

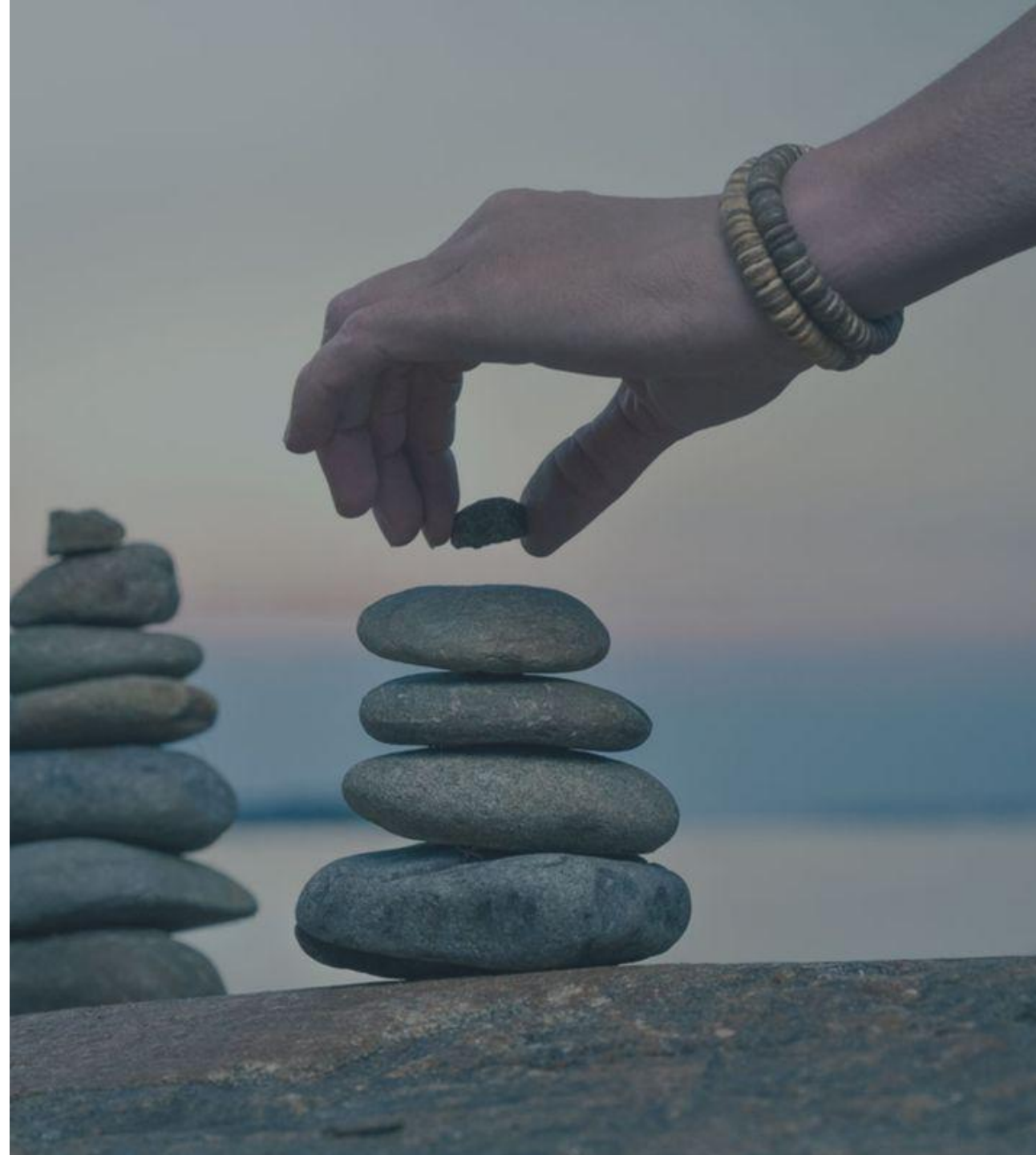
ARVO SIJOITUSOSUUSKUNTA

11.03.2026 09.30 EET



Frans-Mikael Rostedt
+358 44 327 0395
frans-mikael.rostedt@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



