



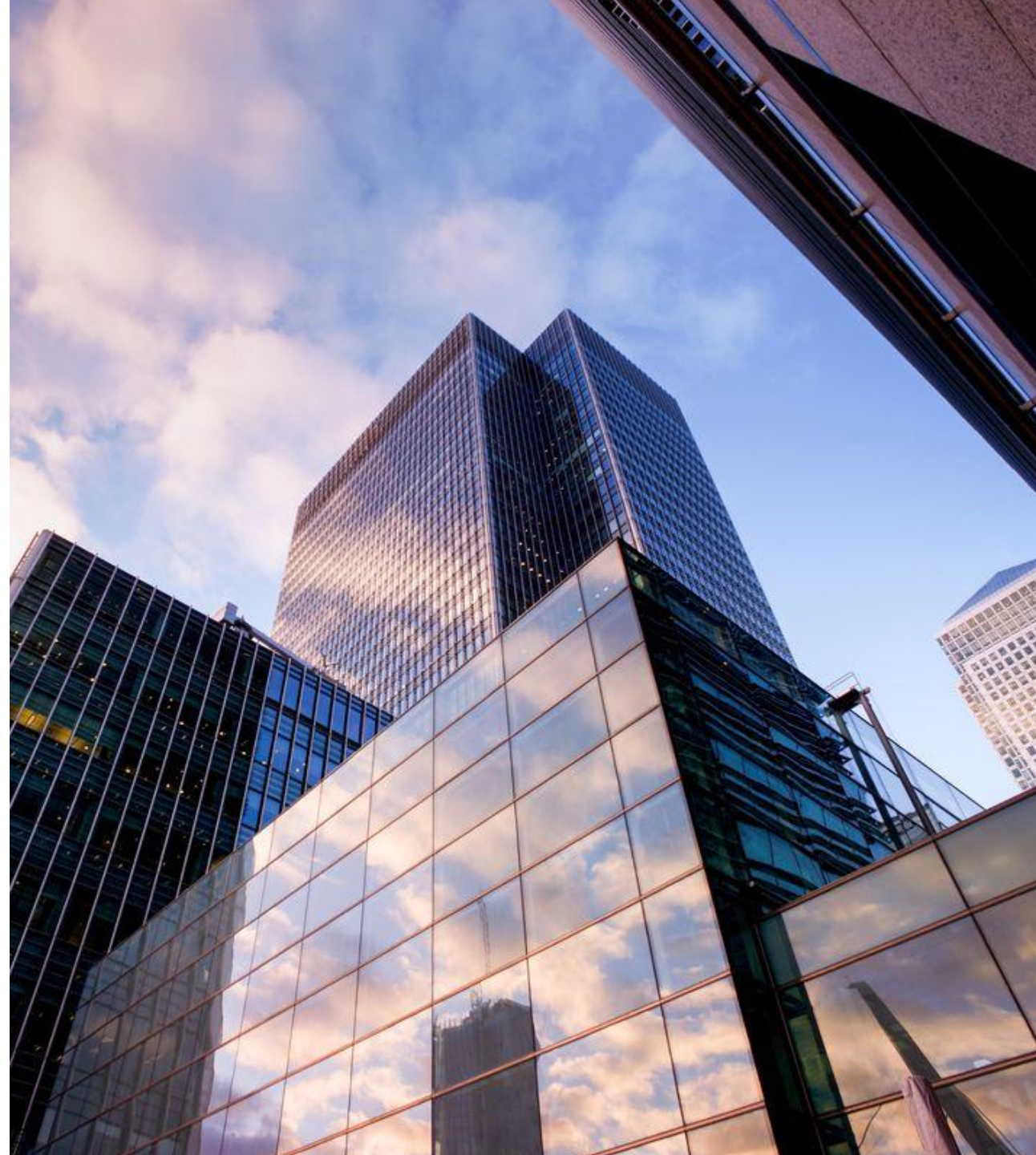
03.02.2026 19.30 EET



Sauli Vilén  
358440258908  
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS

# YHTIÖRAPORTTI



# Uudella strategialla ylös tuloskuopasta

Q4-numeroissa ei ollut yllätyksiä ja päivän päähuomio kohdistui uuteen strategiaan. Strategian päälinjat sekä tavoitteet olivat varsin hyvin linjassa ennusteidemme kanssa, ja yhtiö hakee voimakasta tuloskäännettä lähivuosilta. Ennustemuutokset ovat jääneet matillisiksi, ja odotamme tuloksen kääntyvän kasvuun 2026 alkaen. Osake on mielestämme oikein hinnoiteltu ja tuloskasvuun liittyvän epävarmuuden johdosta emme näe tuotto/riskisuhdetta riittävän houkuttelevana. Toistammekin vähennä-suosituksen 11 euron tavoitehinnalla.

## Q4-numeroissa ei yllätyksiä

eQ:n Q4-liikevaihto jäi odotuksistamme kun Investointipankki ja Sijoitukset kehittyivät odotuksiamme vaisummin. Varainhoidon liikevaihto oli täysin odotuksiemme mukainen ja näin ollen liikevaihtopoikkeaman merkitys on rajallinen. Tulos oli lopulta täysin linjassa ennusteidemme kanssa, kun varainhoidon kulutaso oli bonusvarausten purusta johtuen selvästi odotuksiamme alhaisempi. Osinko oli täysin odotuksiemme mukainen, ja kokonaisuutena numeroissa ei ollut yllätyksiä.

Uusmyynnin osalta vuoden 2025 PE-rahastoihin ei kerätty Q4:llä uutta pääomaa, mikä oli meille pieni pettymys. Lisäksi myös viime viikolla ilmoitetut vuoden 2026 PE-rahastojen sulkemiset jäivät odotuksistamme, ja kokonaisuutena tämä heijastelee haastavaa varainkeruumarkkinaa vaihtoehtoisissa tuotteissa. PE-rahastojen tuottopalkkioista alkoi vihdoin realisoitua Q4:llä kassavirtana, mutta 0,7 MEUR:n summa oli odotuksiamme vaatimattomampi. Kiinteistörahastoissa näkymät säilyvät edelleen vaisuina. PE-rahastoissa tilanne on selvästi parempi ja yhtiöllä vaikuttaisi edelleen olevan kova luotto tuottopalkkioiden realisoitumiseen 2026 aikana.

## Strategian suuntaviivat hyvin linjassa odotuksiemme kanssa

Strategian keskiössä on paluu vahvaan kasvuun, ja yhtiö asetti tavoitteekseen liikevoiton kaksinkertaistamisen vuoden 2030 loppuun mennessä. Kasvua haetaan laajentamalla liiketoimintaa

kansainvälisesti sekä panostamalla aiempaa vahvemmin yksityisasiakkaisiin. Myös tuotetarjontaa pyritään laajentamaan etenkin nykyisten tuotealueiden sisällä, ja myös uudet tuotealueet ovat mahdollisia. Näkemyksemme mukaan yhtiön tuotetarjonta kaipaasi kipeästi selkeää uutta kasvumootoria.

## Tuloksen pohja on nyt takana

Olemme tarkistaneet ennusteitamme hieman alaspäin, mutta tästä huolimatta iso kuva ennusteissamme on ennallaan. Odotamme tuloksen kääntyvän selvään kasvuun 2026. Tuloskasvun suurimmat ajurit ovat Investointipankki sekä Sijoitukset-segmentti, jotka molemmat parantavat umpisurkealta vertailukauden tasolta. Varainhoidossa PE-rahastojen tuottopalkkiot kasvavat voimakkaasti, mutta näiden kasvusta iso osa hautautuu kiinteistörahastojen laskevien palkkioiden sekä kasvuinvestointien alle. Varainhoidossa tuloskasvu kiihtyy ennusteissamme kunnolla vasta 2029, kun kiinteistörahastot kääntyvät vihdoin reippaaseen kasvuun. 2030 osalta 48 MEUR:n liikevoittoennusteemme on samalla pallokentällä yhtiön tavoitteleman 55 MEUR:n kanssa (~liikevoitto tuplaa 2030 loppuun mennessä).

## Riski-/tuottosuhde ei kannusta hyppäämään osakkeen kyytiin

Toteutuneella tuloksella osake on edelleen kallis (P/E 21x), mutta reipas tuloskasvu painaa lähivuosien kertoimet neutraaliksi (P/E 15-17x). Osaketta hinnoitellaan reippaalla preemiolla suhteessa verrokkiryhmään ja kokonaisuutena pidämmekin osaketta oikein hinnoiteltuna. Myös DCF-mallimme tukee näkemystämme. Kunnianhimoisten tavoitteiden toteutuessa olisi osakkeen tuotto-odotus erinomainen. Pidämme kuitenkin ennenaikaisena nojata tähän, sillä lyhyen aikavälin epävarmuus on korkealla ja strategian toteutus kaipa vielä lisää konkretiaa. Toistammekin varovaisen näkemyksemme osakkeesta, emmekä näe nykykurssilla tuotto-riskisuhdetta riittävänä.

