

# Netum

## Yhtiöraportti

21.08.2024 8.15 EEST



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Loppuvuodelta odotetaan hyvän suorittamisen jatkumista

Toistamme Netumin 3,2 euron tavoitehinnan ja laskemme kurssinousun myötä osakkeen suosituksen vähennätasolle (aik. lisää). Kokonaisuutena Q2:ta voidaan pitää tyydyttävänä Netumin totuttuun tasoon nähden, vaikka se oli sektoria parempi suoritus. Yhtiön uusasiakashankinta toimi, mutta markkinatilanne luo edelleen epävarmuutta loppuvuoteen. Ennustamme maltillista ja sektoria parempaa kasvua sekä selvää kannattavuusparannusta vuonna 2024. Kuluvaan vuoden kunniahimoiseen liikevaihto-ohjeistukseen liittyy kuitenkin jälleen riski. Kurssinousun ajamana osakkeen arvostuskuva (2024 EV/EBIT 10x ja P/E 15x) on muuttunut neutraaliksi.

## Hyvä suoritus vaikeassa markkinatilanteessa Q2:lla

Liikevaihto kasvoi 31 % 11,3 MEUR:oon Q2:lla Buutti-yritysosaston ajamana ja oli linjassa ennusteisiimme. Orgaaninen kasvu oli 5 %, mikä on hyvä suoritus nykyisessä haastavassa markkinatilanteessa (sektori Q1'24: -2 %). Orgaanista kasvua ajoi laskutusasteiden nousu. EBITA oli 0,9 MEUR tai 8 % liikevaihdosta, mikä on sektorin keskimääräistä parempi suoritus ja vertailukautta selvästi parempi (sektori 7 %, vertailukausi 2 %). Kannattavuus jäi kuitenkin hieman ennusteestamme (10 %). Kannattavuutta tuki orgaaninen kasvu ja sitä kautta laskutusasteiden nousu sekä useat tehokkuustoimenpiteet. Muilla tulosriveillä ei ollut yllätyksiä. Liiketoiminnan muut kulut ovat erityisesti tehostuneet.

## Uusmyynti toimii, mutta markkinatilanne luo edelleen epävarmuutta loppuvuoteen

Yhtiö kommentoi julkisen sektorin markkinan olevan kaksijakoinen: kysyntää on, mutta säästötoimet hidastavat päätöksentekoa ja luovat epävarmuutta, mikä on linjassa muulta kuulemiemme kommenttien kanssa. Yksityisen sektorin kysynnässä yhtiö näkee lievää piristymistä. Yhtiö sai 40 uutta asiakasta H1:n aikana, joissa keskimääräinen hieman ja suurempia hankkeita oli yksi. Yhtiön on tärkeää saada uusia suurempia sopimuksia tai useita pienempiä paikkaamaan tulevana vuosina vähenevää työmäärää kahdessa suuremmassa asiakkuudessa. Lisäksi yhtiö kertoi asiakastytyväisyyden olleen 68 kesäkuun lopussa, mikä on todella vahva taso ja tulisi tukea myyntiä. Näin markkinatilanne on näkemyksemme mukaan edelleen haasteellinen ja käänteen ajoitukseen sekä sen jyrkkyyteen liittyy edelleen epävarmuutta.

## Odotamme sektoria parempaa tekemistä vuonna 2024, mutta lähivuosien tavoitteet vaativat tukea markkinalta

Netum toisti odotetusti ohjeistuksensa ja odottaa liikevaihdon olevan 45–49 MEUR ja vertailukelpoisen EBITAn 8–11 % liikevaihdosta. Laskimme hieman tulosennusteita lähivuosille haastavana jatkuneen hinnoitteluympäristön ajamana. Ennustamme liikevaihdon kasvavan 22 % ja orgaanisesti 5 % 45 MEUR:oon sekä EBITA-%:n nousevan 9,3 %:iin. Tasot ovat sektoria paremmat (2024e kasvu 1 % ja EBITA-% 7 %). Netum antoi toukokuussa uudet taloudelliset tavoitteet vuosille 2025–27, josta kommentimme luettavissa [tästä](#). Keskeisimmät tavoitteet ovat vajaa 10 %:n orgaaninen kasvu ja vähintään 12 % EBITA-% vuosittain. Näkemyksemme mukaan tavoitteet ovat nykymarkkinaan kunnianhimoiset, mutta normaaliin markkinaan realistiset.

## Arvostuskuva on kurssinousun myötä muuttunut neutraaliksi

Sijoitusprofiilliltaan Netum on käännetyhtiö, vaikka suorittaminen ei sektorin kontekstissa ole lainkaan huonoa, mutta se on alle yhtiön omien tavoitteiden ja historiallisen tekemisen. Yhtiön viime vuosina toistuneet tulosvaroitukset nakertavat luottamusta yhtiön näkymiin ja riski on taas selkeä. Yhtiön on erityisen tärkeää jatkaa H1:n hyvää suorittamista sekä päästä ohjeistukseen kuluvaan vuonna. Ennusteillamme osakkeen arvostus on vuoden 2024e oikaistuilla EV/EBIT ja P/E-kertoimilla 10x ja 15x tai hienoisesti alle suomalaisten verrokkien, mikä on absoluuttisesti neutraali ja suhteellisesti kireähkö taso, kun huomioidaan tuloskäänteen ja tulosvaroituksen riskit.

## Suositus

### Vähennä

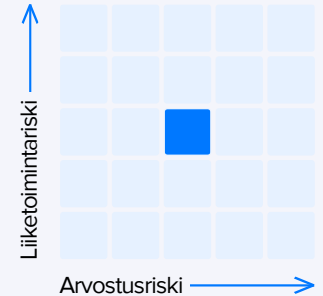
(aik. Lisää)

**3,20 EUR**

(aik. 3,20 EUR)

### Osakekurssi:

3,06



## Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	37,1	45,5	46,5	48,0
<b>kasvu-%</b>	27 %	23 %	2 %	3 %
<b>EBIT oik.</b>	2,8	4,3	4,5	4,7
<b>EBIT-% oik.</b>	7,4 %	9,5 %	9,7 %	9,9 %
<b>Nettotulos</b>	-1,1	-0,6	0,0	0,3
<b>EPS (oik.)</b>	0,16	0,21	0,26	0,28

<b>P/E (oik.)</b>	16,7	14,6	11,6	10,8
<b>P/B</b>	2,6	3,2	3,7	4,4
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	4,6 %	5,2 %	5,9 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	15,3	10,2	9,6	8,8
<b>EV/EBITDA</b>	16,1	9,8	9,2	8,4
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,1	1,0	0,9	0,9

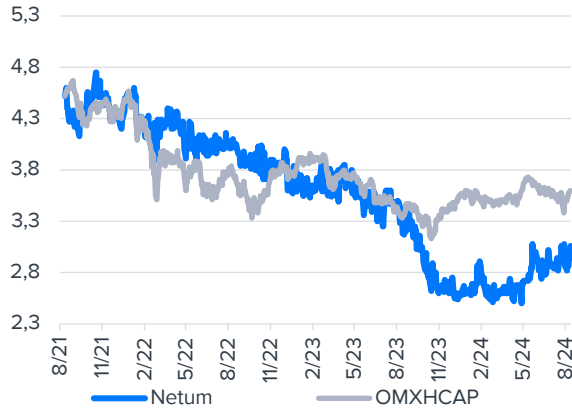
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

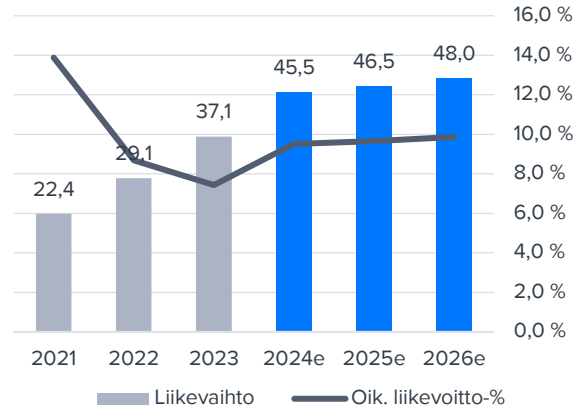
Netum arvioi tilikauden 2024 liikevaihdon olevan 45–49 MEUR ja vertailukelpoisen EBITAn olevan noin 8–11 % liikevaihdosta.

