

TAALERI

12.02.2025 21.00 EET



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Osake pysyy tiukasti alennuskorissa

Toistamme Taalerin 9,0 euron tavoitehinnan ja lisää-suosituksen. Q4-raportti oli odotuksiamme parempi, mutta ennustemuutokset ovat jääneet rajallisiksi. Taalerin lähivuosien painopiste on Pääomarahastojen ylösajossa sekä oman taseen bioteollisuusinvestoinneissa. Osakkeen arvostus on selvästi alle osien summa-laskelmamme ja myös absoluuttisesti osake on edullinen. Emme kuitenkaan näe selkeitä ajureita arvon purkautumiselle lyhyellä aikavälillä bioteollisuusinvestointien ollessa keskeinen arvoajuri lähivuosille, ja tämän johdosta myös oma tavoitehintamme on alle osien summan mukaisen arvon.

Hyvä Q4-tulos

Taalerin Q4-liikevoitto oli 9,4 MEUR ja se ylitti kirkkaasti 3,3 MEUR:n ennusteemme. Ylityksen taustalla on Uusiutuvan energian kirjaama noin 6 MEUR:n lisätuotto vanhaan kehityshankkeeseen liittyen. 0,50 euron osinkoehdotus on linjassa meidän 0,49 euron ennusteemme kanssa ja se jaetaan kahdessa yhtä suuressa osassa.

Pääomarahastojen osalta kvartaalin kehitys oli kaksijakoista. Uusiutuvassa Energiassa SolarWind3-rahasto jatkoi kasvuaan ja kehityshankkeen kertatuotto oli jälleen muistutus tiimin kyvystä luoda arvoa. Muiden pääomarahastojen osalta raportti oli jälleen vaisua luettavaa. Liikevaihto ei kasvanut ja tulos oli odotetusti tappiollinen. Numeroita rumensi 1,7 MEUR:n alaskirjaus. Garantia jatkoi vahvaa suorittamistaan ja vakuutuspalvelutulos oli täysin odotuksiamme mukainen (3,3 MEUR). Takauskanta tuli odotetusti alas noin 4 %, kun kysyntä asuntolainatakauksille säilyi vaisuna. Sijoitustuotot olivat odotuksiamme paremmat ja tämän myötä Garantian tulos (4,8 MEUR) ylitti odotuksemme.

Bioteollisuusinvestoinnit paljon vartijana

Taalerin näkymät vuodelle 2025 eivät sisältäneet yllätyksiä. Suurin kiinnostus kohdistuu luonnollisesti SolarWind3-rahaston

varainkeruun onnistumiseen (päätyy 6/25), vanhempien tuulirahastojen irtaantumisiin sekä oman taseen bioteollisuusinvestointeihin.

Lähivuosina Taalerin operatiivisten liiketoimintojen vakaa kehitys saa ennusteissamme tukea ei-jatkuvista tuotoista (myyntivoitot ja sijoitukset). Pääomarahastojen kannattavuuden odotamme parantuvan hiljalleen hallinnoitavan varallisuuden kasvun mukana, mutta kertatuottojen ajoittuminen ja määrä heiluttavat jonkin verran vuositason tuloslukuja. Garantian odotamme palaavan vakaaseen kasvuun asuntomarkkinan hiljalleen piristytessä. Bioteollisuusinvestoinnit ovat merkittävä muuttuja yhtiön sijoitustarinassa, mutta näiden aikataulu on edelleen kysymysmerkki. Kokonaisuutena odotamme Taalerilta lähivuosilta vakaata tuloskehitystä liikevoiton ollessa 30-40 MEUR:n välillä (tulos heiluu ei-jatkuvien tuottojen mukana). Osinkovirta on kohtuullinen pääoman allokoinnin pääpainon ollessa omilla tasesijoituksissa.

Arvoa on, mutta reitti purkautumiseen on epäselvä

Keskitymme analyysissämme etenkin osien summaan, sillä se huomioi parhaiten Taalerin osissa olevan arvon ja liiketoimintojen erilaiset profiilit. Konservatiivisen osien summa-laskelmamme mukainen arvo on noin 10 euroa osakkeelta, mikä on selvästi yli nykyisen kurssitason. Valtaosa arvosta muodostuu edelleen vakuutusyhtiö Garantiasta, ja loppuosa on käytännössä jakautunut energiarahastoliiketoiminnan sekä tasesijoitusten välille. Myös absoluuttisesti osake on edullinen (P/E 10x, EV/EBIT 6x). Myös rohkeampi näkemys olisi perusteltavissa, mutta tuotto-odotuksen näkökulmasta näemme haasteena aikajänteen, sillä arvon purkautuminen bioteollisuusinvestointien kautta tulee viemään vuosia. Kuitenkin myös hieman pidemmällä horisontilla purkautuva arvo muodostaa houkuttelevan vuotuisen tuotto-odotuksen. Tätä odotellessa terveellä tasolla oleva osinkotuotto (6-7 %) tarjoaa vakaata maata sijoittajan jalkojen alle.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

9,00 EUR

(aik. 9,00 EUR)

Osakekurssi:

7,97

Liiketoimintariski



Arvostusriski



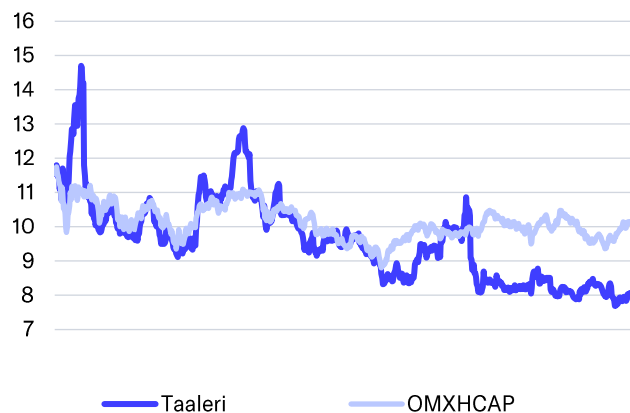
	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	71,7	63,3	65,4	72,1
kasvu-%	9 %	-12 %	3 %	10 %
EBIT oik.	38,1	31,7	32,3	36,7
EBIT-% oik.	53,2 %	50,1 %	49,4 %	50,9 %
Nettotulos	28,1	21,4	24,1	27,4
EPS (oik.)	1,00	0,75	0,84	0,95
P/E (oik.)	8,1	10,6	9,4	8,4
P/B	1,1	1,0	1,0	0,9
Osinkotuotto-%	6,2 %	5,7 %	6,4 %	7,3 %
EV/EBIT (oik.)	5,9	6,4	6,6	6,1
EV/EBITDA	5,8	6,2	6,6	6,0
EV/Liikevaihto	3,2	3,2	3,3	3,1

