

Innofactor

Yhtiöraportti

9.2.2024 9:00



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Jatkuva hyvä tekeminen lisää luottamusta

Nostamme Innofactorin osakkeen tavoitehinnan 1,55 euroon (aik. 1,30) heijastellen ennustemuutoksia. Nostamme samalla suosituksen osta-tasolle (aik. lisää). Innofactorin operatiivinen hyvä veto jatkui Q4:llä haastavasta markkinasta huolimatta. Lisäksi vertailukelpoinen tilauskanta kasvoi ja laatu parani, mikä tukee kasvua ja kannattavuutta. Ennustamme maltillista orgaanista kasvua lähivuosina ja kannattavuuden hieman parantuvan. Ennusteillamme osakkeen arvostuskuva (2024e P/E 9x ja EV/EBIT 7x) on hyvin houkutteleva, kun huomioidaan jatkuva hyvä tekeminen markkinan vastatuulista huolimatta.

Kasvu jatkui hyvänä Suomessa Q4:llä, mutta muut maat hidastavat edelleen kehitystä

Liikevaihto kasvoi 7 % 21,9 MEUR:oon, mikä oli hienoisesti yli 21,6 MEUR:n ennusteesemme. Kasvu oli kokonaan orgaanista ja vauhti oli erityisen positiivista nykyisessä haastavassa markkinatilanteessa (sektori Q2-Q3 0-2 %). Orgaanista kasvua ajoi laskutusasteiden nousu, ohjelmistoliiketoiminnan kasvu ja alihankinnan pieni kasvu. Innofactor alkoi myös raportoida ratkaisualueiden tunnuslukuja, mikä parantaa läpinäkyvyyttä liiketoimintaan ja sen ajureihin.

Kannattavuus oli hyvä ja ylitti odotukset Q4:llä

Q4:n vertailukelpoinen käyttökate kasvoi 2,9 MEUR:oon, mikä oli yli 2,5 MEUR:n ennusteestamme ja vastasi 13,1 % liikevaihdosta (ennuste 11,3 %). Kannattavuusylitystä ajoi hyväkatteisen ohjelmistoliiketoiminnan kasvu ja odotettua paremmat laskutusasteet, kun henkilöstömäärä laski vastoin odotuksia ja liikevaihto ylitti hieman odotukset. Maantieteellisesti käyttökate oli positiivinen Suomessa, mutta haasteellisen markkinatilanteen takia negatiivinen muissa maissa. Näin kannattavuus oli todella hyvällä tasolla Suomessa, arviomme mukaan noin 20 % tasolla. Muilla tulosriveillä ei ollut merkittäviä operatiivisia yllätyksiä. Yhtiön hallitus ehdotti odotetusti 0,07 euron osakekohtaisen pääomapalautuksen jakamista.

Odotamme hyvää tuloskasvua lähivuosina

Innofactor ohjeistaa perinteisesti liikevaihdon ja käyttökateen kasvavan edellisestä vuodesta. Q4-raportin ja hyvän SaaS-liiketoiminnan tilauskannan myötä nostimme erityisesti tulosennusteita lähivuosille (~15 % v/v). Ennustamme Innofactorin liikevaihdon kasvavan 5 % 84 MEUR:oon vuonna 2023 ja käyttökateen nousevan 9,9 MEUR:oon tai 11,7 %:iin liikevaihdosta (2023 9,1 MEUR tai 11,3 %). Odotamme liikevaihdon kasvavan orgaanisesti 4-5 % lähivuosina ja käyttökate-%:n nousevan noin 12 %:iin laskutusasteiden ja korkeakatteisen SaaS-liikevaihdon vetämänä. Keskeisimmät riskit liittyvät markkinaan, uusmyyntiin, maakohtaisten haasteiden ilmaantumiseen ja yritysostoihin.

Sijoitusprofiili on parantunut ja antaa luottamusta vahvemman näkemyksen ottamiseen

Sijoitusprofiilitaan Innofactorin asemointi on vankistunut tuloskone-lokeroon ja jo pidempään jatkuneet hyvät näytöt antavat nyt luottamusta vahvempaan näkemykseen osakkeesta, kun myös arvostus on hyvin houkutteleva. Vuoden 2024e EV/EBIT- ja P/E-kertoimilla (7x ja 9x) osakkeen arvostus on maltillinen. Kertoimet ovat reilu 40 % alle suomalaisten verrokkien, mikä on myös hyvin houkutteleva taso. Osakkeen tuotto-odotus nousee tuloskasvun (10 %), osinkotuoton (7 %) ja kertomien nousuvaran myötä selvästi yli oman pääoman tuottovaateen. Lisäksi kassavitalaskelma indikoi selvästi nykyistä korkeampaa tasoa (1,8 eur/osake). Yhtiön SaaS-liikevaihto (2023 21 MEUR) antaa myös merkittävää tukea yhtiön arvostukselle. Tavoitehintamme vastaa 9x ja 11x EV/EBIT- ja P/E-kertoimia vuodelle 2024, mikä on >20 % alle verrokkien. Riskeinä näemme Suomen vahvan tekemisen heikkenemisen. Toisaalta Innofactorin Suomen ulkopuolisten maiden heikkous jo hidastaa valmiiksi kehitystä ja niissä on selvää parannuspotentiaalia, mihin emme toisaalta tukeudu, sillä siellä tekeminen on ollut heikkoa jo vuosia.

Suositus

Osta

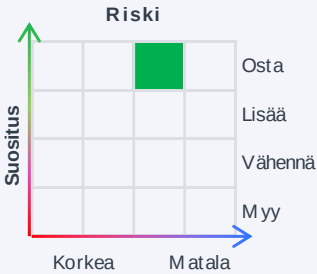
(aik. Lisää)

1,55 EUR

(aik. 1,30 EUR)

Osakekurssi:

1,25



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	80	84	89	92
kasvu-%	13 %	5 %	5 %	4 %
Käyttökate	9,1	9,9	10,7	11,1
Käyttökate-%	11,3 %	11,7 %	12,0 %	12,1 %
Nettotulos	3,4	5,0	5,9	6,3
EPS (oik.)	0,10	0,14	0,17	0,18

