

TITANIUM

17.01.2026 11.00 EET



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Tuloskuopasta tulee odotuksia syvempi

Tarkistamme Titaniumin tavoitehintamme 6,0 euroon (aik. 6,5e) laskeneiden tulosennusteiden myötä. Kiinteistörahas-tojen lunastukset vaikuttavat olevan odotuksiamme suurempia, ja tämän johdosta lähivuosien tuloskuoppa tulee olemaan aiempaa syvempi. Yhtiön paine onnistua uudessa varainhoitopalvelussa on iso kiinteistörahas-tojen haasteista johtuen. Varainhoidon laajentumisen onnistuessa osakkeessa on selvää potentiaalia, mutta tällä hetkellä riskit painavat vaakakupissa selvästi enemmän. Toistamme vähennä-suosituksen.

Lisää näkyvyyttä lunastuksiin

Titaniumin rahastojen kuukausiraportit tarjosivat paljon lisää näkyvyyttä yhtiön kehitykseen. Olemme kommentoineet kehitystä tarkemmin [kommentissamme](#), ja keskeiset huomiomme olivat: 1) kiinteistörahas-tojen, ja etenkin Hoivan lunastukset vaikuttaisivat olevan odotuksiamme suuremmat, 2) PE-rahaston myynti jatkaa hyvää kehitystään ja 3) uusi varainhoitomalli on lähtenyt vähintään kohtuullisesti liikkeelle.

Arviomme lunastusten määrästä on noussut

Olemme nostaneet arvioitamme kiinteistörahas-tojen lunastuksien nettomäärästä. Arviomme mukaan kiinteistörahas-tojen nettolunastukset tulevat olemaan noin 100 MEUR. Odotamme edelleen pahimman lunastusaallon olevan jo takanapäin, ja ennusteemme koostuu valtaosin rästissä olevista lunastuksista. Odotamme kiinteistörahas-tojen myynnin kääntyvän varovaiseen kasvuun 2027 alkaen, mutta tasot jäävät kauas huippuvuosista. PE-rahaston osalta odotamme reipasta myyntiä, mutta sen kiinteistörahas-toja matalammasta palkkiotasosta johtuen se ei yksin riitä paikkaamaan näiden jättämää kuoppaa. Varainhoidon osalta olemme nostaneet ennusteitamme, kun uusi varainhoitokonsepti on vihdo-in julkaistu, ja se vaikuttaa saaneen vähintään kohtuullisen vastaanoton.

Tuloskäännä siirtyy eteenpäin

2025-2026 osalta tulosennusteissamme ei ole tapahtunut oleellisia muutoksia, ja tulos on paineessa kasvuinvestointien sekä kiinteistörahas-tojen laskevien palkkioiden myötä. Suurin muutos ennusteissamme on vuosi 2027, jonne kiinteistörahas-tojen suuret lunastukset lyövät täysillä sisään. Odotamme yhtiön maksavan lunastuksensa kaikista kiinteistörahas-toista vuoden 2026 aikana. Olimme aiemmin arvioineet Titaniumin tuloksen saavuttavan pohjatason 2026 ja lähtevän 2027 jo selvään nousuun. Nyt odotamme 2027 olevan tuloksen pohja ja tuloksen kääntyvän kasvuun 2028 alkaen. Tulokasvu on kuitenkin riippuvainen varainhoidon onnistumisesta. Osingonjako pysyy tuttuun tyyliin vuolaana, mutta osingon suunta lähivuosina on tuloksen mukaisesti laskeva.

Riskitaso pitää meidät varovaisena

Titaniumin arvostustaso on lyhyen aikavälin kertoimilla kallis. Osaketta hinnoitellaan selvästi yli yhtiön historiallisten tasojen, ja historiallinen selkeä alennus suhteessa verrokkeihin on poistunut. Meidän on vaikea pitää tätä perusteltuna, kun huomioidaan kohollaan oleva riskitaso (lunastusten määrä ja uuden strategian onnistuminen) ja väärään suuntaan menevä tulos. Tuloksen kääntyessä vihdo-in kasvuun 2028 ei osake ole enää kallis, mutta tänne nojaaminen on mielestämme liian varhaista. Yhtiön kassa ja oman taseen sijoitukset olivat laskelmiemme mukaan vuoden lopussa noin 18 MEUR, vastaten noin neljäsosaa markkina-arvosta. Vahva kassa antaa jonkin verran tukea osakekurssille, ja samalla se tarjoaa liikkumavaraa yritys-järjestelyissä. Mielestämme yritys-järjestelyt uuden strategian vauhdittamiseksi olisivat enemmän kuin perusteltuja. Olemme avanneet näitä tarkemmin [laajassa raportissamme](#).

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehintä:

6,00 EUR

(aik. 6,50 EUR)

Osakekurssi:

6,66 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	21,9	20,4	20,1	19,9
kasvu-%	-17 %	-7 %	-1 %	-1 %
EBIT oik.	9,1	6,7	5,7	4,6
EBIT-% oik.	41,4 %	33,0 %	28,5 %	23,4 %
Nettotulos	7,1	5,4	4,7	3,9
EPS (oik.)	0,69	0,51	0,45	0,37

P/E (oik.)	14,4	13,0	14,9	17,9
P/B	5,8	4,3	4,4	4,6
Osinkotuotto-%	6,6 %	7,2 %	6,5 %	5,4 %
EV/EBIT (oik.)	9,7	8,5	10,2	12,9
EV/EBITDA	9,1	7,7	9,3	11,3
EV/Liikevaihto	4,0	2,8	2,9	3,0

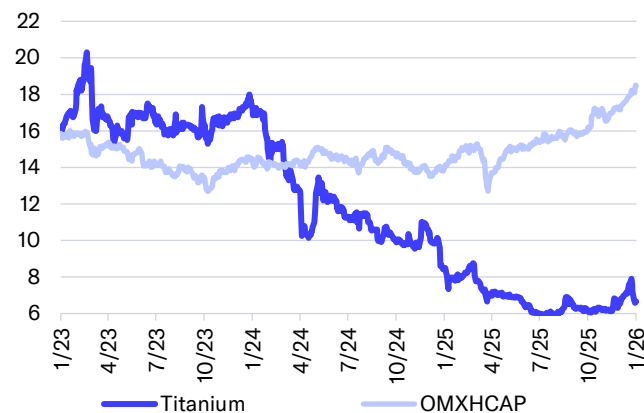
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

