

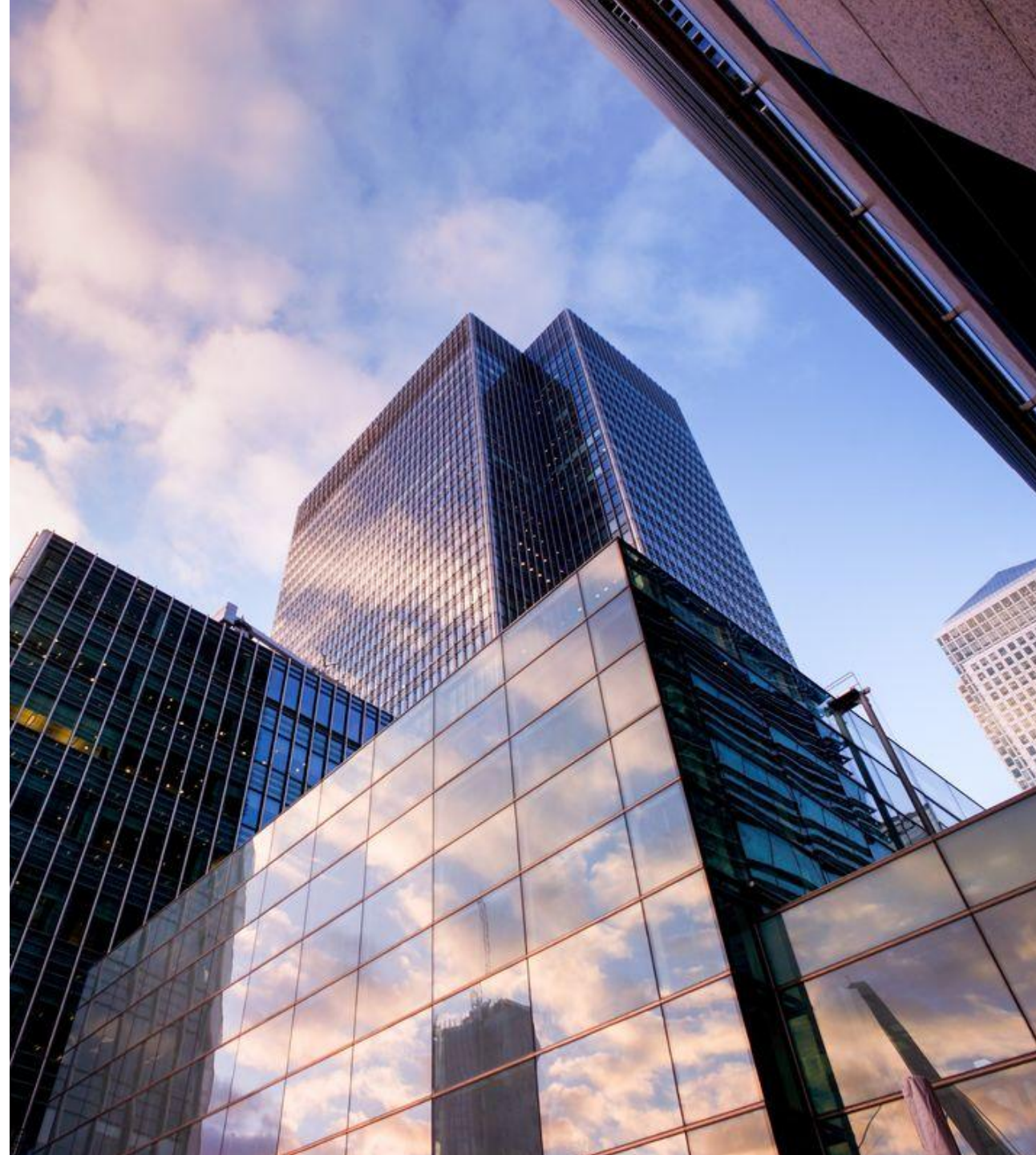
EQ

05.08.2025 22.00 EEST



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS YHTIÖRAPORTTI



Markkinalla kovat odotukset strategiapäivitykselle

eQ:n Q2 jatkoi alkuvuoden mollivoittoista kehitystä ja yhtiö kärsii edelleen kiinteistömarkkinan haasteista. Olemme tarkistaneet tulosennusteitamme lievästi alaspäin ja lähiajan näkymä säilyy haastavana. Pidämme viimeaikaista kurssinousua ylimitoitettuna ja mielestämme markkinat lataavat liian suuria odotuksia tulevalle strategiapäivitykselle. Toistamme 11,0 euron tavoitehintamme sekä vähennä-suosituksen.

Mollivoittoinen kehitys jatkui

eQ:n Q2-tulos jäi reippaasti odotuksistamme. Tulosalitus selittyi taseen sijoitussalkun negatiivisilla tuotoilla sekä investointipankin erittäin heikolla liikevaihdolla. Varainhoidon osalta numerot olivat täysin linjassa odotuksiin. Tässä mielessä tulosalituksen merkitys onkin hyvin rajallinen. Varainhoidon tulos on kuitenkin edelleen laskutrendillä, kun kiinteistörahastojen haasteet painavat palkkioita. Raportin positiivisinta antia oli PE-rahastojen myynti, mikä säilyi olosuhteet nähden hyvällä tasolla. eQ:n lyhyen aikavälin näkymä säilyy kuitenkin haastavana kiinteistömarkkinan vaikeasta tilanteesta johtuen ja tulostrendin käännettä saadaan odottaa ensi vuoteen, kun PE-rahastojen tuottopalkkioita alkaa realisoitua enemmän. Kommentoimme tulosta tarkemmin tiistaina [aamulla](#), ja väistyvän toimitusjohtaja Janne Larman haastattelu on katsottavissa [täältä](#).

Ennusteita tarkistettu lievästi alas, ensi vuonna takaisin tuloskasvuun

Olemme tarkistaneet lähivuosien tulosennusteitamme alas noin 4–5 %:lla kiinteistörahastojen laskeneiden ennusteiden johdosta. Kokonaisuutena odotamme nyt kuluvan vuoden tuloksen laskevan selvästi, mutta 2026 tulos kääntyy reippaaseen kasvuun PE-tuottopalkkioiden vetämänä. 2026 osalta tuloskasvu nojaa käytännössä täysin PE-tuottopalkkioihin, joihin näkyvyys on toistaiseksi hyvin heikko. 2027 alkaen kasvu

on riippuvainen etenkin kiinteistörahastojen myynnistä tai mahdollisista strategiapäivityksen tuomista uusista avauksista. Kiinteistömarkkinan elpyessä yhtiöllä pitäisi nykytuotetarjonnalla olla edellytykset 5–10 %:n jatkuviin palkkioihin perustuvaan vuotuisen tuloskasvuun. Tätä korkeampi tuloskasvu vaatisi 1) uusia tuotteita 2) kiinteistömarkkinan erinomaista vetoa, 3) tuottopalkkioiden paluuta kiinteistörahastoista tai 4) PE-tuottopalkkioiden nousua vielä odotuksiamme korkeammalle tasolle. Osinkopolitiikka säilyy avokätisenä ja yhtiö jakaa koko tuloksensa ulos osinkoina myös jatkossa.

