

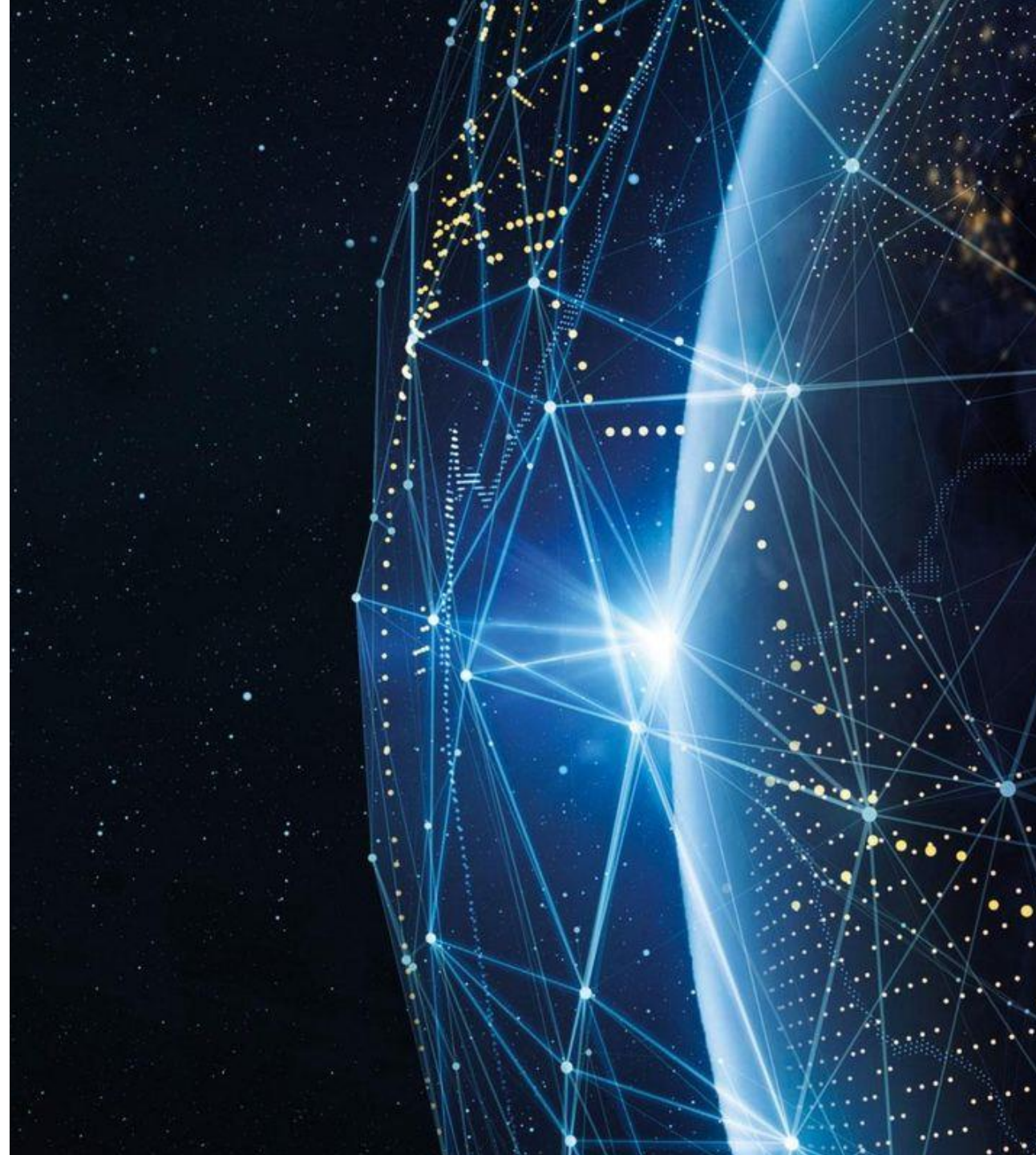
BITTIUM

21.07.2025 08.00 EEST



Juha Kinnunen
+358 40 778 1368
juha.kinnunen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Espanja voi muuttaa pelin

Bittiumin strateginen aiesopimus Indran kanssa kertoo, että Indra ja Espanja ovat selvästi tosissaan avaamassa taktisen viestinnän modernisaation ja haluavat Bittiumin teknologiaa. Tämä nostaa yhteistyön todennäköisyyden korkealle, mutta sen mahdollista laajuutta voi toistaiseksi vain arvailla. Espanjalla on kuitenkin potentiaalia muuttaa Bittiumin koko nykytila ja näkymä. Nostamme tavoitehinnan 10,0 euroon (aik. 7,0 €) viime kuukausien uutisvirran mukana ja hinnoittelemme merkittävästi myös Indra-yhteistyötä. Ennusteisiin tätä on vielä mahdotonta arvailla. Kurssinousun jälkeen arvostus on todella korkea, mitä kautta joudumme jäämään vähennä-suositukselle odottamaan vahvistuksia yhteistyöstä ja sen muodosta.

Espanjan taktinen viestintä on iso mahdollisuus

Bittium ja Indra Group allekirjoittivat perjantaina aiesopimuksen strategisen yhteistyön aloittamisesta ohjelmistopohjaisen radoratkaisun kehittämiseksi. Yhteistyön tarkoituksena on selvittää mahdollisuutta lisenoida Bittiumin taktiseen viestintään tarkoitettua ohjelmistoradioteknologiaa (käytännössä Tough SDR-radiot) Indralle. Aiesopimus ei takaa mitään, vaan on askel varsinaisen neuvotteluiden käynnistämiseksi. Sekä Indra että potentiaalinen loppuasiakas Espanjan armeija ovat kuitenkin selvästi tosissaan, mikä nostaa tuottoisan yhteistyön todennäköisyyttä merkittävästi. Vaikka Indra on Bittiumin tavoin kuulunut ESSOR-liittymään alusta asti, se ei selvästikään ole saanut kehitettyä kilpailukykyisiä SDR-radioita. Tähän tarvitaan ulkopuolista osaamista, jota haetaan nyt Bittiumilta. Epäselvää kuitenkin on, miten laajasta teknologiasta tai yhteistyöstä puhutaan. Indra voi hakea vain tiettyjä kriittisiä teknologiaosia ja pyrkiä eteenpäin T&K-hankkeella ja pienehköllä lisenssisopimuksella. Laajimmillaan Indrasta voisi teoriassa tulla Bittiumin white label -kumppani. Heikoimmassa skenaariossa yhteistyöhön ei lopulta päästä, mikä sekin on edelleen täysin mahdollinen skenaario. Selkeää on, että Indra ja Espanja pyrkivät ottamaan mahdollisimman suuren roolin kansallisen

osaamisen tukemiseksi. Bittiumin kannalta potentiaali on valtava ja edessä on äärimmäisen mielenkiintoiset neuvottelut.