Lähde: Inderes

Ohjeistus

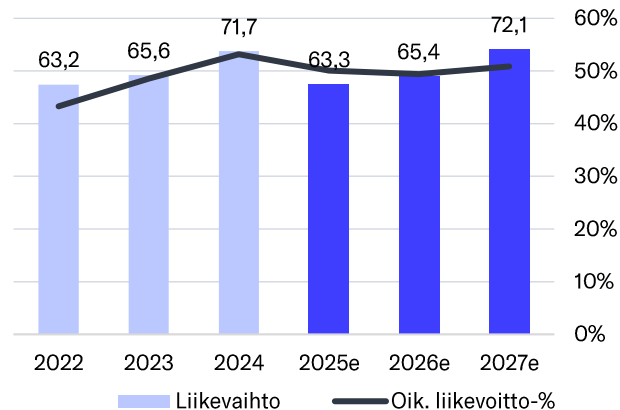
Ei ohjeistusta.

Osakekurssi 3v



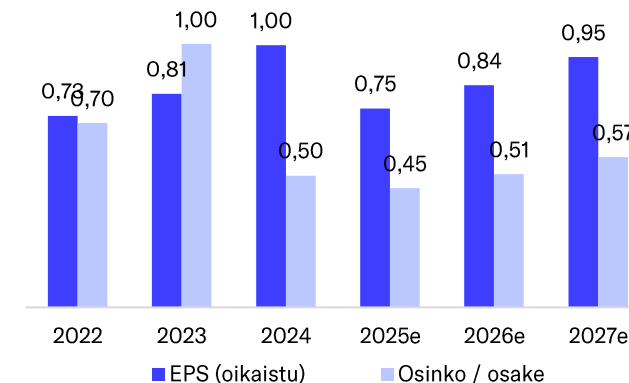
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Energian skaalautuminen
- Muiden Pääomarahastojen ylösajo
- Garantian kannattava kasvu
- Taseen bioteollisuussijoitukset
- Yritysjärjestelyt
- Rahastojen tuottopalkkiot

Riskitekijät

- Rahastojen sijoitustoiminnassa onnistuminen
- Bioteollisuussijoitusten onnistuminen
- Muiden pääomarahastojen ylösajon onnistuminen
- Kulujen skaalautuvuus ja kulutehokkuuden parantuminen
- Garantian takausriskit

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	7,97	7,97	7,97
Osakemäärä, milj. kpl	28,4	28,6	28,8
Markkina-arvo	226	226	226
Yritysarvo (EV)	202	214	223
P/E (oik.)	10,6	9,4	8,4
P/E	10,6	9,4	8,4
P/B	1,0	1,0	0,9
P/S	3,6	3,5	3,1
EV/Liikevaihto	3,2	3,3	3,1
EV/EBITDA	6,2	6,6	6,0
EV/EBIT (oik.)	6,4	6,6	6,1
Osinko/tulos (%)	60,0 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	5,7 %	6,4 %	7,3 %

Lähde: Inderes

Vahva Q4-tulos kertatuottojen siivittämänä

Taalerin Q4-liikevoitto oli 9,4 MEUR ja se ylitti kirkkaasti 3,3 MEUR:n ennusteamme. Ylityksen taustalla on Uusiutuvan energian kirjaama noin 6 MEUR:n lisätuotto liittyen 2018-2021 Teksasissa tehtyyn kehitystoimintaan. Operatiiviset numerot olivat hyvin linjassa ennusteidemme kanssa.

0,50 euron osinkoehdotus on linjassa meidän 0,49 euron ennusteamme kanssa ja se jaetaan kahdessa yhtä suuressa osassa. Reippaasti odotuksia paremman Q4-tuloksen seurauksena osingonjakosuhte on 50 % ja yhtiön tavoitteen alarajalla (vähintään 50 %). Mielestämme Taaleri lähettääkin osinkopäätöksellä selvän viestin siitä, että jatkossa pääoman allokoinnissa fokus on sijoituksissa.

Segmenttien operatiivinen kehitys hyvin linjassa ennusteisiin

Pääomarahastojen osalta kvartaalin kehitys oli

kaksijakoista. Uusiutuvassa Energiassa SolarWind3-rahasto kasvoi 481 MEUR:oon ja tulos oli todella hyvä ison kertatuoton siivittämänä. Yhtiö totesi raportissaan, että rahaston 700 MEUR:n tavoite koko on haastava saavuttaa. Tämä ei ollut yllätys hankala varainkeruumarkkina huomioiden ja omissa ennusteissamme olimme arvioineet rahaston lopullisen koon olevan 600 MEUR. Muiden pääomarahastojen osalta raportti oli jälleen vaisua luettavaa. Liikevaihto ei kasvanut ja tulos oli odotetusti tappiollinen. Numeroita rumensi 1,7 MEUR:n alaskirjaus sijoituksista. Kevalta tammikuussa saatu mandaatti on tärkeä strateginen päänavaus kiinteistöliiketoiminnalle.

Garantia jatkoi vahvaa suorittamistaan ja vakuutuspalvelutulos oli täysin odotuksiemme mukainen (3,3 MEUR). Takauskanta tuli odotetusti alas noin 4 %, kun kysyntä asuntolainatakauksille säilyi vaisuna. Sijoitustuotot

olivat odotuksiamme paremmat ja tämän seurauksena Garantian tulos (4,8 MEUR) ylitti hieman odotuksemme.

