

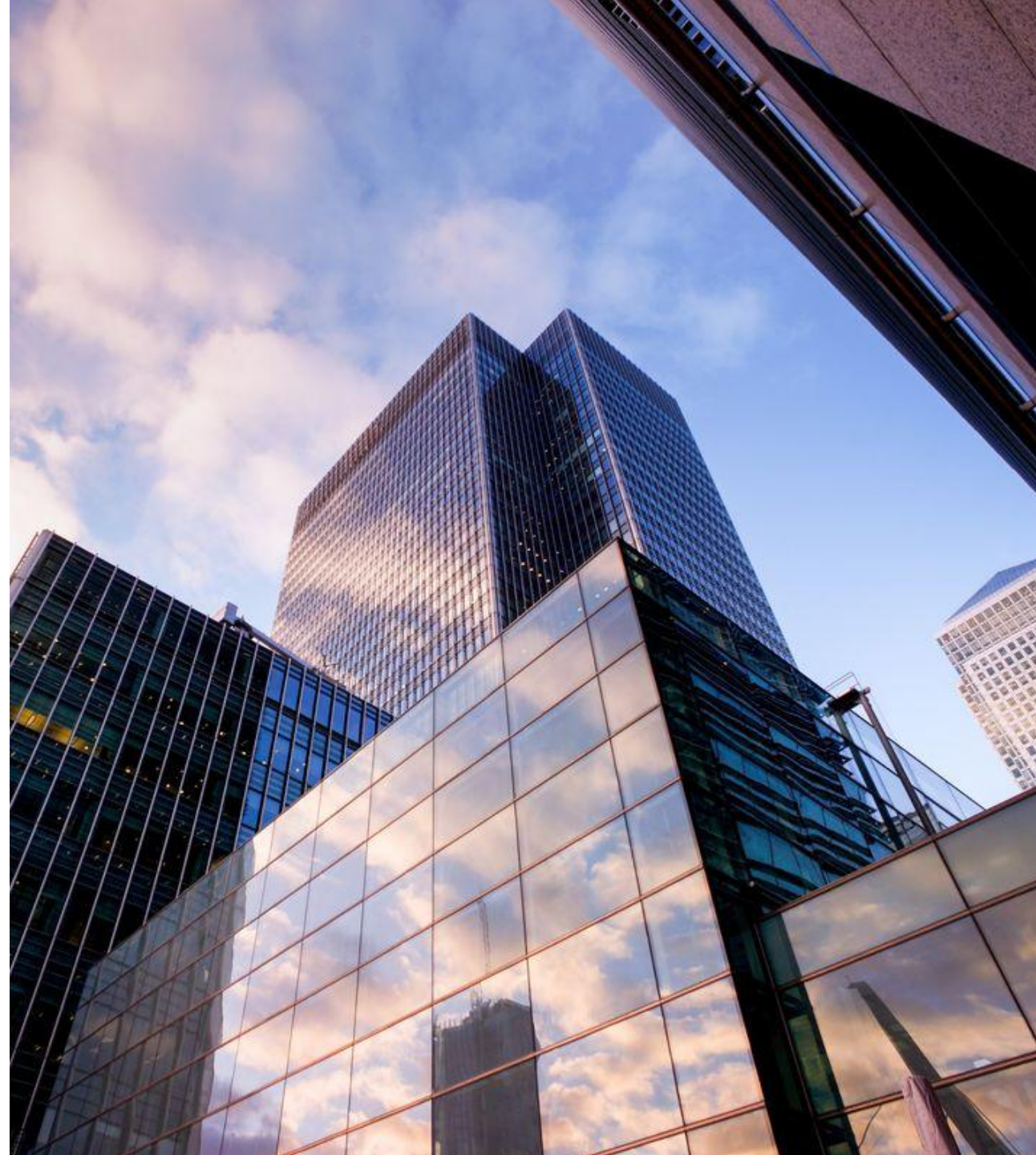


28.04.2026 21.00 EEST



Sauli Vilén, Analyytikko
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Ei vielä kiirettä kaivaa ostohousuja kaapista

Tarkistamme eQ:n tavoitehintamme 10,0 euroon (aik. 11,0e) laskeneita ennusteita heijastellen. Odotamme yhtiöltä edelleen merkittävää tuloskäännettä lähivuosilta, mutta tuloskäänteeseen liittyvä epävarmuus säilyy korkealla ja tuloskäännepainottuu 2030 ulottuvan strategiakauden loppupäähän. Osakkeen arvostustaso ei jätä varaa pettymyksille, ja tuloskasvuun liittyvän epävarmuuden johdosta riskinotto nykyhinnalla ei ole houkuttelevaa. Toistammekin vähennä-suosituksemme ja odotamme konkreettisia merkkejä tuloskasvun käynnistymisestä.

Odotettu startti vuodelle

eQ:n Q1-numerot jäivät hieman ennusteistamme, mutta tämä johtui puhtaasti Adviumin heikosta liikevaihdosta. Varainhoidon suoritus oli täysin odotuksiemme mukainen. Uusmyynti kehittyi alkuvuonna kohtuullisesti, mutta se nojaa käytännössä täysin PE-tuotteisiin kiinteistörahastojen kärsiessä edelleen merkittävistä nettolunastuksista. Strategian toteutus on lähtenyt vauhdilla liikkeelle ja yhtiö on edennyt useilla osa-alueilla. Mielestämme yhtiö tekee strategiassaan oikeita asioita, mutta keskeisenä haasteena on vaikea markkinatilanne sekä kiinteistöissä että PE:ssä. Tähän yhtiö pystyy vaikuttamaan valitettavan vähän sen omilla toimilla. Markkinatilanne säilyy lyhyellä aikavälillä haastavana etenkin kiinteistörahastoissa, missä viimeisin korkojen nousu on myrkyä.

Tuloskasvu painottuu strategiakauden loppuun

Olemme tarkistaneet ennusteitamme alaspäin noin 10 %:lla johtuen kiinteistörahastojen pitkittyneistä ongelmista. Odotamme edelleen tuloksen kääntyvän kasvuun 2026 tuottopalkkioiden vetämänä, mutta näkyvyys tuottopalkkioihin on edelleen heikko. Keskeinen vastatuuli on edelleen kiinteistörahastojen nettolunastukset. Kiinteistörahastojen haasteet painavatkin tulosta myös ainakin vielä ensi vuonna ja ennusteissamme eQ:n tuloskasvu kiihtyy 2026 kasvun jälkeen

kunnolla vasta 2029, kun kiinteistörahastot kääntyvät vihdoin reippaaseen kasvuun. Kiinteistörahastojen hallitsevasta roolista johtuen koko konsernin merkittävä tuloskäännepaino on haastavaa ilman kiinteistörahastojen kääntymistä kasvuun. Huomautamme, että ennusteemme pitävät sisällään yhden uuden kiinteistötuotteen onnistuneen lanseerauksen. PE:n osalta odotamme sen palaavan myynnissä takaisin ennätysvolyymeihin 2026 alkaen, mutta tämä ei yksin riitä vetämään koko konsernia kunnan tuloskasvuun.

2030 osalta 43 MEUR:n liikevoittonnustee on nyt selvästi alle yhtiön tavoittelemalla 55 MEUR:n kanssa (liikevoitto tuplaa 2030 loppuun mennessä). Tätä selittää arviomme mukaan etenkin kiinteistörahastot, sekä jossain määrin myös tuottosidonnaiset palkkiot. Voitonjako säilyy tuttuun tyyliin vuolaana, ja yhtiö jakaa koko tuloksensa ulos lähivuosina.

