

ALEXANDRIA

06.08.2026 19.58 EEST



Sauli Vilén, Analyttikko
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Hyvä paikka kotiuttaa voittoja

Alexandrian kesä on sujunut erittäin hyvin ja strukturoitujen tuotteiden myynti rikkoo jatkuvasti ennätyksiä. Tämän seurauksena olemme nostaneet hieman ennusteitamme ja tarkistamme tavoitehintamme 14,5 euroon (aik. 13,5e). Samalla laskemme suosituksen tasolle vähennä (aik. lisää) arvostuksen noustua jo hyvin korkeaksi.

Strukturoidut tuotteet myyvät ennätys hyvin

2026 osalta ennusteemme ovat nousseet lähes 10 %:lla, mutta 2027 alkaen noin 4 %:lla. Taustalla on strukturoitujen tuotteiden myynti, joka on vetänyt läpi kesän ennätys hyvin.

Alexandria julkaisee H1-raporttinsa keskiviikkona 19.8. Yhtiön alkuvuoden tulos on pääosin tiedossa kesäkuun positiivisen tulosvaroituksen jäljiltä. Strukturoidut tuotteet vetävät liikevaihdon selvään kasvuun ja ennustamme H1-liikevaihdon kasvaneen noin 27 % 33 MEUR:oon (H1'25: 26 MEUR). Jatkuvien tuottojen kannalta keskeisempi rahastojen myynti on sen sijaan ollut alkuvuonna luvattoman heikkoa.

Strategian keskiössä olevan varainhoidon kehitys on raportilla suurennuslasin alla. Parhaassa tapauksessa varainhoito on edistynyt, samalla kun strukturoitujen tuotteiden myynti on vetänyt hyvin, kun taas huonossa skenaariossa se on vienyt fokuksen muusta tekemisestä. Yhtiö on aiemmin puhunut positiiviseen sävyyn varainhoidon edistymisestä ja näkemysemme mukaan varainhoidon pitäisi alkaa näkyä edes jollain tavalla yhtiön numeroissa H1:llä, vaikka numerot ovatkin vielä tässä vaiheessa hyvin pieniä. Huomautamme, että Alexandrian liikevaihdon jakauma painottuu H1:llä poikkeuksellisen vahvasti ei-jatkuihin tuottoihin, ja tämä on selkeä kauneusvirhe muuten erinomaisissa numeroissa.

Tulos skaalautuu vihdoin

Odotamme H1-oikaistun liikevoiton nousevan 9,8 MEUR:oon (H1'25: 4,7 MEUR). Kesäkuun tulosvaroituksessa yhtiö sanoi tuloksen kasvavan yli 50 %:lla. Odotamme kuitenkin selvästi

kovempaa kasvua, sillä kesäkuun loppu sujui myynnillisesti äärimmäisen hyvin. Reippaan kasvun myötä odotamme oikaistun liikevoittomarginaalin nousevan historiallisen korkealle 30 %:n tasolle (H1'25: 18,4 %). Positiivisen tulosvaroituksen ja alkuvuoden lukujen valossa onkin erittäin rohkaisevaa nähdä, että Alexandrian tulos vaikuttaisi vihdoin skaalautuvan vahvan liikevaihdon mukana 2023–2025 heikon periodin jälkeen.

Katseet varainhoidon edistymisessä

Alexandria ei tyypillisesti anna tarkkaa numeerista ohjeistusta koko vuodelle, emmekä odota tähän muutosta. Yhtiön markkinakommenttien odotamme olevan positiivisia, sillä vahva pääomamarkkina tukee sijoittajien sentimenttiä ja yhtiöllä on erääntynyt alkuvuonna merkittävä määrä strukturoituja tuotteita hyvillä tuotoilla. Uuden kiinteistörahaston osalta emme odota uutta tietoa, sillä nykyisessä markkinatilanteessa kiinteistörahaston lanseeraaminen on äärimmäisen vaikeaa.

Arvostus on karannut korkealle

Viimeaikainen kurssiralli on valunut pitkälti arvostuskertoimiin ja Alexandrian osake alkaa näyttää kalliilta. Kuluva vuoden ennätystuloksella P/E-kerroin on ~13x, joka on hyväksymämme haarukan ylälaidalla. Suhteessa verrokkeihin arvostus on enää marginaalisella alennuksella, jota on mielestämme vaikea perustella, kun huomioidaan yhtiön tuloksen selvästi verrokkeja heikompi mix (ei-jatkuvien palkkioiden paino todella suuri).

