

Taaleri

Yhtiöraportti

5.11.2022 15:40



Sauli Vilén
+358 44 025 8908
sauli.vilen@inderes.fi



Kasper Mella
+358 45 6717 150
kasper.mella@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Pienin askelin oikeaan suuntaan

Taalerin Q3-raportti oli odotuksiamme parempi johtuen etenkin Garantian erinomaisesta suorituksesta. Olemme tehneet vain pieniä muutoksia ennusteisiimme sekä osien summa -laskelmaamme (11e/osake). Vaikka yhtiön lähivuodet menevätkin Pääomarahastojen ylösajossa sekä taseen siivouksessa, tarjoaa osien summa riittävän tuotto/riski-suhteen arvon jatkaessa lähivuosina purkautumistaan vuolaan osinkovirran kautta. Säilytämme tavoitehintamme 11,0 eurossa ja toistamme lisää-suosituksemme.

Garantialta jälleen erinomainen suoritus

Taalerin liikevoitto oli 18,5 MEUR ylittäen selvästi 15,4 MEUR:n ennusteamme. Ennusteylitys selittyy Garantian erinomaisella operatiivisella suorituksella, Garantian sijoitustuotoilla sekä positiivisilla valuuttakurssimuutoksilla Energiassa. Muilta osin tulorivit olivat hyvin linjassa ennusteidemme kanssa. Tulos muodostui odotetusti valtaosin Ficolon irtaantumisen (vaikutus noin 14 MEUR). Energian kannalta raportin tärkein asia oli eilen kerrottu SolarWind 3 -rahaston lanseeraus, jota kommentoimme erillisessä [kommentissa](#). Raportin suurin yllättäjä oli Garantia, jonka suoritus oli kaikilta osin erittäin hyvä. Vakuutusmaksutuotot kasvoivat odotuksiamme nopeammin, vakuutustekninen tulos oli odotuksia parempi ja myös sijoitustuotot olivat odotuksia korkeammat. Konsernin sijoitussalkun osalta ei nähty uusia merkittäviä liikkeitä, mutta yhtiön johto vaikutti edelleen luottavaiselta, että salkusta purkautuu merkittävästi pääomia 2022-2023 aikana. Kokonaisuutena yhtiö edistyi katsauskaudella strategiassaan hyvin, kun taseen siivoamista jatkettiin, Bioteollisuus 1-rahasto saavutti tavoitekokonsa, SolarWind3 varainkeruu alkoi ja Garantian jatkoi kannattavaa kasvuaan.

Ennusteissa vain pieniä tarkistuksia, lähivuosien tulos kertatuottojen ja Garantian harteilla

Olemme tehneet Q3-raportin jälkeen operatiivisiin ennusteisiimme pieniä muutoksia. Odotamme yhä vuosien 2022–2023 tuloksen painopisteen olevan vahvasti kertaluontoisiksi tulkittavissa tuotoissa (sijoitukset & myyntivoitot), joten konsernin jatkuviin palkkioihin perustuva operatiivinen tulos on lähivuodet vaisulla tasolla ja pitkälti Garantian varassa. 2024–2025 jatkuviin palkkioihin pohjautuvan kannattavuuden pitäisi alkaa parantua selvästi, kun Pääomarahastot nousevat asteittain voitolle Energian vetämänä ja Garantian vakuutustekninen tulos kasvaa. Huomautamme kuitenkin, että pääomarahastojen jatkuviin palkkioihin pohjautuva kannattavuus on vaisulla tasolla myös 2024-2025 johtuen etenkin muiden pääomarahastojen haasteista. Kiinteistöissä yhtiö tarvitsisikin kipeästi uusia tuotteita ja lisää myyntivoimaa. Suurin epävarmuus ennusteissa liittyykin Pääomarahastojen kulujen skaalautuvuuteen sekä kiinteistöjen uusmyyntiin. Osinkovirta on lähivuosina hyvin vuolas yhtiön purkaessa sijoitussalkkuaan lisäosingoilla.

Osien summa ja vuolas osinkovirta pitävät riski/tuotto-suhteen riittävänä

Näkemyksemme mukaan osien summa tarjoaa edelleen hyvän lähtökohdan Taalerin arvostukselle, sillä osien arvon on realistista odottaa purkautuvan seuraavan muutaman vuoden aikana, kun yhtiö siivoaa tasettaan ei-strategisista sijoituksista ja samalla Garantia palauttaa Taalerille merkittäviä pääomia. Lähivuosien aikana osien summassa oleva arvo (arviomme 11,0 euroa/osake) purkautuu näkemyksemme mukaan pääasiassa osinkojen kautta, ja ennustamamme osinkotuotto nousee lähivuosina yli 10 %:n. Tämä riittää nostamaan osakkeen tuotto-odotuksen riittävälle tasolle, vaikka korostammekin lähivuosien tuoton nojaavan lähes yksinomaan osinkoihin. Lähivuosien hinnoittelukertoimet eivät tarjoa Taalerin tapauksessa tukea arvonmääritykselle tuloksen heikosta laadusta johtuen, kun merkittävä osa tuloksesta tulee kertaluonteisista eristä.