Markkina ladannut turhan kovat odotukset strategiapäivitykselle

eQ:n kurssi on ottanut tasokorjauksen ylöspäin Jouko Pölösen nimityksen jälkeen. Laskeneiden ennusteiden myötä osakkeen arvostus on noussut selvästi ja myös preemioarvostus suhteessa verrokkeihin on leventynyt. Kokonaisuutena pidämme eQ:n osaketta nykytasolla kalliina ja mielestämme markkinat ovat ladanneet liian suuria odotuksia yhtiön strategiapäivitykselle sekä tämän myötä tavoiteltavalle tuloskäänteelle. Toistammekin varovaisen näkemyksemme osakkeesta, emmekä näe nykykurssilla tuotto-riskisuhdetta riittävänä. Korkeampi tavoitehintaa vaatisi näkemyksemme mukaan tulosennusteiden nousua sekä osakkeen riskitason laskua. DCF-mallin mukainen arvo osakkeelle on säilynyt noin 11 eurossa ja se tukee näkemystämme osakkeen käyvistä hinnoittelusta. Huomautamme, että mikäli tuloskasvukuva kirkastuisi arvioimastamme, voisi yhtiölle hyväksyä korkeammankin kertoimen, sillä hurjan kulutehokkuuden johdosta kasvu on erittäin kannattavaa.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehintaa:

11,00 EUR

(aik. 11,00 EUR)

Osakekurssi:

12,75 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	65,6	60,4	71,4	73,1
kasvu-%	-7 %	-8 %	18 %	2 %
EBIT oik.	34,5	28,9	36,9	37,7
EBIT-% oik.	52,6 %	47,9 %	51,7 %	51,6 %
Nettotulos	27,4	22,9	29,2	30,6
EPS (oik.)	0,66	0,55	0,69	0,72

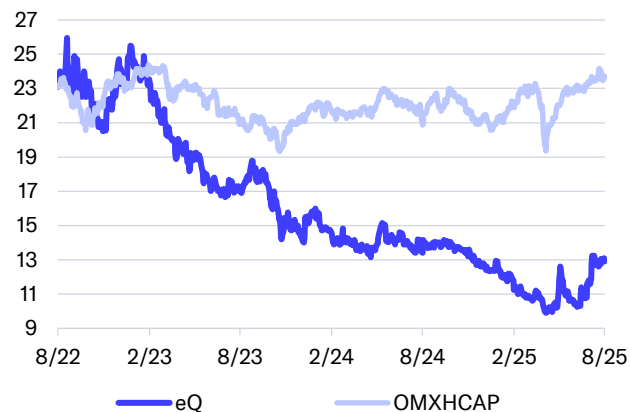
P/E (oik.)	19,6	23,3	18,4	17,7
P/B	7,3	7,7	7,1	7,1
Osinkotuotto-%	5,1 %	4,3 %	5,4 %	5,8 %
EV/EBIT (oik.)	15,0	18,0	13,5	13,3
EV/EBITDA	14,5	17,3	13,1	12,9
EV/Liikevaihto	7,9	8,6	7,0	6,9

Lähde: Inderes

Ohjeistus

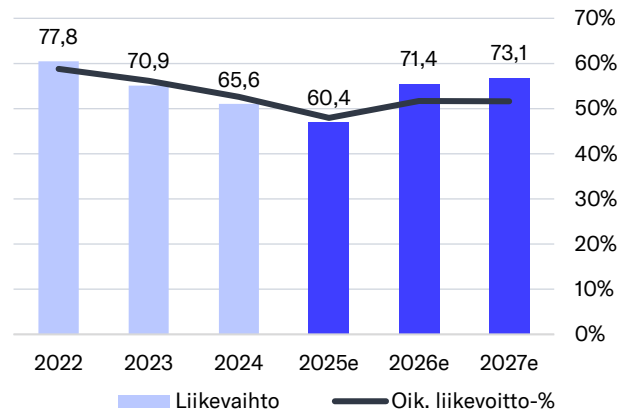
Ei ohjeistusta

Osakekurssi



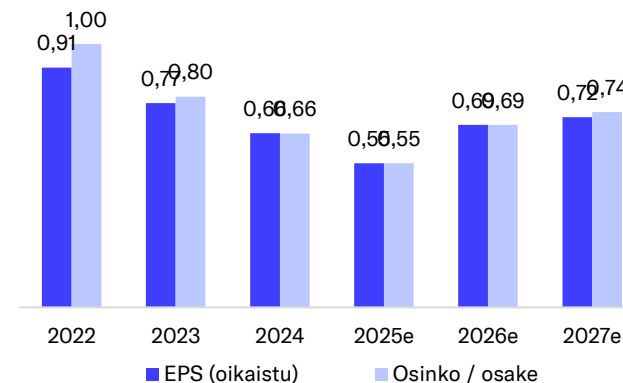
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

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

Riskitekijät

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

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	12,8	12,8	12,8
Markkina-arvo	533	537	541
Yritysarvo (EV)	521	500	502
P/E (oik.)	23,3	18,4	17,7
P/E	23,3	18,4	17,7
P/B	7,7	7,1	7,1
P/S	8,8	7,5	7,4
EV/Liikevaihto	8,6	7,0	6,9
EV/EBITDA	17,3	13,1	12,9
EV/EBIT (oik.)	18,0	13,5	13,3
Osinko/tulos (%)	100 %	100 %	103 %
Osinkotuotto-%	4,3 %	5,4 %	5,8 %

Lähde: Inderes

Mollivoittoinen kehitys jatkui

Sijoitukset ja investointipankki painoivat liikevaihtoa

eQ:n Q2-liikevaihto oli 14,3 MEUR ja se jäi selvästi 15,9 MEUR:n ennusteestamme. Ennustealitius selittyy täysimääräisesti eQ:n oman sijoitussalkun negatiivisilla tuotoilla (näkyvät myös negatiivisena liikevaihtona) sekä investointipankki Adviumin heikkona liikevaihtona. Konsernin arvon kannalta oleellisen Varainhoidon liikevaihto 14,4 MEUR osui täsmälleen ennusteisiimme.

Uusmyynnillisesti Q2 meni PE-rahastojen osalta olosuhteisiin nähden hyvin ja yhtiö varainkeruussa oleva lippulaivarahasto (PE XVI US) kasvoi 178 miljoonaan dollariin (Q1'25: 115 MUSD). Lisäksi yhtiö keräsi 18 MEUR 2024 perustettuun jälkimarkkinarahasto PE SF 5:een. Kiinteistörahastojen haasteista johtuen PE-rahastojen myynti on yhtiölle erittäin kriittistä. Kiinteistörahastojen osalta raportti ei tarjonnut uutta tietoa jonossa olevien lunastusten määristä. Kuten olemme useaan otteeseen todenneet, uskomme yhtiöllä olevan edelleen merkittävät

lunastukset jonossa avoimista rahastoistaan.

Liikevoitto jäi niin ikään selvästi ennusteista

Liikevoitto (6,0 MEUR) laski reippaasti vertailukaudesta ja jäi myös selvästi meidän 7,6 MEUR:n ennusteestamme. Liikevoiton lasku selittyy liikevaihdon tapaan Sijoituksilla sekä Adviumilla. Varainhoidon liikevoitto oli täysin odotuksiemme mukainen. Varainhoidossa liikevoittomarginaali oli edelleen yli 50 %, joka on absoluuttisesti sekä suhteellisesti erinomainen taso. Huomautamme myös, että Varainhoidon palkkiot ovat tällä hetkellä yli 90 %:sti jatkuvia. Samalla huomautamme myös, että avoimissa kiinteistörahastoissa on lunastuksia edelleen maksamatta, ja nämä tulevat laskemaan kiinteistörahastojen palkkioita selvästi lunastusten maksun lopulta toteutuessa.

Kiinteistömarkkinan ongelmat kiusaavat edelleen

Näkymien osalta raportti ei tarjonnut oleellista uutta tietoa.

Kiinteistömarkkinan elpyminen on hidasta ja yhtiö toteaaakin, että ulkomaisen pääoman pitää palata voimakkaammin Suomeen, ennen kuin voimme nähdä markkinan reippaampaa elpymistä. Keskeinen kysymys lyhyellä aikavälillä on avoimien kiinteistörahastojen jonossa olevien lunastusten määrä. Toinen keskeinen kysymysmerkki liittyy PE-rahastojen tuottopalkkioiden realisoitumiseen. PE-rahastojen tuottopalkkiot ovat siirtyneet jatkuvasti eteenpäin, ja PE-markkinan verkkainen yrityskauppa-aktiiviteetti nostaa riskiä näiden palkkioiden siirtymisestä kauemmas tulevaisuuteen. Luonnollisesti irtaantumisten pitkittyminen saattaa painaa myös rahastojen tuottoja. PE-rahastojen tuottopalkkiot ovat eQ:lle suurin tulokasvuajuri lähivuosille. Tuottopalkkioiden osalta eQ toisti vähemmän yllättäen arvionsa, että 2026 useampi rahasto siirtyisi voitonjaon piiriin. Väistyvä toimitusjohtaja Janne Larma avasi haastattelussamme laajasti näkemyksiään mm. PE-rahastojen tuottopalkkioista sekä kiinteistömarkkinan näkymistä.

