

Witted Megacorp

Yhtiöraportti

21.08.2024 07.00 EEST



Frans-Mikael Rostedt
+358 44 327 0395
frans-mikael.rostedt@inderes.fi



Antti Luiri
+358 50 571 4893
antti.luiri@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Askelmerkit alkavat lähestyä lankkua

Wittedin Q2-raportti oli kokonaisuutena positiivinen kannattavuuden kehittyessä odotuksiamme paremmin. Liikevaihto jatko odotetusti selvässä laskussa, mutta myös asiantuntijamäärä laski yhä odotuksiamme enemmän. Kuluvan vuoden tulosenusteemme nousi tulositytyksen takia, mutta lähivuosien liikevaihto- ja tulosenusteemme laskivat asiantuntijamäärän laskun sekä markkinan vahvistumisodotusten lykkääntymisen takia. Arvostustaso (2024-26 EV/EBITA 11-5x) on matala ja näemme tuotto-odotuksen houkuttelevana kannattavuuskäänteen jatkuessa ja liikevaihdon selkeään pudotuksen pysähtyessä, mutta vastapainona riskitaso on edelleen korkea. Toistamme 2,2 euron tavoitehintamme ja lisää-suosituksemme.

Kannattavuusparannus etenee yhtiön pelikirjan mukaisesti

Wittedin Q2-liikevaihto laski selvästi (-16 %) 13,7 MEUR:oon, mikä oli täysin odotustemme mukaista huhti- toukokuun lukujen oltua jo tiedossa. Organisesti liikevaihto laski noin 17 %. Laskun taustalla on yhtiöön kovaa iskenyt vaikea markkinatilanne ja vuoden edetessä asteittain piristynyt uusmyynti ei vielä näkynyt liikevaihdossa. Kannattavuus jatkoi paranevalla trendillä kustannussäästötoimenpiteiden ansiosta ja oikaistu EBITA-% nousi 3,5 %:iin (Q2'23: 1,6 %) ylittäen odotuksemme. Hyvän kannattavuustrendin taustalla on säästötoimenpiteiden ansiosta laskeneet kiinteät kulut, mutta myös parantunut myyntikate. Molemmat segmentit paransivat kannattavuuttaan ja Norjan liikevaihto kääntyi pieneen kasvuun. Konsernin asiantuntijamäärän lasku jatkui kuitenkin edelleen kesäkuussa odotuksiamme suurempana.

Uusmyynnissä piristymistä, mutta odotamme selkeämmän markkinakäänteen menevän vuoden 2025 puolelle

Yhtiö kommentoi myynnin sujuneen pirteämmin Q2:lla verrattuna aiempaan, vaikka markkina on edelleen turbulentti. Odotamme markkinatilanteen hieman parantuvan H2:n aikana. Suomen osalta odotuksemme kohdistuvat kuitenkin nyt aiempaa selkeämmin vuoteen 2025, jolloin arvioimme koronlaskujen ja yleisen taloustilanteen vahvistumisen tukevan kysyntää. Ennustamme Wittedin asiantuntijamäärän kääntyvän ujoon nousuun vuoden loppua kohden mentäessä, mutta odotuksia enemmän Q2:n aikana laskenut asiantuntijamäärä ja markkinatilanteen parantumisen potkiminen eteenpäin laskivat liikevaihtoennusteitamme 2-6 %. 2024-tulosenusteemme nousi 20 % ja se on nyt aiempaa tukevammalla pohjalla Q2:n jälkeen. Lähivuosien tulosenusteemme laskivat absoluuttisesti hieman liikevaihdon laskun mukana. 2024 ennustamme liikevaihdon laskevan organisesti 17 % ja vuosina 2025-27 kasvavan keskimäärin noin 6 %. Oik. EBITA-%:n arvioimme nousevan tänä vuonna 3,3 %:iin ja vuonna 2025 4,3 %:iin parempien myyntikatteiden ja kiinteiden kulujen skaalautumisen ajamana.

Arvostus on houkutteleva kannattavuuskäänteen edetessä ja asiantuntijamäärän laskun taituessa

Wittedin keskeiset kurssiajurit lähiaikoina ovat nähdäksemme kannattavuuden nousu ja asiantuntijamäärän laskun kääntymisen. Arvostus on liikevaihtopohjaisesti matala (24e EV/S: 0,37x), minkä myötä yhtiöön kohdistuvat odotukset on painettu alas. Arvioimme yhtiöllä olevan edelleen hyvät organisen kasvun edellytykset markkinan jälleen piristessä ja kannattavuuden noustessa edes kohtuulliselle (EBITA-% >4,5 %) tasolle, on tuotto-odotus mielestämme houkutteleva. Q2 laski yhtiön kannattavuuden nousuun liittyvää riskiä, mutta otanta on yhä pieni. 2025e EV/EBITA painuu jo 7,2x-tasolle sektorin kontekstissa vielä heikolla 4,3 %:n kannattavuudella. Tuotto-odotuksen vastapainona sijoittaja kuitenkin kantaa yhtiön organisaatiomuutoksen onnistumiseen, jatkuvaan tehostuskierteeseen joutumiseen, kasvuvauhtiin ja tulevaan kannattavuuteen liittyvää koholla olevaa riskiä. Markkina-arvoon suhteutettuna tukeva nettokassa ja pessimistinen DCF-skenaariorimme (1,7 €) mielestämme kuitenkin rajaavat riskiä alaspäin.

Suositus

Lisää

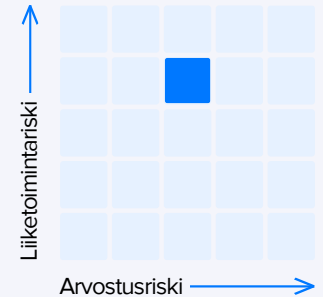
(aik. Lisää)

2,20 EUR

(aik. 2,20 EUR)

Osakekurssi:

1,80



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	64,1	53,7	56,8	60,8
kasvu-%	21 %	-16 %	6 %	7 %
EBIT oik.	-0,2	1,8	2,4	3,0
EBIT-% oik.	-0,2 %	3,3 %	4,3 %	5,0 %
Nettotulos	-1,6	0,3	1,2	1,7
EPS (oik.)	-0,01	0,10	0,14	0,17
P/E (oik.)	neg.	18,3	13,0	10,6
P/B	2,2	1,8	1,7	1,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	11,2	7,2	5,0
EV/EBITDA	neg.	13,3	7,1	4,9
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,3	0,2

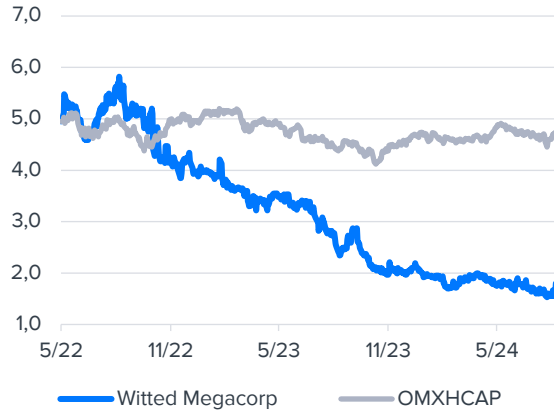
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

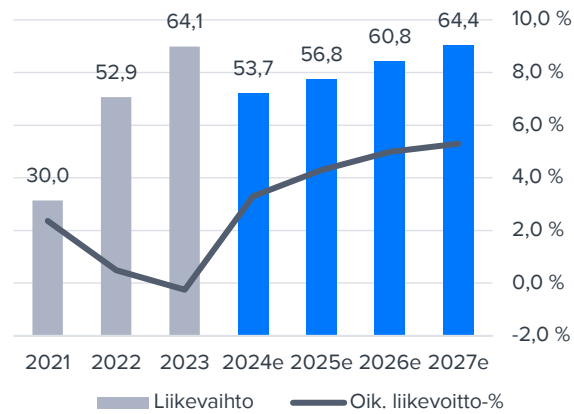
Ei ohjeistusta. Yhtiö raportoi kuukausittain liikevaihdon ja asiantuntijamäärän kehityksen.