HANZA-osakkeiden suuri myyntivoitto nostaa osuuskorkonäkymää

Nostamme tavoitehintamme 89 euroon (aik. 83 €) ja suosituksemme Lisää-tasolle (aik. Vähennä) selvästi vahvistuneen lähivuosien tulos- ja osuuskorkonäkymän myötä. Arvo myi HANZAn kaikki osakkeet, joka oli salkun suurin omistus, ja myynnistä tuloutuu merkittävä 6,8 MEUR:n myyntivoitto selvästi odotuksiamme nopeammin. Osakkeista saatu hinta oli mielestämme hyvä HANZAn erittäin vahvan kurssinousun ja selvästi nousseen arvostustason myötä. Arvo kykenee maksamaan arviomme mukaan HANZA-myyntivoiton avulla keskimäärin 7,2 %:n osuuskorkoa seuraavat kolme vuotta. Noussut osuuskorkonäkymä yhdistettynä matalaan tasepohjaiseen arvostukseen ja hyvään liiketoiminnan trendiin tekee mielestämme tuotto-odotuksesta jälleen houkuttelevan myös lyhyellä aikavälillä. Arvon tasainen profiili, matala arvostus ja hyvin hajautettu salkku korostuvat mielestämme edukseen nykyisessä hyvin heiluvassa markkinassa, jossa arvostustasot keskimäärin ovat nousseet selvästi.

HANZA osakkeista realisoitui 6,8 MEUR:n myyntivoitto

Arvo [myi tiistaina](#) kaikki HANZA-osakkeensa 139,5 MSEK kauppahinnalla. Arvosta tuli ruotsalaisen sopimusvalmistaja HANZAn merkittävä omistaja [maaliskuussa 2025](#), kun sen osakkuusyhtiö Leden Group myytiin yhtiölle. Arvo otti tuolloin noin puolet kauppahinnasta HANZAn osakkeina, joiden kurssikehitys Tukholman pörssissä on ollut siitä lähtien erittäin vahvaa (kurssi lähes tuplaantunut). Realisoitunut noin 6,8 MEUR:n myyntivoitto on Arvon kokoluokassa erittäin suuri, sillä esimerkiksi koko tilikauden 2025 konsernin nettotulos oli 5,6 MEUR, joka oli niin ikään hyvä Leden-myyntivoiton ansiosta. Olimme arvioineet HANZA-osakkeiden myyntirajoitusten raukeavan asteittain ja Arvon keventävän omistustaan tasaisesti, mutta nyt nähty irtaantuminen tapahtui selvästi odotuksiamme nopeammin. Mielestämme Arvon saama hinta HANZAn osakkeista on hyvä. HANZA arvostetaan 12kk eteenpäin katsovalla tuloksella noin oik. EV/EBIT 14,5x tasolle, joka on suhteessa historiaan ja sopimusvalmistajaverrokkeihin korkea taso. Myös odotukset yhtiön tulevasta kannattavuudesta ovat nousseet selvästi, sillä EV/Liikevaihto (seuraavat 12kk) on yhtiön

historian korkeimmalla tasolla 1,12x. Keskimäärin taso on ollut 0,70x 2020-luvulla.

Osiensumma laskelmamme nousi 2 % ja osuuskorkoennusteemme selvästi

HANZAn osakekurssi, joka oli Arvon salkun selvästi suurin omistus, ehti nousta selvästi myös viimeisen H2'25-raportin jälkeen (+15 %). Elcolinen vuosi 2025 oli myös sujunut aiempaa ymmärrystämme paremmin ja nostimme tämän ajamana yhtiön arvon laskelmassamme 3,7 MEUR:oon (aik. 3,0 MEUR). Kokonaisuutena osiensumma laskelmamme nousi 123 euroon/osuus (aik. 121 €). Arvioimme osuuskohtaisen konsernin tuloksen nousevan nyt noin 10,3 euroon vuonna 2026. Tämän ajamana nostimme vuoden 2026 tuloksesta maksettavan osuuskorkoennusteemme 6,00 euroon (aik. 5,30 €). Arvioimme osuuskunnan tasaavan osuuskoron maksua niin, että se pystyy maksamaan myös vuonna 2027 aiempia odotuksiamme suuremman osuuskoron. Odotamme nyt vuodelle 2027 5,50 € osuuskorkoa (aik. 4,22 €).

