

HEXAGON AB

7/28/2025 8:35 am EEST



Pauli Lohi
+35845 134 7790
pauli.lohi@inderes.fi

COMPANY REPORT



Recovery in growth triggered a revaluation

Hexagon’s Q2 report offered some relief to the market, with organic growth slightly exceeding the low expectations. However, geopolitical challenges and continued FX headwinds keep uncertainty elevated, prompting a new cost-saving program from the company’s renewed management team. The share currently appears fully priced, even though the upcoming strategic changes in 2026 could provide greater clarity on the company’s future direction. We downgrade our recommendation to Reduce (was Accumulate), while slightly raising our target price to SEK 110 (was SEK 105), reflecting somewhat lower market risks compared to the time of our last report in early May.

Organic growth slightly above expectations in Q2

Hexagon delivered a solid Q2, with revenue growing 3% organically (vs. our 1% forecast), marking the strongest growth since Q1’2024 and supporting our view of a gradual recovery. Recurring revenue rose 4%, although growth slowed slightly. Total revenue grew by 1% and exceeded consensus by 1.5%, held back by a -4% FX impact and supported by a 2% contribution from M&A. Outperformance came from Manufacturing Intelligence and Autonomous Solutions, driven by strength in manufacturing, aerospace, and defense, while the automotive sector and U.S. federal services remained weak. Adjusted EBIT declined to 361 MEUR (Q2’24: 400 MEUR) due to FX effects (-35 MEUR) and higher fixed costs. EBIT was in line with consensus and marginally (3%) below our estimate. Gross margin held steady at 67.0%, and EPS declined to EUR 0.084. Cash conversion improved to 104%, and net debt increased to 3,888 MEUR (1.9x EBITDA), which we consider a healthy level.

Market uncertainty results in another savings program

The recovery in organic growth seen in Q2 is a positive sign, but there remains considerable uncertainty about market

development in H2 (we forecast 4% organic growth). Hexagon announced that it is working on a new cost-saving program (the previous one concluded in 2024), with details to be released in the Q3 report at the latest. We interpret this initiative as a response to slower-than-expected revenue growth and ongoing geopolitical headwinds. Our revenue and adjusted EBIT estimates have been minimally revised downward due to greater-than-expected FX headwinds and the planned divestment of non-core businesses in Safety, Infrastructure, and Geospatial, totaling 90 MUSD in revenue.

Strategic changes ahead

Hexagon’s new CEO, Anders Svensson, took over last week and will lead the company’s transformation, which includes: 1) a new cost-saving program, 2) the separation of Octave (mainly data and software) in H1 2026, and 3) a new strategy for the remaining businesses, focusing increasingly on precision measurement technologies. We believe these changes could sharpen the company’s focus, given its current complex structure and the differing value-creation potential across business units.

Tightened valuation does not leave upside

With a fair-value-adjusted EV/EBIT multiple of 17x, we estimate that the share value could rise to SEK 128 by 2027 (including cumulative dividends), assuming average adjusted EBIT growth of 4% p.a. in 2025-2027. This would imply an annual return of 7%, slightly below the required rate of return. If Hexagon achieves its 2026 financial target of a 30% adjusted EBIT margin including PPA (equivalent to 31.3% in our estimates), which currently appears unlikely, there could be an additional 10-15% upside beyond the required return. However, the current short-term adjusted EV/EBIT multiple of 19.4x for 2025e leaves no upside.

Recommendation

Reduce

(prev. Accumulate)

Target price:

110.00 SEK

(prev. 105.00 SEK)

Share price:

112.80 SEK

Business risk



Valuation risk



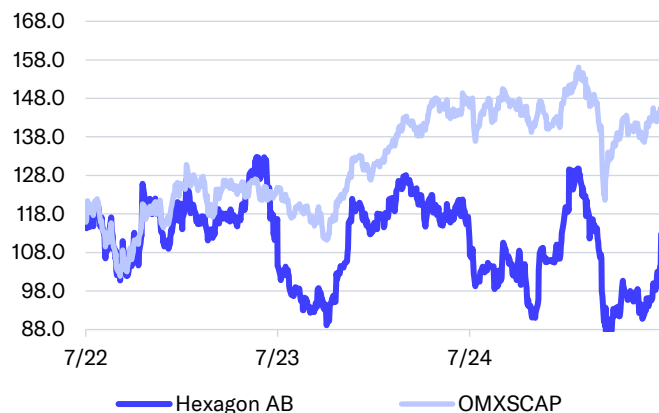
	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	5401.1	5437.1	5704.4	6021.2
kasvu-%	-1 %	1 %	5 %	6 %
EBIT oik.	1602.9	1526.6	1678.7	1816.3
EBIT-% oik.	29.7 %	28.1 %	29.4 %	30.2 %
Nettulos	1023.4	958.0	1108.2	1242.1
EPS (oik.)	0.43	0.42	0.47	0.51
P/E (oik.)	21.3	24.1	21.6	19.7
P/B	2.2	2.3	2.2	2.0
Osinkotuotto-%	1.5 %	1.5 %	1.6 %	1.7 %
EV/EBIT (oik.)	17.5	19.4	17.2	15.4
EV/EBITDA	13.9	15.3	13.7	12.2
EV/Liikevaihto	5.2	5.5	5.1	4.7

Lähde: Inderes

Guidance

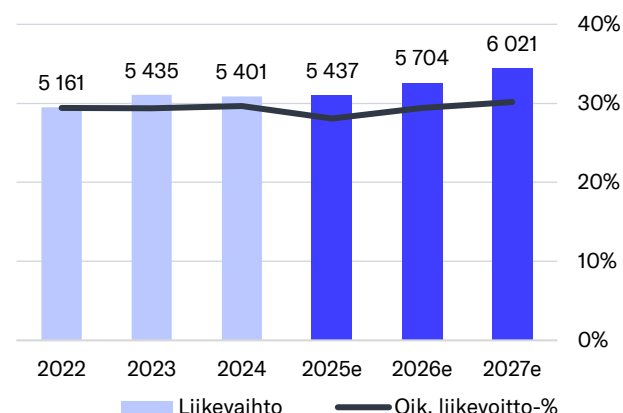
(No guidance)