Heikko näkyvyys tuloskasvuun nostaa riskejä

Toteutuneella tuloksella osake on edelleen kallis (P/E 20x), mutta reipas tuloskasvu painaa lähivuosien kertoimet neutraaliksi (P/E 15-16x). Osaketta hinnoitellaan myös selvällä preemiolla suhteessa verrokkiryhmään. Kokonaisuutena meidän onkin vaikea nähdä nykykurssia erityisen houkuttelevana, kun huomioidaan tuloskasvuun liittyvä korkea epävarmuus. Kunnianhimoisten tavoitteiden toteutuessa olisi osakkeen tuotto-odotus erinomainen, mutta tähän nojaaminen on vielä ennenaikaista ilman konkreettisia näyttöjä suunnan kääntymisestä. Keskeinen riski ennusteissamme liittyy kiinteistörahastoihin, joissa lunastusten mittakaava voi osoittautua vielä ennusteitamme suuremmaksi. Toistammekin varovaisen näkemyksemme osakkeesta, emmekä näe nykykurssilla tuotto-riskisuhdetta riittävänä.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehintaa:

10,00 EUR

(aik. 11,00 EUR)

Osakekurssi:

9,92 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



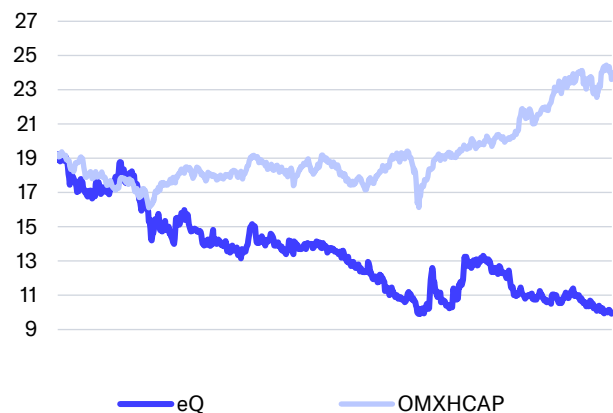
	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	58,2	67,6	69,2	72,6
kasvu-%	-11 %	16 %	2 %	5 %
EBIT oik.	27,4	32,1	32,0	33,7
EBIT-% oik.	47,1 %	47,5 %	46,2 %	46,5 %
Nettotulos	21,6	25,3	26,0	27,4
EPS (oik.)	0,52	0,60	0,61	0,64
P/E (oik.)	21,3	16,3	16,0	15,3
P/B	6,7	5,7	5,7	5,7
Osinkotuotto-%	4,7 %	6,1 %	6,5 %	6,8 %
EV/EBIT (oik.)	16,2	12,0	11,9	11,4
EV/EBITDA	15,6	11,6	11,5	10,9
EV/Liikevaihto	7,7	5,7	5,5	5,3

Lähde: Inderes

Ohjeistus

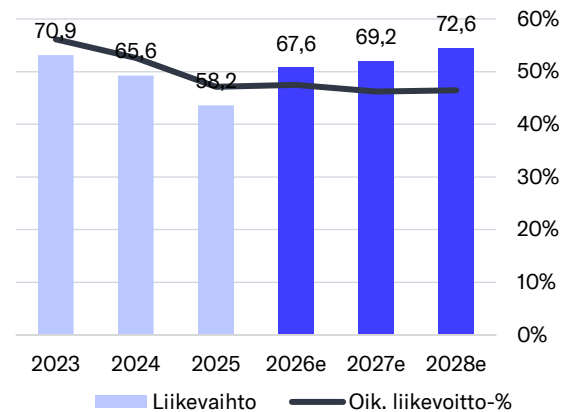
(Ennallaan)

Osakekurssi



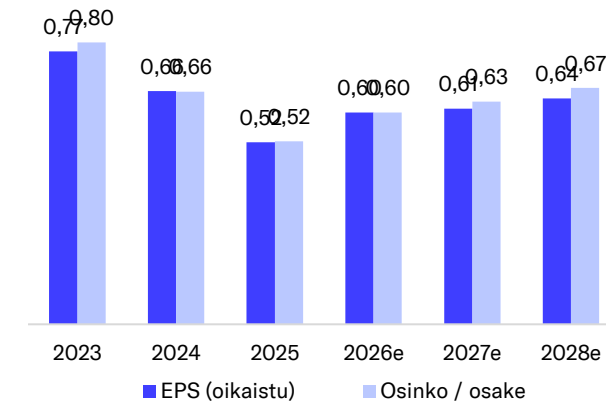
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Kiinteistö ja PE-rahastojen kasvu
- Tuottosidonnaiset palkkiot
- Uudet tuotteet
- Kasvu valuu tehokkaasti viivan alle erinomaisen kulutehokkuuden ansiosta
- Yritysjärjestelyoptio

Riskitekijät

- Kiinteistösektorin haasteet korkojen nousun myötä
- Riippuvuus Suomen kiinteistösektorista
- Riippuvuus yksittäisistä tuotteista
- Korkojen nousu heikentänyt vaihtoehtoisten tuotteiden kysyntää
- Tuottopalkkioiden realisoituminen

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	9,80	9,80	9,80
Markkina-arvo	413	416	419
Yritysarvo (EV)	385	381	384
P/E (oik.)	16,3	16,0	15,3
P/E	16,3	16,0	15,3
P/B	5,7	5,7	5,7
P/S	6,1	6,0	5,8
EV/Liikevaihto	5,7	5,5	5,3
EV/EBITDA	11,6	11,5	10,9
EV/EBIT (oik.)	12,0	11,9	11,4
Osinko/tulos (%)	100 %	103 %	105 %
Osinkotuotto-%	6,1 %	6,5 %	6,8 %

Lähde: Inderes

Odotettu startti vuodelle

Adviumin vaisu alkuvuosi painoi liikevaihtoa

eQ:n Q1-liikevaihto oli 14,2 MEUR, jääden marginaalisesti 14,7 MEUR:n ennusteestamme. Liikevaihdon alitus selittyi kuitenkin täysimääräisesti Adviumin erittäin alhaisella liikevaihdolla (0,2 MEUR), ja Varainhoidon 13,8 MEUR:n liikevaihto oli täysin linjassa odotuksiemme kanssa. Varainhoidossa liikevaihto laski 4 % kiinteistörahastojen hallinnointipalkkioiden vetämänä.

Q1 uusmyynti oli linjassa ennusteidemme kanssa. Yhtiö ilmoitti alkuvuodesta tehneensä ensimmäiset sulkemiset PE-rahastoihin ~160 MEUR:n kokoisina, ja nyt tämä summa kasvoi 205 MEUR:oon. Huomautamme kuitenkin, että nettomerkinnöistä lähes puolet tuli ohjelmarahastoista, joiden sitoumukset on tehty jo vuosia sitten. Näin ollen puhdasta uusmyyntiä oli vain noin 100 MEUR. PE-rahastojen hallinnointipalkkiot ovat polkeneet paikallaan Q2'24:stä alkaen, kun yhä useamman vanhan rahaston palkkiot laskevat. Näin ollen yhtiö tarvitsee selvästi nykyistä kovempaa uusmyyntivolyymiä segmentin palauttamiseksi

vahvalle kasvu-uralle. Ennusteemme odottaa lähes 400 MEUR:n PE-uusmyyntiä, mikä jättää vielä paljon kirittävää loppuvuodelle. Perinteisessä varainhoidossa myynti veti kohtuullisesti (nettomerkinnät ~30 MEUR), mikä on luonnollisesti positiivista, vaikka tuotealueen osuus yhtiön numeroissa on pieni. Kiinteistörahastojen lunastuksista ei saatu raportilla uutta tietoa, ja yhtiöllä on edelleen jonossa merkittävät lunastukset.