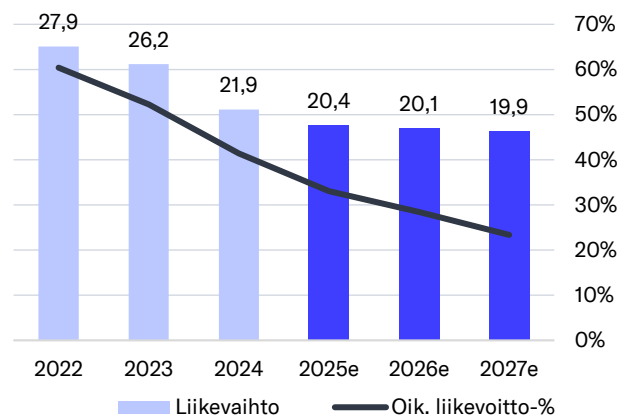
Ei ohjeistusta

Osakekurssi



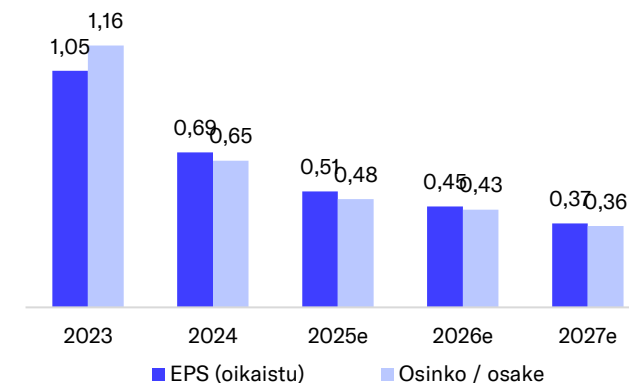
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Varainhoidon onnistunut lanseeraaminen
- Uudet tuotteet
- Hoivarahaston kasvu
- Tarjonnan laajentaminen yrityskaupoilla

Riskitekijät

- Hoivarahaston lunastusten määrä
- Hoivarahaston hallitseva osuus liikevaihdosta
- Hintaeroosio
- Korkojen nousu
- Hoivamarkkinaan liittyvät riskit

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	6,66	6,66	6,66
Osakemäärä, milj. kpl	10,4	10,5	10,5
Markkina-arvo	69	70	70
Yritysarvo (EV)	57	58	60
P/E (oik.)	13,0	14,9	17,9
P/E	13,0	14,9	17,9
P/B	4,3	4,4	4,6
P/S	3,4	3,5	3,5
EV/Liikevaihto	2,8	2,9	3,0
EV/EBITDA	7,7	9,3	11,3
EV/EBIT (oik.)	8,5	10,2	12,9
Osinko/tulos (%)	93,4 %	96,9 %	96,8 %
Osinkotuotto-%	7,2 %	6,5 %	5,4 %

Lähde: Inderes

Lunastuksiin pykälä lisää näkyvyyttä

Haasteet lunastusten kanssa jatkuvat

Titanium antoi viime viikolla päivitystä rahastojensa tilanteista. Yhtiö lykkäsi odotetusti lunastuksia (H1'25 ikkuna) Hoiva- sekä Asuntorahaston osalta. Yhtiö myös kertoi lykkäävänsä puolet Baltia-rahaston lunastuksista, mikä oli meille yllätys. Baltia-rahasto on tähän mennessä välttynyt suuremmilta lunastuksilta, ja se pystynyt hoitamaan ne aikataulussa. Baltia-rahaston lunastukset ovat kuitenkin kokoluokaltaan maltilliset (~12 MEUR).

Titanium kertoi myös vihdoin viime viikolla maksavansa Hoivarahaston vanhempia lykättyjä lunastuksia pois. Yhtiö kertoi maksavansa H1'24 lunastuksista (lykätty 1/25) noin puolet, joka tarkoittaa hieman alle 20 MEUR:n maksuja. Näin ollen H1'24 lunastusten kokonaismäärä on 35-40 MEUR.

Huomautamme, että rahastolla on myös jonossa maksamatta H2'24 (lykätty 7/25) sekä H1'25 (lykätty 1/26)

lunastukset. Olimme aiemmin arvioineet, että lunastusten nettomäärä kokonaisuutena voisi olla luokkaa 50 MEUR, ja nyt vaikuttaa siltä, että arviomme on ollut reippaasti alakanttiin. Olemme nostaneet arviomme Hoivan lunastuksista 90 MEUR:oon, ja odotamme rahaston maksavan ne 2026 vuoden aikana. 2027 osalta emme odota enää uusia lunastuksia ja odotamme uusmyynnin kääntyvän varovaiseen kasvuun 2027 alkaen. Huippuvuosien kasvulukemista jäädään kuitenkin kauas, sillä sentimentti koko kiinteistörahastosektorin ympärillä säilynee surkeana vielä pitkään.

Baltian ja Asunnon osalta odotamme pieniä lunastuksia, mutta niiden vaikutus yhtiön numeroihin on varsin pieni. Luonnollisesti etenkin Baltia lunastukset nostavat kuitenkin epävarmuutta yhtiön ympärillä, sillä Baltian osuus yhtiön liikevaihdosta on arviomme mukaan 10-15 %.