Share price



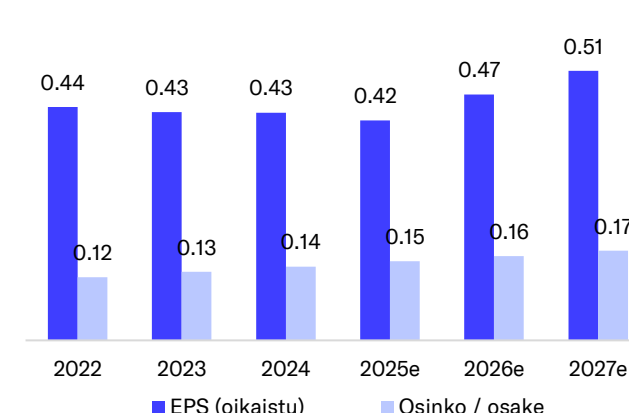
Lähde: Millistream Market Data AB

Net sales and operating earnings-%



Lähde: Inderes

Earnings per share and dividend



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Strong market position in core technologies
- Need to utilize data more efficiently in various industries adds demand for Hexagon's solutions over medium-term
- Focus on margin-additive growth and increasing the share of recurring revenue
- Solid track-record of creating value through acquisitions

Riskitekijät

- Cyclical demand in hardware sales and certain software products
- M&A strategy partially dependent on strong valuation multiples of Hexagon's share
- Execution risk in M&A
- Gradually saturating end-markets in certain segments

Arvostustaso (EUR)	2025e	2026e	2027e
Share price	10.1	10.1	10.1
Osakemäärä, milj. kpl	2684.3	2684.3	2684.3
Market cap	27058	27058	27058
EV	29665	28922	28038
P/E (oik.)	24.1	21.6	19.7
P/E	28.2	24.4	21.8
P/B	2.3	2.2	2.0
P/S	5.0	4.7	4.5
EV/Liikevaihto	5.5	5.1	4.7
EV/EBITDA	15.3	13.7	12.2
EV/EBIT (oik.)	19.4	17.2	15.4
Osinko/tulos (%)	42.0 %	38.8 %	36.7 %
Osinkotuotto-%	1.5 %	1.6 %	1.7 %

Lähde: Inderes

Q2 showed a modest recovery in organic growth

Organic growth recovered after 12 months of low demand

Hexagon reported a solid Q2, with key figures broadly in line with consensus estimates. Net revenue grew 3% organically (we expected 1%) and exceeded consensus by 1.5%. This was the highest organic growth figure reported since Q1'2024, supporting our thesis that Hexagon's organic growth could recover towards the end of the year. Recurring revenue grew by 4% organically, indicating a slight slowdown compared to previous quarters. Total sales growth was only 1%, weighed down by a -4% currency impact and supported by a 2% contribution from structural changes (M&A).

The positive revenue deviation from our estimates came from Manufacturing Intelligence (MI) and Autonomous Solutions (AS). MI saw an improvement in organic growth after a period of low demand, driven by strength in manufacturing, aerospace, and electronics, though the

automotive sector remained weak. AS benefited from strong demand in the aerospace and defense segments. Safety, Infrastructure and Geospatial grew slower than expected due to weak performance in the U.S. federal services business.

Profitability was solid despite currency headwinds

Adjusted EBIT came in at EUR 361 million, declining year-on-year in line with consensus expectations (Q2'24: 400 MEUR). The profit decline was anticipated due to FX impacts and increased fixed costs. FX had a negative impact of 35 MEUR on adjusted EBIT. The gross margin remained relatively stable at 67.0% (Q2'24: 67.3%), despite dilution from FX changes. Adjusted fixed costs grew 9% year-on-year, slightly lower than the 12% increase in Q1. EPS was EUR 0.084, declining year-on-year despite lower financial expenses.

Strong cash conversion

Cash conversion was strong at 104%, improving year-on-year (Q2'24: 85%). Net debt at the end of Q2 rose year-on-year to 3,888 MEUR (Q2'24: 3,691 MEUR), corresponding to 1.9x EBITDA, which we consider a healthy level.

Estimates MEUR / EUR	Q2'24 Comparison	Q2'25 Actualized	Q2'25e Inderes	Q2'25e Consensus	Difference (%) Act. vs. inderes	2025e Inderes
Revenue	1353	1371	1352	1351	1 %	5419
EBIT (adj.)	400	361	372	357	-3 %	1536
EBIT	361	313	333	319	-6 %	1341
EPS (reported)	0,10	0,08	0,09	0,09	-7 %	0,36
Revenue growth-%	-0,8 %	1,3 %	-0,1 %	-0,2 %	1,4 pp	0,3 %
EBIT-% (adj.)	29,5 %	26,3 %	27,5 %	26,4 %	-1,2 pp	28,3 %

Source: Inderes & Bloomberg
(consensus includes 17 estimates)

Organic growth by division

Group	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q2 25e
Manufacturing Intelligence	3%	0%	-2%	1%	0%	3%	1%
Asset Lifetime Intelligence	5%	0%	-2%	-2%	-2%	3%	0%
Geosystems	2%	9%	6%	10%	5%	6%	7%
Autonomous Solutions	-2%	-5%	-5%	-2%	-3%	-1%	-1%
Safety, Infrastructure and Geospatial	8%	-2%	-12%	-2%	2%	11%	0%
	5%	6%	2%	11%	2%	2%	5%