Osakekurssi



Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Toimialan vahva kysyntänäkymä pitkällä aikavälillä
- Laajentuminen nykyisissä sekä uusissa toimintamaissa
- Omien työntekijöiden osuuden kasvu asiantuntijoista
- Kasvustrategian vauhdittaminen yrityskaupoin
- Kannattavuuden vahvistuminen matalilta tasoilta, erityisesti kansainvälisissä toiminnoissa



Riskitekijät

- Epäonnistuminen sopeutumisessa muuttuneeseen markkinatilanteeseen, jossa kilpailua ei käydy vain osajista
- Makrotaloustilanteen heikentymisen riskit asiakaskysyntään
- Freelancer-toimintamallin pitkän ajan kannattavuuspotentiaalin epävarmuus
- Tulevissa yritysostoissa tai maantieteellisessä laajentumisessa epäonnistuminen
- Kokoluokan vauhdikkaasta kasvusta aiheutuvat mahdolliset kasvukivut

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	1,80	1,80	1,80
Osakemäärä, milj. kpl	15,5	15,5	15,5
Markkina-arvo	28	28	28
Yritysarvo (EV)	20	18	15
P/E (oik.)	18,3	13,0	10,6
P/E	>100	23,5	16,7
P/B	1,8	1,7	1,6
P/S	0,52	0,49	0,46
EV/Liikevaihto	0,37	0,31	0,25
EV/EBITDA	13,3	7,1	4,9
EV/EBIT (oik.)	11,2	7,2	5,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Kannattavuuskäänne etenee lupaavasti

Suomessa liikevaihto laski odotetun selvästi, kansainvälisessä liiketoiminnassa pientä piristymistä havaittavissa

Wittedin Q2-liikevaihto laski selvästi 16 % 13,7 MEUR:oon (Q2'23: 16,3 MEUR) ollen linjassa odotuksiimme. Orgaanisesti liikevaihto supistui noin 17 %. Suomen liiketoiminta laski selvästi, kun taas kansainvälinen liiketoiminta kääntyi arviomme mukaan orgaanisesti pieneen kasvuun. Yhtiö ei raportoinut segmenttien vertailulukuja. Liikevaihdon kehitystä tuki hieman kansainvälisessä liiketoiminnassa Lohde Advisory Ab yrityskauppa. Yhteensä kvartaalilla oli yksi työpäivä enemmän, jonka positiivinen vaikutus on vajaa 2 %. Valuuttakurssien vaikutus oli minimaalinen.

Asiantuntijamäärä jatkoi laskusuunnassa kausiluontoisesti hiljaisena kesäkuuna verrattuna toukokuuhun loppuun. Määrä kuun lopussa laski 337 asiantuntijaan mikä oli pitkälti linjassa odotuksiemme

kanssa (340). Negatiivinen yllätys oli omien työntekijöiden määrän melko suuri pudotus 96:een kesäkuussa toukokuun lopun 105:stä.

Kannattavuuskäänne eteni odotuksiamme paremmin

Wittedin Q2-kannattavuus vahvistui selvästi heikkoon vertailukauteen nähden ja ylitti odotuksemme. Taustalla oli viime kvartaalien tavoin tehdyt kustannussäästötoimenpiteet ja paremmat myyntikatteet, vaikka liikevaihdon lasku vaikeuttaakin kannattavuusparannusta. Oikaistu EBITA nousi 0,5 MEUR:oon vertailukauden -0,3 MEUR:sta ylittäen 0,3 MEUR odotuksemme. Suhteellisesti oik. EBITA-% nousi 3,5 %:iin %:iin (Q2'23: -1,6 %, Inderes ennuste: 2,2 %). Ilman muutosneuvotteluihin liittyviä kertaluonteisia henkilöstökuluja EBITA-% oli 3,0 %. Taso on edelleen absoluuttisesti kohtuullisen matala, mutta trendi on nyt selkeästi oikea. Sijoittajan on kuitenkin hyvä huomioida, että Wittedin hyvin

matalan liikevaihtopohjaisen arvostuksen vuoksi (EV/S 2024e 0,4x) jokaisella prosenttiyksiköllä kannattavuudessa on merkitystä.

Kannattavuusylityksen selkein selittävä tekijä olivat liiketoiminnan muut kulut, jotka alittivat odotuksemme noin 0,1MEUR:lla. Muiden kulujen suhde liikevaihtoon oli 5,2 % (Q2'23: 7,0 %), joka on jo erittäin hyvä taso. Myyntikatteet kehittyivät noin odotuksiemme mukaisesti vahvistuen vertailukaudesta.

Kansainvälisissä toiminnoissa kannattavuus kehittyi odotuksiamme paremmin ja EBITA nousi hieman positiiviseksi (Q1'24: -1,4 %). Myös Suomessa kannattavuusparannus jatkui ja EBITA-% nousi 7,9 %:iin (Q1'24: 7,7 %) ja oikaistuna yli yhtiön tavoitetason 8,2 %:iin. Konsernikulut jyvitettyinä Suomen kannattavuus vastaa noin 5 %:in kannattavuutta ja Kansainvälisen liiketoiminnan noin -2 %:n kannattavuutta.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q2'23	Q2'24	Q2'24e	Q2'24e	Konsensus		Erutus (%)	2024e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	16,3	13,7	13,7				0 %	53,7
Orgaaninen kasvu-%	-3,5 %	-16,9 %	-17,6 %				4 %	-16,9 %
EBITA	-0,41	0,41	0,30				37 %	1,4
EBITA (oik.)	-0,27	0,48	0,30				59 %	1,8
Tulos ennen veroja	-0,69	0,23	0,03				635 %	0,7
Liikevaihdon kasvu-%	25,3 %	-15,8 %	-16,2 %				0,4 %-yks.	-16,3 %
EBITA-% (oik.)	-1,6 %	3,5 %	2,2 %				1,3 %-yks.	3,3 %

Lähde: Inderes

Witted Q2'24: Kannattavuudessa loikka parempaan



Markkinatilanne edelleen odottavassa tilassa, mutta odotuksia paremmasta on

Markkinakommenteissa ei juuri uutta

Witted kommentoi jo kuukausikatsauksissaan uusmyynnin sujuneen aiempaa pirteämmin Q2:n kuukausina ja odottaa hiljalleen parantuvaa markkinatilannetta. Yhtiö kommentoi sen myynnin kehittämisen etenevän hyvin ja nosti esimerkkinä tästä valinnan Ylen sopimuskumppaniksi puitesopimuskilpailutuksessa hyvillä laatuasteilla.

Markkinatilanne on muiden sektorilta kuultujen kommenttien valossa jatkunut erittäin vaikeana ja yleisessä taloustilanteessa ei ole vielä parempaa näkyvissä lyhyellä aikavälillä. Markkinakehityksen ennustaminen on kuitenkin erittäin vaikeaa lyhyellä aikavälillä.

Norjan lainsäädännössä ei edelleenkään selvyttä

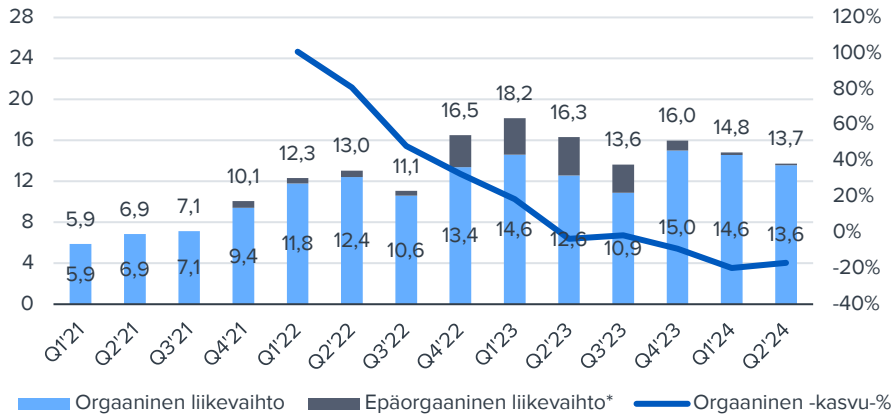
Norjassa IT-alan freelancerien työn tarjoamista suoraan asiakkaille vaikeuttava lakimuutos vietiin läpi kesäkuussa. Yhtiö kommentoi, että Norjan eduskunta ja hallitus ovat antaneet lausuntoja, jotka antavat ymmärtää, että IT-alalle on tulossa poikkeuksia lakiin. Poikkeukset helpottavat yksityisyrittäjien oman työpanoksen myymistä. Ehdotettujen muutosten voimaantulo vie kuitenkin aikaa, eivätkä yksityiskohdat ole vielä selviä. Arviomme mukaan lainsäädännössä tullaan todennäköisesti tekemään poikkeuksia IT-alalla, mutta jäämme edelleen seuraamaan tilannetta.