## Suositus

### Vähennä

(aik. Vähennä)

## Tavoitehinta:

### 11,00 EUR

(aik. 11,00 EUR)

## Osakekurssi:

10,85 EUR

## Liiketoimintariski



## Arvostusriski



|             | 2025   | 2026e  | 2027e  | 2028e  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihto | 58,2   | 69,6   | 72,4   | 76,8   |
| kasvu-%     | -11 %  | 20 %   | 4 %    | 6 %    |
| EBIT oik.   | 27,4   | 34,3   | 35,6   | 38,4   |
| EBIT-% oik. | 47,1 % | 49,3 % | 49,1 % | 49,9 % |
| Nettotulos  | 21,6   | 27,1   | 28,9   | 31,1   |
| EPS (oik.)  | 0,52   | 0,64   | 0,68   | 0,73   |

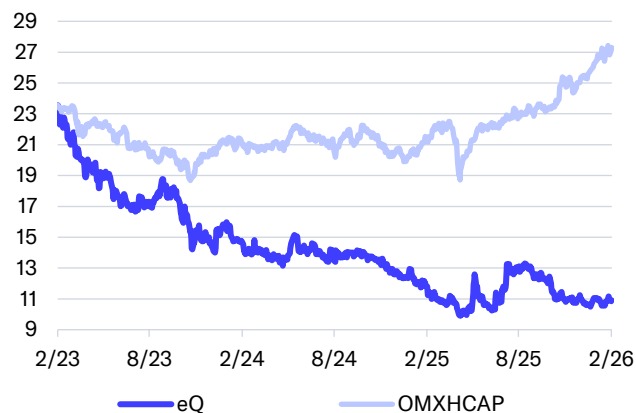
|                |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| P/E (oik.)     | 21,3  | 16,9  | 15,9  | 14,9  |
| P/B            | 6,7   | 6,1   | 6,0   | 6,0   |
| Osinkotuotto-% | 4,7 % | 5,9 % | 6,5 % | 7,0 % |
| EV/EBIT (oik.) | 16,2  | 12,5  | 11,9  | 11,1  |
| EV/EBITDA      | 15,6  | 12,1  | 11,5  | 10,7  |
| EV/Liikevaihto | 7,7   | 6,1   | 5,8   | 5,5   |

Lähde: Inderes

## Ohjeistus

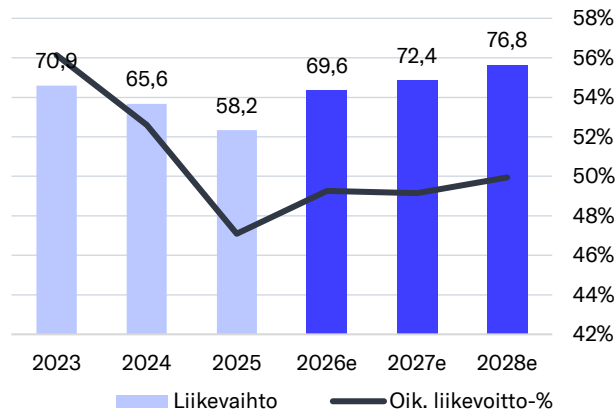
Ei ohjeistusta

## Osakekurssi



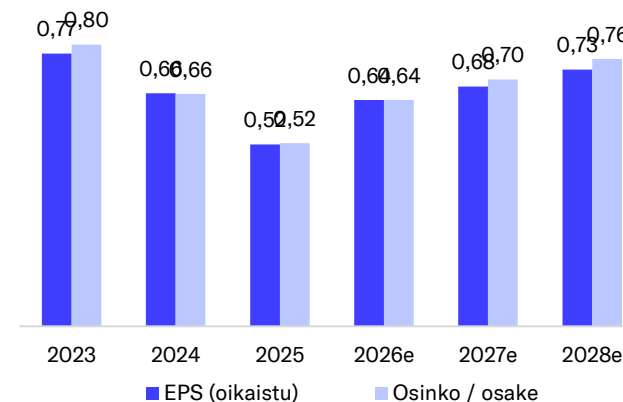
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

## Arvoajurit

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

## Riskitekijät

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

| Arvostustaso            | 2026e | 2027e | 2028e |
|-------------------------|-------|-------|-------|
| <b>Osakekurssi</b>      | 10,9  | 10,9  | 10,9  |
| <b>Markkina-arvo</b>    | 457   | 460   | 463   |
| <b>Yritysarvo (EV)</b>  | 428   | 423   | 425   |
| <b>P/E (oik.)</b>       | 16,9  | 15,9  | 14,9  |
| <b>P/E</b>              | 16,9  | 15,9  | 14,9  |
| <b>P/B</b>              | 6,1   | 6,0   | 6,0   |
| <b>P/S</b>              | 6,6   | 6,4   | 6,0   |
| <b>EV/Liikevaihto</b>   | 6,1   | 5,8   | 5,5   |
| <b>EV/EBITDA</b>        | 12,1  | 11,5  | 10,7  |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b>   | 12,5  | 11,9  | 11,1  |
| <b>Osinko/tulos (%)</b> | 100 % | 103 % | 104 % |
| <b>Osinkotuotto-%</b>   | 5,9 % | 6,5 % | 7,0 % |

Lähde: Inderes

# Numeroissa ei yllätyksiä

## Liikevaihdon alitus ei ollut merkityksellinen

eQ:n Q4-liikevaihto oli 15,2 MEUR, jääden jonkin verran 16,5 MEUR:n ennusteestamme. Ennustealitus tuli kuitenkin täysimääräisesti Investointipankista sekä Sijoituksista, ja konsernin arvon kannalta relevantin Varainhoidon liikevaihto oli täysin odotuksiemme mukainen. PE-rahastoista alkoi vihdoin realisoitua Q4:llä kassavirtaa, mutta 0,7 MEUR:n summa oli odotuksiamme vaatimattomampi. Uusmyynnin osalta vuoden 2025 PE-rahastoihin ei kerätty Q4:llä uutta pääomaa, mikä oli meille pieni pettymys. Lisäksi myös viime viikolla ilmoitetut vuoden 2026 PE-rahastojen sulkemiset jäivät odotuksistamme, ja kokonaisuutena tämä heijastelee vaikeaa varainkeruumarkkinaa vaihtoehtoisissa tuotteissa.

## Tulos täysin odotuksen mukainen

Vaikka liikevaihto jäikin odotuksista, oli yhtiön liikevoitto ennusteidemme mukainen 8,0 MEUR. Varainhoidossa

kulutaso oli Q4:llä epänormaalin alhainen, ja arviomme mukaan sitä selittää takautuvat korjaukset bonusvarauksissa. Tämä riitti paikkaamaan odotuksia heikomman tuloksen Investointipankissa sekä Sijoituksissa. Varainhoidossa henkilöstömäärä nousi vielä ennusteitamme enemmän 95 henkilöön (Q4'24: 82 hlö), yhtiön tehdessä uuden strategian kasvuinvestointeja. Osinkoa yhtiö jakaa odotetusti koko tuloksensa eli 0,52 euroa per osake, ja se jaetaan kahdessa erässä.

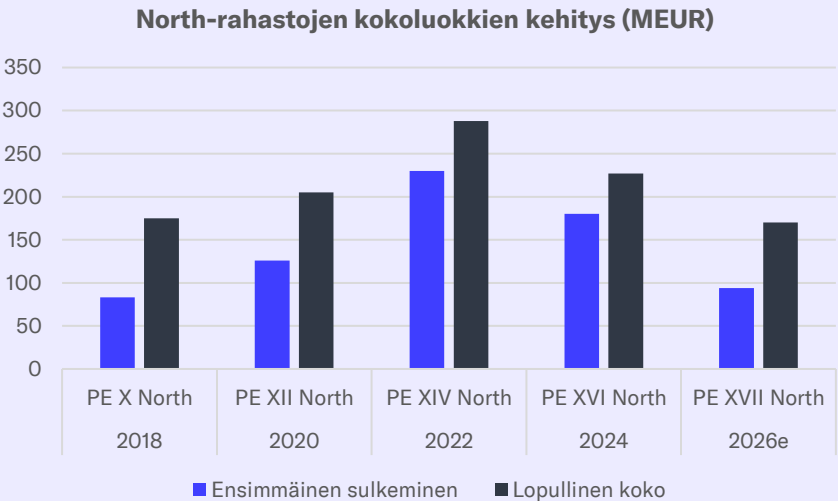
Kokonaisuutena vuosi 2025 oli eQ:lle vaikea. Liikevaihto laski 11 %:lla 58 MEUR:oon, ja liikevoitto 21 %:lla 27,4 MEUR:oon. Lasku tuli valtaosin Investointipankista sekä Sijoitukset-segmentistä, ja Varainhoidon liikevaihto laski vain marginaalisesti. Varainhoidossa yhtiöllä on kuitenkin maksamatta merkittävät lykätyt lunastukset kiinteistörahastoissa, ja nämä huomioiden olisi myös Varainhoidon liikevaihto laskenut reippaasti.