Näkymät linjassa ennusteisiin

Taaleri avasi näkymiään edellisvuoden tapaan hyvin selkeästi segmenttitasolla. Näkymät ovat erittäin hyvin linjassa omien ennusteidemme kanssa. Uusiutuvan Energian osalta kasvun odotetaan jatkuvan ja tulokseen vaikuttavat voimakkaasti Tuuli2- ja Tuuli3-irtaantumiset. Muut pääomarahastot ovat edelleen ylösajomoodissa, mikä rasittaa niiden kannattavuutta. Liikevoitto pysyy tappiolla, mutta paranee vertailukaudesta. Garantian vakuutusmaksutulo laskee hieman johtuen hiljaisesta markkinakysynnästä. Garantian sijoitussalkun tuottojen odotetaan odotetusti laskevan 2024 hurjalta tasolta korkojen laskun seurauksena. Muut-segmentin kulut pysyvät edellisvuoden tasolla.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q4'23	Q4'24	Q4'24e	Q4'24e	Konsensus		Erotus (%)	2024
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	18,2	20,6	11,9				73 %	72,6
Liikevoitto (oik.)	6,9	9,4	3,3				187 %	38,1
EPS (oik.)	0,14	0,23	0,07				243 %	1,00
Osinko/osake	1,00	0,50	0,49				2 %	0,50
Liikevaihdon kasvu-%	5,3 %	13,0 %	-34,6 %				47,6 %-yks.	9,2 %
Liikevoitto-% (oik.)	37,8 %	45,6 %	27,5 %				18,2 %-yks.	52,5 %

Lähde: Inderes

Taaleri Q4'24: Uusiutuva energia takasi vahvan tuloksen



Ennustemuutokset

Ennustemuutokset

- Olemme jälleen tehneet ennusteisiimme paljon pieniä muutoksia. Keskeiset muutokset ovat Fintoilin irtaantumisen siirto vuodelle 2026 sekä vanhojen tuulirahastojen lopullisen tuottopalkkiomäärän tarkistus alaspäin (8 => 5 MEUR).
- Olemme myös loiventaneet käyrää, jolla yhtiö investoi bioteollisuuskohteisiin strategian mukaiset 100 MEUR. Huomautamme, että Taalerin oma tuottotavoite on merkittävästi korkeampi (+20 %). Tuotot eivät myöskään realisoidu lineaarisesti, vaan vaihtelu vuosien välillä tulee olemaan merkittävää. Tuotot myös ajoittuvat todennäköisesti pääosin vasta vuosikymmenen loppupuolelle.
- Vaikka vuositasolla prosentuaaliset muutokset näyttävät isoilta, eivät 2024–2026 kumulatiiviset tulosenusteemme ole juurikaan muuttuneet.
- Olemme käyneet ennusteitamme läpi tammikuussa julkaistussa laajassa raportissa joka on vapaasti luettavissa [täältä](#).

Operatiiviset tulosajurit

- Uusiutuvassa energiassa jatkuviin palkkioihin perustuva tulos on ottanut selvän harppauksen uusimman SolarWind 3 -rahaston myötä. Seuraavaa tasonnostoa saadaan odottaa seuraavaan SolarWind-rahastoon, jonka arvioimme näkevän päivänvalon vuoden 2027 aikana. Huomautamme, että ei-jatkuvat tuotot (tuottopalkkiot ja sijoitustuotot) näyttelevät segmentillä isoa roolia ja odotamme merkittäviä ei-jatkuvia myös lähivuosilta (AT1 tuottopalkkio, Teksasin tuulihankkeen sekä Tuuli2&3 irtaantumiset). Segmentin tulonäkymät lähivuosille ovatkin hyvät.
- Muiden pääomarahastojen jatkuviin palkkioihin perustuva kannattavuus säilyy ennusteissamme tappiollisena vielä ainakin tämän vuoden ja ensi vuoden voitollisuus vaatii hyviä onnistumisia myynnissä. Lähivuosina segmentin tulos onkin pitkälti sijoitustuottojen varassa, joiden näkyvyys on selvästi Energiaa heikompi.
- Garantian takausvakuutustoiminta jatkaa ennusteissamme vakaata tuloskehitystä asuntolainamarkkinan hiljalleen elpyessä. Sijoitustuotot kohtaavat painetta korkotason painaessa sijoitussalkun tuottoja.
- Pidemmällä aikavälillä Taalerin tuloskehitystä ajavat kasvavassa määrin bioteollisuuskohteisiin suuntautuvien sijoitusten tuotot yhtiön allokoimissa valtaosan vapaasta kassavirrastaan kyseisiin omaisuuksiin.

Ennustemuutokset	2024			2025e			2026e		
	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %	Vanha	Uusi	Muutos %
MEUR / EUR									
Liikevaihto	63,9	71,7	12 %	70,0	63,3	-10 %	62,7	65,4	4 %
Pääomarahastot	34,3	41,7	22 %	46,2	41,2	-11 %	39,0	43,0	10 %
Garantia	24,6	25,5	4 %	20,8	19,6	-6 %	21,4	20,1	-6 %
Muut	3,6	3,1	-14 %	3,1	2,5	-19 %	2,3	2,3	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	32,0	38,1	19 %	38,2	31,7	-17 %	29,6	32,3	9 %
Liikevoitto	32,0	38,1	19 %	38,2	31,7	-17 %	29,6	32,3	9 %
Pääomarahastot	9,9	16,1	62 %	21,2	16,4	-22 %	13,2	17,1	29 %
Garantia	23,7	24,3	3 %	19,8	18,6	-6 %	20,3	19,0	-6 %
Muut	-1,7	-2,3	-40 %	-2,8	-3,3	-19 %	-3,9	-3,8	2 %
EPS (oikaistu)	0,82	1,00	21 %	0,97	0,75	-23 %	0,77	0,84	9 %
Osinko / osake	0,49	0,50	2 %	0,58	0,45	-23 %	0,46	0,51	9 %

Taaleri Interim Report Q3'24



Arvostus on edullinen, mutta..