Suositus

Lisää

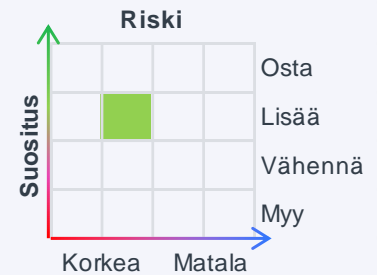
(aik. Lisää)

11,00 EUR

(aik. 11,00 EUR)

Osakekurssi:

9,91



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	69,7	69,3	73,6	60,8
kasvu-%	-20 %	-1 %	6 %	-17 %
EBIT oik.	28,7	32,6	34,1	21,1
EBIT-% oik.	41,2 %	47,1 %	46,4 %	34,7 %
Nettotulos	136,0	23,2	25,5	15,9
EPS (oik.)	0,75	0,80	0,87	0,53

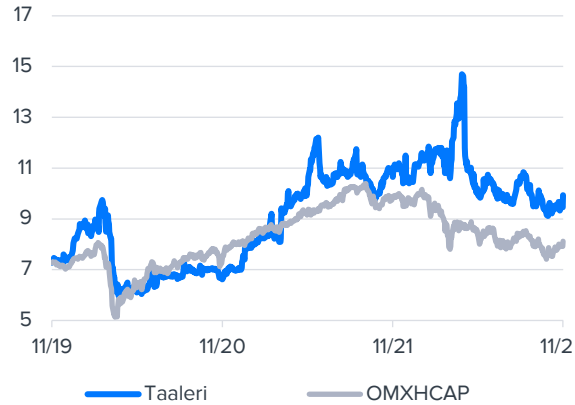
P/E (oik.)	15,4	12,3	11,5	18,8
P/B	1,4	1,3	1,3	1,4
Osinkotuotto-%	10,4 %	10,3 %	10,7 %	4,8 %
EV/EBIT (oik.)	10,7	6,8	6,7	11,4
EV/EBITDA	2,1	6,6	6,5	10,9
EV/Liikevaihto	4,4	3,2	3,1	4,0

Lähde: Inderes

Ohjeistus

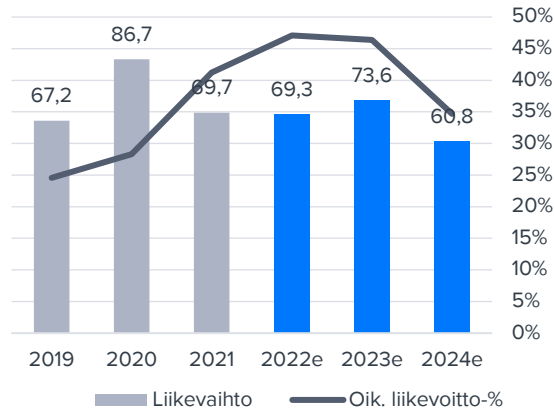
(ei ohjeistusta)

Osakekurssi



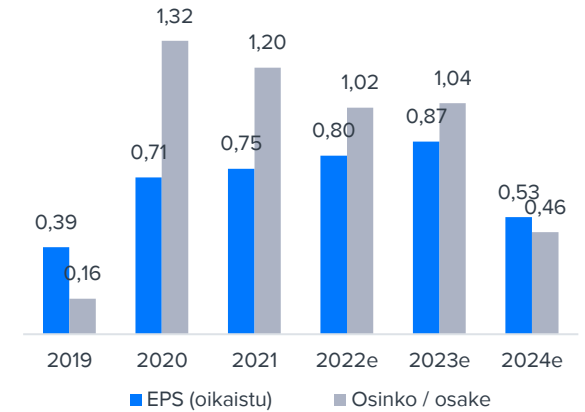
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Energian skaalautuminen
- Muiden Pääomarahastojen ylösajo
- Garantian kannattava kasvu
- Taseen tehokkaampi käyttö
- Yritysjärjestelyt



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	9,91	9,91	9,91
Osakemäärä, milj. kpl	28,9	29,5	30,1
Markkina-arvo	286	286	286
Yritysarvo (EV)	224	228	241
P/E (oik.)	12,3	11,5	18,8
P/E	12,3	11,5	18,8
P/Kassavirta	4,0	12,8	14,6
P/B	1,3	1,3	1,4
P/S	4,1	3,9	4,7
EV/Liikevaihto	3,2	3,1	4,0
EV/EBITDA (oik.)	6,6	6,5	10,9
EV/EBIT (oik.)	6,8	6,7	11,4
Osinko/tulos (%)	126,8 %	120,0 %	87,2 %
Osinkotuotto-%	10,3 %	10,7 %	4,8 %

Lähde: Inderes

Garantia ja kertatuotot johtivat selvään tulositylykseen

Taalerin liikevoitto oli 18,5 MEUR ylittäen selvästi 15,4 MEUR:n ennusteemme. Ennusteyllitys selittyi Garantian erinomaisella suorituksella ja vahvoilla sijoitustuotoilla sekä positiivisilla valuuttakurssimuutoksilla Energiassa. Muilta osin tuloslivit olivat hyvin linjassa ennusteidemme kanssa. Tulos muodostui odotetusti käytännössä täysin Ficolon irtaantumisesta (vaikutus noin 14 MEUR). Osakekohtainen tulos oli tulositylyksestä ja hieman matalammasta veroasteesta johtuen 0,53 euroa ylittäen kirkkaasti 0,42 euron ennusteemme.