No major changes in outlook

Hexagon seeks further cost-savings owing to market-driven slowdown

- The recovery in organic growth seen in Q2 is a small positive sign, but there remains considerable uncertainty about market development in H2. We forecast 4% organic growth for H2 and 6% for 2026 including some rebound after a weak period. We consider the normalized growth level to be roughly at 4-5% in the medium term.
- Hexagon announced that it is working on a new cost-saving program after its previous efficiency program concluded in 2024. The further details, including the savings target and a possible one-off cost will be released in the Q3 report at the latest. We interpret the savings-program as a response to slower-than-expected revenue growth and ongoing geopolitical headwinds.
- Our revenue and adjusted EBIT estimates have been slightly revised downward (-1%) due to greater-than-expected FX headwinds and the divestment of non-core businesses in Safety, Infrastructure, and Geospatial, totaling 90 MUSD in revenue. However, we slightly increased our organic growth assumptions (mainly for 2025) owing to relatively solid development in Q2.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2025e Vanha	2025e Uusi	Muutos %	2026e Vanha	2026e Uusi	Muutos %	2027e Vanha	2027e Uusi	Muutos %
Liikevaihto	5441	5437	0 %	5760	5704	-1 %	6100	6021	-1 %
Käyttökate	1994	1943	-3 %	2170	2105	-3 %	2362	2306	-2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	1543	1527	-1 %	1698	1679	-1 %	1833	1816	-1 %
Liikevoitto	1348	1323	-2 %	1525	1497	-2 %	1678	1653	-2 %
Tulos ennen veroja	1208	1183	-2 %	1410	1382	-2 %	1578	1553	-2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0.42	0.42	-1 %	0.47	0.47	-1 %	0.52	0.51	-1 %
Osakekohtainen osinko	0.15	0.15	0 %	0.16	0.16	0 %	0.17	0.17	0 %

Lähde: Inderes

Growth recovery fully priced in

Investment profile: Diversified value-creator

Hexagon is a highly profitable technology company with solid medium-term organic growth prospects. The company continues to invest in growth, particularly in high gross margin areas. The company’s addressable markets also have significant barriers to entry, which helps maintain profitability. Hexagon operates in several market segments that, on average, have solid growth prospects supported by megatrends, but certain segments may already show signs of maturity and slowing growth. Hexagon’s business is cyclical due to its exposure to the construction, automotive and other manufacturing industries, but the increasing share of recurring revenues (>40%) partially mitigates the cyclicity. The company's ROI is relatively low due to the high amount of goodwill on the balance sheet, which would almost certainly improve if the company focused on purely organic investments. The company's M&A strategy has created value in the past, and acquisitions should continue to support growth in the future, although we don't include any future deals in our estimates. Overall, we find Hexagon to be a clear value creator and well positioned for global megatrends.

Bottom of the cycle behind but the pace of recovery is burdened by market uncertainty

Hexagon’s top-line growth was low in 2024 and early 2025 due to cyclical headwinds and macroeconomic uncertainty. We expect the growth to recover gradually towards the end of 2025 owing to easier comparison figures. The geopolitical uncertainty and FX headwinds could however slowdown the expected recovery. Based on our estimates, the adjusted EV/EBIT is 19.4x for 2025 and 17.2x for 2026

(reported EV/EBIT 22.4x and 19.3x), which we consider high in a general context and also relatively tight even for a growing high-tech company like Hexagon.

Spin-off and new strategies could change the investment profile in 2026

The upcoming spin-off of ALI and SIG divisions together with related data-driven businesses to a US-listed entity, Octave, in H1 2026 could be a valuation driver in the next 18 months. We don’t see that the divestment itself necessarily boosted the valuations but the upcoming separated strategies for both companies could provide new insights about future growth prospects and therefore positively affect how the market sees the two companies.

Little upside available

With a fair-value-adjusted EV/EBIT multiple of 17x, we calculate that the share value could grow to SEK 128 by 2027 (including cumulative dividends), assuming an average adj. EBIT growth of 4% p.a. in 2025-27. This would yield an annual return of 7% per share, slightly below the required rate of return. Our base case assumes an adjusted EBIT-% of 30.2% by 2027, which is more conservative than Hexagon's financial targets, targeting an adjusted EBIT margin including PPA of 30% (equivalent to an adjusted EBIT margin of 31.3% in our calculations). The recent deterioration in market conditions has made the existing profitability target rather unrealistic, we argue. We expect the two separated companies, Hexagon and Octave to provide new financial targets in 2026.

Arvostustaso (EUR)	2025e	2026e	2027e
Share price	10.1	10.1	10.1
Osakemäärä, milj. kpl	2684.3	2684.3	2684.3
Market cap	27058	27058	27058
EV	29665	28922	28038
P/E (oik.)	24.1	21.6	19.7
P/E	28.2	24.4	21.8
P/B	2.3	2.2	2.0
P/S	5.0	4.7	4.5
EV/Liikevaihto	5.5	5.1	4.7
EV/EBITDA	15.3	13.7	12.2
EV/EBIT (oik.)	19.4	17.2	15.4
Osinko/tulos (%)	42.0 %	38.8 %	36.7 %
Osinkotuotto-%	1.5 %	1.6 %	1.7 %

Lähde: Inderes

2027 estimates, MEUR	Base case	Adj. EBIT (inc. PPA): 30% scenario
Sales	6 021	6 021
Adj. EBIT-%	30.2 %	31.3 %
Adj. EBIT	1 816	1 885
Adj. EV/EBIT	17.0x	18.0x
EV	30 876	33 923
Net debt	907	907
Market cap	29 969	33 016
Share price 2027, EUR	11.2	12.3
Dividends 25-26e, EUR	0.31	0.31
Total, EUR	11.5	12.6
Total, SEK	128.4	141.1
Current share price, SEK	113	113
Return per year	6.7 %	11.8 %