Operatiivisiin ennusteisiin nostetta

Ilman konkretiaa mahdollisen Indra-yhteistyön muodosta, laajuudesta, rahallisesta arvosta tai edes toteutumisesta, emme ole yrittäneet huomioida Indraa tulevaisuuden ennusteissamme. Muun viime kuukausien hyvin positiivisen uutisvirran nostimme operatiivisia tulosennusteitamme noin 10 %:lla, mutta lisäsimme samalla Q2’25-ennusteeen 1,0 MEUR:n kertakulun liittyen Medical-segmentin muutosneuvotteluihin. Näistä saatavat vuositasolla noin 2 MEUR:n säästöt tukevat kannattavuutta tulevaisuudessa, ja lisäksi Medicalille kriittinen Boston Scientific -asiakkuus odotetusti jatkuu turvaten kysyntänäkymää. Puolustussektorin uutisvirta on luonnollisesti ollut vahvaa, markkina kasvaa voimalla ja Bittiumilla on täkyjä myös Espanjan ulkopuolella ([erikoisjoukkotilaus Euroopasta](#)). Pitkän aikavälin tulosnäkökulma on erittäin vahva, mutta vuonna 2025 edessä voi silti olla negatiivinen tulosvaroitusta em. kertakulun takia.

Arvostuksessa poikkeustilanne

Bittiumin markkina-arvo on kasvanut noin 78 MEUR sen jälkeen, kun huhut Espanjasta lähtivät liikkeelle. Potentiaalia Indra-yhteistyö tarjoaa tämän vastineeksi, mutta konkretiaa ei vielä ole ja voimakkaan nousun takia vaatimustaso on jo varsin korkea. Koska Indraa on hinnassa muttei ennusteissa, arvostuskertoimet ovat erittäin korkeita mutta eivät juuri nyt erityisen relevantteja. Tavoitehintaamme nyt tehdystä nostosta noin puolet selittyy muulla positiivisella uutisvirralla ja noin puolet Indra-optiolla, mikä antaisi sen arvoksi noin 50 MEUR. Mielestämme riski/tuotto-suhde ei riitä positiiviseksi näillä tasoilla, mutta nyt kun Bittium vaikuttaisi pääsevän mukaan sektorin kasvuun myös uusilla asiakkuuksilla ja Medicalin näkökulma on vakautunut, on hyväksyttävä arvostuskin noussut. Elämme jänniä aikoja ennen kuin tilanne lopulta selkeytyy.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehintaa:

10,00 EUR

(aik. 7,00 EUR)

Osakekurssi:

10,70 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	85	97	105	117
kasvu-%	13 %	14 %	9 %	11 %
EBIT oik.	8,6	11,0	14,2	17,5
EBIT-% oik.	10,1 %	11,3 %	13,4 %	14,9 %
Nettotulos	7,3	9,7	14,1	17,6
EPS (oik.)	0,20	0,30	0,40	0,50

P/E (oik.)	31,0	35,6	27,0	21,6
P/B	2,0	3,2	3,0	2,8
Osinkotuotto-%	1,6 %	1,7 %	2,6 %	3,2 %
EV/EBIT (oik.)	26,1	33,9	25,1	19,4
EV/EBITDA	13,1	18,2	12,6	10,7
EV/Liikevaihto	2,6	3,8	3,4	2,9

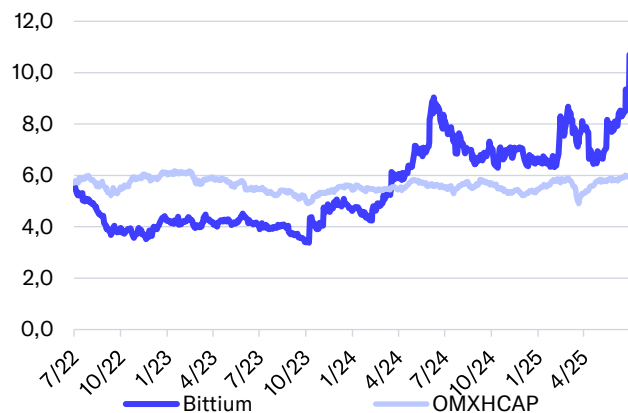
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

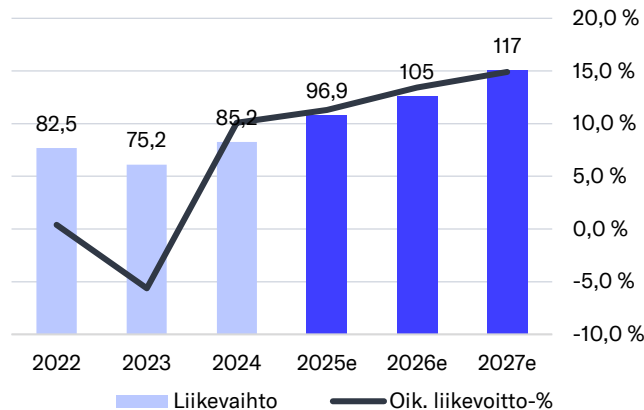
Bittium arvioi vuoden 2025 liikevaihdon olevan 95-105 MEUR (2024: 85,2 MEUR) ja liike tuloksen olevan 10-13 MEUR (2024: 8,6 MEUR).

Osakekurssi



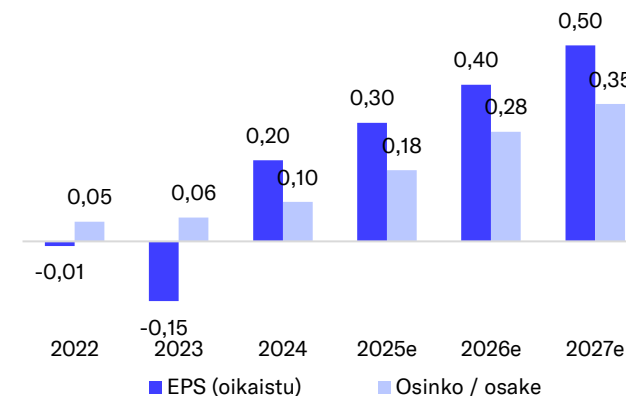
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Euroopan puolustusmarkkinan voimakas kasvu ja mahdolliset uudet avainasiakkaat kuten Indra Espanjassa
- Vahva rahavirta viime vuosina paisuneen taseen purkautuessa
- Medicalin kannattava kasvu, keskipitkällä aikavälillä ajurina myös Respiro
- Palveluliiketoiminnan tuottamat rahavirrat
- Osien summan selkeytyminen ja yritysjärjestelyt voivat olla merkittävä arvoajuri

Riskitekijät

- Liikevaihdon merkittävä keskittyminen muutamiin avainasiakkuuksiin
- Hyvän kannattavuustason kestävyys
- Epäonnistuminen kansainvälistymisessä
- Korkeisiin tulospetennusteisiin liittyvä epävarmuus ja mahdolliset tulospettymykset
- Hyväksyttävän arvostustason lasku erityisesti puolustussektorilla, joka on tällä hetkellä mielestämme perustellusti suosiossa

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	10,7	10,7	10,7
Osakemäärä, milj. kpl	35,5	35,5	35,5
Markkina-arvo	380	380	380
Yritysarvo (EV)	372	355	338
P/E (oik.)	35,6	27,0	21,6
P/E	39,3	27,0	21,6
P/B	3,2	3,0	2,8
P/S	3,9	3,6	3,2
EV/Liikevaihto	3,8	3,4	2,9
EV/EBITDA	18,2	12,6	10,7
EV/EBIT (oik.)	33,9	25,1	19,4
Osinko/tulos (%)	66,2 %	70,0 %	70,0 %
Osinkotuotto-%	1,7 %	2,6 %	3,2 %

Lähde: Inderes

Espanja voi muuttaa koko pelin Bittiumin kannalta 1/2

Aiesopimus avaa kriittiset neuvottelut

Bittium ja Indra Group allekirjoittivat perjantaina aiesopimuksen strategisen yhteistyön aloittamisesta ohjelmistopohjaisen radioratkaisun kehittämiseksi, joka on keskeinen teknologia puolustuksen modernisoinnissa. Yhteistyön tarkoituksena on selvittää mahdollisuutta lisensoida Bittiumin taktiseen viestintään tarkoitettua ohjelmistoradioteknologiaa Indralle. Indra tuo mukanaan hankkeeseen laajan kokemuksensa ohjelmistoradioista ja aaltomuodoista sekä toteuttaa tarvittavan kehitystyön, jolla Espanjaan rakennetaan vaadittavat teknologiset ja teolliset valmiudet kehittää täysin eurooppalainen, omavarainen ratkaisu. Sillä täytetään sekä Espanjan että liittoutuneiden asevoimien vaatimukset. Käytännössä kyse on ensisijaisesti SDR-radioista, eli Bittium Tough SDR-tuoteperheestä.

