

CAPMAN

06.08.2026 20.20 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Kriittinen askel tulosparannuksen polulla

Yhtiön Q2-numerot olivat selkeä pettymys, mutta varainkeruun merkittävä edistyminen kompensoi tätä. Onnistuneen varainkeruun seurauksena riski lähivuosien tuloskasvuun on pienentynyt selvästi ja olemmekin pitäneet tuloskasvuennusteemme käytännössä ennallaan. Tuloskasvun realisoituessa osake on halpa, mutta ilman sitä oikein hinnoiteltu. Toistamme CapManin 2,1 euron tavoitehinnan, mutta nostamme suosituksemme tasolle osta (aik. lisää), sillä onnistuneen varainkeruun seurauksena näemme riski-/tuottosuhteen aiempaa houkuttelevampana.

Numerot olivat vaisut, mutta uusmyynti kompensoi tätä

CapManin Q2-numerot olivat selkeä pettymys kaikilta osin. Liikevaihto jäi ennusteista selvästi vähäisten transaktiopalkkioiden sekä nolliissa olleiden voitonjako-osuustuottojen johdosta. Tulos jäi reippaasti odotuksista pehmeän liikevaihdon sekä odotuksia vaisumpien sijoitustuottojen johdosta. Myös palkkiotulos oli Q2:lla vaatimattomalla tasolla ja selvästi ennusteita heikompi.

Raportin tärkein yksittäinen asia oli uusmyynti, joka veti kvartaalilla erinomaisesti ja otti ison harppauksen eteenpäin. Yhtiö toteutti katsauskaudella kahden lippulaivarahaston ensimmäiset sulkemiset (NRE4 ja Infra3) ja lisäksi se toteutti metsän lippulaivarahaston toisen sulkemisen. Uusmyynnin reippaat onnistumiset laskevat selvästi varainkeruun sykliin liittyvää riskiä. Näkymissä ei ollut yllätyksiä ja yhtiön kommentit olivat jälleen erittäin positiiviset, ja yhtiö odottaa saavansa kaikki keskeiset varainkeruut maaliin 2027 aikana. Lisäksi yhtiö alleviivasi jälleen kulujen skaalautumista kasvun realisoituessa.

Tulosparannus nojaa varainkeruun onnistumiseen

Emme ole tehneet ennusteisiimme juurikaan muutoksia Q2-raportin jälkeen. Odotamme yhtiöltä edelleen merkittävää tulosparannusta seuraavan kahden vuoden aikana. Ajurina tälle

tulosparannukselle on yhtiön historian laajin varainkeruu, jonka onnistuminen näyttää aiempaa todennäköisemmältä vahvan Q2:n jälkeen. Kasvun realisoituessa pitäisi palkkiotuloksen skaalautua selvästi ja ennustamme palkkiotulokseen selvää tasokorjausta nykyiseltä vaatimattomalta tasolta. Onnistuneen uusmyynnin lisäksi yhtiö tarvitsee myös vahvaa kulukontrollia, jotta palkkiotulos skaalautuu kunnolla. Palkkiotuloksen lisäksi tuloskasvu saa vauhtia voitonjako-osuustuotoista, jotka ovat viime vuosina olleet vaisulla tasolla tahmean exit-markkinan johdosta. Nyt useamman merkittävän rahaston pitäisi siirtyä voitonjaon piiriin 2026–2027 aikana ja yhtiö itse sanoi odottavansa voitonjako-osuustuottoja jo loppuvuodelle. Tulosmix paranee ennusteissamme reippaasti, kun palkkiotuloksen osuus kasvaa. Tämä on CapManille tärkeää, sillä se tukee hyväksyttävää arvostusta liiketoiminnan paremman ennustettavuuden myötä. CapManin kassavirta on laskelmiemme mukaan lähivuodet tulosta korkeampi taseesta vapautuvien pääomien ansiosta, mikä kasvattaa yhtiön liikkumavaraa pääoman allokaation osalta. Odotamme yhtiön jatkavan avokätistä osingonjakoaan, ja lisäksi yhtiö etsii edelleen aktiivisesti ostokohteita kasvustrategiansa vauhdittamiseksi.

Arvostus on halpa, jos tuloskasvu tulee läpi

Mielestämme osien summa on selvästi paras tapa arvottaa CapMania, sen huomioidessa parhaiten osien erilaiset profiilit. Osien summan mukainen arvo osakkeelle on 2,1 euroa. Laskelma nojaa oletukseen siitä, että palkkiotulos paranee tulevina vuosina merkittävästi. Mikäli palkkiotulos jäisi nykyiselle tasolle, olisi osakkeen käypä hinta alle nykykurssin. Myös suhteelliset ja absoluuttiset arvostuskertoimet tukevat tätä näkemystä. Ilman selvää palkkiotuloksen kasvua ei osakkeessa ole nousuvaraa, ja ennusteidemme realisoituessa osake on halpa. Osakkeen tuotto-odotus nojaakin ennen kaikkea tuloskasvuun, mutta se saa myös tukea vahvasta osinkotuotosta.

Suositus

Osta

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

2,10 EUR

(aik. 2,10 EUR)

Osakekurssi:

1,75 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	63,0	72,6	89,0	85,4
kasvu-%	9 %	15 %	23 %	-4 %
EBIT oik.	25,8	30,4	46,8	40,9
EBIT-% oik.	41,0 %	41,8 %	52,5 %	47,8 %
Nettotulos	13,2	18,0	28,7	24,0
EPS (oik.)	0,09	0,11	0,17	0,15

P/E (oik.)	21,4	15,4	10,0	11,8
P/B	1,8	1,7	1,6	1,6
Osinkotuotto-%	6,3 %	7,4 %	8,0 %	8,6 %
EV/EBIT (oik.)	13,4	10,4	6,8	7,5
EV/EBITDA	13,2	10,1	6,7	7,4
EV/Liikevaihto	5,5	4,4	3,6	3,6

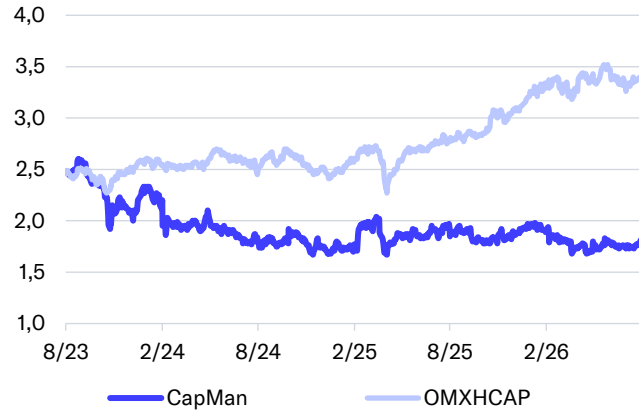
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