Huomautamme, että 2026 tulostason kestävyys liittyy merkittävää riskiä, johtuen strukturoitujen tuotteiden hurjasta volyymistä. Tulostason pettäessä olisi osakkeessa selkeää laskuvaraa, sillä esimerkiksi 2025 hyvällä tuloksella P/E-kerroin on kohonnut noin 20x tasolle. Jotta nykykurssi olisi kestävä, pitäisi strukturoitujen tuotteiden volyymin säilyä suunnilleen nykytasolla ja varainhoidossa pitää edetä ripeästi. Näemmekin nykyisen kurssitason hyvänä paikkana kotiuttaa voittoja ja siirrymme seuraamaan kehitystä katsomosta.

Suositus

Vähennä

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

14,50 EUR

(aik. 13,50 EUR)

Osakekurssi:

15,50 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	54,7	63,6	63,4	68,4
kasvu-%	11 %	16 %	0 %	8 %
EBIT oik.	11,9	17,9	16,6	18,6
EBIT-% oik.	21,7 %	28,1 %	26,2 %	27,2 %
Nettotulos	7,7	12,6	11,7	13,2
EPS (oik.)	0,77	1,19	1,10	1,22

P/E (oik.)	15,1	13,1	14,1	12,7
P/B	3,4	4,1	4,2	4,1
Osinkotuotto-%	6,1 %	7,3 %	6,7 %	7,5 %
EV/EBIT (oik.)	9,9	8,8	9,4	8,0
EV/EBITDA	8,2	7,8	8,2	7,0
EV/Liikevaihto	2,2	2,5	2,5	2,2

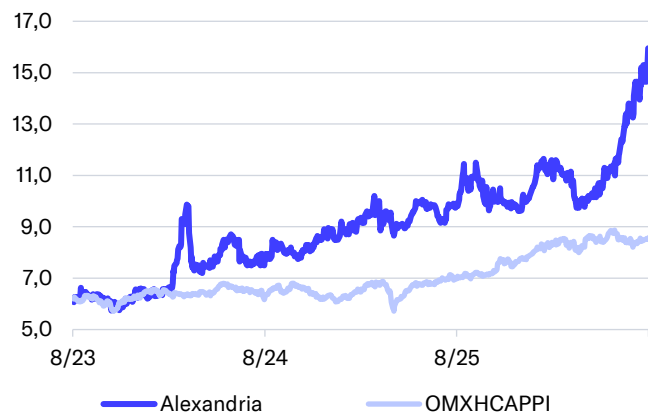
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

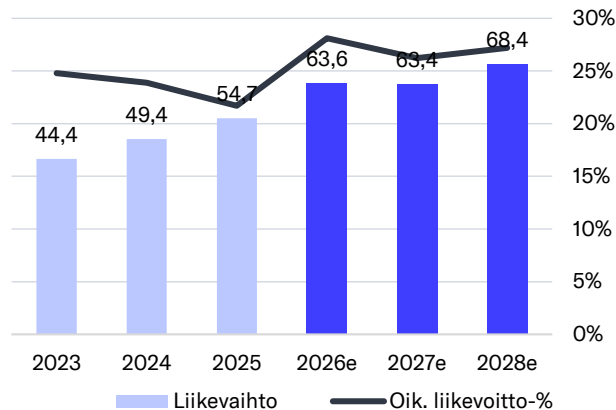
Alexandria arvioi H1/2026 liikevoiton kasvavan merkittävästi verrattuna H1/2025 liikevoittoon (4,4 Me). Kertaluontoisesta erästä puhdistettuun H1/2025 liikevoittoon (5,4 Me) verrattuna H1/2026 liikevoiton odotetaan kasvavan yli 50 %.

Osakekurssi



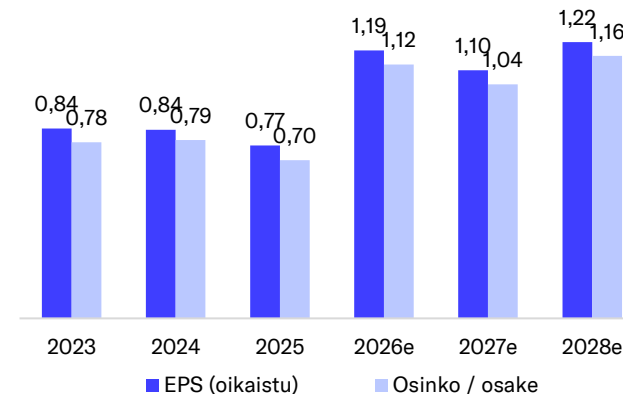
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Asiakaskokojen kasvu
- Laajentuminen varainhoitoon
- Uudet tuotteet
- Liiketoiminnan skaalautuminen
- Kasvu yrityskaupoilla