Vahvistunut osuuskorkonäkymä tarjoaa ajurin tasealennuksen kaventumiselle

Arvo arvostetaan selvällä alennuksella sen omaisuuserien arvoon nähden (-35 % alennus osiensumma-laskelmaamme). Alennus on jälleen kasvanut sitten viime päivityksemme (-32 %) pienen kurssilaskun sekä hyvin kehittyneen sijoitussalkun (HANZA ja Elcoline) ansiosta. Tavoitehintamme vastaa nyt 28 %:n alennusta osiensumma-laskelmaamme, mikä on edelleen suurempi kuin arvioimamme käypä taso (-15-25 %). Arvioimme mukaan Arvo kykenee maksamaan HANZA-myyntivoiton avulla keskimäärin 7,2 %:n osuuskorkoa seuraavat kolme vuotta. Tämä vahvistunut osuuskorkonäkymä yhdistettynä matalaan tasepohjaiseen arvostukseen ja hyvään liiketoiminnan trendiin tekee mielestämme tuotto-odotuksesta houkuttelevan. Arvon tasainen profiili, matala arvostus ja hyvin hajautettu salkku korostuvat mielestämme edukseen nykyisessä hyvin heiluvassa markkinassa, jossa arvostustasot keskimäärin ovat nousseet selvästi.

Suositus

Lisää

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

89,00 EUR

(aik. 83,00 EUR)

Osakekurssi:

80,31 EUR

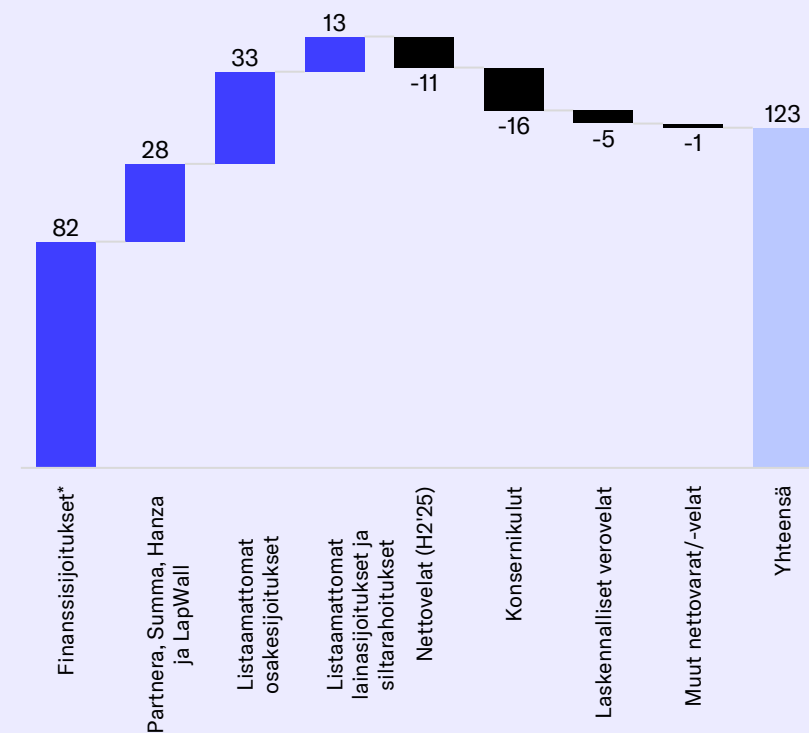
Liiketoimintariski



Arvostusriski



Osiensumma euroa per osuus ilman sijoitusyhtiöalennusta

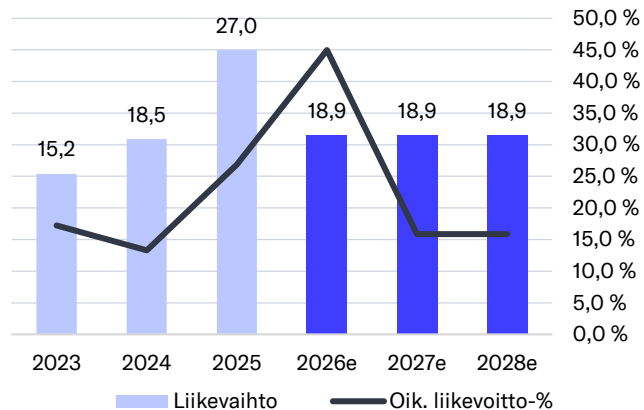


Osakekurssi



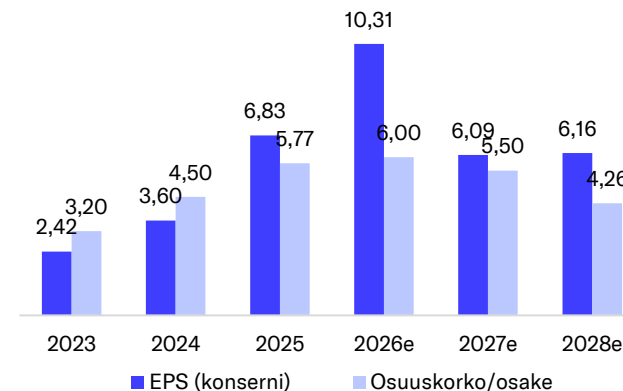
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Osuuden hyväksyttävän arvostuksen nousu (mm. track-recordin kertyessä)
- Uusien sijoitusmahdollisuuksien hyödyntäminen
- Sijoituskohteiden hyvä operatiivinen kehitys (ts. oman pääoman tuoton nousu ja piiloarvon kertyminen taseeseen)
- Pääoman palauttaminen sijoittajille osuuskoron kautta
- Yhteistyö muiden sijoittajien kanssa
- Vahvistunut osuuskorkonäkymä

Riskitekijät

- Epäonnistumiset uusissa tai nykyisissä sijoituskohteissa
- Suomen talous (merkittävä osa sijoituksista ovat kotimarkkinavetoisia pk-yrityksiä)
- Pidemmän ajan track-recordin puute suuremmista listaamattomista sijoituskohteista irtaantumisista
- Pääomamarkkinoiden kehitys
- Riskit listaamattomien omistusten omistusaikojen venymisestä

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osuuskurssi	80,3	80,3	80,3
Osuuksien määrä, milj. kpl	0,81	0,81	0,81
Markkina-arvo	65	65	65
Yritysarvo (EV)	60	60	60
P/B	0,64	0,64	0,64
Osuuskorko / tulos (%)	58,2 %	90,3 %	69,2 %
Osuuskorkotuotto-%	7,5 %	6,8 %	5,3 %

Lähde: Inderes

Elcoline – Merkittävä kannattavuusparannus

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Elcoline Group on teollisuuden kunnossapito- ja projektipalveluihin erikoistunut konserni, joka palvelee energia-, metalli- ja prosessiteollisuuden asiakkaita Suomessa ja Ruotsissa. Elcoline konsernin yhtiöt tuottavat sähköasennuksia, automaatioasennuksia, LVI-asennuksia, mekaanisia asennuksia, putkistoasennuksia, -hitsauksia ja höyrykattiloiden paineosien valmistusta sekä suunnittelu- ja kunnossapitopalveluita sekä kansainvälisesti asennus- ja projektipalveluita.

Sijoitustarinan kehitys

Arvo sijoitti Elcolineen 3,0 MEUR vuonna 2023 yhtiön rahoituskierroksella, jossa se keräsi 20 MEUR. Kierrosta johti EAB Private Equity ja mukana olivat myös Elo sekä Tesi. Yhtiö on kasvanut erittäin vahvasti erityisesti yritysostojen vetämänä, mutta kannattavuus heikkeni selvästi vuonna 2024. Loppuvuonna 2024 yhtiö teki merkittävän yritysoston, kun se osti Fortumilta sen turbiini- ja generaattoripalvelut (liikevaihto 32 MEUR). Vuonna 2025 liikevaihto kasvoi Ruotsin teollisuuden palveluissa, mutta Suomessa kehitys oli hieman vaisumpaa. Arvo kommentoi yhtiön käyttökattteen nousseen selvästi, mikä