Pääomarahastot linjassa ennusteemme kanssa

Pääomarahastojen liikevaihto oli 12,6 MEUR ylittäen 5,1 MEUR:n ennusteemme rajusti. Ero selittyy pääosin sillä, että Taaleri kirjasi odotuksiemme vastaisesti Ficolon tuottopalkkion (6,5 MEUR) Pääomarahastojen alle ja tästä oikaistuna liikevaihto oli noin 6 MEUR. Tätä eroa ennusteisiimme selittää puolestaan Energian kirjaama 0,8 MEUR:n dollarin vahvistumisesta kirjattu laskennallinen sijoitustuotto ja tämä oikaistuna olivat jatkuvat palkkiot hyvin linjassa

odotuksiemme kanssa. Jatkuviin palkkioihin pohjautuva kannattavuus oli laskelmiemme mukaan odotetusti lievästi miinuksella. Segmentin kulutasossa ei ollut katsauskaudella yllätyksiä, mutta Energian henkilöstömäärän kasvu 17 %:lla edellisestä kvartaalista herättää huolia toiminnan skaalautuvuuteen liittyen. Segmentin kannalta tärkein asia oli eilen kerrottu ja kauan odotettu SolarWind 3 - rahaston lanseeraus ja kommentoimme sitä laajemmin erillisessä [kommentissa](#).

Garantian suoritus oli erittäin vahva

Raportin suurin yllättäjä oli Garantia, jonka Q3-vakuutusmaksutuotot kasvoivat odotuksiemme vastaisesti edelleen reippaasti (+15 %) 4,6 MEUR:oon ylittäen selvästi 4,0 MEUR:n ennusteemme. Myös takauskanta kasvoi odotuksiamme paremmin asuntolainatakausten vahvan kysynnän vetämänä. Myös yritystakauskanta pysyi lähes edelliskvartaalin tasolla, kun olimme odottaneet sen jatkavan maltillista sulamista. Vakuutusteknisesti suoritus oli jälleen erittäin vahva ja yhdistetty kulusuhde oli 29 %

(Q3'22e: 43 %). Myös kulutaso oli odotuksiamme alhaisempi ja vakuutustekninen tulos oli 3,3 MEUR ylittäen reippaasti 2,3 MEUR:n ennusteemme. Sijoitustuotot olivat niin ikään selvästi odotuksia paremmat ja tulosaikutteiset sijoitustuotot olivat plussalla vastoin odotuksiamme (1,1 vs. -0,4 MEUR). Myös laajan tuloksen sijoitustuotot olivat selvästi odotuksiamme vähemmän pakkasella. Kokonaisuutena Garantian suoritus oli erittäin vahva.

Konsernitoiminnoissa ei ollut yllätyksiä, kun oikaistaan Ficolon tuottopalkkion osuus, joka raportoitinkin Pääomarahastojen alla. Kuluissa ei ollut suurempia yllätyksiä ja sijoitussalkku (68 MEUR) oli linjassa odotuksiemme kanssa. Yhtiö on jatkanut katsauskaudella salkun siivoamista, mutta Ficolon ohella myydyt sijoitukset ovat olleet hyvin pieniä.

Kokonaisuutena yhtiö edistyi katsauskaudella strategiassaan hyvin, kun taseen siivoamista jatkettiin (pääosin Ficolo), Bioteollisuus 1 saavutti tavoitekokonsa, SolarWind 3:n varainkeruu alkoi ja Garantian jatkoi kannattavaa kasvuaan.

Ennustetaulukko	Q3'21	Q3'22	Q3'22e	Q3'22e	Konsensus	Erotus (%)	2022e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	12,3	26,9	23,0				17 %	69,3
Liikevoitto (oik.)	4,3	18,5	15,4				20 %	32,6
Liikevoitto	4,3	18,5	15,4				20 %	32,6
EPS (oik.)	0,09	0,53	0,42				26 %	0,80
Liikevaihdon kasvu-%	607,0 %	118,7 %	87,0 %				31,7 %-yks.	-0,6 %
Liikevoitto-% (oik.)	35,3 %	68,8 %	67,0 %				1,8 %-yks.	47,1 %

Lähde: Inderes

Q3-tulosinfo katsottavissa oheisesta linkistä:



Ennustemuutokset

Ennustemuutokset

- Olemme tehneet ennusteisiimme vain pieniä muutoksia Q3-raportin myötä.
- Energiassa olemme tarkistaneet kuluennusteitamme jälleen ylöspäin.
- Olemme myös hieman loiventaneet SolarWind 3 -rahaston ylösajon kulmakerrointa vaikeasta markkinatilanteesta johtuen. Odotamme kuitenkin edelleen rahaston saavuttavan tavoitekokonsa 2023 loppuun mennessä.
- Osinkoennusteemme ovat pysyneet ennallaan ja odotamme 2023–2024 0,60e lisäosinkoa per vuosi. Huomautamme, että yhtiöllä on tämän jälkeenkin vielä ylimääräistä pääomaa taseessaan ja mikäli se ei löydy sille järkevää käyttöä (todennäköisesti M&A), tullaan lisäosinkoa maksamaan odotuksiamme enemmän. Varovaisesti arvioituna Taalerilla on tällä hetkellä ylimääräistä pääomaa noin 2e/osake (~60 MEUR) ja ennustamme yhtiön nyt palauttavan tästä vain hieman yli puolet.