Ennustetaulukko	Q2'24	Q2'25	Q2'25e	Q2'25e			Erotus (%)	2025e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	17,7	14,3	15,9				-10 %	60,4
Liikevoitto	9,3	6,0	7,6				-21 %	28,9
EPS (oik.)	0,18	0,11	0,14				-21 %	0,55
Liikevaihdon kasvu-%	-1,7 %	-19,3 %	-10,2 %				-9 %-yks.	-8,1 %
Liikevoitto-% (oik.)	52,4 %	41,8 %	47,8 %				-6 %-yks.	47,9 %

Lähde: Inderes

Väistyvän toimitusjohtaja Janne Larman haastattelu InderesTV:ssä:



Strategiapäivitys todennäköisesti loppuvuoden aikana

Odotamme uuden strategian tarjoavan askelmerkit kasvuun paluuseen

eQ työstää parhaillaan päivitettyä strategiaansa ja se on tarkoitus saada valmiiksi 1.9 aloittavan uuden toimitusjohtaja Jouko Pölösen johdolla loppuvuoden aikana. Strategiapäivitys on mielestämme hyvinkin tarpeellinen, sillä yhtiön tulospotential näkymä on muuttunut merkittävästi viimeisen parin vuoden aikana. Yhtiön suurin tulospotential, eli Kiinteistöt, yskähtelee pahoin ja kunnollista vetoapua tulokselle on saatavissa aikaisintaan 2027. Kiinteistöjen kasvu tulee myös olemaan selvästi aiempaa vaisumpaa johtuen muuttuneesta markkinatilanteesta, Liikekiinteistöt-rahaston vaikeasta tilanteesta ja tuottopalkkioiden puuttumisesta.

PE-rahastojen osalta kasvua on edelleen tarjolla, mutta kasvun kulmakerroin loivenee jatkuvasti. Kantaluvut käyvät kuitenkin jatkuvasti haastavammiksi (yhä useamman vanhemman rahaston palkkiot laskevat) ja lisäksi

rahastojen koot laskevat tällä hetkellä haastavan vaihtoehtoisen markkinan myötä (monilla asiakkailla ylliallokaatiota vaihtoehtoihin yms.) ja näin ollen myös PE:ssä jatkuvien palkkioiden kasvu on aiempaa hitaampaa. PE:ssä tuottopalkkioiden pitäisi tuki tarjota merkittävää vetoapua, mutta ne eivät ole sijoittajalle yhtä arvokkaita kuin jatkuvat palkkiot. Perinteinen varainhoito kykenee kasvamaan, mutta sen rooli jää orgaanisella kasvulla konsernin mittapuulla riittämättömäksi.

Näin ollen onkin helppo todeta, että yhtiö tarvitsisi uusia tulospotentialmoottoreita seuraavaa tulospotentialvaihetta varten. Kiinteistörahastojen tuotetarjonnan laajentaminen olisi paperilla loogista, mutta käytännössä se on erittäin hankalaa johtuen rutikuivasta varainkeruumarkkinasta. Näin ollen emme usko kiinteistöjen (uusien tai vanhojen) olevan riittävä ajuri uudeksi tulospotentialmoottoriksi, vaikka uudet kiinteistöavaukset ovatkin varmasti piirustuspöydällä.

Yritysjärjestelyt seuraava askel?

Yhtiö on varsin avoimesti todennut, että sillä on strategiassaan kaksi vaihtoehtoa 1) laajentaa asiakaskuntaansa ja 2) laajentaa tuotetarjontaan. Mielestämme askel molempiin suuntiin on käytännössä selviö ja kysymys on lähinnä askelmerkeistä. Tuotteiden osalta todennäköisin polku olisi rahastojen rahastot uudella tuotealueella, esimerkiksi private creditissä tai infrassa. Asiakaskunnassa yhtiö pyrkinee laajentumaan yhä enemmän myös hyvin varakkaisiin yksityishenkilöihin, ja uskomme yhtiön pohtivan myös kansainvälisen myynnin mahdollisuuksia.

Strategian toteuttamista voisi kiihdyttää merkittävästi yritysorganisatiossa ja mielestämme yritysorganisatiossa nousevatkin jälleen selvästi aiempaa vahvemmin pöydälle. Vaikka kurssi onkin laskenut reippaasti, on osake edelleen arvostustasomiellessä järkevää kauppatavaraa ja näemme sen tarjoavan hyvän alustan omistaja-arvon luomiselle yritysorganisatiossa.

Janne Larma ja Jouko Pölönen avasivat ajatuksiaan yhtiön strategisesta suunnasta haastattelussamme 5.5.2025



Omia ajatuksiamme eQ:n tulevasta strategista suunnasta käsitelty oheisella videolla (16.5.2025)



Ennusteita tarkistettu jälleen lievästi alaspäin

Ennustemuutokset

- Lähivuosien ennusteeemme ovat laskeneet 4–5 %:lla. Taustalla ovat kiinteistörahasot, joissa olemme nostaneet arvioitamme lunastusten määrästä. Lisäksi olemme ottaneet hieman varovaisemman näkemyksen uusmyynnin pirstymisen suhteen. Odotamme nyt Yhteiskunta- ja Liikekiinteistöt rahastojen H2:lla maksettavien lunastusten olevan 190 MEUR. Yhteiskuntakiinteistön osalta odotamme myynnin kääntyvän 2026 aikana kasvuun, mutta Liikekiinteistön osalta odotamme 2026 vielä pieniä lunastuksia. Lunastusten määrän lisäksi vähintään yhtä tärkeä kysymys on kiinteistörahasotjen myyntivolyymi markkinan jälleen normalisoituessa. Liikekiinteistön osalta näemme tilanteen synkkänä ja meidän on vaikea nähdä sen keräävän juurikaan pääomaa (myynti oli vaikeaa jo nollakorkoajana). Yhteiskuntakiinteistötjen osalta näemme tilanteen selvästi parempana ja uskomme sen myyntivolyymiin palaavan terveelle tasolle, mutta jäävän kauas nollakorkoajan huippuvuosista.
- PE-rahastotjen osalta odotamme kasvun jatkuvan, mutta kulmakerroin loivenee väistämättä kun kantaluvt käyvät yhä haastavammiksi eikä markkina tarjoa oleellista vetoapua. PE-rahastotjen tuottopalkkiotjen odotamme edelleen kasvavan voimakkaasti 2026 alkaen, mutta näkyvyys näihin on heikko.
- Huomautamme, että ennusteeemme eivät sisällä uusia tuotelanseerauksia.

Operatiiviset tulosajurit

- eQ:n tuloskasvunäkymä on heikentynyt oleellisesti, kuten sivulla 5 kävimme tarkemmin läpi. 2025-tulos laskee lievästi ja 2026 tulosparrannus on täysin riippuvainen PE-tuottopalkkiotista. 2027 alkaen tuloskasvu on riippuvainen etenkin Kiinteistörahasotjen uusmyynnistä tai mahdollisesta strategiatyön tuomista uusista kasvuaihioista. Kiinteistömarkkinan elpyessä yhtiöllä pitäisi nykytuotetarjonnalla olla edellytykset 5–10 %:n jatkuviin palkkiotihin perustuvaan tuloskasvuun. Tätä korkeampi tuloskasvu vaatisi 1) uusia tuotteita 2) kiinteistömarkkinan erinomaista vetoa, 3) tuottopalkkiotjen paluuta kiinteistörahasotista tai 4) PE-tuottopalkkiotjen nousua vielä odotuksiamme korkeammalle tasolle.
- Huomautamme, että eQ:lla oli 2024 lopussa kirjattu noin 15 MEUR:lla jaksotuksia PE-rahastotjen tulevista tuotoista. Tämän johdosta yhtiön kassa on supistunut selvästi, ja osin tämän johdosta yhtiö onkin alkanut jaksottamaan osinkojaan 2x vuodessa. Kahdessa osassa jaettava osinko ei vielä 2025 ole ongelma, mutta mikäli PE-rahastotjen tuottopalkkiotjen kassavirrat eivät ala seuraavan 12kk aikana realisoitumaan, kohdistuisi osinkoon painetta alaspäin. Luonnollisesti tässä skenaariossa myös tuottopalkkiotjen kuranttittua alettaisiin kyseenalaistaa, sillä vanhimmat tuottopalkkiot ovat ensi keväänä olleet taseessa jo neljä vuotta (ensimmäinen jaksotus 2022).