Osien summa arvonmäärityksen pohjana

Koska Taalerin eri osat ovat profiililtaan hyvin erilaisia, toimii osien summa parhaana arvonmääritysmenetelmänä. Huomautamme kuitenkin, että viimeisimmän strategiapäivityksen perusteella osien summassa olevan arvon ei voida olettaa purkautuvan erilaisilla järjestelyillä, vaan arvot on johdettava liiketoimintojen kassavirroista. Arviomme Taalerin osien summan arvosta on lähestulkoon ennallaan noin 288 MEUR:ssa, mikä tarkoittaa noin 10 euroa osakkeelta.

Osakekurssi on alle osien arvon

Taalerin nykyinen arvo muodostuu laskelmissamme Garantiasta (170 MEUR), Energiasta (85 MEUR), taseen sijoitusomaisuudesta (70 MEUR sisältäen vanhojen tuulirahastojen tuottopalkkiosaamiset sekä sijoitusten verovelat), nettokassasta (19 MEUR) sekä konsernikuluista (-67 MEUR). Muiden pääomarahastojen osuus arvosta on marginaalinen (12 MEUR), sillä liiketoiminta säilyy ennusteissamme tappiollisena ja voitollisuus vaatii selkeitä onnistumisia uusmyynnissä.

Näkemyksemme mukaan osien summa laskelmamme varsin konservatiivinen ja jo varsin pienillä muutoksilla arvo olisi 1–2e/osake korkeampi. Mielestämme onkin selvää, että yhtiön osissa on merkittävää arvoa ja nykykurssi on reippaasti tämän alle. Myös absoluuttisesti osake on edullinen (2024 P/E 8x, 2025e P/E 10x, EV/EBIT ~6x) ja tämä tukee näkemystämme edullisesta hinnoittelusta.

Keskeinen kysymys (sekä haaste) on potentiaalin realisoitumisen aikataulu. Nykyisen strategian puitteissa osissa olevan arvon ei voida olettaa purkautuvan

rakennejärjestelyillä (esim. jakautumisella) tai voitonjaon kautta ja näin ollen arvon pitää tulla lopulta esiin tuloslaskelman (eli tuloksen) kautta. Oman taseen bioteollisuusinvestointien aikataulut ovat pitkiä ja potentiaalin realisoitumista saadaan odottaa todennäköisesti vuosikymmenen lopulle. Näin ollen potentiaalin realisoituminen tulee todennäköisesti viemään vielä pitkään ja ennen kuin saamme näistä konkreettisia merkkejä, on mielestämme ymmärrettävää miksi markkina hinnoittelee yhtiötä alle sen osien summan.

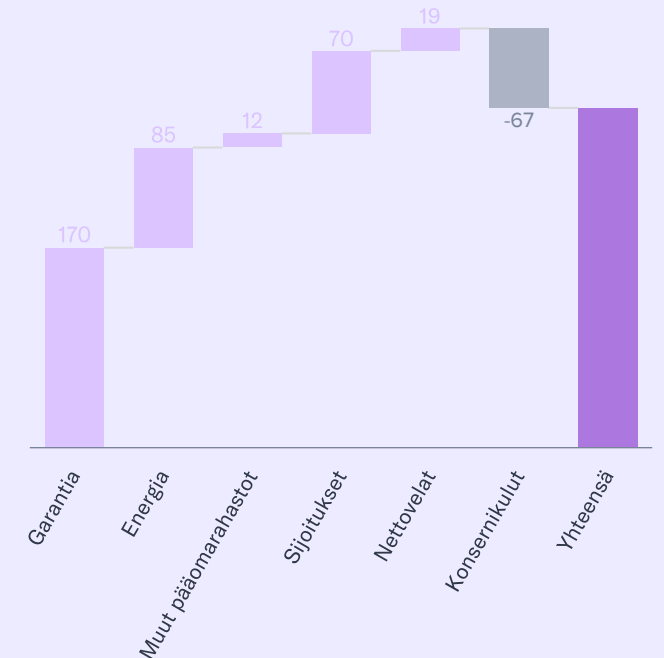
Pääomien allokointi ratkaisee

Yhtiön sijoitustarina tiivistyykin yhä voimakkaammin yhtiön johdon kykyyn allokoida tasesijoituksia onnistuneesti. Muistutamme sijoittajia siitä, että Taalerin historialliset näytöt pääoman allokaatiosta ovat itseasiassa erittäin hyvät. Merkittävimpinä onnistumisina voidaan nostaa Finsilva, Garantia ja Ficolo. Bioteollisuudessa yhtiöllä on kertynyt merkittävää osaamista ja ajoitus on mielestämme hyvä, sillä markkina on vasta syntymässä. Sijoittajien on kuitenkin tärkeä ymmärtää, että bioteollisuusinvestointien riskitaso on merkittävästi Taalerin nykyistä salkkua korkeampi johtuen mm. niiden suuremmasta kokoluokasta sekä teknologiariskistä. Vastapuolena on luonnollisesti korkeampi tuottopotentiaali.

Taaleri on kertonut tarkentavansa strategiaansa syksyn CMD:llä. Yhtiön nosti haastattelussamme esiin yritysjärjestelyiden isomman roolin osana strategiaa jatkossa. Suhtaudumme tähän positiivisesti, sillä myös tämä olisi omiaan laittamaan yhtiön pääomia töihin ja samalla nostamaan esiin osissa olevaa arvoa.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	7,97	7,97	7,97
Osakemäärä, milj. kpl	28,4	28,6	28,8
Markkina-arvo	226	226	226
Yritysarvo (EV)	202	214	223
P/E (oik.)	10,6	9,4	8,4
P/E	10,6	9,4	8,4
P/B	1,0	1,0	0,9
P/S	3,6	3,5	3,1
EV/Liikevaihto	3,2	3,3	3,1
EV/EBITDA	6,2	6,6	6,0
EV/EBIT (oik.)	6,4	6,6	6,1
Osinko/tulos (%)	60,0 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	5,7 %	6,4 %	7,3 %