Operatiiviset tulosajurit

- 2022–2023 tuloksen painopiste on poikkeuksellisen paljon kertatuotoissa (sijoitukset ja myyntivoitot). Keskeiset vielä ilmoittamatta olevat kertatuotot ovat: Texas, Fintoil ja Turun Toriparkki.
- Garantia jatkaa vahvaa suorittamistaan ja vakuutustekninen tulos jatkaa kasvuaan erinomaisen operatiivisen suorittamisen seurauksena.
- Energia alkaa skaalautua 2024–2025, kun SolarWind 3 -rahasto lanseerataan.
- Pääomarahastojen operatiivinen tulos pysyy tappiolla toiminnan ylösajosta johtuen. Jatkuvista kulupettymyksistä ja Muiden Pääomarahastojen hitaasta ylösajosta johtuen mustat numerot siirtyvät jatkuvasti kauemmas ja segmentti on ennusteissamme jatkuvilla tuotoilla voitollinen vasta 2025. Yhtiön tulisi pyrkiä laajentamaan nykyistä tuotetarjontaansa (etenkin kiinteistöissä) ja kasvattaa omaa myyntikyvykkyyttään uusmyynnin kiihdyttämiseksi Aktia-yhteistyön edetessä hitaasti.
- Kulukontrollin pitäminen on ensiarvoisen tärkeää operatiivisen tulosparrannuksen näkökulmasta.
- Tasetta puretaan jatkuvasti ja odotamme merkittävää pääoman vapautumista seuraavaan 24kk aikana.

Ennustemuutokset	2022e		Muutos	2023e		Muutos	2024e		Muutos	
	MEUR / EUR	Vanha		Uusi	Vanha		Uusi	Vanha		Uusi
Liikevaihto		67,2	69,3	3 %	73,0	73,6	1 %	60,2	60,8	1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä		32,3	32,6	1 %	35,5	34,1	-4 %	22,6	21,1	-7 %
Liikevoitto		32,3	32,6	1 %	35,5	34,1	-4 %	22,6	21,1	-7 %
EPS (ilman kertaeriä)		0,77	0,80	4 %	0,85	0,87	2 %	0,55	0,53	-4 %
Osakekohtainen osinko		1,02	1,02	0 %	1,04	1,04	0 %	0,46	0,46	0 %

Lähde: Inderes

Katso toimitusjohtajan haastattelu oheisesta linkistä:



Ennustemuutokset

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	67,2	69,3	3 %	73,0	73,6	1 %	60,2	60,8	1 %
Strategiset sijoitukset	11,0	11,7	6 %	22,6	22,3	-1%	25,5	24,5	-4 %
Tasesijoitukset	27,8	21,6	-22 %	2,8	3,0	7 %	2,5	2,5	0 %
Pääomarahastot (aik. Energia)	28,4	36,1	27 %	47,6	48,3	1%	32,2	33,8	5 %
Käyttökate	33,5	33,8	1 %	36,4	34,9	-4 %	23,6	22,1	-6 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	32,3	32,6	1 %	35,5	34,1	-4 %	22,6	21,1	-7 %
Liikevoitto	32,3	32,6	1 %	35,5	34,1	-4 %	22,6	21,1	-7 %
Strategiset sijoitukset	4,2	4,2	0 %	14,9	14,8	-1%	17,7	16,9	-4 %
Tasesijoitukset	25,4	18,9	-26 %	0,3	-0,1	-148 %	0,4	-0,8	-300 %
Pääomarahastot (aik. Energia)	2,8	9,6	244 %	20,3	19,5	-4 %	4,5	4,9	9 %
Tulos ennen veroja	31,3	31,7	1 %	34,7	33,3	-4 %	22,6	21,1	-7 %
EPS (oikaistu)	0,77	0,80	4 %	0,85	0,87	2 %	0,55	0,53	-4 %
Osinko / osake	1,02	1,02	0 %	1,04	1,04	0 %	0,46	0,46	0 %