Detailed estimates

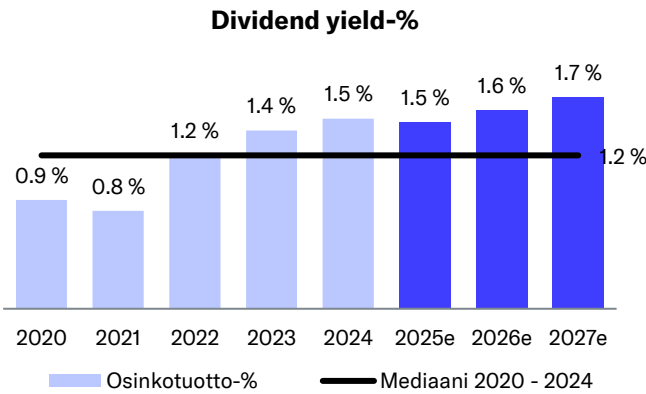
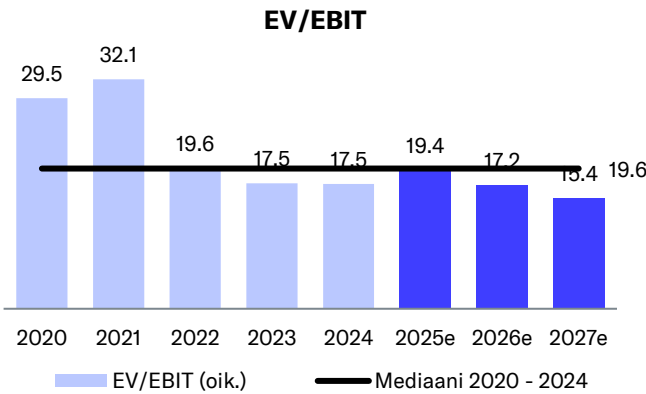
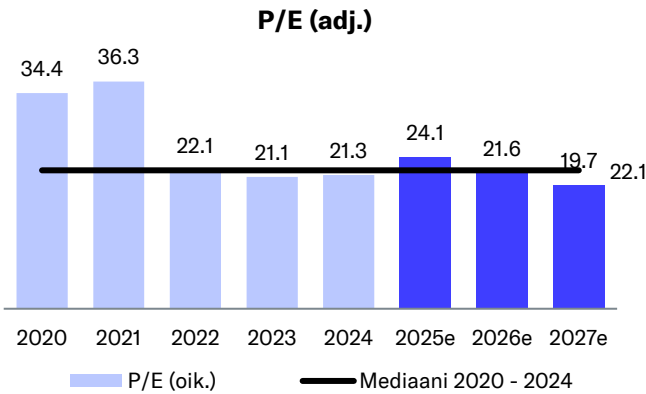
Group, MEUR	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Net operating sales	3761	3908	3771	4347	5176	5440	5401	5437	5704	6021
-Growth y/y	8 %	4 %	-4 %	15 %	19 %	5 %	-1 %	1 %	5 %	6 %
-of which organic	8 %	-1 %	-4 %	12 %	8 %	7 %	0 %	3 %	6 %	6 %
-of which FX	-3 %	2 %	-2 %	-1 %	6 %	-4 %	-1 %	-3 %	0 %	0 %
-of which structural	4 %	3 %	3 %	5 %	5 %	2 %	0 %	1 %	0 %	0 %
Gross margin (%)	62.1 %	62.8 %	63.6 %	64.6 %	65.4 %	66.1 %	66.9 %	67.2 %	67.4 %	0.0 %
Fixed costs (excluding adjustments)	-1357	-1430	-1385	-1535	-1857	-1996	-2010	-2127	-2166	0
-Growth y/y	10 %	5 %	-3 %	11 %	21 %	7 %	1 %	6 %	2 %	0 %
Adjusted EBIT	978	1024	1010	1270	1518	1597	1603	1527	1679	1816
-of net operating sales	26.0 %	26.2 %	26.8 %	29.2 %	29.3 %	29.4 %	29.7 %	28.1 %	29.4 %	30.2 %
FX-impact on adj. EBIT					98	-81	1	-97	-50	
EBIT-% change y/y if adjusting for FX-impact					0.6 pp	0.7 pp	0.2 pp	-0.7 pp		
Divisions	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Manufacturing Intelligence										
Sales					1902	2013	1956	1960	2077	2181
Organic growth	9 %	-5 %	-9 %	15 %	10 %	9 %	0 %	2 %	6 %	5 %
Adj. EBIT-%					25.9 %	26.4 %	27.2 %	25.7 %	26.9 %	27.9 %
Asset Lifecycle Intelligence										
Sales					728	782	832	868	920	976
Organic growth	7 %	8 %	-3 %	1 %	7 %	11 %	7 %	7 %	6 %	6 %
Adj. EBIT-%					35.8 %	36.2 %	35.7 %	33.5 %	34.7 %	35.4 %
Geosystems										
Sales					1585	1603	1555	1505	1580	1675
Organic growth	11 %	2 %	-4 %	19 %	7 %	4 %	-3 %	-1 %	5 %	6 %
Adj. EBIT-%					32.8 %	31.8 %	31.8 %	29.1 %	31.2 %	32.0 %
Autonomous Solutions										
Sales					476	571	558	635	680	720
Organic growth	18 %	2 %	2 %	8 %	13 %	22 %	-3 %	8 %	7 %	6 %
Adj. EBIT-%					33.1 %	33.9 %	34.4 %	33.4 %	33.8 %	34.0 %
Safety, Infrastructure & Geospational										
Sales					476	464	497	465	443	465
Organic growth	-6 %	-3 %	13 %	-3 %	3 %	-7 %	6 %	5 %	6 %	5 %
Adj. EBIT-%					22.8 %	22.4 %	23.1 %	23.5 %	23.9 %	23.9 %
Source: Inderes										

Organic Growth	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25e	Q4 25e
Group	3%	0%	-2%	1%	0%	3%	4%	4%
Manufacturing Intelligence	5%	0%	-2%	-2%	-2%	3%	4%	4%
Asset Lifetime Intelligence	2%	9%	6%	10%	5%	6%	6%	7%
Geosystems	-2%	-5%	-5%	-2%	-3%	-1%	0%	1%
Autonomous Solutions	8%	-2%	-12%	-2%	2%	11%	8%	9%
Safety. Infrastructure and Geospatial	5%	6%	2%	11%	2%	2%	7%	7%