## Osakekurssi



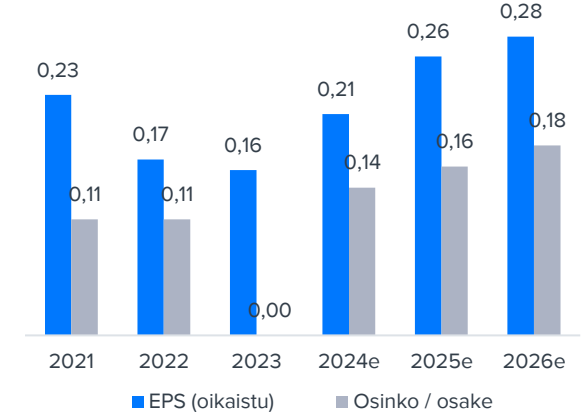
Lähde: Millstream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Toimialan kysyntäajurit ovat vahvoja ja pidemmän aikavälin kasvunäkymä on hyvä, vaikka lyhyellä aikavälillä haastava markkina hidastaa kehitystä
- Palveluliiketoiminnan kannattavuusparannus
- Toimintamalli on kustannustehokas
- Omia kyvykkyyksiä vahvistavat yritysjärjestelyt
- Tuoteliiketoimintojen pidemmän aikavälin potentiaali



### Riskitekijät

- Uusmyynnissä onnistuminen, kun suuria sopimuksia asteittain loppumassa
- Kasvun hallitseminen ja osajakilpailussa pärjääminen
- Isojen projektien toimituksen hallinta
- Riippuvuus suurista asiakkaista ja julkisesta sektorista
- Kustannustehokkaan toimintamallin heikkeneminen
- Tuotestrategian epäonnistuminen
- Yritysjärjestelyjen epäonnistuminen
- Kansainvälistymisen haasteet

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	3,06	3,06	3,06
Osakemäärä, milj. kpl	12,6	12,6	12,6
Markkina-arvo	39	39	39
Yritysarvo (EV)	44	43	42
P/E (oik.)	14,6	11,6	10,8
P/E	neg.	>100	>100
P/Kassavirta	9,6	11,7	11,0
P/B	3,2	3,7	4,4
P/S	0,8	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	9,8	9,2	8,4
EV/EBIT (oik.)	10,2	9,6	8,8
Osinko/EBITA (%)	40,9 %	45 %	48 %
Osinkotuotto-%	4,6 %	5,2 %	5,9 %

Lähde: Inderes

# Hyvä suoritus vaikeassa markkinatilanteessa Q2:lla

## Liikevaihto kasvoi hyvin organisesti Q2:lla ja yritysoston tukemana hyvin vahvasti

Liikevaihto kasvoi 31 % 11,3 MEUR:oon Q2:lla Buutti-yritysoston ajamana ja oli linjassa ennusteisimme. Orgaaninen kasvu oli 5 %, mikä on hyvä suoritus nykyisessä haastavassa markkinatilanteessa (sektori Q1'24: -2 %). Neljänneksellä oli yksi työpäivä enemmän, jonka positiivinen vaikutus on vajaa 2 %. Henkilöstömäärä kauden lopussa oli 407, mikä on noin 15 Q1'24:ää enemmän. Näin liikevaihdon orgaanista kasvua ajoi laskutusasteiden nousu. Yhtiö keskittyi vuoden alussa erityisesti myynnin kehittämiseen, uusasiakashankintaan sekä strategia- ja vastuullisuustyöhön. Yhtiö kertoi saaneensa 40 uutta asiakasta H1:n aikana, mikä on luonnollisesti positiivista. Uusasiakashankinnassa volyymi on ymmärtyksemme mukaan hieman noussut ja yksityisen sektorin osuus kasvanut historiasta. Yhtiön

on kriittistä saada myös uusia suuria sopimuksia paikkaamaan tulevina vuosina vähenevää työmäärää kahdessa suuressa asiakkuudessa. Yhtiö kertoi asiakastyytyväisyyden olleen 68 kesäkuun lopussa, mikä on todella vahva taso ja tulisi tukea myyntiä.

## Kannattavuus parani selvästi ja oli tyydyttävä, vaikka alle ennusteemme

EBITA oli 0,9 MEUR tai 8 % liikevaihdosta, mikä on sektorin keskimääräistä parempi suoritus ja vertailukautta selvästi parempi (sektori 7 %, vertailukausi 2 %). Kannattavuus jäi kuitenkin hieman ennusteestamme (10 %). Kannattavuutta tuki orgaaninen kasvu ja sitä kautta laskutusasteiden nousu sekä useat tehokkuustoimenpiteet. Liiketoiminnan muut kulut ovat tehostuneet erityisesti. Muut tulorivit kuluihin yhtiö avaa vain puolivuosisitasolla, mutta näkemyksemme mukaan

niissä ei ollut yllätyksiä. Kokonaisuutena kannattavuustasot ovat sektorin keskimääräisellä tasolla, mutta yhtiöllä tulisi olla mahdollisuuksia parempaan jo ilman suurempaa tukea markkinalta (Q1 EBITA- % 12,5 % ja tavoitetaso vähintään 12 % vuosina 2025-27).