Riskitekijät

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

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	15,5	15,5	15,5
Osakemäärä, milj. kpl	11,2	11,3	11,4
Markkina-arvo	173	175	176
Yritysarvo (EV)	157	156	148
P/E (oik.)	13,1	14,1	12,7
P/E	13,8	15,0	13,3
P/B	4,1	4,2	4,1
P/S	2,7	2,8	2,6
EV/Liikevaihto	2,5	2,5	2,2
EV/EBITDA	7,8	8,2	7,0
EV/EBIT (oik.)	8,8	9,4	8,0
Osinko/tulos (%)	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Osinkotuotto-%	7,3 %	6,7 %	7,5 %

Lähde: Inderes

Odotamme erinomaista tulosta, katseet varainhoidon edistymisessä

Ennustetaulukko	H1'25	H1'26	H1'26e	H1'26e	Konsensus		2026e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	25,8		32,8				63,6
Liikevoitto (oik.)	4,7		9,8				17,9
Liikevoitto	4,4		9,5				17,2
EPS (oik.)	0,31		0,66				1,19
Liikevaihdon kasvu-%	9,3 %		27,2 %				16,2 %
Liikevoitto-% (oik.)	18,4 %		30,0 %				28,1 %

Lähde: Inderes

Ennusteita tarkistettu ylöspäin

Ennustemuutokset

- Olemme nostaneet arviotamme strukturoitujen tuotteiden myynnistä sekä H1:n että H2:n osalta. Yhtiön kesä on sujunut myynnillisesti erinomaisesti ja myynti vaikuttaisi menevän myös H2:lla yli todella vahvan vertailukauden. 2027 alkaen ennustemuutokset ovat pienempiä, sillä suhtaudumme skeptisesti nykyisten kappalemäärien sekä volyymien kestävyYTEEN heikommassa markkinaympäristössä.
- Rahastojen osalta vaikka myynti onkin ollut heikkoa, on markkina-arvojen nousu nostanut H1 lopun pääomat ennätystasolle joka on nostanut lähivuosien rahasto AUM:ia. Tämä vaikutus on kuitenkin kompensoitunut rahastojen heikentyneellä mixillä.
- Olemme käsitelleet ennusteitamme tarkemmin kesäkuussa julkaistussa [laajassa raportissamme](#).

Ennustemuutokset	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	61,5	63,6	3 %	62,5	63,4	1 %	67,5	68,4	1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	16,5	17,9	8 %	16,1	16,6	3 %	18,0	18,6	3 %
Liikevoitto	15,8	17,2	9 %	15,4	15,9	4 %	17,3	17,9	3 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,09	1,19	9 %	1,06	1,10	3 %	1,19	1,22	3 %
Osakekohtainen osinko	1,03	1,12	9 %	1,00	1,04	4 %	1,12	1,16	3 %

Lähde: Inderes

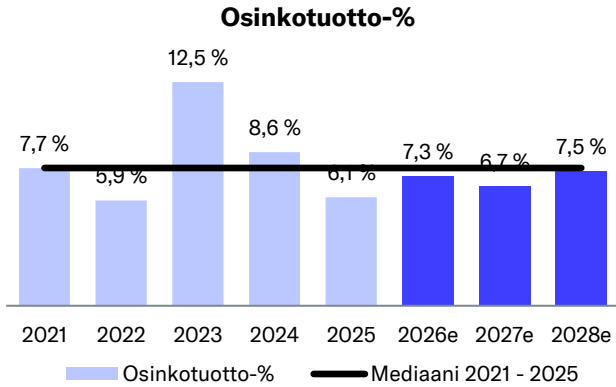
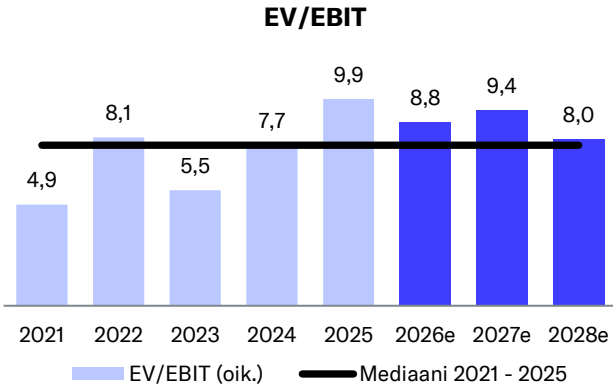
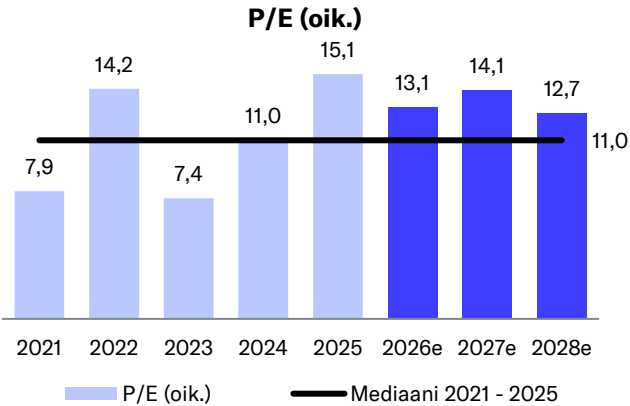
Tarkemmat tulosenusteet