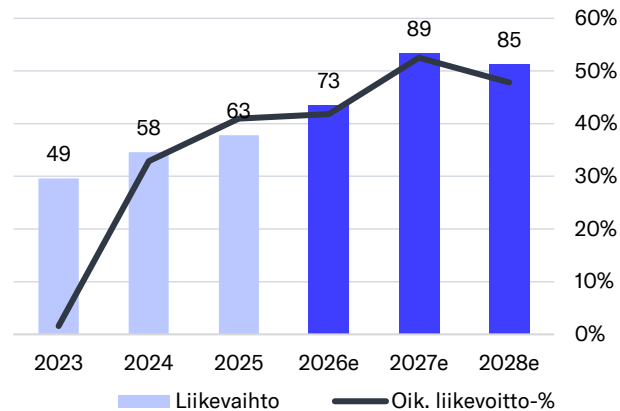
CapMan arvioi hallinnoitavien pääomien kasvavan vuoden 2026 aikana. Yhtiö arvioi myös jatkuvien liiketoimintojen palkkiotuottojen kannattavuuden kasvavan vuoden 2026 aikana. Arviot eivät sisällä mahdollisia vertailukelpoisuuteen vaikuttavia eriä.

Osakekurssi



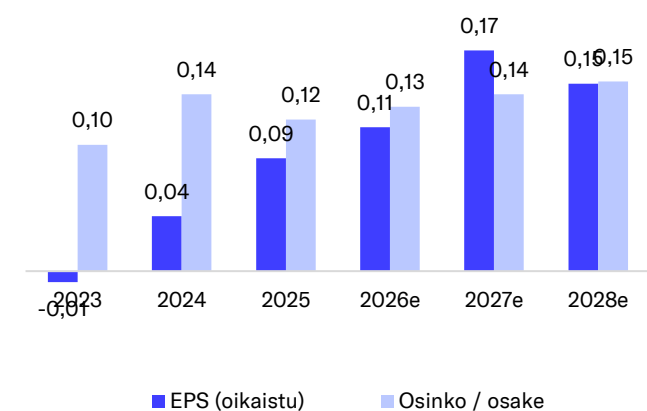
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Tuotekokojen kasvu ydinstrategioissa
- Uudet tuotteet
- Kannattavuuden skaalautuminen kasvun myötä
- Kulutehokkuuden parantaminen
- Hyvien sijoitustuottojen myötä kasvavat voitonjako-osuustuotot sekä taseen omat sijoitustuotot
- Yritysjärjestelyt

Riskitekijät

- Sijoitustuottojen heikentyminen ja jääminen asiakkaiden odotuksista
- Kulukontrollin pettäminen
- Vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kiinnostavuuden yleinen heikentyminen
- Tuloksen korkea riippuvuus sijoitustuotoista

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	1,75	1,75	1,75
Osakemäärä, milj. kpl	177,4	177,9	178,4
Markkina-arvo	310	311	312
Yritysarvo (EV)	317	317	308
P/E (oik.)	15,4	10,0	11,8
P/E	17,2	10,9	13,0
P/B	1,7	1,6	1,6
P/S	4,3	3,5	3,7
EV/Liikevaihto	4,4	3,6	3,6
EV/EBITDA	10,1	6,7	7,4
EV/EBIT (oik.)	10,4	6,8	7,5
Osinko/tulos (%)	128 %	87 %	111 %
Osinkotuotto-%	7,4 %	8,0 %	8,6 %

Lähde: Inderes

Ei niin paha kuin vaisut numerot antaisivat ymmärtää

CapManin Q2-liikevaihto kasvoi 8 % ja oli 15,2 MEUR jääden reippaasti 18,0 MEUR:n ennusteestamme. Kaikki liikevaihtorivit jäivät ennusteistamme.

Hallinnointipalkkioissa poikkeama oli pienin, mutta varainhoidon transaktiovetoiset palkkiot jäivät reippaasti ennusteistamme. Lisäksi voitonjako-osuustuottoja ei kirjattu kvartaalille lainkaan, kun olimme odottaneet niitä kertyvän 1,0 MEUR. Liikevaihdon iso jättämä näyttää dramaattisemmalta kuin mitä se todellisuudessa on, sillä iso osa siitä selittyy ei-jatkuvilla tuotoilla ja voitonjako-tuottojen osalta kysymys on puhtaasti ajoituksellisista tekijöistä.

Varainkeruu oli raportin selkein valopilkku. Yhtiö keräsi Q2:lla uutta pääomaa 440 MEUR:lla, joka on suunnilleen linjassa ennustemme kanssa. Laskelmiemme mukaan sekä Nordic Real Estate IV:n että Nordic Infrastructure III:n sulkemiset toteutettiin hieman pienempinä kuin olimme arvioineet, mutta vastaavasti yhtiö keräsi uusimpaan metsärahastoonsa odotuksiemme vastaisesti pääomia myös Q2:lla. Kokonaisuutena myynnin suoritus oli Q2:lla

erinomainen, ja tärkeät onnistumiset laskevat varainkeruuseen liittyvää riskiprofilia selvästi.

Tulos jäi vaisuksi, kulukehitys pitkästä aikaa positiivista

Q2:n oikaistu liikevoitto oli 4,0 MEUR, jääden rumasti 9,3 MEUR:n ennusteestamme. Karkeasti puolet tulosalituksesta selittyy liikevaihdon jäämisellä ennusteista, ja toinen puoli selittyy sijoitustuotoilla. Muistutamme, että sijoitustuottojen ennustaminen kvartaalitasolla on äärimmäisen hankalaa, ja niiden heilunnasta syntyvällä tulosvaihtelulla ei ole juurikaan merkitystä sijoittajille. Palkkiotulos oli Q2'25:n tasolla 1,3 MEUR:ssa, ja se oli meille selkeä pettymys.

Kulurakenne kehittyi pitkästä aikaa positiivisesti suhteessa ennusteisiimme. Henkilöstökulut olivat ennusteistamme alhaisemmat, ja henkilöstömäärä itse asiassa laski edellisestä kvartaalista. Muissa kuluissa oli tulkintamme mukaan onnistumispalkkioita jakelijoille rahastojen sulkemisiin liittyen, ja näistä oikaistuna olisi kulujen kasvu ollut hyvin vaatimatonta. Toimitusjohtaja totesikin

kommentissaan, että yhtiö pyrkii pitämään tukifunktioiden kustannustasonsa ennallaan, samalla kun liikevaihto kasvaa rahastojen kasvun myötä. Tämän skaalautuvuuden pitäisi tulla paremmin näkyviin yhtiön numeroissa 2027 alkaen. Kuten olemme jatkuvasti sanoneet, on kulukontrollissa onnistuminen ehdottoman tärkeää, jotta yhtiö saa nostettua kannattavuutensa potentiaalin mukaiselle tasolle.