Aiesopimus ei itsessään takaa mitään, vaan on käytännössä ensimmäinen askel varsinaisien neuvotteluiden käynnistämiseksi. Tosissaan Indra ja Espanja kuitenkin ovat, koska muuten Bittiumia ei olisi kutsuttu Espanjan puolustusministeriöön aiesopimusta tekemään. Oleellisia asioita tässä ovat mielestämme Indran tarvitseman teknologisen tuen laajuus ja Bittiumin rooli kokonaisuudessa. Mielestämme on tässä vaiheessa selvää, ettei Indra ole itsenäisesti onnistunut kehittämään kilpailukykyisiä SDR-radioita 15 vuoden kehitystyöstä huolimatta. Muuten se ei olisi hakemassa Bittiumin apua, ja toisaalta aiemmin Espanjan hankinnat olisivat tuskin päätyneet Elbitille. Se, miten laajoja puutteita Indran tuotteissa on, on kuitenkin epäselvää. Periaatteessa Indra voi haluta lisensoida vain pieniä täsmäratkaisuja.

Toinen avainasia on se, miten laajan osuuden taktisen

viestinnän kokonaisuudesta Bittium pystyy neuvottelemaan itselleen. Selkeää on, että Indra ja Espanja pyrkivät ottamaan mahdollisimman suuren roolin kansallisen osaamisen tukemiseksi. Kyvykkyydet ja myös hankintojen laajuus on kuitenkin vielä epäselvät. Nämä määräävät periaatteessa Bittiumin potentiaalisen roolin sekä tätä kautta ansaintamahdollisuudet. Selvää on kuitenkin, että potentiaali on Bittiumin kannalta valtava.

Yhteistyön rahallista arvoa voi vielä vain arvailla

Bittiumin mukaan on liian varhaista arvioida yhteistyön mahdollisia taloudellisia vaikutuksia Bittiumille tai mahdollisten kauppojen suuruutta. Mahdollisia yhteistyömuotoja on useita, ja olemme pakotettuja spekuloidaan niiden välillä. Näkemyksemme mukaan pienimmillään yhteistyö voisi tarkoittaa Bittiumille suurta Indran kustantamaa tuotekehitysprojektia sekä korkeakatteisia lisenssituloja Indran Espanjalle toimittamista laitteista. Silloin Bittiumin tulovirtaa voitaisiin laskea kymmenissä miljoonissa euroissa riippuen siitä, miten laajaa lisensointi olisi. Pienellä korvauksella Bittiumin ei mielestämme kannattaisi paljastaa strategista osaamista, mitä kautta näemme yhteistyön olevan väkisin merkittävä, jos sopimukseen päästään.

Laajimmillaan yhteistyö voisi mielestämme teoriassa tarkoittaa sitä, että Indra ostaisi laitteet Bittiumilta white label -sopimuksella. Eli käytännössä Indra myisi Bittiumin kehittämiä ja valmistamia tuotteita omalla brändillään omille asiakkailleen. Emme usko, että Bittium pääsisi Espanjan toimittajaksi ilman paikallista Indraa, joten tästäkin yhteistyömallista jäisi merkittävä siivu Indralle kokonaisuuden kannalta pienestä roolista huolimatta.

indra

€4,843M

In revenues

60,000

+

Profesionals

140+

Countries

€427M

R&D

Lähde: [Indra](#), avainluvut vuodelta 2024

Espanja voi muuttaa koko pelin Bittiumin kannalta 2/2

Bittiumin tuotteita on ennenkin tarjottu white label -mallilla, mutta tulokset ovat historiassa olleet heikkoja. Nyt Indralla vaikuttaisi kuitenkin olevan Bittiumin kokoluokassa valtava asiakas valmiina. Taktisen viestinnän modernisaatio olisi lähtökohtaisesti pitkä, satojen miljoonien eurojen hanke – vaikka kyse olisi Bittiumille vain SDR -radioista.

Negatiivisessa skenaariossa aiesopimus ei lopulta johda mihinkään konkreettiseen yhteistyöhön. Tämä tuntuu tällä hetkellä suhteellisen epätodennäköiseltä, mutta on täysin mahdollinen lopputulema. Puolustussektorilla politiikan ja kansallisen edun merkitystä ei voi liikaa korostaa, ja Bittiumilla on jo aiemmin negatiivinen kokemus Espanjasta. Vuosia sitten se oli mukana 8x8-ajoneuvoradioiden toimituksessa, mutta pitkien Thalesin valituksien jälkeen taktinen viestintä päättyi lopulta Elbitille. Nyt politiikan tuulet ovat kääntyneet ja riippuvuus Isrealista halutaan ilmeisesti katkaista, mutta kyseessä on silti pitkä ja monimutkainen prosessi. Tuulen suunta voi kääntyä jälleen, ja Bittiumin täytyy tietysti ajaa neuvotteluissa omaa etuaan muistaen myös potentiaali muualla kuin Espanjassa.

Indra ei näy vielä ennusteissa

Ilman mitään konkretiaa mahdollisen Indra-yhteistyön muodosta, laajuudesta, rahallisesta arvosta tai edes toteutumisesta, emme ole edes yrittäneet huomioida Indraa tulevaisuuden ennusteissamme. Päivitämme siis ennusteitamme tältä osin vasta myöhemmin jos syytä ilmenee, mutta pyrimme kuitenkin hahmottamaan Indra-option arvoa rajallisten tietojen perusteella.

Bittiumin markkina-arvo on noussut Espanjan huhujen alkamisen jälkeen 78 MEUR (osake 8,5 eurosta 10,7 euroon). Tämä on hurja nousu ilman konkretiaa, mutta jos

Bittium valittaisiin lopulta Espanjan taktisen viestinnän modernisaatiohankkeen päätoimittajaksi, reaktio voisi olla täysin perusteltu. Silti yhteistyön täytyisi toteutua varsin laajana, jotta Bittiumin nettorahavirran siitä voitaisiin ajatella olevan tässä kokoluokassa pidemmälläkään aikavälillä. Pienempi kehitys- ja lisenssisopimus oli tässä vaiheessa jo pettymys, vaikka se olisikin taloudellisesti arvokas.

Rahavirran lisäksi Espanjan kokoisen asiakkuuden ja referenssin saaminen toisi tietenkin Bittiumille uutta uskottavuutta kansainvälistymiseen. Näitä kerrannaisvaikutuksia on vaikea arvioida, ja niiden kautta nousupotentiaalia voisi edelleen löytyä. Bittiumilla on ollut pidempään muitakin mahdollisuuksia, kuten BAE-yhteistyö, josta ei ole toistaiseksi vielä seurannut mitään konkretiaa. Toisaalta nämäkin saisivat isosta sopimuksesta oletettavasti lisää uskottavuutta. Puolustussektorilla arvostetaan todistettua luotettavuutta, mitä voi saada vain suurien ja onnistuneiden asiakkuuksien kautta.

