

CAPMAN

13.02.2025 19.18 EET



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Tuloskasvu alkaa kiihtyä

Toistamme CapManin 2,1 euron tavoitehinnan ja lisää-suosituksen. Q4-raportti oli pitkälti odotuksiemme mukainen ja ennusteiden iso kuva on ennallaan. Odotamme yhtiöltä reipasta tuloskasvua ja suhteessa tähän osake ei ole kallias. Tulosennusteidemme realisoituessa tuotto-odotus on mielestämme hyvä ja korkea osinko rajaa osakkeen laskuvaraa.

Q4-raportissa ei yllätyksiä

CapManin Q4-numerot olivat kautta linjan ennusteidemme mukaiset. Hallinnointipalkkiot jatkoivat reipasta kasvuaan Dasosin hankinnan sekä uusmyynnin vetämänä. Uusmyynti veti katsauskaudella hieman odotuksiamme paremmin ja yhtiö on pystynyt haastavassa markkinassa jatkamaan mm. kiinteistötuotteiden myyntiä. Hallinnoitava varallisuus kasvoi 6062 MEUR:oon (Q3'24: 5975 MEUR). Koko vuoden osalta yhtiö keräsi uutta pääomaa 570 MEUR, joka on nykymarkkinassa hyvä suoritus. Tulos ylitti jonkin verran ennusteemme sijoitustuottojen hyvän kehityksen ansiosta. Hallinnointiliiketoiminnan kannattavuus kuitenkin jäi odotuksistamme, mikä hautasi alleen tulosylityksen. Osinko oli aiemmin kerrotun mukaisesti 0,14 euroa ja se jaetaan kahdessa osassa.

Näkymissä ei yllätyksiä, markkina piristymässä

Näkymien osalta CapMan odottaa hallinnoitavan varallisuuden sekä palkkiotuottojen kannattavuuden kasvavan. Hieman yllättäen yhtiö ei ohjeista palkkiotuottojen kasvua, joskin hallinnoitavien varojen kasvun tulisi väistämättä johtaa myös hallinnointipalkkioiden kasvuun. Lisäksi palkkiotuottojen kannattavuusparannus ei mielestämme ole realistinen ilman palkkiotuottojen kasvua. Raportin kommenttien perusteella varainhankintamarkkina olisi hiljalleen piristymässä, mikä olisi

enemmän kun tervetullutta CapManille. Ylikapitalisoituneen taseen osalta yhtiö ei raportissa ensilukemalta kertonut uutta tietoa ja tätä saataneen odottaa ensi kuun CMD:lle.

Ennusteissa ei isoja muutoksia, tulos lähtee kasvuun

Olemme tehneet ennusteisiimme vain suhteellisen pieniä muutoksia Q4-raportin myötä ja ennusteemme ovat isossa kuvassa ennallaan. Odotamme edelleen yhtiön tuloksen parantuvan reippaasti, kun sijoitustuotot elpyvät merkittävästi. Myös Hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin palkkioihin perustuva kannattavuus paranee piristyvän uusmyynnin myötä.

2026 tulos tekee vielä tasokorjauksen, kun myös voitonjako-osuustuotot nousevat niiden potentiaalin mukaiselle tasolle. 2026 tulos ~40 MEUR kuvastaa varsin hyvin yhtiön täyttää potentiaalia. Emme toistaiseksi ennusta suurempia liikkeitä yhtiön ylisuuren kassan osalta, vaan odotamme ensi kuun CMD:ltä lisäinfoa tähän. Yhtiön toimitusjohtaja totesi haastattelussamme, että yhtiöllä on useita kasvuhankkeita käynnissä. Tulkitsemme tämän tarkoittavan aktiivisia M&A-neuvotteluja ja kommenttien perusteella nämä saattavat edetä suhteellisen nopeallakin aikataululla.

Arvostus ei ole korkea kunhan tulosparannus realisoituu

Tulospohjaisesti CapManin arvostus on varsin matala. P/E-kertoimet lähivuosille ovat 12-13x ja vastaavat osinkotuotot yli 8 %. Tulosparannuksen realisoituessa tasoissa on mielestämme nousuvaraa. Kertoimien nousuvara yhdessä korkean osingon kanssa tarjoaa mielestämme hyvän yli 15 %:n vuotuisen tuotto-odotuksen. Myös 2,1 eurossa per osake oleva osien summa -laskelmamme tukee näkemystämme. Mielestämme nykyinen arvostus tarjoaisi paikan voimakkaammallekin näkemykselle, mutta haluamme ensin kuulla yhtiön strategiapäivityksen CMD:llä ja toisaalta saada lisää konkretiaa tuloskasvun kunnollisesta käynnistymisestä.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

2,10 EUR

(aik. 2,10 EUR)

Osakekurssi:

1,87

Liiketoimintariski



Arvostusriski



| | 2024 | 2025e | 2026e | 2027e |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihto | 57,6 | 66,6 | 74,4 | 77,7 |
| kasvu-% | 17 % | 16 % | 12 % | 4 % |
| EBIT oik. | 17,0 | 34,3 | 40,5 | 42,0 |
| EBIT-% oik. | 29,5 % | 51,5 % | 54,5 % | 54,1 % |
| Nettotulos | 68,6 | 23,3 | 25,8 | 26,7 |
| EPS (oik.) | 0,03 | 0,14 | 0,15 | 0,16 |

| | | | | |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| P/E (oik.) | 56,8 | 13,5 | 12,3 | 11,9 |
| P/B | 1,6 | 1,7 | 1,7 | 1,7 |
| Osinkotuotto-% | 7,9 % | 8,0 % | 8,6 % | 9,1 % |
| EV/EBIT (oik.) | 16,9 | 8,8 | 7,5 | 7,4 |
| EV/EBITDA | 15,1 | 8,5 | 7,3 | 7,1 |
| EV/Liikevaihto | 5,0 | 4,5 | 4,1 | 4,0 |

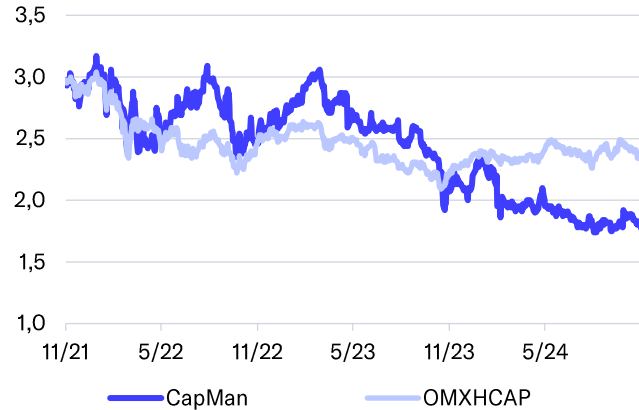
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

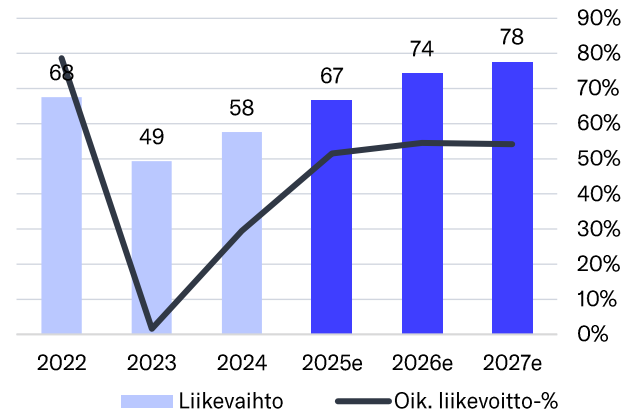
CapMan arvioi hallinnoitavien pääomien kasvavan vuoden 2025 aikana. Yhtiö arvioi myös palkkiotuottojen kannattavuuden kasvavan vuoden 2025 aikana. Arviot eivät sisällä mahdollisia vertailukelpoisuuteen vaikuttavia eriä.