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

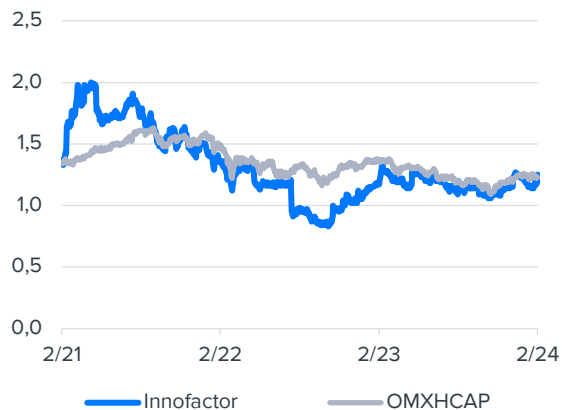
Lähde: Inderes

Ohjeistus

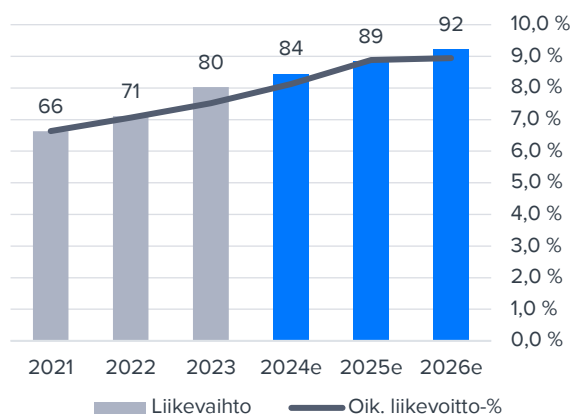
(Uusi ohjeistus)

Innofactor arvioi vuoden 2024 liikevaihdon ja käyttökateen kasvavan edellisestä vuodesta.

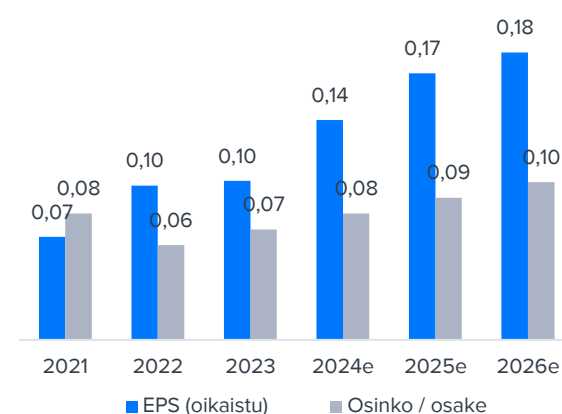
Osakekurssi



Liikevaihto ja liikevoitto-%



Osakekohtainen tulos ja osinko



Arvoajurit

- Kaikkien Pohjoismaiden, erityisesti Suomen ja Ruotsin kasvu- ja kannattavuusparannus
- Käänteen jatkuminen ja vahvistuminen
- Sijoittajaluottamuksen palautumisen positiivisen trendin jatkuminen
- Orgaaninen ja yrityskauppavetoinen kasvu
- Jatkuvan liiketoiminnan osuuden kasvu ja oma tuoteliiiketoiminta



Riskitekijät

- Kasvustrategian epäonnistuminen
- Projektinhallinnassa epäonnistuminen
- Ulkomaan liiketoimintojen vahvistamisen epäonnistuminen
- Pohjoismaisen organisaation rakentamisen pitkittyminen
- Kansainvälistyminen ja yrityskaupat nostavat riskitasoa
- Microsoftin aseman heikentyminen, nyt vahva

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	1,25	1,25	1,25
Osakemäärä, milj. kpl	35,7	35,7	35,7
Markkina-arvo	45	45	45
Yritysarvo (EV)	50	45	41
P/E (oik.)	8,9	7,4	6,8
P/E	8,9	7,6	7,0
P/B	1,6	1,4	1,3
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA (oik.)	5,0	4,3	3,7
EV/EBIT (oik.)	7,3	5,8	4,9
Osinko/tulos (%)	57,5 %	54,8 %	56,4 %
Osinkotuotto-%	6,4 %	7,2 %	8,0 %

Lähde: Inderes

Hyvä veto jatkui Q4:llä Suomessa haastavassa markkinassa

Kasvu jatkui hyvänä Suomessa, mutta muut maat hidastavat edelleen kehitystä

Q4-liikevaihto kasvoi 7 % 21,9 MEUR:oon, mikä oli hienoisesti yli 21,6 MEUR:n ennusteamme. Kasvu oli kokonaan orgaanista ja vauhti oli erityisen positiivista nykyisessä haastavassa markkinatilanteessa (sektorin mediaani Q2:lla 0 % ja Q3:lla 2 %). Orgaanista kasvua ajoi laskutusasteiden nousu ja alihankinnan pieni kasvu.

Maantieteellisesti liikevaihto kasvoi Suomessa ja paikallisessa valuutassa Norjassa sekä laski muissa Tanskassa ja Ruotsissa. Aktiivinen henkilöstömäärä katsauskauden lopussa oli 581 hlö laskien 13:lla verrattuna edelliseen kvartaaliin. Lyhyellä aikavälillä Innofactorilla on nähdäksemme yhä edellytyksiä kasvaa laskutusasteiden kautta, erityisesti Suomen ulkopuolella, mutta myös Suomessa.

Innofactor alkoi nyt myös raportoida neljän ratkaisualuekokonaisuuden keskeisimmät tunnusluvut erikseen. Tämä parantaa läpinäkyvyyttä yhtiön liiketoimintaan ja sen ajureihin. Ratkaisualueista Tiedon- ja asianhallinta sekä Digitaaliset palvelut ovat tulokoneita ja vetävät

tuloskasvua (liikevaihdon kasvu Q4 30 % ja 27 % sekä EBITDA-% 29 % ja 16 %). Heikommin kehittyviä ratkaisualueita ovat Liiketoimintaratkaisut sekä Pilvi, data, moderni työ ja tietoturva, jotka laskivat 8 % ja 10 % Q4:llä (EBITDA-% -4 % ja 8 %). Ratkaisualueiden tilauskannoista, Tiedon- ja asianhallinnan kasvua (+38 %) veti Puolustusvoimien suuri tilaus, joka kirjattiin vasta vuoden 2023 alussa. Toisaalta Digitaalisten palveluiden tilauskanta laski (39 %), mikä johtuu arviomme mukaan nykyisestä haastavasta markkinatilanteesta.

Kannattavuus ylitti jälleen odotukset

Q4:n vertailukelpoinen käyttökate kasvoi 2,9 MEUR:oon, mikä oli yli 2,5 MEUR:n ennustestamme ja vastasi 13,1 % liikevaihdosta (ennuste 11,3 %). Kannattavuusylitystä ajoi hyväkatteisen ohjelmistoliiketoiminnan kasvu ja odotettua paremmat laskutusasteet, kun henkilöstömäärä laski vastoin odotuksia ja liikevaihto ylitti hieman odotukset.

Maantieteellisesti käyttökate oli positiivinen Suomessa, mutta haasteellisen markkinatilanteen takia negatiivinen muissa maissa. Näin kannattavuus

oli todella hyvällä tasolla Suomessa, arviomme mukaan noin 20 % tasolla. Muilla tulosriveillä poistoissa oli 0,1 MEUR:n kertaluonteinen erä ja verosaamisten alaskirjausta sekä maksuja vuodelta 2022, mikä nosti veroastetta. Näin osakekohtainen tulos oli 0,02 ja alle 0,03 euron ennusteamme.

