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-47%</b>	<b>-52%</b>	<b>-32%</b>	<b>-38%</b>	<b>-40%</b>	<b>-43%</b>	<b>-63%</b>	<b>-67%</b>	<b>-67%</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

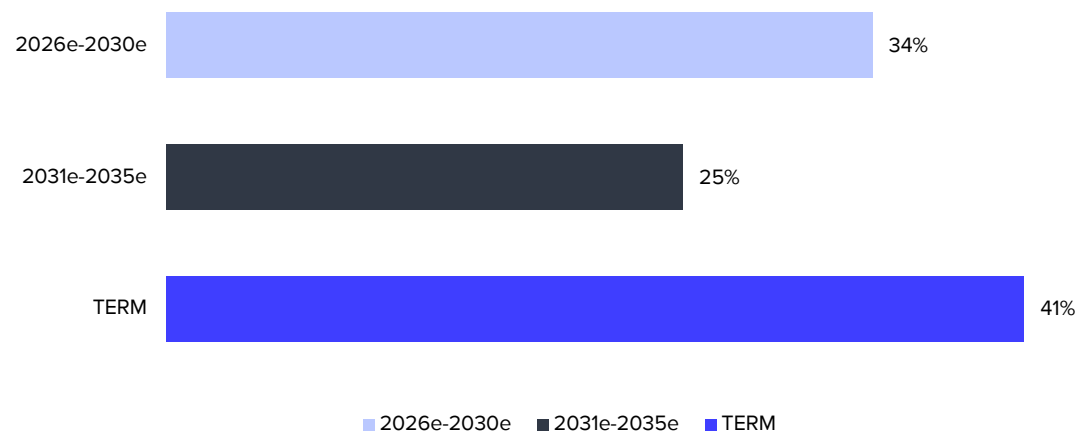
# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	26.1 %	26.5 %	9.4 %	8.2 %	7.5 %	6.5 %	4.0 %	3.5 %	3.0 %	3.0 %	2.0 %	2.0 %
Liikevoitto-%	12.5 %	14.3 %	17.0 %	17.6 %	17.1 %	16.6 %	15.6 %	15.6 %	14.3 %	13.9 %	13.9 %	13.9 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>69.1</b>	<b>99.7</b>	<b>130</b>	<b>145</b>	<b>152</b>	<b>157</b>	<b>153</b>	<b>158</b>	<b>150</b>	<b>150</b>	<b>153</b>	
+ Kokonaispoistot	53.1	55.7	51.1	48.2	50.9	56.0	55.7	60.0	59.2	59.4	55.1	
- Maksetut verot	-13.2	-13.9	-21.4	-25.2	-27.6	-31.0	-31.2	-33.0	-31.3	-31.8	-33.1	
- verot rahoituskuluista	-15.5	-11.0	-11.0	-11.0	-10.3	-8.1	-7.1	-6.6	-6.1	-5.6	-5.1	
+ 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	-56.8	-50.4	-12.7	-4.7	6.5	5.9	-0.8	-0.7	-0.6	4.8	0.2	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>36.7</b>	<b>80.1</b>	<b>136</b>	<b>152</b>	<b>171</b>	<b>179</b>	<b>170</b>	<b>178</b>	<b>171</b>	<b>177</b>	<b>170</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-6.7	0.0	-9.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
- Bruttoinvestoinnit	-49.9	-42.0	-44.1	-46.7	-49.3	-53.0	-55.7	-59.8	-62.0	-61.0	-55.0	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-19.9</b>	<b>38.1</b>	<b>82.0</b>	<b>106</b>	<b>122</b>	<b>126</b>	<b>114</b>	<b>118</b>	<b>109</b>	<b>116</b>	<b>115</b>	
+/- Muut	33.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Vapaa kassavirta	13.1	38.1	82.0	106	122	126	114	118	109	116	115	1200
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>35.2</b>	<b>67.7</b>	<b>78.0</b>	<b>80.6</b>	<b>74.9</b>	<b>60.5</b>	<b>56.2</b>	<b>46.2</b>	<b>43.9</b>	<b>39.1</b>	<b>409</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		991	956	888	810	730	655	594	538	492	448	409
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>991</b>										
- Korolliset velat		-614.9										
+ Rahavarat		89.0										
+ Osakkuusyhtiöt		0.0										
-Vähemmistöosuus		-0.1										
-Osinko/pääomapalautus		0.0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>465</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>2.3</b>										
<b>Equity value DCF per share (SEK)</b>		<b>25</b>										