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	62,5	60,4	-3 %	73,2	71,4	-2 %	75,7	73,1	-3 %
Varainhoito	57,3	57,3	0 %	65,5	63,8	-3 %	68,0	65,6	-4 %
Sijoitukset	0,0	-0,3	-1322 %	1,6	1,6	-1 %	1,5	1,5	-1 %
Corporate Finance	4,6	2,8	-38 %	5,5	5,4	-2 %	5,5	5,4	-2 %
Konsernihallinto	0,6	0,5	-22 %	0,6	0,6	0 %	0,6	0,6	0 %
Liikevoitto	30,4	28,9	-5 %	38,2	36,9	-3 %	39,5	37,7	-4 %
Varainhoito	31,5	31,4	0 %	36,8	35,6	-3 %	38,3	36,7	-4 %
Sijoitukset	0,0	-0,3	-1322 %	1,6	1,6	-1 %	1,5	1,5	-1 %
Corporate Finance	0,8	-0,1	-111 %	1,9	1,7	-7 %	1,8	1,7	-8 %
Konsernihallinto	-2,0	-2,1	-5 %	-2,1	-2,1	2 %	-2,2	-2,2	2 %
Tulos ennen veroja	30,4	28,9	-5 %	38,2	36,9	-3 %	39,5	37,7	-4 %
EPS (oikaistu)	0,58	0,55	-5 %	0,72	0,69	-4 %	0,76	0,72	-4 %
Osinko / osake	0,58	0,55	-5 %	0,72	0,69	-4 %	0,78	0,74	-4 %

Arvostuksen nousu ei ole mielestämme perusteltu

Historiallinen arvostus

eQ on historiallisesti hinnoiteltu absoluuttisesti korkeilla tulokertoimilla (2015–2024 keskiarvo P/E ~20x). Tämä on ollut perusteltua yhtiön hurjalla tulokasvuvauhdilla (2014-2021 EPS CAGR-% +30 %) sekä muutenkin ylivertaisella suorittamisella. Kolme 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. Vaikka yhtiö onkin edelleen kaikilla mittareilla kiistatta laatuyhtiö, on verrokkeihin suhteutetun arvostuspreemion sulaminen ollut mielestämme täysin perusteltua.

Keskeinen kysymys eQ:n kohdalla onkin sen tämän hetken hyväksyttävä arvostustaso. Yhtiötä on edelleen perusteltua hinnoitella preemiolla suhteessa verrokkeihin (historiallisesti kotimaiset verrokkit noin P/E 13x), mutta samalla alle yhtiön omien historiallisten kertoimien. Pidämmekin tällä hetkellä järkevänä käyvän arvon haarukkana suunnilleen P/E 15x tasoa. Taso heijastelee nykyistä kohollaan olevaa epävarmuutta sekä pidemmän aikavälin maltillista tulokasvukuvaa. Huomautamme, että mikäli tulokasvukuva kirkastuisi arvioimastamme, voisi yhtiölle hyväksyä korkeammankin kertoimen, sillä hurjan kulutehokkuuden johdosta kasvu on erittäin kannattavaa.

Arvostus näyttää korkealta

Viimeisimmän kurssinousun seurauksena eQ:n arvostus on tehnyt selvän tasokorjauksen ylöspäin ja osake näyttää mielestämme kalliilta, niin absoluuttisesti kuin suhteellisesti. Toteutuneella 12kk tuloksella P/E-kerroin on 24x ja ensi

vuoden reippaalla tulokasvulla se laskee noin 18x tasolle. Tasoja on vaikea pitää houkuttelevina, kun ne suhteutetaan nykyiseen epävarmuuteen ja vaisuun tulokasvukuvaan. Hopeareunuksena laskevassa tuloksessa on tuloksen jakauman selvä parantuminen, sillä se koostuu lähes täysin jatkuvista palkkioista. Myös suhteellisesti arvostuspreemio suhteessa verrokkeihin on jälleen nytkähtänyt ylöspäin (graafit sivulla 9) ja mielestämme preemion leventymiselle ei ole tällä hetkellä perusteita.

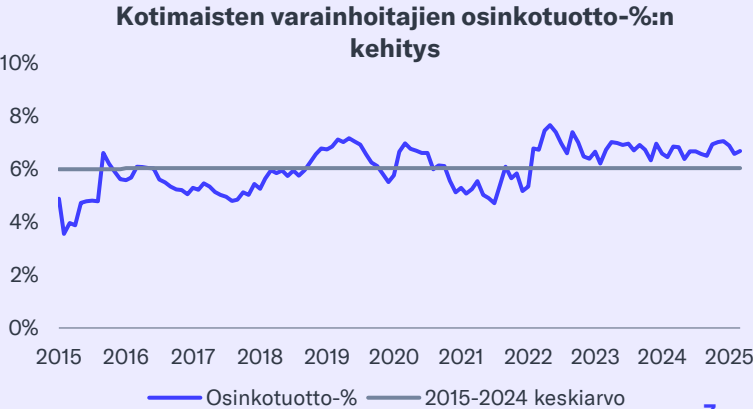
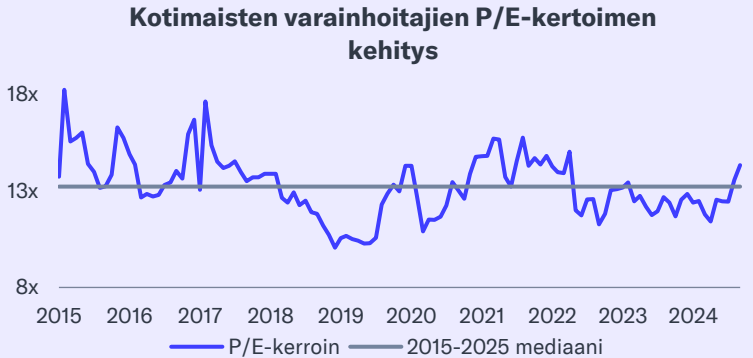
2026 arvostustaso olisi mielestämme perusteltu, mikäli tulokasvunäkymä olisi nykyistä parempi ja siihen liittyvä epävarmuus alhaisempi. Keskeiset epävarmuustekijät ovat kiinteistörahastojen lunastukset ja myynti sekä PE-rahastojen tuottopalkkiot. Lunastusten määrä todennäköisesti selkeytyy H2 aikana, mutta tuottopalkkioiden realisoitumista joudutaan odottamaan reippaasti ensi vuoden puolelle.