Operatiivisiin ennusteisiin nostetta, mutta tulosvaroitusriski on selkeä

Ennusteisiin muutoksia Bittium Biosignalsin muutosneuvotteluiden jälkeen

Bittium Biosignals Oy:n muutosneuvottelut päättyivät kesäkuussa. Lopputuloksena yhtiö irtisanoi 18 työntekijää, joten irtisanomiset toteutettiin lähes täysimääräisesti (enintään 20 ilmoituksessa). Yhtiö tavoittelee irtisanomisilla ja muilla toiminnan prosessien tehostamisilla 2,0 MEUR:n vuotuisia säästöjä, mikä lienee realistinen oletus. Lopputulema riippuu tietysti myös liikevaihtokehityksestä, mihin liittyy enemmän epävarmuutta. Muutosneuvottelut käynnistettiin osana yhtiön toimenpiteitä kannattavuuden parantamiseksi ja toiminnan kehittämiseksi. Medical -liiketoiminnan kehitys on ollut heikkoa jo pidempään. Haasteena on käsityksemme mukaan olleet erityisesti viranomaishyväksyntien saaminen ja myynti, emmekä näe henkilöstövähennyksillä suoria vaikutuksia näihin. Yhtiö tulee täsmentämään Medical-liiketoimintasegmenttinsä strategiaa tulevan syksyn aikana.

Bittium arvioi toimenpiteistä syntyvien 2,0 MEUR:n

säästöjen näkyvän täysimääräisesti vuodesta 2026 lähtien, ja yhtiö kirjaa kertakuluja noin 1,0 MEUR Q2’25-tulokseen. Olemme huomioineet molemmat nyt ennusteissamme; kulurakenteen lasku tukee operatiivista kannattavuutta, mutta kertakulu painaa vuoden 2025 raportoitua tulosta. Tätä kautta nousi myös selkeä tulosvaroitusriski. Lisäksi teimme veroennusteisiimme positiivisia tarkennuksia.

Bittiumin yhteistyö Boston Scientificin kanssa jatkuu

Bittium tiedotti kesäkuun alussa yhtiön Medical -liiketoimintasegmentille kriittisen Boston Scientific -yhteistyön jatkumisesta. Uuden sopimuksen kokonaisarvo on noin 30-45 MUSD vuosille 2025-2028, mikä indikoisi yhteistyön tuoman liikevaihdon pysyvän samana tai laskevan aiemmasta (40-45 MUSD vuosina 2022–2025). Minimitaso on nyt silti alhaisempi (30 vs. 40 MUSD), mikä tarkoittaa ostovelvoitteen pienentymistä.

Sopimus antaa Boston Scientificille käytännössä yksinoikeuden EKG-laitteisiin Yhdysvalloissa (pois lukien

tutkimuskäyttö) kuten aiemminkin, mutta ei rajoita Bittiumia muualla. Sopimuksen uudistuminen poisti erittäin suuren asiakkaaseen liittyneen riskin, mikä on positiivista. Ennusteissamme olemme kuitenkin olettaneet yhteistyön jatkuvan, joten suuriin ennustemuutoksiin uutinen ei antanut aihetta. Kommentoimme uutista aikoinaan [täällä](#).

Puolustuksessa vahvuus jatkuu

Bittium sai kesäkuun alussa uuden asiakkuuden Tough SDR -radioihin pohjautuvalle taktiselle tiedonsiirtoratkaisulle eurooppalaisen maan puolustusvoimilta. Arvoltaan pieni 2,2 MEUR:n tilaus sisältää Tough SDR Vehicular -radioita, Tough SDR Handheld -radiota sekä ohjelmistotuotteita, ja tulee puolustusvoimien erikoisjoukkojen testauskäyttöön. Tätä kautta oletamme, että asiakkuudella on potentiaalia kasvaa tulevaisuudessa suureksi käytön mahdollisen laajentamisen mukana. Tämä nähdään kuitenkin vasta pidemmällä aikavälillä, ja toistaiseksi teimme vain minimaalisia positiivisia ennustemuutoksia.

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	96,1	96,9	1 %	105	105	0 %	117	117	0 %
Käyttökate	20,7	20,5	-1 %	26,9	28,2	5 %	30,2	31,5	4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	10,2	11,0	7 %	12,9	14,2	10 %	16,1	17,5	8 %
Liikevoitto	10,2	10,0	-3 %	12,9	14,2	10 %	16,1	17,5	8 %
Tulos ennen veroja	9,9	9,7	-3 %	12,8	14,1	10 %	16,3	17,6	8 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,28	0,30	7 %	0,33	0,40	22 %	0,39	0,50	27 %
Osakekohtainen osinko	0,17	0,18	7 %	0,23	0,28	22 %	0,27	0,35	27 %

Lähde: Inderes

Arvostuksessa poikkeustilanne

Poikkeustilanne merkittävän ajurin takia

Tarkastelemme Bittiumin arvostusta osien summa-analyysin, arvostuskertoimien sekä ennustettujen rahavirtojen kautta. Arvostuksessa on nyt mahdollisen Indra-yhteistyön takia poikkeustilanne, jonka lopputulemaa on vielä mahdotonta ennakoida. Aiemminkin isoja mahdollisuuksia on ollut (kuten BAE-yhteistyö), mutta niiden vaikutukset ovat toistaiseksi jääneet pieniksi. Tämä ei kuitenkaan tarkoita, että ovet olisivat varsinaisesti kiinni. Kuten olemme aikaisemmin sanoneet, yksittäisen suuren kilpailutuksen voittaminen voisi muuttaa pitkän aikavälin tulostilannetta voimakkaasti. Espanja olisi juuri tällainen.

Bittiumin markkina-arvo on kasvanut noin 78 MEUR sen jälkeen, kun huhut Espanjasta lähtivät liikkeelle. Potentiaalia Indra-yhteistyö tarjoaa tämän vastineeksi, mutta konkretiaa ei vielä ole ja vaatimustaso on jo varsin korkea. Koska Indraa on hinnassa muttei ennusteissa, arvostuskertoimet ovat erittäin korkeita mutta eivät juuri nyt erityisen relevantteja. Olemme aiemmin arvioineet osakkeen käyvän arvon olevan 6,0-9,0 €, mitä nostamme nyt muun positiivisen uutisvirran ansiosta 7-10 euroon. Annamme tällä hetkellä Indra-optiolle noin 50 MEUR:n tai 1,5 euron osakekohtaisen arvon. Todellisuudessa lopputulemien haarukka on todella suuri.

Osien summa

Osien summaa on tässä vaiheessa hankala tehdä ilman ennustemuutoksia, mutta voimme kuitenkin tätä kautta hahmottaa arvostusta ilman Indraa. Vuoden 2025 ennusteisiin toistaiseksi nojaava osien summa -laskelma antaa osakkeen arvoksi noin 8,5 euroa (aik. 7,0 €), mitä dominoi tutusti Defense & Security-segmenttiin (77 %).