Näkymissä ei yllätyksiä

Yhtiö toisti odotetusti näkymäarvionsa, jossa se odottaa hallinnoitavien pääomien sekä palkkiotuloksen kasvavan 2026. Molemmat ovat tässä vaiheessa vuotta itsestäänselvyyksiä ja kysymys onkin kulmakertoimesta. Johdon kommentit olivat edelleen hyvin positiiviset ja yhtiö odottaa varainkeruiden etenevän loppuvuoden aikana. Lisäksi yhtiö sanoi yllättävänkin suoraan odottavansa voitonjako-osuustuottoja loppuvuodelle. Suurin voitonjakopotentiaali lyhyellä aikavälillä on käsityksemme mukaan Infra1- sekä Buyout11-rahastoissa.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q2'25 Vertailu	Q2'26 Toteutunut	Q2'26e Inderes	Erotus (%) Tot. vs. inderes	2026e Inderes
Liikevaihto	14,1	15,2	18,0	-16 %	72,6
Liikevoitto (oik.)	3,3	4,0	9,3	-57 %	30,4
Liikevoitto	2,4	3,5	8,7	-60 %	28,2
EPS (oik.)	0,01	0,01	0,04	-75 %	0,11
Liikevaihdon kasvu-%	-8,2 %	7,5 %	27,3 %	-19,8 %-yks.	15,2 %
Liikevoitto-% (oik.)	23,3 %	26,3 %	51,7 %	-25,4 %-yks.	41,8 %

Lähde: Inderes

Capman Q2'26: Varainkeruuta ja exittejä



Ennusteissa ei juurikaan muutoksia

Ennustemuutokset

- Olemme tehneet ennusteisiimme vain marginaalisia muutoksia Q2-raportin myötä. 2026 tulosennusteiden lasku selittyy puhtaasti Q2-tulosalituksella, ja H2:n osalta ennusteemme nousivat marginaalisesti.
- Iso kuva ennusteidemme osalta pysyykin ennallaan. Odotamme yhtiöltä vahvaa uusmyyntiä 2026–2027, kun markkinatilanne helpottaa ja yhtiön varainkeruuprosessit etenevät. Yhtiö on saanut viimeisen 6 kk:n aikana toteutettua ensimmäiset sulkemiset kolmeen sen neljästä lippulaivarahastosta ja kokonaisuutena riski varainkeruuseen liittyen on laskenut selvästi.
- Olemme käsitelleet CapManin ennusteita tarkemmin tuoreessa [laajassa raportissamme](#).

Operatiiviset tulosajurit

- Sijoittajien kannalta tärkein tulokomponentti on lähivuosien osalta hallinnointipalkkioihin perustuva kannattavuus eli palkkiotulos. Palkkiotulos on tällä hetkellä varsin vaatimaton, ja siinä on merkittävää skaalautumispotentiaalia. Useamman sijoitusalueen siirtyessä kypsempään vaiheeseen hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuden pitäisi skaalautua nykytasoltaan. Tämän realisoitumiseen yhtiö tarvitsee sekä uusmyyntiä että kulutehokkuuden parantumista.
- 2026 tulos paranee uusmyynnin myötä skaalautuvan kannattavuuden sekä kasvavien voitonjako-osuustuottojen ansiosta. Tulos on kuitenkin edelleen alle yhtiön potentiaalin. 2027 tulos on arviomme mukaan normaalin tulostason yläpuolella, johtuen voitonjakotuottojen keskittymisestä sinne sekä isojen rahastojen takautuvista palkkioista viimeisten sulkemisten yhteydessä. 2028 kuvastaa mielestämme yhtiön normaalia tulospotentiaalia nykyisen varainkeruusyklin onnistuessa.
- Tuloksen mix paranee ennusteissamme jatkuvasti, kun sijoittajien kannalta arvokkain jatkuvan toiminnan kannattavuus nousee. 2025–2028 välillä liikevaihdon kasvusta valuu tulokseen keskimäärin noin 50 %. Mielestämme rima ei tämän suhteen ole erityisen korkealla, kunhan liikevaihto kasvaa kunnolla. Luonnollisesti myös kulukontrollissa pitää jossain määrin onnistua, mutta vielä vahvemmalla kulukontrollilla yhtiöllä olisi edellytykset tätäkin korkeampiin tasoihin. Historiallisesti kulukontrolli ei ole ollut CapManin suurimpia vahvuuksia, ja tämä sekä uusmyynnin lähivuosien kulmakerroin ovatkin keskeiset epävarmuudet ennusteissamme.

Ennustemuutokset	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	73,3	72,6	-1 %	88,6	89,0	0 %	85,0	85,4	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	34,4	30,4	-12 %	46,5	46,8	0 %	40,7	40,9	0 %
Liikevoitto	32,1	28,2	-12 %	44,1	44,4	0 %	38,3	38,5	1 %
Tulos ennen veroja	27,6	23,7	-14 %	39,7	39,7	0 %	34,2	34,2	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,13	0,11	-16 %	0,17	0,17	1 %	0,15	0,15	1 %
Osakekohtainen osinko	0,13	0,13	0 %	0,14	0,14	0 %	0,15	0,15	0 %