Markkinalla liian kovat odotukset uudelta strategialta

Kokonaisuutena pidämme eQ:n osaketta nykytasolla kalliina ja mielestämme markkinat ovat ladanneet liian suuria odotuksia yhtiön strategiapäivitykselle ja tämän myötä tavoiteltavalle tulokäänteelle. Toistammekin varovaisen näkemyksemme osakkeesta emmekä näe nykykurssilla tuotto-riskisuhdetta riittävänä. Korkeampi tavoitehintaa vaatisi näkemyksemme mukaan tulostennusteiden nousua sekä osakkeen riskitason laskua. DCF-mallin mukainen arvo osakkeelle on säilynyt noin 11 eurossa ja se tukee näkemystämme osakkeen käyvästä hinnoittelusta.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	12,8	12,8	12,8
Markkina-arvo	533	537	541
Yritysarvo (EV)	521	500	502
P/E (oik.)	23,3	18,4	17,7
P/E	23,3	18,4	17,7
P/B	7,7	7,1	7,1
P/S	8,8	7,5	7,4
EV/Liikevaihto	8,6	7,0	6,9
EV/EBITDA	17,3	13,1	12,9
EV/EBIT (oik.)	18,0	13,5	13,3
Osinko/tulos (%)	100 %	100 %	103 %
Osinkotuotto-%	4,3 %	5,4 %	5,8 %

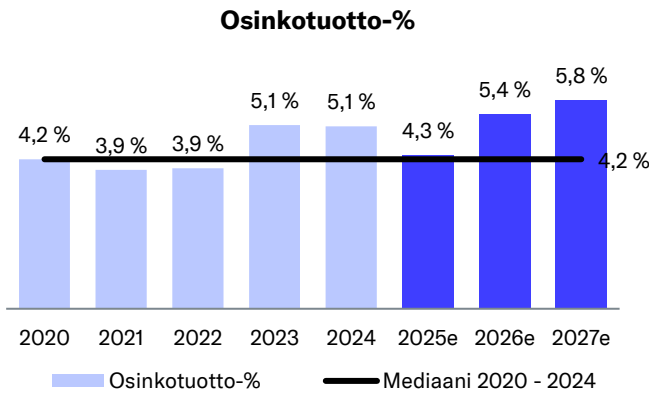
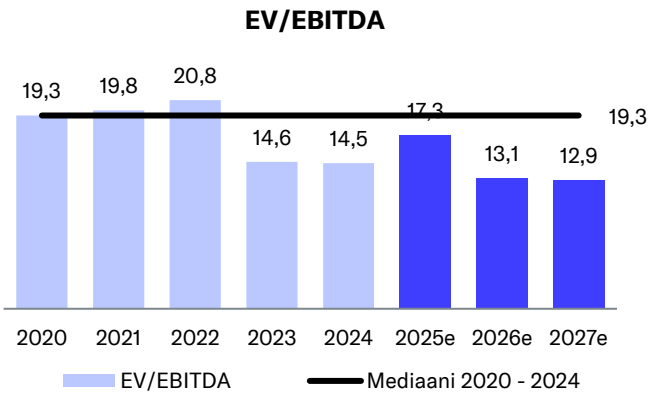
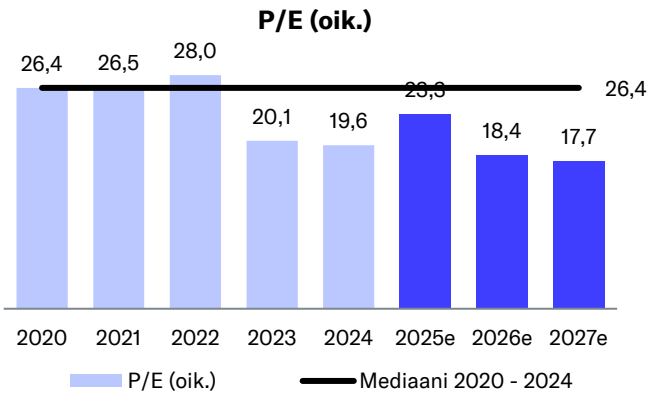
Lähde: Inderes



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	16,8	25,8	25,5	15,6	13,0	12,8	12,8	12,8	12,8
Markkina-arvo	651	1021	1021	635	536	533	537	541	545
Yritysarvo (EV)	615	964	978	601	519	521	500	502	506
P/E (oik.)	26,4	26,5	28,0	20,1	19,6	23,3	18,4	17,7	17,3
P/E	26,4	26,5	28,0	20,1	19,6	23,3	18,4	17,7	17,3
P/B	9,6	12,8	12,5	8,4	7,3	7,7	7,1	7,1	7,1
P/S	11,5	12,9	13,1	9,0	8,2	8,8	7,5	7,4	7,3
EV/Liikevaihto	10,9	12,2	12,6	8,5	7,9	8,6	7,0	6,9	6,7
EV/EBITDA	19,3	19,8	20,8	14,6	14,5	17,3	13,1	12,9	12,6
EV/EBIT (oik.)	20,0	20,2	21,4	15,1	15,0	18,0	13,5	13,3	13,1
Osinko/tulos (%)	110,5 %	104,1 %	110,5 %	103,2 %	99,7 %	100,0 %	100,0 %	102,8 %	104,1 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	3,9 %	3,9 %	5,1 %	5,1 %	4,3 %	5,4 %	5,8 %	6,0 %

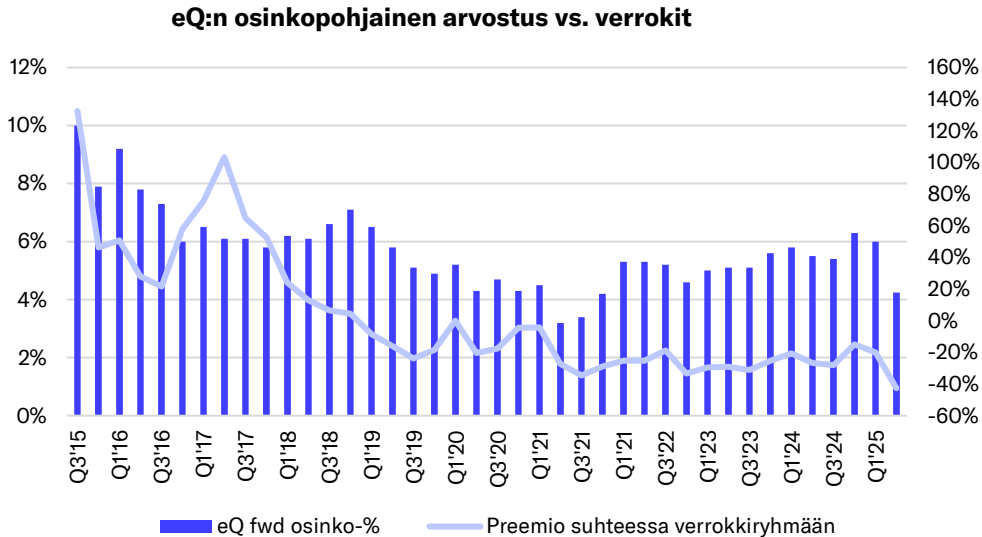
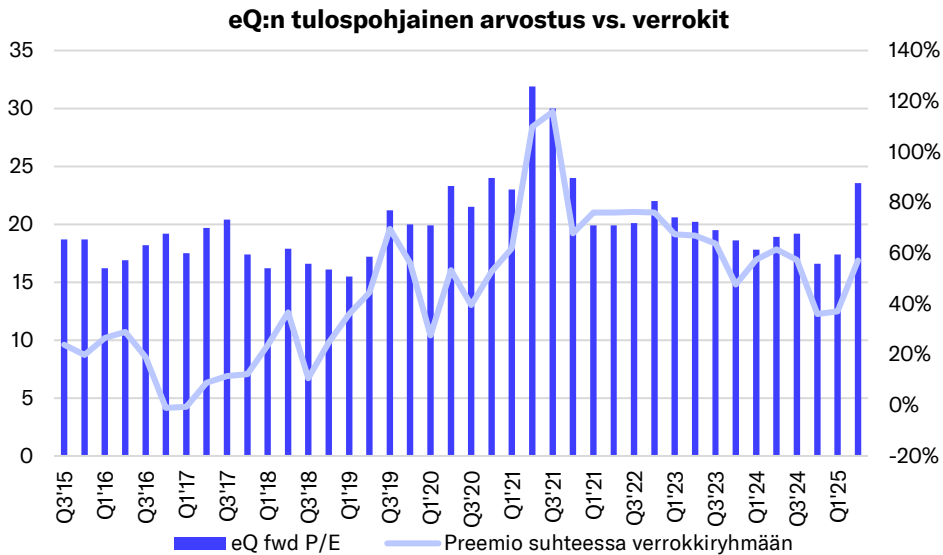
Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2025e
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	
Aktia	735								9,2	9,0	8,3	9,9	1,0
Alexandria	103	99	8,0	7,2	6,8	6,2	1,9	1,7	11,1	10,1	8,6	9,0	3,0
Capman	346	329	11,0	8,1	10,5	7,8	5,3	4,6	16,5	12,8	7,7	8,2	1,8
Evli	515	515	11,5	10,2	10,6	9,5	4,7	4,4	16,3	14,4	6,2	6,4	3,4
Taaleri	200	173	7,5	6,0	7,3	6,0	3,1	2,8	13,7	9,6	4,4	6,2	0,9
Titanium	62	51	8,9	8,8	7,9	8,0	2,6	2,5	13,6	13,1	7,2	7,5	4,0
United Bankers	192	177	11,9	9,6	10,2	8,6	3,3	3,0	17,2	14,1	6,6	6,9	3,2
Mandatum	3027								19,8	20,4	16,6	12,5	2,8
eQ (Inderes)	539	509	17,6	13,7	16,9	13,2	8,4	7,1	23,6	18,6	4,2	5,4	7,8
Keskiarvo			9,8	8,3	8,9	7,7	3,5	3,2	14,7	12,9	8,2	8,3	2,5
Mediaani			9,9	8,5	9,1	7,9	3,2	2,9	15,0	12,9	7,4	7,9	2,9
Erotus-% vrt. mediaani			77 %	61 %	87 %	66 %	165 %	146 %	57 %	44 %	-43 %	-32 %	168 %