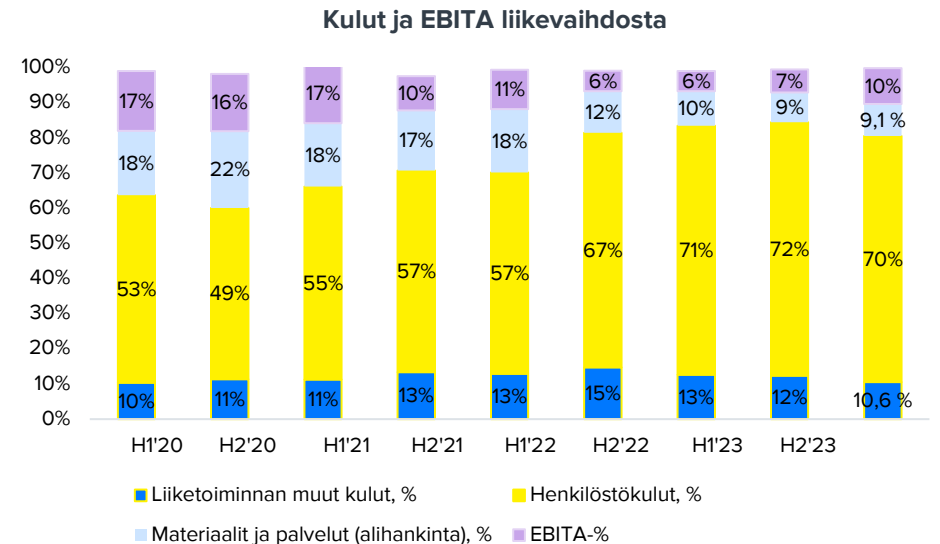
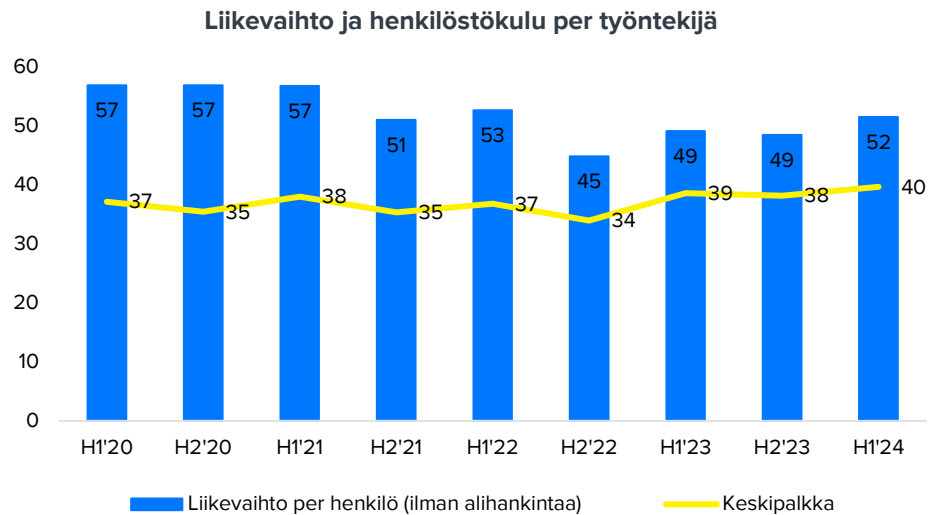
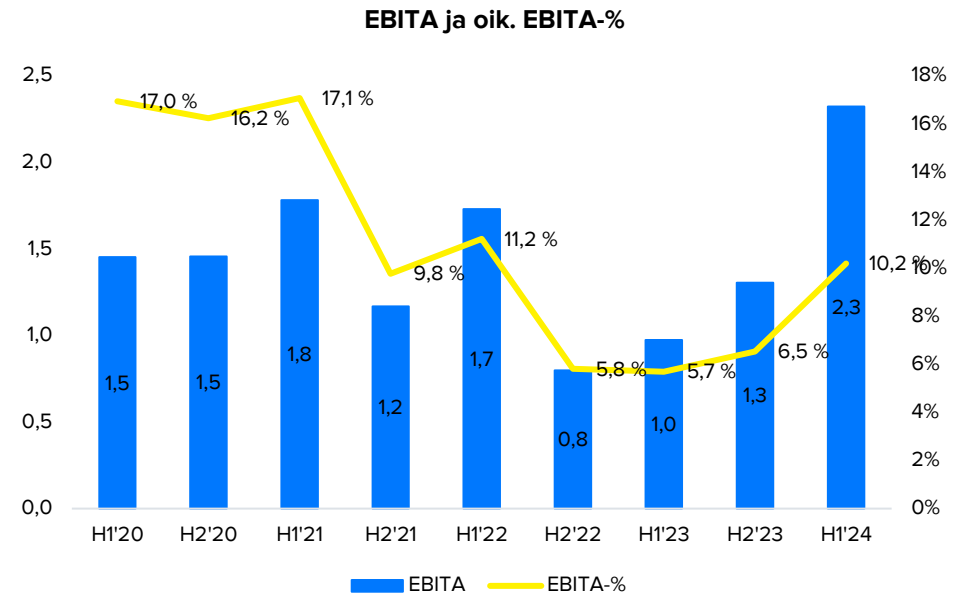
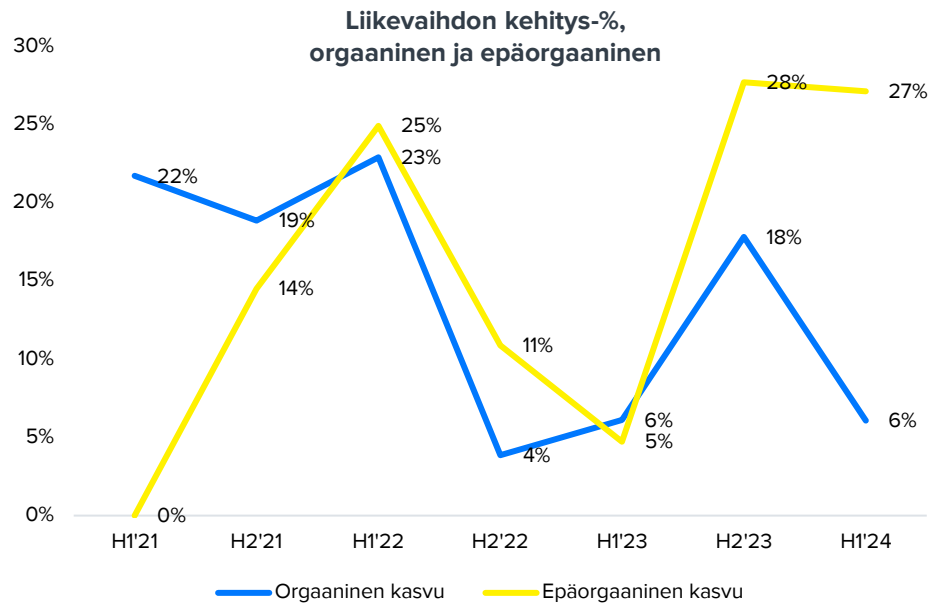
Ennustetaulukko	Q2'23	Q2'24	Q2'24e	Q2'24e	Konsensus		Erotus (%)		2024e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes	
Liikevaihto	8,7	11,3	11,4				-1%		45,6
Orgaaninen kasvu-%		4,9 %	4,6 %				+0,3 %-yksikköä		5,3 %
EBITA	0,1	0,9	1,2				-23 %		4,7
Liikevoitto	-0,4	0,1	0,4						1,5
EPS (raportoitu)	-0,04	-0,02	-0,01						-0,02
Liikevaihdon kasvu-%		30,5 %	31,2 %				-0,7 %-yks.		22,9 %
Liikevoitto-% (oik.)	1,6 %	8,0 %	10,3 %				-2,4 %-yks.		10,3 %

Lähde: Inderes

## Netum Q2'24: Sektoria parempi suoritus

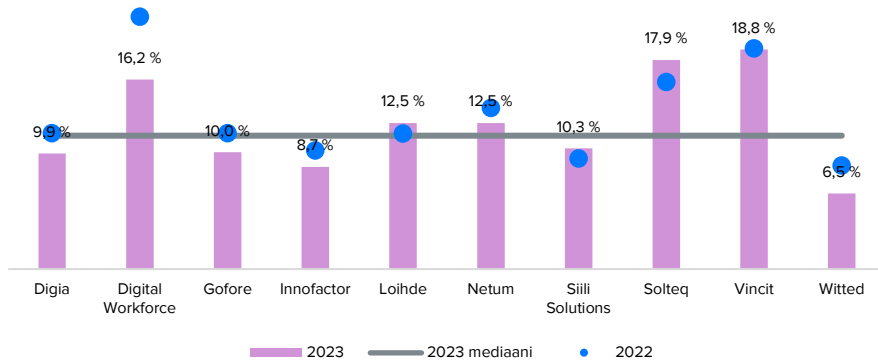


# Netumin keskeisiä tunnuslukuja

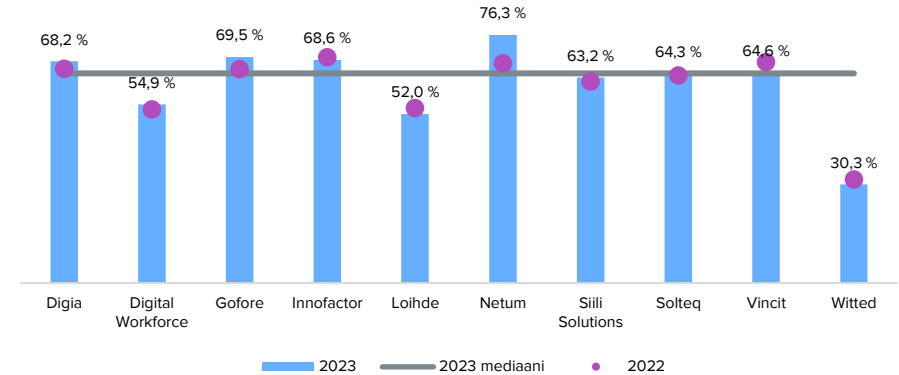


# Sektorin relevantit raportoidut mittarit 1/2

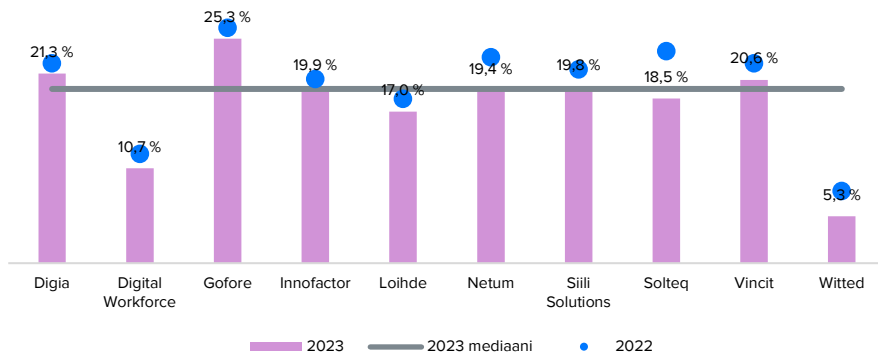
Muut kulut suhteessa liikevaihtoon (%)



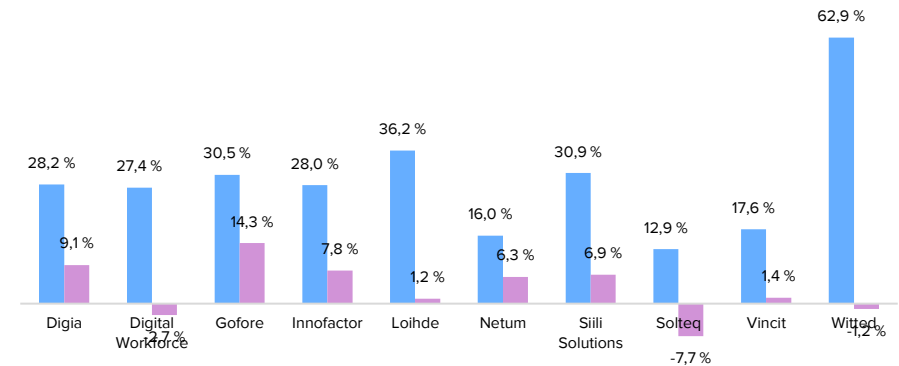
Henkilöstökulujen osuus kaikista operatiivisista kuluista (%)