Private Equity lähtenyt liikkeelle hyvin

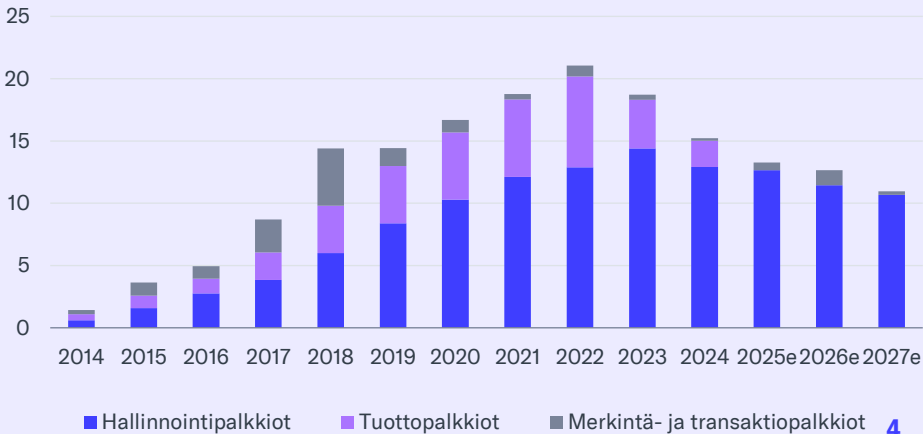
Private Equity rahaston myynti on ollut Titaniumilla H2'25 kehityksen valopilkku, ja rahaston koko on noussut noin 20 MEUR:oon. Suoritus on mielestämme vähintään kohtuullinen, sillä rahastoa alettiin myydä yksityissijoittajille vasta kesän jälkeen. Rahaston myyntitahti on laskelmiemme mukaan tällä hetkellä +40 MEUR/v. Vaikka taso on yksittäiselle tuotteelle hyvä, huomautamme että PE:n palkkiot ovat noin puolet Hoivarahastosta. Näin ollen PE ei itsessään riitä kattamaan Kiinteistörahastojen jättämää valtavaa aukkoa, ja myös varainhoidolta tarvitaan merkittävää vetoapua. Yhtiö lanseerasi uuden varainhoitopalvelunsa virallisesti loppuvuonna, ja joulukuun rahastokatsausten perusteella yhtiön palvelu on otettu liikkeelle vähintään kohtuullisesti. Johdon kommentit varainhoidon starttiin ovat keskeinen kiinnostuksen kohde H2'25 tulosraportilla.

Hoivarahaston lunastukset

Kalenteri	H1'22	H2'22	H1'23	H2'23	H1'24	H2'24	H1'25	H2'25
Lunastusikkuna	H2'21	H1'22	H2'22	H1'23	H2'23	H1'24	H2'24	H1'25
AUM (MEUR)	461	489	498	504	466	476	477	463
Lunastukset (MEUR)	-4,3	-5,2	-10,4	-9,1	-32,6	-35-40	?	?

*Lunastukset sisältävät myös tammi/kesäkuun merkinnät. Ei huomioi 2-5 & 7-11 merkintöjä.

Hoivarahaston palkkiotuotot (MEUR)



Tuloskuoppa on odotuksia syvempi

Tuloskuopasta tulee odotuksia syvempi

2025 osalta ennustenousut selittyvät Hoivan kertaluontoisilla palkkioilla (transaktiopalkkiot sekä lunastuspalkkiot). 2026 ennusteet ovat laskeneet hieman johtuen lunastusten odotettua isommasta määrästä. Suurin muutos ennusteissamme on vuosi 2027, jonne Hoivan suuret lunastukset lyövät täysillä sisään. Odotamme yhtiön maksavan lunastuksensa kaikista kiinteistörahastoista vuoden 2026 aikana, ja odotamme lunastusten määrän laskevan selvästi tästä eteenpäin.

Olimme aiemmin arvioineet Titaniumin tuloksen saavuttavan pohjatason 2026 ja lähtevän 2027 jo selvään nousuun. Nyt odotamme 2027 olevan tuloksen pohja ja tuloksen kääntyvän kasvuun 2028 alkaen.

Ennusteemme sisältävät PE-rahastolle reipasta kasvua, ja Baltian sekä Hoivan kääntymistä varovaiseen kasvuun 2027 alkaen. Luonnollisesti Hoivan ja Baltian osalta kasvuun palaamiseen liittyy selvää epävarmuutta johtuen

koko avointen kiinteistörahastojen hyvin heikosta sentimentistä sekä lunastusten epäselvistä määristä. Mielestämme on selvää, että paluu nettomerkintöihin vaatii rahastojen tuottotasojen selvää elpymistä.

Varainhoidossa pitää onnistua

Varainhoidon osalta olemme nostaneet jonkin verran ennusteitamme, sillä kuukausiraporttien perusteella vaikuttaa siltä, että 1) asiakkaat ovat siirtäneet pääomaa rahastoista varainhoidon alle ja 2) yhtiön varainhoitopalvelu on lähtenyt liikkeelle vähintään kohtuullisesti. Varainhoidon osalta ennusteemme ovat edelleen konservatiiviset, sillä palvelun lanseeraus on vielä hyvin alussa. Suhtaudumme Titaniumin uuteen varainhoitopalveluun varovaisen positiivisesti, ja mielestämme se tarjoaa selvästi aiempaa varainhoitopalvelua paremman lähtökohdan onnistumiselle sen järkevämmän rakenteen johdosta. Organisaatiota on myös käännetty enemmän varainhoitomoodiin viimeisen vuoden aikana ja uskomme yhtiön olevan myös tältä osin valmiimpi tähän. Muistutamme kuitenkin samalla, että

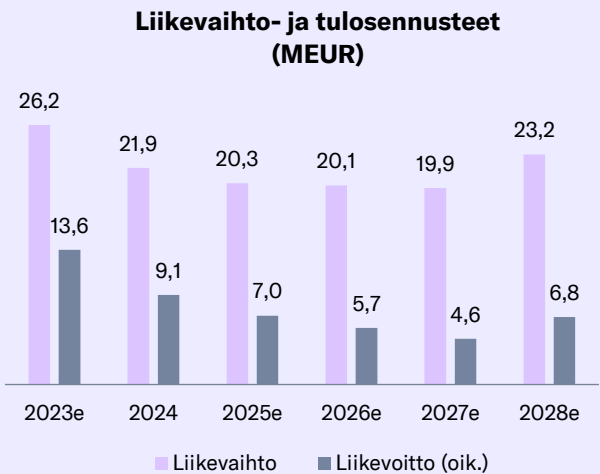
varainhoidon ylösajo on aina hyvin hidasta ja tämän kaltaisen muutoksen tekeminen tuotetalosta palveluyhtiöksi on pitkä tie. Näin ollen parhaassakin tapauksessa varainhoidon kasvu alkaisi vahvemmin tukea numeroita 27-2028. Yhtiöllä olisi nyt ensiarvoisen tärkeää saada varainhoitopalvelulle hyvä vastaanotto, sillä sen merkitys kasvussa korostuu kiinteistökuopan syventyessä.