Yhtiön hallitus ehdotti yhtiökokoukselle 0,07 euron osakekohtaisen pääomapalautuksen jakamista. Lisäksi hallitus esittää, että yhtiökokous valtuuttaa yhtiön hallituksen päättämään mahdollisesta enintään 0,07 euron lisä-pääomanpalautuksesta (mitä ei olla aikaisempina vuosina käytetty).

Innofactor arvioi IT-palvelumarkkinoiden kasvun jatkuvan Pohjoismaissa vuonna 2024

Innofactor arvioi IT-palvelumarkkinoiden kasvun jatkuvan Pohjoismaissa vuonna 2024 yleisistä liiketoimintaympäristön epävarmuuksista huolimatta. Inderesin Suomalaisten listattujen IT-palveluyhtiöiden mediaani orgaaninen kasvuennuste vuodelle 2024 oli 2 % ennen Q4-raportteja. (Jatkuu seuraavalla sivulla)

Ennustetaulukko	Q4'22	Q4'23	Q4'23e	Q4'23e	Konsensus		Erotus (%)		2023
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes		Inderes
Liikevaihto	20,5	21,9	21,6				1 %		80,3
Käyttökate	2,5	2,9	2,5				18 %		9,1
Liikevoitto	1,8	1,9	1,7				14 %		5,8
Tulos ennen veroja	1,7	1,6	1,5				6 %		5,2
EPS (raportoitu)	0,04	0,02	0,03				-41 %		0,09
Osinko/osake	0,06	0,07	0,07				0 %		0,07
Liikevaihdon kasvu-%	16,9 %	6,8 %	5,3 %				1,5 %-yks.		12,8 %
Käyttökate-%	11,9 %	13,1 %	11,3 %				1,8 %-yks.		11,3 %

Lähde: Inderes



Katso yhtiön toimitusjohtajan videohaastattelu tuloksesta:



Uusmyynti oli hyvä Q4:llä ja tuki vertailukelpoisen tilauskannan kasvua

Q2'23:lla alkanut hintakilpailu markkinoilla jatkui kovana koko vuoden, ja uusien kauppojen painotetut keskihinnat pysyivät vuoden loppuun asti erityisesti julkishallinnon asiakkaiden Innofactorin mukaan alhaisella tasolla, vaikka nousivatkin hieman vuoden loppua kohden. Yhtiö uskoo uusien kauppojen keskihintojen myös julkishallinnossa ja isoissa kilpailutuksissa jatkavan nousua vuoden 2024 kuluessa. Pääosa Suomalaisista listatuista IT-palveluyhtiöistä on vielä raportoinnissa, mutta puheet talven mittaan ovat olleet varovaisen positiivisia vuodelle 2024.

Vertailukelpoinen tilauskanta kasvoi

Yhtiön raportoima tilauskanta laski edellisvuoden tasolta 6 % 71,6 MEUR:oon. Yhtiö siirsi osan tilauskannasta puitesopimuskantaan, jonka arvo neljänneksen lopussa oli 29,8 MEUR (2022: 18,9).

Yhtiö kommentoi konferenssipuhelussa vertailukelpoisen tilauskannan kasvaneen noin 5 %, mutta ei osannut sanoa tarkkaa lukemaa. Näin Q4:n myynti oli hyvä.

Hyvä olemassa oleva tilauskanta, puitesopimukset ja olemassa olevien asiakkaiden muut ostot mahdollistavat arviomme mukaan edelleen Innofactorille kannattavan liiketoiminnan. Nyt kun yhtiö kertoi enemmän parametrejä ratkaisualueittain, pystymme näkemään että tärkeän ratkaisualan Tiedon- ja asianhallinnan tilauskanta kasvoi vuoden aikana vahvasti (38 %). Ratkaisualan tilauskanta ajoi Puolustusvoimien suuri sopimus, mikä antaa hyvää selkänöjää lähivuosille. Yhtiön on kuitenkin edelleen onnistuttava uusmyynnissä jatkaakseen kasvua, koska tilauskanta on arviomme mukaan monivuotista ja lyhyempi tilauskanta sulaa kuitenkin suhteellisen nopeasti.

Tilaukanta painottuu aikaisempaa paremmin eri tuote-/palvelualueille, jonka lisäksi yhtiö on käyttänyt enemmän alihankintaa, mikä on tukenut rekrytointien kanssa orgaanisen kasvun kiihtymistä viimeisen reilun vuoden aikana. Erityisesti Suomessa yhtiö on nähdäksemme erittäin hyvässä asemassa epävarmassa ympäristössä, josta kertoo myös noin 10-20 %:n orgaaninen kasvu.

Ennustetaulukko	Q4'22	Q4'23	Q4'23e	Q4'23e	Konsensus		Erotus (%)	2023
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes	Inderes
Liikevaihto	20,5	21,9	21,6				1 %	80,3
Käyttökate	2,5	2,9	2,5				18 %	9,1
Liikevoitto	1,8	1,9	1,7				14 %	5,8
Tulos ennen veroja	1,7	1,6	1,5				6 %	5,2
EPS (raportoitu)	0,04	0,02	0,03				-41 %	0,09
Osinko/osake	0,06	0,07	0,07				0 %	0,07
Liikevaihdon kasvu-%	16,9 %	6,8 %	5,3 %				1,5 %-yks.	12,8 %
Käyttökate-%	11,9 %	13,1 %	11,3 %				1,8 %-yks.	11,3 %

Lähde: Inderes



Katso yhtiön toimitusjohtajan videohaastattelu tuloksesta:



Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Innofactorin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Innofactorin strategian yhteenveto



Nostimme ennusteita ohjelmistoliiketoiminnan vahvan vedon ajamana

Ennustemuutokset 2024e-2025e

- Vuoden 2024 tulosennusteet nousivat hyvän Q4:n ja erityisesti kannattavan Tiedon- ja asianhallinnan ratkaisualueen hyvän tilauskannan ajamana, joka on suhteellisesti hyvin korkeakatteista liiketoimintaa.

Ennusteet 2024e-2026e

- Ennustamme Innofactorin kasvavan orgaanisesti 5 % vuonna 2024, mikä on sektoria parempi taso (sektorin ennuste ennen Q4-raportteja 2 %). Vuosina 2025-26 odotamme varovaisesti liikevaihdon kasvavan 3-4 %.
- Arvioimme käyttökatte-%:n olevan vajaa 12 % vuonna 2024 ja reilu 12 % vuosina 2025-26. Parempaa kannattavuutta ajaa ohjelmistoliiketoiminta ja paremmat laskutusasteet. Selvästi parempi kannattavuus vaati näyttöjä muiden maiden paremmasta kannattavuudesta, sillä Suomen kannattavuus on jo vahvalla tasolla ja siinä on arviomme mukaan vähemmän parannuspotentiaalia.
- Yhtiön onnistuessa edelleen lisäämään ohjelmistojen osuutta on kannattavuudessa edelleen nousuvaraa lähemmäs yhtiön tavoittelemaa 20 %:n käyttökatetavoitetta.
- Isossa kuvassa kannattavuutta tukee ohjelmistoliiketoiminta ja nousevat laskutusasteet, mutta toisaalta vastatuulta antaa palkkainflaatio.