Kannattavuus edelleen vahvalla tasolla

Liikevoitto 5,6 MEUR jäi hieman 6,0 MEUR:n ennusteesta Adviumin tappion vetämänä. Ydinliiketoiminta Varainhoidon kulutaso oli kuitenkin odotuksiamme alhaisempi, mikä nosti segmentin numerot hienoisesti ennusteitamme paremmiksi 7,0 MEUR:n liikevoitolla. Varainhoidon kulupoikkeama selittyi kuitenkin bonusvarausten heilunnalla, ja alla oleva kulutaso kasvoi vertailukaudesta. Varainhoidon henkilöstömäärä kasvoi odotuksiamme nopeammin (101 vs. 97), kun yhtiö tekee pakollisia kasvuinvestointeja. Huomautamme, että eQ:n kannattavuus on edelleen

absoluuttisesti ja suhteellisesti hyvä (Q1'26: 39 %), vaikka huippuvuosista ollaankin toki kaukana.

Tuottosidonnaiset palkkiot asettuivat katsauskaudella 1,1 MEUR:oon, kun yhtiö kirjasi PE-rahastoista 0,2 MEUR:n palkkiot aiemmin ilmoitetun 0,9 MEUR:n voitontasauksen lisäksi. PE-rahastojen tuottopalkkioiden kassavirta oli puolestaan 1,8 MEUR, mikä on eQ:n kannalta kriittistä. Yhtiö toteutti katsauskauden päättyessä noin 50 MEUR:n jälkimarkkinatransaktion PE:ssä, joka kasvattaa rahastojen palautuksia sijoittajille sekä tuo tuottopalkkioiden realisoitumista lähemmäs etenkin PE6 -rahaston osalta.

Strategia etenee vauhdilla

Strategian toteutuksen osalta eQ vaikuttaa saaneen hyvän vaihteen silmään. Yhtiö on onnistunut hyvin avainrekrytoinneissa, ja se on käynnistänyt merkittävän IT-projektin asiakasrajapinnan uusimiseksi.

Ennustetaulukko	Q1'25	Q1'26	Q1'26e	Q1'26e	Erotus (%)		2026e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	14,0	14,2	14,7				67,6
Liikevoitto	5,8	5,6	6,0				32,1
EPS (oik.)	0,11	0,10	0,11				0,60
Liikevaihdon kasvu-%	-15,0 %	1,3 %	4,9 %				16,2 %
Liikevoitto-% (oik.)	41,7 %	39,4 %	38,0 %				47,5 %

Lähde: Inderes

Lyhyen aikavälin näkymissä ei ole hurraamista

Yhtiö on myös aktivoitunut viestinnässään merkittävästi, ja kv-markkinalla on alettu rakentaa jalansijaa. Mielestämme yhtiö tekee strategiassaan oikeita asioita, mutta keskeisenä haasteena on vaikea markkinatilanne sekä kiinteistöissä että PE:ssä. Tähän yhtiö pystyy vaikuttamaan valitettavan vähän sen omilla toimilla.

Lyhyen aikavälin näkymä säilyä haastavana

Yhtiö toisti odotetusti näkymänsä, jossa se odottaa PE-rahastojen hallinnointipalkkioiden kasvavan ja kiinteistörahastojen hallinnointipalkkioiden laskevan vuonna 2026. PE-rahastojen osalta yhtiö odottaa edelleen kolmen PE-rahastorakenteen siirtyvän tuottosidonnaiseen palkkiovaiheeseen kuluvana vuonna.

Kiinteistörahastojen osalta näkymä on vaikea, ja viimeisin korkoliike ylöspäin on myrkyä koko sektorille. Myös kotimaisten avoimien rahastojen tilinpäätökset ovat olleet murheellista luettavaa, ja rahastojen lunastusjonot ovat

kautta linjan merkittäviä. Lunastukset ovat myös jatkuneet, eikä markkinan pikaista käännettä ole näköpiirissä. Kiinteistöjen näkymissä eQ:n johto totesi, että se todennäköisesti lanseeraa loppuvuodesta uuden kiinteistötuotteen. Oletamme tuotteen olevan suljettu rahasto, mutta sen varainkeruu tulee olemaan haastavaa, kuten myös kaikilla muilla kiinteistömanagereilla tällä hetkellä.

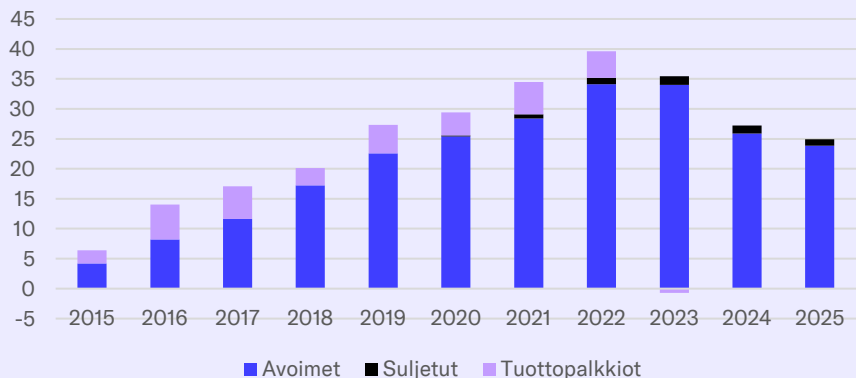
PE-rahastojen osalta näkymä on kaksijakoinen. Pitkän aikavälin näkymä on edelleen hyvä, ja merkittävä osa sijoittajista haluaa kasvattaa PE:n osuutta salkuissaan. Samalla kuitenkin lyhyellä aikavälillä uusmyynti on tahmeaa, sillä palautuksia tulee edelleen liian vähän.

Tuottopalkkioiden osalta Q1 oli pieni askel oikeaan suuntaan, kun kassavirtaa realisoitui jonkin verran (1,8 MEUR), ja 50 MEUR:n jälkimarkkinatransaktio tuo tuottopalkkioita hieman lähemmäs. Epävarmuus säilyy kuitenkin edelleen korkealla, ja markkinan luottamus näitä

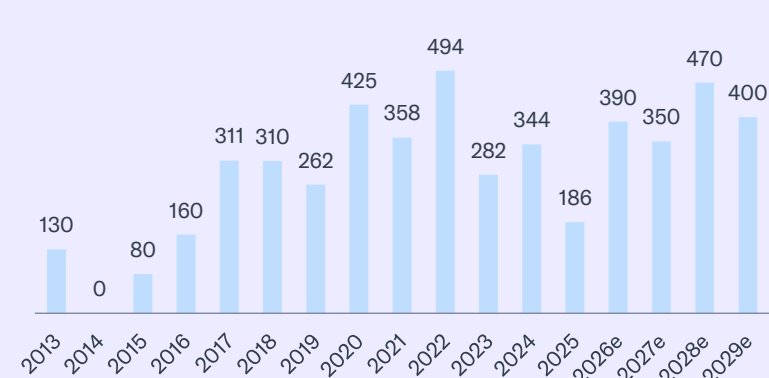
palkkioita kohtaan on heikko johtuen niiden jatkuvista lykkääntymisistä.

Uusien tuotealueiden osalta yhtiön johto totesi tutkivansa uusia vaihtoehtoja tuotetarjonnan laajentamiseksi. Aiempien kommenttien perusteella todennäköiset kohteet ovat infra tai private credit. Käytännössä tämä olisi loogisinta toteuttaa kumppanien kautta, eli eQ myisi Suomessa kumppanin X tuotteita. Tämä malli olisi suhteellisen nopea skaalata ylös (vrt. eQ PE:n vuosikertamalli), sillä oman tiimin kautta rakentaminen merkittävään kokoluokkaan veisi parhaassakin skenaariossa reippaasti ensi vuosikymmenen puolelle.