MEUR	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Sijoituspalvelutoiminnan tuotot	44,5	49,4	54,7	63,6	63,4	68,4	73,3
<i>Kasvu-%</i>	16,5 %	11,0 %	10,8 %	16,1 %	-0,3 %	7,9 %	7,2 %
<i>Strukturoidut tuotteet</i>	17,3	20,2	27,9	34,0	31,6	33,4	35,4
<i>Vakuutus tuotteet</i>	10,1	11,6	8,9	9,0	9,0	9,0	9,0
<i>Muut</i>	0,4	0,4	1,0	1,6	2,5	3,7	3,7
<i>Rahastot</i>	14,3	16,2	17,0	18,4	19,7	21,7	23,9
Palkkiokulut	-16,0	-18,7	-21,6	-24,8	-24,2	-26,1	-27,8
<i>Asiamiehet</i>	-14,2	-16,6	-19,1	-22,2	-21,5	-23,3	-24,9
<i>Muut</i>	-1,8	-2,1	-2,6	-2,6	-2,7	-2,8	-2,9
Korkokulut	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Henkilöstökulut	-7,4	-8,0	-8,9	-9,6	-10,4	-11,1	-11,9
Muut hallintokulut	-6,2	-7,3	-7,6	-8,0	-8,3	-8,6	-8,9
Poistot	-3,2	-3,2	-3,2	-2,7	-3,2	-3,3	-3,4
Liiketoiminnan muut kulut	-1,0	-1,0	-1,8	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3
Liikevoitto	10,4	11,2	11,2	17,2	15,9	17,9	19,8
<i>Liikevoitto-%</i>	25 %	23 %	21 %	27 %	25 %	26 %	27 %
Liikevoitto oik.	11,1	11,9	11,9	17,9	16,6	18,6	20,5
Liikevoitto oik. -%	25 %	24 %	22 %	28 %	26 %	27 %	28 %
Vähemmistöt	-0,5	-0,7	-0,9	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2
Nettotulos	8,1	8,1	7,8	12,6	11,7	13,2	14,7
EPS oik.	0,84	0,84	0,77	1,19	1,10	1,22	1,34
<i>EPS kasvu-%</i>	90 %	-1 %	-8 %	55 %	-7 %	11 %	10 %
Osinko	0,78	0,79	0,70	1,12	1,04	1,16	1,28
<i>Osingonjakosuhde-%</i>	93 %	95 %	91 %	95 %	94 %	95 %	95 %
Jatkuvat palkkiot-%	34 %	33 %	33 %	32 %	35 %	37 %	39 %
Kertatuotot-%	66 %	67 %	67 %	68 %	65 %	63 %	61 %
Strukturoitujen tuotteiden volyymi	256	301	414	503	471	499	528
Rahastopääomien kasvu (nettomerkinnot + arvonnousu)	120	110	73	73	109	129	151
Rahastopääomat	924	1034	1107	1180	1289	1418	1569
Henkilöstömäärä (sis. asiamiehet) kpl	208	211	216	218	224	230	236
Liikevaihto/työntekijä tEUR	203	229	250	289	280	295	308
Kulut/työntekijä (sis. asiamiehet) tEUR	-104	-116	-129	-146	-143	-149	-156