Osakekurssi



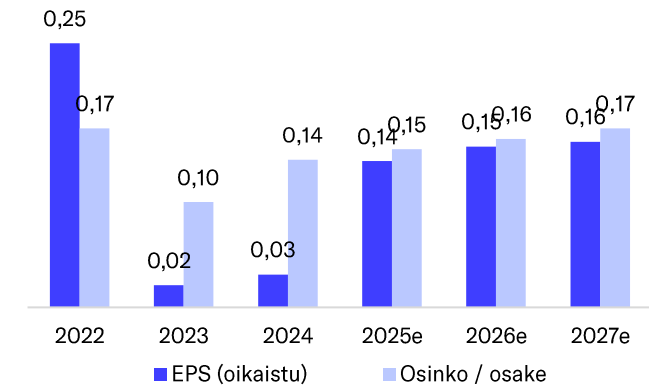
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Uudet tuotteet nykyisissä ja uusissa strategioissa
- Tuotekokojen kasvu ja uusien asiakkaiden tuoma kasvupotentiaali
- Hyvien sijoitustuottojen myötä kasvavat voitonjako-osuustuotot sekä taseen omat sijoitustuotot
- Kulutehokkuuden parantuminen
- Mahdolliset arvoa luovat yritysjärjestelyt

Riskitekijät

- Sijoitustuottojen heikentyminen ja jääminen asiakkaiden odotuksista
- Kulutason nousu ja henkilöstön korkea neuvotteluvoima
- Vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kiinnostavuuden yleinen heikentyminen
- Hintakilpailun kiristyminen ja nykyisten tuotteiden palkkiotasojen lasku
- Tuloksen korkea riippuvuus sijoitustuotoista

| Arvostustaso | 2025e | 2026e | 2027e |
|------------------------------|-------|-------|-------|
| Osakekurssi | 1,87 | 1,87 | 1,87 |
| Osakemäärä, milj. kpl | 177,4 | 177,9 | 178,4 |
| Markkina-arvo | 332 | 332 | 332 |
| Yritysarvo (EV) | 301 | 306 | 312 |
| P/E (oik.) | 13,5 | 12,3 | 11,9 |
| P/E | 14,2 | 12,9 | 12,5 |
| P/B | 1,7 | 1,7 | 1,7 |
| P/S | 5,0 | 4,5 | 4,3 |
| EV/Liikevaihto | 4,5 | 4,1 | 4,0 |
| EV/EBITDA | 8,5 | 7,3 | 7,1 |
| EV/EBIT (oik.) | 8,8 | 7,5 | 7,4 |
| Osinko/tulos (%) | 114 % | 110 % | 114 % |
| Osinkotuotto-% | 8,0 % | 8,6 % | 9,1 % |

Lähde: Inderes

Q4-raportissa ei suurempia yllätyksiä

CapManin liikevaihto oli Q4:llä 13,9 MEUR jääden lievästi 14,4 MEUR:n ennusteestamme. Erotus selittyy varainhoidolla ja rahastojen hallinnointipalkkiot olivat hyvin linjassa ennusteisiimme niiden kasvettua 26 % Dasosin hankinnan sekä uusmyynnin vetämänä. Uusmyynti veti katsauskaudella hieman odotuksiamme paremmin ja yhtiö on pystynyt haastavassa markkinassa jatkamaan mm. kiinteistötuotteiden myyntiä. Hallinnoitava varallisuus kasvoi 6062 MEUR:oon (Q3'24: 5975 MEUR). Koko vuoden osalta yhtiö keräsi uutta pääomaa 570 MEUR, joka on nykymarkkinassa hyvä suoritus. Voitonjako-osuustuotot jäivät katsauskaudella odotetusti hyvin mataliksi (0,5 MEUR).

Sijoitustuotot olivat raportin positiivinen yllätys ja ne ylittivät ennusteemme selvästi. Hyvät sijoitustuotot selittyvät arviomme mukaan CapManin NRE-rahastoilla, joiden arvot

määritetään kerran vuodessa Q4:llä.

Sijoitustuotoilla tulositylytys

PPA-poistoista oikaistu liikevoitto oli 5,9 MEUR ylittäen 4,9 MEUR:n ennusteemme. Tulositylytys selittyy puhtaasti sijoitustuotoilla, kun Hallinnointiliiketoiminnan kannattavuus jäi odotuksistamme. Hallinnointiliiketoiminnan kannattavuus jäi odotuksistamme johtuen selvästi korkeammista henkilöstökuluista. Arviomme mukaan tätä selittää todennäköisesti bonusvarausten kasvu loppuvuoden aikana. Koko vuoden osalta tarkasteltuna Hallinnointiliiketoiminnan tulos nousi 50 %:lla 14 MEUR:oon. Suurin ajuri on luonnollisesti Dasos, mutta myös hyvä uusmyynti tuki tätä. Yhtiö kirjasi aiemmin ilmoitetun mukaisesti merkittävän 60 MEUR:n kertatuoton CaPS:n myyntiin liittyen ja tämä nosti raportoidun osakekohtaisen tuloksen 0,37 euroon. Osinko oli aiemmin kerrotun

mukaisesti 0,14 euroa ja se jaetaan kahdessa osassa.

Näkymissä ei yllätyksiä, markkina piristymässä

Näkymien osalta CapMan odottaa hallinnoitavan varallisuuden sekä palkkiotuottojen kannattavuuden kasvavan. Hieman yllättäen yhtiö ei ohjeista palkkiotuottojen kasvua, joskin hallinnoitavien varojen kasvun tulisi väistämättä johtaa myös hallinnointipalkkioiden kasvuun. Lisäksi palkkiotuottojen kannattavuusparannus ei mielestämme ole realistinen ilman palkkiotuottojen kasvua. Raportin kommenttien perusteella varainhankintamarkkina olisi hiljalleen piristymässä, mikä olisi enemmän kuin tervetullutta CapManille. Ylikapitalisoituneen taseen osalta yhtiö ei raportissa ensilukemalta kertonut uutta tietoa ja tätä saataneen odottaa ensi kuun CMD:lle.

| Ennustetaulukko MEUR / EUR | Q4'23 | Q4'24 | Q4'24e | Q4'24e | Konsensus | | Erotus (%) | 2024e |
|-------------------------------|----------|------------|---------|-----------|-----------|------|------------------|---------|
| | Vertailu | Toteutunut | Inderes | Konsensus | Alin | Ylin | Tot. vs. inderes | Inderes |
| Liikevaihto | 11,5 | 13,9 | 14,4 | | | | -4 % | 57,6 |
| Liikevoitto (oik.) | -4,3 | 5,9 | 4,9 | | | | 20 % | 17,0 |
| Liikevoitto | -6,3 | 5,6 | 4,6 | | | | 21 % | 16,7 |
| EPS (oik.) | -0,02 | 0,02 | 0,02 | | | | 0 % | 0,03 |
| EPS (raportoitu) | -0,04 | 0,37 | 0,35 | | | | 6 % | |
| Osinko/osake | 0,10 | 0,14 | 0,14 | | | | 0 % | 0,14 |
| Liikevaihdon kasvu-% | -41,9 % | 21,1 % | 25,6 % | | | | -4,4 %-yks. | 16,8 % |
| Liikevoitto-% (oik.) | -37,3 % | 42,3 % | 34,0 % | | | | 8,2 %-yks. | 29,5 % |

Lähde: Inderes

CapMan Q4'24: "Kokonaisuudessaan vahva vuosi"



Ennusteissa ei oleellisia muutoksia, tulos lähtee takaisin kasvuun

Ennustemuutokset

- Olemme tehneet ennusteisiimme vain suhteellisen pieniä muutoksia Q4-raportin myötä ja ennusteesme ovat isossa kuvassa ennallaan.
- Keskeiset muutokset liittyvät liikevoiton alapuolisiin eriin (korkotuotot sekä vähemmistöjen tulososuus), joiden seurauksena 2025 EPS-ennusteesme on noussut reippaasti.
- Odotamme edelleen yhtiön tuloksen parantuvan reippaasti, kun sijoitustuotot elpyvät merkittävästi. Myös Hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin palkkioihin perustuva kannattavuus paranee piristyvän uusmyynnin myötä. Keskeiset varainkeruuhankkeet vuodelle 2025 ovat: NRE4, avoimet kiinteistörahastot ja Natural Capitalin uusi lippulaivarahasto.
- 2026 tulos tekee vielä tasokorjauksen, kun myös voitonjako-osuustuotot nousevat niiden potentiaalin mukaiselle tasolle. 2026 tulos ~40 MEUR kuvastaa varsin hyvin yhtiön täyttää potentiaalia.
- Osinkoennusteitamme olemme tarkistaneet lievästi ylöspäin ja odotamme yhtiön jatkavan osingon kasvattamista vuosittain. Emme toistaiseksi ennusta erillisiä lisäosinkoja yhtiön nykyisestä räikeästi ylikapitalisoidusta taseesta, vaan odotamme yhtiön maaliskuun CMD:tä, missä yhtiö tarkentanee alkuperäistä suunnitelmaansa, jossa tase purettaisiin suunnitteen tasan kasvuhankkeiden (yrityskaupat), osingon sekä velanlyhennyksen kanssa.