Kiinteistörahastojen palkkiot (MEUR)



PE-rahastojen uusmyyntiennusteet (MEUR)



Tuloskasvukuva pysyy vaisuna

Ennustemuutokset

- Olemme laskeneet ennusteitamme Q1-raportin jälkeen. Muutos johtuu pääosin kiinteistörahastoista, missä odotamme lunastusten maksun lykkääntyvän entisestään, ja tämä samalla siirtää eteenpäin Yhteiskuntakiinteistöt –rahaston uusmyynnin käännettä. Olemme myös jälleen nostaneet arviotamme kiinteistörahastojen lunastuksista verrokkiraporttien perusteella. Ennustamme edelleen yhtiöltä uutta kiinteistötuotetta 2026 loppuvuoden aikana, mutta tämän lanseeraukseen liittyy aiempaa enemmän epävarmuutta markkinatilanteen heikkoudesta johtuen. Olemme myös nostaneet Varainhoidon kuluennusteitamme odotuksia suuremman henkilöstömäärän johdosta.
- PE-rahastoissa kovat kasvuennusteemme ovat ennallaan, mutta loppuvuonna myynnin pitää tehdä tasokorjaus. Huomautamme, että eQ tarvitsee PE-rahastoilta noin 300 MEUR:n uusmyyntiä, jotta liikevaihto pysyy edes paikallaan.
- PE-rahastojen tuottopalkkioiden osalta odotamme edelleen merkittävää kassavirta- sekä tulosvaikutusta H2:lta. Näkyvyys tähän on heikko, vaikkakin Q1-jälkimarkkinatransaktio pienentää hieman tätä riskiä.
- Olemme käsitelleet ennusteitamme laajemmin vuoden lopussa julkaistussa [laajassa raportissamme](#). Ennustemuutoksista huolimatta raportti on edelleen hyvin ajankohtainen.

Operatiiviset tulosajurit

- Ennustelaskujen myötä lähivuosien tuloskuva on haastava. 2026 tulos kasvaa hieman, mutta se nojaa täysimääräisesti tuottosidonnaisten palkkioiden kasvuun. 2027-2028 tulos kasvaa ennusteissamme vain hieman johtuen kiinteistörahastojen pitkittyneistä ongelmista. Huomautamme, että ennusteemme sisältää kohtuullisesti menestyvän uuden tuotteen, joka kompensoi osaltaan avoimien rahastojen haasteita, ja ilman tätä tuloskäyrä olisi selvästi heikompi.
- Konsernin tuloskasvu kiihtyy ennusteissamme kunnolla vasta 2029, kun kiinteistörahastot kääntyvät myös reippaaseen kasvuun. 2030 osalta 43 MEUR:n liikevoittoennusteemme on nyt selvästi yhtiön tavoitteleman 55 MEUR:n tavoitetason alapuolella (~liikevoitto tuplaa 2030 loppuun mennessä). Ero selittyy arviomme mukaan etenkin kiinteistörahastoilla ja osin myös tuottosidonnaisilla palkkioilla.
- Näkemyksemme mukaan yhtiön nykyinen tuotetarjonta kaipaisi kipeästi selkeää uutta kasvumoottoria, sillä kiinteistöjen tilanne on ainakin lyhyellä aikavälillä surkea ja se painaa alas koko konsernin numeroita. Huomautamme, että pelkkä PE-rahastojen kasvu ei tähän riitä, vaikka ennusteemme odottavat paluuta huippuvuosien myynteihin 2026 alkaen. Yhtiön pitäisi joko löytää uusia merkittäviä tuotteita, tai vaihtoehtoisesti saada PE-rahastojen kokoluokkia merkittävästi nykyistä suuremmiksi.

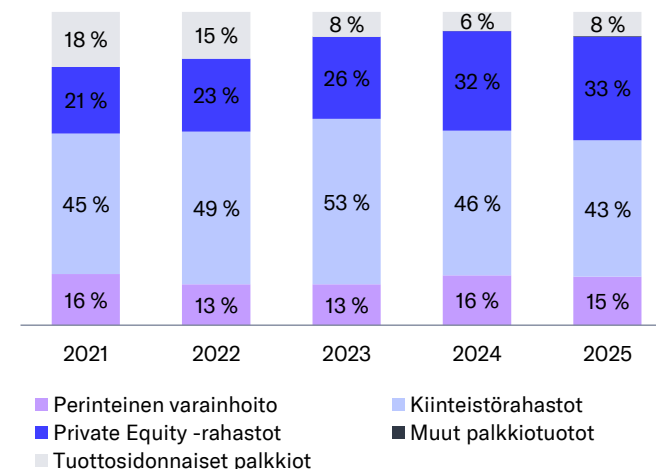
Ennustemuutokset	2026e	2026	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	69,6	67,6	-3 %	72,4	69,2	-4 %	76,8	72,6	-6 %
Liikevoitto	34,3	32,1	-6 %	35,6	32,0	-10 %	38,4	33,7	-12 %
Tulos ennen veroja	34,3	32,1	-6 %	35,6	32,0	-10 %	38,4	33,7	-12 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,64	0,60	-6 %	0,68	0,61	-10 %	0,73	0,64	-12 %
Osakekohtainen osinko	0,64	0,60	-6 %	0,70	0,63	-10 %	0,76	0,67	-12 %

Lähde: Inderes

Varainhoidon tulosenusteet

Varainhoidon ennusteet (MEUR)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Perinteinen varainhoito	10,6	9,4	8,8	9,4	8,9	9,4	10,1	11,0	11,9
Kiinteistörahastot	29,1	35,1	35,6	27,3	25,0	22,3	21,5	23,9	28,0
Private Equity -rahastot	13,8	16,8	17,6	18,8	19,0	19,7	20,9	22,1	24,4
Muut palkkiotuotot	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Tuottosidonnaiset palkkiot	11,4	10,8	5,4	3,6	4,4	10,7	10,2	9,1	11,7
<i>Kiinteistörahastot</i>	5,4	4,3	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Private Equity -rahastot</i>	3,1	6,5	6,1	3,5	3,6	10,4	10,2	9,1	11,7
<i>Perinteinen varainhoito</i>	2,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varainhoidon palkkiotuotot yhteensä	64,9	71,9	66,9	59,2	57,5	62,1	62,8	66,2	76,1
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	23 %	11 %	-7 %	-11 %	-3 %	8 %	1 %	5 %	15 %
Henkilöstökulut	-21,2	-22,0	-21,1	-19,9	-19,1	-21,9	-23,2	-24,4	-25,7
Muut kulut	-3,4	-3,9	-4,4	-4,9	-5,8	-7,0	-7,3	-7,6	-7,9
Varainhoidon liikevoitto	40,3	45,9	41,4	33,7	32,0	32,6	31,7	33,5	42,0
<i>Liikevoitto-%</i>	62 %	64 %	62 %	57 %	56 %	52 %	50 %	51 %	55 %
Henkilöstökulut/henkilö (TEUR)*	-284	-293	-262	-244	-216	-212	-215	-220	-225
Henkilömäärä*	76	76	80	82	95	105	108	111	114
Hallinnoitava varallisuus (MEUR)	11584	12564	12915	13399	13781	14202	14862	15493	16351
Kiinteistörahastot	2282	2697	2250	2037	1864	1557	1765	1814	2152
Muut eQ:n omat rahastot	2082	1687	1993	2155	2248	2368	2571	2782	3002
Yhteistyökumppanit ja muu varainhoito	1619	1561	1773	1903	1981	2007	2057	2107	2157
eQ Private Equity -rahastot	2203	2726	2973	3295	3239	3651	3801	4071	4271
Private Equity -varainhoito-ohjelmat/mandaati	1001	1009	1009	1019	903	648	698	748	798
Raportointipalvelut	2397	2885	2917	2990	3546	3971	3971	3971	3971
Hallinnoitavien varojen kasvu-%**	23 %	5 %	3 %	4 %	-2 %	0 %	6 %	6 %	7 %

Palkkiojakauman kehitys



Ei kiirettä kaivaa ostohousuja kaapista

Historiallinen arvostus

eQ on historiallisesti hinnoiteltu absoluuttisesti korkeilla tuloskertoimilla (2015–2025 keskiarvo P/E ~20x). Tämä on ollut perusteltua yhtiön hurjalla tuloskasvuvauhdilla (2014-2021 EPS CAGR-% +30 %) sekä muutenkin ylivertaisella suorittamisella. Neljä edellistä vuotta ovat olleet yhtiölle vaikeita, kun etenkin kiinteistömarkkinan haasteet ovat lyöneet yhtiötä kovaa. Lisäksi PE-rahastojen tuottopalkkioiden jatkuva viivästyminen on ollut selkeä ongelma. Yhtiön tulos onkin ollut laskusuunnassa ja status sektorin ylivertaisena ykkösenä on kiistämättä rapistunut. Myös yhtiön arvostustaso on korjannut selvästi alaspäin, ja historiallinen reipas preemio on supistunut selvästi. Vaikka yhtiö onkin edelleen kiistatta laatuyhtiö, on meidän yhä vaikeampaa nähdä perusteluita selvälle preemiohinnoittelulle suhteessa verrokkeihin.