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	16,3	13,7	13,7				0 %	53,7
Orgaaninen kasvu-%	-3,5 %	-16,9 %	-17,6 %				4 %	-16,9 %
EBITA	-0,41	0,41	0,30				37 %	1,4
EBITA (oik.)	-0,27	0,48	0,30				59 %	1,8
Tulos ennen veroja	-0,69	0,23	0,03				635 %	0,7
Liikevaihdon kasvu-%	25,3 %	-15,8 %	-16,2 %				0,4 %-yks.	-16,3 %
EBITA-% (oik.)	-1,6 %	3,5 %	2,2 %				1,3 %-yks.	3,3 %

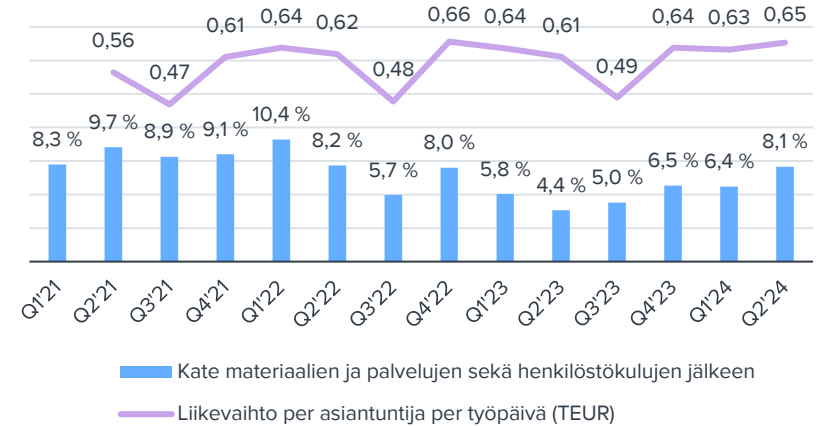
Lähde: Inderes

Keskeisiä tunnuslukuja

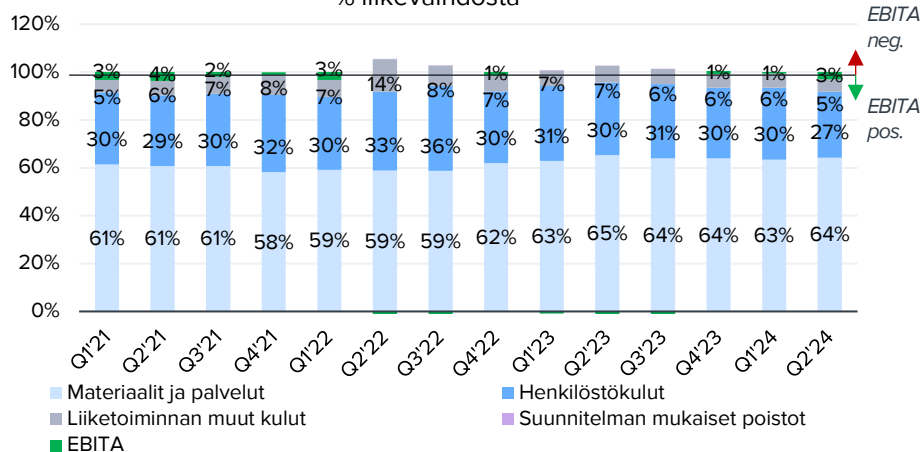
Liikevaihdon kehitys*,
kasvu-% ja MEUR



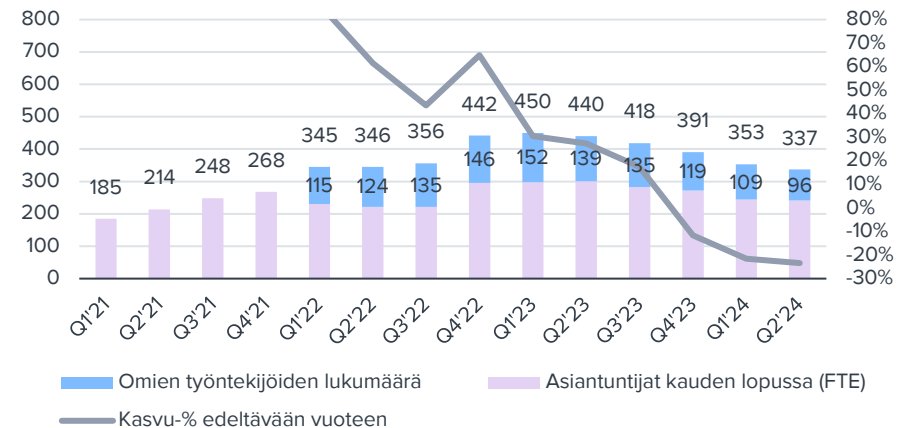
Laskutustehokkuuden ja katteiden*** kehitys,**
TEUR per työpäivä ja % liikevaihdesta



Kustannusrakenne,
% liikevaihdesta



Asiantuntijoiden määrä
FTE # kauden lopussa ja kasvu-%

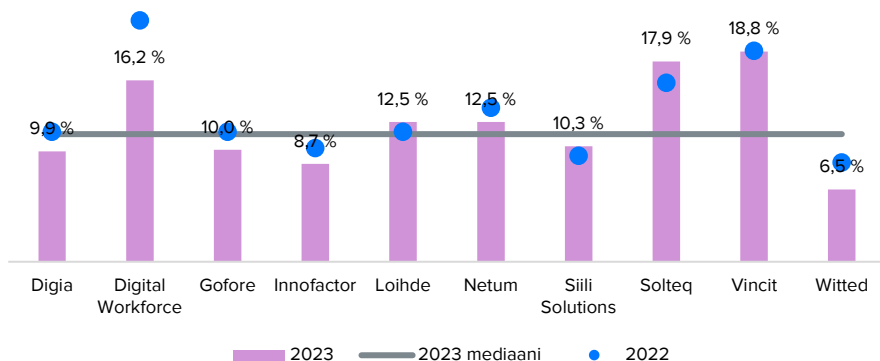


Lähde: Witted, Inderes

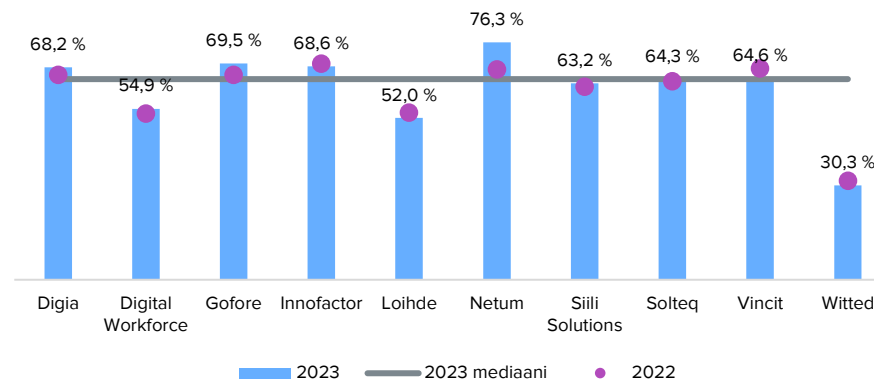
*Inderes arvio liikevaihdon jakaumasta. **Mittari on yhdistelmä laskutusasteiden ja laskutettavien tuntihintojen kehityksestä. ***Katteesta on vähennetty myös hallinnon henkilöstökulut.

Sektorin relevantit raportoidut mittarit 1/2

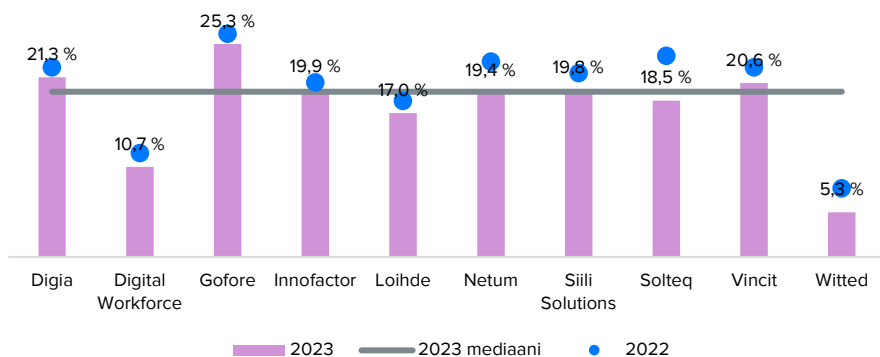
Muut kulut suhteessa liikevaihtoon (%)



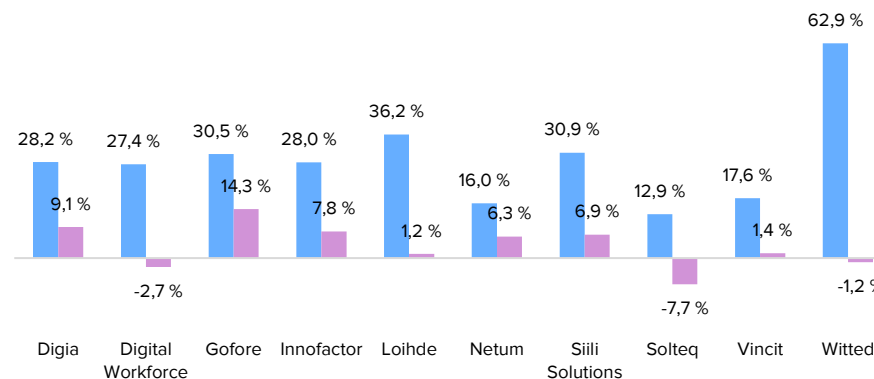
Henkilöstökulujen osuus kaikista operatiivisista kuluista (%)



Liikevaihdon kate materiaalien ja palveluiden sekä henkilöstökulujen jälkeen (%)