Operatiiviset tulosajurit 2024-2026e:

Liikevaihdon kasvu

- Henkilöstömäärän kasvu
- Alihankinnan kasvattaminen
- Laskutusasteiden nousu (yhtiön tavoite nostaa 5 %-yksikköä)
- Maantieteellisesti Norjan, Tanskan ja erityisesti Ruotsin parempi kehitys
- Yrityssostot

Kannattavuutta tukee

- Laskutusasteiden nousu, erityisesti Suomen ulkopuolella
- Ohjelmistojen osuuden kasvu (yhtiön tavoite nostaa nykyisestä 27 %:sta yli 33 %:iin) ja erityisesti oma Dynasty-tuote

Kannattavuutta rajoittaa

- Palkkainflaatio, mutta toisaalta nuorten tekijöiden rekrytointi hillitsee sitä
- Lisääntyvä alihankinnan käyttö
- Osaajien vaihtuvuus

Ennustemuutokset	2023	2023	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	80,0	80,3	0 %	82,1	84,5	3 %	84,9	88,5	4 %
Käyttökate	8,7	9,1	5 %	9,0	9,9	10 %	9,5	10,7	12 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,8	6,0	4 %	6,2	6,9	11 %	6,7	7,9	17 %
Liikevoitto	5,6	5,8	4 %	6,0	6,9	15 %	6,5	7,7	18 %
Tulos ennen veroja	5,0	5,2	4 %	5,3	6,2	17 %	6,1	7,4	20 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,11	0,10	-7 %	0,12	0,14	14 %	0,14	0,17	22 %
Osakekohtainen osinko	0,07	0,07	0 %	0,08	0,08	0 %	0,09	0,09	0 %

Lähde: Inderes

Arvostuskuva on edelleen houkutteleva

Arvostuskertoimet

Ensisijaisesti käyttämämme arvostuskertoimet Innofactorille ovat oikaistut P/E ja EV/EBIT-kertoimet. Luvut ovat oikaistu yrityskauppojen kirjanpidollisista IFRS3-poistoista (~0,2 MEUR vuosi). Ennusteillamme Innofactorin vuoden 2024 oikaistut P/E- ja EV/EBIT-luvut ovat 9x ja 7x. Tämä on absoluuttisesti jo hyvin houkutteleva taso, kun huomioidaan vankistunut luottamus tuloskasvuun, vaikka markkinassa on epävarmuutta. Vastaavat ylläolevat vuoden 2024 kertoimet ovat lähes 40 % alle suomalaisten verrokkien, mikä on myös hyvin houkutteleva taso, vaikka osin perusteltu sektorin tason tai sitä hitaamman pitkänaikavälin tuloskasvunäkymän myötä.

Näkemyksemme mukaan osakkeelle voidaan hyväksyä hieman ”normaalia” korkeampi P/E-taso johtuen yhtiön korkeista verosaamisista ja siitä, etteivät verokulut ole yhtiölle rahavirtavaikutteisia. Toisaalta yhtiö joutui kirjamaan alas hieman verosaamisia ja riski on että niitä joudutaan jatkossa myös alaskirjamaan. Verosaamisten kirjanpitoarvo on tällä hetkellä 2,4 MEUR, mikä vastaa noin 0,07 euron osakekohtaista arvoa. Jos tämän verosaamisen nykyarvo hinnoiteltaisiin esimerkiksi konservatiivisesti puoleen kirjanpitoarvosta, voitaisiin osakkeelle hyväksyä vajaa 5 % korkeammat arvostuskertoimet.

SaaS-tuotteet tukena arvostukselle

Näkemyksemme mukaan osakkeelle voidaan edelleen hyväksyä korkeampaa arvostusta kasvun vahvistuessa ja ollessa maantieteellisesti laajempaa ja siten vankempaa. Lisäksi SaaS-tuotteiden (nyt 21 MEUR tai 27 % liikevaihdosta) kasvun (2023 27 %) ja skaalautumisen jatkumisen myötä osakkeelle

voidaan hyväksyä korkeampi arvostus. SaaS-tuotteet tarjoavat jo itsessään vankan pohjan arvostukselle ja perustelevat merkittävää osaa yhtiön arvosta, mutta muut tappiolliset toiminnot himmentävät näiden arvoa. Arviomme mukaan yksi suurimmista SaaS-tuotteista on Dynasty, joka on saavuttanut jo merkittävän markkina-aseman Suomessa ja kasvuvaraa ei näin ole merkittävästi enää. Mikäli Innofactor onnistuu laajemmin viemään tuotetta muihin Pohjoismaihin tarjoaa se pidemmällä aikavälillä tuotteelle edelleen kasvu- ja skaalautumispotentiaalia, mikä edelleen tukisi arvostusta.

Mikäli SaaS-tuotteita ja tarkemmin Dynasty-tuote erotettaisiin kokonaisuudesta, voisi se toimia aliarvostuksen purkajana. Ymmärryksemme mukaan tämä ei kuitenkaan ole ajankohtaista ja yhtiö haluaa kääntää heikommin suoriutuvat toiminnot kannattavaksi.

DCF-analyysi

DCF-mallimme osakekohtainen arvo osakkeelle on 1,8 euroa. Pitkällä aikavälillä (2026 jälkeen) ennustamme kasvun pysyvän 2,5 %:n tasolla (1,5 % terminaalissa) ja EBITDA-% vakiintuvan 11 %:n tasolle. Mallissa tuloslaskelman verot eivät ole rahavirtavaikutteisia Suomessa, koska yhtiö pystyy hyödyntämään voittoja taseen verosaamista vastaan. Mallissa ikuisuusoletuksen painoarvo on 42 %, mikä on matala ja parantaa luotettavuutta. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 9,4 % ja oman pääoman kustannus 9,9 %. Näin melko konservatiivisilla ennusteilla laaditun kassavirtamallin valossa osakkeen hinnoittelu näyttää tällä hetkellä myös hyvin maltilliselta.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	1,25	1,25	1,25
Osakemäärä, milj. kpl	35,7	35,7	35,7
Markkina-arvo	45	45	45
Yritysarvo (EV)	50	45	41
P/E (oik.)	8,9	7,4	6,8
P/E	8,9	7,6	7,0
P/B	1,6	1,4	1,3
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA (oik.)	5,0	4,3	3,7
EV/EBIT (oik.)	7,3	5,8	4,9
Osinko/tulos (%)	57,5 %	54,8 %	56,4 %
Osinkotuotto-%	6,4 %	7,2 %	8,0 %