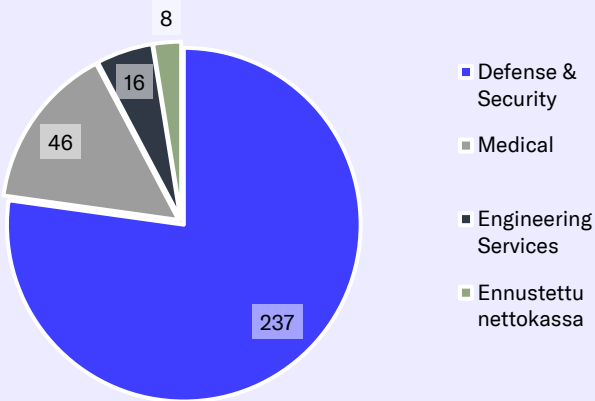
Olemme nostaneet arviotamme Defense & Security -segmentin yritysarvosta (EV) noin 240 MEUR:oon (aik. 200 MEUR), mikä johtuu pääasiassa uusista avauksista, markkinakehityksestä sekä ennusteiden lievästä noususta. Korostamme, että Indraa emme tässä vielä huomioi. Hyväksymme Defense & Security -segmentille nyt noin 28x EV/EBIT-kertoimen 2025 ennusteella (aik. 24x), mikä on hieman korkeampi kuin verrokkien mediaani (2025e EV/EBIT 27x). Koko sektorin arvostuskertoimet ovat tällä hetkellä Euroopassa erittäin korkeita näkymän ollessa erittäin hyvä. Bittiumin liiketoiminnan nojaa verrokkeihin nähden edelleen muutamiiin avainasiakkaisiin nostaen riskejä, mutta vastapainoksi mahdollisuudet ovat isoja.

Näkemyksemme Medical -segmentin arvosta (EV) nousi 46 MEUR:oon (aik. 30 MEUR), kun aiemmasta murrosvaiheesta Boston Scientific -yhteistyön jatkumisesta mentiin läpi kunnialla ja tulosenusteet nousivat säästötoimien ansiosta. Tätä kautta nostimme arvostusta jälleen lähemmäs verrokkien korkeita tasoja, mutta liiketoimintaan ja sen arvoon liittyy edelleen suurta epävarmuutta. Engineering Solutions-segmentin arvo (EV 15 MEUR) pysyi käytännössä ennallaan ja on kokonaisuuden kannalta ”marginaalissa”. Ennuste 2025e nettokassasta on 8 MEUR:n tasolla.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	10,7	10,7	10,7
Osakemäärä, milj. kpl	35,5	35,5	35,5
Markkina-arvo	380	380	380
Yritysarvo (EV)	372	355	338
P/E (oik.)	35,6	27,0	21,6
P/E	39,3	27,0	21,6
P/B	3,2	3,0	2,8
P/S	3,9	3,6	3,2
EV/Liikevaihto	3,8	3,4	2,9
EV/EBITDA	18,2	12,6	10,7
EV/EBIT (oik.)	33,9	25,1	19,4
Osinko/tulos (%)	66,2 %	70,0 %	70,0 %
Osinkotuotto-%	1,7 %	2,6 %	3,2 %

Lähde: Inderes

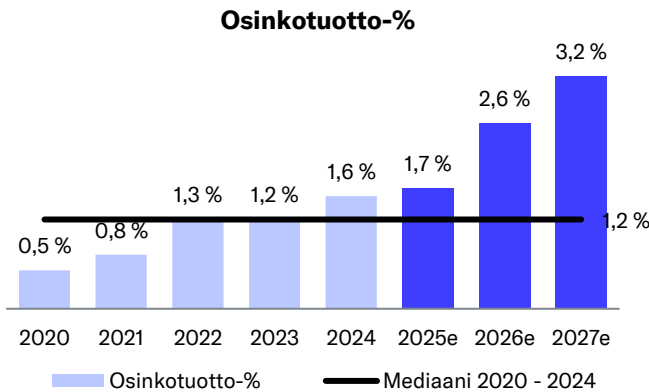
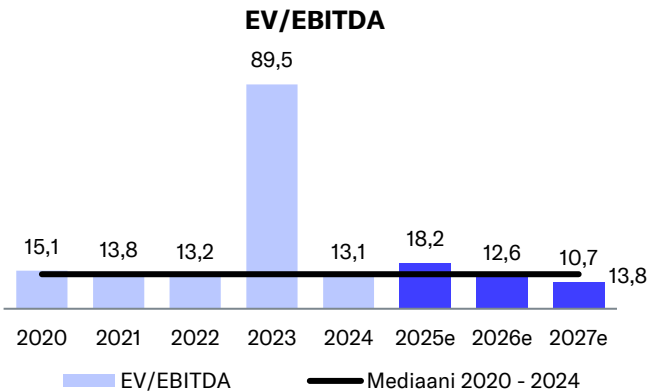
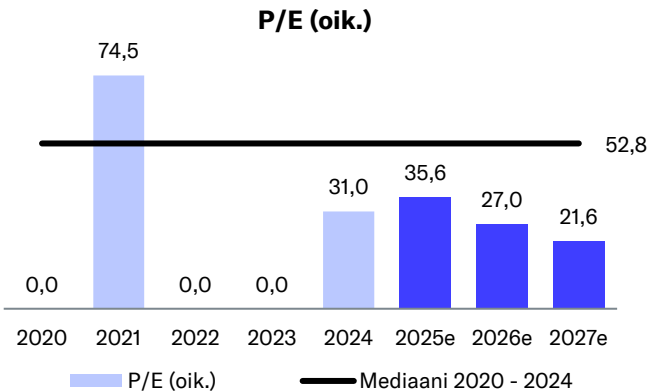
Arvon jakautuminen osien summa



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	5,79	5,30	3,98	4,81	6,36	10,7	10,7	10,7	10,7
Osakemäärä, milj. kpl	35,7	35,7	35,7	35,5	35,5	35,5	35,5	35,5	35,5
Markkina-arvo	207	189	142	171	226	380	380	380	380
Yritysarvo (EV)	205	189	145	185	225	372	355	338	327
P/E (oik.)	>100	74,5	neg.	neg.	31,0	35,6	27,0	21,6	19,0
P/E	>100	74,5	neg.	neg.	31,0	39,3	27,0	21,6	19,0
P/B	1,8	1,6	1,2	1,6	2,0	3,2	3,0	2,8	2,7
P/S	2,6	2,2	1,7	2,3	2,6	3,9	3,6	3,2	2,9
EV/Liikevaihto	2,6	2,2	1,8	2,5	2,6	3,8	3,4	2,9	2,5
EV/EBITDA	15,1	13,8	13,2	89,5	13,1	18,2	12,6	10,7	9,4
EV/EBIT (oik.)	97,4	58,5	>100	neg.	26,1	33,9	25,1	19,4	15,0
Osinko/tulos (%)	65,3 %	56,2 %	neg.	neg.	48,8 %	66,2 %	70,0 %	70,0 %	80,0 %
Osinkotuotto-%	0,5 %	0,8 %	1,3 %	1,2 %	1,6 %	1,7 %	2,6 %	3,2 %	4,2 %