Tulosvipu on merkittävä

Huomautamme, että Titanium tekee parhaillaan kasvuinvestointeja, samalla kun sen liikevaihto laskee, eli tulos ottaa iskua kahdesta suunnasta. Kasvuinvestoinnit ovat täysin pakollisia eikä niiden jarruttelu ole mielestämme vaihtoehto. Titaniumin kulurakenne on toimialalle tyypillisesti kiinteä ja näin ollen liikevaihdon kasvu valuu tehokkaasti viivan alle. Mikäli liikevaihto kääntyisi odotuksiamme reippaampaan kasvuun, olisi tulosvipu myös huomattava. Lopulta tulosvipu tiivistyy kolmeen komponenttiin: 1) kiinteistörahastojen lunastuksiin, 2) PE-rahaston myyntiin ja 3) varainhoidon myyntiin.

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	20,0	20,4	2 %	20,3	20,1	-1 %	23,2	19,9	-14 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,3	6,7	6 %	6,1	5,7	-7 %	8,1	4,6	-43 %
Liikevoitto	6,3	6,7	6 %	6,1	5,7	-7 %	8,1	4,6	-43 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,49	0,52	6 %	0,47	0,45	-6 %	0,64	0,37	-42 %
Osakekohtainen osinko	0,46	0,48	5 %	0,46	0,43	-6 %	0,61	0,36	-41 %

Lähde: Index



Arvostuksessa pitää hakea tukea turhan kaukaa

Olemme tarkastelleet Titaniumin arvostusta verrokkiryhmän ja absoluuttisten arvostuskertoimien sekä kassavirtamallin kautta. Käypää arvoa määriteltäessä olemme antaneet pääpainon verrokkiryhmän arvostuskertoimille ja DCFmallille ja tavoitehintamme (6,0e) on linjassa näiden menetelmien kanssa.

Epävarmuus painaa vaakakupissa potentiaalia enemmän

Lyhyellä aikavälillä osake näyttää kalliilta sekä absoluuttisesti että suhteellisesti. Painotamme analyysissämme poikkeuksellisesti eteenpäin katsovia kertoimia, sillä 2025 tulos antaa tällä hetkellä liian hyvän kuvan Titaniumin tilanteesta, koska se ei huomioi rästissä olevia lunastuksia. Titaniumin oma historiallinen P/E-kerroin on ollut 11-12x tuntumassa, ja vuosien 2025-2027 kertoimet (13-17x) ovat reippaasti tämän yläpuolella. Suhteessa verrokkiryhmään osaketta hinnoitellaan lievällä preemiolla, mitä meidän on vaikea pitää perusteltuna huomioiden tuloksen laskevan suunnan ja epävarmuus lähivuosien tuloskehitykseen liittyen. Osinko on edelleen vahvalla tasolla (2025e +7 %), mutta sen ollessa laskussa on sen antama tuki kurssille rajallinen. Kokonaisuutena arvostuskertoimista on vaikea löytää tällä hetkellä tukea Titaniumin arvostukselle, ja houkuttelevampia kertoimia pitää etsiä aina vuodelta 2028. Yhtiön kassa ja oman taseen sijoitukset olivat laskelmiemme mukaan vuoden lopussa noin 18 MEUR ja tämä on jo lähes neljännes laskeneesta markkina-arvosta, mikä luonnollisesti alkaa antamaan jo pientä tukea kurssille.

DCF-malli

DCF-mallin mukainen arvo on noin 6,5 euroa, ja se on laskenut aiemmasta 7,7 euron tasosta. Tätä selittää nostamamme tuottovaade (11,0% => 11,5 %), sillä mielestämme lunastusten odotuksia suurempi määrä

kasvattaa kiistatta yhtiön riskiprofiilia.

Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että Titaniumille soveltamamme tuottovaatimus on absoluuttisesti korkea ja verrokkiryhmämme korkeimpia. Näkemyksemme mukaan keskeiset yhtiön riskitasoa nostavat tekijät ovat: 1) Hoivarahaston hallitseva osuus yhtiön palkkioista 2) Hoivarahaston lunastusten mittakaavaan liittyvä epävarmuus 3) Uuden strategian onnistumiseen liittyy vielä paljon epävarmuutta. Kaikki riskitasoa nostavat tekijät liittyvät enemmän tai vähemmän yhtiön palkkioiden mixiin. Mikäli yhtiö onnistuu strategiansa mukaisesti kasvattamaan uusien tuotteiden ja palveluiden osuutta, laskee sen riippuvuus Hoivarahastosta selvästi. Tämä puolestaan laskisi yhtiön riskiprofiilia. Lisäksi Hoivarahaston lunastuksiin liittyvä riski häviää itsestään, kun lunastusaalto on lopulta takanapäin. Käytännössä siis varainhoidon sekä uusien tuotteiden onnistunut ylösajo loisi yhtiölle arvoa sekä tuloskasvun, että riskiprofiilin kasvun kautta.

Vaikka kiinteistörahasojen lunastuksiin liittyvä riski onkin nyt realisoitunut, on osakkeessa edelleen piirrettävissä skenaario, joka tarjoaa erinomaisen kokonaistuoton 3-5v tähtäimellä. Tämä vaatii uusmyynnin nousua seuraavalle tasolle varainhoidossa sekä PE-rahastossa ja kiinteistörahasojen lunastustahdin hiipumista.

Ei vielä kiirettä ostoksille

Kokonaisuutena emme näe Titaniumin nykyistä riski-/tuottosuhdetta riittävänä ja toistamme varovaisen näkemyksemme. Meidän on vaikea perustella osakkeen ostamista nykyisillä korkeilla arvostustasoilla tilanteessa missä Hoivarahaston lunastuksiin liittyy suurta epävarmuutta ja uuden strategian onnistuminen on vielä hämäränpeitossa. Olemme tarkastelleet yhtiön arvostusta tarkemmin kesän [laajassa raportissamme](#).