## Tuottopalkkioiden näkymät selkeä kysymysmerkki

Näkymien osalta yhtiö odottaa oletetusti, että PE-rahastojen palkkiot kasvavat ja kiinteistöjen laskevat. PE-rahastojen tuottopalkkioiden voitontasaus on vuodelle 2026 vain 3,4 MEUR, mutta yhtiö vaikutti edelleen luottavaiselta PE-rahastojen tuottopalkkioiden realisoitumiseen 2026 osalta. Vuosittain julkaistava PE-rahastojen pitkän aikavälin voitonjakotaulukko maalaa edelleen äärimmäisen vuolasta kuvaa PE-rahastojen tuottopalkkioista (tuottopalkkioiden nettomäärä 165 MEUR). Tämän taulukon uskottavuus on kuitenkin kokenut pahan inflaation sijoittajien silmissä viime vuosina, kun tuottopalkkioiden realisoituminen on jatkuvasti siirtynyt eteenpäin. 2026 yhtiöllä onkin PE-tuottopalkkioiden osalta merkittävä näytönpaikka, kun tuottopalkkioiden pitäisi realisoitua kassavirraksi laajalla rintamalla, ja myös tuloksessa tuottopalkkioiden pitäisi kasvaa selvästi.

| Ennustetaulukko      | Q4'24    | Q4'25      | Q4'25e  | Q4'25e    |      |      | Erotus (%)       | 2025e   |
|----------------------|----------|------------|---------|-----------|------|------|------------------|---------|
| MEUR / EUR           | Vertailu | Toteutunut | Inderes | Konsensus | Alin | Ylin | Tot. vs. inderes | Inderes |
| Liikevaihto          | 14,8     | 15,2       | 16,5    |           |      |      | -8 %             | 58,2    |
| Liikevoitto          | 6,9      | 8,0        | 8,2     |           |      |      | -3 %             | 27,4    |
| EPS (oik.)           | 0,13     | 0,15       | 0,16    |           |      |      | -6 %             | 0,52    |
| Osinko/osake         | 0,66     | 0,52       | 0,52    |           |      |      | 0 %              | 0,52    |
|                      |          |            |         |           |      |      |                  |         |
| Liikevaihdon kasvu-% | -20,4 %  | 3,0 %      | 11,7 %  |           |      |      | -8,7 %-yks.      | -11,4 % |
| Liikevoitto-% (oik.) | 46,7 %   | 52,3 %     | 48,2 %  |           |      |      | 4,1 %-yks.       | 47,1 %  |

Lähde: Inderes





# Strategian isot linjat odotuksien mukaiset

## Strategia tavoittelee liikevoiton tuplaamista 2030 mennessä

eQ julkisti tilinpäätöksen yhteydessä päivitetyn strategian vuoteen 2030 saakka. Strategian keskiössä on paluu vahvaan kasvuun, ja yhtiö asetti tavoitteekseen liikevoiton kaksinkertaistamisen vuoden 2030 loppuun mennessä. Kasvua haetaan laajentamalla liiketoimintaa kansainvälisesti sekä panostamalla aiempaa vahvemmin yksityisasiakkaisiin. Liikevoiton tuplaaminen tarkoittaa noin 20 %:n vuotuista tuloskasvua, mikä puolestaan tarkoittaa noin 15 %:n liikevaihdon kasvua, kun huomioimme eQ:n vahvan tulosvivun. Tavoite on linjassa aiempien arvioidemme kanssa, mutta hieman alle nykyennusteidemme. Uskomme eron nykyennusteisiimme tulevan etenkin kiinteistöliiketoiminnasta sekä PE-tuottopalkkioista.

Jakelun osalta strategia ei sisältänyt yllätyksiä, sillä kansainvälisiä kasvupanostuksia on jo lähdetty tekemään,

ja yksityissijoittajiin laajentaminen kumppanin kautta on mielestämme hyvin looginen polku. Mahdollisista jakelukumppaneista kerrotaan luonnollisesti vasta sitten, kun sopiva kumppani löytyy. Olemme jo aiemmin todenneet, että mm. Aktia voisi olla erittäin looginen jakelukumppani eQ:lle.

Tuotepuolella yhtiö ei vastoin odotuksiamme kertonut uudesta tuotealueesta. Tulosinfossa yhtiö avasi strategiaansa tarkemmin ja totesi olevansa kiinnostunut katsomaan myös uusia tuotealueita. Näin ollen pidämme edelleen mahdollisena, että yhtiö laajentaa strategiakaudella uudelle alueelle, vaikka fokus onkin tällä hetkellä nykyisissä tuotealueissa (kiinteistöt, PE ja osake/korko). Mielestämme uusi tuotealue olisi enemmän kuin perusteltu, sillä se vähentäisi strategian onnistumisen riippuvuutta kiinteistömarkkinan käänteestä, johon eQ ei voi itse vaikuttaa.

Kiinteistöjen osalta yhtiö pyrkii laajentamaan

tuotetarjontaansa selvästi, mikä on mielestämme täysin pakollista, sillä nykyisistä avoimista kiinteistörahastoista ei ainakaan lähivuosina ole tuloskasvun veturiksi.

Perinteisen varainhoidon osalta (korko/osake) sen rooli vaikuttaisi olevan enemmän muuta toimintaa tukeva, ja kasvun moottori tulee myös jatkossa olemaan vaihtoehtoiset tuotteet.

Kokonaisuutena strategian isot linjat vastaavat suunnilleen odotuksiamme, mutta konkretiaa on jonkin verran odotuksiamme vähemmän. Koska strategiatyötä tehtiin todella pitkään, uskomme että yhtiö kykenee ottamaan konkreettisia askelia varsin ripeällä aikataululla. Todennäköisesti ensimmäiset ilmoitettavat asiat liittyvät jakelukumppanuuksiin. Olemme analysoineet eQ:n tilannetta ja strategiaa tarkemmin vuoden lopulla julkaisemassamme [laajassa raportissamme](#).

## Strategiset tavoitteet 2030



| 1.                                                 | 2.                                        | 3.                                                | 4.                          | 5.                                                                                      |
|----------------------------------------------------|-------------------------------------------|---------------------------------------------------|-----------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| KILPAILUKYKYISET TUOTOT JA SUJUUVIN ASIAKASPALVELU | ALAN VETO- JA PITOVOIMAISIN TYÖYHTEISO    | VAHVA JA KANNATTAVA KASVU                         | NOPEA JA LAADUKAS TOIMINTA  | VAHVA OSINKO                                                                            |
|                                                    |                                           |                                                   |                             |                                                                                         |
| Erinomainen asiakaskokemus                         | Erinomainen työväire ja työntekijäkokemus | Kaksinkertainen liikevoitto 2030 loppuun mennessä | Kulu/tuotto-suhde alle 50 % | Tilikauden tulos jaetaan osinkona vakavaraisuus, likviditeetti ja investoinnit turvaten |
| HALUTUIN JA LUOTETUIN VARAINHOIDON KUMPPANI        |                                           |                                                   |                             |                                                                                         |

## eQ Q4'25: Strategiapäivitys



# Ennusteissa pieniä tarkistuksia alaspäin

## Ennustemuutokset

- Olemme tehneet ennusteisiimme paljon pieniä tarkennuksia ja kokonaisuutena lähivuosien ennusteemme ovat laskeneet 6-7 %:lla.
- Kiinteistörahojen osalta olemme nostaneet arviotamme avointen rahastojen lunastusten määrästä, ja lykanneet arviotamme niiden kääntymistä kasvuun. Odotamme yhtiön saavan lunastukset maksettua 2026 aikana, ja 2027 alkaen emme odota enää uusia lunastuksia. Vastaavasti olemme lisänneet ennusteisiimme uutta kiinteistöpääomaa, sillä odotamme yhtiöltä uusia tuotelanseerauksia strategian mukaisesti. Nämä näkyvät sivun 7 ennusteissamme ”kiinteistörahojen” rivillä. Näiden vaikutukset ovat karkeasti netottaneet toisensa. Huomautamme, että epävarmuus tähän liittyen on suurta, sillä lunastuksissa ennusteemme ovat jatkuvasti osoittautuneet liian optimistisiksi, ja uudet tuotteet ovat vielä toistaiseksi piirustuspyydä.
- PE-rahastoissa hallinnointipalkkioiden ennusteemme ovat laskeneet hieman, johtuen odotuksia tahmeammasta varainkeruusta. Olemme myös laskeneet marginaalisesti 2026 tuottopalkkioiden ennusteitamme varovaisuusperiaatteen johdosta. Odotamme kuitenkin edelleen erittäin korkeita tuottopalkkioita lähivuosilta.
- Olemme käsitelleet ennusteitamme laajemmin vuoden lopussa julkaistussa [laajassa raportissamme](#). Pienistä ennustemuutoksista huolimatta raportti on edelleen hyvin ajankohtainen.

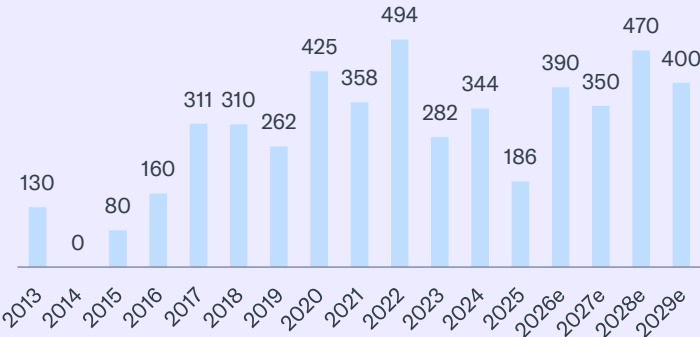
## Operatiiviset tulosajurit

- Pienistä ennustelaskuista huolimatta iso kuva ennusteissamme on ennallaan. Odotamme tuloksen kääntyvän selvään kasvuun 2026. Tulokasvun suurimmat ajurit ovat Investointipankki sekä Sijoitukset-segmentti, jotka molemmat parantavat umpisurkealta vertailukauden tasolta. Varainhoidossa PE-rahastojen tuottopalkkiot kasvavat voimakkaasti, mutta näiden kasvusta iso osa hautautuu kiinteistörahojen laskevien palkkioiden sekä kasvuinvestointien alle. PE-rahastoissa odotamme edelleen uusmyynnin merkittävää kasvua, ja alkuvuoden vaisuhkojen ensimmäisten sulkemisten jäljiltä yhtiöllä on myös tässä iso näytön paikka loppuvuoden aikana.
- Varainhoidossa tulokasvu kiihtyy ennusteissamme kunnolla vasta 2029, kun kiinteistörahojen kääntyvät myös reippaaseen kasvuun. 2030 osalta 48 MEUR:n liikevoittonnusteemme on varsin lähellä yhtiön tavoittelemaa 55 MEUR:n tavoitetasoa (~liikevoitto tuplaa 2030 loppuun mennessä).
- Näkemyksemme mukaan yhtiön nykyinen tuotetarjonta kaipaisi kipeästi selkeää uutta kasvumootoria, sillä kiinteistöjen tilanne on ainakin lyhyellä aikavälillä surkea ja se painaa alas koko konsernin numeroita. Huomautamme, että pelkkä PE-rahastojen kasvu ei tähän riitä, sillä vaikka ennusteemme odottavat paluuta huippuvuosien myynteihin 2026 alkaen, hautautuu tästä merkittävä osa vanhempien rahastojen palkkioiden laskujen alle. Yhtiön pitäisi joko löytää uusia merkittäviä tuotteita, tai vaihtoehtoisesti saada PE-rahastojen kokoluokkia merkittävästi nykyistä suuremmiksi.