Lähde: Inderes

Arvostuskuva on edelleen houkutteleva

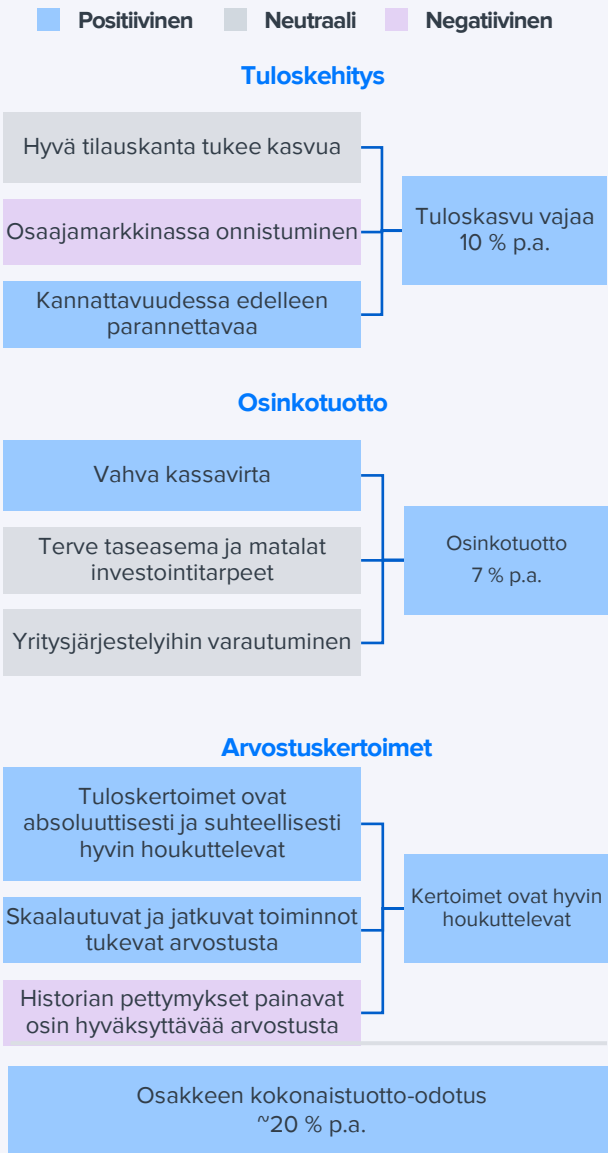
Osakkeen tuotto-odotuksen komponentit

Tarkastelemme Innofactorin osaketta myös tulokasvun, osinkotuoton ja hyväksytyjen arvostuskertoimien näkökulmasta. Arviomme mukaan yhtiöllä on lähivuosina edellytykset vajaan 10 %:n vuotuisen tulokasvuun liikevaihdon ja kannattavuuden nousun vetämänä, verrattuna vuoteen 2024e.

Osingosta saadaan myös tukea arvostukselle ja osinkopolitiikan (noin 55 % tuloksesta) yllä olevilla osinkoennusteillamme osinkotuotto on ~7 %:n tasolla. Osinkoennustemme on alle viimeisen 4v tason (~70 % tuloksesta). Lisäksi yhtiö on ostanut omia osakkeita ja mitätöinyt näitä, mikä ei näy osinkotuotossa. Vahva rahavirta antaa hyvät edellytykset suhteellisen korkeaan voitonjakoon, mutta arvioimme yhtiön edelleen pyrkivän myös epäorgaaniseen kasvuun linjassa strategian kanssa.

Vuoden 2024 kertomilla osake on hyvin houkuttelevasti hinnoiteltu, kun huomioidaan vankistunut tulokasvunäkymä, vaikka markkinassa on epävarmuutta. Näin ollen osakkeen tuotto-odotus asettuu osinkotuoton, tulokasvun ja kertomien nousuvaran myötä ~20 %:n tasolle ja tuotto/riski-suhde on näin hyvin houkutteleva. Keskeisimmät riskit osakkeessa liittyvät uusmyyntiin, projekti- tai maahaasteiden ilmaantumiseen sekä yritysostoihin.

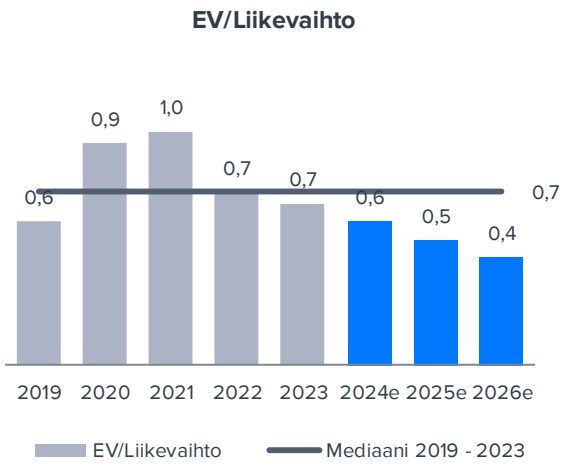
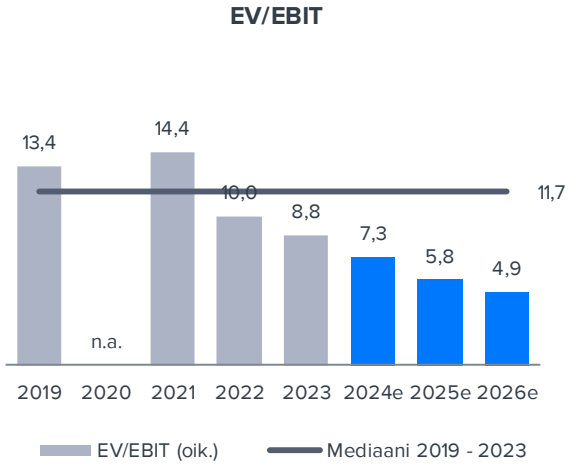
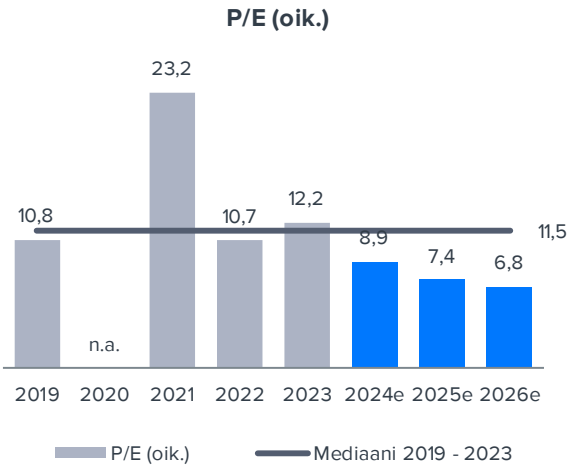
Osaketuoton ajurit 2024-2026