Keskeinen kysymys eQ:n kohdalla onkin sen tämänhetkinen hyväksyttävä arvostustaso. Mielestämme on selvää, että yhtiötä tulee hinnoitella alle sen historiallisten kertoimien ja pidämmekin tällä hetkellä järkevänä eteenpäin katsovana arvostustasona suunnilleen P/E 15x. Taso heijastelee nykyistä kohollaan olevaa epävarmuutta tuloskasvuun liittyen. Huomautamme, että mikäli tuloskasvukuva kirkastuisi ja epävarmuus hälvenisi, voisi yhtiölle hyväksyä korkeammankin kertoimen, sillä hurjan kulutehokkuuden johdosta kasvu on erittäin kannattavaa. Epävarmuutta nostavat tekijät ovat kiinteistörahastojen lunastukset, PE-rahastojen tuottopalkkiot sekä koko konsernin uusmyyntivolyymi jatkossa.

Arvostus on neutraali

2025 numeroilla osake on mielestämme kallis (P/E ~19x, EV/EBIT 14x) ja nykykurssi hinnoittelee sisään merkittävää tuloskasvua. 2026 tuloskasvulla P/E-kerroin on ~16x, jota on

vaikea pitää erityisen houkuttelevana, etenkin kun tuloskasvu on ennusteissamme vaatimatonta 2027-2028, ja suurempi hyppy tapahtuu vasta 2029. Jotta 2026 arvostustaso olisi kiinnostava, pitäisi lähivuosien tuloskasvunäkymän olla selvästi parempi ja siihen liittyvä epävarmuus alhaisempi.

Suhteessa verrokkeihin eQ:ta hinnoitellaan edelleen reippaalla preemiolla (~30 %), minkä hyväksyminen on yhä kyseenalaisempaa, tuloskasvukuvan ollessa vaisu ja epävarmuuden korkealla.

Taloudellisten tavoitteiden toteutuessa osake on halpa

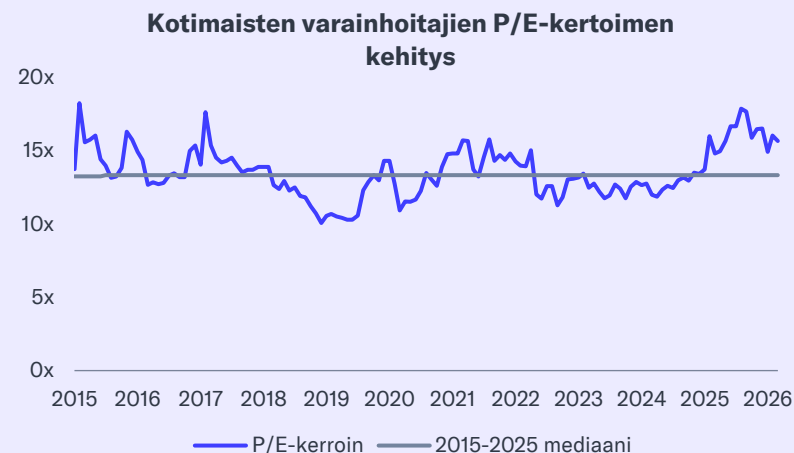
eQ tavoittelee vuodelta 2030 noin 55 MEUR:n liikevoittoa, ja nykyiset optio-ohjelmat huomioivalla osakemäärällä tämä tarkoittaisi hieman yli 1,0e osakekohtaista tulosta. Tässä vaiheessa eQ olisi jälleen tukevasti kasvun polulla ja sen riskitaso olisi nykyistä alhaisempi, joten hyväksyttävä arvostustaso olisi nykyistä korkeampi. Hyväksyttävän P/E-kertoimen ollessa 15-20x tasolla, olisi vastaava osakekurssi 16-21e. Yhtiö myös maksaisi välissä ~3-4 euroa osinkoa, eli osakkeen kokonaistuotto olisi karkeasti 110-160 % strategiakaudella. Vastaava vuosituotto olisi erinomainen 20-25 %. Tämä havainnollistava laskelma alleviivaa yhtiön potentiaalia, mikäli se onnistuu strategiansa toteuttamisessa.

Pysymme odottavalla kannalla

Toistamme varovaisen näkemyksemme osakkeesta emmekä näe nykykurssilla tuotto-riskisuhdetta riittävänä. Korkeampi tavoitehintaa vaatisi näkemyksemme mukaan tulosennusteiden nousua sekä riskitason laskua, ja ilman selkeämpää tuloskasvukuvaa, ei ostohousujen vetäminen jalkaan nykyisillä kertoimilla houkuttele.

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	9,80	9,80	9,80
Markkina-arvo	413	416	419
Yritysarvo (EV)	385	381	384
P/E (oik.)	16,3	16,0	15,3
P/E	16,3	16,0	15,3
P/B	5,7	5,7	5,7
P/S	6,1	6,0	5,8
EV/Liikevaihto	5,7	5,5	5,3
EV/EBITDA	11,6	11,5	10,9
EV/EBIT (oik.)	12,0	11,9	11,4
Osinko/tulos (%)	100 %	103 %	105 %
Osinkotuotto-%	6,1 %	6,5 %	6,8 %

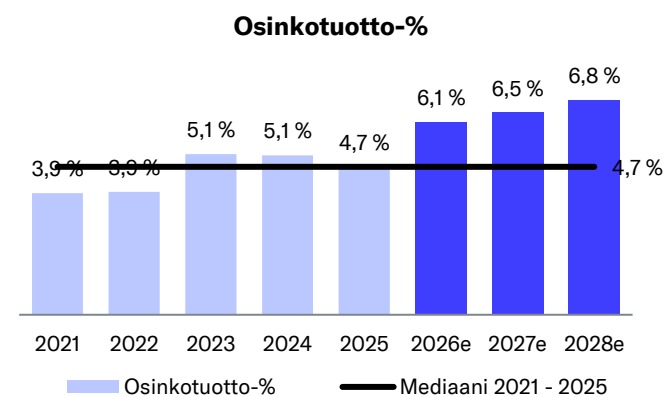
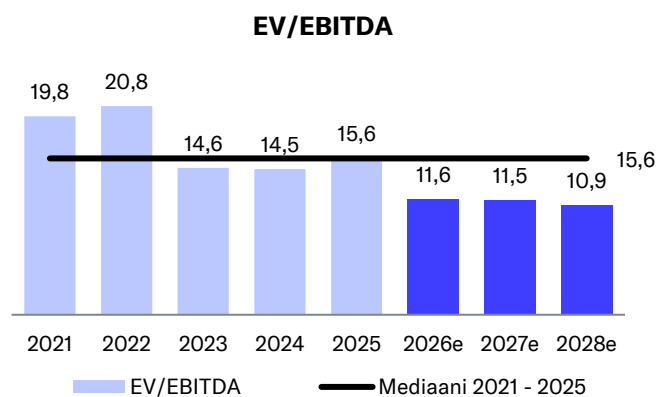
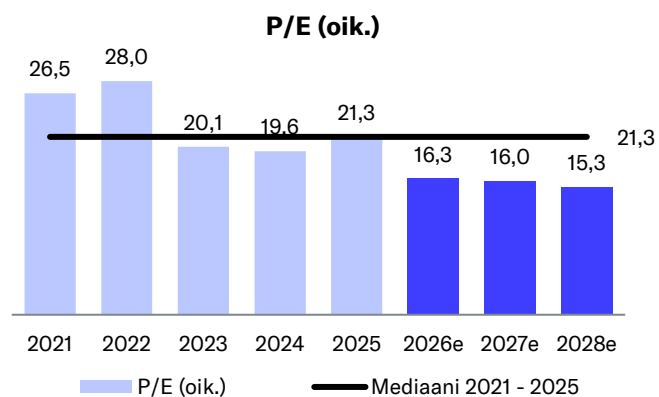
Lähde: Inderes