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	8,05	6,28	6,24	9,20	11,6	15,5	15,5	15,5	15,5
Osakemäärä, milj. kpl	10,00	10,4	10,4	10,4	11,1	11,2	11,3	11,4	11,5
Markkina-arvo	80	65	65	96	128	173	175	176	178
Yritysarvo (EV)	63	50	61	91	118	157	156	148	148
P/E (oik.)	7,9	14,2	7,4	11,0	15,1	13,1	14,1	12,7	11,6
P/E	9,2	17,0	8,1	12,0	16,6	13,8	15,0	13,3	12,1
P/B	2,7	2,4	1,9	2,8	3,4	4,1	4,2	4,1	4,0
P/S	1,7	1,7	1,5	1,9	2,3	2,7	2,8	2,6	2,4
EV/Liikevaihto	1,3	1,3	1,4	1,8	2,2	2,5	2,5	2,2	2,0
EV/EBITDA	4,3	5,8	4,6	6,3	8,2	7,8	8,2	7,0	6,4
EV/EBIT (oik.)	4,9	8,1	5,5	7,7	9,9	8,8	9,4	8,0	7,2
Osinko/tulos (%)	71,0 %	100,1 %	100,9 %	102,8 %	100,6 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Osinkotuotto-%	7,7 %	5,9 %	12,5 %	8,6 %	6,1 %	7,3 %	6,7 %	7,5 %	8,3 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Aktia	924								10,6	10,3	5,6	6,0	1,3
CapMan	313	315	9,2	6,8	8,9	6,7	4,3	3,6	13,1	10,2	7,4	8,0	1,6
eQ	403	376	11,8	11,5	11,4	11,1	5,5	5,3	16,0	15,5	6,3	6,7	5,5
Evli	657	627	11,1	9,5	10,5	9,1	4,9	4,5	16,4	13,8	5,3	5,7	3,8
Taaleri	206	164	6,9	5,3	6,7	5,2	2,7	2,5	13,5	9,1	5,5	6,1	0,9
Titanium	64	52	8,6	11,3	7,8	9,8	2,6	2,7	13,0	16,3	7,4	5,9	4,2
United Bankers	283	278	14,0	12,3	12,2	10,9	4,3	3,8	19,1	16,6	4,7	5,1	4,2
Mandatum	2984	2910	22,8	17,0	22,8	17,0	16,3	16,4	27,0	19,5	14,4	9,6	3,6
Alexandria (Inderes)	175	156	8,8	9,4	7,8	8,2	2,5	2,5	13,1	14,1	7,3	6,7	4,1
Keskiarvo			12,0	10,5	11,5	10,0	5,8	5,5	16,1	13,9	7,1	6,6	3,1
Mediaani			11,1	11,3	10,5	9,8	4,3	3,8	14,8	14,6	5,9	6,0	3,7
Erotus-% vrt. mediaani			-21 %	-17 %	-26 %	-17 %	-43 %	-36 %	-12 %	-4 %	23 %	11 %	12 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	H1'25	H2'25	2025	H1'26e	H2'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	49,4	25,8	28,9	54,7	32,8	30,7	63,6	63,4	68,4	73,3
Käyttökate	14,3	6,0	8,3	14,3	11,0	9,2	20,2	19,1	21,2	23,2
Poistot ja arvonalennukset	-3,2	-1,7	-1,5	-3,2	-1,5	-1,5	-3,0	-3,2	-3,3	-3,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,8	4,7	7,1	11,9	9,8	8,0	17,9	16,6	18,6	20,5
Liikevoitto	11,1	4,4	6,7	11,1	9,5	7,7	17,2	15,9	17,9	19,8
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	11,1	4,4	6,7	11,1	9,5	7,7	17,2	15,9	17,9	19,8
Verot	-2,4	-1,2	-1,4	-2,5	-2,0	-1,6	-3,6	-3,2	-3,5	-3,9
Vähemmistöosuudet	-0,7	-0,4	-0,5	-0,9	-0,5	-0,5	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2
Nettotulos	8,0	2,8	4,9	7,7	7,0	5,6	12,6	11,7	13,2	14,7
EPS (oikaistu)	0,84	0,31	0,48	0,77	0,66	0,53	1,19	1,10	1,22	1,34
EPS (raportoitu)	0,77	0,27	0,44	0,70	0,63	0,50	1,12	1,04	1,16	1,28

Tunnusluvut	2024	H1'25	H2'25	2025	H1'26e	H2'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	11,3 %	9,3 %	12,0 %	10,7 %	27,2 %	6,4 %	16,2 %	-0,3 %	7,9 %	7,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	7,2 %	-17,6 %	17,9 %	0,6 %	107,3 %	12,7 %	50,5 %	-7,0 %	11,9 %	10,2 %
Käyttökate-%	28,9 %	23,4 %	28,6 %	26,2 %	33,5 %	29,9 %	31,7 %	30,2 %	31,0 %	31,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	23,9 %	18,4 %	24,7 %	21,7 %	30,0 %	26,1 %	28,1 %	26,2 %	27,2 %	28,0 %
Nettotulos-%	16,2 %	11,0 %	16,8 %	14,1 %	21,3 %	18,1 %	19,8 %	18,4 %	19,3 %	20,0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	13,3	11,7	11,5	11,1	10,6
Liikearvo	5,7	5,0	4,3	3,6	2,9
Aineettomat hyödykkeet	1,0	0,6	0,8	0,9	0,9
Käyttöomaisuus	5,5	5,7	6,0	6,2	6,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	1,0	0,3	0,3	0,3	0,3
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	31,1	42,8	40,1	39,6	41,8
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	16,8	20,7	19,1	15,8	13,7
Likvidit varat	14,3	22,0	21,0	23,8	28,2
Taseen loppusumma	44,4	54,4	51,6	50,7	52,5