Liikevaihdon kate materiaalien ja palveluiden sekä henkilöstökulujen jälkeen (%)



Kate henkilöstökulujen ja muiden kulujen jälkeen sekä EBITA-% (2023. %)

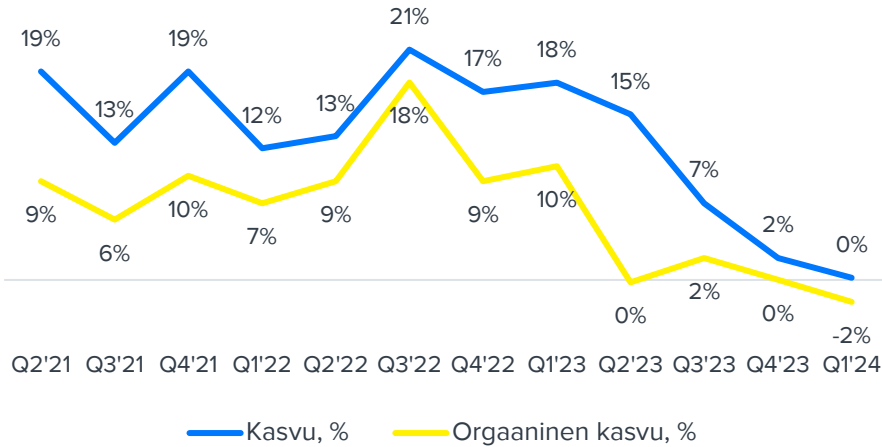


Lähde: Inderes, yhtiöt

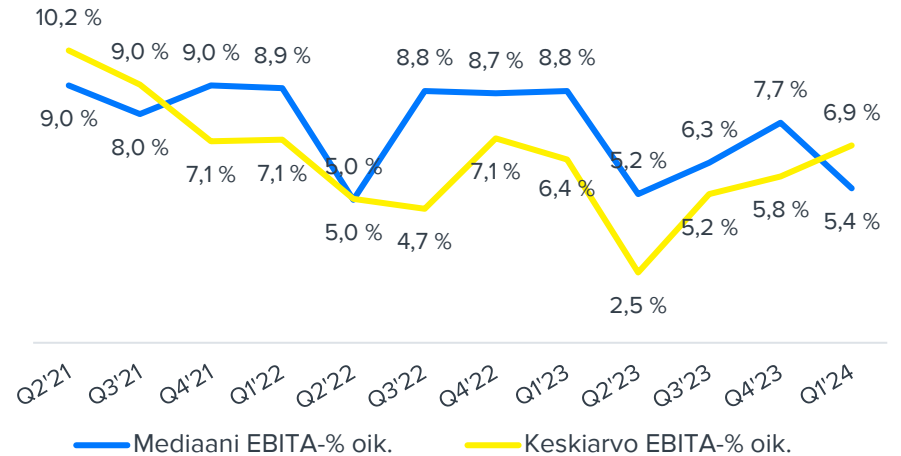
EBITA= Liikevoitto + yritysostojen aineettomat poistot/liikearvon poistot + kertaluonteiset alaskirjaukset.

# Sektorin relevantit raportoidut mittarit 2/2

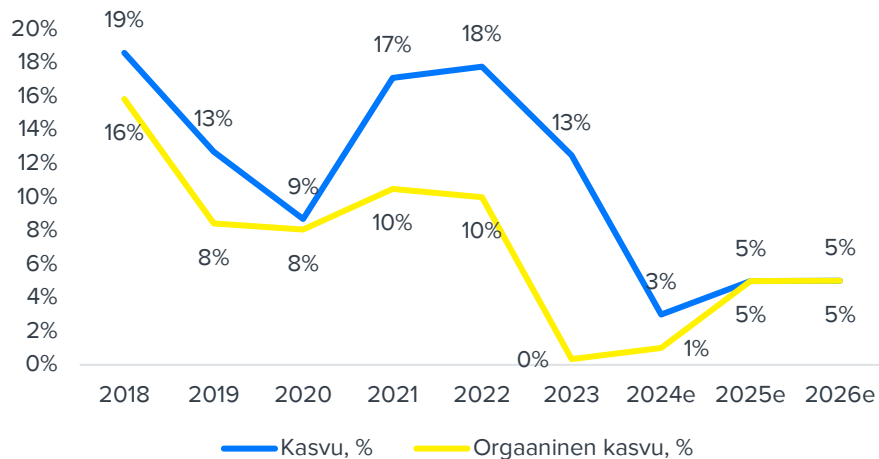
## Suomen listattu IT-palvelusektori, liikevaihto



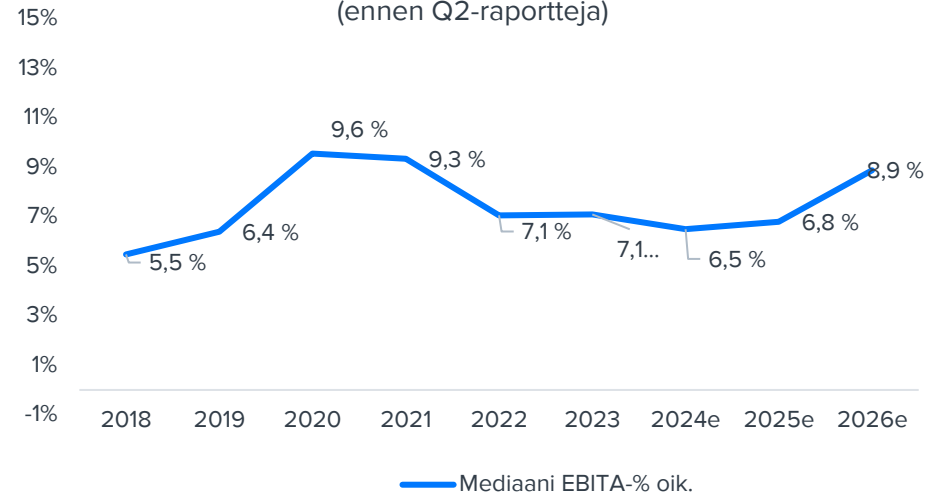
## Suomen listattu IT-palvelusektori, kannattavuus



## Suomen listattu IT-palvelusektori, liikevaihto (ennen Q2-raportteja)



## Suomen listattu IT-palvelusektori, kannattavuus (ennen Q2-raportteja)



# Laskimme hieman tulosenusteita

## Ennustemuutokset 2024e-2026e

- Vuoden 2024 ennusteet muuttuivat pääosin Q2:n tuloksen jäätyä hieman odotuksistamme
- Laskimme samalla hieman lähivuosien kannattavuusodotuksia epäsuotuisan asiakashintojen ja palkkainflaation myötä

## Ennusteet 2024-2026

- Ennustamme liikevaihdon kasvavan 22 % 45 MEUR:oon vuonna 2024, mikä on aivan ohjeistuksen alareunassa. Kasvua tukee Buutti-yritysosto (17 %). Ennustamme orgaanisen kasvun laskevan 5 %:iin vuonna 2024 vahvasta 18 %:n H2'23:sta (ja Q1-Q2'24 5-7 %). Lisäksi ennustamme EBITA-%:n nousevan kulusäästöjen ja laskutusasteiden ajamana 9,5 %:iin (2023 oik. 7,4 % ja Q1'24 12,4 %). Ennusteet ovat näin liikevaihto-ohjeistuksen (45-49 MEUR) alalaidassa ja kannattavuusohjeistuksen keskivaiheilla (8-11 %).
- Vuonna 2025 ennustamme varovaisesti orgaanisen kasvun hidastuvan hetkellisesti 2 %:n tasolle isojen projektien työmäärän asteittaisen pienenemisen myötä, vaikka taloustilanne paranee ja tukee kysyntäympäristöä. Seuraavina vuosina odotamme kasvun jälleen kiihtyvän hieman. Lisäksi ennustamme kannattavuuden pysyvän vajaan 10 %:n tasolla pääosin laskutusasteiden tukemana ja palkkainflaation sekä hinnoitteluympäristön rajoittamana. Odotamme julkisen sektorin kireän hintakilpailun takia sektorilta voitettujen uusien suurien projektien hintatason olevan päättyviä projekteja matalampi, mikä rajoittaa kannattavuutta.