| Ennustemuutokset      | 2025e | 2025 | Muutos | 2026e | 2026e | Muutos | 2027e | 2027e | Muutos |
|-----------------------|-------|------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR            | Vanha | Uusi | %      | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      |
| Liikevaihto           | 59,4  | 58,2 | -2 %   | 72,4  | 69,6  | -4 %   | 75,2  | 72,4  | -4 %   |
| Liikevoitto           | 27,5  | 27,4 | 0 %    | 36,6  | 34,3  | -6 %   | 38,3  | 35,6  | -7 %   |
| Tulos ennen veroja    | 27,5  | 27,4 | 0 %    | 36,6  | 34,3  | -6 %   | 38,3  | 35,6  | -7 %   |
| EPS (ilman kertaeriä) | 0,52  | 0,52 | -1 %   | 0,69  | 0,64  | -6 %   | 0,73  | 0,68  | -7 %   |
| Osakekohtainen osinko | 0,52  | 0,52 | 0 %    | 0,69  | 0,64  | -6 %   | 0,75  | 0,70  | -7 %   |

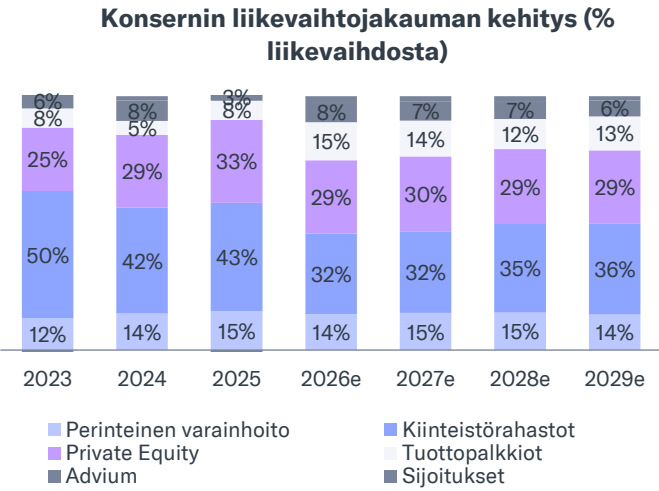
Lähde: Inderes

PE-rahastojen uusmyyntiennusteet (MEUR)



# Varainhoidon tarkemmat tulosenusteet

| Varainhoidon ennusteet (MEUR)                  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e |
|------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Perinteinen varainhoito                        | 10,6  | 9,4   | 8,8   | 9,4   | 8,9   | 9,8   | 10,6  | 11,4  | 12,2  |
| Kiinteistörahastot                             | 29,1  | 35,1  | 35,6  | 27,3  | 25,0  | 22,2  | 23,3  | 26,9  | 31,3  |
| Private Equity -rahastot                       | 13,8  | 16,8  | 17,6  | 18,8  | 19,0  | 20,1  | 21,4  | 22,6  | 25,0  |
| Muut palkkiotuotot                             | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,1   | 0,1   | 0,1   | 0,1   | 0,1   | 0,1   |
| Tuottosidonnaiset palkkiot                     | 11,4  | 10,8  | 5,4   | 3,6   | 4,4   | 10,4  | 10,2  | 9,1   | 11,7  |
| Kiinteistörahastot                             | 5,4   | 4,3   | -0,7  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Private Equity -rahastot                       | 3,1   | 6,5   | 6,1   | 3,5   | 3,6   | 10,4  | 10,2  | 9,1   | 11,7  |
| Perinteinen varainhoito                        | 2,9   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Varainhoidon palkkiotuotot yhteensä            | 64,9  | 71,9  | 66,9  | 59,2  | 57,5  | 62,7  | 65,6  | 70,1  | 80,3  |
| Liikevaihdon kasvu-%                           | 23 %  | 11 %  | -7 %  | -11 % | -3 %  | 9 %   | 5 %   | 7 %   | 15 %  |
| Henkilöstökulut                                | -21,2 | -22,0 | -21,1 | -19,9 | -19,1 | -22,2 | -23,2 | -24,4 | -26,2 |
| Muut kulut                                     | -3,4  | -3,9  | -4,4  | -4,9  | -5,8  | -6,9  | -7,2  | -7,5  | -7,8  |
| Varainhoidon liikevoitto                       | 40,3  | 45,9  | 41,4  | 33,7  | 32,0  | 33,1  | 34,7  | 37,6  | 45,7  |
| Liikevoitto-%                                  | 62 %  | 64 %  | 62 %  | 57 %  | 56 %  | 53 %  | 53 %  | 54 %  | 57 %  |
| Henkilöstökulut/henkilö (TEUR)*                | -284  | -293  | -262  | -244  | -216  | -225  | -225  | -230  | -240  |
| Henkilömäärä*                                  | 76    | 76    | 80    | 82    | 95    | 100   | 103   | 106   | 109   |
| Hallinnoitava varallisuus (MEUR)               | 11584 | 12564 | 12915 | 13399 | 13781 | 14284 | 14908 | 15634 | 16485 |
| Kiinteistörahastot                             | 2282  | 2697  | 2250  | 2037  | 1864  | 1662  | 1852  | 2016  | 2368  |
| Muut eQ:n omat rahastot                        | 2082  | 1687  | 1993  | 2155  | 2248  | 2422  | 2607  | 2798  | 2998  |
| Yhteistyökumppanit ja muu varainhoito          | 1619  | 1561  | 1773  | 1903  | 1981  | 2061  | 2111  | 2161  | 2211  |
| eQ Private Equity -rahastot                    | 2203  | 2726  | 2973  | 3295  | 3239  | 3629  | 3779  | 4049  | 4249  |
| Private Equity -varainhoito-ohjelmat/mandaati  | 1001  | 1009  | 1009  | 1019  | 903   | 963   | 1013  | 1063  | 1113  |
| Raportointipalvelut                            | 2397  | 2885  | 2917  | 2990  | 3546  | 3546  | 3546  | 3546  | 3546  |
| Hallinnoitavien varojen kasvu-%**              | 23 %  | 5 %   | 3 %   | 4 %   | -2 %  | 5 %   | 6 %   | 6 %   | 7 %   |
| Kiinteistörahastojen hallinnoitava varallisuus | 2282  | 2697  | 2250  | 2037  | 1864  | 1662  | 1852  | 2016  | 2368  |
| Yhteiskuntakiinteistöt                         | 1437  | 1616  | 1198  | 1132  | 1060  | 999   | 1159  | 1354  | 1585  |
| Liikekiinteistöt                               | 745   | 799   | 651   | 561   | 516   | 374   | 393   | 412   | 433   |
| Suljetut rahastot                              | 100   | 282   | 401   | 344   | 289   | 289   | 300   | 250   | 350   |



\* Henkilötyövuosia, sisältää kiinteät ja muuttuvat palkat

\*\* Ilman raportointipalveluita

# Tuotto-/riskisuhde ei ole riittävä

## Historiallinen arvostus

eQ on historiallisesti hinnoiteltu absoluuttisesti korkeilla tulokertoimilla (2015–2025 keskiarvo P/E ~20x). Tämä on ollut perusteltua yhtiön hurjalla tulokasvuvauhdilla (2014-2021 EPS CAGR-% +30 %) sekä muutenkin ylivertaisella suorittamisella. Neljä edellistä vuotta ovat olleet yhtiölle vaikeita, kun etenkin kiinteistömarkkinan haasteet ovat lyöneet yhtiötä kovaa. Lisäksi PE-rahastojen tuottopalkkioiden jatkuva viivästyminen on ollut selkeä ongelma. Yhtiön tulos onkin ollut laskusuunnassa ja status sektorin ylivertaisena ykkösenä on kiistämättä rapistunut. Kertoimet ovat kuitenkin kestäneet jopa yllättävän hyvin, mutta arvostusero suhteessa verrokkeihin on supistunut reippaasti. Vaikka yhtiö onkin edelleen kaikilla mittareilla kiistatta laatuyhtiö, on yhtiön reipas preemiohinnoittelu suhteessa verrokkeihin yhä kyseenalaisempaa.