Lähde: Inderes

Ennusteiden yhteenveto

Konsernitason ennusteet	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	Segmenttien ennusteet	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	67,3	71,3	73,6	60,8	63,8	Liikevoitto ilman kertaeriä	28,7	32,6	34,1	21,1	24,5
Pääomarahastot	31,0	36,1	48,3	33,8	33,4	Jatkuvat	2,2	1,6	3,0	7,6	15,8
<i>Energia</i>	22,0	23,3	34,2	24,4	22,1	<i>Kertatuotot</i>	26,6	31,0	31,2	13,5	8,7
<i>Muut Pääomarahastot</i>	9,0	12,8	14,1	9,5	11,2						
Garantia	27,9	13,6	22,3	24,5	27,9	Tulosmix segmenteittäin					
<i>Takausvakuustoiminnan nettotuotot</i>	17,6	17,2	16,1	17,9	21,3	Pääomarahastot	5,2	9,6	19,5	4,9	5,0
<i>Sijoitustuotot</i>	10,3	-3,6	6,2	6,5	6,7	<i>Liikevoitto ilman kertatuottoja</i>	-5,7	-6,1	-4,5	-1,1	4,0
Muut-segmentti	8,4	21,6	3	2,5	2,5	<i>Kertatuotot</i>	10,9	15,6	24,0	6,0	1,0
Liikevoitto (raportoitu)	143,6	32,6	34,1	21,1	24,5						
Pääomarahastot	5,2	9,6	19,5	4,9	5,0	Garantia	22,0	8,2	16,4	18,3	21,4
<i>Energia</i>	6,1	7,0	16,5	6,9	6,1	<i>Vakuustekninen tulos</i>	11,7	11,8	10,2	11,7	14,8
<i>Muut Pääomarahastot</i>	-0,9	2,6	3,1	-1,9	-1,0	<i>Sijoitustuotot</i>	10,3	-3,6	6,2	6,5	6,7
Garantia	20,2	4,0	14,8	16,9	20,2						
Muut-segmentti	0,4	17,6	-0,1	-0,8	-0,8	Muut-segmentti	0,4	17,6	-0,1	-0,8	-0,8
Kertaerät	114,9	0,0	0,0	0,0	0,0	<i>Liikevoitto ilman kertatuottoja</i>	-5,0	-1,4	-1,1	-1,8	-1,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	28,7	32,6	34,1	21,1	24,5	<i>Kertatuotot</i>	5,4	19,0	1,0	1,0	1,0
EBIT-% ilman kertaeriä	43 %	46 %	46 %	35 %	38 %						
Tulos ennen veroja	141,3	31,7	33,3	21,1	24,5						
Verot	-5,2	-7,8	-6,7	-4,2	-4,9						
Vähemmistöt	0,0	-0,7	-1,2	-1,0	-1,1						
Nettotulos	136,0	23,2	25,5	15,9	18,5						
EPS (raportoitu)	4,80	0,80	0,87	0,53	0,62						
EPS (oikaistu)	0,75	0,80	0,87	0,53	0,62						
Osinko	1,20	1,02	1,04	0,32	0,37						

Osien summa puoltaa positiivista näkemystä

Osien summa edelleen arvostuksen pohjana

Näkemyksemme mukaan osien summa tarjoaa edelleen hyvän lähtökohdan Taalerin arvostukselle, sillä osien arvon on realistista odottaa purkautuvan seuraavan muutaman vuoden aikana, kun yhtiö siivoaa tasettaan ei-strategisista sijoituksista irtaantumalla, ja samalla Garantia palauttaa yhtiölle merkittäviä pääomia. Arviomme osien summasta on pysynyt ennallaan noin 310 MEUR:ssa, eli noin 11,0 eurossa per osake. Arvotamme Garantiaa osinkovirtamallilla (sivulla 14) ja sen arvo on nyt 166 MEUR (aik. 170) johtuen pienistä ennustemuutoksista. Sijoitussalkun ja nettokassan arvo oli Q3:n lopussa 94 MEUR. Konsernikulujen arvo on pysynyt -45 MEUR:ssa.

Energian vähemmistöistä oikaistun arvon olemme pitäneet ennallaan 82 MEUR:ssa. Arvo ei ole erityisen vaativa suhteessa Energian pitkän aikavälin näkymiin tai hintoihin, joilla vihreään energiaan erikoistuneita rahastomanagereita hinnoitellaan. Näemme kuitenkin edelleen huomattavan riskin sille, että Energian kannattavuus ilman kertatuottoja jää vaisuksi myös SW3-rahaston jälkeen, mikä olisi selkeä ongelma Taalerin nykyomistajille. Hypoteettisessa tilanteessa, jossa Taaleri päättäisi myydä Energian, olisi nykyinen hintalappu todennäköisesti alakannttiin, kun huomioidaan sektorin tulikummat fundamentit. Kuitenkin Taalerin nykyomistajien tulee nojata arvonmäärittämisessään Energian kassavirtoihin, joihin liittyy edelleen paljon epävarmuutta etenkin normaalin kannattavuustason osalta.

Muiden Pääomarahastojen osalta olemme pitäneet arviomme 15 MEUR:ssa. Arvo on erittäin alhainen ja vastaavassa hypoteettisessa myyntitilanteessa hintalappu olisi todennäköisesti merkittävästi korkeampi. Ennusteissamme segmentti on kuitenkin tappiollinen vielä 2025 johtuen etenkin kiinteistöjen

vaatimattomista ennusteista. Näkemyksemme mukaan yhtiö tarvitsisi kipeästi kiinteistösegmentille tietokartan sen voimakkaaseen kasvattamiseen, sillä Bion osalta kasvun kiihdyttäminen on vaikeaa (seuraava rahasto arviolta 2024). Olemme jo aiemmin kyseenalaistaneet kiinteistöjen sopivuutta Taalerin nykyiseen energiavetoiseen strategiaan. Yksi vaihtoehto olisikin kiinteistötoiminnan myynti ja pääomien vapauttaminen energialiiketoimintaan.

Lähivuosien aikana osien summassa oleva arvo purkautuu näkemyksemme mukaan pääasiassa osinkojen kautta, joita odotamme yhtiön jakavan seuraavalta kahdelta tilikaudelta yhteensä noin 60 MEUR:n edestä. Tämä tarkoittaa huomattavaa, yli 10 %:n vuotuista osinkotuottoa. Lisäksi arvo voi purkautua myös isommilla järjestelyillä (esim. Garantian irtaantuminen tai yhtiön koko jakautuminen), mutta näiden todennäköisyys ei ole erityisen korkea.