## Pääoman kustannus (WACC)

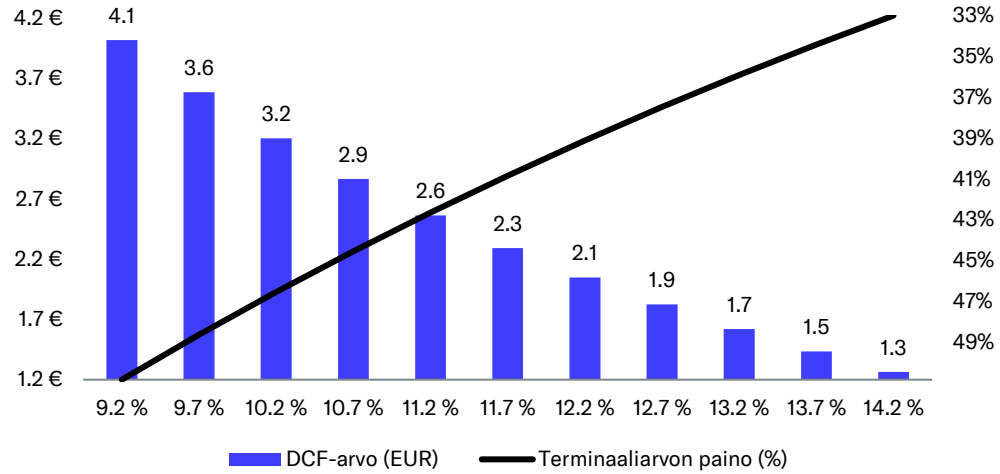
Vero-% (WACC)	25.0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15.0 %
Vieraan pääoman kustannus	8.2 %
Yrityksen Beta	1.80
Markkinoiden riski-preemio	4.75%
Likviditeettipreemio	1.64%
Riskitön korko	2.5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>12.7 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>11.7 %</b>

## Rahavirran jakauma jaksoittain

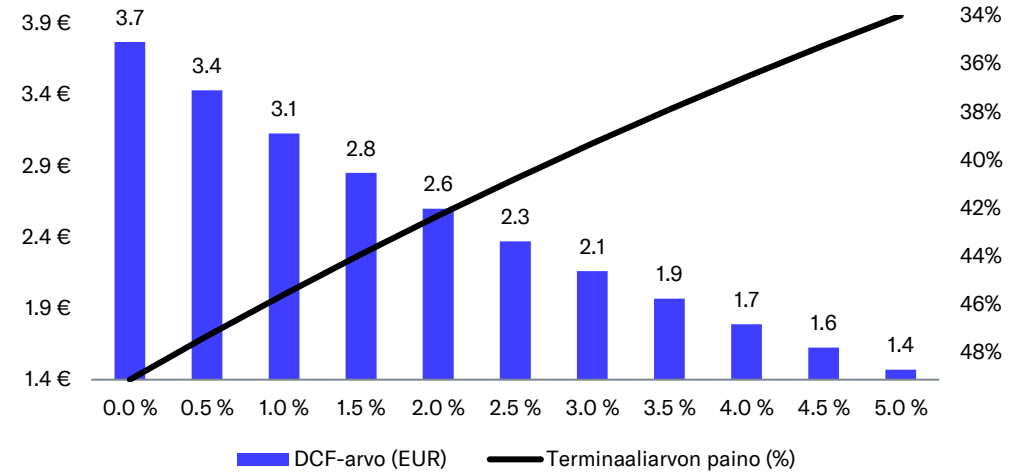


# DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

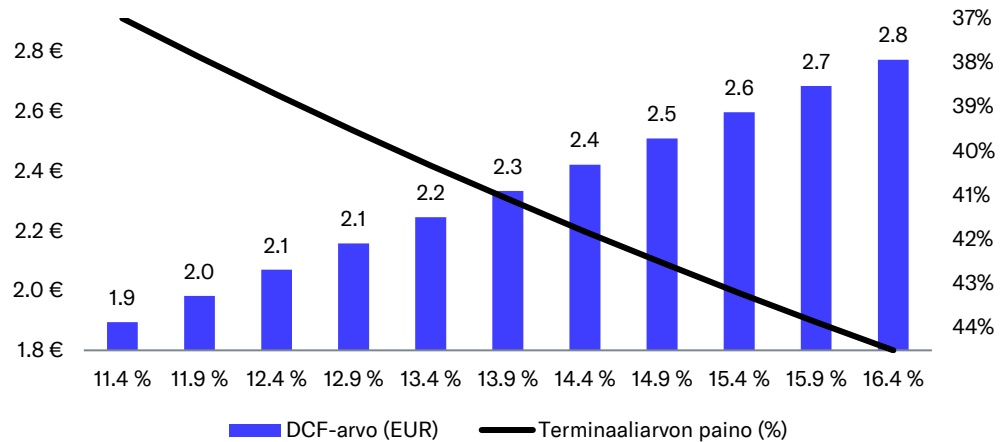
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