Operatiiviset tulosajurit

- Sijoittajien kannalta tärkein tuloskomponentti on lähivuosien osalta hallinnointipalkkioihin perustuva kannattavuus. Useamman sijoitusalueen siirtyessä kypsempään vaiheeseen pitäisi hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuden skaalautua nykytasoltaan. Tämän realisoitumiseen yhtiö tarvitsee sekä uusmyyntiä että kulutehokkuuden ylläpitoa.
- Uusmyynnin osalta olemme pidemmällä aikavälillä luottavaisia yhtiön tuotteiden parantuneen laadun johdosta, mutta lyhyellä aikavälillä haastava markkinatilanne vaikeuttaa varainkeruuta. CapManin rahastojen tuottojen kehitystä tulee kuitenkin seurata tarkasti, sillä houkuttelevat tuotot ovat hallinnoitavan varallisuuden kasvun kannalta välttämättömyys.
- Voitonjako-osuustuottojen kauan odotetun nousun pitäisi myös tukea lähivuosina tulosta merkittävästi, ja rahastojen ylläpitäessä hyviä tuottotasojaa on näkömää myös pidemmälle aikavälille vahva.
- Yhtiön toimitusjohtaja totesi haastattelussamme, että yhtiöllä on useita kasvuhankkeita käynnissä. Tulkitsimme tämän tarkoittavan aktiivisia M&A-neuvotteluja ja kommenttien perusteella nämä saattavat edetä suhteellisen nopeallakin aikataululla.

| Ennustemuutokset | 2024e | 2024e | Muutos | 2025e | 2025e | Muutos | 2026e | 2026e | Muutos |
|-----------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR | Vanha | Uusi | % | Vanha | Uusi | % | Vanha | Uusi | % |
| Liikevaihto | 58,2 | 57,6 | -1 % | 65,8 | 66,6 | 1 % | 73,9 | 74,4 | 1 % |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 16,1 | 17,0 | 6 % | 32,0 | 34,3 | 7 % | 39,6 | 40,5 | 2 % |
| Liikevoitto | 15,7 | 16,7 | 6 % | 30,6 | 32,9 | 8 % | 38,2 | 39,2 | 3 % |
| Tulos ennen veroja | 74,5 | 76,4 | 3 % | 26,2 | 28,9 | 10 % | 33,8 | 35,2 | 4 % |
| EPS (ilman kertaeriä) | 0,02 | 0,03 | 56 % | 0,12 | 0,14 | 16 % | 0,15 | 0,15 | 2 % |
| Osakekohtainen osinko | 0,14 | 0,14 | 0 % | 0,14 | 0,15 | 9 % | 0,15 | 0,16 | 7 % |

Lähde: Inderes

CapMan, Webcast, Q4'24



Arvostus ei ole korkea

CapManin arvonmäärityksessämme olemme antaneet pääpainon osien summa -laskelmalle, sillä CapManin erilaisista tuotokomponenteista johtuen (sijoitustuotot, voitonjako-osuustuotot, hallinnointiliiketoiminnan jatkuvat tuotot) menetelmä tarjoaa konsernitason lukuja paremman kuvan osakkeen järkevistä arvostuksesta sekä arvon jakautumisesta.

Mikään ei varsinaisesti estä konsernitason kassavirtamallin (DCF) käyttöä, mutta eri tuotolähteiden toisistaan poikkeavat riskiprofiilit tekevät menetelmän johdonmukaisesta soveltamisesta asteen vaikeampaa. Eriyisen haasteen muodostaa yhtiön sijoitussalkku, jonka kassavirtojen ennustaminen on poikkeuksellisen vaativaa. Tämä johtuu siitä, että kirjanpidon tuottojen ja sijoituksista realisoituvien kassavirtojen ajoituksessa voi olla huomattaviakin viiveitä. Lisäksi sijoitustuottojen vuosittaiset vaihtelut voivat olla merkittäviä.

Sijoitustoiminta nostaa tuottovaatimusta

Olemme arvonmäärityksessämme soveltaneet CapManille konsernitason 9,2 %:n tuottovaatimusta (WACC). Yhtiön oman pääoman tuottovaatimus on 10,4 %, mikä heijastelee sijoitustoiminnan korkeampaa riskitasoa. Osien summa -laskelmassa CapManin hallinnointiliiketoiminnan tuottovaatimus on hieman konsernitason tuottovaatimusta matalampi 9,0 %, joka on linjassa Evlille ja eQ:lle soveltamamme tason kanssa. CapManin sijoitustoiminnan tuottovaatimus taas on luontaisesti tätä selvästi korkeampi, mikä selittää eron hallinnointiliiketoiminnan ja konsernin tuottovaatimuksen välillä.

Tuotto-odotus on hyvällä tasolla

Tulospohjaisesti CapManin arvostus on varsin matala. P/E-kertoimet lähivuosille ovat 12-13x ja vastaavat osinkotuotot yli 8 %. Tulospohjaisen realisoituessa tasoissa on mielestämme nousuvaraa. Kertoimien nousuvara yhdessä korkean osingon kanssa tarjoaa mielestämme hyvän yli 15 %:n vuotuisen tuotto-odotuksen. Mielestämme nykyinen arvostus tarjoaisi paikan voimakkaammallekin näkemykselle, mutta haluamme ensin kuulla yhtiön strategiapäivityksen CMD:llä ja toisaalta saada lisää konkretiaa tulospohjaisen kunnollisesta käynnistymisestä.

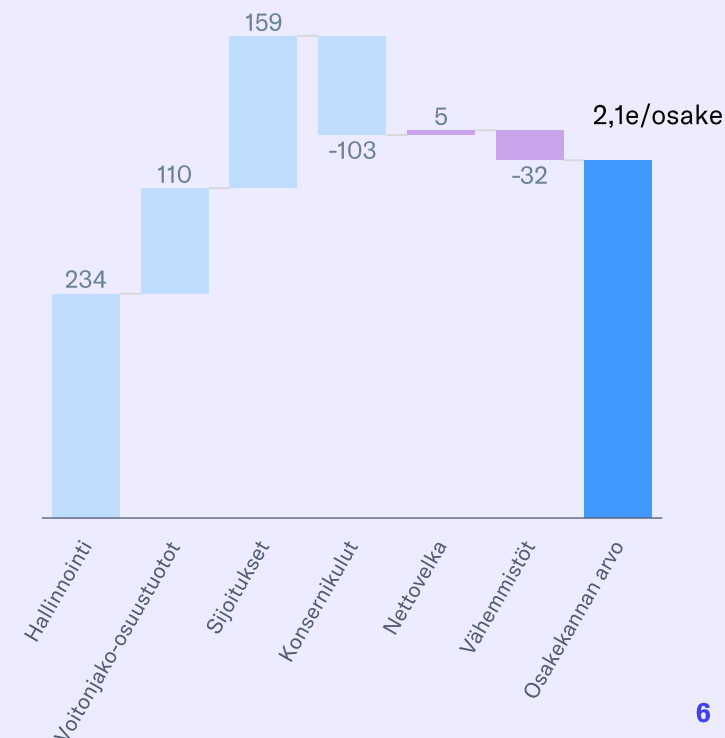
Pidemmällä aikavälillä osakkeen keskeisimmän ajurin muodostavat CapManin rahastojen tuotot, sillä onnistunut sijoitustoiminta tukee uusmyyntiä ja kasvattaa voitonjako-osuustuottoja sekä taseen sijoitustuottoja.