Lähde: Inderes

CapMan, Webcast, Q2'26



Tulosennusteiden yhteenveto

MEUR	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	49,3	57,6	63,0	72,6	89,0	85,4	87,9
Palkkiotuotot	39,0	45,9	49,7	59,1	71,2	70,5	71,7
Voitonjako-osuustuotot	3,1	4,3	4,1	6,0	10,0	7,0	8,0
Palkkiot varainhoitopalveluista	7,1	7,4	9,2	7,6	7,8	8,0	8,2
Henkilöstökulut	-31,0	-33,3	-39,0	-40,8	-43,1	-45,2	-47,3
Muut kulut	-12,0	-13,0	-13,3	-15,1	-15,9	-16,7	-17,5
Poistot	-1,5	-2,4	-3,0	-3,2	-3,2	-3,2	-3,1
Käyvän arvon muutokset	-6,1	7,8	15,5	14,7	17,5	18,0	17,0
Liikevoitto	-1,2	16,7	23,2	28,2	44,4	38,5	37,1
Liikevoitto oik.	0,8	19,0	25,8	30,4	46,8	40,9	39,5
Palkkiotulos	3,8	6,9	7,4	9,7	19,3	15,9	14,5
Sijoituksista oikaistu liikevoitto	6,9	11,2	10,3	15,7	29,3	22,9	22,5
Vähemmistöjen tulososuus	-2,0	-4,9	-2,6	-3,3	-3,5	-3,7	-3,9
Vähemmistöjen osuus palkkiotuloksesta	54 %	71 %	36 %	34 %	18 %	23 %	27 %
Jatkuvien palkkioiden kasvu -%	-1 %	15 %	10 %	13 %	19 %	-1 %	2 %
AUM kasvu-%	-1 %	21 %	19 %	14 %	9 %	3 %	2 %
Hallinnointipalkkiot/AUM (%)	0,78 %	0,83 %	0,75 %	0,77 %	0,80 %	0,77 %	0,77 %
Jatkuvat palkkiot/AUM -%	0,92 %	0,96 %	0,89 %	0,86 %	0,98 %	0,93 %	0,94 %
Palkkiotulosmarginaali -%	8 %	13 %	12 %	15 %	24 %	20 %	18 %
Henkilöstömäärä	183	200	230	234	240	246	252
Hallinnoitava varallisuus (MEUR)	5005	6062	7210	8203	8903	9153	9318
Private Equity	1 022	1 080	918	950	950	950	1 000
Real Estate	2 933	3 090	3 754	4 093	4 343	4 343	4 543
Infra	562	648	554	985	1 185	1 185	850
Natural Capital	0	726	816	837	937	1 037	1 137
CAERUS	0	0	585	633	733	833	933
Varainhoito	488	518	583	705	755	805	855
<i>EPS (kertaeristä oikaistu)</i>	<i>0,02</i>	<i>0,04</i>	<i>0,09</i>	<i>0,11</i>	<i>0,17</i>	<i>0,15</i>	<i>0,14</i>
<i>Osinko/osake</i>	<i>0,10</i>	<i>0,14</i>	<i>0,12</i>	<i>0,13</i>	<i>0,14</i>	<i>0,15</i>	<i>0,16</i>
<i>Voitonjakosuhde-%</i>	<i>468 %</i>	<i>322 %</i>	<i>135 %</i>	<i>114 %</i>	<i>80 %</i>	<i>101 %</i>	<i>111 %</i>
Oman taseen sijoitukset	159	163	179	175	180	170	160
<i>Omien tasesijoitusten tuotto-%</i>	<i>-3,6 %</i>	<i>4,8 %</i>	<i>8,7 %</i>	<i>8,5 %</i>	<i>10,0 %</i>	<i>10,0 %</i>	<i>10,0 %</i>

Arvostuskuva hyvin kaksijakoinen

Olemme käyttäneet osien summa -analyysiä CapManin arvonmäärittelyn lähtökohtana. Mielestämme osien summa on CapManille paras menetelmä, sillä se huomioi parhaiten yhtiön verrokeista poikkeavan rakenteen sekä yhtiön osien erilaiset luonteet. Lisäksi olemme tarkastelleet arvonmäärittystä myös suhteellisen ja absoluuttisen arvostuksen kautta.

Kokonaisuutena eri menetelmät puhuvat mielestämme hyvin samaa kieltä. Nykyisellä tulostasolla CapManin osake näyttää hintavalta ja osakkeessa ei ole nousupotentiaalia. Vastaavasti, mikäli tulos paranee lähivuosina odotetusti, on osake edullinen oikeastaan mistä tahansa kulmasta tarkasteltuna. Keskeisenä ajurina on luonnollisesti yhtiön palkkiotulos, joka on ylivoimaisesti CapManin arvokkain tuloskomponentti. Palkkiotuloksen kehitys onkin yksittäinen tärkein sijoittajien seuraama mittari.

AUM:n hintalappu ei ole korkea

CapManilla oli Q1'26:n lopussa korollista nettovelkaa noin 56 MEUR. Tämän lisäksi CapManilla on noin 170 MEUR:n sijoitussalkku, eli itse liiketoiminnan hintalapuksi jää nykyisellä ~310 MEUR:n markkina-arvolla noin 200 MEUR. Hinta suhteessa hallinnoitavaan varallisuuteen on alle 3 %, joka on varsin matala taso suhteessa pääoman korkeaan laatuun (pääoman korkea pysyvyys, vahva palkkiotaso, tuottopalkkiopotentiali yms.). Näkemyksemme mukaan CapManille voitaisiin perustella selvästi tätä korkeampi arvo AUM:lle, vaikka CapManin tapauksessa on tärkeää huomioida suuret vähemmistöosuudet useissa sijoitusalueissa. Mielestämme 4-5 %:n arvo CapManin AUM:lle olisi kuitenkin perusteltavissa, riippuen AUM:n mixistä sekä sen tuottopalkkiopotentialista. Haasteena tällä hetkellä kuitenkin on se, että AUM:lla tehtävä tulos on kaukana sen potentialista, mitä heijastelee viimeisen 12kk

ajalta noin 8 MEUR:n tasolla oleva palkkiotulos, mistä osa kuuluu vielä vähemmistöille. Tähän suhteessa EV/EBIT +20x on hyvinkin korkea absoluuttisesti ja suhteellisesti. Hallinnointiliiketoiminnan skaalautuessa lähivuosina painuu sen arvostus nopeasti alas ja 2027 ennusteellamme EV/EBIT on noin 10x tasolle, joka alkaa olla jo varsin matala. Näin ollen arvostuksessa olisi reipastakin nousuvaraa, kunhan kestävä tulosparannus tulee läpi.

Absoluuttiset kertoimet kertovat samaa tarinaa

CapMania on viimeisen 10v ja 5v aikana hinnoiteltu keskimäärin P/E 14x kertoimella, mikä on linjassa verrokkiryhmän pitkän aikavälin tasojen kanssa. Keskeinen CapManin arvostusta painava tekijä on sen tuloksen heikko mix. Myös arvostuskertoimien osalta palkkiotuloksen voimakas skaalautuminen olisi erittäin tärkeää, sillä tuloksen mixin parantuminen nostaisi hyväksyttäviä arvostuskertoimia. Mikäli tuloksen mix säilyisi nykyisellä tasolla, olisi CapManille vaikea perustella verrokkiryhmän historiallista tasoa korkeampaa valuaatiota. Vastaavasti tuloksen mixin parantuessa olisi CapManille perusteltavissa preemio suhteessa verrokkeihin, ja samalla CapManin omiin historiallisiin tasoihin nähden. Viimeisen 12kk toteutuneella varsin vaatimattomalla tuloksella CapManin P/E-kerroin on noin 20x, mikä on tuloksen heikko mix huomioiden korkea. Mielestämme onkin selvää, että nykyisissä kertoimissa ei ole nousuvaraa, ja osakkeenomistajien tuoton pitää tulla tuloskasvusta. Tuloskasvun käynnistyessä kertoimet painuvat nopeasti hyvinkin houkutteleviksi, ja jo 2026 tulosparannuksella P/E laskee 15x tasolle. 2027 huipputuloksella P/E on 10x tuntumassa, eli hyvinkin edullinen. Myös osinkotuotto on korkea 7–8 % ja se on linjassa CapManin historiallisten tasojen kanssa.