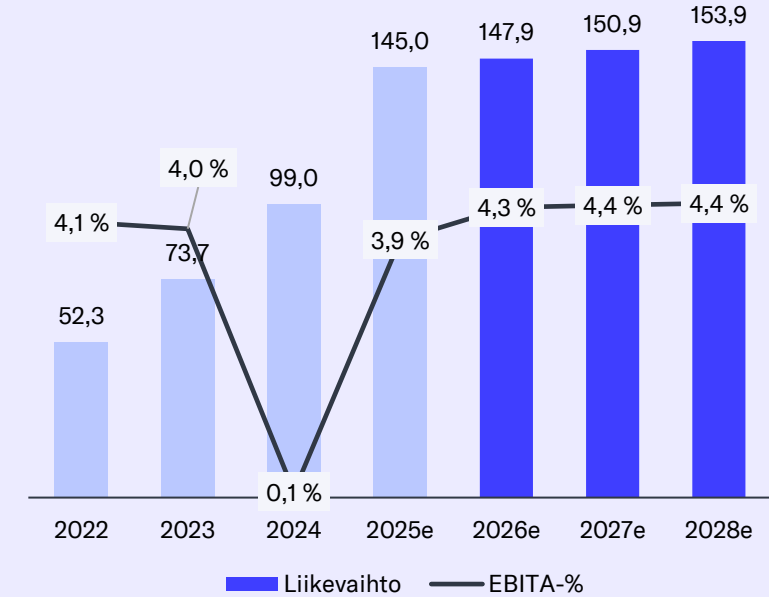
on positiivista heikon vuoden 2024 jälkeen.

Elcoline on mielestämme potentiaalinen listautuja jo lyhyellä aikavälillä, kunhan kannattavuuskäänte on kestävä.

Arvonmääritys ja ennustemuutokset

Arvonmäärityksemme perustuu 2026e EV/EBITA 8,4x kertoimeen. Vahvan kasvun ja edelleen matalan liikevaihtopohjaisen arvostuksen myötä näemme yhtiössä yhä selvää arvonluontipotentiaalia nykyarvoomme nähden. Arvo on nyt korkeampi kuin Arvon H2'25-raportin tasearvo (3,0 MEUR).

Avainluvut ja ennusteet



Arvio tuloskasvunopeudesta



Arvoajurit

- Orgaaninen kasvu Suomessa ja Pohjoismaissa
- Paluu kannattavuudessa historiallisille tasoille
- Arvoa luovat yritysjärjestelyt
- Investointiaktiiviteetin pirstyminen

Arvonluontipotentiaali



Riskitekijät

- Projektikannattavuus
- Suomen heikon taloustilanteen pitkittyminen
- Yritysjärjestelyjen integroinnissa epäonnistuminen ja voimakkaasta kasvusta aiheutuvat kasvukivut

Riskiprofiili



Arvostus

- Elcolinen vuosi 2025 oli sujunut vielä odotuksiamme paremmin ja nostimme tämän ajamana yhtiön arvon laskelmissamme 3,7 MEUR:oon (aik. 3,0 MEUR).
- Yhtiölle melko hyvät verrokkit Viafin Service ja Enersense arvostetaan Helsingin pörssissä vuosille 2025-26 oik. EV/EBIT 10x-8x -tasoilla ja niiden suuremmat verrokkit keskimäärin 10-11x tasoilla. 3,0 MEUR:n käyvällä arvolla. Elcoline arvostetaan arviomme mukaan vuodelle 2025 EV/EBITA 9,6x ja vuodelle 2026 EV/EBITA 8,4x tasoilla, mitkä ovat mielestämme jo houkuttelevia tasoja.

Sijoitusvuosi

2023
MEUR

Inderes käypä arvo

3,7
MEUR

EV/EBIT 2026e

8,4x
2026e

Arvon omistusosuus

7,3 %
(Inderes)