Osien summa soveltuu parhaiten

Osien summa tarjoaa hyvän lähtökohdan CapManin arvonmääritykselle, sillä yhtiön eri tuloskomponentit eroavat toisistaan muun muassa riskeiltään. Osien summan mukainen arvo on 2,1 euroa osakkeelta. Ylivoimaisesti suurin osa arvosta tulee Hallinnointiliiketoiminnasta, jonka arvo on voitonjako-osuustuotot sekä vähemmistöt mukaan lukien ~320 MEUR. Sijoituksien arvo on verovelka huomioiden ~160 MEUR ja konsernikulujen noin 100 MEUR. Tase on käytännössä nettovelaton. Luonnollisesti keskeinen ajuri korkeammalle osien summalle olisi Hallinnointiliiketoiminnan tulospohjainen kasvun.

| Arvostustaso | 2025e | 2026e | 2027e |
|-----------------------|-------|-------|-------|
| Osakekurssi | 1,87 | 1,87 | 1,87 |
| Osakemäärä, milj. kpl | 177,4 | 177,9 | 178,4 |
| Markkina-arvo | 332 | 332 | 332 |
| Yritysarvo (EV) | 301 | 306 | 312 |
| P/E (oik.) | 13,5 | 12,3 | 11,9 |
| P/E | 14,2 | 12,9 | 12,5 |
| P/B | 1,7 | 1,7 | 1,7 |
| P/S | 5,0 | 4,5 | 4,3 |
| EV/Liikevaihto | 4,5 | 4,1 | 4,0 |
| EV/EBITDA | 8,5 | 7,3 | 7,1 |
| EV/EBIT (oik.) | 8,8 | 7,5 | 7,4 |
| Osinko/tulos (%) | 114 % | 110 % | 114 % |
| Osinkotuotto-% | 8,0 % | 8,6 % | 9,1 % |

Lähde: Inderes



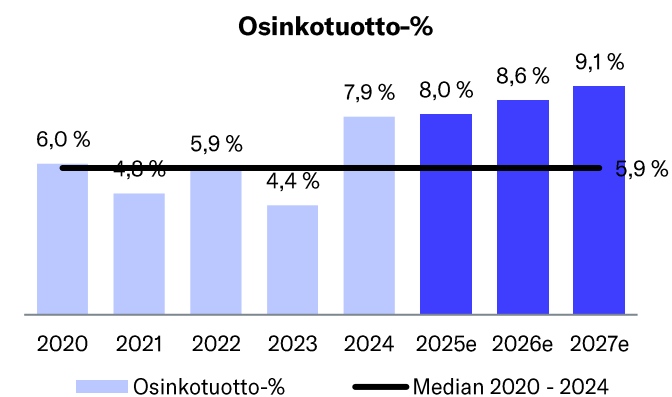
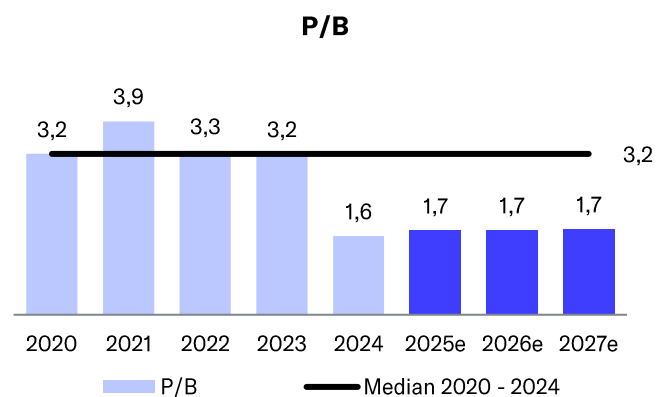
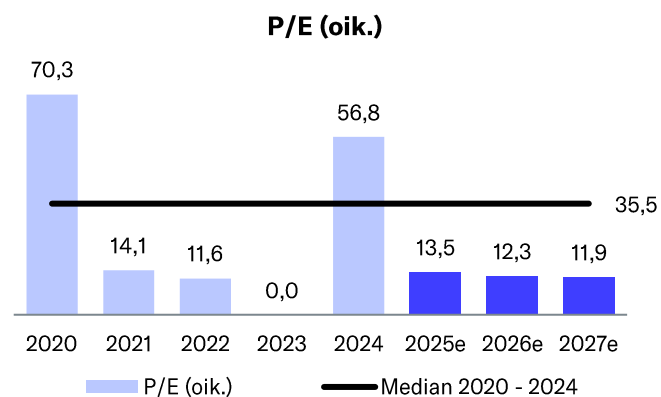
Tulosennusteet yhteenveto

| MEUR | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e |
|--|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Liikevaihto | 43,0 | 52,8 | 67,5 | 59,4 | 63,4 | 72,6 | 74,4 | 77,7 | 84,4 |
| Rahastojen hallinnointipalkkiot | 29,0 | 36,6 | 38,8 | 39,0 | 45,9 | 50,1 | 55,1 | 59,5 | 65,2 |
| Voitonjako-osuustuotot | 0,9 | 2,9 | 9,6 | 3,1 | 4,5 | 9,0 | 12,0 | 11,0 | 11,0 |
| Palkkiot varainhoitopalveluista | 4,0 | 4,2 | 7,4 | 6,0 | 6,6 | 6,6 | 6,6 | 6,6 | 6,6 |
| Palveluliiketoiminta | 8,6 | 8,6 | 11,1 | 10,6 | 6,2 | 0,4 | 0,2 | 0,1 | 0,1 |
| Muut ja eliminoinnit | 0,7 | 0,5 | 0,6 | 0,5 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Liiketoiminnan muut tuotot | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 1,0 |
| Henkilöstökulut | -23,9 | -30,6 | -34,6 | -33,9 | -34,3 | -34,3 | -36,6 | -38,2 | -39,9 |
| Muut kulut | -9,7 | -10,0 | -12,2 | -13,2 | -14,5 | -13,4 | -13,8 | -14,4 | -14,9 |
| Poistot | -1,5 | -1,5 | -4,2 | -1,5 | -1,8 | -1,2 | -1,6 | -1,7 | -1,8 |
| Käyvän arvon muutokset | 4,4 | 33,9 | 36,5 | -6,1 | 7,8 | 16,6 | 18,2 | 18,7 | 19,3 |
| Liikevoitto | 44,6 | 53,1 | -1,3 | 16,7 | 32,9 | 39,2 | 40,7 | 44,7 | 42,9 |
| Kertaerät | 0,0 | 0,0 | -2,0 | -0,3 | -1,4 | -1,4 | -1,4 | -1,4 | 0,0 |
| Oikaistu liikevoitto | 44,6 | 53,1 | 0,8 | 17,0 | 34,3 | 40,5 | 42,0 | 46,1 | 42,9 |
| Sijoituksista ja voitonjaoista oikaistu liikevoitto | 39,8 | 17,4 | -46,6 | 20,1 | 21,5 | 14,4 | 11,3 | 15,9 | 13,6 |
| Hallinnoitava varallisuus (MEUR) | 3827 | 4909 | 5040 | 5005 | 6062 | 6513 | 7015 | 7679 | 8357 |
| Private Equity | 998 | 991 | 933 | 1 022 | 1 080 | 1 080 | 1 110 | 1 140 | 1 170 |
| Real Estate | 2 440 | 3 060 | 3 187 | 2 933 | 3 090 | 3 390 | 3 740 | 4 090 | 4 440 |
| Infra | 357 | 355 | 442 | 562 | 648 | 655 | 655 | 805 | 955 |
| Natural Capital | 0 | 0 | 0 | 0 | 726 | 850 | 952 | 1 066 | 1 194 |
| Muut | 32 | 503 | 478 | 488 | 518 | 538 | 558 | 578 | 598 |
| <i>Hallinnoitavan varallisuuden kasvu-%</i> | 18 % | 28 % | 3 % | -1 % | 21 % | 7 % | 8 % | 9 % | 9 % |
| <i>Liikevoitto-%</i> | 103,8 % | 100,6 % | -1,9 % | 28,1 % | 51,9 % | 54,0 % | 54,7 % | 57,6 % | 50,8 % |
| <i>Liikevoitto-% ilman sijoituksia ja voitonjakoja</i> | 94,4 % | 34,9 % | -80,5 % | 35,8 % | 36,5 % | 22,7 % | 18,2 % | 23,9 % | 18,5 % |
| <i>EPS (kertaeristä oikaistu)</i> | 0,03 | 0,22 | 0,25 | 0,02 | 0,14 | 0,15 | 0,16 | 0,17 | 0,16 |
| <i>Osinko/osake</i> | 0,14 | 0,15 | 0,17 | 0,10 | 0,15 | 0,16 | 0,17 | 0,15 | 0,15 |
| <i>Voitonjakosuhte-%</i> | 424 % | 68 % | 68 % | 468 % | 108 % | 105 % | 108 % | 86 % | 90 % |
| <i>ROE-%, oikaistu</i> | 4,5 % | 27,0 % | 27,9 % | 2,9 % | 46,3 % | 15,6 % | 16,7 % | 17,4 % | 0,0 % |
| <i>Omavaraisuusaste</i> | 51,8 % | 53,0 % | 52,5 % | 47,7 % | 51,4 % | 55,4 % | 55,5 % | 54,2 % | 0,0 % |
| <i>Omien tasesijoitusten tuotto-%</i> | 3,8 % | 27,6 % | 24,7 % | -3,6 % | 4,8 % | 10,0 % | 11,0 % | 11,0 % | 11,0 % |