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

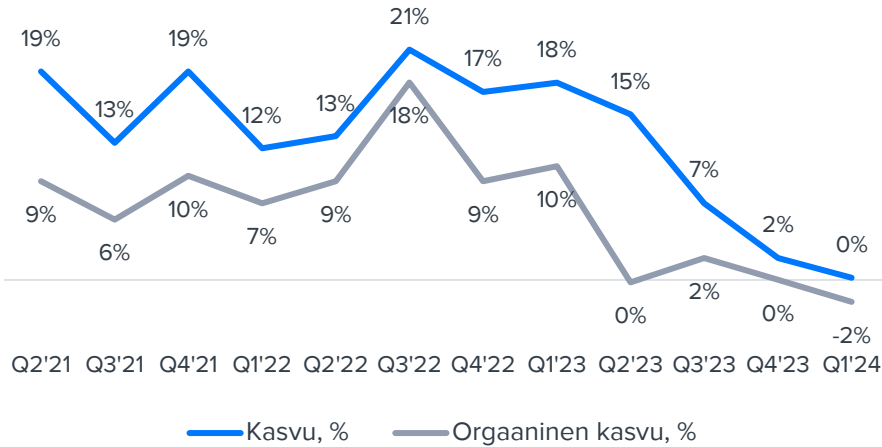


Lähde: Inderes, yhtiöt

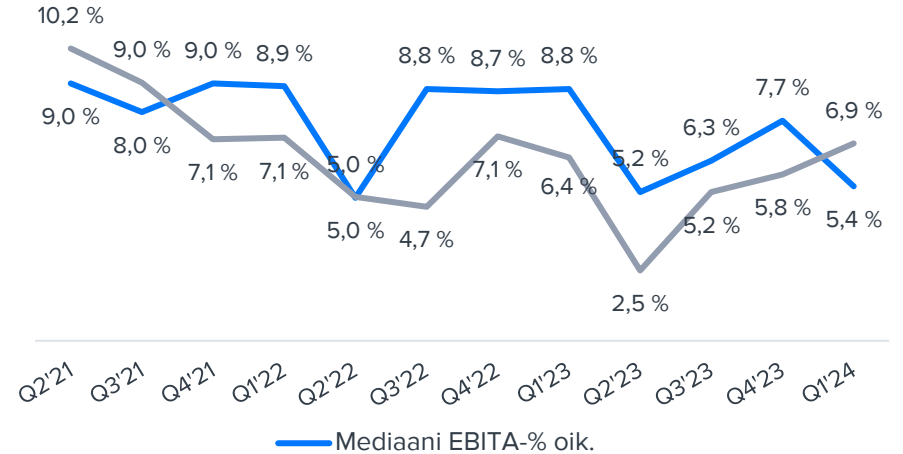
EBITA= Liikevoitto + yritysostojen aineettomat poistot/liikearvon poistot + kertaluonteiset alaskirjaukset.

Sektorin relevantit raportoidut mittarit 2/2

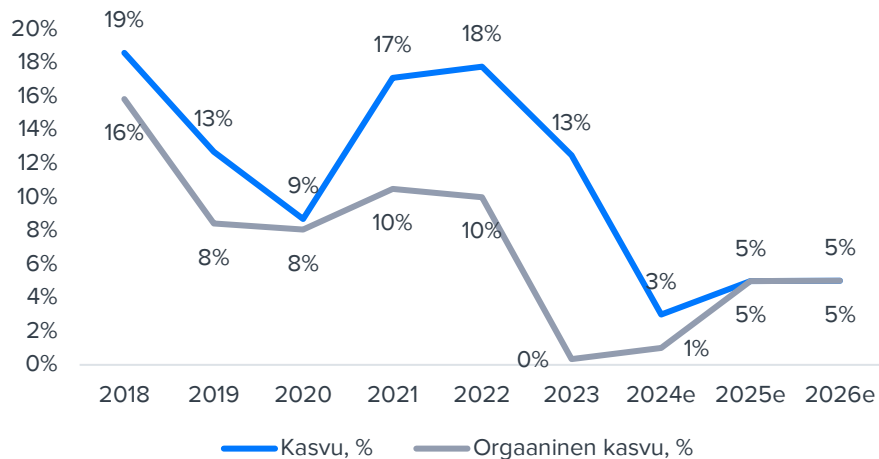
Suomen listattu IT-palvelusektori, liikevaihto



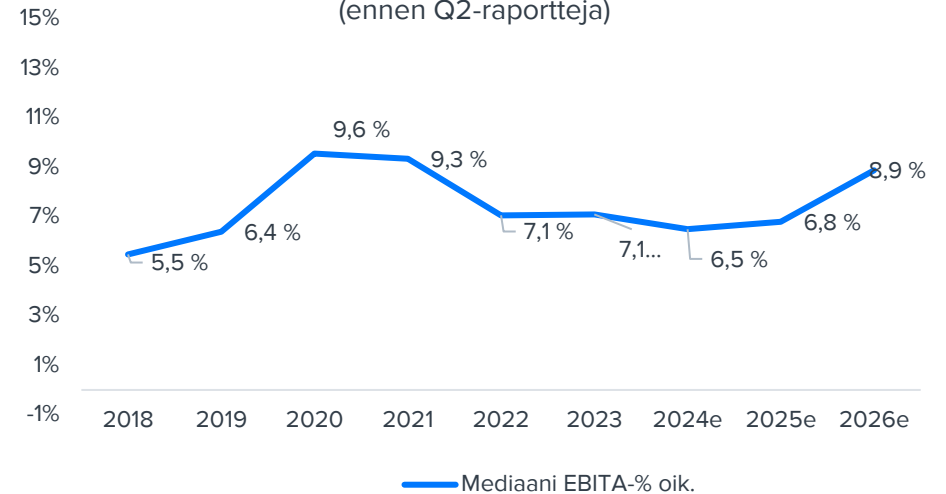
Suomen listattu IT-palvelusektori, kannattavuus



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



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



Ennustemuutokset

Ennustemuutokset 2024e-2026e:

- Liikevaihtoennusteemme laskivat noin 6 % lähivuosille. Taustalla oli odotuksiamme suurempi asiantuntijamäärän lasku kesäkuussa sekä aiempaan arvioomme nähden eteenpäin potkittu markkinatilanteen parantuminen.
 - Nyt odotamme asiantuntijamäärän kääntyvän ujoon nousuun Q4'24:llä ja kasvun keräävän jälleen asteittain vauhtia vuoden 2025 aikana. Vuoden taakse verrattuina kasvulukuina tämä alkaa kuitenkin näkyä vasta H2'2025.
 - Kasvuun kääntymistä ensi vuonna tukee yhtiön kommentit piristyneestä myyntiaktiiviteetista ja odotettavasti paranevasta yleisestä taloustilanteesta korkojen laskun tukemana.
 - Norjan markkinan odotamme kääntyvän Suomea aiemmin, ja odotamme yhtiön kansainvälisen liiketoiminnan kasvavan jo noin 9 % vuonna 2025.
 - Kuluvana vuonna arvioimme Wittedin liikevaihdon laskevan orgaanisesti 17 % ja vuosina 2025-2027e kasvavan noin 6 % vuosittain, kun markkinakysyntä vahvistuu. Taso on sektorin keskimäärästä hieman korkeampi (vajaa 5 % ennen Q2-tuloksia).

Ennustemuutokset 2024e-2026e:

- Liikevaihtoennusteemme ovat nyt viritetty konservatiiviseen tilaan verrattuna yhtiön historiallisiin kasvunäyttöihin.
- 2025 tulosenusteemme laskivat noin linjassa liikevaihtoennusteiden kanssa. 2026 tulosenusteemme laskivat hieman vähemmän, kun arvioimme kiinteiden kulujen skaalautuvan kasvun jälleen käynnistyessä.
 - Tulosenusteissa on hyvä huomioida, että yhä matalan marginaalitason takia melko pienet absoluuttiset muutokset heiluttavat ennusteita kohtuullisen merkittävästi.
 - Tulosenusteisiin kohdistuva riski on mielestämme aiempaa pienempi hyvän kannattavuuskehityksen takia. Otanta on edelleen pieni, mutta suunta on oikea.

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	54,7	53,7	-2 %	60,2	56,8	-6 %	64,4	60,8	-6 %
Käyttökate	1,2	1,5	21 %	2,7	2,5	-8 %	3,2	3,1	-4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,4	1,8	23 %	2,6	2,4	-7 %	3,1	3,0	-2 %
Tulos ennen veroja	0,3	0,7	117 %	1,9	1,7	-8 %	2,4	2,3	-2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,08	0,10	28 %	0,15	0,14	-5 %	0,17	0,17	-1 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,00	0,00		0,00	0,00	

Lähde: Inderes

Arvostus (1/2)

Kannattavuuskäänteeseen edetessä tuotto-odotus on houkutteleva

Wittedin sijoitustarinan iso kysymysmerkki on ollut ja on edelleen kannattavuuden vahvistuminen kohti sektorin keskimääräisiä tasoja. Luottamuksemme kannattavuuskäänteeseen on vahvistunut Q4'23-Q2'24:lla, kun yhtiön kannattavuus on kehittynyt sen tavoitteiden mukaisesti vaikeassa markkinatilanteessa. Yhtiön arvostus on liikevaihtopohjaisesti matala (24e EV/S: 0,37x), minkä myötä yhtiöön kohdistuvat odotukset on painettu alas. Arvioimme yhtiöllä olevan yhä hyvät kasvuedellytykset markkinan jälleen piristyessä ja kannattavuuden noustessa edes siedettävälle (EBITA-% >4,5 %) tasolle, on tuotto-odotus mielestämme houkutteleva. Q2:n kannattavuuskehitys laski mielestämme yhtiön kannattavuuteen liittyvää riskiä, mutta otanta on vielä pieni. Markkinatilanteen parantuessa vuosille 2025-2027 ennustamamme vajaan 6 %:n orgaaninen kasvuvauhti ja jäljellä oleva selkeä kannattavuuspotentiaali tekevät sijoitustarinasta mielestämme houkuttelevan. Kannattavuusennusteemme ovat myös sektorin kontekstissa varovaiset ja kasvuennusteemme taas yhtiön historiaan nähden jo hyvin varovaiset, mikä luo potentiaalia positiivisiin yllätyksiin.