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	10.7	14.1	9.79	9.13	9.22	10.1	10.1	10.1	10.1
Osakemäärä, milj. kpl	2568.3	2599.3	2689.7	2684.3	2684.3	2684.3	2684.3	2684.3	2684.3
Markkina-arvo	27415	38095	26345	24506	24737	27058	27058	27058	27058
Yritysarvo (EV)	29732	40703	29747	27992	27982	29665	28922	28038	27063
P/E (oik.)	34.4	36.3	22.1	21.1	21.3	24.1	21.6	19.7	18.1
P/E	44.4	45.7	26.1	28.5	24.2	28.2	24.4	21.8	19.6
P/B	4.6	4.4	2.7	2.4	2.2	2.3	2.2	2.0	1.9
P/S	7.3	8.8	5.1	4.5	4.6	5.0	4.7	4.5	4.3
EV/Liikevaihto	7.9	9.4	5.8	5.2	5.2	5.5	5.1	4.7	4.3
EV/EBITDA	22.5	25.6	17.0	15.7	13.9	15.3	13.7	12.2	11.2
EV/EBIT (oik.)	29.5	32.1	19.6	17.5	17.5	19.4	17.2	15.4	14.1
Osinko/tulos (%)	38.6 %	37.1 %	32.0 %	40.6 %	36.7 %	42.0 %	38.8 %	36.7 %	35.0 %
Osinkotuotto-%	0.9 %	0.8 %	1.2 %	1.4 %	1.5 %	1.5 %	1.6 %	1.7 %	1.8 %

Lähde: Inderes



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

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Autodesk	55328	55539	29.9	25.4	28.1	24.1	10.6	9.3	36.5	31.4			23.3
Dassault Systemes	40036	38262	18.8	18.5	17.0	15.8	5.9	5.6	22.2	20.9	0.9	1.0	4.1
Nikon	2831	3110	0.9	0.8	9.1	7.8	0.8	0.8	30.3	19.6	3.7	3.6	0.8
Renishaw	2525	2272	17.7	15.5	13.7	12.4	2.8	2.7	23.0	19.8	2.6	2.8	2.3
Topcon	2036	2453			20.4	15.4	2.0	1.9	165.2	50.8	1.2		3.2
Trimble	17337	18276	23.3	21.1	21.6	19.7	6.2	5.8	29.4	25.9			3.7
Hexagon AB (Inderes)	27058	29665	22.4	19.3	15.3	13.7	5.5	5.1	31.5	26.4	1.5	1.6	2.3
Keskiarvo			18.1	16.3	18.3	15.9	4.7	4.3	51.1	28.1	2.1	2.5	6.2
Mediaani			18.8	18.5	18.7	15.6	4.4	4.1	29.9	23.4	1.9	2.8	3.5
Erotus-% vrt. mediaani			19 %	5 %	-18 %	-12 %	25 %	23 %	6 %	13 %	-21 %	-42 %	-34 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	5161	5435	1300	1353	1300	1448	5401	1323	1371	1306	1438	5437	5704	6021	6322
Manufacturing Intelligence	2537	2013	478	484	464	530	1956	470	488	472	530	1960	2077	2181	2290
Asset Lifecycle Intelligence	2639	782	192	203	208	229	832	204	206	214	244	868	920	976	1024
Geosystems	-15.0	1603	377	406	373	400	1555	376	390	359	380	1505	1580	1675	1758
Autonomous Solutions	0.0	571	136	141	135	147	558	151	167	153	164	635	680	720	756
Safety, Infrastructure & Geospatial	0.0	464	117	120	120	141	497	121	118	107	119	465	443	465	489
Group adjustments	0.0	2.2	0.4	0.0	1.0	1.8	3.2	1.2	1.8	1.3	-0.3	4	4	4	4
Käyttökate	1754	1779	471	497	475	567	2010	435	459	480	569	1943	2105	2306	2406
Poistot ja arvonalennukset	-467.0	-563.0	-134.8	-136.6	-140.5	-165.6	-577.5	-167.8	-145.7	-153.0	-153.5	-620	-608	-654	-633
Liikevoitto ilman kertaeriä	1518	1597	377	400	377	450	1603	345	361	366	455	1527	1679	1816	1917
Liikevoitto	1287	1216	336	361	334	401	1432	267	313	327	415	1323	1497	1653	1773
Manufacturing Intelligence	787	531	125	129	118	159	531	117	121	115	151	504	559	608	643
Asset Lifecycle Intelligence	755	283	66.5	70.5	72.5	87.4	297	62.9	62.5	72.6	92.8	291	319	345	364
Geosystems	-254.9	510	118	131	122	124	494	103	104	109	121	437	493	536	566
Autonomous Solutions	0.0	194	47.7	52.6	45.8	46.0	192	47.7	54.5	51.9	58.1	212	230	245	258
Safety, Infrastructure & Geospatial	0.0	104	24.3	23.8	24.6	41.9	115	22.3	27.6	23.6	35.8	109	106	111	117
Group adjustments	0.0	-405.9	-44.9	-46.5	-48.3	-57.2	-197	-85.6	-55.8	-45.2	-43.9	-230	-210	-193	-175
Nettorahoituskulut	-38.7	-155.3	-42.7	-42.1	-44.2	-41.1	-170	-33.3	-35.4	-34.5	-36.8	-140	-115	-100	-47
Tulos ennen veroja	1248	1061	293	318	290	360	1262	234	278	293	378	1183	1382	1553	1727
Verot	-228.9	-188.9	-52.8	-57.3	-52.2	-64.8	-227	-42.1	-50.0	-52.7	-68.1	-213	-260	-295	-328
Vähemmistöosuudet	-11.5	-12.9	-2.6	-3.1	-2.8	-3.1	-12	-2.7	-2.6	-3.1	-3.4	-12	-14	-15	-16
Nettotulos	1008	859	238	258	235	292	1023	189	225	237	307	958	1108	1242	1382
EPS (oikaistu)	0.44	0.43	0.10	0.11	0.10	0.12	0.43	0.09	0.10	0.10	0.13	0.42	0.47	0.51	0.56
EPS (raportoitu)	0.37	0.32	0.09	0.10	0.09	0.11	0.38	0.07	0.08	0.09	0.11	0.36	0.41	0.46	0.52