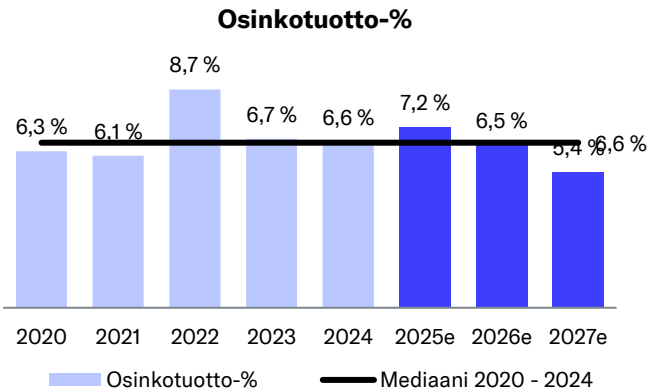
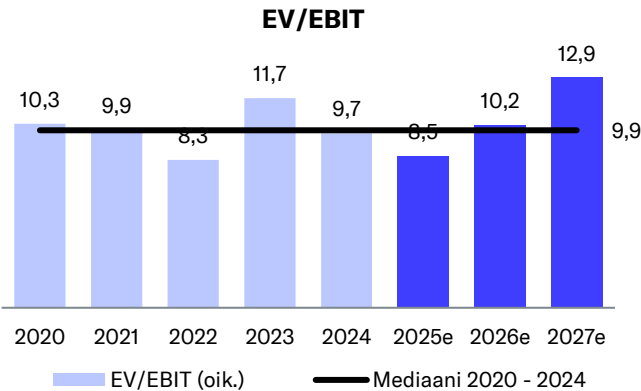
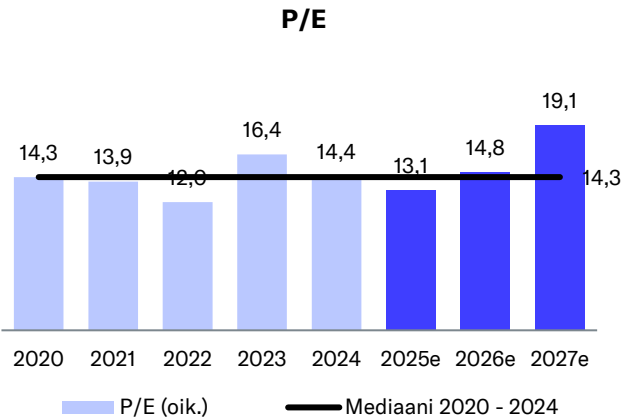
Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	6,66	6,66	6,66
Osakemäärä, milj. kpl	10,4	10,5	10,5
Markkina-arvo	69	70	70
Yritysarvo (EV)	57	58	60
P/E (oik.)	13,0	14,9	17,9
P/E	13,0	14,9	17,9
P/B	4,3	4,4	4,6
P/S	3,4	3,5	3,5
EV/Liikevaihto	2,8	2,9	3,0
EV/EBITDA	7,7	9,3	11,3
EV/EBIT (oik.)	8,5	10,2	12,9
Osinko/tulos (%)	93,4 %	96,9 %	96,8 %
Osinkotuotto-%	7,2 %	6,5 %	5,4 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	13,0	15,0	15,6	17,2	9,86	6,66	6,66	6,66	6,66
Osakemäärä, milj. kpl	10,2	10,2	10,3	10,4	10,4	10,4	10,5	10,5	10,6
Markkina-arvo	132	153	160	178	102	69	70	70	70
Yritysarvo (EV)	118	137	139	161	88	57	58	60	59
P/E (oik.)	14,3	13,9	12,0	16,4	14,4	13,0	14,9	17,9	12,3
P/E	17,5	16,5	13,7	18,4	14,4	13,0	14,9	17,9	12,3
P/B	5,8	6,4	6,1	8,0	5,8	4,3	4,4	4,6	4,1
P/S	6,6	6,5	5,7	6,8	4,7	3,4	3,5	3,5	3,0
EV/Liikevaihto	5,9	5,8	5,0	6,1	4,0	2,8	2,9	3,0	2,5
EV/EBITDA	9,8	9,6	8,0	11,2	9,1	7,7	9,3	11,3	7,8
EV/EBIT (oik.)	10,3	9,9	8,3	11,7	9,7	8,5	10,2	12,9	8,6
Osinko/tulos (%)	109,6 %	100,1 %	119,8 %	124,0 %	94,8 %	93,4 %	96,9 %	96,8 %	94,1 %
Osinkotuotto-%	6,3 %	6,1 %	8,7 %	6,7 %	6,6 %	7,2 %	6,5 %	5,4 %	7,6 %