Lähde: Inderes

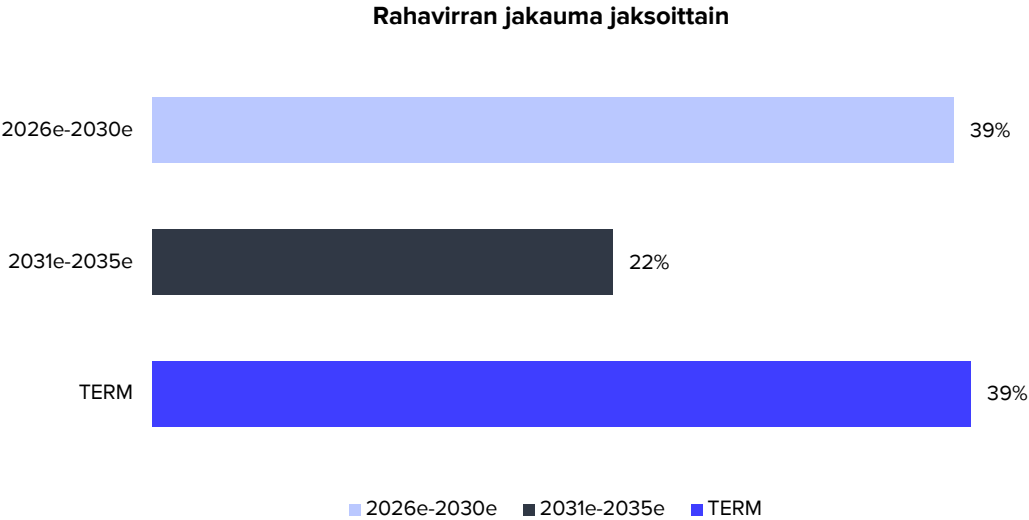
Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	33,9	37,2	42,0	41,1	42,7
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	17,1	16,5	21,3	20,4	22,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	15,7	19,7	19,7	19,7	19,7
Vähemmistöosuus	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	7,9	13,2	6,4	6,4	6,4
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	4,2	6,8	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	3,7	6,4	6,4	6,4	6,4
Lyhytaikaiset velat	2,6	4,1	3,2	3,2	3,4
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,6	4,1	3,2	3,2	3,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	44,4	54,4	51,6	50,7	52,5

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	10,7 %	16,2 %	-0,3 %	7,9 %	7,2 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	20,3 %	27,0 %	25,1 %	26,2 %	27,0 %	26,0 %	25,0 %	25,0 %	24,0 %	23,0 %	23,0 %	23,0 %
Liikevoitto	11,1	17,2	15,9	17,9	19,8	19,5	19,3	19,7	19,4	19,1	19,6	
+ Kokonaispoistot	3,2	3,0	3,2	3,3	3,4	3,5	3,6	3,6	2,9	3,0	3,0	
- Maksetut verot	-2,5	-3,6	-3,2	-3,5	-3,9	-3,8	-3,8	-3,9	-3,7	-3,6	-3,7	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-2,5	0,8	3,2	2,4	-0,7	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
Operatiivinen kassavirta	9,3	17,4	19,2	20,1	18,6	18,9	18,8	19,2	18,4	18,1	18,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-1,6	-2,8	-2,8	-2,9	-2,9	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,1	-4,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	10,4	14,6	16,4	17,2	15,7	15,9	15,8	16,2	15,4	15,0	14,1	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	10,4	14,6	16,4	17,2	15,7	15,9	15,8	16,2	15,4	15,0	14,1	170
Diskontattu vapaa kassavirta		14,0	14,2	13,4	11,0	10,1	9,0	8,3	7,1	6,3	5,3	63,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		162	148	134	121	110	99,9	90,9	82,6	75,5	69,2	63,9
Velaton arvo DCF		162										
- Korolliset velat		-6,8										
+ Rahavarat		22,0										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		-5,0										
-Osinko/pääomapalautus		-7,7										
Oman pääoman arvo DCF		165										
Oman pääoman arvo DCF per osake		14,8										

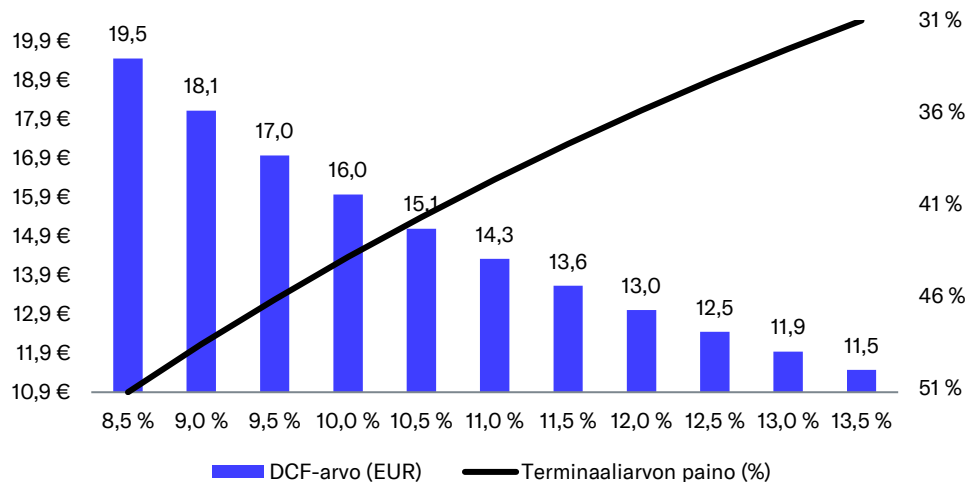
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,26
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,0 %