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

## Arvostus on neutraali

2025 numeroilla osake on mielestämme kallis (P/E 21x, EV/EBIT 16x) ja nykykurssi hinnoittelee sisään merkittävää tulokasvua. 2026 merkittävällä tulokasvulla P/E-kerroin

on ~17x, joka on edelleen suhteellisen korkea, etenkin kun tulokasvu on ennusteissamme vaatimatonta 2027-2028, ja suurempi hyppy tapahtuu vasta 2029. Jotta 2026 arvostustaso olisi kiinnostava, pitäisi lähivuosien tulokasvunäkymän olla selvästi parempi ja siihen liittyvä epävarmuus alhaisempi. Suhteessa verrokkeihin eQ:ta hinnoitellaan edelleen reippaalla preemiolla (~30 %). Tarkan hyväksyttävän preemion määrittäminen on hankalaa, mutta meidän on vaikea nähdä perusteluja nykyistä suuremmalle preemiolle ilman, että yhtiön tulokasvukuva paranee ja/tai epävarmuus hälvenee.

## Taloudellisten tavoitteiden toteutuessa osake on halpa

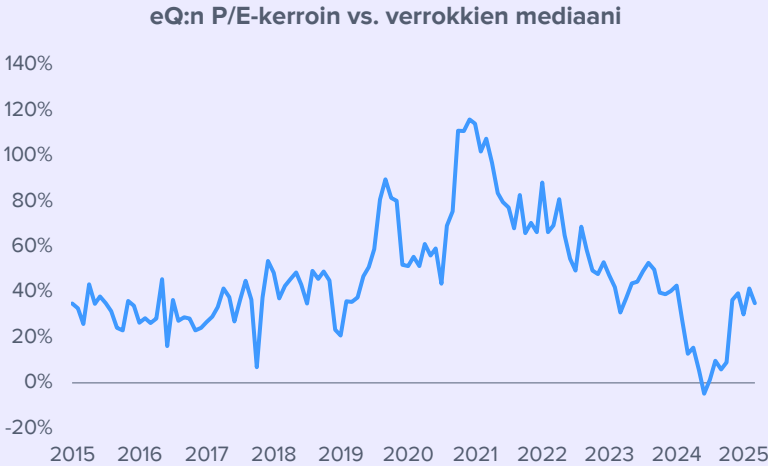
eQ tavoittelee vuodelta 2030 noin 55 MEUR:n liikevoittoa, ja nykyiset optio-ohjelmat huomioivalla osakemäärällä tämä tarkoittaisi hieman yli 1,0e osakekohtaista tulosta. Tässä vaiheessa eQ olisi jälleen tukevasti kasvun polulla ja sen riskitaso olisi nykyistä alhaisempi, joten hyväksyttävä arvostustaso olisi nykyistä korkeampi. Hyväksyttävän P/E-kertomien ollessa 15-20x tasolla, olisi vastaava osakekurssi 16-21e. Yhtiö myös maksaisi välissä ~3-4 euroa osinkoa, eli osakkeen kokonaistuotto olisi karkeasti 100-150 % strategiakaudella. Vastaava vuosituotto olisi erinomainen 20-25 %. Tämä havainnollistava laskema alleviivaa yhtiön potentiaalia, mikäli se onnistuu strategiansa toteuttamisessa.

## Pysymme odottavalla kannalla

Kokonaisuutena pidämme eQ:n osaketta nykytasolla oikein hinnoiteltuna. Toistammekin varovaisen näkemyksemme osakkeesta emmekä näe nykykurssilla tuotto-riskisuhdetta riittävänä. Korkeampi tavoitehintaa vaatisi näkemyksemme mukaan tulosenusteiden nousua sekä osakkeen riskitason laskua.

| Arvostustaso     | 2026e | 2027e | 2028e |
|------------------|-------|-------|-------|
| Osakekurssi      | 10,9  | 10,9  | 10,9  |
| Markkina-arvo    | 457   | 460   | 463   |
| Yritysarvo (EV)  | 428   | 423   | 425   |
| P/E (oik.)       | 16,9  | 15,9  | 14,9  |
| P/E              | 16,9  | 15,9  | 14,9  |
| P/B              | 6,1   | 6,0   | 6,0   |
| P/S              | 6,6   | 6,4   | 6,0   |
| EV/Liikevaihto   | 6,1   | 5,8   | 5,5   |
| EV/EBITDA        | 12,1  | 11,5  | 10,7  |
| EV/EBIT (oik.)   | 12,5  | 11,9  | 11,1  |
| Osinko/tulos (%) | 100 % | 103 % | 104 % |
| Osinkotuotto-%   | 5,9 % | 6,5 % | 7,0 % |

Lähde: Inderes

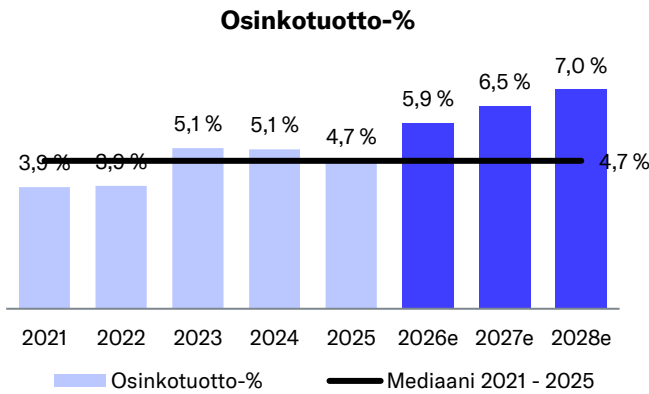
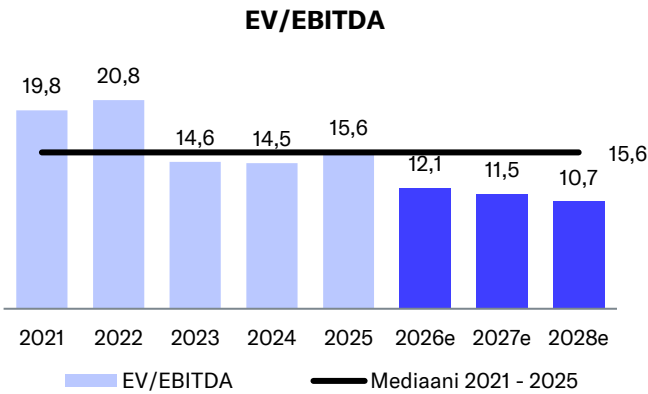
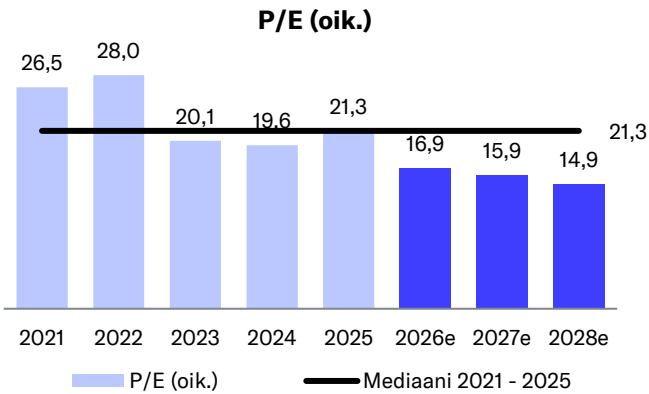




# Arvostustaulukko

| Arvostustaso     | 2021    | 2022    | 2023    | 2024   | 2025    | 2026e   | 2027e   | 2028e   | 2029e   |
|------------------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Osakekurssi      | 25,8    | 25,5    | 15,6    | 13,0   | 11,0    | 10,9    | 10,9    | 10,9    | 10,9    |
| Markkina-arvo    | 1021    | 1021    | 635     | 536    | 460     | 457     | 460     | 463     | 467     |
| Yritysarvo (EV)  | 964     | 978     | 601     | 519    | 445     | 428     | 423     | 425     | 423     |
| P/E (oik.)       | 26,5    | 28,0    | 20,1    | 19,6   | 21,3    | 16,9    | 15,9    | 14,9    | 12,6    |
| P/E              | 26,5    | 28,0    | 20,1    | 19,6   | 21,3    | 16,9    | 15,9    | 14,9    | 12,6    |
| P/B              | 12,8    | 12,5    | 8,4     | 7,3    | 6,7     | 6,1     | 6,0     | 6,0     | 5,7     |
| P/S              | 12,9    | 13,1    | 9,0     | 8,2    | 7,9     | 6,6     | 6,4     | 6,0     | 5,4     |
| EV/Liikevaihto   | 12,2    | 12,6    | 8,5     | 7,9    | 7,7     | 6,1     | 5,8     | 5,5     | 4,9     |
| EV/EBITDA        | 19,8    | 20,8    | 14,6    | 14,5   | 15,6    | 12,1    | 11,5    | 10,7    | 9,0     |
| EV/EBIT (oik.)   | 20,2    | 21,4    | 15,1    | 15,0   | 16,2    | 12,5    | 11,9    | 11,1    | 9,3     |
| Osinko/tulos (%) | 104,1 % | 110,5 % | 103,2 % | 99,7 % | 100,7 % | 100,0 % | 102,9 % | 104,1 % | 100,0 % |
| Osinkotuotto-%   | 3,9 %   | 3,9 %   | 5,1 %   | 5,1 %  | 4,7 %   | 5,9 %   | 6,5 %   | 7,0 %   | 7,9 %   |