Arvioimme Wittedin osakkeen käyvän arvon 1,9-2,7 euron haarukkaan (aik. 2,0-2,8 €). Käyvän arvon ylärajana käytämme DCF-perusskenaariotamme ja alarajamme nojaa 2025e EV/EBIT 8x -menetelmään. Lyhyellä tähtäimellä IT-palvelumarkkinan merkittävä epävarmuus on heijastunut sektorin yhtiöiden arvostustasoihin ja epävarmasta lähiaikojen näkymästä johtuen nojaudumme lähemmäs käyvän arvon haarukkamme alalaitaa. Toistamme 2,2 euron tavoitehintamme, joka on menetelmiemme mediaanin

2,5 euron alapuolella (aik. 2,4 €). Wittedin sijoitustarina on kääntynyt kuluneen noin 1,5 vuoden aikana täysin päällelleen ja se nojaakin nyt hyvin vahvasti kannattavuusparannuksen etenemiseen. Toistamme lisää-suosituksen ja arvioimme lähivuosien tuotto-odotuksen olevan noin 10-20 %: tasolla. Nykytilanteessa riski alaspäin on mielestämme edelleen kohtuullisesti hallittu pessimistisen DCF-skenaarion ollessa 6 % alle nykykurssin. Jo tuhti nettokassa rajaa mielestämme selvästi riskiä alaspäin.

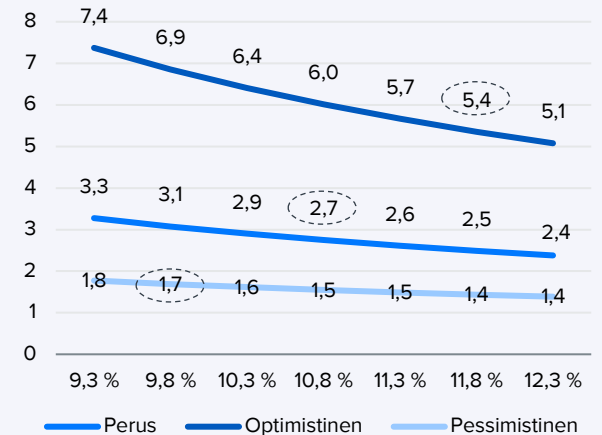
Näemme kannattavuuden vahvistumisen keskeisenä osakkeen ajurina lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä. Lyhyellä aikavälillä epävarmassa markkinatilanteessa keskeinen osakkeen ajuri on mielestämme asiantuntijamäärän kääntyminen jälleen kasvu-uralle. Mikäli yhtiö onnistuu antamaan jatkuvia lisänäyttöjä kannattavuuden selkeästä vahvistumisesta jo lyhyellä aikavälillä ja kääntämään asiantuntijamäärän laskun, arvioimme osakkeella olevan edellytykset nousta varsin nopeasti käyvän arvon haarukkaamme.

Arvioimme tuotto-odotuksen olevan nykykurssilla houkutteleva, mutta tuotto-odotuksen vastapainona sijoittaja kuitenkin kantaa edelleen yhtiön organisaatiomuutoksen onnistumiseen, kasvuvauhtiin ja tulevaan kestäväan kannattavuustasoon liittyvää koholla olevaa riskiä. Lisäksi IT-palvelumarkkinan kehitykseen lyhyellä aikavälillä liittyy merkittävää epävarmuutta heikossa taloussyklissä ja asiakasyritysten ottaessa suurempaa osuutta ohjelmistokehityksestä talon sisään. Keskeinen riski on myöskin nettokassan hassaaminen esimerkiksi huonoon yritysostoon, mutta arvioimme yhtiön olevan hyvin valikoiva nykytilanteessa. Sijoitustarinan kannalta hyvin keskeistä on myös kääntää liikevaihto jälleen orgaanisesti kasvuun ja välttää jatkuvaan tehostuskierteeseen joutuminen.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	1,80	1,80	1,80
Osakemäärä, milj. kpl	15,5	15,5	15,5
Markkina-arvo	28	28	28
Yritysarvo (EV)	20	18	15
P/E (oik.)	18,3	13,0	10,6
P/E	>100	23,5	16,7
P/B	1,8	1,7	1,6
P/S	0,52	0,49	0,46
EV/Liikevaihto	0,37	0,31	0,25
EV/EBITDA	13,3	7,1	4,9
EV/EBIT (oik.)	11,2	7,2	5,0
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

DCF-arvon herkkyys tuottovaatimukselle, euroa per osake, WACC-%



Lähde: Inderes

Arvostus (2/2)

Tuloskertoimista aletaan saada jo tukea lyhyellä aikavälillä

Vuoden 2024 tuloksesta saadaan arvostuksen ensimmäinen tukipiste, jolloin arvioimme oik. EV/EBITA:n asettuvan 11x-tasolle. Taso ei ole enää liian vaativa kannattavuuden selkeä nousupotentiaali huomioiden (2024e EBITA-%: 3,3 %). Vuonna 2025 EV/EBITA painuu jo houkuttelevalle 7,2x-tasolle (EBITA-% ennuste: 4,3 %). Suomalaisten verrokkien oikaistun EV/EBIT:n mediaani on tällä hetkellä 12,3x vuodelle 2024 ja 8,8x vuodelle 2025. Verrokkeihin suhteessa näemme arvostuksen tällä hetkellä neutraalina kestävään tuloskäänteeseen yhä liittyvä epävarmuus huomioiden.

Ennusteillamme Wittedin vuosien 2024-2025 EV/Liikevaihto-kertoimet ovat vastaavasti 0,37x ja 0,32x. Kertoimet näyttävät mielestämme absoluuttisesti houkuttelevilta jo matalalla 5 %:n EBITA-marginaalilla ja nolllakasvulla (EV/EBIT 7,4x-6,3x). Kohonnut korkotaso ja verrokkien matalat arvostukset kuluvan vuoden tuloksella (Siili, Digia, Netum, Tietoevry 2024e EV/EBIT 9x) rajoittavat nousuvaraa lyhyellä aikavälillä. Koko sektorin arvostustaso on kuitenkin mielestämme painunut jo houkuttelevalle tasolle.

Liikevaihtopohjaisesti Wittediä hinnoitellaan vajaa 60 % alle verrokkien. Alennusta puoltaa yhtiön lyhyen toimintahistorian lisäksi käynnissä olevaan muodonmuutokseen ja kannattavuusparannukseen liittyvä epävarmuus sekä kannattavuuden matalampi potentiaali (Inderes arvio EBITA-% 5-8 % vs. puhtaamman työsuhdemallin tyypilliset verrokki 8-14 %). Toisaalta yhtiön joustavan kulurakenteen tuoma vakaus tekee tuloksenteosta lähtökohtaisesti verrokkeja vakaampaa eri markkinatilanteissa. Odotamme vakaasta tulostasosta kuitenkin vielä

näyttöjä. Arvostusta tukee Wittedin historialliset kasvunäytöt ja näemme yhtiöllä etenkin kansainvälisen liiketoiminnan kautta verrokkeja keskimäärin paremmat edellytykset liiketoiminnan kasvulle, mikäli yhtiö onnistuu muuntautumisessaan.

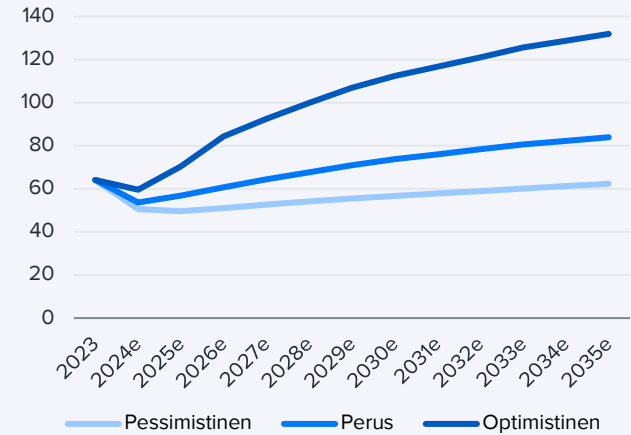
Hinnoittelu lähempänä negatiivista skenaariota

DCF-malli kuvaa mielestämme hyvin yhtiön pitkän tähtäimen potentiaalia. Perusskenaariomme DCF-arvo osakkeelle on 2,7 €/osake, mihin nähden yhtiötä hinnoitellaan selvällä alennuksella. DCF-malli on kuitenkin varsin herkkä terminaalijakson muuttujille (EBIT-% 6,0 %, kasvu 2,0 %, WACC 10,8 %) ja käytämmekin DCF-skenaarioita kuvaamaan yhtiön DCF-arvoa eri liiketoiminnan skenaarioissa ja tuottovaatimustasoilla (ks. s. 9-11 kuvaajat).