## Operatiiviset tulosajurit 2024-2027e

- Orgaaninen kasvu rekrytointien ja laskutusasteiden kautta
- Suuret julkiset sopimukset tukevat vielä tämän vuoden (esim EURA), mutta alkavat asteittain laskea ensi vuodesta, jolloin paikkaavaa sopimuskantaa tarvitaan.
- Kannattavuusparannusta tukee laskutusasteiden nousu, yritysasiakaskentän osuuden kasvu (korkeammat asiakashinnat) ja tuoteliiketoiminnan osuuden kasvu (parempi kannattavuus).
- Kannattavuutta rajoittaa palkkainflaatio ja sen vaikeampi vieminen asiakashintoihin (hintapaineen takia)
- Yritysostojen mahdolliset synergiat
- Palkkainflaatio, hinnoitteluympäristö ja markkinaepävarmuus luovat vastatuulta

## Taloudelliset tavoitteet vuosille 2025-27

- Netumin tavoitteena on kasvaa orgaanisesti 30 % strategiakaudella 2025–2027, mikä tarkoittaa reilun 9 %:n vuotuista kasvua strategiakaudella. Kasvutavoite on näkemyksemme mukaan yleistä IT-palvelumarkkinaa korkeampi.
- Yhtiön tavoitteena on saavuttaa vuosittain vähintään 12 % EBITA-%. Kannattavuustavoite on realistinen, mutta vaatii tukea paremmasta markkinasta ja tarkemmin hintapaineen helpottamista, koska Netumin senioriosaajiin painottuva henkilöstö on keskimääräistä kalliimpi.
- Netum pyrkii jakamaan osinkoina, rahoitusaseman niin salliessa, noin 40 % vuosittaisesta liikevoitosta ennen liikearvon poistoa (EBITA).

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	45,2	45,5	1%	46,1	46,5	1%	47,6	48,0	1%
Käyttökate	4,9	4,5	-7%	5,0	4,7	-6%	5,2	4,9	-6%
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,7	4,3	-7%	4,8	4,5	-6%	5,0	4,7	-6%
Liikevoitto	1,4	1,1	-23%	1,5	1,2	-19%	1,7	1,4	-17%
Tulos ennen veroja	0,4	0,1	-70%	1,3	0,9	-25%	1,5	1,2	-21%
EPS (ilman kertaeriä)	0,23	0,21	-10%	0,29	0,26	-7%	0,30	0,28	-7%
Osakekohtainen osinko	0,14	0,14	0%	0,16	0,16	0%	0,18	0,18	0%



# Arvonmääritys 1/2

## Sijoitusprofiili muuttunut tavallaan käänneyhtiöksi

Sijoitusprofiililtaan Netum oli listautumishetkellä kannattava kasvaja. Viimeisen parin vuoden aikana kannattavuus on kuitenkin selvästi heikentynyt ja orgaaninen kasvu hidastunut. Näin yhtiö on muuttunut tavallaan käänneyhtiöksi, vaikka suorittaminen on edelleen sektorin keskimääräistä parempaa.

Yhtiö on kuitenkin nyt hieman paremmin tunnettu ja kokoluokka lähes tuplaantunut. Yhtiö on asemoitunut IT-palvelumarkkinassa vakaalle ja ennustettavalle julkiselle sektorille, vaikka siellä on tällä hetkellä hintapainetta ja julkisen talouden mittavat säästötarpeet luovat epävarmuutta. Lisäksi yrityssektorista on Buutti-yritysoston myötä tullut entistä vahvempi kasvujalka, joka hajauttaa liikevaihtoa. Yhtiön oma tuoteperhe on myös kasvanut kypsempään vaiheeseen ja tukee jatkuvuutta sekä kannattavuutta, vaikka on suhteellisesti vielä vain pieni osa kokonaisuutta.

Osakkeen arvonmuodostusta ajaa näkemyksemme mukaan lyhyellä aikavälillä orgaaninen kasvu ja kannattavuusparannus. Pitkällä aikavälillä arvoa ajaa vahvemmin orgaaninen kasvu.

Näkemyksemme mukaan Netumin arvostusta tukevat seuraavat tekijät:

- Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä kasvavat markkinat (yhtiö on historiassa kasvanut selvästi markkinaa paremmin)
- Vahva asema vakaalla ja ennustettavalla julkisella sektorilla sekä onnistuessaan Buutti-liiketoiminnalla yksityisen sektorin kasvu
- Kannattavuudessa selvää parannuspotentiaalia

(historialliset tasot osoituksena vahvasta kannattavuudesta)

- Yrityskaupat
- Tuoteliiketoiminnan osuuden kasvu

Vastaavasti näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta Netumiin liittyviä keskeisiä riskejä ja arvostukseen mahdollisesti negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat seuraavat:

- Orgaaniseen kasvuun liittyvät myynnin riskit ja hintapaine (keskeisin riski lyhyellä aikavälillä)
- Kannattavuuskäänteen onnistuminen ja sen mittakaava
- Yrityskauppojen integraatiot ja arvostustasot (osin realisoituneet)
- Suurten hankkeiden projektiriskit ja asiakkaiden neuvotteluvoima
- Keskittynyt asiakasportfolio (vaikka paranee jatkuvasti)
- Keskipitkällä aikavälillä IT-markkinan kroonisesti kireä osaajakilpailu jarruttaa koko sektorin tuloskasvua
- Kansainvälistymisen epäonnistuminen (Ajankohtaista aikaisintaan vuonna 2025)
- Tuotestrategian epäonnistuminen

## Verrokeista hyvä viitekehys

Pelkästään Helsingin pörssiin listattujen IT-palveluyhtiöiden lukumäärä on runsas ja Netumille voidaan kerätä hyvä vertailuryhmä arvostustason suhteellista tarkastelua varten. Näkemyksemme mukaan verrokkiryhmästä on hyvä tiedostaa se, että siinä mukana olevat yhtiöt ovat pääosin Netumia suurempia toimijoita.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	EV/EBIT		P/E	
	2024e	2025e	2024e	2025e
Digia*	8,8	7,5	10,9	9,7
Digital Workforce*	27,4	14,0	37,7	23,2
Gofore*	11,8	10,9	15,9	14,9
Loihde*	15,2	9,0	18,6	12,0
Innofactor*	12,6	11,0	16,0	13,8
Siili Solutions*	9,4	8,4	13,1	11,5
Solteq*	29,8	11,0		43,1
Tietoevry*	8,5	8,1	8,9	8,4
Vincit*	12,6	5,6	23,0	10,1
Witted Megacorp*	13,9	6,7	23,5	12,3
Bouvet	15,3	13,9	18,5	16,8
CombinedX	10,1	7,3	12,8	9,1
Avensia AB	11,7	9,0	13,3	9,8
Knowit	19,3	12,2	26,2	14,1
Netcompany Group	20,6	17,0	25,5	19,8
<b>Netum (Inderes)</b>	<b>10,2</b>	<b>9,6</b>	<b>14,6</b>	<b>11,6</b>
<b>Keskiarvo</b>	<b>14,8</b>	<b>10,0</b>	<b>18,5</b>	<b>14,9</b>
<b>Mediaani kaikki</b>	<b>12,6</b>	<b>9,0</b>	<b>16,0</b>	<b>12,1</b>
<b>Ero-% vrt. mediaani</b>	<b>-18 %</b>	<b>6 %</b>	<b>-9 %</b>	<b>-5 %</b>
<b>Mediaani suomalaiset</b>	<b>12,6</b>	<b>8,9</b>	<b>16,0</b>	<b>12,1</b>
<b>Ero-% vrt. suomalaiset</b>	<b>-18 %</b>	<b>8 %</b>	<b>-9 %</b>	<b>-5 %</b>

Lähde: Refinitiv / \*Inderesin ennusteet seuraamissa yhtiöissä ja oikaistu ennuste. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

# Arvonmääritys 2/2

Lisäksi yhtiöiden kannattavuusprofiilit, liiketoimintojen rakenteet (esim. tuoteliiketoimintojen osuudet tai strategiset asemoitumiset) ja riskitasot ovat erilaisia. Kokonaisuutena verrokkiryhmä antaa kuitenkin hyvän viitekehysten.

Verrokkiryhmässä olemme käyttäneet Inderesin ennusteita seuraamissamme yhtiöissä, mikä huomioi liikearvopoistot ja parantaa vertailukelpoisuutta suomalaisten IT-palveluyhtiöiden välillä.

Yleisesti pidämme IT-palveluyhtiöitä edelleen houkuttelevana sektorina omistaa johtuen alan vahvoista kysyntäfundamenteista erityisesti pidemmällä aikavälillä. Yhtiöiden välisten erojen hajontaa on edelleen, yhtiöiden eri strategioista ja niiden implementointien eri vaiheista johtuen.