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	25,8	25,5	15,6	13,0	11,0	9,80	9,80	9,80	9,80
Markkina-arvo	1021	1021	635	536	460	413	416	419	421
Yritysarvo (EV)	964	978	601	519	445	385	381	384	381
P/E (oik.)	26,5	28,0	20,1	19,6	21,3	16,3	16,0	15,3	12,3
P/E	26,5	28,0	20,1	19,6	21,3	16,3	16,0	15,3	12,3
P/B	12,8	12,5	8,4	7,3	6,7	5,7	5,7	5,7	5,3
P/S	12,9	13,1	9,0	8,2	7,9	6,1	6,0	5,8	5,1
EV/Liikevaihto	12,2	12,6	8,5	7,9	7,7	5,7	5,5	5,3	4,6
EV/EBITDA	19,8	20,8	14,6	14,5	15,6	11,6	11,5	10,9	8,8
EV/EBIT (oik.)	20,2	21,4	15,1	15,0	16,2	12,0	11,9	11,4	9,1
Osinko/tulos (%)	104,1 %	110,5 %	103,2 %	99,7 %	100,7 %	100,0 %	103,3 %	104,7 %	100,0 %
Osinkotuotto-%	3,9 %	3,9 %	5,1 %	5,1 %	4,7 %	6,1 %	6,5 %	6,8 %	8,1 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Aktia	859								10,3	9,3	6,4	6,7	1,2
Alexandria	117	102	7,3	6,9	6,3	5,9	1,8	1,7	11,5	11,0	8,1	8,5	3,0
Capman	299	314	8,5	6,2	8,4	6,1	4,3	3,5	11,1	9,1	7,7	8,3	1,5
Evli	627	599	10,8	9,8	10,2	9,4	4,7	4,4	16,0	14,2	5,5	6,0	3,7
Taaleri	208	163	5,0	4,9	4,8	4,8	2,7	2,4	9,2	8,7	5,5	6,0	0,9
Titanium	68	56	9,2	12,2	8,4	10,6	2,8	2,9	13,8	17,3	6,9	5,6	4,5
United Bankers	209	209	11,8	9,8	10,1	8,7	3,4	3,1	15,9	13,1	6,4	6,9	3,3
Mandatum	3463								24,3	22,2	12,4	8,3	4,0
eQ (Inderes)	413	385	12,0	11,9	11,6	11,5	5,7	5,5	16,3	16,0	6,1	6,5	5,7
Keskiarvo			8,8	8,3	8,0	7,6	3,3	3,0	14,0	13,1	7,4	7,0	2,8
Mediaani			8,9	8,4	8,4	7,4	3,1	3,0	12,6	12,0	6,6	6,8	3,1
Erotus-% vrt. mediaani			35 %	42 %	38 %	55 %	85 %	86 %	29 %	33 %	-7 %	-5 %	82 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	65,6	14,0	13,8	15,1	15,2	58,2	14,2	16,1	16,7	20,5	67,6	69,2	72,6	82,5
Varainhoito	58,5	14,4	14,2	14,1	14,1	56,9	13,8	14,2	15,3	18,1	61,5	62,2	65,6	75,5
Sijoitukset	1,1	-0,6	-0,7	0,2	0,4	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corporate Finance	5,3	0,1	0,3	0,6	0,8	1,7	0,2	1,5	1,0	2,0	4,7	5,4	5,4	5,4
Konsernihallinto (sis Sijoitukset 2025 alk.)	0,8	0,2	0,0	0,1	0,0	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	1,6	1,6	1,6	1,6
Käyttökate	35,7	6,1	6,2	7,9	8,2	28,5	5,9	7,2	8,8	11,4	33,3	33,3	35,1	43,6
Poistot ja arvonalennukset	-1,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,2	-1,3	-1,4	-1,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	34,5	5,8	6,0	7,6	8,0	27,4	5,6	6,9	8,5	11,1	32,1	32,0	33,7	42,1
Liikevoitto	34,5	5,8	6,0	7,6	8,0	27,4	5,6	6,9	8,5	11,1	32,1	32,0	33,7	42,1
Varainhoito	33,7	7,9	7,3	8,4	8,4	32,0	7,0	6,6	8,4	10,6	32,6	31,7	33,5	42,0
Sijoitukset	1,1	-0,6	-0,7	0,2	0,4	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corporate Finance	1,5	-0,8	-0,1	-0,4	-0,1	-1,4	-0,6	0,5	0,3	0,8	1,1	1,7	1,7	1,7
Konsernihallinto (sis Sijoitukset 2025 alk.)	-1,8	-0,6	-0,6	-0,5	-0,7	-2,5	-0,9	-0,2	-0,2	-0,3	-1,5	-1,4	-1,5	-1,6
Nettorahoituskulut	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
Tulos ennen veroja	34,5	5,8	6,0	7,6	8,0	27,4	5,6	6,9	8,5	11,1	32,1	32,0	33,7	42,1
Verot	-7,1	-1,3	-1,3	-1,6	-1,7	-5,8	-1,2	-1,5	-1,8	-2,3	-6,7	-6,0	-6,3	-7,9
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	27,4	4,6	4,7	6,0	6,3	21,6	4,4	5,5	6,7	8,8	25,4	26,0	27,4	34,2
EPS (oikaistu)	0,66	0,11	0,11	0,14	0,15	0,52	0,10	0,13	0,16	0,21	0,60	0,61	0,64	0,79
EPS (raportoitu)	0,66	0,11	0,11	0,14	0,15	0,52	0,10	0,13	0,16	0,21	0,60	0,61	0,64	0,79

Tunnusluvut	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	-7,3 %	-15,0 %	-21,9 %	-9,5 %	3,0 %	-11,4 %	1,3 %	16,7 %	10,7 %	35,0 %	16,2 %	2,4 %	4,8 %	13,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-13,2 %	-33,6 %	-35,7 %	-20,1 %	15,1 %	-20,7 %	-4,2 %	15,9 %	11,1 %	39,8 %	17,2 %	-0,3 %	5,4 %	24,7 %
Käyttökate-%	54,4 %	43,6 %	45,2 %	52,5 %	54,0 %	49,0 %	41,5 %	44,7 %	52,5 %	55,6 %	49,3 %	48,1 %	48,4 %	52,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	52,6 %	41,7 %	43,2 %	50,5 %	52,3 %	47,1 %	39,4 %	42,9 %	50,7 %	54,1 %	47,5 %	46,2 %	46,5 %	51,0 %
Nettotulos-%	41,7 %	32,6 %	34,1 %	39,9 %	41,3 %	37,1 %	31,1 %	33,9 %	40,0 %	42,7 %	37,5 %	37,5 %	37,7 %	41,4 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	49,8	48,6	49,0	49,6	50,3
Liikearvo	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Aineettomat hyödykkeet	4,0	4,0	4,2	4,6	4,9
Käyttöomaisuus	3,6	2,7	2,9	3,2	3,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	17,0	16,7	16,7	16,7	16,7
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	45,2	38,9	44,1	44,5	45,3
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	28,2	23,9	16,9	10,4	10,9
Likvidit varat	17,0	15,0	27,2	34,1	34,4
Taseen loppusumma	95,1	87,5	93,1	94,1	95,6