Tunnusluvut	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	18.9 %	5.3 %	1.2 %	-0.8 %	-3.7 %	0.9 %	-0.6 %	1.8 %	1.3 %	0.5 %	-0.7 %	0.7 %	4.9 %	5.6 %	5.0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		5.2 %	1.4 %	1.4 %	-4.2 %	2.7 %	0.4 %	-8.4 %	-9.7 %	-2.8 %	1.1 %	-4.8 %	10.0 %	8.2 %	5.5 %
Käyttökate-%	34.0 %	32.7 %	36.2 %	36.7 %	36.5 %	39.2 %	37.2 %	32.9 %	33.5 %	36.8 %	39.5 %	35.7 %	36.9 %	38.3 %	38.1 %
Oikaistu liikevoitto-%	29.4 %	29.4 %	29.0 %	29.5 %	29.0 %	31.1 %	29.7 %	26.1 %	26.3 %	28.0 %	31.7 %	28.1 %	29.4 %	30.2 %	30.3 %
Nettotulos-%	19.5 %	15.8 %	18.3 %	19.1 %	18.1 %	20.2 %	18.9 %	14.3 %	16.4 %	18.1 %	21.3 %	17.6 %	19.4 %	20.6 %	21.9 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	14132	14899	14839	14800	14726
Liikearvo	9931	10033	9993	9993	9993
Aineettomat hyödykkeet	3063	3734	3714	3675	3601
Käyttöomaisuus	801	804	804	804	804
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Muut sijoitukset	158	167	167	167	167
Muut pitkäaikaiset varat	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Laskennalliset verosaamiset	179	161	161	161	161
Vaihtuvat vastaavat	2752	2951	2916	3010	3124
Vaihto-omaisuus	585	566	559	575	595
Muut lyhytaikaiset varat	200	195	195	195	195
Myyntisaamiset	1420	1526	1509	1555	1611
Likvidit varat	547	664	652	685	723
Taseen loppusumma	16884	17851	17755	17810	17850

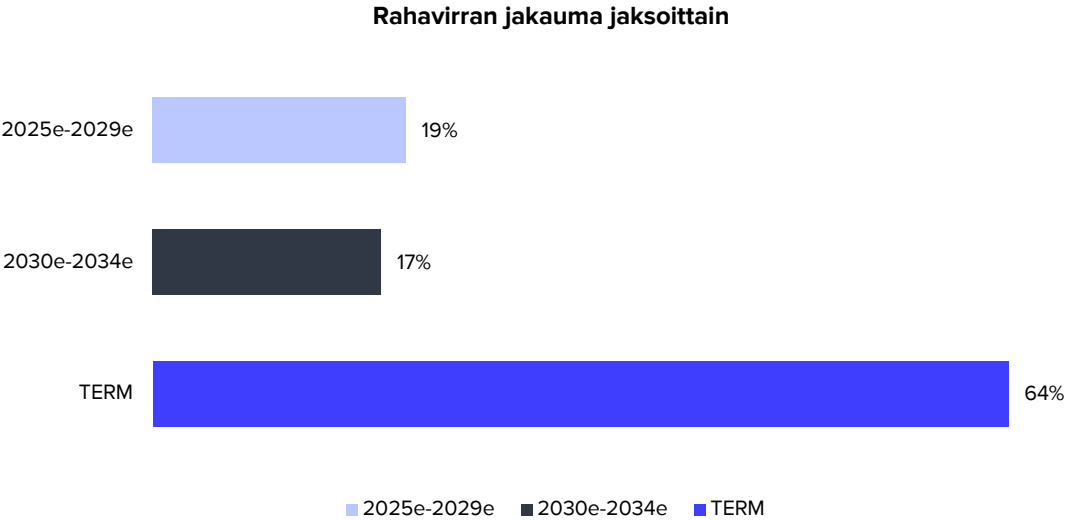
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	10046	11196	11778	12484	13297
Osakepääoma	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Kertyneet voittovarot	0.0	674	1257	1962	2775
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	10014	10486	10486	10486	10486
Vähemmistöosuus	32.2	35.2	35.2	35.2	35.2
Pitkäaikaiset velat	3753	3947	3419	2847	2166
Laskennalliset verovelat	580	582	582	582	582
Varaukset	65.0	79.0	79.0	79.0	79.0
Korolliset velat	2984	3100	2572	2000	1319
Vaihtovelkakirjalainat	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Muut pitkäaikaiset velat	124	186	186	186	186
Lyhytaikaiset velat	3085	2707	2558	2479	2388
Korolliset velat	1100	731	606	472	311
Lyhytaikaiset korottomat velat	1985	1976	1952	2008	2077
Muut lyhytaikaiset velat	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Taseen loppusumma	16884	17851	17755	17810	17850