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	0,72	1,28	1,52	1,05	1,23	1,25	1,25	1,25	1,25
Osakemäärä, milj. kpl	36,8	37,4	36,6	36,2	35,7	35,7	35,7	35,7	35,7
Markkina-arvo	27	48	55	38	44	45	45	45	45
Yritysarvo (EV)	38	60	63	50	53	50	45	41	38
P/E (oik.)	10,8	n.a.	23,2	10,7	12,2	8,9	7,4	6,8	6,7
P/E	63,3	27,1	12,3	11,5	12,8	8,9	7,6	7,0	6,7
P/B	1,2	2,0	2,2	1,5	1,7	1,6	1,4	1,3	1,2
P/S	0,4	0,7	0,8	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,6	0,9	1,0	0,7	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	7,4	8,4	6,3	6,5	5,8	5,0	4,3	3,7	3,3
EV/EBIT (oik.)	13,4	n.a.	14,4	10,0	8,8	7,3	5,8	4,9	4,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	84,9 %	65,1%	65,4 %	72,8 %	57,5 %	54,8 %	56,4 %	53,4 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	3,1%	5,3 %	5,7 %	5,7 %	6,4 %	7,2 %	8,0 %	8,0 %

Lähde: Inderes



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
Digia*	146	173	9,3	7,8	7,6	6,5	0,9	0,8	10,4	9,3	3,5	3,9
Digital Workforce*	39	23	23,7	8,2	19,6	7,5	0,9	0,7	45,7	18,0		
Gofore*	362	322	12,2	9,3	11,1	8,7	1,6	1,3	17,1	14,1	2,2	2,5
Loihde*	72	58	12,8	9,4	5,0	4,2	0,5	0,4	18,3	14,4	2,5	2,7
Netum Group*	36	43	10,3	8,7	9,2	7,9	0,9	0,8	10,7	9,5	4,6	5,4
Silli Solutions*	74	72	8,0	6,9	5,7	5,0	0,6	0,5	11,8	10,6	3,3	3,9
Solteq*	16	39	13,6	10,4	3,8	4,6	0,7	0,7	28,7	14,5		
Tietoenvy*	2589	3437	9,2	8,4	7,6	7,3	1,2	1,1	9,6	9,0	7,1	7,3
Vincit*	50	38	7,3	4,8	6,3	4,3	0,4	0,4	12,7	8,7	4,9	6,6
Witted Megacorp*	29	20	12,9	6,1	12,5	6,1	0,3	0,3	20,3	11,6		
Addnode	1286	1328	24,0	20,2	16,1	14,1	1,8	1,7	31,2	27,1	1,2	1,5
Avensia AB	31	33	10,0	7,1	7,4	6,0	0,9	0,8	11,9	9,4	3,2	5,3
Bouvet	554	588	15,5	13,7	12,8	11,5	1,7	1,5	18,7	16,5	4,8	5,8
CombinedX	62	60	7,9	6,8	5,6	5,3	0,8	0,8	10,7	9,4		
Exsitec	197	207	17,8	14,5	13,0	11,1	2,6	2,3	21,8	18,4	1,5	1,9
Knowit	358	458	15,0	11,3	7,5	6,5	0,7	0,7	16,9	12,0	4,4	5,0
Netcompany Group	1947	2237	21,1	17,2	15,1	12,9	2,5	2,3	25,1	19,6		
NNIT	321	334	10,3	9,1	6,5	5,5	0,7	0,7	12,6		4,3	
Webstep	52	70	11,5	9,1	8,6	7,1	0,8	0,7	11,9	9,3	7,5	9,2
Innofactor (Inderes)	45	50	7,3	5,8	5,0	4,3	0,6	0,5	8,9	7,4	6,4	7,2
Mediaani pohjoismaiset yhtiöt			12,2	9,1	7,6	6,5	0,9	0,8	16,9	11,8	3,9	5,0
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			-40 %	-37 %	-34 %	-35 %	-31 %	-33 %	-47 %	-38 %	65 %	45 %
Mediaani suomalaiset yhtiöt			11,2	8,3	7,6	6,3	0,8	0,7	14,9	11,1	3,5	3,9
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			-35 %	-30 %	-34 %	-32 %	-24 %	-25 %	-40 %	-33 %	85 %	88 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	66,4	71,1	20,2	20,1	18,0	21,9	80,3	21,4	21,2	18,9	23,0	84,5	88,5	92,1
Käyttökate	10,1	7,8	2,5	1,8	2,0	2,9	9,1	2,5	2,2	2,2	3,0	9,9	10,7	11,1
Poistot ja arvonalennukset	-3,6	-3,1	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-3,3	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-3,0	-3,0	-3,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,4	5,0	1,8	1,0	1,3	2,0	6,0	1,7	1,4	1,4	2,3	6,9	7,9	8,2
Liikevoitto	6,5	4,8	1,7	1,0	1,2	1,9	5,8	1,7	1,4	1,4	2,3	6,9	7,7	8,0
Nettorahoituskulut	-0,8	-0,6	-0,4	-0,2	0,2	-0,3	-0,7	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,6	-0,3	-0,1
Tulos ennen veroja	5,7	4,2	1,3	0,8	1,4	1,6	5,2	1,6	1,3	1,3	2,1	6,2	7,4	8,0
Verot	-1,2	-0,9	-0,3	-0,4	-0,4	-0,7	-1,7	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-1,2	-1,5	-1,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	4,5	3,3	1,0	0,5	1,1	0,9	3,4	1,2	1,0	1,0	1,7	5,0	5,9	6,3
EPS (oikaistu)	0,07	0,10	0,03	0,01	0,03	0,03	0,10	0,03	0,03	0,03	0,05	0,14	0,17	0,18
EPS (raportoitu)	0,12	0,09	0,03	0,01	0,03	0,02	0,10	0,03	0,03	0,03	0,05	0,14	0,16	0,18

Tunnusluvut	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	0,3 %	7,2 %	19,2 %	18,6 %	8,0 %	6,8 %	12,8 %	5,7 %	5,6 %	5,1 %	4,7 %	5,3 %	4,8 %	4,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		14 %	27 %	39 %	25 %	5 %	20 %	-3 %	38 %	13 %	17 %	14 %	15 %	5 %
Käyttökate-%	15,2 %	11,0 %	12,3 %	8,8 %	10,9 %	13,1 %	11,3 %	11,6 %	10,4 %	11,5 %	13,2 %	11,7 %	12,0 %	12,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	6,6 %	7,1 %	8,8 %	5,2 %	7,0 %	8,9 %	7,5 %	8,0 %	6,8 %	7,5 %	9,9 %	8,1 %	8,9 %	8,9 %
Nettotulos-%	6,8 %	4,7 %	5,1 %	2,3 %	5,9 %	4,0 %	4,3 %	5,8 %	4,8 %	5,4 %	7,4 %	5,9 %	6,6 %	6,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	39,3	35,6	34,3	32,8	31,2
Liikearvo	26,8	26,8	26,8	26,8	26,8
Aineettomat hyödykkeet	2,4	1,9	1,7	1,5	1,3
Käyttöomaisuus	5,9	4,3	4,5	4,7	4,9
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	4,1	2,4	1,2	-0,3	-2,0
Vaihtuvat vastaavat	16,5	18,9	20,3	22,2	23,1
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	14,5	18,4	17,7	18,6	19,4
Likvidit varat	2,0	0,4	2,5	3,6	3,8
Taseen loppusumma	55,8	54,5	54,6	55,0	54,4