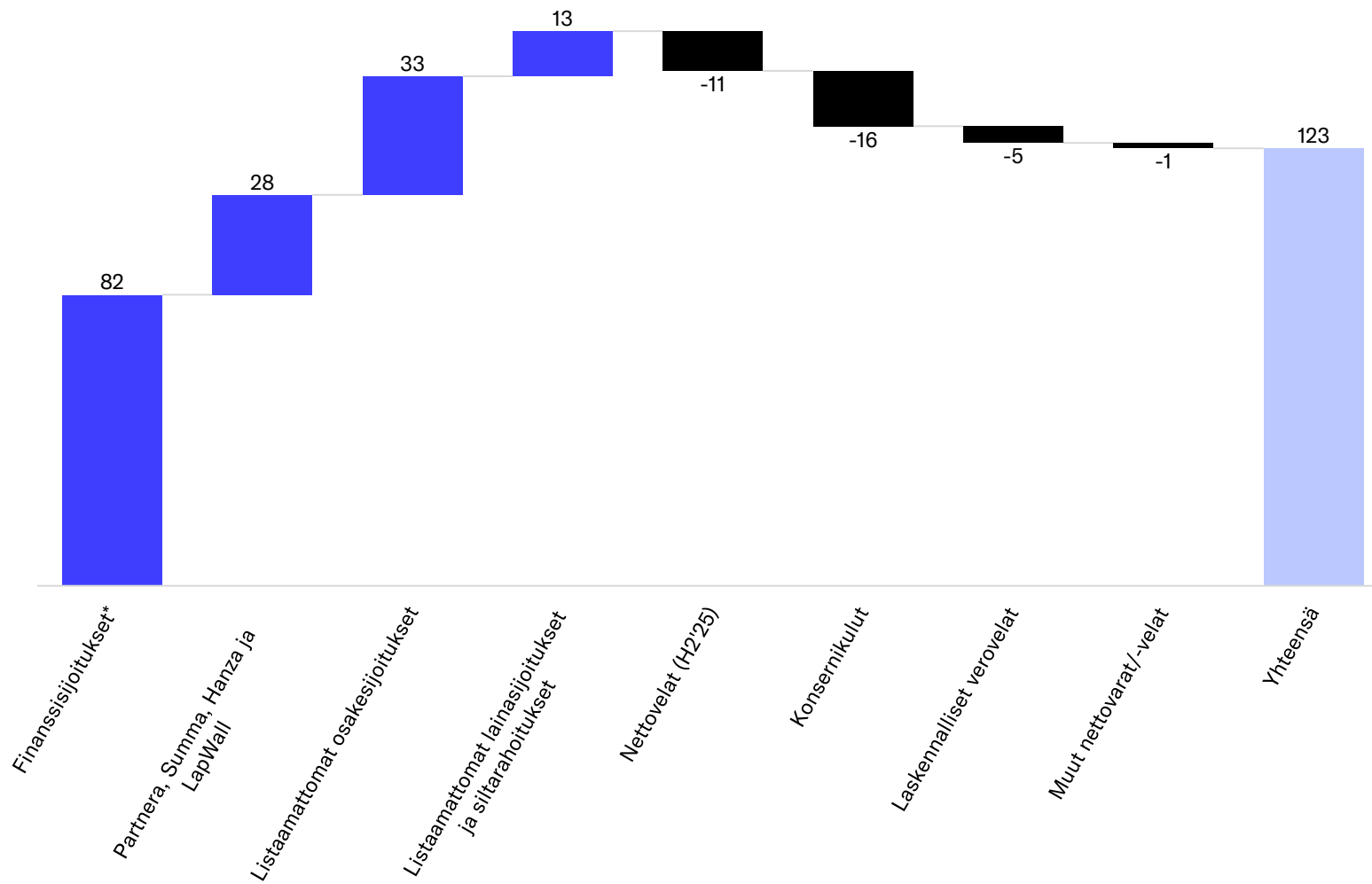
Omistuksen hankintahinta

3,0
MEUR (Inderes)

Osuus listaamattomista

14 %
Osakesijoituksista (Inderes)

Osien summa laskelma



Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osuuskurssi	80,3	80,3	80,3
Osuuksien määrä, milj. kpl	0,81	0,81	0,81
Markkina-arvo	65	65	65
Yritysarvo (EV)	60	60	60
P/B	0,64	0,64	0,64
Osuuskorko / tulos (%)	58,2 %	90,3 %	69,2 %
Osuuskorkotuotto-%	7,5 %	6,8 %	5,3 %