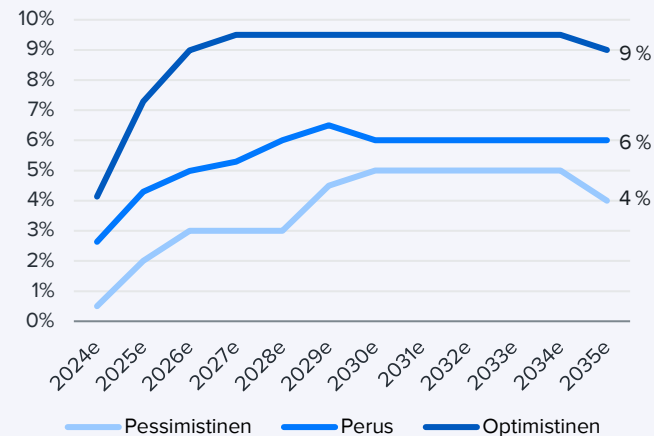
Optimistinen skenaario olettaa markkinan selvää myönteistä käännettä, yhtiön kasvavan markkinaa nopeammin sekä kannattavuuden vahvistuvan pitkällä tähtäimellä erinomaisesti (EBIT-% 9-9,5 %). Skenaario tuottaa 5,4 €/osake DCF-arvon 1%-yksikön korkeammalla tuottovaatimuksella.

Pessimistinen skenaario olettaa markkinan pidempää heikkoutta, Wittedin jäävän markkinan kasvuvauhdista jälkeen (liikevaihdon laskevan 21 % vuonna 2024) sekä kannattavuuden jäämistä pitkällä tähtäimellä matalammalle tasolle (EBIT-% 5 %, terminaali 4 %). Skenaario tuottaa 1,7 €/osake DCF-arvon 1%-yksikön matalammalla tuottovaatimuksella. Kassavirtamallin valossa yhtiön arvostus näyttää hyvin houkuttelevalta, mutta DCF:n normaalin skenaarion mukainen hinnoittelu pörssissä vaatisi mielestämme lisänäyttöjä etenevästä kannattavuusparannuksesta ja liikevaihdon kääntymistä jälleen orgaaniseen kasvuun. Skenaarioiden oletukset ovat nähtävissä seuraavalla sivulla.

Skenaarioiden liikevaihdot, MEUR

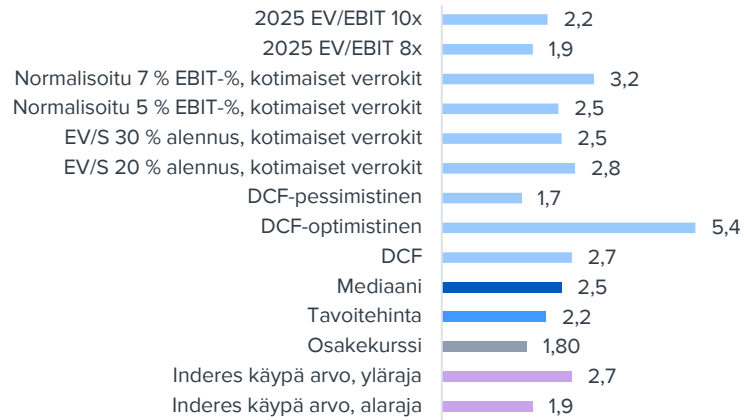


Skenaarioiden kannattavuudet, EBITA-%



Arvostuksen graafit

Arvonmäärittelyn yhteenveto, markkina-arvo, € per osake



DCF-skenaarioiden oletukset	Perus	Optimistinen	Pessimistinen
Kasvu CAGR 2023-2027e	0,1 %	9,6 %	-4,8 %
Kasvu CAGR 2023-2027e (org.)	-0,1 %	9,4 %	-5,1 %
Kasvu CAGR 2027e-2035e	3,1 %	4,5 %	1,7 %
Terminaali kasvuoletus	2,0 %	2,5 %	1,5 %
Keskimääräinen EBITA-% 2024e-2027e	4,3 %	7,5 %	2,1 %
Keskimääräinen EBITA-% 2028e-2035e	6,1 %	9,4 %	4,6 %
Terminaali EBITA-%	6,0 %	9,0 %	4,0 %

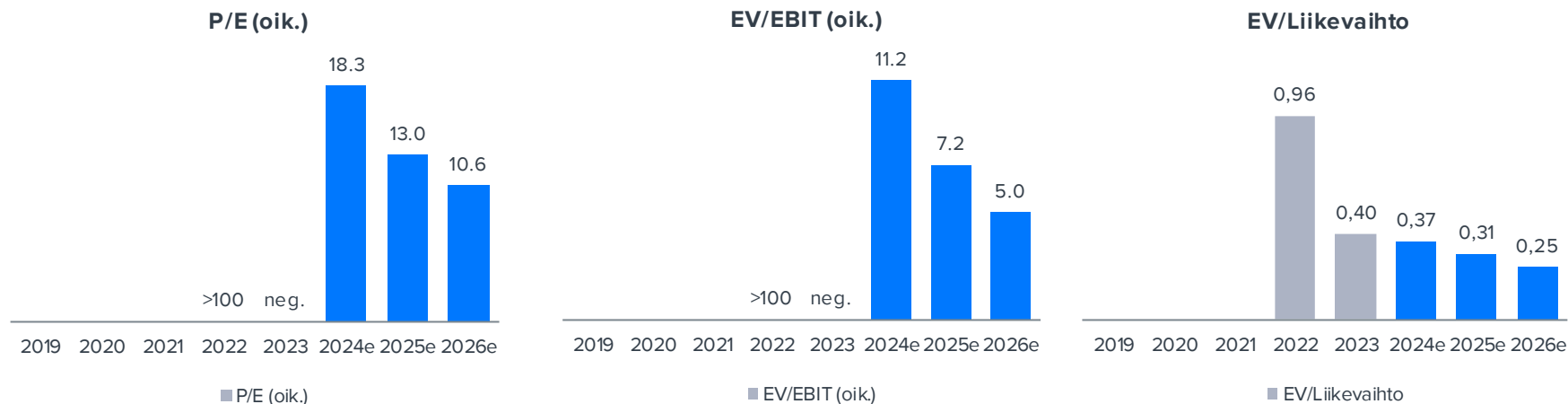
Lähde: Inderes

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi				3,90	2,13	1,80	1,80	1,80	1,80
Osakemäärä, milj. kpl				15,4	15,4	15,5	15,5	15,5	15,5
Markkina-arvo				60	33	28	28	28	28
Yritysarvo (EV)				51	26	20	18	15	11
P/E (oik.)				>100	neg.	18,3	13,0	10,6	7,1
P/E				neg.	neg.	>100	23,5	16,7	9,3
P/B				3,5	2,2	1,8	1,7	1,6	1,3
P/S				1,1	0,5	0,52	0,49	0,46	0,43
EV/Liikevaihto				1,0	0,40	0,37	0,31	0,25	0,17
EV/EBITDA				neg.	neg.	13,3	7,1	4,9	3,3
EV/EBIT (oik.)				>100	neg.	11,2	7,2	5,0	3,3
Osinko/tulos (%)				0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%				0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes. Vuoden 2020-2021 luvut on laskettu listautumishinnalla.