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

| Verrokkiryhmän arvostus<br>Yhtiö | Markkina-arvo<br>MEUR | Yritysarvo<br>MEUR | EV/EBIT     |             | EV/EBITDA   |             | EV/Liikevaihto |             | P/E         |             | Osinkotuotto-% |              | P/B         |
|----------------------------------|-----------------------|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|-------------|-------------|----------------|--------------|-------------|
|                                  |                       |                    | 2026e       | 2027e       | 2026e       | 2027e       | 2026e          | 2027e       | 2026e       | 2027e       | 2026e          | 2027e        | 2026e       |
| Aktia                            | 916                   |                    |             |             |             |             |                |             | 10,9        | 10,1        | 7,5            | 7,6          | 1,2         |
| Alexandria                       | 128                   | 119                | 9,1         | 8,2         | 7,8         | 7,1         | 2,2            | 2,0         | 13,1        | 12,0        | 7,4            | 8,1          | 3,5         |
| Capman                           | 344                   | 382                | 9,5         | 7,6         | 9,2         | 7,4         | 5,1            | 4,4         | 12,8        | 11,1        | 8,3            | 8,8          | 1,8         |
| Evli                             | 686                   | 656                | 11,6        | 10,7        | 11,0        | 10,2        | 5,1            | 4,8         | 16,9        | 15,3        | 5,1            | 5,5          | 4,0         |
| Taaleri                          | 219                   | 163                | 4,4         | 4,8         | 4,3         | 4,8         | 2,5            | 2,4         | 8,2         | 9,1         | 7,3            | 6,6          | 0,9         |
| Titanium                         | 76                    | 64                 | 11,3        | 14,2        | 10,3        | 12,5        | 3,2            | 3,3         | 16,2        | 19,4        | 6,0            | 5,0          | 5,0         |
| United Bankers                   | 210                   | 189                | 9,6         | 8,1         | 8,7         | 7,4         | 3,1            | 2,7         | 14,3        | 12,0        | 6,3            | 6,6          | 3,0         |
| Mandatum                         | 3502                  |                    |             |             |             |             |                |             | 23,9        | 22,7        | 10,2           | 8,2          | 4,1         |
| <b>eQ (Inderes)</b>              | <b>467</b>            | <b>438</b>         | <b>12,8</b> | <b>12,2</b> | <b>12,4</b> | <b>11,8</b> | <b>6,3</b>     | <b>6,0</b>  | <b>17,3</b> | <b>16,3</b> | <b>5,8</b>     | <b>6,3</b>   | <b>6,3</b>  |
| <b>Keskiarvo</b>                 |                       |                    | <b>9,2</b>  | <b>8,9</b>  | <b>8,5</b>  | <b>8,2</b>  | <b>3,5</b>     | <b>3,3</b>  | <b>14,5</b> | <b>14,0</b> | <b>7,3</b>     | <b>7,0</b>   | <b>2,9</b>  |
| <b>Mediaani</b>                  |                       |                    | <b>9,6</b>  | <b>8,2</b>  | <b>8,9</b>  | <b>7,4</b>  | <b>3,1</b>     | <b>3,0</b>  | <b>13,7</b> | <b>12,0</b> | <b>7,3</b>     | <b>7,1</b>   | <b>3,3</b>  |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b>    |                       |                    | <b>34 %</b> | <b>49 %</b> | <b>38 %</b> | <b>59 %</b> | <b>101 %</b>   | <b>98 %</b> | <b>26 %</b> | <b>36 %</b> | <b>-21 %</b>   | <b>-11 %</b> | <b>93 %</b> |

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Tuloslaskelma

| Tuloslaskelma               | 2024 | Q1'25 | Q2'25 | Q3'25 | Q4'25 | 2025 | Q1'26e | Q2'26e | Q3'26e | Q4'26e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e |
|-----------------------------|------|-------|-------|-------|-------|------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto                 | 65,6 | 14,0  | 13,8  | 15,1  | 15,2  | 58,2 | 15,4   | 15,8   | 16,9   | 21,6   | 69,6  | 72,4  | 76,8  | 86,9  |
| Varainhoito                 | 58,5 | 14,4  | 14,2  | 14,1  | 14,1  | 56,9 | 13,9   | 13,8   | 15,4   | 19,1   | 62,1  | 65,0  | 69,5  | 79,7  |
| Sijoitukset                 | 1,1  | -0,6  | -0,7  | 0,2   | 0,4   | -0,7 | 0,4    | 0,4    | 0,4    | 0,4    | 1,6   | 1,5   | 1,5   | 1,5   |
| Corporate Finance           | 5,3  | 0,1   | 0,3   | 0,6   | 0,8   | 1,7  | 1,0    | 1,5    | 1,0    | 2,0    | 5,5   | 5,4   | 5,4   | 5,4   |
| Konsernihallinto            | 0,8  | 0,2   | 0,0   | 0,1   | 0,0   | 0,3  | 0,1    | 0,1    | 0,1    | 0,1    | 0,4   | 0,4   | 0,4   | 0,4   |
| Käyttökate                  | 35,7 | 6,1   | 6,2   | 7,9   | 8,2   | 28,5 | 6,7    | 6,9    | 9,2    | 12,7   | 35,5  | 36,8  | 39,7  | 47,0  |
| Poistot ja arvonalennukset  | -1,2 | -0,3  | -0,3  | -0,3  | -0,3  | -1,1 | -0,3   | -0,3   | -0,3   | -0,3   | -1,2  | -1,3  | -1,4  | -1,5  |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 34,5 | 5,8   | 6,0   | 7,6   | 8,0   | 27,4 | 6,4    | 6,6    | 8,9    | 12,4   | 34,3  | 35,6  | 38,4  | 45,5  |
| Liikevoitto                 | 34,5 | 5,8   | 6,0   | 7,6   | 8,0   | 27,4 | 6,4    | 6,6    | 8,9    | 12,4   | 34,3  | 35,6  | 38,4  | 45,5  |
| Varainhoito                 | 33,7 | 7,9   | 7,3   | 8,4   | 8,4   | 32,0 | 6,5    | 6,1    | 8,7    | 11,8   | 33,1  | 34,7  | 37,6  | 45,7  |
| Sijoitukset                 | 1,1  | -0,6  | -0,7  | 0,2   | 0,4   | -0,7 | 0,4    | 0,4    | 0,4    | 0,4    | 1,6   | 1,5   | 1,5   | 0,7   |
| Corporate Finance           | 1,5  | -0,8  | -0,1  | -0,4  | -0,1  | -1,4 | 0,2    | 0,5    | 0,3    | 0,8    | 1,9   | 1,7   | 1,7   | 1,7   |
| Konsernihallinto            | -1,8 | -0,6  | -0,6  | -0,5  | -0,7  | -2,5 | -0,7   | -0,5   | -0,5   | -0,6   | -2,3  | -2,4  | -2,5  | -2,6  |
| Nettorahoituskulut          | 0,0  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0  | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Tulos ennen veroja          | 34,5 | 5,8   | 6,0   | 7,6   | 8,0   | 27,4 | 6,4    | 6,6    | 8,9    | 12,4   | 34,3  | 35,6  | 38,4  | 45,5  |
| Verot                       | -7,1 | -1,3  | -1,3  | -1,6  | -1,7  | -5,8 | -1,4   | -1,4   | -1,9   | -2,6   | -7,2  | -6,7  | -7,2  | -8,6  |
| Vähemmistöosuudet           | 0,0  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0  | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Nettotulos                  | 27,4 | 4,6   | 4,7   | 6,0   | 6,3   | 21,6 | 5,1    | 5,2    | 7,0    | 9,8    | 27,1  | 28,9  | 31,1  | 37,0  |
| EPS (oikaistu)              | 0,66 | 0,11  | 0,11  | 0,14  | 0,15  | 0,52 | 0,12   | 0,12   | 0,17   | 0,23   | 0,64  | 0,68  | 0,73  | 0,86  |
| EPS (raportoitu)            | 0,66 | 0,11  | 0,11  | 0,14  | 0,15  | 0,52 | 0,12   | 0,12   | 0,17   | 0,23   | 0,64  | 0,68  | 0,73  | 0,86  |

| Tunnusluvut                   | 2024    | Q1'25   | Q2'25   | Q3'25   | Q4'25  | 2025    | Q1'26e | Q2'26e | Q3'26e | Q4'26e | 2026e  | 2027e  | 2028e  | 2029e  |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihdon kasvu-%          | -7,3 %  | -15,0 % | -21,9 % | -9,5 %  | 3,0 %  | -11,4 % | 9,7 %  | 14,1 % | 11,7 % | 41,7 % | 19,6 % | 4,0 %  | 6,1 %  | 13,2 % |
| Oikaistun liikevoiton kasvu-% | -13,2 % | -33,6 % | -35,7 % | -20,1 % | 15,1 % | -20,7 % | 10,5 % | 9,7 %  | 16,4 % | 56,0 % | 25,2 % | 3,8 %  | 7,8 %  | 18,7 % |
| Käyttökate-%                  | 54,4 %  | 43,6 %  | 45,2 %  | 52,5 %  | 54,0 % | 49,0 %  | 43,9 % | 43,4 % | 54,4 % | 58,9 % | 51,0 % | 50,9 % | 51,7 % | 54,1 % |
| Oikaistu liikevoitto-%        | 52,6 %  | 41,7 %  | 43,2 %  | 50,5 %  | 52,3 % | 47,1 %  | 42,0 % | 41,5 % | 52,6 % | 57,5 % | 49,3 % | 49,1 % | 49,9 % | 52,3 % |
| Nettotulos-%                  | 41,7 %  | 32,6 %  | 34,1 %  | 39,9 %  | 41,3 % | 37,1 %  | 33,1 % | 32,8 % | 41,6 % | 45,5 % | 38,9 % | 39,9 % | 40,6 % | 42,5 % |