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	73,3	69,1	72,7	73,3	73,9
Osakepääoma	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4
Kertyneet voittovarot	34,7	30,4	34,0	34,6	35,2
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	27,3	27,3	27,3	27,3	27,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	4,0	2,9	2,9	2,9	2,9
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	4,0	2,9	2,9	2,9	2,9
Lyhytaikaiset velat	17,8	15,6	17,6	18,0	18,9
Korolliset velat	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	17,8	15,5	17,6	18,0	18,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	95,1	87,5	93,1	94,1	95,6

DCF-laskelma

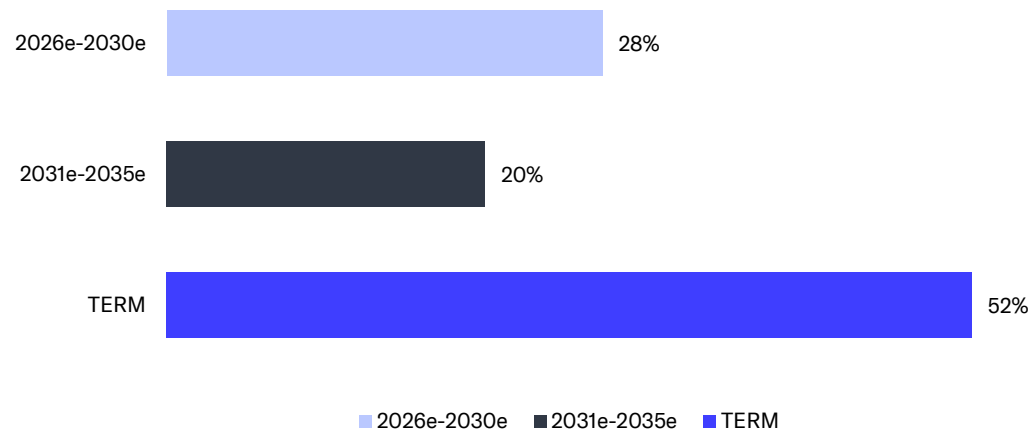
DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-11,4 %	16,2 %	2,4 %	4,8 %	13,8 %	5,0 %	4,5 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	47,1 %	47,5 %	46,2 %	46,5 %	51,0 %	50,0 %	50,0 %	49,0 %	48,0 %	47,0 %	47,0 %	47,0 %
Liikevoitto	27,4	32,1	32,0	33,7	42,1	43,3	45,3	45,7	46,1	46,5	47,7	
+ Kokonaispoistot	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1	
- Maksetut verot	-5,8	-6,8	-6,0	-6,3	-7,9	-8,1	-8,5	-8,6	-8,7	-8,7	-8,8	
- verot rahoituskuluista	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	2,1	9,1	6,9	0,4	1,1	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	
Operatiivinen kassavirta	24,8	35,6	34,2	29,1	36,7	37,2	38,9	39,2	39,7	40,1	41,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	0,1	-1,6	-1,9	-2,0	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	23,8	34,0	32,3	27,1	34,5	34,9	36,6	36,8	37,3	37,7	38,8	
+/- Muut	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
Vapaa kassavirta	23,5	33,6	31,9	26,7	34,1	34,5	36,2	36,4	36,9	37,3	38,4	564
Diskontattu vapaa kassavirta		31,6	27,4	21,0	24,5	22,6	21,7	19,9	18,4	17,0	16,0	235
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		455	423	396	375	350	328	306	286	268	251	235
Velaton arvo DCF		455										
- Korolliset velat		-0,1										
+ Rahavarat		15,0										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-21,7										
Oman pääoman arvo DCF		448										
Oman pääoman arvo DCF per osake		10,6										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	18,5 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,47
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,5 %

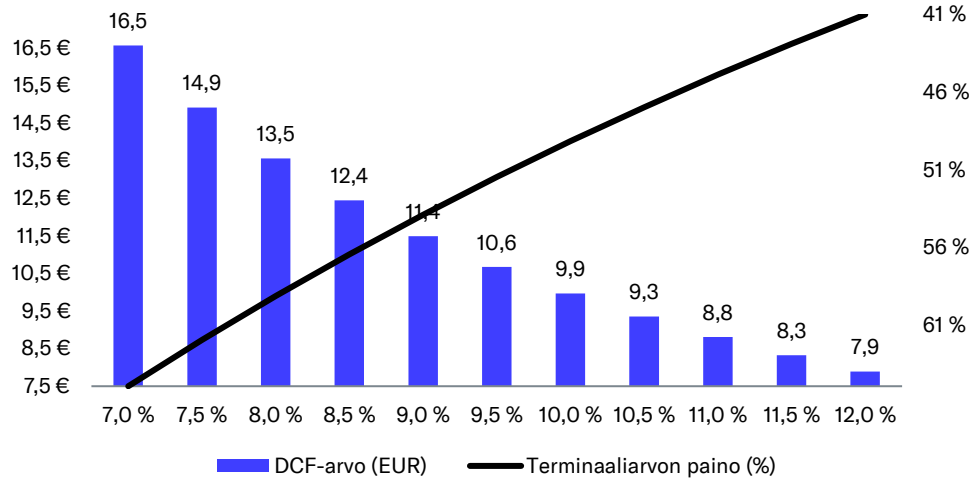
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

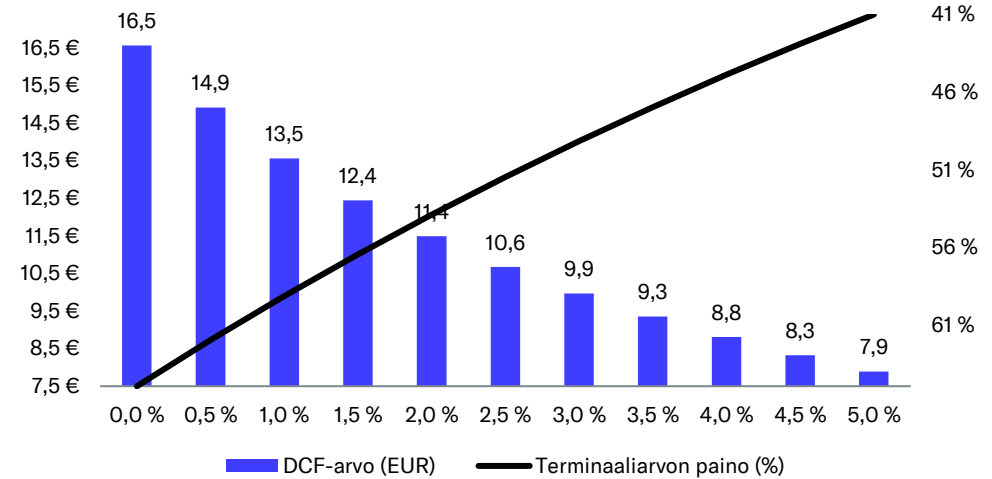


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

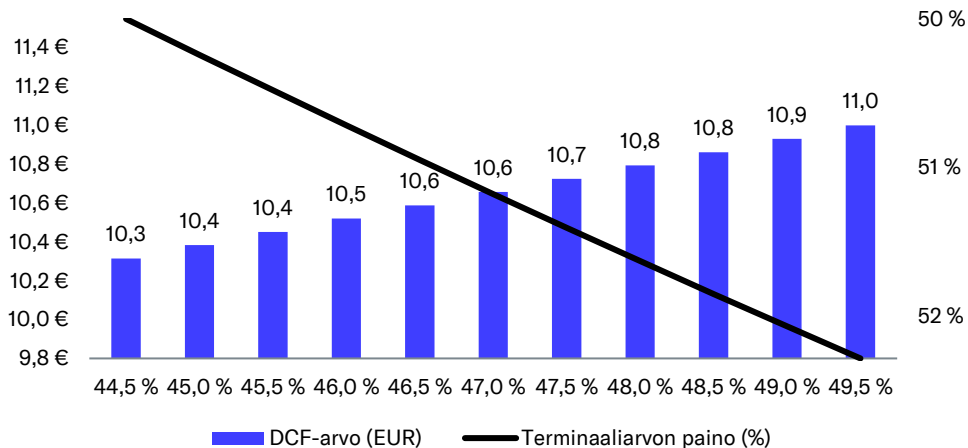
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