Lähde: Inderes



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

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Alexandria	127	119	11,1	9,0	9,0	7,7	2,3	2,2	16,4	13,0	7,0	7,4	3,5
Aktia	913								10,7	10,9	6,7	7,5	1,3
CapMan	352	368	12,6	9,7	12,4	9,4	5,9	5,2	18,7	13,1	7,6	8,1	1,9
eQ	449	439	15,9	11,4	15,3	11,0	7,4	5,7	20,7	15,7	4,8	6,4	6,0
Evli	632	629	12,5	11,7	11,7	11,0	5,3	5,1	18,8	16,5	5,1	5,5	4,0
Taaleri	220	222	8,9	4,4	8,5	4,4	3,7	2,6	12,8	8,3	4,7	7,3	1,0
United Bankers	202	183	10,2	9,3	8,9	8,3	3,2	3,0	14,6	13,8	6,3	6,5	3,1
Mandatum	3406	2989	15,8	18,3	15,8	18,3	18,3	18,4	21,9	23,3	14,8	10,5	3,2
Titanium (Inderes)	69	57	8,5	10,2	7,7	9,3	2,8	2,9	13,0	14,9	7,2	6,5	4,3
Keskiarvo			12,4	10,5	11,7	10,0	6,6	6,0	16,8	14,3	7,1	7,4	3,0
Mediaani			12,5	9,7	11,7	9,4	5,3	5,1	17,5	13,5	6,5	7,3	3,2
Erotus-% vrt. mediaani			-32 %	5 %	-34 %	-1 %	-47 %	-43 %	-26 %	11 %	11 %	-11 %	35 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	27,9	13,6	12,6	26,2	11,5	10,4	21,9	9,8	10,6	20,4	20,1	19,9	23,2
Käyttökate	17,3	7,9	6,4	14,3	5,7	0,0	9,7	3,8	3,6	7,4	6,3	5,3	7,5
Poistot ja arvonalennukset	-2,2	-1,2	-0,6	-1,8	-0,3	-0,3	-0,6	-0,3	-0,4	-0,7	-0,5	-0,6	-0,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	16,9	7,6	6,1	13,7	5,3	3,8	9,1	3,5	3,2	6,7	5,7	4,6	6,8
Liikevoitto	15,1	6,7	5,8	12,6	5,3	3,8	9,1	3,5	3,2	6,7	5,7	4,6	6,8
Titanium	15,1	6,7	5,8	12,6	5,3	3,8	9,1	3,5	3,2	6,7	5,7	4,6	6,8
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Tulos ennen veroja	15,1	6,7	5,8	12,6	5,3	3,8	9,1	3,5	3,3	6,8	5,9	4,8	7,0
Verot	-3,5	-1,6	-1,3	-2,9	-1,1	-0,8	-2,0	-0,7	-0,7	-1,4	-1,2	-0,9	-1,3
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
Nettotulos	11,7	5,2	4,5	9,7	4,2	2,9	7,1	2,8	2,6	5,4	4,7	3,9	5,7
EPS (oikaistu)	1,30	0,58	0,47	1,05	0,40	0,28	0,69	0,27	0,25	0,52	0,45	0,37	0,54
EPS (raportoitu)	1,13	0,50	0,44	0,94	0,40	0,28	0,69	0,27	0,25	0,51	0,45	0,37	0,54

Tunnusluvut	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	18,8 %	-0,3 %	-11,4 %	-6,0 %	-15,3 %	-17,8 %	-16,5 %	-14,8 %	2,0 %	-6,9 %	-1,4 %	-1,3 %	17,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-10,8 %	-26,6 %	-18,6 %	-30,1 %	-38,6 %	-33,9 %	-34,0 %	-13,9 %	-25,7 %	-15,1 %	-19,0 %	47,4 %
Käyttökate-%	62,2 %	58,0 %	51,0 %	54,7 %	49,0 %	0,0 %	44,1 %	38,8 %	34,3 %	36,5 %	31,1 %	26,6 %	32,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	60,4 %	55,9 %	48,4 %	52,3 %	46,1 %	36,1 %	41,4 %	35,8 %	30,5 %	33,0 %	28,5 %	23,4 %	29,4 %
Nettotulos-%	41,8 %	38,0 %	35,9 %	37,0 %	36,3 %	28,3 %	32,5 %	28,3 %	24,8 %	26,5 %	23,3 %	19,7 %	24,5 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	7,0	5,5	5,8	6,3	6,7
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,2	0,2	0,4	0,6	0,8
Käyttöomaisuus	1,9	1,5	1,5	1,8	2,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	4,9	3,9	3,9	3,9	3,9
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	20,4	16,5	14,7	14,5	14,3
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	2,7	2,6	2,4	2,4	2,4
Likvidit varat	17,7	13,9	12,2	12,1	11,9
Taseen loppusumma	27,4	22,0	20,5	20,7	20,9

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	22,3	17,6	16,2	15,9	15,3
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	4,0	-0,8	-2,2	-2,5	-3,1
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	18,2	18,3	18,3	18,3	18,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	3,1	2,3	2,3	2,3	2,3
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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	3,1	2,3	2,3	2,3	2,3
Lyhytaikaiset velat	2,0	2,0	1,9	2,5	3,3
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,7	1,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	2,0	2,0	1,8	1,8	1,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	27,4	22,0	20,5	20,7	20,9

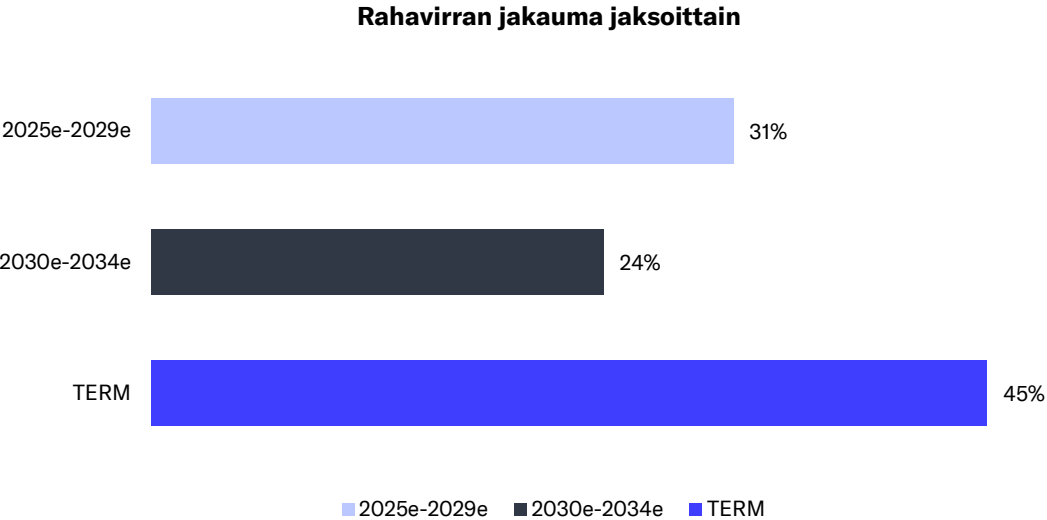
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-16,5 %	-6,9 %	-1,4 %	-1,3 %	17,1 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	41,4 %	33,0 %	28,5 %	23,4 %	29,4 %	33,0 %	32,0 %	32,0 %	31,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Liikevoitto	9,1	6,7	5,7	4,6	6,8	7,9	7,9	8,1	8,0	8,0	8,2	
+ Kokonaispoistot	0,6	0,7	0,5	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,8	
- Maksetut verot	-2,0	-1,5	-1,2	-0,9	-1,3	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	
- 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	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	7,8	6,0	5,1	4,4	6,1	7,1	7,2	7,4	7,3	7,3	7,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	8,0	5,0	4,1	3,4	5,1	6,1	6,1	6,3	6,2	6,3	6,4	
+/- 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	8,0	5,0	4,1	3,4	5,1	6,1	6,1	6,3	6,2	6,3	6,4	72,4
Diskontattu vapaa kassavirta		5,0	3,7	2,7	3,7	3,9	3,5	3,3	2,9	2,7	2,4	27,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		61,2	56,2	52,5	49,8	46,1	42,1	38,6	35,3	32,4	29,7	27,3
Velaton arvo DCF		61,2										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		13,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-6,7										
Oman pääoman arvo DCF		68,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		6,6										