Lähde: Inderes

# Tase

| Vastaavaa                      | 2024        | 2025        | 2026e       | 2027e       | 2028e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>49,8</b> | <b>48,6</b> | <b>49,0</b> | <b>49,6</b> | <b>50,3</b> |
| Liikearvo                      | 25,2        | 25,2        | 25,2        | 25,2        | 25,2        |
| Aineettomat hyödykkeet         | 4,0         | 4,0         | 4,2         | 4,6         | 4,9         |
| Käyttöomaisuus                 | 3,6         | 2,7         | 2,9         | 3,2         | 3,5         |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut sijoitukset               | 17,0        | 16,7        | 16,7        | 16,7        | 16,7        |
| Muut pitkäaikaiset varat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Laskennalliset verosaamiset    | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>45,2</b> | <b>38,9</b> | <b>46,4</b> | <b>48,2</b> | <b>50,2</b> |
| Vaihto-omaisuus                | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Myyntisaamiset                 | 28,2        | 23,9        | 17,4        | 10,9        | 11,5        |
| Likvidit varat                 | 17,0        | 15,0        | 29,0        | 37,4        | 38,7        |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>95,1</b> | <b>87,5</b> | <b>95,4</b> | <b>97,9</b> | <b>100</b>  |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa                    | 2024        | 2025        | 2026e       | 2027e       | 2028e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>73,3</b> | <b>69,1</b> | <b>74,4</b> | <b>76,2</b> | <b>77,6</b> |
| Osakepääoma                    | 11,4        | 11,4        | 11,4        | 11,4        | 11,4        |
| Kertyneet voittovarot          | 34,7        | 30,4        | 35,7        | 37,5        | 38,9        |
| Oman pääoman ehtoiset lainat   | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Uudelleenarvostusrahasto       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muu oma pääoma                 | 27,3        | 27,3        | 27,3        | 27,3        | 27,3        |
| Vähemmistöosuus                | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>4,0</b>  | <b>2,9</b>  | <b>2,9</b>  | <b>2,9</b>  | <b>2,9</b>  |
| Laskennalliset verovelat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Varaukset                      | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Korolliset velat               | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 4,0         | 2,9         | 2,9         | 2,9         | 2,9         |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>17,8</b> | <b>15,6</b> | <b>18,1</b> | <b>18,8</b> | <b>20,0</b> |
| Korolliset velat               | 0,0         | 0,1         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 17,8        | 15,5        | 18,1        | 18,8        | 20,0        |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>95,1</b> | <b>87,5</b> | <b>95,4</b> | <b>97,9</b> | <b>100</b>  |



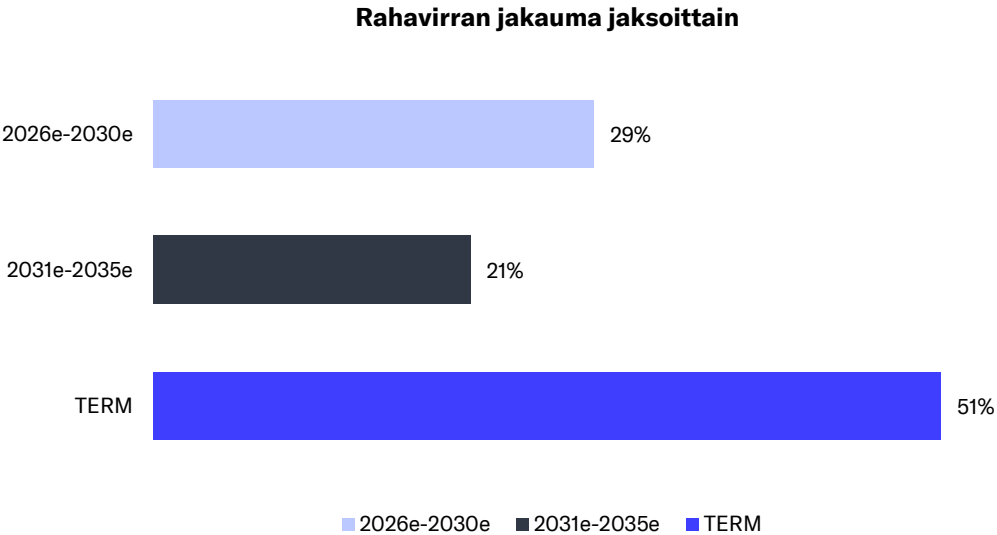
# DCF-laskelma

| DCF-laskelma                            | 2025        | 2026e       | 2027e       | 2028e       | 2029e       | 2030e       | 2031e       | 2032e       | 2033e       | 2034e       | 2035e       | TERM       |
|-----------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| Liikevaihdon kasvu-%                    | -11,4 %     | 19,6 %      | 4,0 %       | 6,1 %       | 13,2 %      | 5,0 %       | 4,5 %       | 3,0 %       | 3,0 %       | 3,0 %       | 2,5 %       | 2,5 %      |
| Liikevoitto-%                           | 47,1 %      | 49,3 %      | 49,1 %      | 49,9 %      | 52,3 %      | 53,0 %      | 51,0 %      | 50,0 %      | 50,0 %      | 48,0 %      | 48,0 %      | 48,0 %     |
| <b>Liikevoitto</b>                      | <b>27,4</b> | <b>34,3</b> | <b>35,6</b> | <b>38,4</b> | <b>45,5</b> | <b>48,4</b> | <b>48,7</b> | <b>49,1</b> | <b>50,6</b> | <b>50,0</b> | <b>51,3</b> |            |
| + Kokonaispoistot                       | 1,1         | 1,2         | 1,3         | 1,4         | 1,5         | 1,6         | 1,7         | 1,8         | 1,9         | 2,0         | 2,1         |            |
| - Maksetut verot                        | -5,8        | -7,2        | -6,7        | -7,2        | -8,6        | -9,1        | -9,1        | -9,2        | -9,5        | -9,4        | -9,5        |            |
| - 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         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |            |
| - Käyttöpääoman muutos                  | 2,1         | 9,1         | 7,3         | 0,5         | 1,1         | 0,5         | 0,5         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         |            |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>         | <b>24,8</b> | <b>37,4</b> | <b>37,4</b> | <b>33,0</b> | <b>39,6</b> | <b>41,4</b> | <b>41,7</b> | <b>42,0</b> | <b>43,3</b> | <b>43,0</b> | <b>44,1</b> |            |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.     | -1,1        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |            |
| - Bruttoinvestoinnit                    | 0,1         | -1,6        | -1,9        | -2,0        | -2,2        | -2,3        | -2,3        | -2,4        | -2,4        | -2,4        | -3,0        |            |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>   | <b>23,8</b> | <b>35,8</b> | <b>35,5</b> | <b>31,0</b> | <b>37,4</b> | <b>39,1</b> | <b>39,4</b> | <b>39,6</b> | <b>40,9</b> | <b>40,6</b> | <b>41,1</b> |            |
| +/- Muut                                | -0,4        | -0,4        | -0,4        | -0,4        | -0,4        | -0,4        | -0,4        | -0,4        | -0,4        | -0,4        | -0,4        |            |
| Vapaa kassavirta                        | 23,4        | 35,4        | 35,1        | 30,6        | 37,0        | 38,7        | 39,0        | 39,2        | 40,5        | 40,2        | 40,7        | 598        |
| <b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>     |             | <b>32,6</b> | <b>29,5</b> | <b>23,5</b> | <b>25,9</b> | <b>24,8</b> | <b>22,8</b> | <b>21,0</b> | <b>19,8</b> | <b>17,9</b> | <b>16,6</b> | <b>244</b> |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta |             | 478         | 446         | 416         | 393         | 367         | 342         | 319         | 298         | 278         | 260         | 244        |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                 |             | <b>478</b>  |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| - Korolliset velat                      |             | -0,1        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| + Rahavarat                             |             | 15,0        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| -Vähemmistöosuus                        |             | 0,0         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| -Osinko/pääomapalautus                  |             | 0,0         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>            |             | <b>493</b>  |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>  |             | <b>11,7</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |            |

### Pääoman kustannus (WACC)

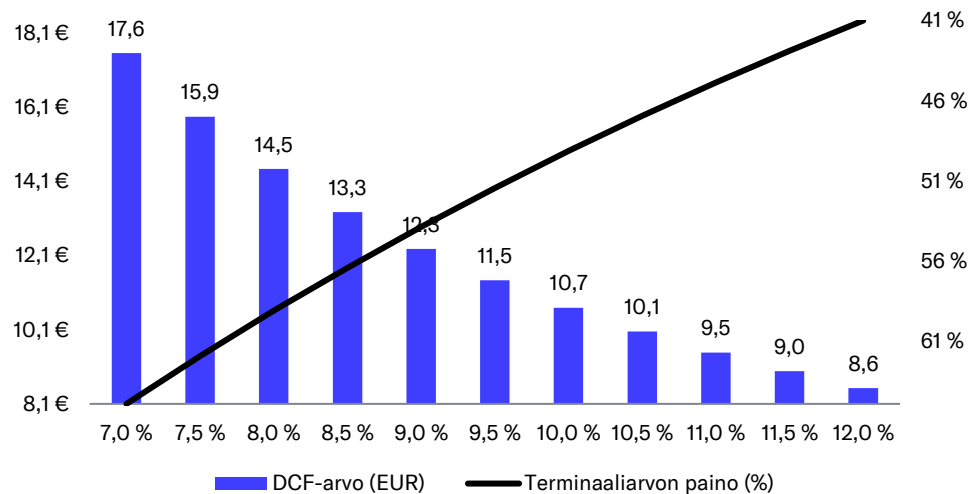
|                                         |              |
|-----------------------------------------|--------------|
| Vero-% (WACC)                           | 18,5 %       |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)     | 0,0 %        |
| Vieraan pääoman kustannus               | 4,0 %        |
| Yrityksen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