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Digia	159	173	8,8	7,5	7,3	6,3	0,8	0,8	10,9	9,7	3,2	3,5	1,7
Digital Workforce*	43	28	27,4	14,0	20,2	12,7	1,1	0,9	37,7	23,2			2,5
Gofore*	335	311	11,8	10,9	10,3	9,5	1,6	1,5	15,9	14,9	2,3	2,7	3,0
Loihde*	64	60	15,2	9,0	5,7	4,2	0,5	0,4	18,6	12,0	3,5	5,3	0,6
Innofactor*	60	66	12,6	11,0	8,8	7,3	0,8	0,8	16,0	13,8	4,8	5,4	2,2
Netum Group*	39	44	9,3	8,8	9,0	8,4	1,0	0,9	13,2	10,7	4,6	5,2	3,5
Tietoenvy	2205	3125	8,5	8,1	7,4	6,9	1,1	1,0	8,9	8,4	8,1	8,3	1,4
Solteq*	15	39	29,8	11,0	11,1	7,3	0,7	0,7		43,1			0,9
Siili Solutions*	66	68	9,4	8,4	6,7	5,6	0,6	0,5	13,1	11,5	3,5	3,7	1,4
Vincit*	38	27	12,6	5,6	10,2	4,8	0,3	0,3	23,0	10,1	4,3	6,5	1,2
Bouvet ASA	566	599	15,3	13,9	12,2	11,2	1,8	1,6	18,5	16,8	4,7	5,6	13,9
Netcompany Group A/S	2009	2324	20,6	17,0	15,3	13,0	2,6	2,4	25,5	19,8			3,7
Epam Systems	10409	8761	13,3	12,5	12,2	11,4	2,1	2,0	19,7	18,5			3,4
Endava PLC	1602	1450	17,7	13,8	11,7	9,3	1,7	1,5	20,1	18,5			2,1
Kainos Group PLC	1595	1454	18,4	16,2	16,6	15,1	3,2	3,0	24,1	21,9	2,3	2,6	10,0
Globant SA	7865	7970	24,9	20,9	17,9	15,5	3,7	3,2	31,7	27,1			4,0
CGI Inc	22519	23740	14,9	14,1	12,1	11,5	2,5	2,3	19,6	17,9			3,8
Avensia AB	30	35	11,7	9,0	7,5	6,6	1,0	0,9	13,3	9,8	3,3	5,5	7,1
CombinedX	62	64	10,1	7,3	6,1	4,9	0,8	0,7	12,8	9,1			
Witted Megacorp (Inderes)	28	20	11,2	7,2	13,3	7,1	0,37	0,31	18,3	13,0	0,0	0,0	1,8
Keskiarvo (kaikki)			15,4	11,5	11,0	9,0	1,5	1,3	19,0	16,7	4,0	4,9	3,7
Mediaani (kaikki)	159	173	13,3	11,0	10,3	8,4	1,1	0,9	18,6	14,9	3,5	5,3	2,7
<i>Erotus-% vt. Mediaani (kaikki)</i>	-83 %	-89 %	-16 %	-34 %	29 %	-16 %	-65 %	-66 %	-1 %	-13 %	-100 %	-100 %	-32 %
Mediaani (suomalaiset)	62,1	63,0	12,2	8,9	8,9	7,1	0,83	0,76	15,9	11,7	3,9	5,3	1,6
<i>Erotus-% vt. Mediaani (suomalaiset)</i>	-55 %	-69 %	-8 %	-19 %	50 %	0 %	-55 %	-59 %	15 %	11 %	-100 %	-100 %	17 %
Mediaani (kansainväliset)	1602	1454	15,3	13,9	12	11	2,1	2,0	20	18	3,3	5,5	3,9
<i>Erotus-% vt. Mediaani (kansainväliset)</i>	-98 %	-99 %	-27 %	-48 %	9 %	-38 %	-82 %	-85 %	-7 %	-30 %	-100 %	-100 %	-53 %

Lähde: Refinitiv / Inderes *Inderes ennuste

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	30,0	52,9	18,2	16,3	13,6	16,0	64,1	14,8	13,7	11,0	14,1	53,7	56,8	60,8	64,4
Konserni	30,0	52,9	18,2	16,3	13,6	16,0	64,1	14,8	13,7	11,0	14,1	53,7	56,8	60,8	64,4
Käyttökate	0,7	-0,4	-0,1	-0,4	-0,4	0,2	-0,7	0,1	0,4	0,4	0,6	1,5	2,5	3,1	3,5
Poistot ja arvonalennukset	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,0	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,7	0,3	-0,1	-0,3	-0,3	0,4	-0,2	0,4	0,5	0,4	0,5	1,8	2,4	3,0	3,4
Liikevoitto	0,7	-0,6	-0,4	-0,7	-0,7	0,0	-1,8	-0,1	0,2	0,1	0,3	0,4	1,5	2,1	2,4
Konserni	0,7	-0,6	-0,4	-0,7	-0,7	0,0	-1,8	-0,1	0,2	0,1	0,3	0,4	1,5	2,1	2,4
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	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	0,0
Nettorahoituskulut	0,0	0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,4	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
Tulos ennen veroja	0,7	-0,5	-0,5	-0,7	-0,7	0,4	-1,5	-0,2	0,2	0,1	0,5	0,7	1,7	2,3	2,7
Verot	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,5	-0,7	-0,7
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	1,0
Nettotulos	0,6	-0,6	-0,5	-0,6	-0,8	0,4	-1,6	-0,3	0,1	0,0	0,4	0,3	1,2	1,7	3,0
EPS (oikaistu)	0,05	0,01	-0,01	-0,02	-0,03	0,05	-0,01	0,01	0,03	0,02	0,04	0,10	0,14	0,17	0,26
EPS (raportoitu)	0,04	-0,04	-0,03	-0,04	-0,05	0,02	-0,10	-0,02	0,01	0,00	0,02	0,02	0,08	0,11	0,19

Tunnusluvut	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	91,1 %	76,6 %	48 %	25 %	23 %	-3 %	21,2 %	-18 %	-16 %	-19 %	-12 %	-16,3 %	5,8 %	7,0 %	6,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-64 %					-162 %	-766 %	-279 %	-233 %	26 %	-1205 %	38 %	24 %	13 %
Käyttökate-%	2,5 %	-0,7 %	#####	-2,5 %	-3,2 %	1,5 %	-1,2 %	0,8 %	3,1 %	3,4 %	4,0 %	2,8 %	4,4 %	5,1 %	5,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,4 %	0,5 %	-0,3 %	-1,6 %	-2,0 %	2,7 %	-0,2 %	2,6 %	3,5 %	3,2 %	3,9 %	3,3 %	4,3 %	5,0 %	5,3 %
Nettotulos-%	1,8 %	-1,0 %	-3,0 %	-3,9 %	-5,8 %	2,3 %	-2,5 %	-1,8 %	0,9 %	0,3 %	2,6 %	0,5 %	2,1 %	2,7 %	4,6 %

Lähde: Inderes. Vuosien 2020-2021 luvut laskettu listautumista edeltävällä osakemäärällä.

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	9,9	9,0	8,0	7,1	6,2
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	9,6	8,5	7,5	6,5	5,6
Käyttöomaisuus	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Muut sijoitukset	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	21,7	18,9	18,0	20,8	24,1
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Myyntisaamiset	11,0	11,4	9,7	10,3	11,1
Likvidit varat	10,4	7,3	8,1	10,2	12,8
Taseen loppusumma	31,7	27,9	26,0	27,9	30,3

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	17,4	14,8	15,1	16,3	17,9
Osakepääoma	7,6	7,9	7,9	7,9	7,9
Kertyneet voittovarot	0,8	-1,6	-1,4	-0,2	1,5
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	9,1	8,5	8,5	8,5	8,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	14,3	13,1	11,0	11,6	12,3
Korolliset velat	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	13,1	13,1	11,0	11,6	12,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	31,7	27,9	26,0	27,9	30,3

DCF-laskelma

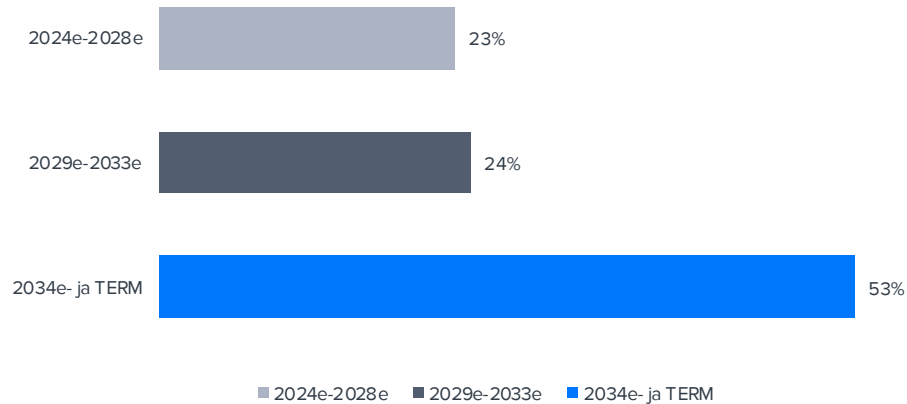
DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e
Liikevaihdon kasvu-%	21,2 %	-16,3 %	5,8 %	7,0 %	6,0 %	5,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	-2,8 %	0,8 %	2,6 %	3,4 %	3,8 %	4,6 %	5,1 %	4,7 %	4,7 %	5,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Liikevoitto	-1,8	0,4	1,5	2,1	2,4	3,1	3,7	3,5	3,6	3,9	4,8	4,9	5,0
+ Kokonaispoistot	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,8	0,1	0,1	0,1
- Maksetut verot	-0,1	-0,4	-0,5	-0,7	-0,7	-0,9	-1,0	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
- verot rahoituskuluista	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
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
- Käyttöpääoman muutos	-0,4	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
Operatiivinen kassavirta	-1,3	0,8	2,0	2,4	2,7	3,2	3,6	3,5	3,6	3,7	3,8	3,9	4,1
+ 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	0,0	0,0
- Bruttoinvestoinnit	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,4
Vapaa operatiivinen kassavirta	-1,2	0,7	1,9	2,3	2,6	3,1	3,5	3,4	3,5	3,6	3,7	3,8	4,5
+/- Muut	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
Vapaa kassavirta	-1,2	0,7	1,9	2,3	2,6	3,1	3,5	3,4	3,5	3,6	3,7	3,8	4,5
Diskontattu vapaa kassavirta	0,7	1,7	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	1,8	1,6	1,5	1,4	1,3	1,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	35,3	34,6	32,9	31,1	29,2	27,2	25,2	23,4	21,8	20,2	18,8	17,5	
Velaton arvo DCF	35,3												
- Korolliset velat	0,0												
+ Rahavarat	7,3												
-Vähemmistöosuus	0,0												
-Osinko/pääomapalautus	0,0												
Oman pääoman arvo DCF	42,5												
Oman pääoman arvo DCF per osake	2,7												