Tuloskertoimet eivät toimi optimaalisesti

Tulos pohjaisten kertoimien käytettävyys on lähivuosien osalta heikko, sillä Pääomarahastoliiketoiminta on vielä rakennus-/ylösajovaiheessa ja yhtiön lähivuosien tuotoista huomattava osa on kertatuottoja (vanhojen rahastojen tuottopalkkiot ja sijoitusten irtaantumiset). Yhtiön tase on myös rajusti ylikapitalisoitunut, joten tuloskerroimissa katse onkin syytä kääntää EV-pohjaisiin kertoimiin. Ennustamallamme 2022 tuloksella EV/EBIT on verrokkiryhmään suhteutettuna matala noin 7x, mutta tälle ei ole mielestämme syytä antaa merkittävää painoarvoa tuloksen heikosta laadusta johtuen. Odotammekin Taalerin tuloksen laskevan selvästi vuosina 2024–2025, kun kertaluonteisten palkkioiden määrä normalisoituu. Näistä seikoista johtuen suosittelemmekin sijoittajia keskittämään fokuksensa osien summa-laskelman tarkasteluun.

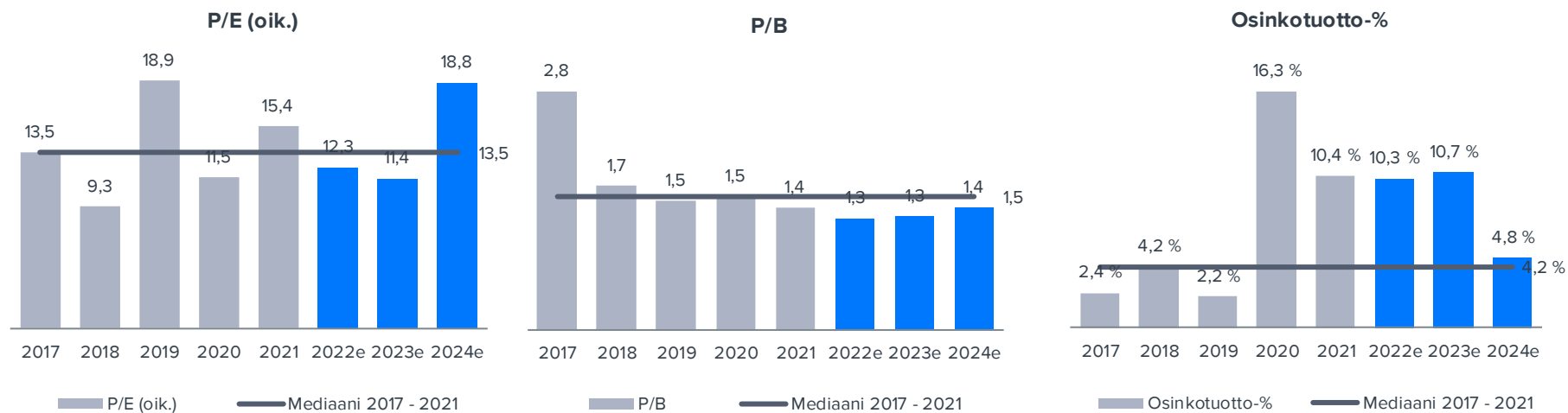
Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	9,91	9,91	9,91
Osakemäärä, milj. kpl	28,9	29,5	30,1
Markkina-arvo	286	286	286
Yritysarvo (EV)	224	228	241
P/E (oik.)	12,3	11,5	18,8
P/E	12,3	11,5	18,8
P/Kassavirta	4,0	12,8	14,6
P/B	1,3	1,3	1,4
P/S	4,1	3,9	4,7
EV/Liikevaihto	3,2	3,1	4,0
EV/EBITDA (oik.)	6,6	6,5	10,9
EV/EBIT (oik.)	6,8	6,7	11,4
Osinko/tulos (%)	126,8 %	120,0 %	87,2 %
Osinkotuotto-%	10,3 %	10,7 %	4,8 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	10,4	7,10	7,40	8,12	11,5	9,91	9,91	9,91	9,91
Osakemäärä, milj. kpl	28,3	28,4	28,4	28,4	28,4	28,9	29,5	30,1	30,1
Markkina-arvo	293	201	210	230	326	286	286	286	286
Yritysarvo (EV)	303	230	231	274	308	223	228	240	236
P/E (oik.)	13,5	9,3	18,9	11,5	15,4	12,3	11,4	18,8	16,1
P/E	13,5	9,3	18,9	11,5	2,4	12,3	11,4	18,8	16,1
P/Kassavirta	14,1	neg.	neg.	9,7	2,9	4,0	12,8	14,6	14,6
P/B	2,8	1,7	1,5	1,5	1,4	1,3	1,3	1,4	1,4
P/S	3,6	2,8	3,1	2,7	4,7	4,1	3,9	4,7	4,7
EV/Liikevaihto	3,7	3,2	3,4	3,2	4,4	3,2	3,1	4,0	3,9
EV/EBITDA (oik.)	10,7	9,2	12,1	10,1	2,1	6,6	6,5	10,9	9,3
EV/EBIT (oik.)	11,2	9,6	14,0	11,2	10,7	6,8	6,7	11,4	9,7
Osinko/tulos (%)	32,5 %	39,3 %	40,9 %	187,2 %	25,0 %	126,8 %	120,0 %	87,2 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	4,2 %	2,2 %	16,3 %	10,4 %	10,3 %	10,7 %	4,8 %	3,9 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Aktia	717								12,8	9,2	4,7	7,0	1,0
Alexandria	65	51	7,3	6,0	5,4	4,7	1,3	1,1	12,8	11,1	7,3	8,1	2,3
CapMan	391	441	8,0	11,1	7,8	10,7	6,6	5,7	9,4	13,6	6,5	6,9	2,7
Evli	428	407	13,4	8,9	11,4	7,7	4,3	3,3	20,9	14,5	6,8	9,3	3,8
eQ	825	766	14,7	13,4	14,4	13,1	8,9	8,3	19,9	18,1	5,2	5,7	9,8
Oma Säästöpankki	614								10,5	9,1	2,0	2,4	1,4
Titanium	134	114	6,5	6,0	6,4	5,8	4,0	3,6	9,6	9,0	8,7	9,4	4,7
United Bankers	140	126	9,4	8,2	8,2	7,2	2,8	2,4	13,9	12,7	6,1	6,8	2,9
Taaleri (Inderes)	286	224	6,8	6,7	6,6	6,5	3,2	3,1	12,3	11,5	10,3	10,7	1,3
Keskiarvo			9,9	8,9	8,9	8,2	4,6	4,1	13,7	12,2	5,9	7,0	3,6
Mediaani			8,7	8,5	8,0	7,5	4,1	3,4	12,8	11,9	6,3	7,0	2,8
Erotus-% vrt. mediaani			-21 %	-22 %	-17 %	-12 %	-22 %	-10 %	-4 %	-4 %	63 %	53 %	-54 %