DCF-laskelma

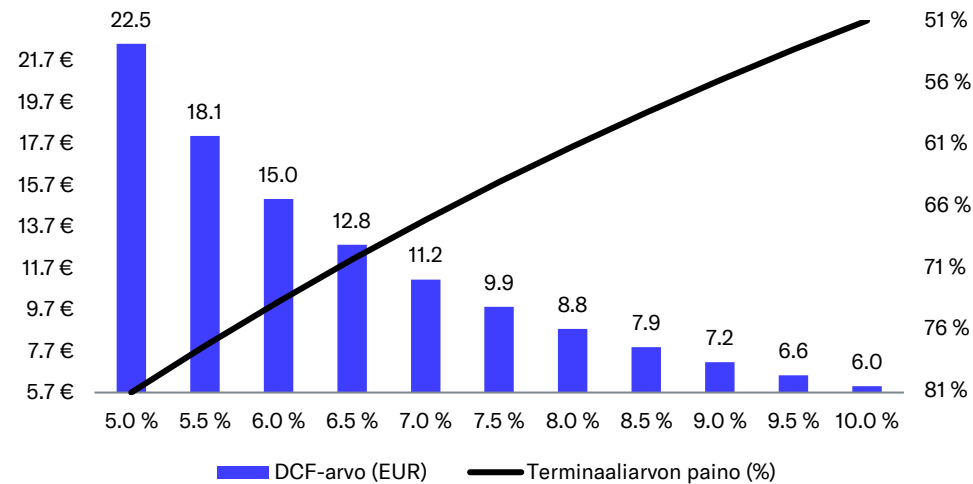
DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-0.6 %	0.7 %	4.9 %	5.6 %	5.0 %	5.0 %	5.0 %	5.0 %	5.0 %	5.0 %	2.8 %	2.8 %
Liikevoitto-%	26.5 %	24.3 %	26.2 %	27.4 %	28.0 %	28.5 %	30.4 %	30.4 %	30.4 %	26.0 %	26.0 %	26.0 %
Liikevoitto	1432	1323	1497	1653	1773	1894	2119	2225	2336	2101	2161	
+ Kokonaispoistot	578	620	608	654	633	615	589	595	603	612	622	
- Maksetut verot	-207	-213	-260	-295	-328	-357	-403	-423	-444	-399	-432	
- verot rahoituskuluista	-29.7	-24.4	-21.6	-19.0	-8.8	-2.6	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	-91.1	-0.8	-5.8	-6.8	-0.2	0.2	0.5	0.9	1.3	1.7	-3.6	
Operatiivinen kassavirta	1682	1705	1818	1985	2069	2149	2306	2398	2496	2315	2347	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	76.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
- Bruttoinvestoinnit	-1363	-560	-569	-580	-589	-599	-609	-619	-632	-644	-627	
Vapaa operatiivinen kassavirta	394	1145	1249	1406	1480	1550	1696	1779	1865	1671	1720	
+/- 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	394	1145	1249	1406	1480	1550	1696	1779	1865	1671	1720	38029
Diskontattu vapaa kassavirta		1110	1127	1180	1155	1126	1146	1118	1090	909	871	19247
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		30078	28968	27842	26662	25507	24381	23235	22117	21026	20117	19247
Velaton arvo DCF		30078										
- Korolliset velat		-3831.0										
+ Rahavarat		664										
-Vähemmistöosuus		-81.1										
-Osinko/pääomapalautus		-375.8										
Oman pääoman arvo DCF		26454										
Oman pääoman arvo DCF per osake		9.9										
Equity value DCF per share (SEK)		110.3										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20.0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15.0 %
Vieraan pääoman kustannus	3.0 %
Yrityksen Beta	1.24
Markkinoiden riski-preemio	4.75 %
Likviditeettipreemio	0.00 %
Riskitön korko	2.5 %
Oman pääoman kustannus	8.4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7.5 %

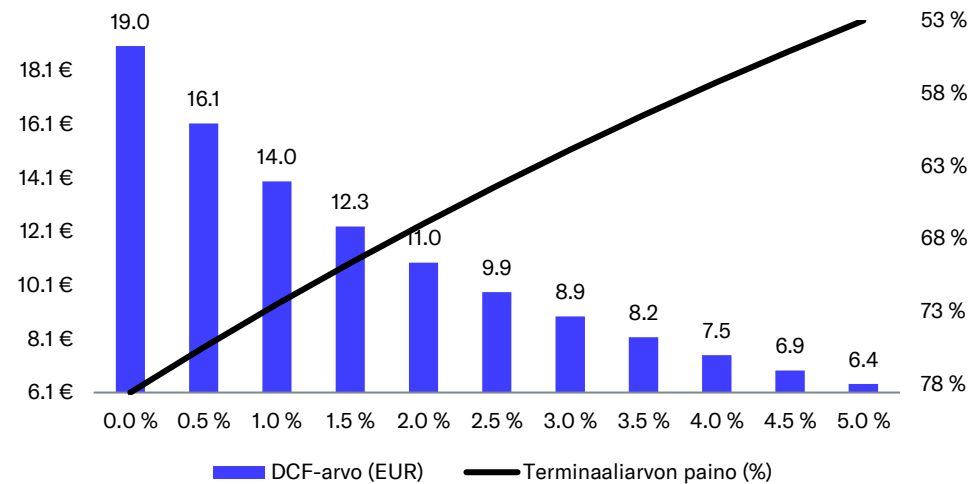


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

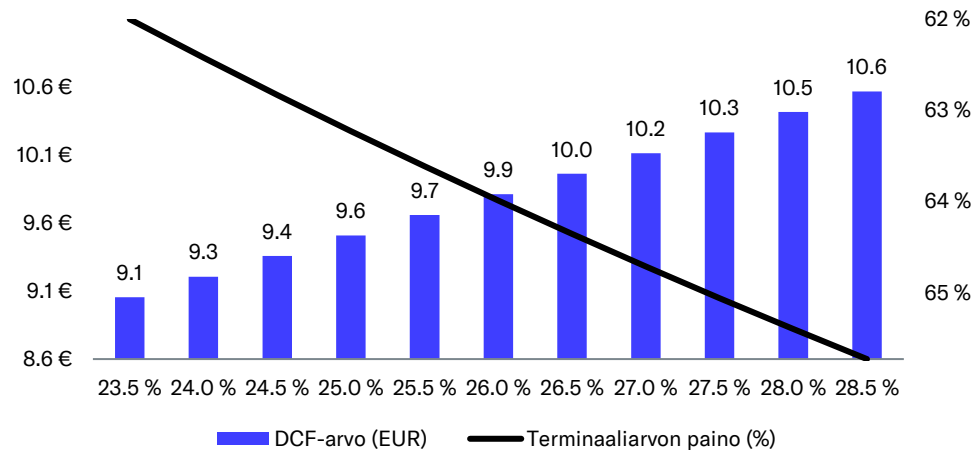
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