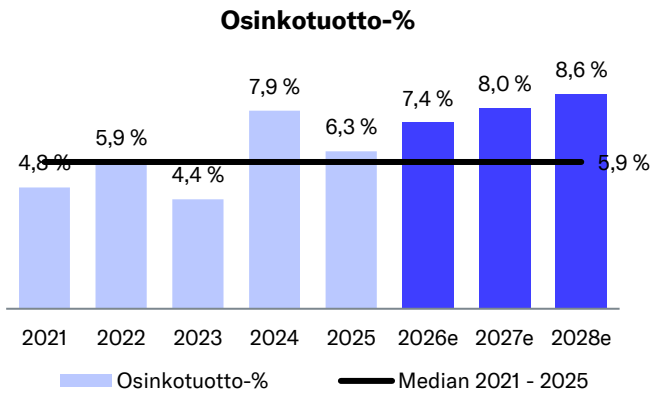
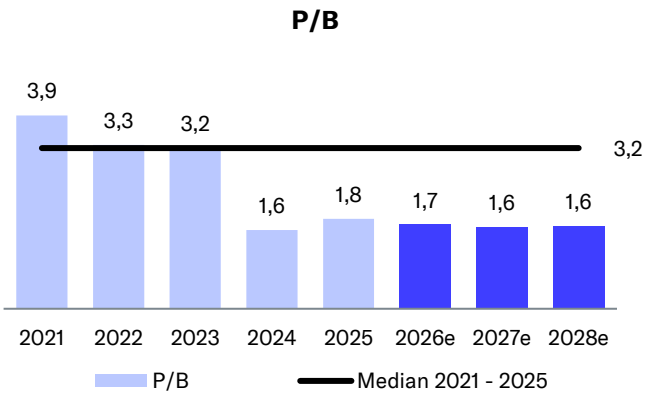
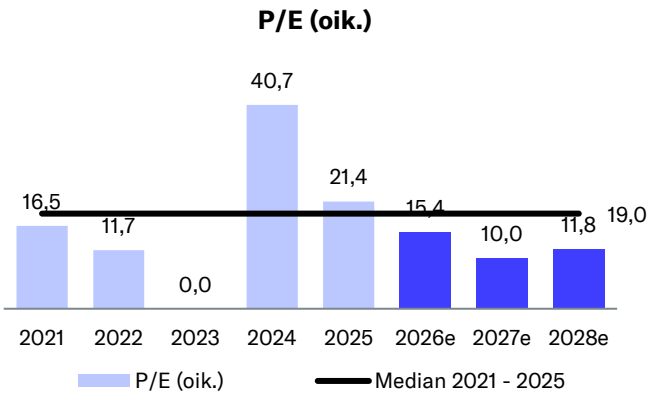
Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	1,75	1,75	1,75
Osakemäärä, milj. kpl	177,4	177,9	178,4
Markkina-arvo	310	311	312
Yritysarvo (EV)	317	317	308
P/E (oik.)	15,4	10,0	11,8
P/E	17,2	10,9	13,0
P/B	1,7	1,6	1,6
P/S	4,3	3,5	3,7
EV/Liikevaihto	4,4	3,6	3,6
EV/EBITDA	10,1	6,7	7,4
EV/EBIT (oik.)	10,4	6,8	7,5
Osinko/tulos (%)	128 %	87 %	111 %
Osinkotuotto-%	7,4 %	8,0 %	8,6 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	3,10	2,90	2,29	1,77	1,91	1,75	1,75	1,75	1,75
Osakemäärä, milj. kpl	156,6	158,1	158,6	176,9	176,9	177,4	177,9	178,4	178,9
Markkina-arvo	486	458	363	313	338	310	311	312	313
Yritysarvo (EV)	513	506	426	289	347	317	317	308	301
P/E (oik.)	16,5	11,7	neg.	40,7	21,4	15,4	10,0	11,8	12,2
P/E	16,5	12,5	neg.	4,6	25,6	17,2	10,9	13,0	13,2
P/B	3,9	3,3	3,2	1,6	1,8	1,7	1,6	1,6	1,7
P/S	10,6	7,8	7,4	5,4	5,4	4,3	3,5	3,7	3,6
EV/Liikevaihto	11,2	8,6	8,6	5,0	5,5	4,4	3,6	3,6	3,4
EV/EBITDA	12,5	9,3	>100	15,2	13,2	10,1	6,7	7,4	7,5
EV/EBIT (oik.)	12,9	9,6	>100	15,2	13,4	10,4	6,8	7,5	7,7
Osinko/tulos (%)	80,1 %	73,4 %	neg.	36,0 %	161,0 %	127,9 %	86,8 %	111,4 %	120,6 %
Osinkotuotto-%	4,8 %	5,9 %	4,4 %	7,9 %	6,3 %	7,4 %	8,0 %	8,6 %	9,1 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Alexandria	173	157	9,5	9,7	8,4	8,4	2,6	2,5	14,2	14,6	6,7	6,5	4,3
Aktia	927	1036							10,7	10,3	5,6	6,0	1,3
eQ	409	382	12,0	11,7	11,6	11,3	5,6	5,4	16,3	15,7	6,2	6,6	5,6
Evli	659	630	11,2	9,6	10,5	9,2	4,9	4,5	16,4	13,9	5,3	5,7	3,8
Taaleri	207	165	7,0	5,3	6,7	5,2	2,8	2,5	13,6	9,1	5,5	6,0	0,9
Titanium	63	51	8,5	11,2	7,7	9,8	2,6	2,6	12,9	16,2	7,4	6,0	4,2
United Bankers	295	290	14,6	12,9	12,7	11,4	4,4	4,0	19,9	17,3	4,5	4,9	4,4
Mandatum	2947	2872	22,5	16,8	22,5	16,8	16,1	16,2	26,6	19,2	14,5	9,7	3,5
CapMan (Inderes)	310	317	10,4	6,8	10,1	6,7	4,4	3,6	15,4	10,0	7,4	8,0	1,7
Keskiarvo			12,2	11,0	11,4	10,3	5,6	5,4	16,3	14,5	6,9	6,4	3,5
Mediaani			11,2	11,2	10,5	9,8	4,4	4,0	15,2	15,1	5,9	6,0	4,0
Erotus-% vrt. mediaani			-7 %	-39 %	-4 %	-32 %	-2 %	-11 %	1 %	-34 %	27 %	33 %	-58 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	57,6	13,0	14,1	15,4	20,5	63,0	16,3	15,2	18,1	23,0	72,6	89,0	85,4	87,9
Hallinnointiliiketoiminta	56,8	13,0	14,1	15,4	20,5	63,0	16,3	15,2	18,1	23,0	72,6	89,0	85,4	87,9
Palveluliiketoiminta (poistunut 2024 alkaen)	0,3	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
Sijoitustoiminta	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
Muut	0,6	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
Käyttökate	19,1	7,6	3,1	8,6	6,9	26,2	6,4	4,3	10,1	10,7	31,4	47,6	41,6	40,2
Poistot ja arvonalennukset	-2,4	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-3,0	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-3,2	-3,2	-3,2	-3,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	19,0	7,3	3,3	8,5	6,7	25,8	6,1	3,9	9,9	10,5	30,4	46,8	40,9	39,1
Liikevoitto	16,7	6,9	2,4	7,8	6,1	23,2	5,6	3,5	9,3	9,9	28,2	44,4	38,5	37,1
Hallinnointiliiketoiminta	17,2	1,2	0,5	3,1	2,9	7,7	2,0	0,9	5,0	5,6	13,5	26,9	20,5	20,1
Palveluliiketoiminta (poistunut 2024 alkaen)	0,3	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
Sijoitustoiminta	6,9	5,7	1,9	4,8	3,1	15,5	3,6	2,6	4,3	4,3	14,7	17,5	18,0	17,0
Muut	-7,7	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	-4,3	-1,4	-1,6	-1,3	-1,9	-6,1	-0,9	-1,2	-1,2	-1,2	-4,5	-4,7	-4,3	-3,0
Tulos ennen veroja	76,6	5,6	0,8	6,6	4,2	17,1	4,7	2,3	8,1	8,7	23,7	39,7	34,2	34,1
Verot	-3,0	-0,6	-0,2	-0,4	-0,1	-1,3	-0,5	-0,2	-0,8	-0,8	-2,3	-7,5	-6,5	-6,5
Vähemmistöosuudet	-4,9	-0,8	-0,5	-0,8	-0,5	-2,6	-0,9	-0,9	-0,7	-1,0	-3,5	-3,5	-3,7	-3,9
Nettotulos	68,8	4,1	0,1	5,4	3,5	13,2	3,3	1,1	6,6	6,8	17,9	28,7	24,0	23,7
EPS (oikaistu)	0,04	0,03	0,01	0,03	0,02	0,09	0,02	0,01	0,04	0,04	0,11	0,17	0,15	0,14
EPS (raportoitu)	0,39	0,02	0,00	0,03	0,02	0,07	0,02	0,01	0,04	0,04	0,10	0,16	0,13	0,13