Lähde: Inderes

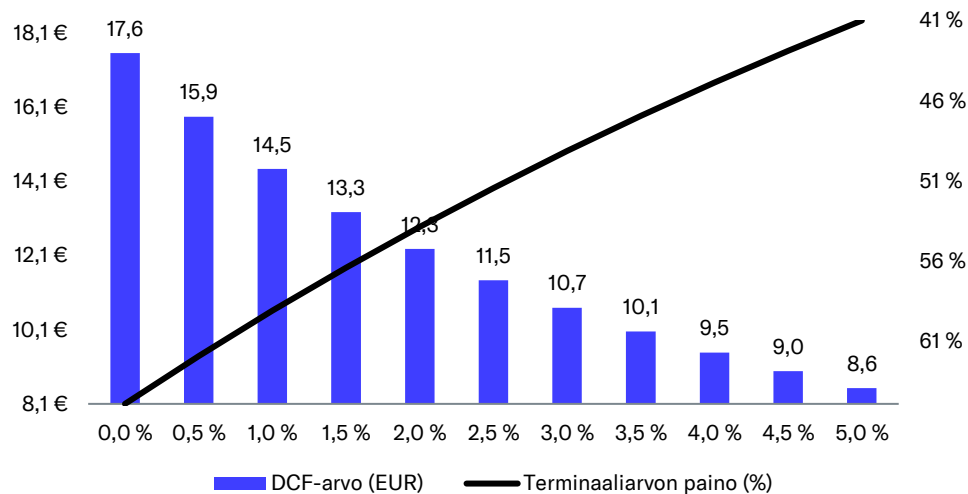


# DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

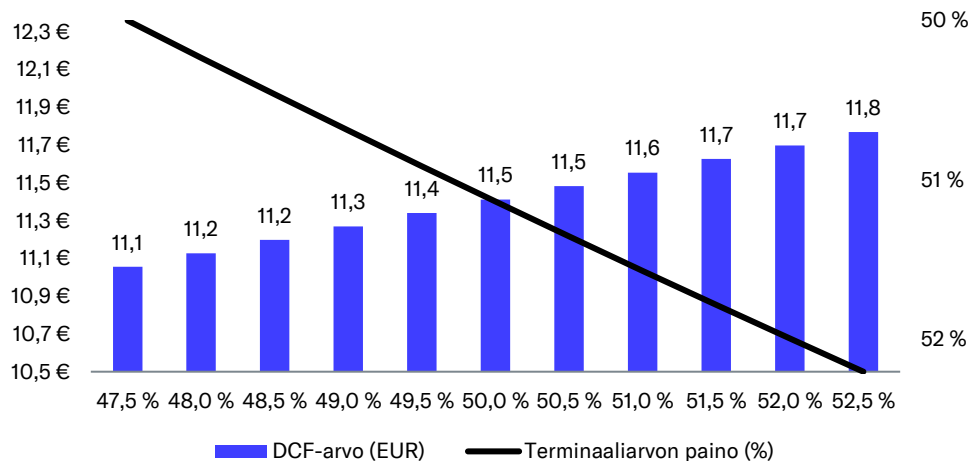
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



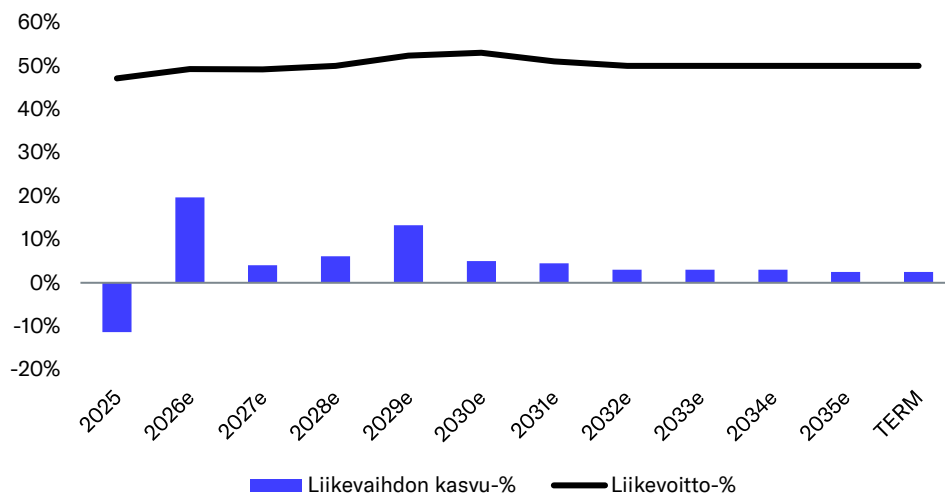
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



# Yhteenveto

| Tuloslaskelma        | 2023 | 2024 | 2025 | 2026e | 2027e |
|----------------------|------|------|------|-------|-------|
| Liikevaihto          | 70,9 | 65,6 | 58,2 | 69,6  | 72,4  |
| Käyttökate           | 41,0 | 35,7 | 28,5 | 35,5  | 36,8  |
| Liikevoitto          | 39,8 | 34,5 | 27,4 | 34,3  | 35,6  |
| Voitto ennen veroja  | 39,8 | 34,5 | 27,4 | 34,3  | 35,6  |
| Nettovoitto          | 31,6 | 27,4 | 21,6 | 27,1  | 28,9  |
| Kertaluontoiset erät | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0   | 0,0   |

| Tase              | 2023  | 2024  | 2025  | 2026e | 2027e |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Taseen loppusumma | 100,3 | 95,1  | 87,5  | 95,4  | 97,9  |
| Oma pääoma        | 75,4  | 73,3  | 69,1  | 74,4  | 76,2  |
| Liikearvo         | 25,2  | 25,2  | 25,2  | 25,2  | 25,2  |
| Nettovelat        | -33,5 | -17,0 | -14,9 | -29,0 | -37,4 |

| Kassavirta                | 2023 | 2024  | 2025 | 2026e | 2027e |
|---------------------------|------|-------|------|-------|-------|
| Käyttökate                | 41,0 | 35,7  | 28,5 | 35,5  | 36,8  |
| Nettokäyttöpääoman muutos | -4,9 | -14,0 | 2,1  | 9,1   | 7,3   |
| Operatiivinen kassavirta  | 27,9 | 14,6  | 24,8 | 37,4  | 37,4  |
| Investoinnit              | 0,3  | -0,5  | 0,1  | -1,6  | -1,9  |
| Vapaa kassavirta          | 27,8 | 12,8  | 23,4 | 35,4  | 35,1  |

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

Lähde: Inderes

| Osakekohtaiset luvut             | 2023 | 2024 | 2025 | 2026e | 2027e |
|----------------------------------|------|------|------|-------|-------|
| EPS (raportoitu)                 | 0,77 | 0,66 | 0,52 | 0,64  | 0,68  |
| EPS (oikaistu)                   | 0,77 | 0,66 | 0,52 | 0,64  | 0,68  |
| Operat. Kassavirta / osake       | 0,69 | 0,35 | 0,59 | 0,89  | 0,88  |
| Operat. Vapaa kassavirta / osake | 0,68 | 0,31 | 0,56 | 0,84  | 0,83  |
| Omapääoma / osake                | 1,85 | 1,77 | 1,65 | 1,77  | 1,80  |
| Osinko / osake                   | 0,80 | 0,66 | 0,52 | 0,64  | 0,70  |

| Kasvu ja kannattavuus    | 2023    | 2024    | 2025    | 2026e   | 2027e   |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Liikevaihdon kasvu-%     | -9 %    | -7 %    | -11 %   | 20 %    | 4 %     |
| Käyttökatteen kasvu-%    | -13 %   | -13 %   | -20 %   | 24 %    | 4 %     |
| Liikevoiton oik. kasvu-% | -13 %   | -13 %   | -21 %   | 25 %    | 4 %     |
| EPS oik. kasvu-%         | -15 %   | -15 %   | -22 %   | 25 %    | 6 %     |
| Käyttökate-%             | 57,9 %  | 54,4 %  | 49,0 %  | 51,0 %  | 50,9 %  |
| Oik. Liikevoitto-%       | 56,1 %  | 52,6 %  | 47,1 %  | 49,3 %  | 49,1 %  |
| Liikevoitto-%            | 56,1 %  | 52,6 %  | 47,1 %  | 49,3 %  | 49,1 %  |
| ROE-%                    | 40,2 %  | 36,8 %  | 30,3 %  | 37,8 %  | 38,4 %  |
| ROI-%                    | 50,6 %  | 46,4 %  | 38,5 %  | 47,8 %  | 47,2 %  |
| Omavaraisuusaste         | 75,2 %  | 77,1 %  | 78,9 %  | 78,0 %  | 77,8 %  |
| Nettovelkaantumisaste    | -44,4 % | -23,2 % | -21,6 % | -38,9 % | -49,1 % |

# 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 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.

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



# 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.**