Lähde: Refinitiv / Inderes



Varainhoidon tulosenusteet

Varainhoidon ennusteet (MEUR)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Perinteisen varainhoidon palkkiotuotot	9,4	8,8	9,4	9,1	9,7	10,3
Kiinteistöjen ja PE:n hallinnointipalkkiot	52,0	52,9	46,1	44,4	43,0	45,7
<i>Kiinteistörahastot</i>	35,1	35,6	27,3	24,6	22,6	24,5
<i>Private Equity -rahastot</i>	16,8	17,6	18,8	19,8	20,4	21,2
Muut palkkiotuotot	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Tuottosidonnaiset palkkiot	10,8	5,4	3,6	4,4	11,5	10,0
<i>Kiinteistörahastot</i>	4,3	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Private Equity -rahastot</i>	6,5	6,1	3,5	4,4	10,5	9,0
<i>Perinteinen varainhoito</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	1,0
Varainhoidon palkkiotuotot yhteensä	71,9	66,9	59,2	58,0	64,3	66,1
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	11 %	-7 %	-11 %	-2 %	11 %	3 %
Henkilöstökulut	-22,0	-21,1	-19,9	-20,4	-22,3	-22,7
Muut kulut	-3,9	-4,4	-4,9	-5,6	-5,9	-6,2
Varainhoidon liikevoitto	45,9	41,4	33,7	31,4	35,6	36,7
<i>Liikevoitto-%</i>	64 %	62 %	57 %	54 %	55 %	55 %
Henkilöstökulut/henkilö (TEUR)*	-293	-262	-244	-237	-245	-242
Henkilömäärä*	76	80	82	88	91	94
Hallintoitava varallisuus (MEUR)	12564	12915	13399	13585	14123	14468
<i>Kiinteistörahastot</i>	2697	2250	2037	1752	1851	1895
<i>Muut eQ:n omat rahastot</i>	1687	1993	2155	2225	2375	2525
<i>Yhteistyökumppanit ja muu varainhoito</i>	1561	1773	1903	1906	1956	2006
<i>eQ Private Equity -rahastot</i>	2726	2973	3295	3293	3483	3533
<i>Private Equity -varainhoito-ohjelmat/mandaatit</i>	1009	1009	1019	933	983	1033
<i>Raportointipalvelut</i>	2885	2917	2990	3476	3476	3476
<i>Hallintoitavien varojen kasvu-%**</i>	5 %	3 %	4 %	-3 %	5 %	3 %
Kiinteistörahastojen hallintoitava varallisuus	2697	2250	2037	1752	1851	1895
<i>Yhteiskuntakiinteistöt</i>	1616	1198	1132	1029	1155	1330
<i>Liikekiinteistöt</i>	799	651	561	413	395	415
<i>Asuntorahastot (GAV)</i>	282	401	344	310	300	150

* Henkilötyövuosia, sisältää kiinteät ja muuttuvat palkat

** Ilman raportointipalveluita

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	70,9	16,5	17,7	16,7	14,8	65,6	14,0	13,8	16,0	16,5	60,4	71,4	73,1	75,1
Varainhoito	66,9	15,1	15,1	15,2	13,0	58,5	14,4	14,2	14,4	14,3	57,3	63,8	65,6	67,6
Sijoitukset	-0,6	0,2	0,3	-0,1	0,6	1,1	-0,6	-0,7	0,4	0,6	-0,3	1,6	1,5	1,5
Corporate Finance	3,9	0,8	2,1	1,3	1,0	5,3	0,1	0,3	1,0	1,5	2,8	5,4	5,4	5,4
Konsernihallinto	0,6	0,3	0,2	0,2	0,1	0,8	0,2	0,0	0,2	0,2	0,5	0,6	0,6	0,6
Käyttökate	41,0	9,1	9,6	9,9	7,1	35,7	6,1	6,3	9,1	8,7	30,2	38,2	39,1	40,1
Poistot ja arvonalennukset	-1,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-1,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	39,8	8,8	9,3	9,6	6,9	34,5	5,8	6,0	8,8	8,3	28,9	36,9	37,7	38,7
Liikevoitto	39,8	8,8	9,3	9,6	6,9	34,5	5,8	6,0	8,8	8,3	28,9	36,9	37,7	38,7
Varainhoito	41,4	8,9	8,6	9,4	6,9	33,7	7,9	7,3	8,5	7,8	31,4	35,6	36,7	37,8
Sijoitukset	-0,6	0,2	0,3	-0,1	0,6	1,1	-0,6	-0,7	0,4	0,6	-0,3	1,6	1,5	1,5
Corporate Finance	0,7	0,1	0,9	0,5	0,0	1,5	-0,8	-0,1	0,3	0,5	-0,1	1,7	1,7	1,7
Konsernihallinto	-1,7	-0,4	-0,5	-0,3	-0,6	-1,8	-0,6	-0,6	-0,4	-0,5	-2,1	-2,1	-2,2	-2,3
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	39,8	8,8	9,3	9,6	6,9	34,5	5,8	6,0	8,8	8,3	28,9	36,9	37,7	38,7
Verot	-8,2	-1,8	-1,9	-2,0	-1,4	-7,1	-1,2	-1,2	-1,8	-1,7	-5,9	-7,7	-7,1	-7,3
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	31,6	7,0	7,4	7,6	5,5	27,4	4,6	4,7	7,0	6,6	23,0	29,2	30,6	31,4
EPS (oikaistu)	0,78	0,17	0,18	0,18	0,13	0,66	0,11	0,11	0,17	0,16	0,55	0,69	0,72	0,74
EPS (raportoitu)	0,77	0,17	0,18	0,18	0,13	0,66	0,11	0,11	0,17	0,16	0,55	0,69	0,72	0,74

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	-8,9 %	-7,0 %	-1,7 %	0,7 %	-20,4 %	-7,3 %	-15,0 %	-21,9 %	-4,3 %	11,9 %	-8,1 %	18,3 %	2,4 %	2,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-13,0 %	-11,8 %	-5,6 %	-6,0 %	-29,6 %	-13,2 %	-33,6 %	-35,7 %	-8,0 %	20,8 %	-16,2 %	27,5 %	2,2 %	2,7 %
Käyttökate-%	57,9 %	55,1 %	54,0 %	59,3 %	48,4 %	54,4 %	43,7 %	45,5 %	57,0 %	52,4 %	50,0 %	53,5 %	53,4 %	53,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	56,1 %	53,4 %	52,4 %	57,2 %	46,7 %	52,6 %	41,7 %	43,2 %	55,0 %	50,5 %	47,9 %	51,7 %	51,6 %	51,6 %
Nettotulos-%	44,6 %	42,4 %	41,5 %	45,4 %	37,2 %	41,7 %	33,1 %	34,3 %	43,7 %	40,1 %	38,1 %	40,9 %	41,9 %	41,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	50,4	49,8	50,1	50,4	51,0
Liikearvo	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Aineettomat hyödykkeet	4,0	4,0	4,2	4,4	4,8
Käyttöomaisuus	4,6	3,6	3,8	3,8	4,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	16,6	17,0	17,0	17,0	17,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	49,8	45,2	39,0	48,0	49,4
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	16,4	28,2	9,1	8,6	8,8
Likvidit varat	33,5	17,0	30,0	39,4	40,6
Taseen loppusumma	100	95,1	89,2	98,4	100