Lähde: Inderes

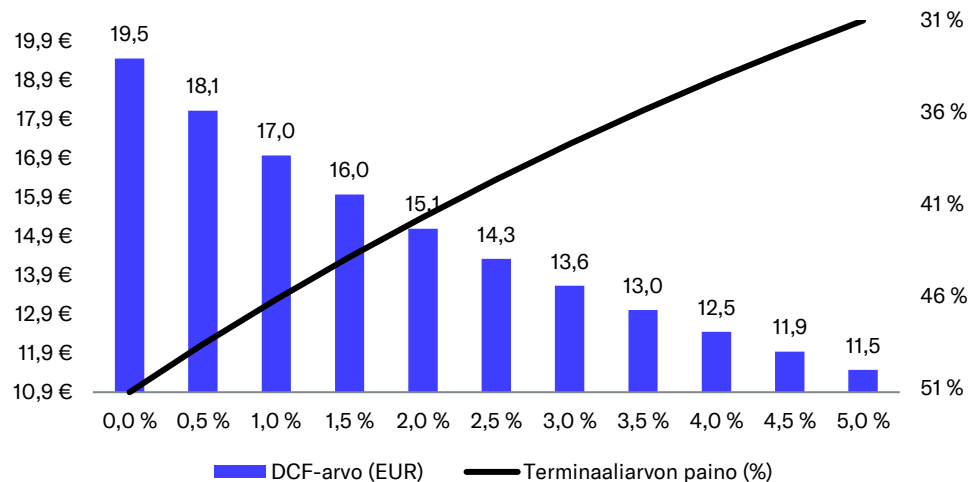


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

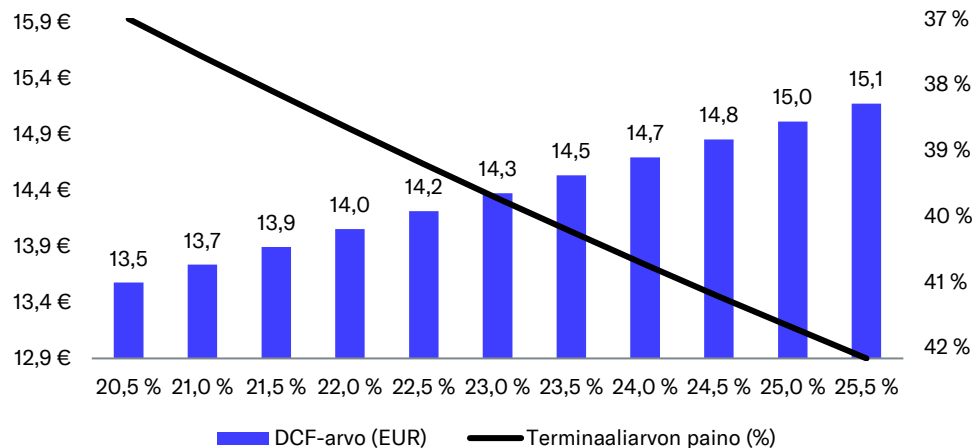
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