Lähde: Inderes

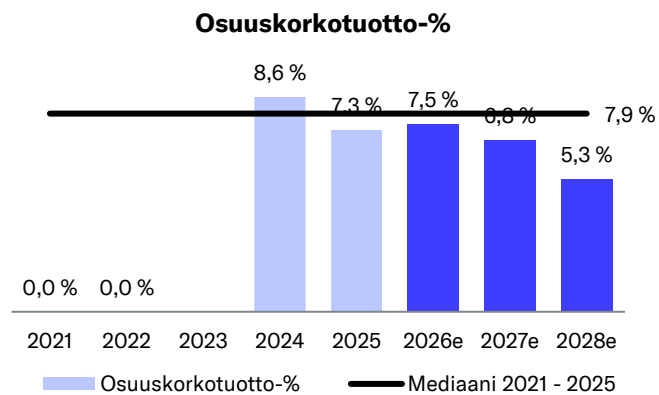
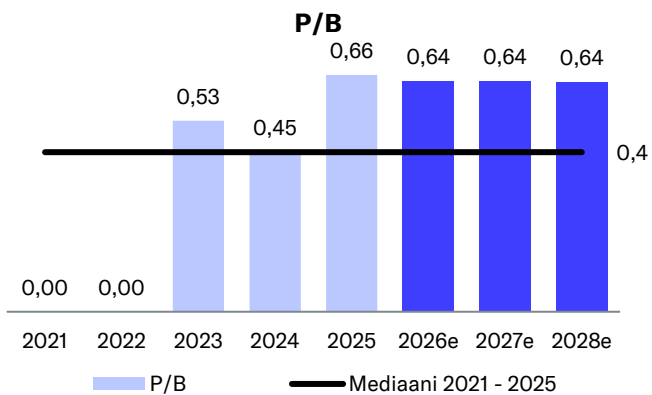
Arvo Sijoitusosuuskunta H2'25: Vahva vuosi monilla mittareilla



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osuuskurssi	52,5	79,5	80,3	80,3	80,3	80,3
Osuuksien määrä, milj. kpl	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
Markkina-arvo	43	65	65	65	65	65
Yritysarvo (EV)	47	74	60	60	60	58
P/B	0,45	0,66	0,64	0,64	0,64	0,63
Osuuskorko / tulos (%)	124,9 %	84,5 %	58,2 %	90,3 %	69,2 %	69,1 %
Osuuskorkotuotto-%	8,6 %	7,3 %	7,5 %	6,8 %	5,3 %	5,4 %

Lähde: Inderes



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	H1'25	H2'25	2025	H1'26e	H2'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	18,5	17,5	9,5	27,0	9,5	9,5	18,9	18,9	18,9	18,9
Käyttökate	2,5	2,5	4,8	7,3	7,0	1,5	8,5	3,0	3,0	3,0
Poistot ja arvonalennukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,5	2,5	4,7	7,2	7,0	1,5	8,5	3,0	3,0	3,0
Liikevoitto	2,5	2,5	4,7	7,2	7,0	1,5	8,5	3,0	3,0	3,0
Nettorahoituskulut	0,7	1,9	-2,5	-0,6	1,0	1,0	2,0	3,1	3,1	3,2
Tulos ennen veroja	3,2	4,4	2,2	6,6	8,0	2,5	10,5	6,1	6,1	6,2
Verot	-0,2	-1,9	0,8	-1,1	-1,6	-0,5	-2,1	-1,1	-1,1	-1,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	2,9	2,5	3,0	5,6	6,4	2,0	8,4	5,0	5,0	5,1
EPS (oikaistu)	3,60	3,12	3,71	6,83	7,85	2,45	10,31	6,09	6,16	6,23
EPS (raportoitu)	3,60	3,12	3,71	6,83	7,85	2,45	10,31	6,09	6,16	6,23

Tunnusluvut	2024	H1'25	H2'25	2025	H1'26e	H2'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	21,7 %	269,6 %	-31,5 %	45,4 %	-46,0 %	-0,1 %	-29,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-6,1 %	139,3 %	234,1 %	193,9 %	179,7 %	-68,4 %	17,3 %	-64,7 %	0,0 %	0,0 %
Käyttökate-%	13,5 %	14,4 %	50,4 %	27,0 %	74,3 %	16,1 %	45,2 %	15,9 %	15,9 %	15,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	13,3 %	14,3 %	50,2 %	26,9 %	74,1 %	15,9 %	45,0 %	15,9 %	15,9 %	15,9 %
Nettotulos-%	15,8 %	14,5 %	32,0 %	20,6 %	67,7 %	21,2 %	44,4 %	26,2 %	26,6 %	26,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	34,2	31,6	31,6	31,6	31,6
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	34,1	31,6	31,6	31,6	31,6
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	72,7	79,6	83,0	83,1	83,6
Vaihto-omaisuus	59,2	72,9	54,4	54,4	54,4
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	8,1	4,2	11,3	11,3	11,3
Likvidit varat	5,4	2,5	17,3	17,3	17,9
Taseen loppusumma	107	111	115	115	115