Sektorilla suosimme yleisesti oikaistuja EV/EBIT-kertoimia hyvästä vertailukelpoisuudesta ja vahvoista taseista johtuen. Olemme oikaisseet liikevoitossa liikearvo- ja PPA-poistot. Talouden epävarmuuden ja yritysjärjestelymarkkinan kovan kilpailun myötä vahvojen taseiden saaminen tuottavaan työhön on kuitenkin haastavaa. Näin huomioimme arvostuskertoimissa vahvemmin myös P/E-kertoimen EV/EBIT-kertoimen rinnalla.

Vertailuryhmään nähden Netumin arvostus edellä mainituilla tuloskerroimilla hieman (6 %) alle suomalaisten verrokkien. Näkemyksemme mukaan suhteellinen arvostus on kireäkö (2024e), kun huomioidaan edelleen pienehkö koko, keskittynyt asiakasriippuvuus ja jo

ennustettu suhteellisen voimakas kannattavuuskäännö. Pidemmällä aikavälillä Netum voidaan näkemyksemme mukaan hinnoitella vähintään samalle viivalle verrokkien kanssa, kun kannattavuus ollaan saatu kestävästi takaisin sektorin kärkitasolle tai asiakasriskitasoa pienennettyä.

## Arvostuskertoimet

Näkemyksemme mukaan Netumin arvonnääritystä voidaan hyvin tarkastella absoluuttisten tulosperusteisten kertoimien kautta, koska liiketoiminta on strategisesti jo vakaassa vaiheessa, vaikka tuloskäännö on vielä kesken.

Ennusteillamme Netumin oikaistut EV/EBIT- ja P/E-kertoimet vuodelle 2024 ovat 10x ja 15x (Q1'24 8x ja 12x). Kurssinousu (+ 13 %) ja tulosennusteiden lasku (7 %) ovat ajaneet arvostuskertoimien nousua. Tuloskerroimet ovat alle historiallisen tasojen (3v EV/EBIT 16x ja P/E 19x), vaikka suurelta osin perustellusti johtuen markkinan epävarmuudesta, nousseista koroista ja ennustetusta tuloskäänteestä.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	3,06	3,06	3,06
Osakemäärä, milj. kpl	12,6	12,6	12,6
Markkina-arvo	39	39	39
Yritysarvo (EV)	44	43	42
P/E (oik.)	15,0	11,9	11,1
P/E	neg.	neg.	>100
P/Kassavirta	9,8	12,0	11,2
P/B	3,2	3,7	4,5
P/S	0,9	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	10,0	9,4	8,7
EV/EBIT (oik.)	10,5	9,8	9,0
Osinko/EBITA (%)	41,7 %	46 %	49 %
Osinkotuotto-%	4,6 %	5,2 %	5,9 %

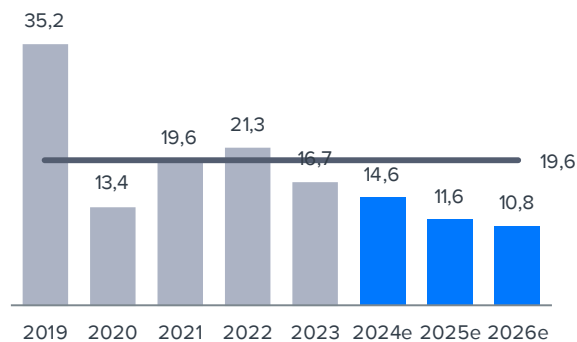
Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osaakekurssi	3,20	3,20	4,46	3,55	2,62	3,06	3,06	3,06	3,06
Osakemäärä, milj. kpl	9,00	9,00	11,5	11,7	12,2	12,6	12,6	12,6	12,6
Markkina-arvo	29	29	51	42	33	39	39	39	39
Yritysarvo (EV)	34	32	52	41	42	44	43	42	40
P/E (oik.)	35,2	13,4	19,6	21,3	16,7	14,6	11,6	10,8	8,5
P/E	>100	22,2	97,3	>100	neg.	neg.	>100	>100	31,2
P/Kassavirta	neg.	12,8	13,0	15,4	neg.	9,6	11,7	11,0	8,4
P/B	8,7	5,6	4,2	3,5	2,6	3,2	3,7	4,4	5,0
P/S	2,2	1,6	2,3	1,4	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	2,5	1,8	2,3	1,4	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	19,4	9,7	15,4	14,4	16,1	9,8	9,2	8,4	7,5
EV/EBIT (oik.)	22,1	10,2	16,8	16,0	15,3	10,2	9,6	8,8	7,8
Osinko/EBITA (%)	26 %	14 %	41 %	51 %	0 %	41 %	45 %	48 %	50 %
Osinkotuotto-%	1,4 %	1,5 %	2,5 %	3,1 %	0,0 %	4,6 %	5,2 %	5,9 %	6,5 %

Lähde: Inderes

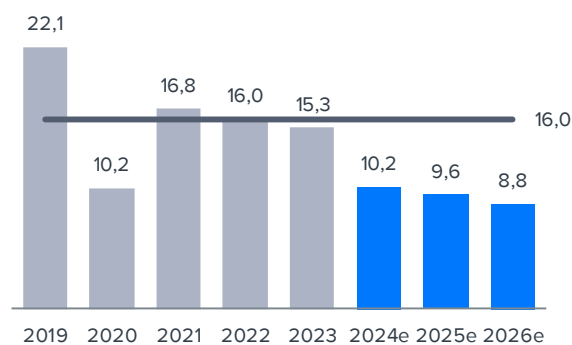
### P/E (oik.)



■ P/E (oik.)

— Mediaani 2019 - 2023

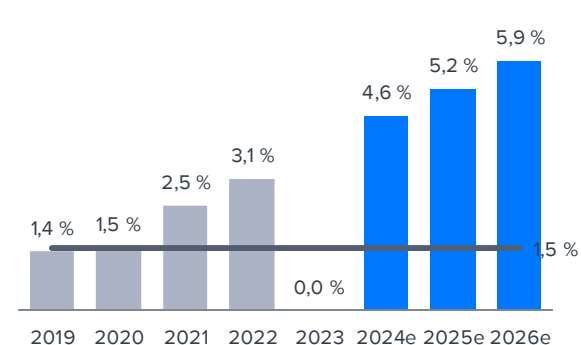
### EV/EBIT



■ EV/EBIT (oik.)

— Mediaani 2019 - 2023

### Osinkotuotto-%



■ Osinkotuotto-%

— Mediaani 2019 - 2023

# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo		Yritysarvo		EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e
Digia*	159	173	8,8	7,5	7,3	6,3	0,8	0,8	10,9	9,7	3,2	3,5		
Digital Workforce*	43	28	27,4	14,0	20,2	12,7	1,1	0,9	37,7	23,2				
Gofore*	335	311	11,8	10,9	10,3	9,5	1,6	1,5	15,9	14,9	2,3	2,7		
Loihde*	64	60	15,2	9,0	5,7	4,2	0,5	0,4	18,6	12,0	3,5	5,3		
Innofactor*	60	66	12,6	11,0	8,8	7,3	0,8	0,8	16,0	13,8	4,8	5,4		
Siili Solutions*	66	68	9,4	8,4	6,7	5,6	0,6	0,5	13,1	11,5	3,5	3,7		
Solteq*	15	39	29,8	11,0	11,1	7,3	0,7	0,7		43,1				
Tietoevry*	2205	3125	8,5	8,1	7,4	6,9	1,1	1,0	8,9	8,4	8,1	8,3		
Vincit*	38	27	12,6	5,6	10,2	4,8	0,3	0,3	23,0	10,1	4,3	6,5		
Witted Megacorp*	28	20	13,9	6,7	16,2	6,5	0,4	0,3	23,5	12,3				
Bouvet	566	599	15,3	13,9	12,2	11,2	1,8	1,6	18,5	16,8	4,7	5,6		
CombinedX	62	64	10,1	7,3	6,1	4,9	0,8	0,7	12,8	9,1				
Avensia AB	30	35	11,7	9,0	7,5	6,6	1,0	0,9	13,3	9,8	3,3	5,5		
Knowit	376	458	19,3	12,2	8,6	7,0	0,8	0,8	26,2	14,1	2,5	4,1		
Netcompany Group	2009	2324	20,6	17,0	15,3	13,0	2,6	2,4	25,5	19,8				
<b>Netum (Inderes)</b>	<b>39</b>	<b>44</b>	<b>10,2</b>	<b>9,6</b>	<b>9,8</b>	<b>9,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>14,6</b>	<b>11,6</b>	<b>4,6</b>	<b>5,2</b>		
<b>Keskiarvo</b>			<b>14,8</b>	<b>10,0</b>	<b>10,2</b>	<b>7,6</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>18,5</b>	<b>14,9</b>	<b>4,1</b>	<b>5,1</b>		
<b>Mediaani kaikki</b>			<b>12,6</b>	<b>9,0</b>	<b>8,9</b>	<b>6,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>16,0</b>	<b>12,1</b>	<b>3,5</b>	<b>5,3</b>		
<b>Erotus-% vrt. mediaani kaikki</b>			<b>-18 %</b>	<b>6 %</b>	<b>11 %</b>	<b>32 %</b>	<b>18 %</b>	<b>22 %</b>	<b>-9 %</b>	<b>-5 %</b>	<b>30 %</b>	<b>-1 %</b>		
<b>Mediaani suomalaiset</b>			<b>12,6</b>	<b>8,9</b>	<b>9,6</b>	<b>7,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>16,0</b>	<b>12,1</b>	<b>4,3</b>	<b>5,3</b>		
<b>Erotus-% vrt. mediaani suomalaiset</b>			<b>-18 %</b>	<b>8 %</b>	<b>2 %</b>	<b>29 %</b>	<b>18 %</b>	<b>22 %</b>	<b>-9 %</b>	<b>-5 %</b>	<b>6 %</b>	<b>-1 %</b>		