Lähde: Refinitiv / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	86,7	13,7	14,3	12,3	29,4	69,7	7,2	11,8	26,9	23,4	69,3	73,6	60,8	60,3
Varainhoito (myyty 2020)	46,7	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
Strategiset sijoitukset	17,2	7,0	7,3	6,6	9,4	30,3	0,2	-1,1	6,1	6,5	11,7	22,3	24,5	24,5
Tasesijoitukset	0,9	1,5	1,7	1,4	3,8	8,4	1,7	7,1	8,3	4,5	21,6	3,0	2,5	2,5
Pääomarahastot (aik. Energia)	21,9	5,2	5,3	4,3	16,2	31,0	5,3	5,8	12,6	12,4	36,1	48,3	33,8	33,4
Käyttökate	27,0	5,9	119	4,6	15,0	144	-0,4	3,0	18,7	12,6	33,8	34,9	22,1	25,5
Poistot ja arvonalennukset	-2,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,8	-0,2	-0,6	-0,2	-0,2	-1,2	-0,8	-1,1	-1,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	24,5	5,7	7,6	4,3	11,1	28,7	-0,6	2,4	18,5	12,4	32,6	34,1	21,1	24,5
Liikevoitto	24,5	5,7	119	4,3	14,9	144	-0,6	2,4	18,5	12,4	32,6	34,1	21,1	24,5
Varainhoito (myyty 2020)	12,2	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
Strategiset sijoitukset	10,2	5,8	6,1	4,5	6,2	22,6	-1,4	-2,8	4,4	4,0	4,2	14,8	16,9	20,2
Tasesijoitukset	-1,6	0,5	0,3	0,5	1,7	3,0	1,4	6,3	7,5	3,7	18,9	-0,1	-0,8	-0,8
Pääomarahastot (aik. Energia)	3,7	-0,1	-0,7	-0,8	6,7	5,2	-0,6	-1,1	6,6	4,7	9,6	19,5	4,9	5,0
Nettorahoituskulut	0,0	-0,7	-1,0	-0,3	-0,3	-2,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,8	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	24,5	5,0	118	4,1	14,6	141	-0,9	2,2	18,3	12,2	31,7	33,3	21,1	24,5
Verot	-4,5	-1,0	-0,4	-1,4	-2,3	-5,2	-0,3	-2,1	-2,9	-2,4	-7,8	-6,7	-4,2	-4,9
Vähemmistöosuudet	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	-0,3	-0,1	-0,7	-1,2	-1,0	-1,1
Nettotulos	20,0	3,9	117	2,6	12,2	136	-1,5	0,0	15,1	9,7	23,2	25,5	15,9	18,5
EPS (oikaistu)	0,71	0,14	0,22	0,09	0,30	0,75	-0,05	0,00	0,52	0,34	0,80	0,87	0,53	0,62
EPS (raportoitu)	0,71	0,14	4,14	0,09	0,43	4,80	-0,05	0,00	0,52	0,34	0,80	0,87	0,53	0,62