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	96,0	97,9	102	102	102
Osakepääoma	9,8	9,8	9,8	9,8	9,8
Kertyneet voittovarat	64,6	66,5	70,2	70,3	70,9
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	21,6	21,6	21,6	21,6	21,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	10,0	11,6	12,1	12,1	12,1
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	10,0	11,6	12,1	12,1	12,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	0,8	1,7	0,9	0,9	0,9
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,8	1,7	0,9	0,9	0,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	107	111	115	115	115

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e	Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	15,2	18,5	27,0	18,9	18,9	EPS (raportoitu)	1,75	3,60	6,83	10,31	6,09
Käyttökate	2,1	2,5	7,3	8,5	3,0	EPS (oikaistu)	2,42	3,60	6,83	10,31	6,09
Liikevoitto	2,1	2,5	7,2	8,5	3,0	Operat. Kassavirta / osake	6,77	6,80	-3,51	21,33	3,02
Voitto ennen veroja	1,8	3,2	6,6	10,5	6,1	Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,88	6,95	-0,46	21,32	3,01
Nettovoitto	1,4	2,9	5,6	8,4	5,0	Omapääoma / osake	117,39	117,82	120,19	124,68	124,77
Kertaluontoiset erät	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	3,20	4,50	5,77	6,00	5,50
Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e	Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	108,5	106,8	111,2	114,6	114,7	Liikevaihdon kasvu-%	7 %	22 %	45 %	-30 %	0 %
Oma pääoma	95,7	96,0	97,9	101,6	101,7	Käyttökatteen kasvu-%	-179 %	18 %	190 %	17 %	-65 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-198 %	-6 %	194 %	17 %	-65 %
Nettovelat	8,3	4,6	9,1	-5,2	-5,2	EPS oik. kasvu-%	-28 %	49 %	90 %	51 %	-41 %
Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e	Käyttökate-%	13,9 %	13,5 %	27,0 %	45,2 %	15,9 %
Käyttökate	2,1	2,5	7,3	8,5	3,0	Oik. Liikevoitto-%	17,2 %	13,3 %	26,9 %	45,0 %	15,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	3,8	3,2	-9,0	10,5	0,0	Liikevoitto-%	13,6 %	13,3 %	26,9 %	45,0 %	15,9 %
Operatiivinen kassavirta	5,5	5,5	-2,9	17,4	2,5	ROE-%	1,5 %	3,1 %	5,7 %	8,4 %	4,9 %
Investoinnit	-6,2	0,1	2,5	0,0	0,0	ROI-%	3,4 %	3,6 %	11,4 %	10,8 %	5,7 %
Vapaa kassavirta	-0,7	5,7	-0,4	17,4	2,5	Omavaraisuusaste	88,2 %	89,9 %	88,0 %	88,6 %	88,6 %
						Nettovelkaantumisaste	8,6 %	4,7 %	9,3 %	-5,1 %	-5,1 %
Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e						
EV/Liikevaihto	3,9	2,6	2,7	3,2	3,2						
EV/EBITDA	28,0	18,9	10,1	7,1	20,1						
EV/EBIT (oik.)	22,6	19,2	10,2	7,1	20,1						
P/E (oik.)	25,8	14,6	11,6	7,8	13,2						
P/B	0,5	0,4	0,7	0,64	0,64						
Osinkotuotto-%	5,1 %	8,6 %	7,3 %	7,5 %	6,8 %						

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämissä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämissä 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 laatineilla analyytikoilla 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 laatinen analyytikon 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	Osuuskurssi
21/06/2023	Lisää	86,0 €	79,0 €
30/08/2023	Osta	86,0 €	57,2 €
22/02/2024	Lisää	62,0 €	54,6 €
20/06/2024	Osta	62,0 €	50,0 €
28/08/2024	Osta	62,0 €	51,1 €
13/12/2024	Lisää	62,0 €	55,5 €
<i>Analyyttikko vaihtuu</i>			
20/02/2025	Lisää	66,0 €	60,2 €
25/08/2025	Lisää	69,0 €	64,0 €
21/11/2025	Lisää	79,0 €	75,3 €
19/02/2026	Vähennä	83,0 €	82,0 €
11/03/2026	Lisää	89,0 €	80,3 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

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

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

**inde
res.**