Lähde: Refinitiv / \*Inderesin ennusteet seuraavissa yhtiöissä ja oikaistu ennuste. Huomaus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'22	H2'22	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihto</b>	<b>15,4</b>	<b>13,7</b>	<b>29,1</b>	<b>17,1</b>	<b>20,0</b>	<b>37,1</b>	<b>22,8</b>	<b>22,7</b>	<b>45,5</b>	<b>46,5</b>	<b>48,0</b>	<b>50,3</b>
Konserni	15,4	13,7	29,1	17,1	20,0	37,1	22,8	22,7	45,5	46,5	48,0	50,3
<b>Käyttökate</b>	<b>1,9</b>	<b>0,9</b>	<b>2,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>4,9</b>	<b>5,3</b>
Poistot ja arvonalennukset	-1,0	-1,1	-2,1	-1,3	-1,6	-2,8	-1,7	-1,7	-3,4	-3,5	-3,5	-3,5
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>1,7</b>	<b>0,8</b>	<b>2,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>5,1</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>
Nettorahoituskulut	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-1,0	-0,3	-0,2	-0,1
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>
Verot	-0,3	-0,1	-0,4	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	-0,3	-0,7	-0,9	-0,9	-0,4
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
<b>Nettotulos</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>1,2</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,12</b>	<b>0,05</b>	<b>0,17</b>	<b>0,08</b>	<b>0,07</b>	<b>0,16</b>	<b>0,11</b>	<b>0,10</b>	<b>0,21</b>	<b>0,26</b>	<b>0,28</b>	<b>0,36</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,04</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,02</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,09</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,00</b>	<b>0,02</b>	<b>0,10</b>

Tunnusluvut	H1'22	H2'22	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	47,8 %	14,7 %	30,2 %	10,9 %	45,5 %	27,2 %	33,2 %	13,8 %	23 %	2 %	3,2 %	4,7 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	7,5 %	-46,6 %	-18,6 %	-29,9 %	92,5 %	8,8 %	89,7 %	31,5 %	57,2 %	3,9 %	5,4 %	6,7 %
<b>Käyttökate-%</b>	12,1 %	6,9 %	9,7 %	6,9 %	7,2 %	7,1 %	10,5 %	9,4 %	9,9 %	10,1 %	10,3 %	10,5 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	11,2 %	5,8 %	8,7 %	7,1 %	7,7 %	7,4 %	10,1 %	8,9 %	9,5 %	9,7 %	9,9 %	10,1 %
<b>Nettotulos-%</b>	3,2 %	-2,2 %	0,6 %	-1,8 %	-3,8 %	-2,9 %	-0,8 %	-1,8 %	-1,3 %	0,1 %	0,6 %	2,5 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>11,6</b>	<b>24,2</b>	<b>21,3</b>	<b>18,3</b>	<b>15,3</b>
Liikearvo	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Aineettomat hyödykkeet	11,1	23,3	20,2	17,1	14,0
Käyttöomaisuus	0,2	0,1	0,2	0,3	0,4
Sijoitukset osakkuusrytyksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,5	0,5	0,5	0,5
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
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>8,4</b>	<b>8,7</b>	<b>10,5</b>	<b>11,2</b>	<b>11,5</b>
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	4,7	8,2	7,7	7,9	8,2
Likvidit varat	3,6	0,5	2,7	3,3	3,4
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>20,0</b>	<b>32,9</b>	<b>31,8</b>	<b>29,5</b>	<b>26,8</b>

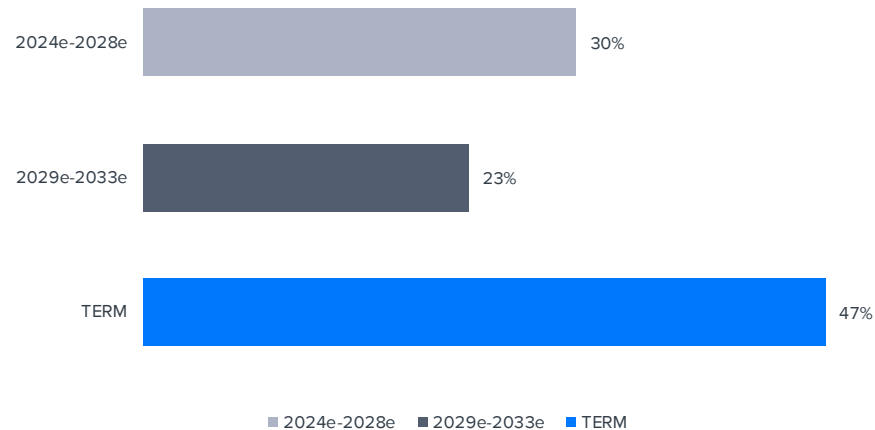
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Oma pääoma</b>	<b>11,9</b>	<b>12,8</b>	<b>12,2</b>	<b>10,5</b>	<b>8,7</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-0,3	-2,7	-3,3	-5,0	-6,7
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	12,1	15,4	15,4	15,4	15,4
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>1,9</b>	<b>9,0</b>	<b>6,8</b>	<b>5,9</b>	<b>5,3</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	1,9	7,9	5,7	4,8	4,2
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	1,1	1,1	1,1	1,1
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>6,2</b>	<b>11,1</b>	<b>12,7</b>	<b>13,1</b>	<b>12,8</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,6	1,5	2,7	2,8	2,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	5,5	9,6	10,0	10,2	10,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>20,0</b>	<b>32,9</b>	<b>31,8</b>	<b>29,5</b>	<b>26,8</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	27,2 %	22,8 %	2,3 %	3,2 %	4,7 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	-0,6 %	2,4 %	2,6 %	3,0 %	3,5 %	4,5 %	6,0 %	7,5 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>3,3</b>	<b>4,3</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</b>	<b>5,0</b>	
+ Kokonaispoistot	2,8	3,4	3,5	3,5	3,5	3,5	2,6	1,8	1,3	1,0	0,7	
- Maksetut verot	-0,4	-0,7	-0,9	-0,9	-0,4	-0,5	-0,7	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	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	0,6	0,9	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>2,7</b>	<b>4,5</b>	<b>3,8</b>	<b>4,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5,2</b>	<b>5,0</b>	<b>4,8</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-15,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-11,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>4,6</b>	<b>5,2</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,8</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>	
+/- 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	-11,7	4,0	3,3	3,5	4,6	5,2	5,0	5,0	4,8	4,6	4,4	60,7
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>3,9</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>26,0</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		54,9	51,0	48,1	45,3	41,9	38,4	35,3	32,6	30,1	27,9	26,0
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>54,9</b>										
- Korolliset velat		-9,4										
+ Rahavarat		0,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>46,0</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>3,6</b>										

## Rahavirran jakauma jaksoittain



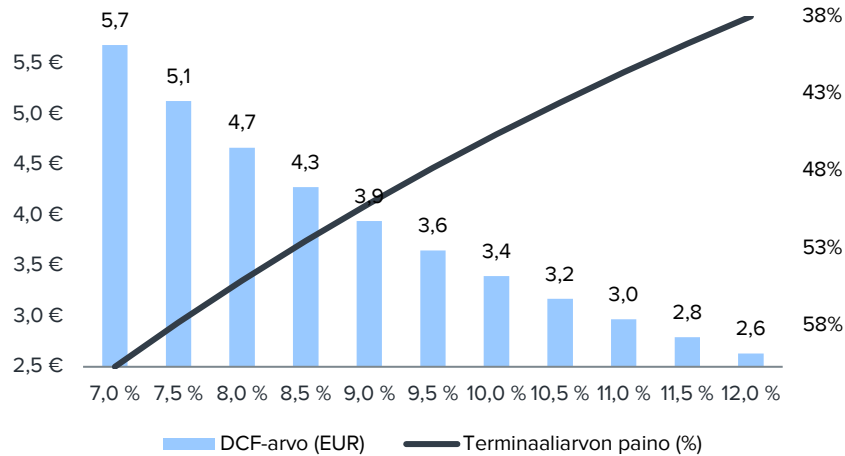
## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,60 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>10,3 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,5 %</b>