Tunnusluvut	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	16,8 %	-16,8 %	-8,2 %	20,6 %	48,2 %	9,4 %	25,2 %	7,4 %	17,5 %	12,4 %	15,2 %	22,7 %	-4,0 %	2,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	2330,9 %	7,8 %	24,8 %	400,0 %	-14,2 %	36,2 %	-16,5 %	20,1 %	15,9 %	55,4 %	17,6 %	54,0 %	-12,6 %	-4,4 %
Käyttökate-%	33,1 %	58,5 %	21,9 %	56,0 %	33,7 %	41,6 %	39,4 %	28,0 %	55,5 %	46,4 %	43,2 %	53,4 %	48,7 %	45,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	32,9 %	56,2 %	23,3 %	55,1 %	32,9 %	41,0 %	37,5 %	26,0 %	54,4 %	45,5 %	41,8 %	52,5 %	47,8 %	44,4 %
Nettotulos-%	119,4 %	31,9 %	1,0 %	35,0 %	17,1 %	20,9 %	20,4 %	7,5 %	36,3 %	29,7 %	24,6 %	32,2 %	28,1 %	27,0 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	215	237	231	235	224
Liikearvo	30,1	32,5	32,5	32,5	32,5
Aineettomat hyödykkeet	12,4	16,7	15,0	13,5	12,2
Käyttöomaisuus	2,9	6,4	6,8	7,2	7,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	168	179	175	180	170
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8
Vaihtuvat vastaavat	128	101	114	111	90,0
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	7,1	5,4	5,4	5,4	5,4
Myyntisaamiset	27,4	31,0	35,6	43,6	41,9
Likvidit varat	93,9	64,5	72,6	62,3	42,7
Taseen loppusumma	343	338	345	346	314

Lähde: Inderes

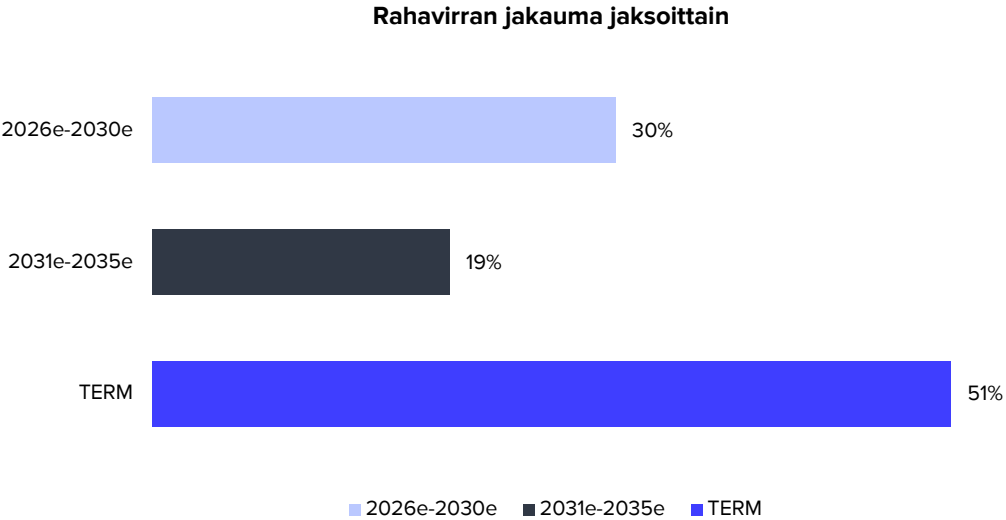
Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	203	194	191	197	196
Osakepääoma	35,2	35,2	35,2	35,2	35,2
Kertyneet voittovarot	104	93,3	90,1	95,7	94,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	38,4	38,4	38,4	38,4	38,4
Muu oma pääoma	21,1	21,1	21,1	21,1	21,1
Vähemmistöosuus	3,8	6,3	6,3	6,3	6,3
Pitkäaikaiset velat	110	116	122	112	82,0
Laskennalliset verovelat	8,5	9,3	9,3	9,3	9,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	101	105	111	101	70,9
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,5	1,8	1,8	1,8	1,8
Lyhytaikaiset velat	30,4	27,1	31,2	38,0	36,2
Korolliset velat	1,3	1,1	0,1	0,4	0,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	19,4	23,2	28,3	34,7	33,3
Muut lyhytaikaiset velat	9,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Taseen loppusumma	343	338	345	346	314