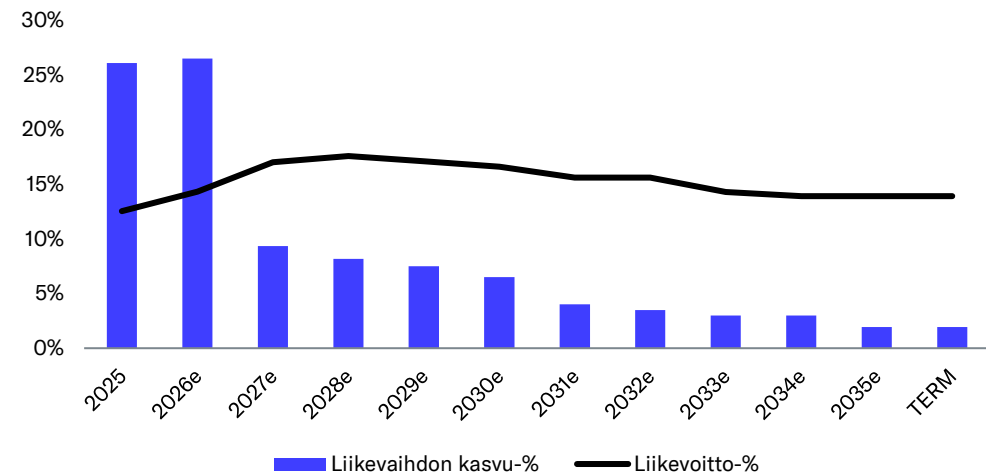
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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	2023	2024	2025	2026e	2027e
<b>Liikevaihto</b>	322.0	437.0	550.9	<b>696.8</b>	<b>762.0</b>
<b>Käyttökate</b>	128.5	128.5	122.1	<b>155.4</b>	<b>180.6</b>
<b>Liikevoitto</b>	99.0	90.3	69.1	<b>99.7</b>	<b>129.5</b>
<b>Voitto ennen veroja</b>	48.9	31.8	7.2	<b>55.5</b>	<b>85.4</b>
<b>Nettovoitto</b>	46.7	28.8	0.7	<b>41.7</b>	<b>64.1</b>
<b>Kertaluontoiset erät</b>	22.1	-16.8	-30.0	<b>-19.8</b>	<b>-19.3</b>
Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
<b>Taseen loppusumma</b>	1007.0	1252.4	1252.5	<b>1314.5</b>	<b>1370.1</b>
<b>Oma pääoma</b>	352.5	450.9	423.1	<b>464.8</b>	<b>528.9</b>
<b>Liikearvo</b>	578.0	718.0	714.7	<b>714.7</b>	<b>714.7</b>
<b>Nettovelat</b>	292.8	351.2	445.9	<b>440.8</b>	<b>391.8</b>
Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
<b>Käyttökate</b>	128.5	128.5	122.1	<b>155.4</b>	<b>180.6</b>
<b>Nettokäyttöpääoman muutos</b>	-14.1	56.0	-56.8	<b>-50.4</b>	<b>-12.7</b>
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	109.5	162.3	36.7	<b>80.1</b>	<b>135.5</b>
<b>Investoinnit</b>	-15.5	-232.3	-49.9	<b>-42.0</b>	<b>-44.1</b>
<b>Vapaa kassavirta</b>	41.3	-35.9	13.1	<b>38.1</b>	<b>82.0</b>
Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
<b>EV/Liikevaihto</b>	1.4	2.1	1.3	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>
<b>EV/EBITDA</b>	4.8	7.0	5.3	<b>4.6</b>	<b>3.7</b>
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	5.9	8.7	7.1	<b>5.9</b>	<b>4.4</b>
<b>P/E (oik.)</b>	6.6	12.8	8.5	<b>4.4</b>	<b>3.2</b>
<b>P/B</b>	0.5	1.3	0.6	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>
<b>Osinkotuotto-%</b>	0.0 %	0.0 %	0.0 %	<b>0.0 %</b>	<b>0.0 %</b>