Pääoman kustannus (WACC)

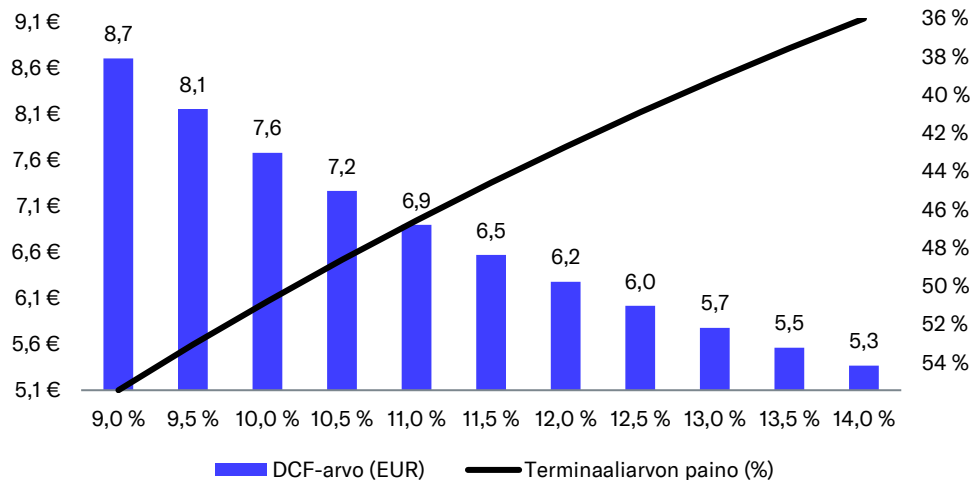
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,22
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	3,20 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,5 %

Lähde: Inderes

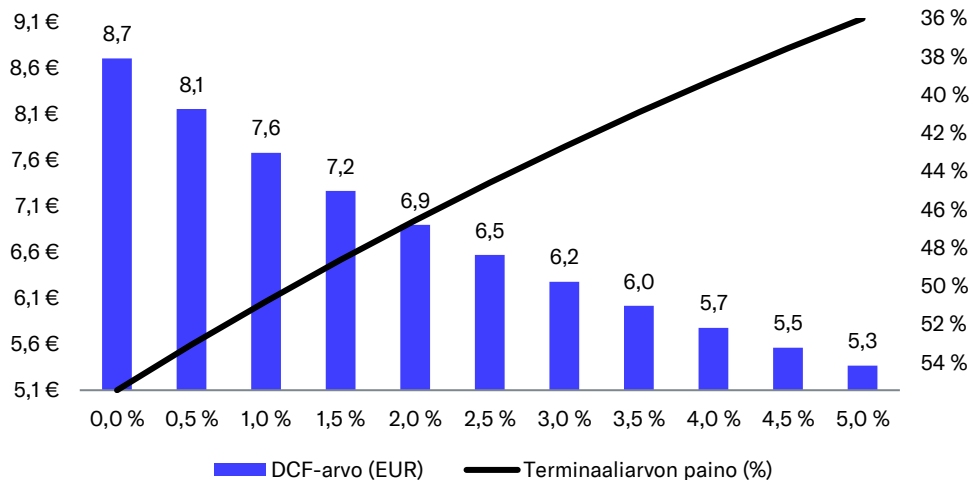


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

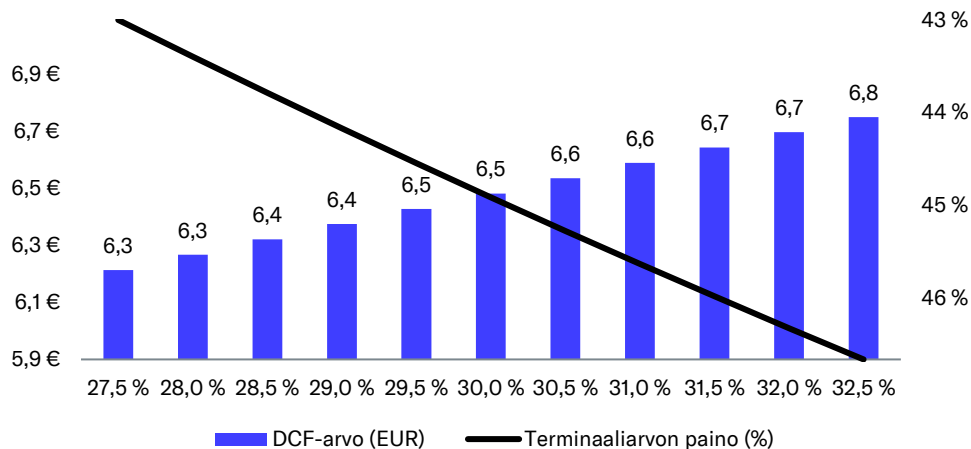
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