Lähde: Inderes



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

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Etteplan	275	342	11,5	9,4	8,4	6,8	0,9	0,8	13,9	11,5	2,3	3,5	2,0
Tietoevry	1960	2765	12,4	11,0	11,7	9,5	1,5	1,5	13,3	11,3	7,9	8,0	1,8
Vincit	27	31	72,7	8,6	8,7	3,9	0,4	0,4		10,6	6,3	6,9	0,8
Invisio	1468	1440	38,8	29,2	33,0	25,6	8,7	7,2	52,3	40,1	0,8	1,1	13,5
Thales	51588	54419	20,8	18,8	15,6	14,3	2,5	2,3	26,8	23,3	1,5	1,7	6,3
L3Harris	42497	52636	19,2	17,4	15,5	14,5	2,8	2,7	25,2	21,7	1,8	2,0	2,6
Motorola Solutions	60256	64079	22,5	21,0	20,4	19,0	6,5	6,2	28,6	26,4	1,1	1,1	34,4
Elbit	17174	17579	31,0	26,3	24,1	20,2	2,7	2,4	39,8	31,6	0,5	0,6	
General Dynamics	68896	76080	17,0	15,6	14,4	13,4	1,8	1,7	20,0	17,9	2,0	2,1	3,5
Kongsberg	23870	22957	32,5	27,9	26,6	23,4	4,5	3,9	39,8	34,9	1,6	2,1	12,4
Sectra	6283	6171	104,4	103,8	84,0	88,1	21,3	18,6	120,0	130,1	0,4	0,5	33,0
iRhythm Technologies	3734	3843			82,0	44,8	6,4	5,5					33,6
Masimo	7191	7635	22,4	21,1	18,7	17,5	5,9	5,4	31,0	28,6			
Resmed	32470	32247	21,8	19,8	19,9	18,2	7,3	6,8	27,2	24,6	0,9	1,0	6,6
Nihon Kohden	1659	1569							19,6	17,5	1,8	1,8	1,5
Bittium (Inderes)	380	372	33,9	25,1	18,2	12,6	3,8	3,4	35,6	27,0	1,7	2,6	3,2
Keskiarvo			30,7	25,4	25,7	22,8	4,9	4,7	35,2	30,7	2,2	2,5	11,7
Mediaani			22,1	19,8	18,7	17,9	2,8	3,3	27,2	23,9	1,6	1,8	6,3
Erotus-% vrt. mediaani			53 %	27 %	-3 %	-29 %	35 %	2 %	31 %	13 %	5 %	43 %	-49 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	75,2	18,2	19,8	14,0	33,2	85,2	19,3	23,7	17,8	36,1	96,9	105	117	130
Defense & Security		9,3	11,7	6,9	23,7	51,6	10,7	15,3	9,2	25,4	60,6	65,5	74,0	83,0
Medical		5,2	4,5	4,1	5,5	19,3	4,7	4,7	5,3	6,2	20,9	23,4	25,6	28,3
Engineering Services		3,7	3,6	3,0	4,0	14,3	3,9	3,7	3,3	4,6	15,4	16,6	17,5	18,3
Käyttökate	2,1	3,2	4,2	1,3	8,5	17,2	1,9	4,1	3,9	10,6	20,5	28,2	31,5	34,9
Poistot ja arvonalennukset	-9,5	-2,2	-2,3	-1,6	-2,5	-8,6	-1,5	-3,0	-3,0	-3,0	-10,5	-14,0	-14,0	-13,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	-4,2	1,0	1,9	-0,3	6,0	8,6	0,4	2,1	0,9	7,6	11,0	14,2	17,5	21,9
Liikevoitto	-7,4	1,0	1,9	-0,3	6,0	8,6	0,4	1,1	0,9	7,6	10,0	14,2	17,5	21,9
Defense & Security		0,5	1,9	-0,3	6,5	8,6	0,3	2,0	0,1	6,7	9,1	10,1	12,6	16,0
Medical		0,2	0,0	-0,4	-0,7	-0,9	-0,1	-0,2	0,3	0,4	0,5	2,4	3,1	3,9
Engineering Services		0,3	0,2	0,0	0,7	1,2	0,2	0,2	0,2	0,7	1,4	1,6	1,8	1,9
Konsernitoiminnot		0,0	-0,1	0,4	-0,6	-0,3	0,0	0,1	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	-1,0	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-1,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1	0,2	0,3
Tulos ennen veroja	-8,4	0,7	1,6	-0,6	5,6	7,4	0,4	1,0	0,8	7,5	9,7	14,1	17,6	22,2
Verot	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,2
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	-8,6	0,7	1,6	-0,6	5,6	7,3	0,4	1,0	0,8	7,5	9,7	14,1	17,6	19,9
Nettotulos	-8,6	0,7	1,6	-0,6	5,6	7,3	0,4	1,0	0,8	7,5	9,7	14,1	17,6	19,9
EPS (oikaistu)	-0,15	0,02	0,04	-0,02	0,16	0,20	0,01	0,06	0,02	0,21	0,30	0,40	0,50	0,56
EPS (raportoitu)	-0,24	0,02	0,04	-0,02	0,16	0,20	0,01	0,03	0,02	0,21	0,27	0,40	0,50	0,56

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	-8,8 %	21,7 %	-4,4 %	1,0 %	29,3 %	13,3 %	6,4 %	19,9 %	27,1 %	8,5 %	13,8 %	8,8 %	11,0 %	10,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%							-58,3 %	8,9 %	-396,1 %	27,0 %	27,4 %	29,3 %	23,2 %	25,2 %
Käyttökate-%	2,7 %	17,6 %	21,4 %	9,3 %	25,5 %	20,2 %	9,9 %	17,3 %	21,7 %	29,3 %	21,1 %	26,7 %	26,9 %	26,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	-5,6 %	5,5 %	9,8 %	-2,1 %	17,9 %	10,1 %	2,2 %	8,9 %	4,9 %	21,0 %	11,3 %	13,4 %	14,9 %	16,9 %
Nettotulos-%	-11,4 %	3,8 %	8,0 %	-4,0 %	16,8 %	8,5 %	2,2 %	4,2 %	4,3 %	20,7 %	10,0 %	13,3 %	15,0 %	15,4 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	84,6	82,7	78,2	70,2	62,2
Liikearvo	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8
Aineettomat hyödykkeet	51,2	51,0	48,3	42,3	35,3
Käyttöomaisuus	18,2	17,0	15,2	13,2	12,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Muut pitkäaikaiset varat	0,8	0,3	0,3	0,3	0,3
Laskennalliset verosaamiset	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4
Vaihtuvat vastaavat	73,1	82,4	85,3	98,9	117
Vaihto-omaisuus	26,6	24,8	29,1	29,5	29,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	38,2	35,8	38,8	40,1	41,0
Likvidit varat	8,3	21,8	17,4	29,3	46,8
Taseen loppusumma	158	165	164	169	179

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	113	119	127	134
Osakepääoma	12,9	12,9	12,9	12,9
Kertyneet voittovarot	72,6	78,7	86,4	94,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	1,3	1,3	1,3	1,3
Muu oma pääoma	26,0	26,0	26,0	26,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	23,9	14,5	10,9	10,9
Laskennalliset verovelat	0,1	0,1	0,1	0,1
Varaukset	5,5	5,5	5,5	5,5
Korolliset velat	18,0	8,7	5,0	5,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,3	0,3	0,3	0,3
Lyhytaikaiset velat	28,5	30,0	31,6	34,0
Korolliset velat	2,9	0,9	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	25,6	29,1	31,6	34,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	165	164	169	179