Arvostustaulukko

| Arvostustaso | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e |
|-----------------------|---------|--------|--------|----------|--------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| Osakekurssi | 2,32 | 3,10 | 2,90 | 2,29 | 1,77 | 1,87 | 1,87 | 1,87 | 1,87 |
| Osakemäärä, milj. kpl | 155,8 | 156,6 | 158,1 | 158,6 | 176,9 | 177,4 | 177,9 | 178,4 | 178,9 |
| Markkina-arvo | 361 | 486 | 458 | 363 | 313 | 332 | 332 | 332 | 332 |
| Yritysarvo (EV) | 395 | 513 | 506 | 426 | 288 | 301 | 306 | 312 | 311 |
| P/E (oik.) | 70,3 | 14,1 | 11,6 | >100 | 56,8 | 13,5 | 12,3 | 11,9 | 10,7 |
| P/E | 70,3 | 14,1 | 11,6 | >100 | 4,6 | 14,2 | 12,9 | 12,5 | 11,2 |
| P/B | 3,2 | 3,9 | 3,3 | 3,2 | 1,6 | 1,7 | 1,7 | 1,7 | 1,7 |
| P/S | 8,4 | 9,2 | 6,8 | 7,4 | 5,4 | 5,0 | 4,5 | 4,3 | 4,0 |
| EV/Liikevaihto | 9,2 | 9,7 | 7,5 | 8,6 | 5,0 | 4,5 | 4,1 | 4,0 | 3,7 |
| EV/EBITDA | 28,7 | 11,1 | 8,8 | >100 | 15,1 | 8,5 | 7,3 | 7,1 | 6,5 |
| EV/EBIT (oik.) | 32,0 | 11,5 | 9,5 | >100 | 16,9 | 8,8 | 7,5 | 7,4 | 6,8 |
| Osinko/tulos (%) | 424,1 % | 68,5 % | 67,8 % | 1229,3 % | 36,1 % | 114,2 % | 110,4 % | 113,6 % | 90,0 % |
| Osinkotuotto-% | 6,0 % | 4,8 % | 5,9 % | 4,4 % | 7,9 % | 8,0 % | 8,6 % | 9,1 % | 8,1 % |

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

| Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö | Markkina-arvo MEUR | Yritysarvo MEUR | EV/EBIT | | EV/EBITDA | | EV/Liikevaihto | | P/E | | Osinkotuotto-% | | P/B |
|----------------------------------|-----------------------|--------------------|------------|--------------|-------------|--------------|----------------|-------------|-------------|-------------|----------------|------------|--------------|
| | | | 2025e | 2026e | 2025e | 2026e | 2025e | 2026e | 2025e | 2026e | 2025e | 2026e | 2025e |
| Alexandria | 85 | 84 | 7,7 | 7,5 | 6,4 | 6,2 | 1,8 | 1,7 | 10,4 | 11,0 | 7,4 | 7,9 | 2,5 |
| Aktia | 675 | 861 | | | | | | | 7,0 | 7,5 | 9,1 | 8,7 | 0,9 |
| eQ | 557 | 528 | 14,4 | 11,7 | 13,9 | 11,3 | 7,7 | 6,7 | 19,1 | 15,8 | 5,5 | 6,6 | 7,3 |
| Evli | 496 | 502 | 11,4 | 11,4 | 8,0 | 10,3 | 4,1 | 4,7 | 15,8 | 15,0 | 7,5 | 8,0 | 3,5 |
| Taaleri | 233 | 246 | 6,6 | 5,9 | 6,5 | 5,8 | 3,5 | 3,2 | 8,6 | 8,7 | 7,0 | 6,9 | 1,1 |
| Titanium | 102 | 89 | 9,3 | 9,3 | 8,7 | 8,6 | 3,9 | 3,8 | 13,5 | 13,4 | 8,3 | 8,3 | 6,0 |
| United Bankers | 193 | 174 | 8,1 | 8,6 | 7,3 | 7,6 | 2,9 | 2,8 | 12,1 | 13,3 | 6,2 | 6,4 | 3,3 |
| CapMan (Inderes) | 332 | 301 | 8,8 | 7,5 | 8,5 | 7,3 | 4,5 | 4,1 | 13,5 | 12,3 | 8,0 | 8,6 | 1,7 |
| Keskiarvo | | | 9,6 | 9,0 | 8,5 | 8,3 | 4,0 | 3,8 | 12,3 | 12,1 | 7,3 | 7,5 | 3,5 |
| Mediaani | | | 8,7 | 8,9 | 7,7 | 8,1 | 3,7 | 3,5 | 12,1 | 13,3 | 7,4 | 7,9 | 3,3 |
| Erotus-% vrt. mediaani | | | 1 % | -16 % | 11 % | -10 % | 21 % | 17 % | 11 % | -8 % | 9 % | 9 % | -49 % |

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

| Tuloslaskelma | 2023 | Q1'24 | Q2'24 | Q3'24 | Q4'24 | 2024 | Q1'25e | Q2'25e | Q3'25e | Q4'25e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Liikevaihto | 49,3 | 15,6 | 15,4 | 12,8 | 13,8 | 57,6 | 15,7 | 15,8 | 16,8 | 18,4 | 66,6 | 74,4 | 77,7 | 83,4 |
| Hallinnointiliiketoiminta | 48,8 | 15,4 | 15,3 | 12,4 | 13,7 | 56,8 | 15,5 | 15,5 | 16,6 | 18,2 | 65,7 | 73,7 | 77,1 | 82,8 |
| Palveluliiketoiminta | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,2 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,4 | 0,2 | 0,1 | 0,1 |
| Sijoitustoiminta | 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 |
| Muut | 0,5 | 0,2 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,6 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Käyttökate | 0,2 | 6,1 | 4,5 | 2,3 | 6,2 | 19,1 | 7,4 | 7,4 | 10,7 | 10,0 | 35,5 | 42,1 | 43,7 | 47,7 |
| Poistot ja arvonalennukset | -1,5 | -0,5 | -0,7 | -0,6 | -0,6 | -2,4 | -0,7 | -0,7 | -0,7 | -0,7 | -2,6 | -3,0 | -3,1 | -3,0 |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 0,8 | 6,8 | 2,6 | 1,7 | 5,9 | 17,0 | 7,1 | 7,1 | 10,4 | 9,7 | 34,3 | 40,5 | 42,0 | 46,1 |
| Liikevoitto | -1,3 | 5,6 | 3,8 | 1,7 | 5,6 | 16,7 | 6,7 | 6,7 | 10,1 | 9,4 | 32,9 | 39,2 | 40,7 | 44,7 |
| Hallinnointiliiketoiminta | 12,3 | 6,3 | 4,3 | 3,9 | 2,7 | 17,2 | 5,3 | 4,4 | 7,7 | 7,1 | 24,4 | 30,3 | 31,7 | 36,3 |
| Palveluliiketoiminta | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,2 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,4 | 0,2 | 0,1 | 0,1 |
| Sijoitustoiminta | -6,6 | 2,1 | 1,0 | -0,9 | 4,7 | 6,9 | 4,0 | 3,9 | 3,9 | 3,9 | 15,7 | 17,3 | 17,8 | 18,3 |
| Muut | -6,9 | -2,8 | -1,5 | -1,5 | -1,9 | -7,7 | -2,6 | -1,7 | -1,6 | -1,7 | -7,7 | -8,6 | -8,9 | -10,0 |
| Nettorahoituskulut | -0,7 | -0,9 | -1,1 | -1,3 | -1,1 | -4,3 | -1,0 | -1,0 | -1,0 | -1,0 | -4,0 | -4,0 | -4,0 | -4,0 |
| Tulos ennen veroja | 2,7 | 6,0 | 4,0 | 1,2 | 65,2 | 76,4 | 5,7 | 5,7 | 9,1 | 8,4 | 28,9 | 35,2 | 36,7 | 40,7 |
| Verot | 0,6 | -1,5 | -0,4 | -0,1 | -0,9 | -3,0 | -0,7 | -0,7 | -1,1 | -1,0 | -3,4 | -7,0 | -7,3 | -8,1 |
| Vähemmistöosuudet | -2,0 | -2,4 | -1,3 | -0,8 | -0,4 | -4,9 | -0,5 | -0,6 | -0,5 | -0,6 | -2,2 | -2,4 | -2,6 | -2,8 |
| Nettotulos | 1,3 | 2,1 | 2,3 | 0,3 | 63,9 | 68,6 | 4,5 | 4,5 | 7,5 | 6,8 | 23,3 | 25,8 | 26,7 | 29,8 |
| EPS (oikaistu) | 0,02 | 0,01 | 0,00 | 0,00 | 0,02 | 0,03 | 0,03 | 0,03 | 0,04 | 0,04 | 0,14 | 0,15 | 0,16 | 0,17 |
| EPS (raportoitu) | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,00 | 0,36 | 0,39 | 0,03 | 0,03 | 0,04 | 0,04 | 0,13 | 0,14 | 0,15 | 0,17 |