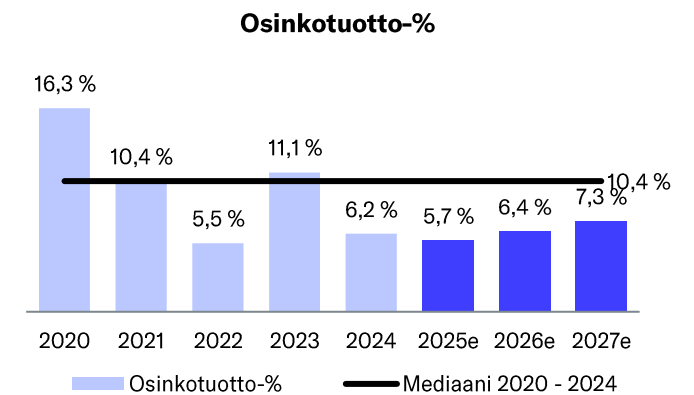
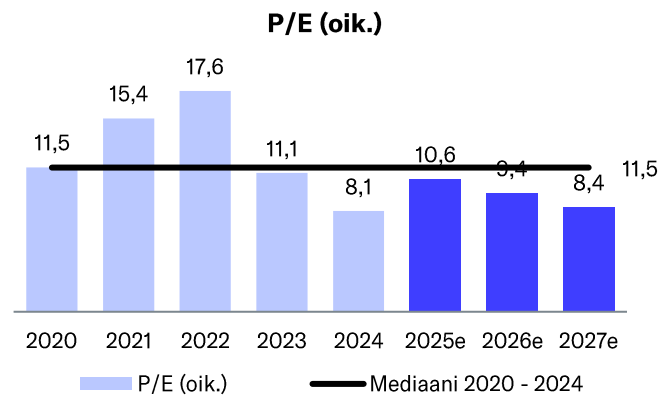
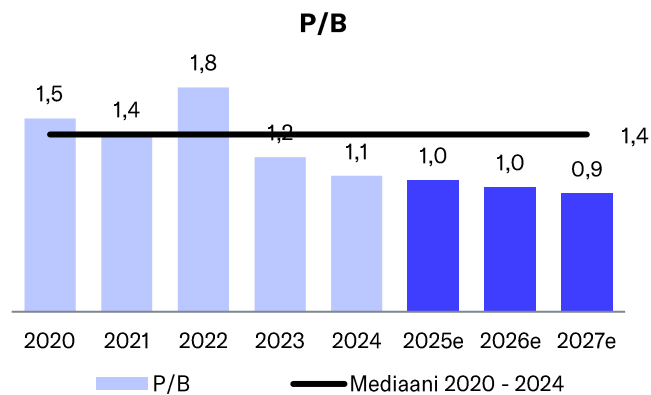
Lähde: Inderes



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	8,12	11,5	12,8	8,99	8,03	7,97	7,97	7,97	7,97
Osakemäärä, milj. kpl	28,4	28,4	28,4	28,3	28,2	28,4	28,6	28,8	29,0
Markkina-arvo	230	326	363	254	226	226	226	226	226
Yritysarvo (EV)	289	308	331	234	227	202	214	223	212
P/E (oik.)	11,5	15,4	17,6	11,1	8,1	10,6	9,4	8,4	8,7
P/E	11,5	2,4	17,6	11,1	8,1	10,6	9,4	8,4	8,7
P/B	1,5	1,4	1,8	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9
P/S	2,7	4,7	5,7	3,9	3,2	3,6	3,5	3,1	3,0
EV/Liikevaihto	3,3	4,4	5,2	3,6	3,2	3,2	3,3	3,1	2,9
EV/EBITDA	10,7	2,1	11,6	7,2	5,8	6,2	6,6	6,0	5,9
EV/EBIT (oik.)	11,8	10,7	12,1	7,3	5,9	6,4	6,6	6,1	5,9
Osinko/tulos (%)	187,2 %	25,0 %	96,3 %	123,3 %	50,2 %	60,0 %	60,0 %	60,0 %	50,2 %
Osinkotuotto-%	16,3 %	10,4 %	5,5 %	11,1 %	6,2 %	5,7 %	6,4 %	7,3 %	5,9 %