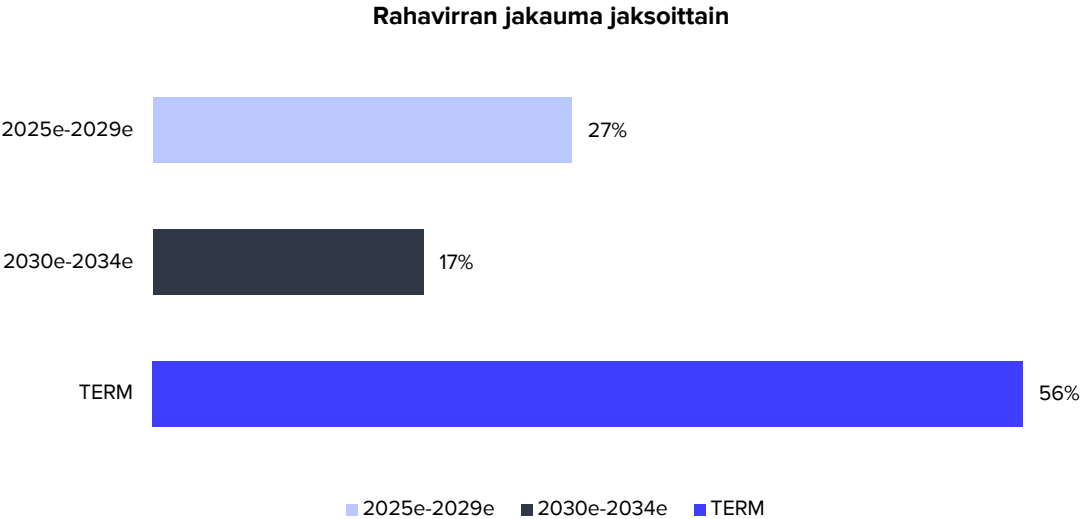
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	13,3 %	13,8 %	8,8 %	11,0 %	10,7 %	11,0 %	10,0 %	9,0 %	7,0 %	5,0 %	3,2 %	3,2 %
Liikevoitto-%	10,1 %	10,3 %	13,4 %	14,9 %	16,9 %	16,5 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %
Liikevoitto	8,6	10,0	14,2	17,5	21,9	23,7	25,3	27,6	29,5	31,0	32,0	
+ Kokonaispoistot	8,6	10,5	14,0	14,0	13,0	11,8	9,8	8,6	8,1	7,8	7,6	
- Maksetut verot	-0,1	0,0	0,0	0,0	-2,2	-4,8	-5,2	-5,6	-6,0	-6,3	-6,5	
- 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	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	
- Käyttöpääoman muutos	7,4	-3,7	0,8	1,7	-3,9	-4,4	-4,5	-4,4	-3,7	-2,9	-1,9	
Operatiivinen kassavirta	24,5	16,7	29,0	33,1	28,8	26,4	25,6	26,3	27,9	29,7	31,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-6,7	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0	-6,0	-6,5	-7,5	-7,5	-7,5	-6,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	18,5	10,7	23,0	27,1	22,8	20,4	19,1	18,8	20,4	22,2	24,5	
+/- Muut	-5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	13,4	10,7	23,0	27,1	22,8	20,4	19,1	18,8	20,4	22,2	24,5	403
Diskontattu vapaa kassavirta		10,3	20,2	21,7	16,7	13,6	11,6	10,5	10,4	10,4	10,4	171
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		307	297	277	255	238	225	213	203	192	182	171
Velaton arvo DCF		307										
- Korolliset velat		-20,9										
+ Rahavarat		21,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-3,5										
Oman pääoman arvo DCF		305										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,6										

Pääoman kustannus (WACC)

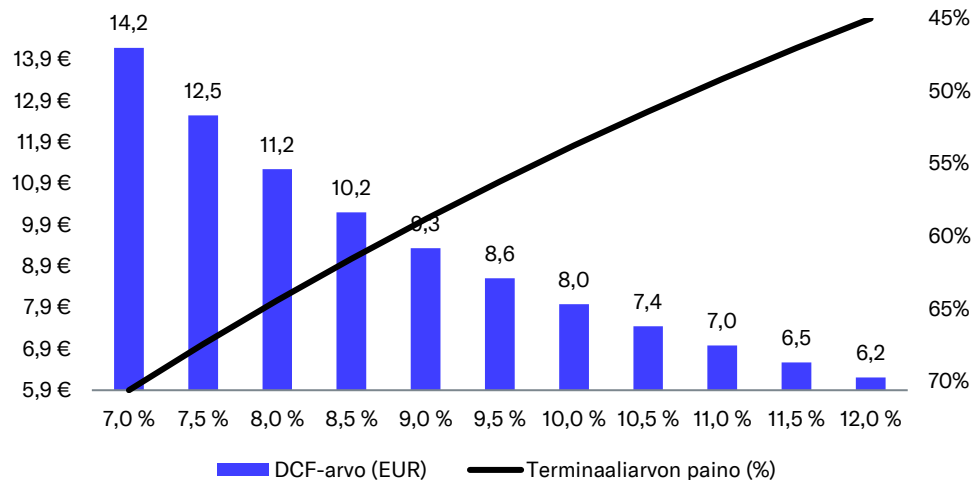
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,48
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,25 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,5 %

Lähde: Inderes

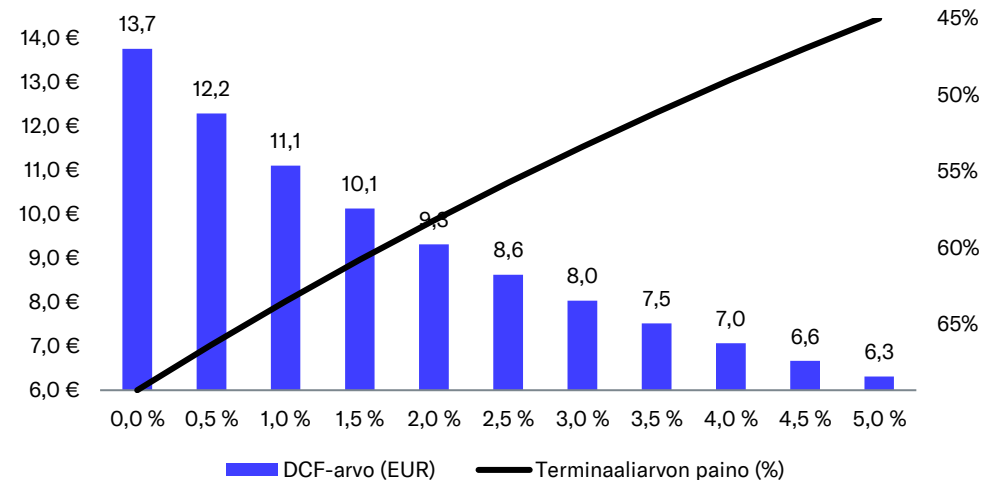


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

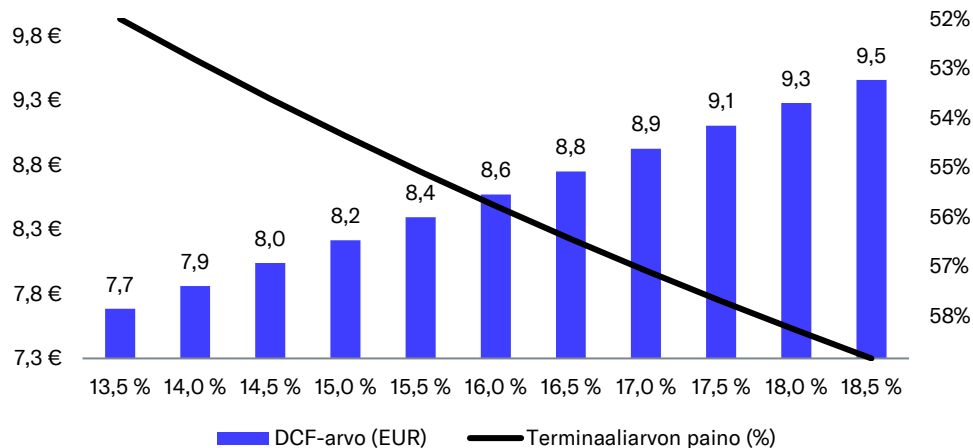
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