| Tunnusluvut | 2023 | Q1'24 | Q2'24 | Q3'24 | Q4'24 | 2024 | Q1'25e | Q2'25e | Q3'25e | Q4'25e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e |
|--------------------------------------|---------|----------|--------|---------|----------|----------|--------|---------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|
| Liikevaihdon kasvu-% | -27,0 % | 22,8 % | 10,5 % | 14,0 % | 20,6 % | 16,8 % | 0,5 % | 2,3 % | 31,2 % | 32,9 % | 15,6 % | 11,7 % | 4,4 % | 7,4 % |
| Oikaistun liikevoiton kasvu-% | -98,5 % | -776,7 % | -2,0 % | -49,6 % | -237,8 % | 2079,6 % | 4,5 % | 169,1 % | 512,5 % | 64,8 % | 101,7 % | 18,2 % | 3,7 % | 9,7 % |
| Käyttökate-% | 0,5 % | 38,9 % | 29,1 % | 18,3 % | 44,7 % | 33,1 % | 47,1 % | 47,0 % | 63,9 % | 54,6 % | 53,3 % | 56,6 % | 56,3 % | 57,2 % |
| Oikaistu liikevoitto-% | 1,6 % | 43,4 % | 17,1 % | 13,3 % | 42,7 % | 29,5 % | 45,1 % | 45,0 % | 62,1 % | 52,9 % | 51,5 % | 54,5 % | 54,1 % | 55,3 % |
| Nettotulos-% | 2,6 % | 13,4 % | 14,8 % | 2,3 % | 462,0 % | 119,0 % | 29,0 % | 28,3 % | 44,7 % | 36,9 % | 35,0 % | 34,7 % | 34,4 % | 35,7 % |

Lähde: Inderes

Tase

| Vastaavaa | 2023 | 2024 | 2025e | 2026e | 2027e |
|--------------------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| Pysyvät vastaavat | 173 | 215 | 211 | 215 | 219 |
| Liikearvo | 7,9 | 30,1 | 30,1 | 30,1 | 30,1 |
| Aineettomat hyödykkeet | 0,0 | 12,4 | 11,2 | 9,8 | 8,5 |
| Käyttöomaisuus | 4,1 | 2,9 | 3,2 | 3,4 | 3,6 |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muut sijoitukset | 159 | 168 | 165 | 170 | 175 |
| Muut pitkäaikaiset varat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Laskennalliset verosaamiset | 1,9 | 1,7 | 1,7 | 1,7 | 1,7 |
| Vaihtuvat vastaavat | 68,0 | 128 | 117 | 115 | 116 |
| Vaihto-omaisuus | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muut lyhytaikaiset varat | 6,5 | 7,1 | 7,1 | 7,1 | 7,1 |
| Myyntisaamiset | 20,5 | 27,4 | 26,6 | 29,8 | 31,1 |
| Likvidit varat | 41,0 | 93,9 | 83,4 | 78,3 | 77,7 |
| Taseen loppusumma | 241 | 343 | 328 | 330 | 335 |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa | 2023 | 2024 | 2025e | 2026e | 2027e |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Oma pääoma | 115 | 203 | 201 | 200 | 199 |
| Osakepääoma | 0,8 | 35,2 | 35,2 | 35,2 | 35,2 |
| Kertyneet voittovarot | 52,9 | 104 | 103 | 102 | 100 |
| Oman pääoman ehtoiset lainat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Uudelleenarvostusrahasto | 38,4 | 38,4 | 38,4 | 38,4 | 38,4 |
| Muu oma pääoma | 21,1 | 21,1 | 21,1 | 21,1 | 21,1 |
| Vähemmistöosuus | 1,9 | 3,8 | 3,8 | 3,8 | 3,8 |
| Pitkäaikaiset velat | 98,9 | 110 | 94,1 | 94,1 | 99,2 |
| Laskennalliset verovelat | 6,0 | 8,5 | 8,5 | 8,5 | 8,5 |
| Varaukset | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Korolliset velat | 92,5 | 101 | 85,0 | 85,0 | 90,1 |
| Vaihtovelkakirjalainat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Muut pitkäaikaiset velat | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Lyhytaikaiset velat | 27,5 | 30,4 | 33,1 | 35,8 | 36,9 |
| Korolliset velat | 1,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 24,2 | 20,6 | 23,3 | 26,0 | 27,2 |
| Muut lyhytaikaiset velat | 1,9 | 9,8 | 9,8 | 9,8 | 9,8 |
| Taseen loppusumma | 242 | 343 | 328 | 330 | 335 |

DCF-laskelma

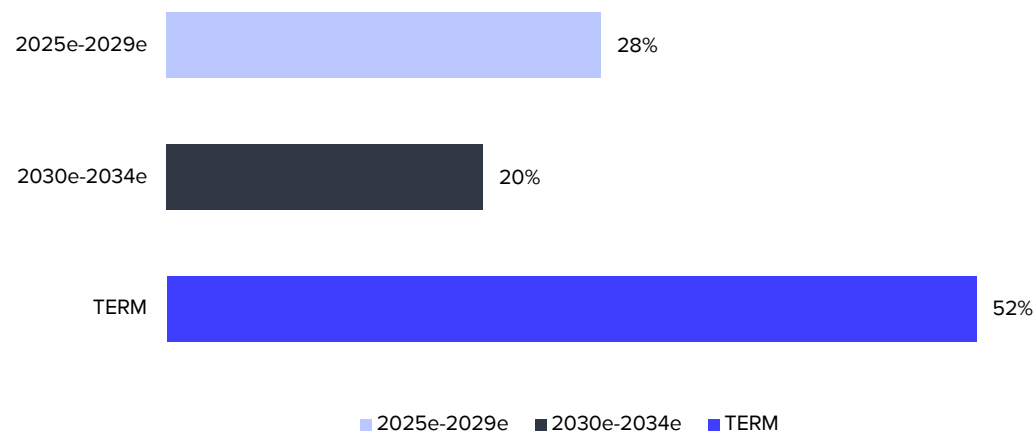
| DCF-laskelma | 2024 | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e | 2031e | 2032e | 2033e | 2034e | TERM |
|---|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| Liikevaihdon kasvu-% | 16,8 % | 15,6 % | 11,7 % | 4,4 % | 7,4 % | 5,0 % | 5,0 % | 5,0 % | 3,0 % | 3,0 % | 2,5 % | 2,5 % |
| Liikevoitto-% | 28,9 % | 49,4 % | 52,7 % | 52,4 % | 53,6 % | 49,0 % | 48,0 % | 47,0 % | 45,0 % | 45,0 % | 45,0 % | 45,0 % |
| Liikevoitto | 16,7 | 32,9 | 39,2 | 40,7 | 44,7 | 42,9 | 44,1 | 45,4 | 44,7 | 46,1 | 47,2 | |
| + Kokonaispoistot | 2,4 | 2,6 | 3,0 | 3,1 | 3,0 | 2,9 | 2,9 | 2,8 | 2,8 | 2,9 | 2,9 | |
| - Maksetut verot | -0,2 | -3,4 | -7,0 | -7,3 | -8,1 | -8,0 | -8,2 | -8,5 | -8,4 | -8,7 | -9,0 | |
| - verot rahoituskuluista | -1,0 | -0,5 | -0,8 | -0,8 | -0,8 | -0,6 | -0,6 | -0,6 | -0,5 | -0,5 | -0,5 | |
| + 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 | -3,1 | 3,4 | -0,4 | -0,2 | -0,3 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | |
| Operatiivinen kassavirta | 14,7 | 35,0 | 33,9 | 35,4 | 38,5 | 37,0 | 37,9 | 38,9 | 38,5 | 39,6 | 40,5 | |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis. | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| - Bruttoinvestoinnit | -44,2 | 1,1 | -6,8 | -6,9 | -2,0 | -2,1 | -2,2 | -2,3 | -2,4 | -2,5 | -4,0 | |
| Vapaa operatiivinen kassavirta | -29,4 | 36,1 | 27,1 | 28,5 | 36,5 | 34,9 | 35,7 | 36,6 | 36,1 | 37,1 | 36,5 | |
| +/- Muut | 83,0 | 3,0 | -3,0 | -2,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Vapaa kassavirta | 53,6 | 39,1 | 24,1 | 26,5 | 36,5 | 34,9 | 35,7 | 36,6 | 36,1 | 37,1 | 36,5 | 559 |
| Diskontattu vapaa kassavirta | | 36,2 | 20,4 | 20,6 | 25,9 | 22,7 | 21,3 | 20,0 | 18,1 | 17,0 | 15,3 | 235 |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta | | 452 | 416 | 396 | 375 | 349 | 326 | 305 | 285 | 267 | 250 | 235 |
| Velaton arvo DCF | | 452 | | | | | | | | | | |
| - Korolliset velat | | -101,3 | | | | | | | | | | |
| + Rahavarat | | 93,9 | | | | | | | | | | |
| -Vähemmistöosuus | | -31,5 | | | | | | | | | | |
| -Osinko/pääomapalautus | | 0,0 | | | | | | | | | | |
| Oman pääoman arvo DCF | | 478 | | | | | | | | | | |
| Oman pääoman arvo DCF per osake | | 2,7 | | | | | | | | | | |