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
<b>EPS (raportoitu)</b>	0.29	0.15	0.00	<b>0.21</b>	<b>0.32</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	0.15	0.24	0.15	<b>0.31</b>	<b>0.42</b>
<b>Operat. Kassavirta / osake</b>	0.69	0.87	0.18	<b>0.40</b>	<b>0.68</b>
<b>Operat. Vapaa kassavirta / osake</b>	0.26	-0.19	0.07	<b>0.19</b>	<b>0.41</b>
<b>Omapääoma / osake</b>	2.21	2.41	2.11	<b>2.32</b>	<b>2.64</b>
<b>Osinko / osake</b>	0.00	0.00	0.00	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-1%	36%	26%	<b>26%</b>	<b>9%</b>
<b>Käyttökateen kasvu-%</b>	52%	0%	-5%	<b>27%</b>	<b>16%</b>
<b>Liikevoiton oik. kasvu-%</b>	0%	39%	-8%	<b>21%</b>	<b>25%</b>
<b>EPS oik. kasvu-%</b>	-18%	58%	-37%	<b>100%</b>	<b>36%</b>
<b>Käyttökate-%</b>	39.9 %	29.4 %	22.2 %	<b>22.3 %</b>	<b>23.7 %</b>
<b>Oik. Liikevoitto-%</b>	23.9 %	24.5 %	18.0 %	<b>17.1 %</b>	<b>19.5 %</b>
<b>Liikevoitto-%</b>	30.7 %	20.7 %	12.5 %	<b>14.3 %</b>	<b>17.0 %</b>
<b>ROE-%</b>	13.8 %	7.2 %	0.2 %	<b>9.4 %</b>	<b>12.9 %</b>
<b>ROI-%</b>	13.1 %	10.5 %	7.2 %	<b>10.1 %</b>	<b>12.3 %</b>
<b>Omavaraisuusaste</b>	35.0 %	36.0 %	33.8 %	<b>35.4 %</b>	<b>38.6 %</b>
<b>Nettovelkaantumisaste</b>	83.1 %	77.9 %	105.4 %	<b>94.8 %</b>	<b>74.1 %</b>
<b>Nettovelka/käyttökate</b>	2.3	2.7	3.7	<b>2.8</b>	<b>2.2</b>
<b>EBITDA/nettorahoituskulut</b>	2.6	2.2	2.0	<b>3.5</b>	<b>4.1</b>

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

## Suositushistoria (>12 kk)

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, arvot ja ennusteet ovat esittäjensä 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 neuvonantaja. 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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia 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 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 tassa raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
2022-12-12	Osta	23 kr	16.90 kr
2023-01-03	Osta	26 kr	18.00 kr
2023-06-01	Osta	22 kr	12.70 kr
2023-09-01	Osta	21 kr	15.20 kr
2023-12-01	Osta	16 kr	10.10 kr
2024-03-01	Osta	17 kr	12.09 kr
2024-03-21	Osta	20 kr	16.98 kr

### Analyytikko vaihtuu

2024-05-08	Lisää	24 kr	20.85 kr
2024-06-24	Osta	28 kr	18.52 kr
2024-07-05	Lisää	29 kr	25.25 kr
2024-08-13	Lisää	35 kr	31.55 kr
2024-08-30	Lisää	38 kr	33.65 kr
2024-10-31	Lisää	50 kr	45.20 kr
2024-11-29	Lisää	50 kr	41.00 kr
2025-02-28	Osta	57 kr	42.85 kr
2025-04-09	Osta	45 kr	29.60 kr
2025-05-28	Osta	45 kr	34.24 kr
2025-08-18	Osta	32 kr	20.20 kr
2025-09-19	Osta	36 kr	25.70 kr
2025-11-19	Osta	26 kr	17.99 kr
2026-01-27	Osta	24 kr	18.37 kr
2026-02-20	Osta	20 kr	13.82 kr
2026-04-08	Lisää	18 kr	14.74 kr



# 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](https://www.inderes.fi)

[inderes.se](https://www.inderes.se)

**inde  
res.**