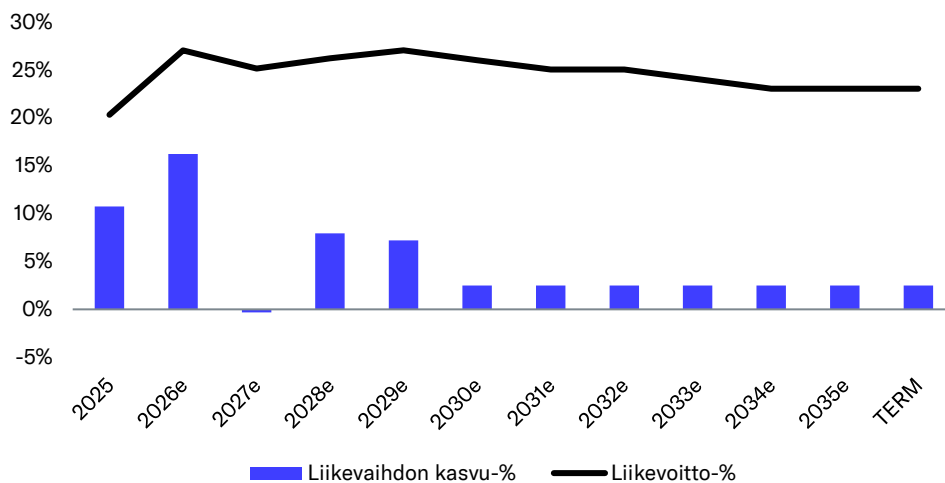
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	44,4	49,4	54,7	63,6	63,4
Käyttökate	13,2	14,3	14,3	20,2	19,1
Liikevoitto	10,3	11,1	11,1	17,2	15,9
Voitto ennen veroja	10,3	11,1	11,1	17,2	15,9
Nettovoitto	8,1	8,0	7,7	12,6	11,7
Kertaluontoiset erät	-0,7	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	45,1	44,4	54,4	51,6	50,7
Oma pääoma	34,3	33,9	37,2	42,0	41,1
Liikearvo	6,4	5,7	5,0	4,3	3,6
Nettovelat	-6,4	-10,1	-15,2	-21,0	-23,8

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	13,2	14,3	14,3	20,2	19,1
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,3	-6,7	-2,5	0,8	3,2
Operatiivinen kassavirta	9,1	5,2	9,3	17,4	19,2
Investoinnit	-8,1	7,3	-1,6	-2,8	-2,8
Vapaa kassavirta	-5,4	12,7	10,4	14,6	16,4

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	1,4	1,8	2,2	2,5	2,5
EV/EBITDA	4,6	6,3	8,2	7,8	8,2
EV/EBIT (oik.)	5,5	7,7	9,9	8,8	9,4
P/E (oik.)	7,4	11,0	15,1	13,1	14,1
P/B	1,9	2,8	3,4	4,1	4,2
Osinkotuotto-%	12,5 %	8,6 %	6,1 %	7,3 %	6,7 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	0,77	0,77	0,70	1,12	1,04
EPS (oikaistu)	0,84	0,84	0,77	1,19	1,10
Operat. Kassavirta / osake	0,88	0,50	0,84	1,55	1,70
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,52	1,22	0,94	1,30	1,45
Omapääoma / osake	3,29	3,25	3,36	3,76	3,65
Osinko / osake	0,78	0,79	0,70	1,12	1,04

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	16 %	11 %	11 %	16 %	0 %
Käyttökatteen kasvu-%	53 %	8 %	0 %	41 %	-5 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	77 %	7 %	1 %	51 %	-7 %
EPS oik. kasvu-%	90 %	-1 %	-8 %	55 %	-7 %
Käyttökate-%	29,8 %	28,9 %	26,2 %	31,7 %	30,2 %
Oik. Liikevoitto-%	24,8 %	23,9 %	21,7 %	28,1 %	26,2 %
Liikevoitto-%	23,2 %	22,5 %	20,3 %	27,0 %	25,1 %
ROE-%	26,1 %	23,5 %	21,7 %	31,7 %	28,1 %
ROI-%	30,0 %	28,7 %	27,0 %	39,9 %	38,3 %
Omavaraisuusaste	76,1 %	76,4 %	68,4 %	81,5 %	81,2 %
Nettovelkaantumisaste	-18,7 %	-29,8 %	-40,9 %	-50,1 %	-57,8 %
Nettovelka/käyttökate	-0,5	-0,7	-1,1	-1,0	-1,2
EBITDA/nettorahoituskulut					

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiin analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
20.5.2021	Myy	6,80 €	8,65 €
30.6.2021	Vähennä	6,80 €	6,99 €
24.8.2021	Vähennä	8,00 €	8,48 €
4.3.2022	Vähennä	8,50 €	8,65 €
24.8.2022	Vähennä	7,50 €	7,56 €
22.9.2022	Vähennä	7,00 €	6,50 €
8.2.2023	Vähennä	7,00 €	7,28 €
17.2.2023	Vähennä	7,00 €	7,18 €
23.8.2023	Vähennä	6,80 €	6,62 €
27.11.2023	Vähennä	6,50 €	6,28 €
15.2.2024	Vähennä	7,00 €	7,28 €
23.8.2024	Vähennä	8,50 €	8,25 €
14.2.2025	Vähennä	10,00 €	9,45 €
21.3.2025	Lisää	10,50 €	9,15 €
22.8.2025	Vähennä	11,00 €	10,80 €
9.12.2025	Lisää	10,50 €	9,64 €
22.1.2026	Vähennä	10,50 €	11,35 €
16.2.2026	Vähennä	11,50 €	11,55 €
8.6.2026	Lisää	13,00 €	11,65 €
22.6.2026	Lisää	13,50 €	12,30 €
7.8.2026	Vähennä	14,50 €	15,50 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**