Pääoman kustannus (WACC)

| | |
|---|---------------|
| Vero-% (WACC) | 20,0 % |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E) | 20,0 % |
| Vieraan pääoman kustannus | 5,5 % |
| Yrityksen Beta | 1,45 |
| Markkinoiden riski-preemio | 4,75 % |
| Likviditeettipreemio | 1,00 % |
| Riskitön korko | 2,5 % |
| Oman pääoman kustannus | 10,4 % |
| Pääoman keskim. kustannus (WACC) | 9,2 % |

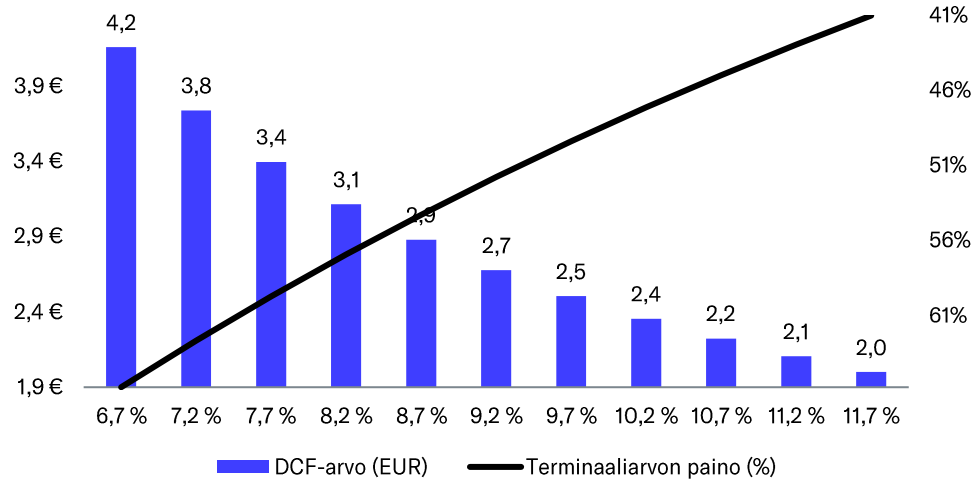
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

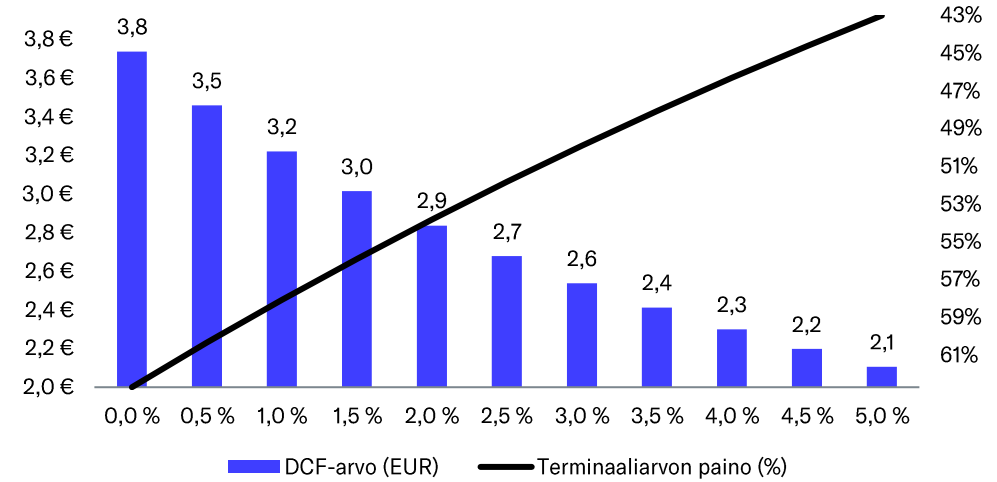


DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

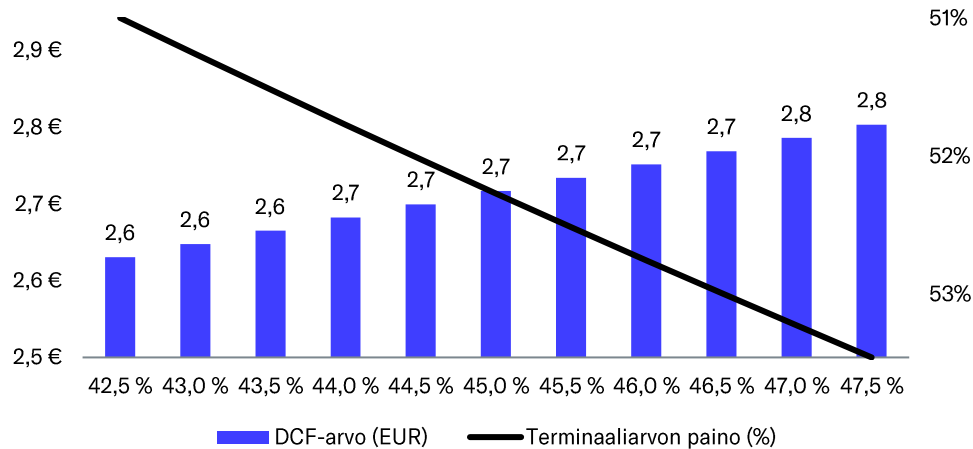
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