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	9,4 %	15,2 %	22,7 %	-4,0 %	2,9 %	5,0 %	5,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	36,9 %	38,8 %	49,8 %	45,0 %	42,1 %	43,0 %	42,0 %	41,0 %	40,0 %	40,0 %	40,0 %	40,0 %
Liikevoitto	23,2	28,2	44,4	38,5	37,1	39,7	40,7	40,9	41,1	42,4	43,4	
+ Kokonaispoistot	3,0	3,2	3,2	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	
- Maksetut verot	-0,6	-2,6	-7,5	-6,5	-6,5	-7,0	-7,2	-7,2	-7,4	-7,6	-7,9	
- verot rahoituskuluista	-0,5	-0,5	-1,2	-1,1	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-0,6	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	
- Käyttöpääoman muutos	-5,2	0,6	-1,6	0,4	-0,3	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
Operatiivinen kassavirta	20,0	28,9	37,5	34,7	32,9	34,8	35,6	36,0	36,1	37,1	38,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-24,5	2,2	-7,1	7,8	7,7	-2,4	-2,5	-2,6	-2,7	-2,8	-2,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-3,3	31,1	30,4	42,5	40,6	32,4	33,1	33,4	33,4	34,3	35,6	
+/- Muut	3,0	-3,0	-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,3	28,1	28,4	42,5	40,6	32,4	33,1	33,4	33,4	34,3	35,6	546
Diskontattu vapaa kassavirta		27,2	25,1	34,4	30,1	22,0	20,6	19,0	17,4	16,4	15,6	239
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		467	440	414	380	350	328	307	288	271	255	239
Velaton arvo DCF		467										
- Korolliset velat		-106,1										
+ Rahavarat		64,5										
+ Osakkuusyhtiöt		64,1										
-Vähemmistöosuus		-31,5										
-Osinko/pääomapalautus		-21,2										
Oman pääoman arvo DCF		437										
Oman pääoman arvo DCF per osake		2,5										

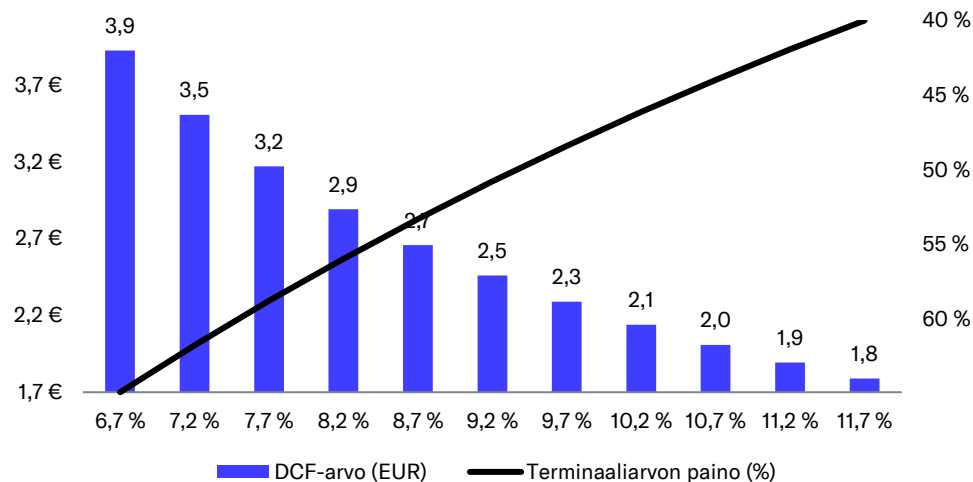
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,5 %
Yrityksen Beta	1,45
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,2 %