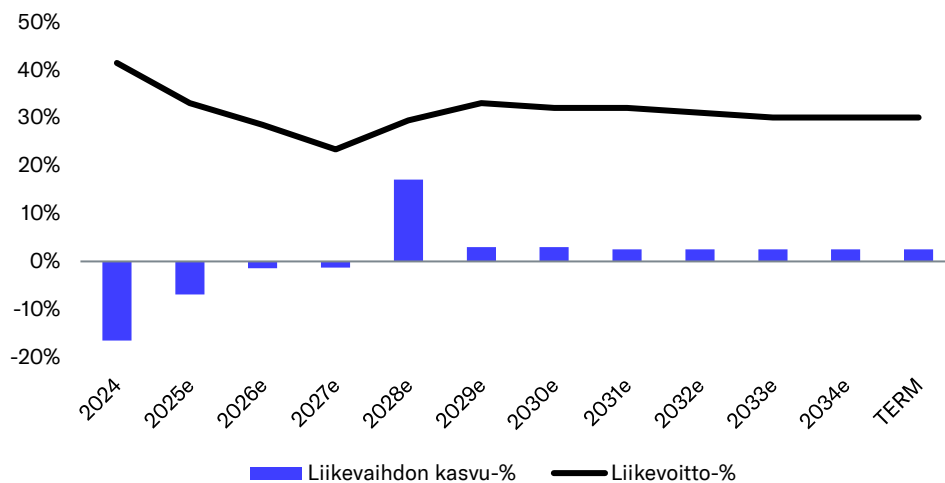
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	27,9	26,2	21,9	20,4	20,1
Käyttökate	17,3	14,3	9,7	7,5	6,3
Liikevoitto	15,1	12,6	9,1	6,7	5,7
Voitto ennen veroja	15,1	12,6	9,1	6,8	5,9
Nettovoitto	11,7	9,7	7,1	5,4	4,7
Kertaluontoiset erät	-1,7	-1,2	0,0	0,0	0,0

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	31,6	27,4	22,0	20,5	20,7
Oma pääoma	26,5	22,3	17,6	16,2	15,9
Liikearvo	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettovelat	-20,7	-17,7	-13,9	-12,2	-11,4

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	17,3	14,3	9,7	7,5	6,3
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,6	-0,2	0,1	0,0	0,0
Operatiivinen kassavirta	12,3	11,2	7,8	6,0	5,1
Investoinnit	-0,7	-0,9	0,9	-1,0	-1,0
Vapaa kassavirta	13,1	10,8	8,0	5,0	4,1

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	5,0	6,1	4,0	2,8	2,9
EV/EBITDA	8,0	11,2	9,1	7,7	9,3
EV/EBIT (oik.)	8,3	11,7	9,7	8,5	10,2
P/E (oik.)	12,0	16,4	14,4	13,0	14,9
P/B	6,1	8,0	5,8	4,3	4,4
Osinkotuotto-%	8,7 %	6,7 %	6,6 %	7,2 %	6,5 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	1,13	0,94	0,69	0,51	0,45
EPS (oikaistu)	1,30	1,05	0,69	0,51	0,45
Operat. Kassavirta / osake	1,20	1,08	0,75	0,58	0,48
Operat. Vapaa kassavirta / osake	1,28	1,04	0,77	0,48	0,39
Omapääoma / osake	2,57	2,15	1,70	1,56	1,52
Osinko / osake	1,36	1,16	0,65	0,48	0,43

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	19 %	-6 %	-17 %	-7 %	-1 %
Käyttökateen kasvu-%	22 %	-17 %	-33 %	-23 %	-16 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	22 %	-19 %	-34 %	-26 %	-15 %
EPS oik. kasvu-%	20 %	-19 %	-35 %	-25 %	-13 %
Käyttökate-%	62,2 %	54,7 %	44,1 %	36,5 %	31,1 %
Oik. Liikevoitto-%	60,4 %	52,3 %	41,4 %	33,0 %	28,5 %
Liikevoitto-%	54,2 %	47,9 %	41,4 %	33,0 %	28,5 %
ROE-%	46,4 %	39,8 %	35,6 %	31,6 %	29,1 %
ROI-%	61,0 %	51,5 %	45,4 %	39,7 %	36,0 %
Omavaraisuusaste	83,7 %	81,5 %	80,3 %	79,4 %	76,8 %
Nettovelkaantumisaste	-78,2 %	-79,3 %	-78,7 %	-75,1 %	-71,7 %

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 tulevast. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

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

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

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

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
25.10.2018	Lisää	7,50 €	7,00 €
14.3.2019	Lisää	9,20 €	8,52 €
30.4.2019	Lisää	9,20 €	8,20 €
18.6.2019	Lisää	8,90 €	7,94 €
30.8.2019	Lisää	9,20 €	8,44 €
29.10.2019	Vähennä	9,20 €	9,36 €
15.1.2020	Vähennä	9,70 €	10,70 €
5.3.2020	Vähennä	10,00 €	10,75 €
15.4.2020	Vähennä	8,50 €	8,32 €
29.4.2020	Lisää	8,50 €	7,82 €
28.8.2020	Osta	11,00 €	10,15 €
19.10.2020	Lisää	12,00 €	11,25 €
24.11.2020	Vähennä	12,00 €	13,30 €
5.3.2021	Vähennä	13,00 €	14,55 €
16.4.2021	Vähennä	14,00 €	15,20 €
2.7.2021	Lisää	15,50 €	14,70 €
27.8.2021	Lisää	16,50 €	15,50 €
7.12.2021	Lisää	16,00 €	14,65 €
11.3.2022	Osta	16,00 €	13,80 €
26.8.2022	Osta	17,00 €	14,80 €
17.2.2023	Lisää	19,00 €	18,05 €
8.3.2023	Vähennä	19,00 €	20,20 €
25.8.2023	Lisää	17,00 €	15,90 €
7.9.2023	Lisää	17,00 €	16,20 €
11.1.2024	Vähennä	17,00 €	18,00 €
15.2.2024	Vähennä	15,00 €	15,00 €
19.4.2024	Vähennä	12,00 €	11,15 €
23.8.2024	Vähennä	11,00 €	11,40 €
20.1.2025	Vähennä	8,00 €	8,50 €
14.2.2025	Vähennä	7,50 €	8,06 €
30.6.2025	Vähennä	6,50 €	6,42 €
27.8.2025	Vähennä	6,50 €	6,16 €
19.1.2026	Vähennä	6,00 €	6,66 €



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.**