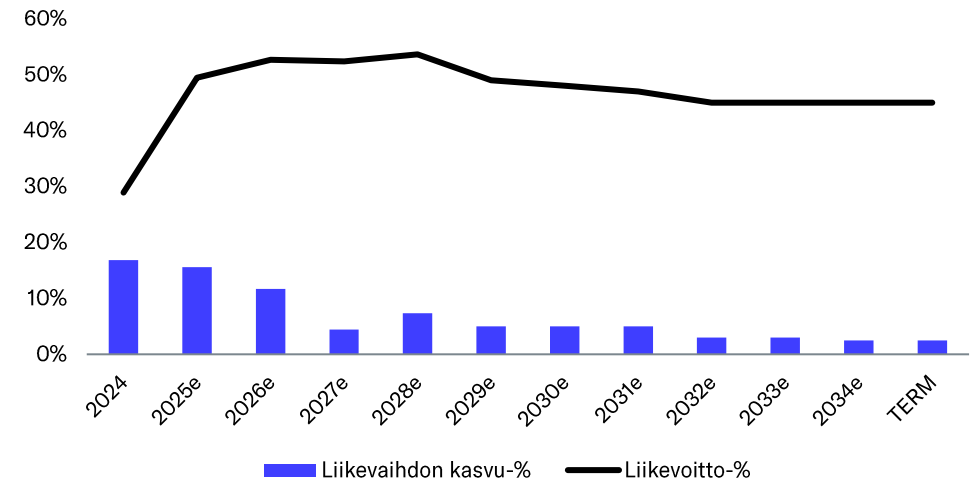
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

| Tuloslaskelma | 2022 | 2023 | 2024 | 2025e | 2026e |
|-----------------------------|------|------|------|-------------|-------------|
| Liikevaihto | 67,5 | 49,3 | 57,6 | 66,6 | 74,4 |
| Käyttökate | 57,3 | 0,2 | 19,1 | 35,5 | 42,1 |
| Liikevoitto | 53,1 | -1,3 | 16,7 | 32,9 | 39,2 |
| Voitto ennen veroja | 47,6 | 2,7 | 76,4 | 28,9 | 35,2 |
| Nettovoitto | 39,6 | 1,3 | 68,6 | 23,3 | 25,8 |
| Kertaluontoiset erät | 0,0 | -2,0 | -0,3 | -1,4 | -1,4 |

| Tase | 2022 | 2023 | 2024 | 2025e | 2026e |
|--------------------------|-------|-------|-------|--------------|--------------|
| Taseen loppusumma | 270,5 | 241,4 | 343,3 | 328,3 | 330,2 |
| Oma pääoma | 142,1 | 115,1 | 202,7 | 201,2 | 200,4 |
| Liikearvo | 7,9 | 7,9 | 30,1 | 30,1 | 30,1 |
| Nettovelat | 37,4 | 52,8 | 7,3 | 1,6 | 6,7 |

| Kassavirta | 2022 | 2023 | 2024 | 2025e | 2026e |
|----------------------------------|-------|------|-------|-------------|-------------|
| Käyttökate | 57,3 | 0,2 | 19,1 | 35,5 | 42,1 |
| Nettokäyttöpääoman muutos | -1,9 | 11,5 | -3,1 | 3,4 | -0,4 |
| Operatiivinen kassavirta | 49,1 | 9,6 | 14,7 | 35,0 | 33,9 |
| Investoinnit | -37,3 | 8,1 | -44,2 | 1,1 | -6,8 |
| Vapaa kassavirta | 11,5 | 10,9 | 53,6 | 39,1 | 24,1 |

| Arvostuskertoimet | 2022 | 2023 | 2024 | 2025e | 2026e |
|-----------------------|-------|-------|-------|--------------|--------------|
| EV/Liikevaihto | 7,5 | 8,6 | 5,0 | 4,5 | 4,1 |
| EV/EBITDA | 8,8 | >100 | 15,1 | 8,5 | 7,3 |
| EV/EBIT (oik.) | 9,5 | >100 | 16,9 | 8,8 | 7,5 |
| P/E (oik.) | 11,6 | >100 | 56,8 | 13,5 | 12,3 |
| P/B | 3,3 | 3,2 | 1,6 | 1,7 | 1,7 |
| Osinkotuotto-% | 5,9 % | 4,4 % | 7,9 % | 8,0 % | 8,6 % |

Lähde: Inderes

| Osakekohtaiset luvut | 2022 | 2023 | 2024 | 2025e | 2026e |
|-----------------------------------|------|------|------|-------------|-------------|
| EPS (raportoitu) | 0,25 | 0,01 | 0,39 | 0,13 | 0,14 |
| EPS (oikaistu) | 0,25 | 0,02 | 0,03 | 0,14 | 0,15 |
| Operat. kassavirta / osake | 0,31 | 0,06 | 0,08 | 0,20 | 0,19 |
| Vapaa kassavirta / osake | 0,07 | 0,07 | 0,30 | 0,22 | 0,14 |
| Omapääoma / osake | 0,89 | 0,71 | 1,12 | 1,11 | 1,11 |
| Osinko / osake | 0,17 | 0,10 | 0,14 | 0,15 | 0,16 |

| Kasvu ja kannattavuus | 2022 | 2023 | 2024 | 2025e | 2026e |
|---------------------------------|--------|--------|--------|---------------|---------------|
| Liikevaihdon kasvu-% | 28 % | -27 % | 17 % | 16 % | 12 % |
| Käyttökateen kasvu-% | 24 % | -100 % | 7943 % | 86 % | 19 % |
| Liikevoiton oik. kasvu-% | 19 % | -99 % | 2080 % | 102 % | 18 % |
| EPS oik. kasvu-% | 14 % | -92 % | 48 % | 346 % | 10 % |
| Käyttökate-% | 84,9 % | 0,5 % | 33,1 % | 53,3 % | 56,6 % |
| Oik. Liikevoitto-% | 78,6 % | 1,6 % | 29,5 % | 51,5 % | 54,5 % |
| Liikevoitto-% | 78,6 % | -2,6 % | 28,9 % | 49,4 % | 52,7 % |
| ROE-% | 29,8 % | 1,0 % | 43,9 % | 11,8 % | 13,1 % |
| ROI-% | 23,8 % | 1,5 % | 31,5 % | 11,2 % | 13,7 % |
| Omavaraisuusaste | 52,6 % | 47,7 % | 59,0 % | 61,3 % | 60,7 % |
| Nettovelkaantumisaste | 26,3 % | 45,9 % | 3,6 % | 0,8 % | 3,3 % |

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, arviot 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 arvonmäärittämissuunnitelmia: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämissuunnitelmat 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 laatinen analyytikon palkkimista 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.

| Pvm | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 09/08/2019 | Osta | 2,00 € | 1,75 € |
| 26/09/2019 | Lisää | 2,00 € | 1,87 € |
| 01/11/2019 | Vähennä | 2,10 € | 2,06 € |
| 31/01/2020 | Osta | 2,75 € | 2,48 € |
| 20/03/2020 | Osta | 2,00 € | 1,52 € |
| 07/04/2020 | Lisää | 1,90 € | 1,70 € |
| 24/04/2020 | Lisää | 1,90 € | 1,76 € |
| 07/08/2020 | Lisää | 2,10 € | 1,96 € |
| 30/10/2020 | Lisää | 2,10 € | 1,93 € |
| 05/02/2021 | Lisää | 2,80 € | 2,63 € |
| 22/02/2021 | Lisää | 2,80 € | 2,68 € |
| 30/04/2021 | Lisää | 3,00 € | 2,78 € |
| 06/08/2021 | Lisää | 3,30 € | 3,04 € |
| 28/10/2021 | Lisää | 3,30 € | 2,98 € |
| 05/01/2022 | Lisää | 3,30 € | 3,10 € |
| 04/02/2022 | Lisää | 3,30 € | 3,00 € |
| 21/03/2022 | Lisää | 3,10 € | 2,81 € |
| 29/04/2022 | Osta | 3,10 € | 2,62 € |
| 05/08/2022 | Lisää | 3,30 € | 3,09 € |
| 28/10/2022 | Lisää | 3,00 € | 2,60 € |
| 14/11/2022 | Lisää | 3,00 € | 2,58 € |
| 03/02/2022 | Lisää | 3,10 € | 2,89 € |
| 02/05/2023 | Lisää | 2,90 € | 2,59 € |
| 04/08/2023 | Lisää | 2,70 € | 2,57 € |
| 27/10/2023 | Lisää | 2,40 € | 2,06 € |
| 08/02/2024 | Lisää | 2,20 € | 1,96 € |
| 06/03/2024 | Lisää | 2,20 € | 1,94 € |
| 06/05/2024 | Vähennä | 2,20 € | 2,10 € |
| 03/06/2024 | Lisää | 2,20 € | 1,91 € |
| 08/08/2024 | Lisää | 2,10 € | 1,78 € |
| 07/10/2024 | Lisää | 2,10 € | 1,92 € |
| 14/10/2024 | Lisää | 2,10 € | 1,89 € |
| 08/11/2024 | Lisää | 2,10 € | 1,77 € |
| 14/02/2025 | Lisää | 2,10 € | 1,87 € |



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)

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

**inde
res.**