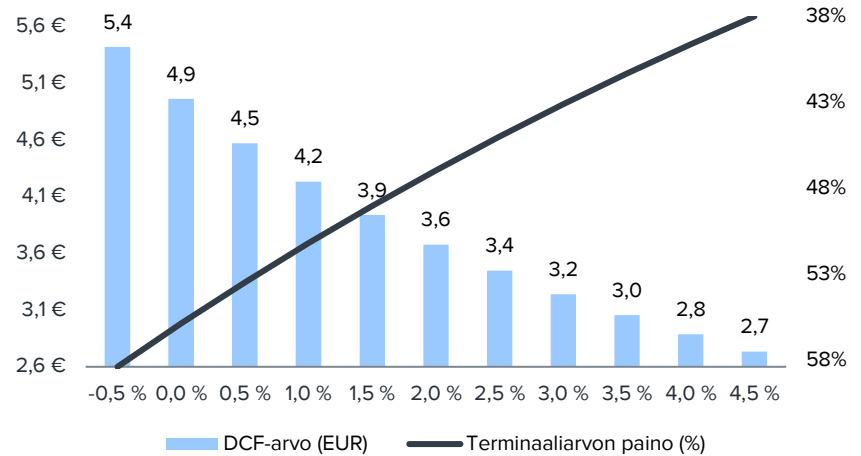
Lähde: Inderes

# DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

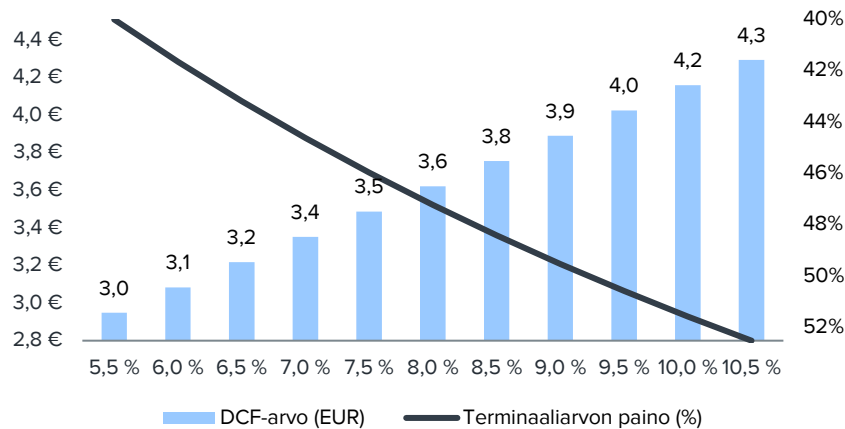
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



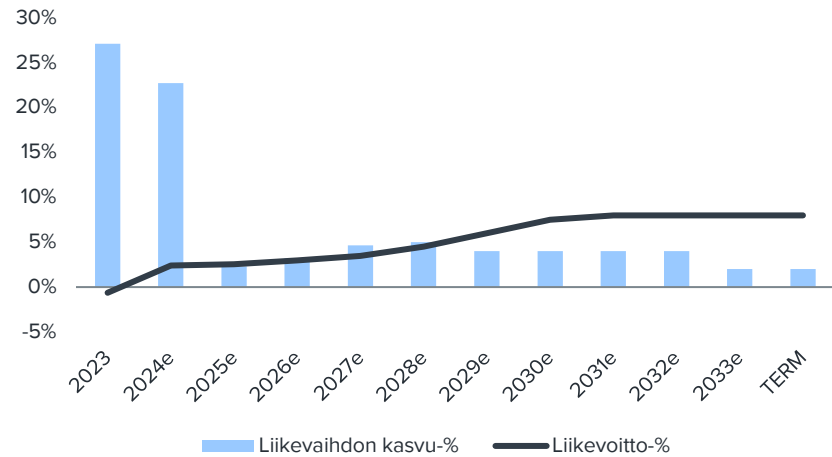
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	22,4	29,1	37,1	45,5	46,5	EPS (raportoitu)	0,05	0,02	-0,09	-0,05	0,00
Käyttökate	3,4	2,8	2,6	4,5	4,7	EPS (oikaistu)	0,23	0,17	0,16	0,21	0,26
Liikevoitto	1,9	0,8	-0,2	1,1	1,2	Operat. kassavirta / osake	0,26	0,27	0,22	0,36	0,30
Voitto ennen veroja	0,9	0,6	-0,7	0,1	0,9	Vapaa kassavirta / osake	0,34	0,23	-0,96	0,32	0,26
Nettovoitto	0,5	0,2	-1,1	-0,6	0,0	Omapääoma / osake	1,07	1,01	1,05	0,97	0,83
Kertaluontoiset erät	-1,2	-1,8	-3,0	-3,2	-3,3	Osinko / osake	0,11	0,11	0,00	0,14	0,16
<b>Tase</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
Taseen loppusumma	20,3	20,0	32,9	31,8	29,5	Liikevaihdon kasvu-%	28 %	30 %	27 %	23 %	2 %
Oma pääoma	12,3	11,9	12,8	12,2	10,5	Käyttökateen kasvu-%	4 %	-17 %	-7 %	73 %	4 %
Liikearvo	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	1 %	-19 %	9 %	57 %	4 %
Nettovelat	0,9	-1,1	8,9	5,7	4,4	EPS oik. kasvu-%	-5 %	-27 %	-6 %	34 %	26 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	Käyttökate-%	15,2 %	9,7 %	7,1 %	9,9 %	10,1 %
Käyttökate	3,4	2,8	2,6	4,5	4,7	Oik. Liikevoitto-%	13,9 %	8,7 %	7,4 %	9,5 %	9,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,2	0,8	0,6	0,9	0,1	Liikevoitto-%	8,5 %	2,6 %	-0,6 %	2,4 %	2,6 %
Operatiivinen kassavirta	3,0	3,1	2,7	4,5	3,8	ROE-%	6,1 %	1,5 %	-8,7 %	-4,6 %	0,4 %
Investoinnit	-7,1	-0,4	-15,5	-0,5	-0,5	ROI-%	15,5 %	5,1 %	-1,3 %	5,1 %	6,5 %
Vapaa kassavirta	4,0	2,7	-11,7	4,0	3,3	Omavaraisuusaste	60,6 %	59,6 %	38,9 %	38,5 %	35,6 %
						Nettovelkaantumisaste	7,4 %	-9,2 %	69,8 %	46,7 %	41,8 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>						
EV/Liikevaihto	2,3	1,4	1,1	1,0	0,9						
EV/EBITDA	15,4	14,4	16,1	9,8	9,2						
EV/EBIT (oik.)	16,8	16,0	15,3	10,2	9,6						
P/E (oik.)	19,6	21,3	16,7	14,6	11,6						
P/B	4,2	3,5	2,6	3,2	3,7						
Osinkotuotto-%	2,5 %	3,1 %	0,0 %	4,6 %	5,2 %						

Lähde: Inderes

# 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 esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävää neuvonantajia. 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 suosituksiin 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 tehdyin arviot mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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 sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa 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
3.6.2021	Vähennä	4,20 €	4,45 €
25.8.2021	Vähennä	4,60 €	4,50 €
22.9.2021	Lisää	4,60 €	4,20 €
4.10.2021	Lisää	4,80 €	4,31 €
25.1.2022	Lisää	4,60 €	4,15 €
9.3.2022	Lisää	4,60 €	4,10 €
9.8.2022	Lisää	4,60 €	4,03 €
17.8.2022	Lisää	4,60 €	4,08 €
16.12.2022	Vähennä	3,50 €	3,67 €
1.2.2023	Vähennä	3,50 €	3,55 €
8.3.2023	Vähennä	3,70 €	3,80 €
16.8.2023	Vähennä	3,10 €	3,37 €
9.2.2024	Vähennä	2,70 €	2,80 €
6.3.2024	Lisää	2,90 €	2,52 €
8.5.2024	Lisää	3,20 €	2,70 €
21.8.2024	Vähennä	3,20 €	3,06 €

Inderesin tehtävä on 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

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen  
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen  
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**