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	24,8	25,5	28,0	31,0	34,1
Osakepääoma	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Kertyneet voittovarot	5,3	8,2	10,7	13,7	16,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muu oma pääoma	17,2	15,1	15,1	15,1	15,1
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	9,2	4,9	7,3	4,9	1,9
Laskennalliset verovelat	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	7,3	3,1	5,4	3,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	21,8	24,1	19,3	19,2	18,4
Korolliset velat	7,0	6,6	2,4	1,5	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	14,8	17,6	16,9	17,7	18,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	55,8	54,5	54,6	55,0	54,4

DCF-laskelma

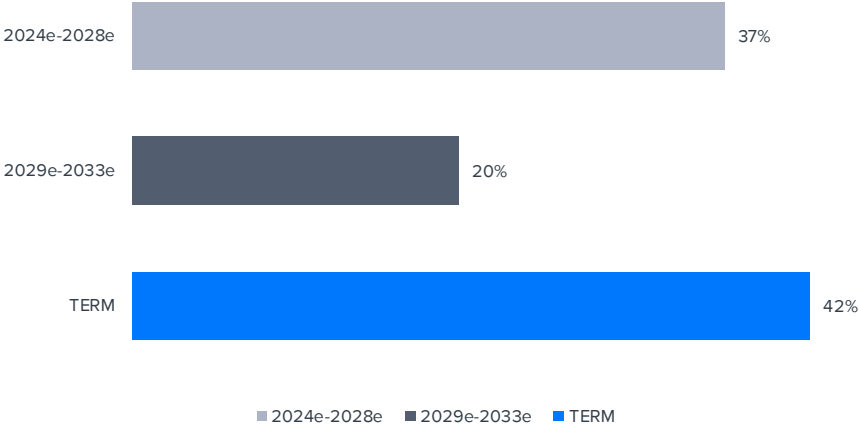
DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	12,8 %	5,3 %	4,8 %	4,1%	3,1%	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	7,3 %	8,1%	8,7 %	8,7 %	8,8 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
Liikevoitto	5,8	6,9	7,7	8,0	8,4	7,8	8,0	8,2	8,4	7,5	7,6	
+ Kokonaispoistot	3,3	3,0	3,0	3,1	3,1	3,1	3,2	3,1	2,9	3,1	3,3	
- Maksetut verot	-0,1	0,0	0,0	0,0	-1,7	-1,6	-1,7	-1,7	-1,8	-1,6	-1,6	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	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	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	7,8	9,8	10,6	11,1	9,7	9,3	9,5	9,6	9,5	9,1	9,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-1,2	-3,0	-3,1	-3,1	-3,2	-3,2	-3,3	-3,3	-3,4	-3,4	-3,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	6,6	6,8	7,5	8,0	6,5	6,0	6,2	6,2	6,1	5,7	5,9	
+/- 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	6,6	6,8	7,5	8,0	6,5	6,0	6,2	6,2	6,1	5,7	5,9	75,6
Diskontattu vapaa kassavirta		6,3	6,3	6,2	4,6	3,9	3,7	3,4	3,0	2,6	2,4	31,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		73,5	67,2	60,9	54,7	50,1	46,2	42,6	39,2	36,2	33,6	31,2
Velaton arvo DCF		73,5										
- Korolliset velat		-9,6										
+ Rahavarat		0,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		64,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,80										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,55
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,4 %

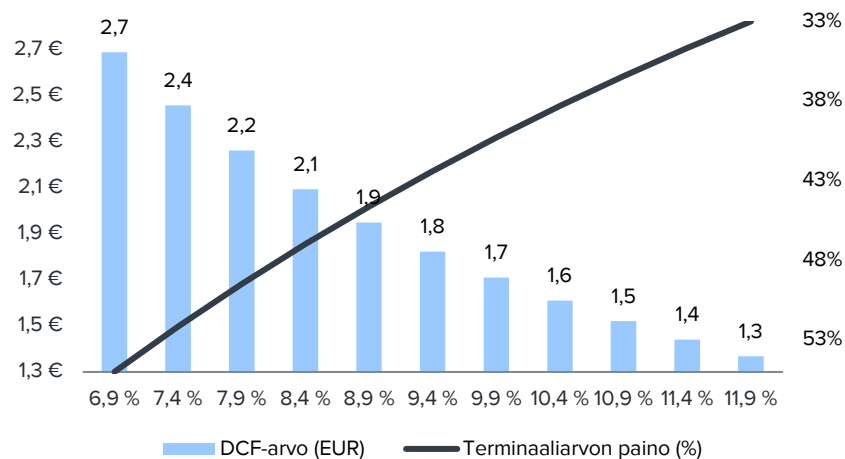
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

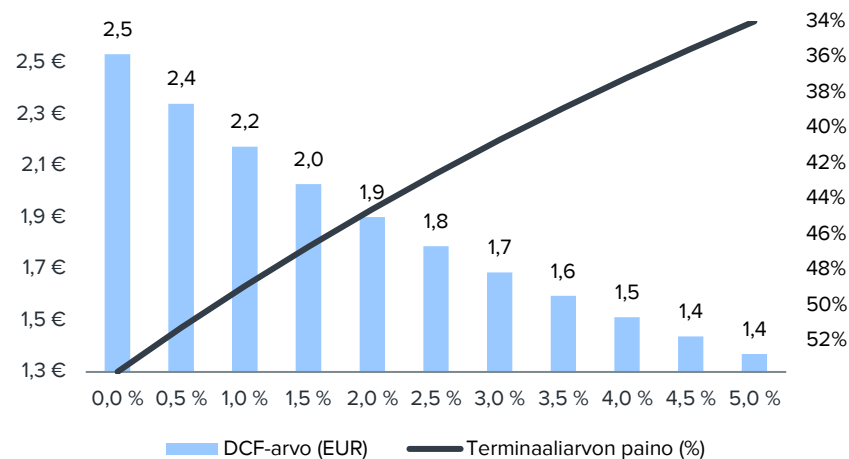


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

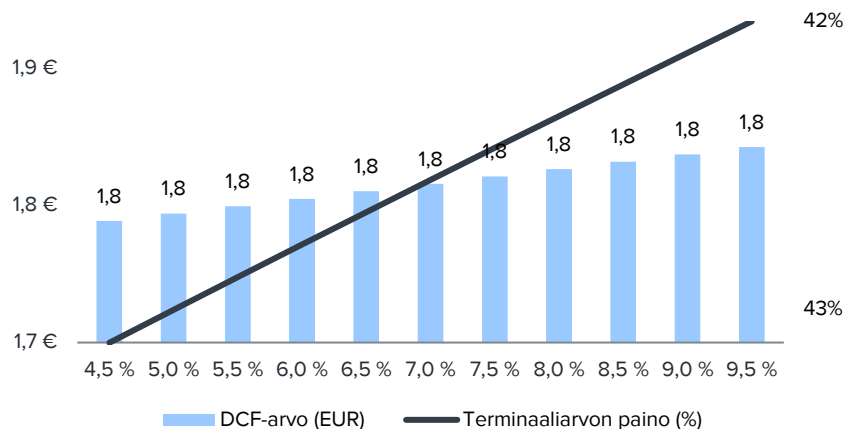
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