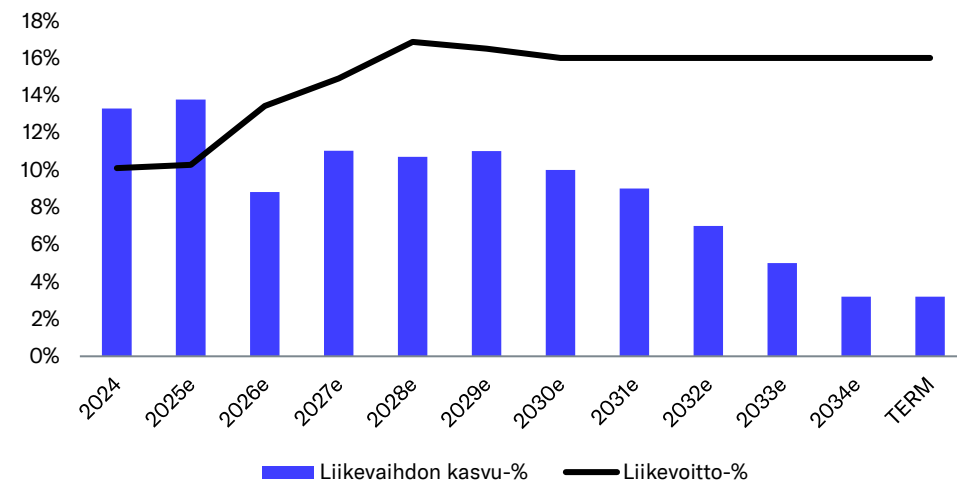
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	82,5	75,2	85,2	96,9	105,5	EPS (raportoitu)	-0,01	-0,24	0,20	0,27	0,40
Käyttökate	11,0	2,1	17,2	20,5	28,2	EPS (oikaistu)	-0,01	-0,15	0,20	0,30	0,40
Liikevoitto	0,3	-7,4	8,6	10,0	14,2	Operat. Kassavirta / osake	0,18	-0,04	0,69	0,47	0,82
Voitto ennen veroja	-0,4	-8,4	7,4	9,7	14,1	Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,08	-0,30	0,38	0,30	0,65
Nettovoitto	-0,4	-8,6	7,3	9,7	14,1	Omapääoma / osake	3,24	3,03	3,18	3,35	3,57
Kertaluontoiset erät	0,0	-3,2	0,0	-1,0	0,0	Osinko / osake	0,05	0,06	0,10	0,18	0,28
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	169,7	157,7	165,1	163,5	169,1	Liikevaihdon kasvu-%	-5 %	-9 %	13 %	14 %	9 %
Oma pääoma	115,8	107,6	112,8	119,0	126,6	Käyttökatteen kasvu-%	-20 %	-81 %	732 %	19 %	38 %
Liikearvo	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	Liikevoiton oik. kasvu-%	-90 %	-1345 %	-303 %	27 %	29 %
Nettovelat	3,4	14,3	-0,9	-7,8	-24,3	EPS oik. kasvu-%	-116 %	1216 %	-236 %	47 %	32 %
						Käyttökate-%	13,4 %	2,7 %	20,2 %	21,1 %	26,7 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Oik. Liikevoitto-%	0,4 %	-5,6 %	10,1 %	11,3 %	13,4 %
Käyttökate	11,0	2,1	17,2	20,5	28,2	Liikevoitto-%	0,4 %	-9,9 %	10,1 %	10,3 %	13,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-4,1	-3,1	7,4	-3,7	0,8	ROE-%	-0,4 %	-7,7 %	6,6 %	8,3 %	11,5 %
Operatiivinen kassavirta	6,3	-1,3	24,5	16,7	29,0	ROI-%	0,2 %	-5,4 %	6,7 %	7,7 %	11,1 %
Investoinnit	-9,2	-9,1	-6,7	-6,0	-6,0	Omavaraisuusaste	70,1 %	70,1 %	69,9 %	74,7 %	77,0 %
Vapaa kassavirta	-3,0	-10,7	13,4	10,7	23,0	Nettovelkaantumisaste	2,9 %	13,3 %	-0,8 %	-6,6 %	-19,2 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	1,8	2,5	2,6	3,8	3,4						
EV/EBITDA	13,2	89,5	13,1	18,2	12,6						
EV/EBIT (oik.)	>100	neg.	26,1	33,9	25,1						
P/E (oik.)	neg.	neg.	31,0	35,6	27,0						
P/B	1,2	1,6	2,0	3,2	3,0						
Osinkotuotto-%	1,3 %	1,2 %	1,6 %	1,7 %	2,6 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
-------	--

Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
---------	--

Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko
-----	---

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta 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
18.11.2019	Lisää	7,20 €	6,44 €
30.12.2019	Osta	7,20 €	6,04 €
24.1.2020	Vähennä	7,20 €	7,13 €
14.2.2020	Vähennä	6,50 €	6,50 €
27.2.2020	Lisää	6,50 €	5,87 €
15.4.2020	Lisää	5,90 €	5,61 €
4.5.2020	Lisää	6,00 €	5,58 €
7.8.2020	Lisää	7,00 €	6,43 €
14.10.2020	Vähennä	7,00 €	7,39 €
2.11.2020	Vähennä	6,00 €	5,92 €
30.11.2020	Lisää	5,50 €	5,24 €
25.1.2021	Vähennä	6,80 €	7,00 €
12.2.2021	Lisää	6,80 €	6,43 €
30.4.2021	Lisää	7,30 €	6,83 €
9.8.2021	Lisää	6,40 €	5,81 €
25.10.2021	Vähennä	6,00 €	5,73 €
5.1.2022	Lisää	6,00 €	5,25 €
11.2.2022	Lisää	5,50 €	5,12 €
2.5.2022	Vähennä	5,50 €	5,40 €
10.8.2022	Lisää	5,50 €	4,99 €
24.10.2022	Lisää	4,40 €	3,78 €
13.2.2023	Lisää	4,50 €	4,08 €
28.4.2023	Lisää	4,50 €	4,00 €
7.8.2023	Lisää	4,50 €	3,95 €
18.9.2023	Lisää	4,20 €	3,80 €
23.10.2023	Lisää	4,20 €	3,48 €
31.10.2023	Lisää	5,00 €	4,39 €
12.2.2024	Lisää	5,00 €	4,52 €
29.4.2024	Vähennä	6,50 €	6,10 €
20.5.2024	Lisää	7,20 €	6,56 €
18.7.2024	Vähennä	8,00 €	8,24 €
12.8.2024	Lisää	8,00 €	6,86 €
21.10.2024	Vähennä	7,50 €	7,02 €
11.11.2024	Lisää	7,50 €	6,70 €
23.12.2024	Vähennä	7,00 €	6,86 €
19.2.2025	Vähennä	6,80 €	6,56 €
26.3.2025	Vähennä	7,80 €	8,10 €
30.4.2025	Vähennä	7,00 €	6,64 €
21.7.2025	Vähennä	10,00 €	10,70 €



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.**