Lähde: Inderes



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
Aktia	721								7,9	8,3	8,2	7,8	1,0
Alexandria	97	90	8,6	8,0	7,1	6,7	1,9	1,8	12,4	11,8	6,9	7,0	2,8
CapMan	312	302	9,4	7,8	9,0	7,4	4,6	4,2	15,2	12,0	8,0	8,4	1,6
Evli	516	518	12,0	10,6	11,0	9,8	4,8	4,5	16,1	14,3	6,2	6,4	3,4
eQ	460	424	11,9	9,4	11,5	9,1	6,3	5,3	16,2	13,1	6,4	7,9	5,8
Titanium	84	71	8,8	9,2	8,0	8,3	3,3	3,2	13,0	13,5	7,9	7,7	5,1
United Bankers	195	168	8,6	8,7	7,6	7,6	2,8	2,7	13,3	13,6	6,4	6,7	3,2
Taaleri (Inderes)	226	202	6,4	6,6	6,2	6,6	3,2	3,3	10,6	9,4	5,7	6,4	1,0
Keskiarvo			9,9	8,9	9,0	8,2	3,9	3,6	13,5	12,4	7,2	7,4	3,3
Mediaani			9,1	8,9	8,5	7,9	3,9	3,7	13,3	13,1	6,9	7,7	3,2
Erotus-% vrt. mediaani			-30 %	-26 %	-27 %	-17 %	-19 %	-11 %	-21 %	-28 %	-18 %	-17 %	-67 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	65,6	17,2	12,6	22,2	19,7	71,7	12,7	20,8	12,9	16,9	63,3	65,4	72,1	74,3
Pääomarahastot	42,3	6,7	6,4	14,4	14,1	41,7	7,3	15,3	7,3	11,3	41,2	43,0	48,9	50,4
Garantia	17,9	9,3	4,1	6,8	5,3	25,5	4,9	4,8	4,9	4,9	19,6	20,1	21,0	21,6
Muut	6,1	1,1	1,3	0,4	0,2	3,1	0,6	0,6	0,6	0,6	2,5	2,3	2,2	2,3
Käyttökate	32,4	9,8	4,6	14,9	9,6	39,0	5,2	13,1	6,1	8,1	32,5	32,6	37,0	36,0
Poistot ja arvonalennukset	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,3	-0,3	-0,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	31,9	9,6	4,4	14,7	9,4	38,1	5,0	12,9	5,9	7,9	31,7	32,3	36,7	35,7
Liikevoitto	31,9	9,6	4,4	14,7	9,4	38,1	5,0	12,9	5,9	7,9	31,7	32,3	36,7	35,7
Pääomarahastot	14,9	0,5	0,3	9,2	6,0	16,1	1,1	9,1	2,0	4,2	16,4	17,1	21,1	24,2
Garantia	16,5	9,1	4,1	6,3	4,8	24,3	4,6	4,6	4,7	4,7	18,6	19,0	19,8	10,4
Muut	0,5	0,0	0,0	-0,9	-1,5	-2,3	-0,7	-0,7	-0,8	-1,0	-3,3	-3,8	-4,2	1,1
Nettorahoituskulut	-1,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
Tulos ennen veroja	30,7	9,4	4,2	14,5	9,2	37,2	4,9	12,8	5,8	7,8	31,3	32,0	36,4	35,4
Verot	-4,2	-1,9	-0,8	-1,4	-0,7	-4,7	-1,0	-2,7	-1,2	-1,6	-6,6	-6,4	-7,3	-7,1
Vähemmistöosuudet	-3,6	-0,1	-0,3	-2,2	-1,8	-4,4	-0,3	-1,0	-1,0	-1,0	-3,3	-1,5	-1,7	-1,8
Nettotulos	22,9	7,4	3,1	10,9	6,6	28,1	3,6	9,1	3,5	5,2	21,4	24,1	27,4	26,5
EPS (oikaistu)	0,81	0,26	0,11	0,39	0,24	1,00	0,13	0,32	0,12	0,18	0,75	0,84	0,95	0,91
EPS (raportoitu)	0,81	0,26	0,11	0,39	0,24	1,00	0,13	0,32	0,12	0,18	0,75	0,84	0,95	0,91

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	3,8 %	69,1 %	-46,9 %	65,1 %	7,9 %	9,2 %	-25,7 %	64,2 %	-42,0 %	-14,1 %	-11,7 %	3,3 %	10,3 %	3,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	16,5 %	517,1 %	-75,1 %	155,8 %	36,8 %	19,6 %	-47,9 %	193,0 %	-60,1 %	-15,8 %	-16,8 %	2,0 %	13,5 %	-2,8 %
Käyttökate-%	49,3 %	57,4 %	36,4 %	67,1 %	49,0 %	54,4 %	40,8 %	63,2 %	47,0 %	48,1 %	51,4 %	49,9 %	51,3 %	48,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	48,6 %	56,0 %	34,9 %	66,1 %	47,8 %	53,2 %	39,2 %	62,2 %	45,5 %	46,9 %	50,1 %	49,4 %	50,9 %	48,0 %
Nettotulos-%	35,0 %	43,2 %	24,6 %	49,2 %	33,8 %	39,2 %	28,0 %	43,9 %	27,5 %	30,7 %	33,9 %	36,9 %	38,0 %	35,6 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	221	218	227	254	276
Liikearvo	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Aineettomat hyödykkeet	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Käyttöomaisuus	2,4	1,8	1,4	1,5	1,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	51,6	49,9	58,6	86,0	108
Muut sijoitukset	161	159	159	159	159
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	5,1	7,6	7,6	7,6	7,6
Vaihtuvat vastaavat	87,3	73,4	75,8	61,0	53,5
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	17,2	12,3	12,3	12,3	12,3
Myyntisaamiset	31,8	41,5	19,0	16,4	18,0
Likvidit varat	38,3	19,6	44,5	32,3	23,1
Taseen loppusumma	308	292	302	315	330

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	209	215	226	239	253
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	187	190	197	208	221
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	2,5	6,6	9,9	11,4	13,1
Pitkäaikaiset velat	53,6	33,8	33,8	33,8	33,8
Laskennalliset verovelat	16,5	12,3	12,3	12,3	12,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	14,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	22,2	21,6	21,6	21,6	21,6
Lyhytaikaiset velat	45,6	42,7	42,7	42,7	42,7
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset velat	45,6	42,7	42,7	42,7	42,7
Taseen loppusumma	308	292	302	315	330