Lähde: Inderes

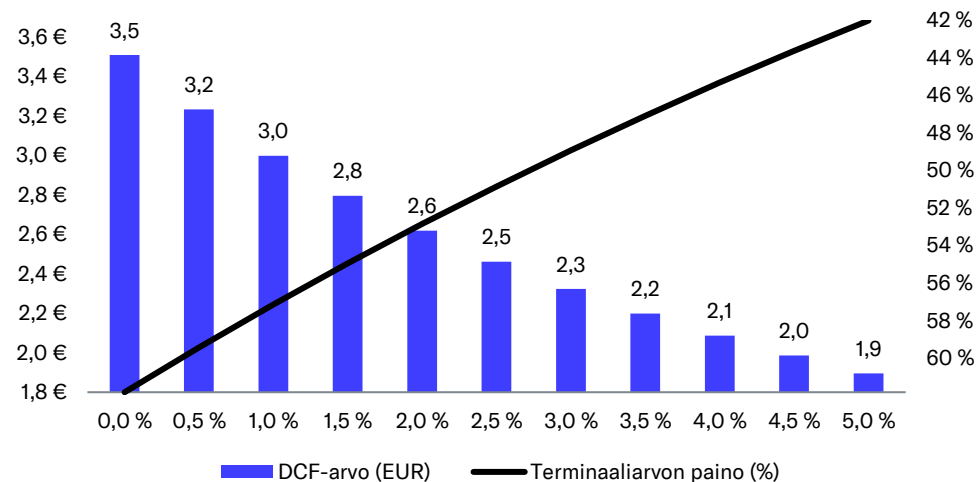


DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

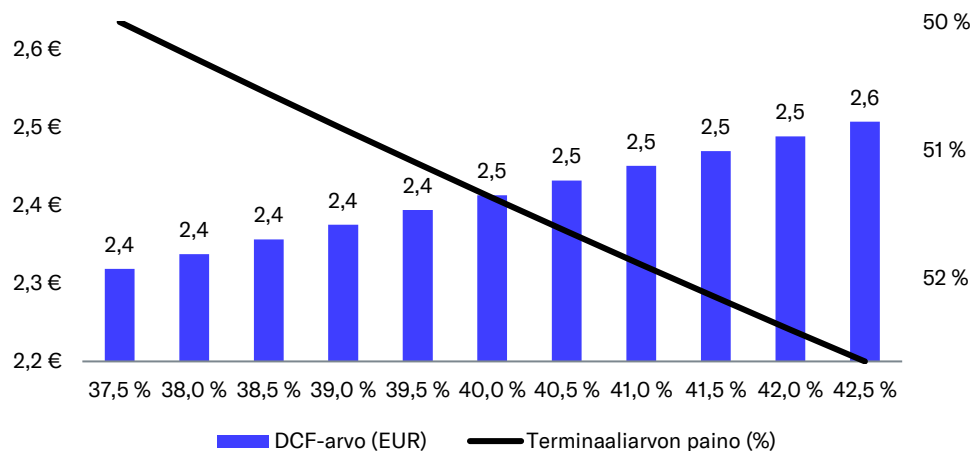
DCF-arvon herkkyysskalkelmat WACC-%:ssa



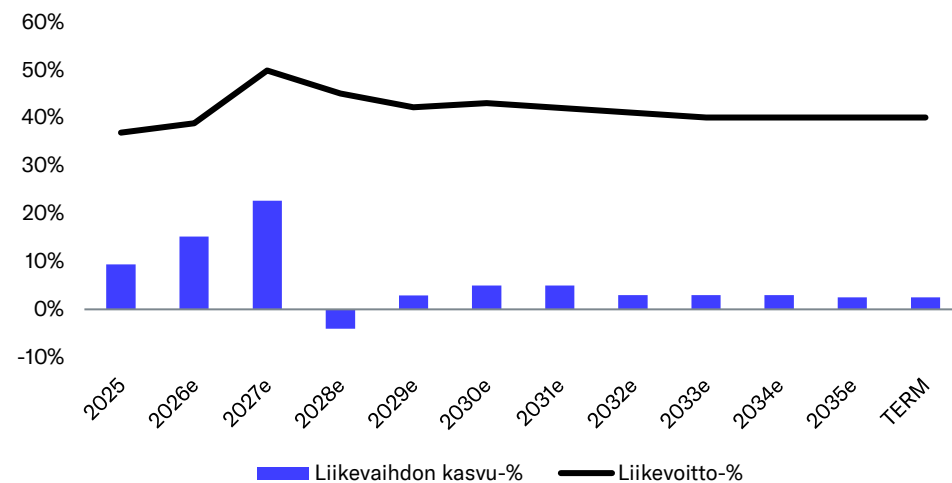
DCF-arvon herkkyysskalkelmat riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyysskalkelmat terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	49,3	57,6	63,0	72,6	89,0
Käyttökate	0,2	19,1	26,2	31,4	47,6
Liikevoitto	-1,3	16,7	23,2	28,2	44,4
Voitto ennen veroja	-2,0	76,6	17,1	23,9	39,7
Nettovoitto	-3,4	68,8	13,2	18,0	28,7
Kertaluontoiset erät	-2,0	-2,3	-2,6	-2,2	-2,4

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	241,4	343,3	337,6	344,8	346,5
Oma pääoma	115,1	202,7	194,4	191,2	196,8
Liikearvo	7,9	30,1	32,5	32,5	32,5
Nettovelat	52,8	8,6	41,6	38,8	38,7

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	0,2	19,1	26,2	31,4	47,6
Nettokäyttöpääoman muutos	11,5	-4,3	-5,2	0,6	-1,6
Operatiivinen kassavirta	9,6	13,4	20,0	28,9	37,5
Investoinnit	8,1	-44,2	-24,5	2,2	-7,1
Vapaa kassavirta	10,9	52,3	-0,3	28,1	28,4

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	8,6	5,0	5,5	4,4	3,6
EV/EBITDA	>100	15,2	13,2	10,1	6,7
EV/EBIT (oik.)	>100	15,2	13,4	10,4	6,8
P/E (oik.)	neg.	40,7	21,4	15,4	10,0
P/B	3,2	1,6	1,8	1,7	1,6
Osinkotuotto-%	4,4 %	7,9 %	6,3 %	7,4 %	8,0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	-0,02	0,39	0,07	0,10	0,16
EPS (oikaistu)	-0,01	0,04	0,09	0,11	0,17
Operat. Kassavirta / osake	0,06	0,08	0,11	0,16	0,21
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,07	0,30	0,00	0,16	0,16
Omapääoma / osake	0,71	1,12	1,06	1,04	1,07
Osinko / osake	0,10	0,14	0,12	0,13	0,14

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-16 %	17 %	9 %	15 %	23 %
Käyttökatteen kasvu-%	-100 %	7943 %	38 %	20 %	51 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-99 %	2331 %	36 %	18 %	54 %
EPS oik. kasvu-%	-103 %	-604 %	105 %	28 %	53 %
Käyttökate-%	0,5 %	33,1 %	41,6 %	43,3 %	53,4 %
Oik. Liikevoitto-%	1,6 %	32,9 %	41,0 %	41,8 %	52,5 %
Liikevoitto-%	-2,6 %	28,9 %	36,9 %	38,8 %	49,8 %
ROE-%	-2,7 %	44,1 %	6,8 %	9,7 %	15,3 %
ROI-%	-0,6 %	31,5 %	7,7 %	9,3 %	15,3 %
Omavaraisuusaste	47,7 %	59,0 %	57,6 %	55,4 %	56,8 %
Nettovelkaantumisaste	45,9 %	4,2 %	21,4 %	20,3 %	19,7 %

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 tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä 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 suosituskin 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 arvonnääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonnääritysmenetelmät 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 latineilla analytikoilla 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 latineen analytikon 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.

Suositushistoria (>12 kk)			
Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
9.8.2019	Osta	2,00 €	1,75 €
26.9.2019	Lisää	2,00 €	1,87 €
1.11.2019	Vähennä	2,10 €	2,06 €
31.1.2020	Osta	2,75 €	2,48 €
20.3.2020	Osta	2,00 €	1,52 €
7.4.2020	Lisää	1,90 €	1,70 €
24.4.2020	Lisää	1,90 €	1,76 €
7.8.2020	Lisää	2,10 €	1,96 €
30.10.2020	Lisää	2,10 €	1,93 €
5.2.2021	Lisää	2,80 €	2,63 €
22.2.2021	Lisää	2,80 €	2,68 €
30.4.2021	Lisää	3,00 €	2,78 €
6.8.2021	Lisää	3,30 €	3,04 €
28.10.2021	Lisää	3,30 €	2,98 €
5.1.2022	Lisää	3,30 €	3,10 €
4.2.2022	Lisää	3,30 €	3,00 €
21.3.2022	Lisää	3,10 €	2,81 €
29.4.2022	Osta	3,10 €	2,62 €
5.8.2022	Lisää	3,30 €	3,09 €
28.10.2022	Lisää	3,00 €	2,60 €
14.11.2022	Lisää	3,00 €	2,58 €
3.2.2022	Lisää	3,10 €	2,89 €
2.5.2023	Lisää	2,90 €	2,59 €
4.8.2023	Lisää	2,70 €	2,57 €
27.10.2023	Lisää	2,40 €	2,06 €
8.2.2024	Lisää	2,20 €	1,96 €
6.3.2024	Lisää	2,20 €	1,94 €
6.5.2024	Vähennä	2,20 €	2,10 €
3.6.2024	Lisää	2,20 €	1,91 €
8.8.2024	Lisää	2,10 €	1,78 €
7.10.2024	Lisää	2,10 €	1,92 €
14.10.2024	Lisää	2,10 €	1,89 €
8.11.2024	Lisää	2,10 €	1,77 €
14.2.2025	Lisää	2,10 €	1,87 €
12.5.2025	Lisää	2,10 €	1,83 €
8.8.2025	Lisää	2,10 €	1,85 €
7.11.2025	Lisää	2,10 €	1,85 €
13.2.2026	Lisää	2,10 €	1,79 €
7.5.2026	Lisää	2,10 €	1,80 €
7.8.2026	Osta	2,10 €	1,75 €



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**

inderes.se

**inde
res.**