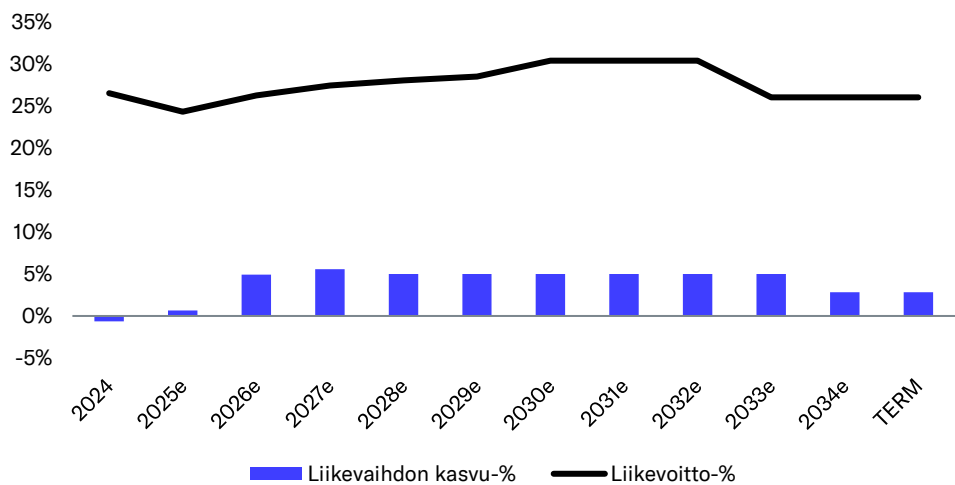
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	5161	5435	5401	5437	5704
Käyttökate	1754	1779	2010	1943	2105
Liikevoitto	1287	1216	1432	1323	1497
Voitto ennen veroja	1248	1061	1262	1183	1382
Nettovoitto	1008	859	1023	958	1108
Kertaluontoiset erät	-231	-381	-171	-204	-182

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	16477	16884	17851	17755	17810
Oma pääoma	9865	10046	11196	11778	12484
Liikearvo	9600	9931	10033	9993	9993
Nettovelat	3388	3536	3167	2526	1787

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	1754	1779	2010	1943	2105
Nettokäyttöpääoman muutos	-96	-34	-91	-1	-6
Operatiivinen kassavirta	1509	1471	1682	1705	1818
Investoinnit	-2461	-804	-1363	-560	-569
Vapaa kassavirta	-971	670	394	1145	1249

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	5.8	5.2	5.2	5.5	5.1
EV/EBITDA	17.0	15.7	13.9	15.3	13.7
EV/EBIT (oik.)	19.6	17.5	17.5	19.4	17.2
P/E (oik.)	22.1	21.1	21.3	24.1	21.6
P/B	2.7	2.4	2.2	2.3	2.2
Osinkotuotto-%	1.2 %	1.4 %	1.5 %	1.5 %	1.6 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0.37	0.32	0.38	0.36	0.41
EPS (oikaistu)	0.44	0.43	0.43	0.42	0.47
Operat. Kassavirta / osake	0.56	0.55	0.63	0.64	0.68
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0.36	0.25	0.15	0.43	0.47
Omapääoma / osake	3.65	3.73	4.16	4.37	4.64
Osinko / osake	0.12	0.13	0.14	0.15	0.16

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	19 %	5 %	-1 %	1 %	5 %
Käyttökatteen kasvu-%	10 %	1 %	13 %	-3 %	8 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	20 %	5 %	0 %	-5 %	10 %
EPS oik. kasvu-%	14 %	-2 %	0 %	-3 %	12 %
Käyttökate-%	34.0 %	32.7 %	37.2 %	35.7 %	36.9 %
Oik. Liikevoitto-%	29.4 %	29.4 %	29.7 %	28.1 %	29.4 %
Liikevoitto-%	24.9 %	22.4 %	26.5 %	24.3 %	26.2 %
ROE-%	10.9 %	8.7 %	9.7 %	8.4 %	9.2 %
ROI-%	10.1 %	8.7 %	9.8 %	8.8 %	10.0 %
Omavaraisuusaste	59.9 %	59.5 %	62.7 %	66.3 %	70.1 %
Nettovelkaantumisaste	34.3 %	35.2 %	28.3 %	21.4 %	14.3 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevista. 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 sijoitusuusituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät 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 laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
11/24/2023	Vähennä	102.00 kr	104.00 kr
02/02/2024	Vähennä	106.00 kr	118.10 kr
29/04/2024	Vähennä	110.00 kr	120.20 kr
28/07/2024	Lisää	115.00 kr	107.25 kr
25/10/2024	Lisää	115.00 kr	106.40 kr
28/01/2025	Vähennä	120.00 kr	118.45 kr
03/02/2025	Vähennä	125.00 kr	129.60 kr
08/04/2025	Lisää	100.00 kr	90.00 kr
13/04/2025	Lisää	100.00 kr	85.00 kr
02/05/2025	Lisää	105.00 kr	93.68 kr
28/07/2025	Vähennä	110.00 kr	112.80 kr



CONNECTING INVESTORS AND COMPANIES.

Inderes democratizes financial information by connecting investors and listed companies. For investors, we are an investing community and a trusted source of financial information and equity research. For listed companies, we are a partner in delivering high-quality investor relations. Over 500 listed companies in Europe use our investor relations products and equity research services to provide better investor communications to their shareholders.

Our goal is to be the most investor-minded company in finance. Inderes was founded in 2009 by investors, for investors. As a Nasdaq First North-listed company, we understand the day-to-day reality of our customers.

Inderes Ab

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

inderes.se

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

inderes.fi

**inde
res.**