DCF-laskelma

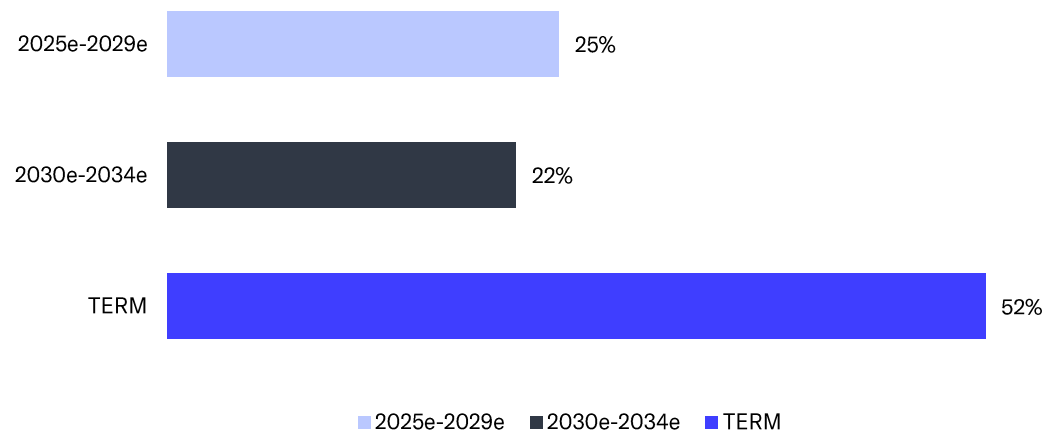
DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	9,2 %	-11,7 %	3,3 %	10,3 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	53,2 %	50,1 %	49,4 %	50,9 %	48,0 %	47,0 %	46,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %
Liikevoitto	38,1	31,7	32,3	36,7	35,7	36,0	36,3	36,5	37,4	38,4	39,3	
+ Kokonaispoistot	0,9	0,8	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	
- Maksetut verot	-11,4	-6,6	-6,4	-7,3	-7,1	-7,1	-7,2	-7,2	-7,4	-7,6	-7,9	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	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	-7,8	22,5	2,6	-1,7	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	
Operatiivinen kassavirta	19,7	48,3	28,8	28,0	28,3	28,6	28,8	29,1	29,9	30,7	31,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	2,1	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	21,1	48,0	28,4	27,5	27,8	28,0	28,2	28,4	29,2	30,0	30,8	
+/- Muut	1,7	-8,7	-27,4	-22,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	22,9	39,3	0,9	5,5	27,8	28,0	28,2	28,4	29,2	30,0	30,8	418
Diskontattu vapaa kassavirta		36,1	0,8	4,2	19,2	17,6	16,1	14,7	13,8	12,8	12,0	163
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		310	274	273	269	250	232	216	201	187	175	163
Velaton arvo DCF		310										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		19,6										
-Vähemmistöosuus		-20,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		309										
Oman pääoman arvo DCF per osake		10,9										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,38
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,0 %

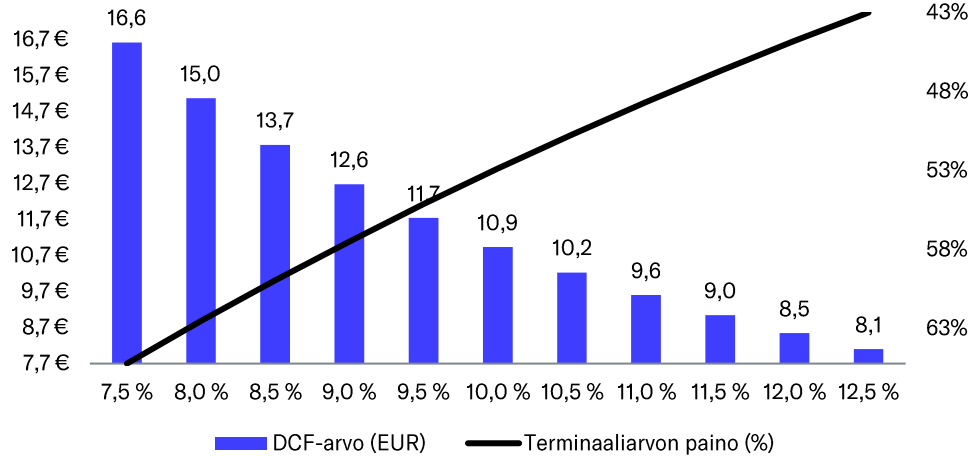
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

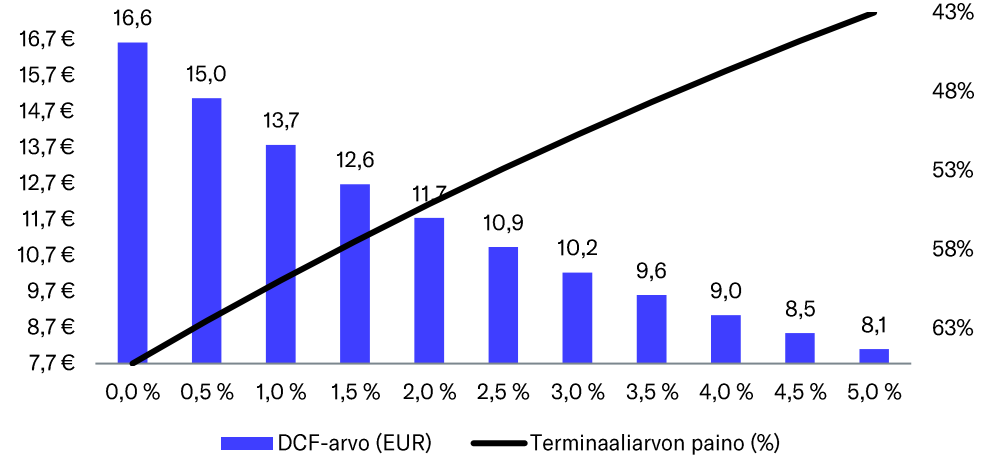


DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

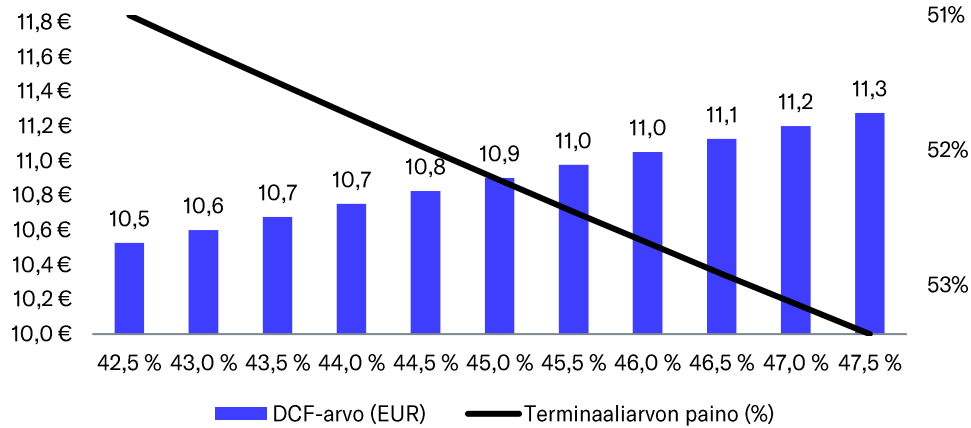
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