Lähde: Inderes

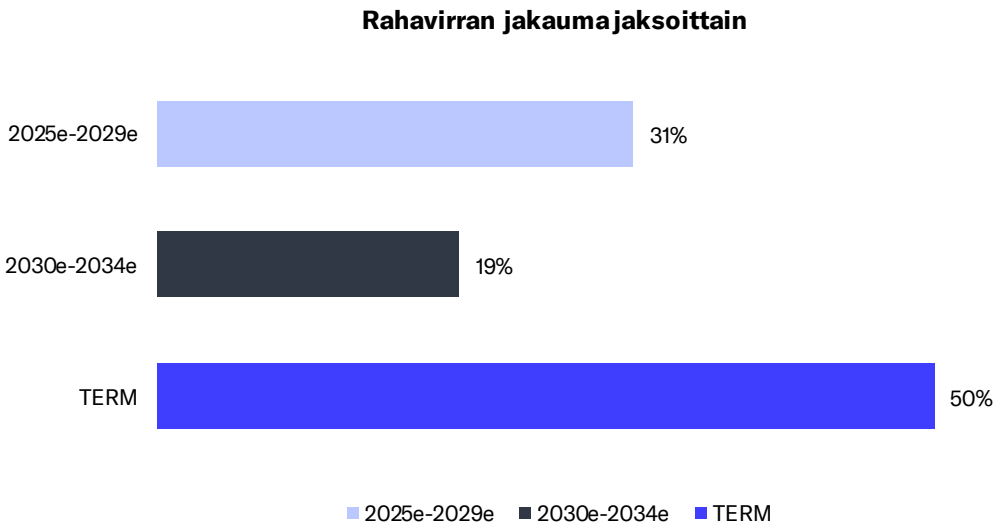
Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	75,4	73,3	68,9	75,2	76,6
Osakepääoma	11,4	11,4	11,4	11,4	11,4
Kertyneet voittovarot	39,4	34,7	30,2	36,5	38,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	24,7	27,3	27,3	27,3	27,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	5,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	5,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Lyhytaikaiset velat	19,9	17,8	16,3	19,3	19,7
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	19,9	17,8	16,3	19,3	19,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	100	95,1	89,2	98,4	100

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-7,3 %	-8,1 %	18,3 %	2,4 %	2,7 %	5,0 %	5,0 %	4,5 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	52,6 %	47,9 %	51,7 %	51,6 %	51,6 %	53,0 %	52,0 %	51,0 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %
Liikevoitto	34,5	28,9	36,9	37,7	38,7	41,8	43,0	44,1	44,5	45,9	47,0	
+ Kokonaispoistot	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	1,9	
- Maksetut verot	-7,1	-6,0	-7,7	-7,1	-7,3	-7,9	-8,1	-8,3	-8,4	-8,6	-8,7	
- 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	-14,0	-0,4	19,4	0,2	0,2	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	
Operatiivinen kassavirta	14,6	37,2	49,9	32,2	33,1	35,9	37,0	37,9	38,2	39,4	40,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,5	-1,5	-1,6	-1,9	-2,0	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4	-2,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	13,1	35,7	48,3	30,3	31,1	33,7	34,7	35,6	35,8	37,0	38,2	
+/- Muut	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	
Vapaa kassavirta	12,6	35,1	47,7	29,7	30,5	33,1	34,1	35,0	35,2	36,4	37,6	552
Diskontattu vapaa kassavirta		33,8	42,0	23,9	22,4	22,2	20,9	19,6	18,0	17,0	16,0	235
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		471	438	396	372	349	327	306	287	269	252	235
Velaton arvo DCF		471										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		17,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-27,3										
Oman pääoman arvo DCF		461										
Oman pääoman arvo DCF per osake		11,0										

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-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,5 %

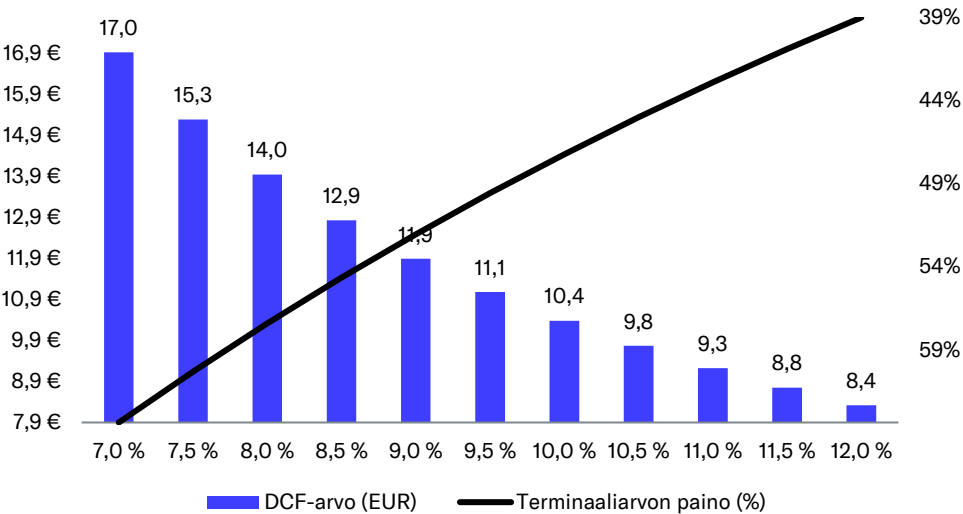
Lähde: Inderes



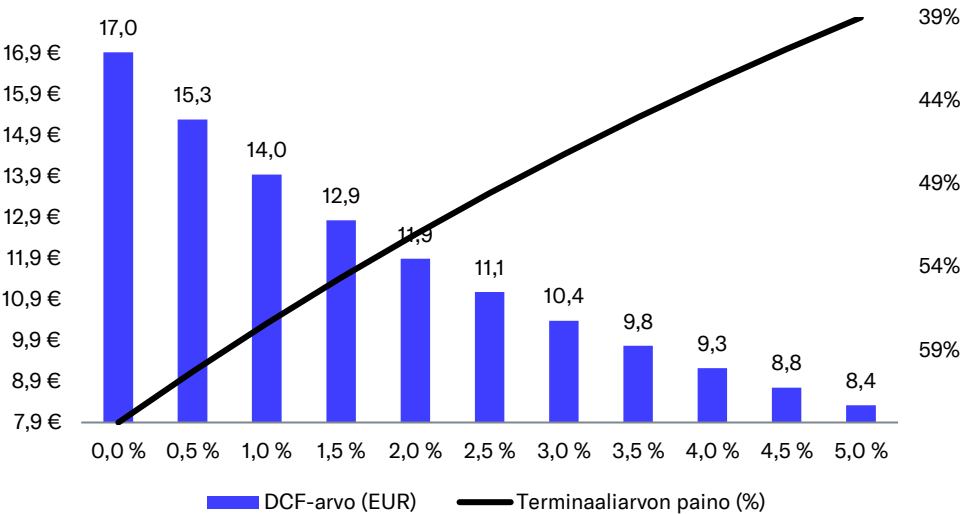
*HUOM!
Osingosta on maksettu
vasta puolikas ja tämä
huomioitu DCF-
mallissa positiivisena
kirjauksena
käyttöpääoman
muutoksessa.*

DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

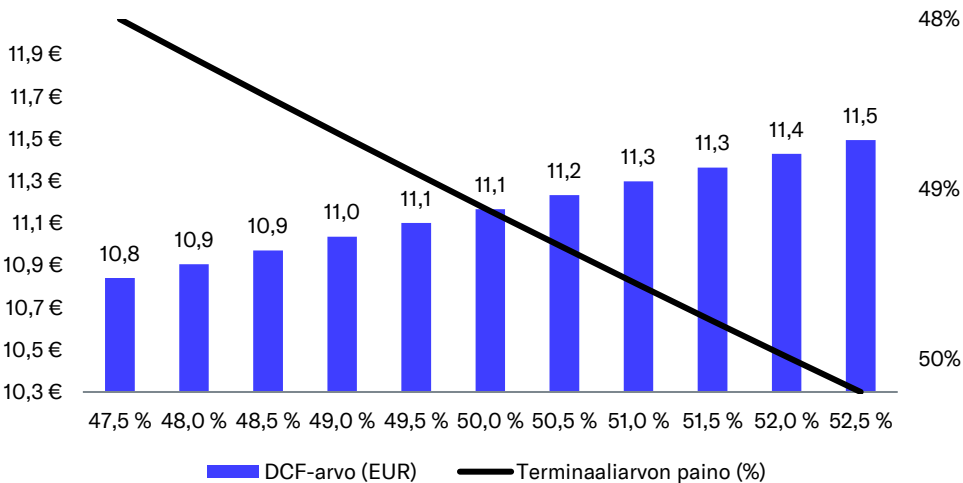
DCF-arvon herkkyysskalkelmat WACC-%:ssa



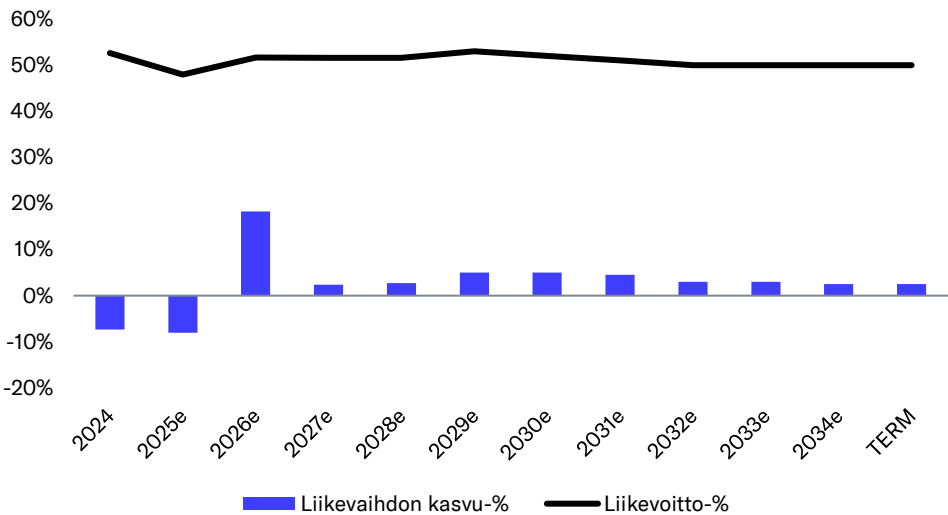
DCF-arvon herkkyysskalkelmat riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyysskalkelmat terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	77,8	70,9	65,6	60,4	71,4
Käyttökate	46,9	41,0	35,7	30,1	38,2
Liikevoitto	45,7	39,8	34,5	28,9	36,9
Voitto ennen veroja	45,7	39,8	34,5	28,9	36,9
Nettovoitto	36,3	31,6	27,4	22,9	29,2
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	110,9	100,3	95,1	92,4	98,4
Oma pääoma	81,8	75,4	73,3	68,9	75,2
Liikearvo	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Nettovelat	-43,8	-33,5	-17,0	-11,9	-37,3

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	46,9	41,0	35,7	30,1	38,2
Nettokäyttöpääoman muutos	13,5	-4,9	-14,0	-0,4	19,4
Operatiivinen kassavirta	46,8	27,9	14,6	37,2	49,9
Investoinnit	-3,6	0,3	-0,5	-1,5	-1,6
Vapaa kassavirta	22,2	27,8	12,6	35,1	47,7

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	12,6	8,5	7,9	8,6	7,0
EV/EBITDA	20,8	14,6	14,5	17,3	13,1
EV/EBIT (oik.)	21,4	15,1	15,0	18,0	13,5
P/E (oik.)	28,0	20,1	19,6	23,3	18,4
P/B	12,5	8,4	7,3	7,7	7,1
Osinkotuotto-%	3,9 %	5,1 %	5,1 %	4,3 %	5,4 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,91	0,77	0,66	0,55	0,69
EPS (oikaistu)	0,91	0,77	0,66	0,55	0,69
Operat. Kassavirta / osake	1,17	0,69	0,35	0,89	1,19
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,56	0,68	0,30	0,84	1,13
Omapääoma / osake	2,05	1,85	1,77	1,65	1,79
Osinko / osake	1,00	0,80	0,66	0,55	0,69

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	-1 %	-9 %	-7 %	-8 %	18 %
Käyttökateen kasvu-%	-4 %	-13 %	-13 %	-16 %	27 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-4 %	-13 %	-13 %	-16 %	27 %
EPS oik. kasvu-%	-6 %	-15 %	-15 %	-17 %	27 %
Käyttökate-%	60,3 %	57,9 %	54,4 %	49,9 %	53,5 %
Oik. Liikevoitto-%	58,8 %	56,1 %	52,6 %	47,9 %	51,7 %
Liikevoitto-%	58,8 %	56,1 %	52,6 %	47,9 %	51,7 %
ROE-%	44,9 %	40,2 %	36,8 %	32,2 %	40,5 %
ROI-%	56,6 %	50,6 %	46,4 %	39,8 %	50,1 %
Omavaraisuusaste	73,8 %	75,2 %	77,1 %	74,6 %	76,4 %
Nettovelkaantumisaste	-53,6 %	-44,4 %	-23,2 %	-17,2 %	-49,6 %

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 suositus 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 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 palkittamista 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.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
08/02/2019	Vähennä	8,40 €	8,32 €
28/02/2019	Lisää	9,20 €	8,62 €
27/04/2019	Lisää	9,50 €	8,96 €
14/08/2019	Lisää	10,00 €	9,36 €
24/10/2019	Vähennä	11,00 €	11,80 €
06/02/2020	Vähennä	13,50 €	14,70 €
14/04/2020	Lisää	13,00 €	12,10 €
29/04/2020	Lisää	13,50 €	12,25 €
11/05/2020	Lisää	14,00 €	12,75 €
12/08/2020	Vähennä	14,00 €	13,90 €
27/10/2020	Osta	15,00 €	13,10 €
09/12/2020	Vähennä	15,00 €	16,85 €
08/02/2021	Vähennä	17,00 €	19,60 €
28/04/2021	Vähennä	20,00 €	20,45 €
09/06/2021	Lisää	22,00 €	20,45 €
11/08/2021	Vähennä	25,00 €	29,90 €
26/10/2021	Vähennä	25,00 €	27,85 €
07/02/2022	Lisää	27,00 €	25,55 €
24/03/2022	Vähennä	27,00 €	27,65 €
27/04/2022	Lisää	26,00 €	23,35 €
10/08/2022	Lisää	26,00 €	24,00 €
26/10/2022	Lisää	23,00 €	20,75 €
01/02/2023	Vähennä	23,00 €	23,85 €
08/02/2023	Vähennä	22,00 €	22,30 €
26/04/2023	Lisää	20,00 €	18,18 €
09/08/2023	Lisää	18,00 €	16,90 €
20/10/2023	Vähennä	16,50 €	16,00 €
25/10/2023	Vähennä	16,00 €	15,44 €
11/01/2024	Vähennä	15,00 €	15,68 €
07/02/2024	Vähennä	14,00 €	14,32 €
25/03/2024	Vähennä	14,00 €	13,98 €
24/04/2024	Lisää	14,00 €	13,15 €
07/08/2024	Vähennä	14,00 €	14,15 €
23/10/2024	Vähennä	14,00 €	13,55 €
05/02/2025	Lisää	13,00 €	11,25 €
30/04/2025	Vähennä	11,00 €	10,42 €
06/08/2025	Vähennä	11,00 €	12,75 €



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.**