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,47
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,8 %

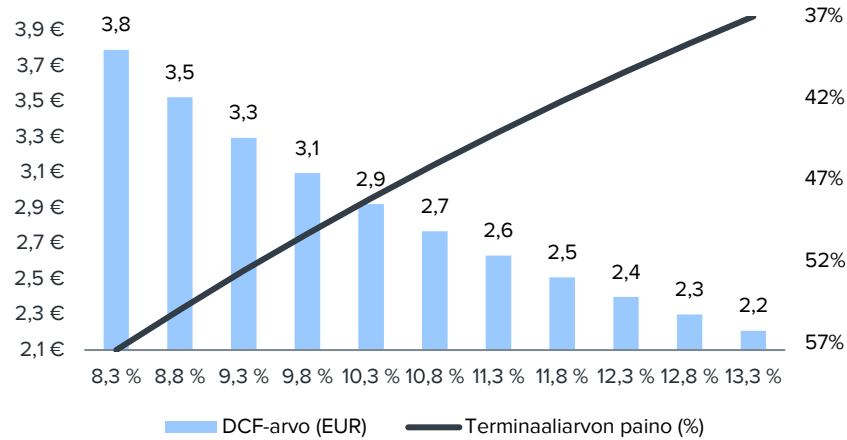
Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain

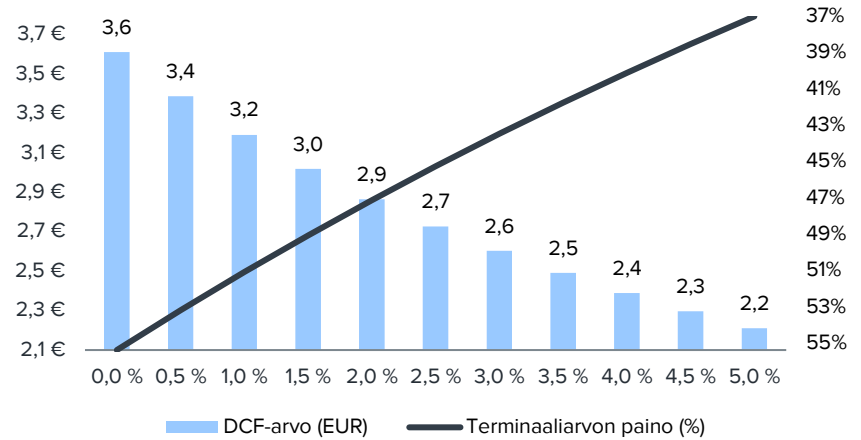


DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

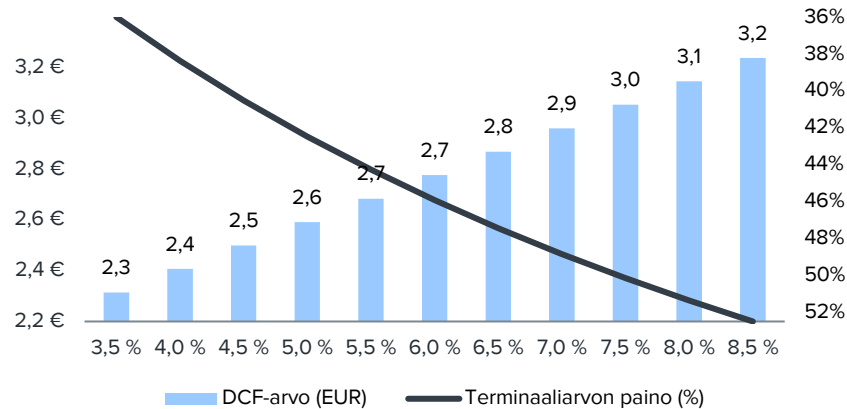
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



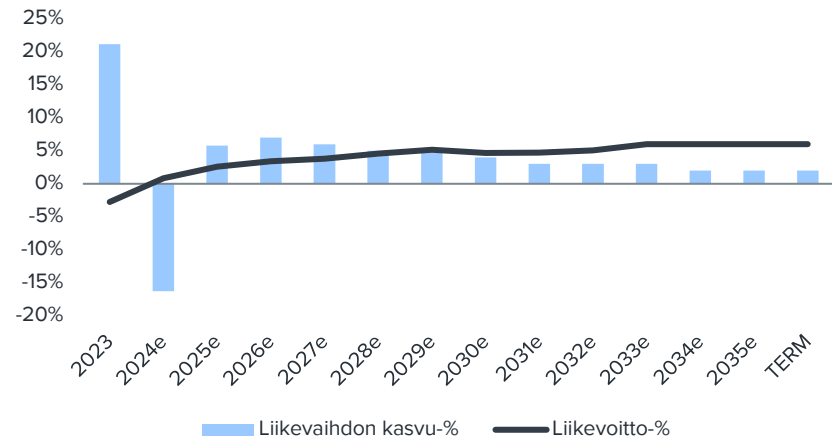
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	30,0	52,9	64,1	53,7	56,8	EPS (raportoitu)	0,04	-0,04	-0,10	0,02	0,08
Käyttökate	0,7	-0,4	-0,7	1,5	2,5	EPS (oikaistu)	0,05	0,01	-0,01	0,10	0,14
Liikevoitto	0,7	-0,6	-1,8	0,4	1,5	Operat. kassavirta / osake	0,07	0,09	-0,08	0,05	0,13
Voitto ennen veroja	0,7	-0,5	-1,5	0,7	1,7	Vapaa kassavirta / osake	0,01	0,51	-0,08	0,04	0,12
Nettovoitto	0,6	-0,6	-1,6	0,3	1,2	Omapääoma / osake	0,19	1,13	0,96	0,97	1,05
Kertaluontoiset erät	0,0	-0,9	-1,6	-1,3	-1,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	8,7	31,7	27,9	26,0	27,9	Liikevaihdon kasvu-%	91 %	77 %	21 %	-16 %	6 %
Oma pääoma	2,4	17,4	14,8	15,1	16,3	Käyttökateen kasvu-%	15 %	-148 %	110 %	-299 %	68 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	11 %	-64 %	-162 %	-1205 %	38 %
Nettovelat	-1,4	-9,2	-7,3	-8,1	-10,2	EPS oik. kasvu-%	18 %	-76 %	-163 %	-1545 %	41 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	2,5 %	-0,7 %	-1,2 %	2,8 %	4,4 %
Käyttökate	0,7	-0,4	-0,7	1,5	2,5	Oik. Liikevoitto-%	2,4 %	0,5 %	-0,2 %	3,3 %	4,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,2	1,8	-0,4	-0,3	0,0	Liikevoitto-%	2,3 %	-1,2 %	-2,8 %	0,8 %	2,6 %
Operatiivinen kassavirta	0,8	1,4	-1,3	0,8	2,0	ROE-%	31,1 %	-5,6 %	-9,8 %	1,7 %	7,6 %
Investoinnit	-0,8	-9,1	0,0	-0,1	-0,1	ROI-%	35,1 %	-5,2 %	-9,5 %	4,9 %	11,4 %
Vapaa kassavirta	0,1	7,8	-1,2	0,7	1,9	Omavaraisuusaste	27,7 %	54,8 %	53,1 %	57,9 %	58,4 %
						Nettovelkaantumisaste	-57,5 %	-53,1 %	-48,9 %	-53,8 %	-62,8 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto			0,4	0,4	0,3						
EV/EBITDA			neg.	13,3	7,1						
EV/EBIT (oik.)			neg.	11,2	7,2						
P/E (oik.)			neg.	18,3	13,0						
P/B			2,2	1,8	1,7						
Osinkotuotto-%			0,0 %	0,0 %	0,0 %						

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 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 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 arvon 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.

Suositusistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osaakekurssi
14/05/2022	Osta	6,80 €	4,95 €
18/08/2022	Osta	6,80 €	5,60 €
17/10/2022	Osta	5,80 €	4,41 €
20/10/2022	Osta	5,80 €	4,31 €
08/02/2023	Osta	4,80 €	3,84 €
20/04/2023	Osta	4,40 €	3,41 €
26/04/2023	Osta	4,40 €	3,38 €
09/08/2023	Osta	3,60 €	2,76 €
<i>Analyytikko vaihtuu</i>			
22/08/2023	Osta	3,30 €	2,39 €
26/09/2023	Lisää	3,10 €	2,58 €
24/10/2023	Lisää	2,50 €	2,05 €
07/02/2024	Osta	2,40 €	1,92 €
15/02/2024	Lisää	2,20 €	1,82 €
24/04/2024	Lisää	2,20 €	1,95 €
21/08/2024	Lisää	2,20 €	1,80 €

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



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.**