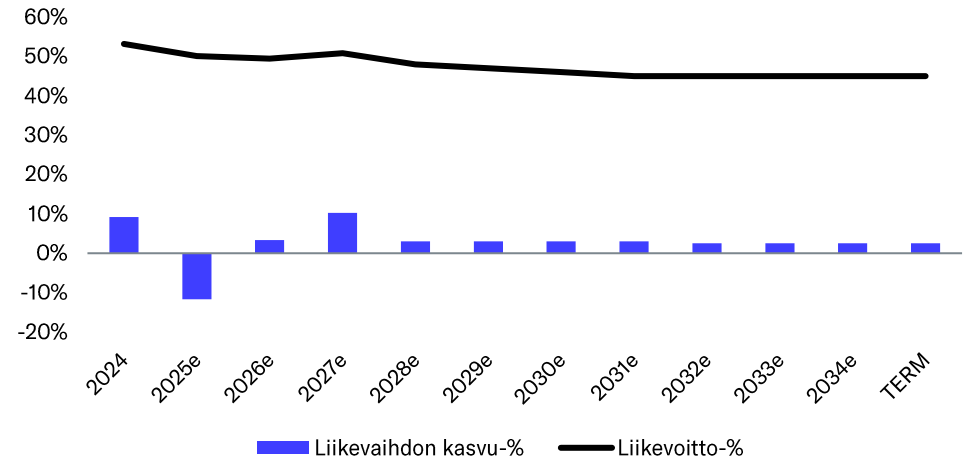
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	63,2	65,6	71,7	63,3	65,4
Käyttökate	28,6	32,4	39,0	32,5	32,6
Liikevoitto	27,4	31,9	38,1	31,7	32,3
Voitto ennen veroja	26,4	30,7	37,2	31,3	32,0
Nettovoitto	20,6	22,9	28,1	21,4	24,1
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	300,8	307,9	291,9	302,5	315,2
Oma pääoma	202,7	208,7	215,3	226,0	238,7
Liikearvo	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Nettovelat	-31,9	-23,4	-19,6	-44,5	-32,3

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	28,6	32,4	39,0	32,5	32,6
Nettokäyttöpääoman muutos	-6,8	0,6	-7,8	22,5	2,6
Operatiivinen kassavirta	16,5	25,8	19,7	48,3	28,8
Investoinnit	15,0	-9,7	2,1	-0,4	-0,4
Vapaa kassavirta	57,7	6,1	22,9	39,3	0,9

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	5,2	3,6	3,2	3,2	3,3
EV/EBITDA	11,6	7,2	5,8	6,2	6,6
EV/EBIT (oik.)	12,1	7,3	5,9	6,4	6,6
P/E (oik.)	17,6	11,1	8,1	10,6	9,4
P/B	1,8	1,2	1,1	1,0	1,0
Osinkotuotto-%	5,5 %	11,1 %	6,2 %	5,7 %	6,4 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,73	0,81	1,00	0,75	0,84
EPS (oikaistu)	0,73	0,81	1,00	0,75	0,84
Operat. kassavirta / osake	0,58	0,91	0,70	1,70	1,01
Vapaa kassavirta / osake	2,04	0,21	0,81	1,38	0,03
Omapääoma / osake	7,16	7,28	7,40	7,61	7,95
Osinko / osake	0,70	1,00	0,50	0,45	0,51

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	-9 %	4 %	9 %	-12 %	3 %
Käyttökateen kasvu-%	-80 %	13 %	20 %	-17 %	0 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-5 %	16 %	20 %	-17 %	2 %
EPS oik. kasvu-%	-2 %	11 %	23 %	-24 %	12 %
Käyttökate-%	45,2 %	49,3 %	54,4 %	51,4 %	49,9 %
Oik. Liikevoitto-%	43,3 %	48,6 %	53,2 %	50,1 %	49,4 %
Liikevoitto-%	43,3 %	48,6 %	53,2 %	50,1 %	49,4 %
ROE-%	9,5 %	11,2 %	13,5 %	10,1 %	10,9 %
ROI-%	11,8 %	14,5 %	17,4 %	14,4 %	13,9 %
Omavaraisuusaste	67,4 %	67,8 %	73,8 %	74,7 %	75,7 %
Nettovelkaantumisaste	-15,8 %	-11,2 %	-9,1 %	-19,7 %	-13,5 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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 arvonmäärittämissuomenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämissuomenetelmät 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 yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteinen analyytikon palkkimista 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.

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
10/05/2021	Lisää	11,50 €	10,65 €
24/05/2021	Lisää	12,50 €	11,65 €
01/06/2021	Lisää	11,50 €	11,20 €
20/08/2021	Lisää	11,50 €	10,85 €
08/11/2021	Lisää	11,50 €	10,95 €
02/12/2021	Vähennä	11,50 €	11,50 €
17/02/2022	Vähennä	12,00 €	11,80 €
02/05/2022	Vähennä	11,00 €	10,38 €
09/05/2022	Lisää	11,00 €	9,92 €
22/08/2022	Lisää	11,00 €	10,16 €
31/10/2022	Lisää	11,00 €	9,35 €
07/11/2022	Lisää	11,00 €	9,91 €
07/02/2023	Myy	11,00 €	12,82 €
17/02/2023	Vähennä	11,00 €	11,34 €
17/04/2023	Vähennä	11,00 €	10,42 €
04/05/2023	Vähennä	11,00 €	10,40 €
14/08/2023	Lisää	11,00 €	9,42 €
17/08/2023	Lisää	11,00 €	9,65 €
02/11/2023	Lisää	10,00 €	8,50 €
30/11/2023	Lisää	10,00 €	8,63 €
12/02/2024	Lisää	10,00 €	9,16 €
15/02/2024	Vähennä	10,00 €	9,70 €
08/05/2024	Vähennä	9,50 €	8,70 €
21/08/2024	Lisää	9,50 €	8,34 €
06/11/2024	Lisää	9,50 €	8,18 €
17/01/2025	Lisää	9,00 €	7,72 €
13/02/2025	Lisää	9,00 €	7,97 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

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.**