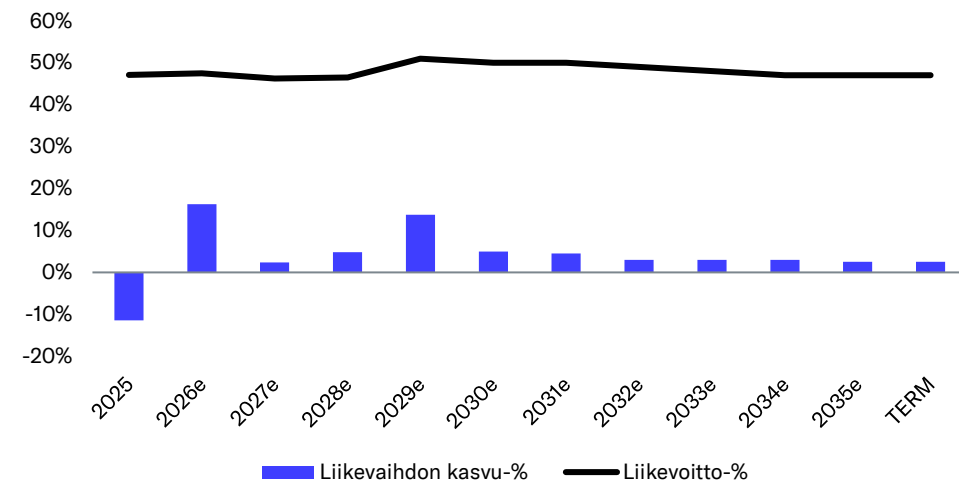
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	70,9	65,6	58,2	67,6	69,2
Käyttökate	41,0	35,7	28,5	33,3	33,3
Liikevoitto	39,8	34,5	27,4	32,1	32,0
Voitto ennen veroja	39,8	34,5	27,4	32,1	32,0
Nettovoitto	31,6	27,4	21,6	25,3	26,0
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	100,3	95,1	87,5	93,1	94,1
Oma pääoma	75,4	73,3	69,1	72,7	73,3
Liikearvo	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Nettovelat	-33,5	-17,0	-14,9	-27,2	-34,1

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	41,0	35,7	28,5	33,3	33,3
Nettokäyttöpääoman muutos	-4,9	-14,0	2,1	9,1	6,9
Operatiivinen kassavirta	27,9	14,6	24,8	35,6	34,2
Investoinnit	0,3	-0,5	0,1	-1,6	-1,9
Vapaa kassavirta	27,8	12,8	23,5	33,6	31,9

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	8,5	7,9	7,7	5,7	5,5
EV/EBITDA	14,6	14,5	15,6	11,6	11,5
EV/EBIT (oik.)	15,1	15,0	16,2	12,0	11,9
P/E (oik.)	20,1	19,6	21,3	16,3	16,0
P/B	8,4	7,3	6,7	5,7	5,7
Osinkotuotto-%	5,1 %	5,1 %	4,7 %	6,1 %	6,5 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	0,77	0,66	0,52	0,60	0,61
EPS (oikaistu)	0,77	0,66	0,52	0,60	0,61
Operat. Kassavirta / osake	0,69	0,35	0,59	0,85	0,81
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,68	0,31	0,56	0,80	0,75
Omapääoma / osake	1,85	1,77	1,65	1,73	1,73
Osinko / osake	0,80	0,66	0,52	0,60	0,63

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-9 %	-7 %	-11 %	16 %	2 %
Käyttökateen kasvu-%	-13 %	-13 %	-20 %	17 %	0 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-13 %	-13 %	-21 %	17 %	0 %
EPS oik. kasvu-%	-15 %	-15 %	-22 %	16 %	2 %
Käyttökate-%	57,9 %	54,4 %	49,0 %	49,3 %	48,1 %
Oik. Liikevoitto-%	56,1 %	52,6 %	47,1 %	47,5 %	46,2 %
Liikevoitto-%	56,1 %	52,6 %	47,1 %	47,5 %	46,2 %
ROE-%	40,2 %	36,8 %	30,3 %	35,8 %	35,6 %
ROI-%	50,6 %	46,4 %	38,5 %	45,3 %	43,8 %
Omavaraisuusaste	75,2 %	77,1 %	78,9 %	78,0 %	77,8 %
Nettovelkaantumisaste	-44,4 %	-23,2 %	-21,6 %	-37,4 %	-46,6 %
Nettovelka/käyttökate	-0,8	-0,5	-0,5	-0,8	-1,0
EBITDA/nettorahoituskulut					

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia 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 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 laatinen analytiikan palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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 laatinen analytiikan 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/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositusistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
8.2.2019	Vähennä	8,40 €	8,32 €
28.2.2019	Lisää	9,20 €	8,62 €
27.4.2019	Lisää	9,50 €	8,96 €
14.8.2019	Lisää	10,00 €	9,36 €
24.10.2019	Vähennä	11,00 €	11,80 €
6.2.2020	Vähennä	13,50 €	14,70 €
14.4.2020	Lisää	13,00 €	12,10 €
29.4.2020	Lisää	13,50 €	12,25 €
11.5.2020	Lisää	14,00 €	12,75 €
12.8.2020	Vähennä	14,00 €	13,90 €
27.10.2020	Osta	15,00 €	13,10 €
9.12.2020	Vähennä	15,00 €	16,85 €
8.2.2021	Vähennä	17,00 €	19,60 €
28.4.2021	Vähennä	20,00 €	20,45 €
9.6.2021	Lisää	22,00 €	20,45 €
11.8.2021	Vähennä	25,00 €	29,90 €
26.10.2021	Vähennä	25,00 €	27,85 €
7.2.2022	Lisää	27,00 €	25,55 €
24.3.2022	Vähennä	27,00 €	27,65 €
27.4.2022	Lisää	26,00 €	23,35 €
10.8.2022	Lisää	26,00 €	24,00 €
26.10.2022	Lisää	23,00 €	20,75 €
1.2.2023	Vähennä	23,00 €	23,85 €
8.2.2023	Vähennä	22,00 €	22,30 €
26.4.2023	Lisää	20,00 €	18,18 €
9.8.2023	Lisää	18,00 €	16,90 €
20.10.2023	Vähennä	16,50 €	16,00 €
25.10.2023	Vähennä	16,00 €	15,44 €
11.1.2024	Vähennä	15,00 €	15,68 €
7.2.2024	Vähennä	14,00 €	14,32 €
25.3.2024	Vähennä	14,00 €	13,98 €
24.4.2024	Lisää	14,00 €	13,15 €
7.8.2024	Vähennä	14,00 €	14,15 €
23.10.2024	Vähennä	14,00 €	13,55 €
5.2.2025	Lisää	13,00 €	11,25 €
30.4.2025	Vähennä	11,00 €	10,42 €
6.8.2025	Vähennä	11,00 €	12,75 €
22.10.2025	Vähennä	11,00 €	11,00 €
1.12.2025	Vähennä	11,00 €	11,00 €
4.2.2026	Vähennä	11,00 €	10,85 €
29.4.2026	Vähennä	10,00 €	9,80 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

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

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

**inde
res.**