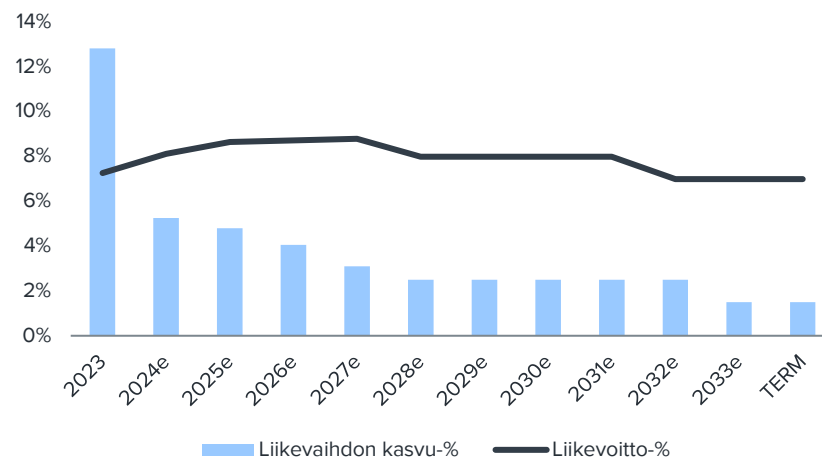
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	66,4	71,1	80,3	84,5	88,5	EPS (raportoitu)	0,12	0,09	0,10	0,14	0,16
Käyttökate	10,1	7,8	9,1	9,9	10,7	EPS (oikaistu)	0,07	0,10	0,10	0,14	0,17
Liikevoitto	6,5	4,8	5,8	6,9	7,7	Operat. kassavirta / osake	0,24	0,20	0,22	0,27	0,30
Voitto ennen veroja	5,7	4,2	5,2	6,2	7,4	Vapaa kassavirta / osake	0,21	0,00	0,18	0,19	0,21
Nettovoitto	4,5	3,3	3,4	5,0	5,9	Omapääoma / osake	0,70	0,68	0,71	0,78	0,87
Kertaluontoiset erät	2,1	-0,3	-0,2	0,0	-0,2	Osinko / osake	0,08	0,06	0,07	0,08	0,09
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	51,1	55,8	54,5	54,6	55,0	Liikevaihdon kasvu-%	0 %	7 %	13 %	5 %	5 %
Oma pääoma	25,5	24,8	25,5	28,0	31,0	Käyttökatteen kasvu-%	n.a.	n.a.	17 %	9 %	8 %
Liikearvo	26,4	26,8	26,8	26,8	26,8	Liikevoiton oik. kasvu-%	n.a.	n.a.	20 %	14 %	15 %
Nettovelat	7,9	12,4	9,2	5,3	0,9	EPS oik. kasvu-%	n.a.	n.a.	3 %	38 %	21 %
						Käyttökate-%	15,2 %	11,0 %	11,3 %	11,7 %	12,0 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Oik. Liikevoitto-%	6,6 %	7,1 %	7,5 %	8,1 %	8,9 %
Käyttökate	10,1	7,8	9,1	9,9	10,7	Liikevoitto-%	9,8 %	6,7 %	7,3 %	8,1 %	8,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,1	-0,7	-1,2	0,0	0,0	ROE-%	18,4 %	13,2 %	13,7 %	18,6 %	19,9 %
Operatiivinen kassavirta	8,9	7,3	7,8	9,8	10,6	ROI-%	17,7 %	12,8 %	15,8 %	19,4 %	21,6 %
Investoinnit	-1,3	-7,4	-1,2	-3,0	-3,1	Omavaraisuusaste	49,9 %	44,4 %	46,8 %	51,2 %	56,3 %
Vapaa kassavirta	7,6	-0,2	6,6	6,8	7,5	Nettovelkaantumisaste	30,8 %	50,0 %	36,1 %	19,1 %	2,9 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	1,0	0,7	0,7	0,6	0,5						
EV/EBITDA (oik.)	6,3	6,5	5,8	5,0	4,3						
EV/EBIT (oik.)	14,4	10,0	8,8	7,3	5,8						
P/E (oik.)	23,2	10,7	12,2	8,9	7,4						
P/B	2,2	1,5	1,7	1,6	1,4						
Osinkotuotto-%	5,3 %	5,7 %	5,7 %	6,4 %	7,2 %						

Lähde: Inderes

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 (välttämät 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 käsitellä 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 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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
31.10.2018	Vähennä	0,52 €	0,50 €
28.1.2019	Vähennä	0,35 €	0,40 €
6.3.2019	Vähennä	0,45 €	0,47 €
15.5.2019	Vähennä	0,58 €	0,60 €
5.6.2019	Myy	0,68 €	0,71 €
24.7.2019	Vähennä	0,68 €	0,63 €
30.10.2019	Vähennä	0,80 €	0,75 €
26.2.2020	Vähennä	0,90 €	0,78 €
1.4.2020	Lisää	0,68 €	0,66 €
5.5.2020	Lisää	0,90 €	0,84 €
23.6.2020	Lisää	0,95 €	0,90 €
24.6.2020	Vähennä	1,30 €	1,19 €
28.10.2020	Lisää	1,40 €	1,28 €
19.2.2021	Lisää	1,80 €	1,43 €
28.4.2021	Lisää	2,00 €	1,97 €
10.6.2021	Lisää	2,00 €	1,72 €
23.7.2021	Osta	2,00 €	1,86 €
27.10.2021	Vähennä	1,80 €	1,59 €
18.2.2022	Lisää	1,50 €	1,33 €
27.4.2022	Lisää	1,45 €	1,24 €
28.6.2022	Lisää	1,35 €	1,17 €
22.7.2022	Vähennä	1,00 €	1,02 €
25.10.2022	Vähennä	1,00 €	1,00 €
10.2.2023	Lisää	1,35 €	1,20 €
26.4.2023	Lisää	1,45 €	1,29 €
20.7.2023	Lisää	1,35 €	1,11 €
11.9.2023	Lisää	1,35 €	1,14 €
25.10.2023	Lisää	1,30 €	1,11 €
9.2.2024	Osta	1,55 €	1,25 €

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

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

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön 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



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.**