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	29,0 %	0,0 %	-45,2 %	607,0 %	-50,0 %	-19,6 %	-47,6 %	-17,4 %	118,8 %	-20,5 %	-0,6 %	6,2 %	-17,4 %	-0,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	48,6 %		168,6 %	-51,4 %	-13,2 %	17,1 %	-111,3 %	-68,1 %	325,0 %	11,9 %	13,6 %	4,6 %	-38,2 %	15,9 %
Käyttökate-%	31,2 %	43,5 %	829,2 %	37,2 %	51,1 %	207,2 %	-6,2 %	25,2 %	69,4 %	53,9 %	48,8 %	47,5 %	36,4 %	42,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	28,3 %	42,0 %	52,7 %	35,3 %	37,7 %	41,2 %	-9,0 %	20,3 %	68,6 %	53,1 %	47,1 %	46,4 %	34,7 %	40,5 %
Nettotulos-%	23,1 %	28,3 %	818,2 %	21,5 %	41,6 %	195,1 %	-21,5 %	0,1 %	56,0 %	41,3 %	33,5 %	34,7 %	26,1 %	30,7 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	208	229	211	210	211
Liikearvo	5,1	0,7	0,4	0,4	0,4
Aineettomat hyödykkeet	1,7	0,0	-0,1	-0,2	-0,1
Käyttöomaisuus	2,9	1,1	1,5	1,9	1,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	36,6	55,7	50,7	45,7	45,7
Muut sijoitukset	160	169	156	160	160
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,6	2,3	2,3	2,3	2,3
Vaihtuvat vastaavat	59,7	89,8	99,1	81,9	68,1
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	14,5	13,7	6,0	6,0	6,0
Myyntisaamiset	19,4	22,9	15,2	16,2	13,4
Likvidit varat	25,8	53,3	77,9	59,7	48,7
Taseen loppusumma	268	319	310	292	279

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	148	230	221	218	204
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	99,4	213	202	198	183
Oman pääoman ehtoiset lainat	14,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	35,8	18,8	18,8	18,8	18,8
Muu oma pääoma	-1,0	-1,3	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	-1,1	-0,7	0,1	1,2	2,2
Pitkäaikaiset velat	85,3	49,6	49,5	34,7	34,7
Laskennalliset verovelat	15,4	16,6	16,6	16,6	16,6
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	49,9	14,9	14,8	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	20,0	18,1	18,1	18,1	18,1
Lyhytaikaiset velat	34,7	39,4	39,4	39,4	39,4
Lainat rahoituslaitoksilta	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	34,7	39,4	39,4	39,4	39,4
Taseen loppusumma	268	319	310	292	279

DCF-laskelma

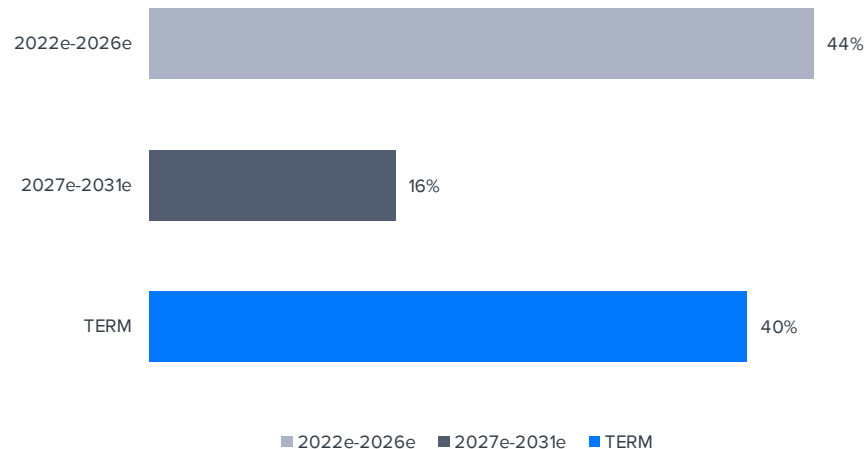
DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-19,6 %	-0,6 %	6,2 %	-17,4 %	-0,7 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	206,0 %	47,1 %	46,4 %	34,7 %	40,5 %	40,0 %	40,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %
Liikevoitto	144	32,6	34,1	21,1	24,5	24,9	25,5	22,9	23,4	24,0	24,6	
+ Kokonaispoistot	0,8	1,2	0,8	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
- Maksetut verot	-4,7	-7,8	-6,7	-4,2	-4,9	-5,0	-5,1	-4,6	-4,7	-4,8	-4,9	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,2	-0,2	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	2,0	15,3	-0,9	2,8	0,1	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
Operatiivinen kassavirta	142	41,2	27,2	20,7	20,7	20,5	21,1	19,0	19,4	19,9	20,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-1,5	11,9	-5,5	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	138	53,0	21,7	19,6	19,6	19,4	20,0	17,9	18,3	18,8	18,7	
+/- Muut	-27,7	18,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	111	71,0	22,4	19,6	19,6	19,4	20,0	17,9	18,3	18,8	18,7	276
Diskontattu vapaa kassavirta		70,0	20,1	16,2	14,7	13,3	12,5	10,2	9,6	9,0	8,2	121
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		305	235	215	199	184	170	158	148	138	129	121
Velaton arvo DCF		305										
- Korolliset velat		-14,9										
+ Rahavarat		53,3										
-Vähemmistöosuus		-0,1										
-Osinko/pääomapalautus		-34,0										
Oman pääoman arvo DCF		309										
Oman pääoman arvo DCF per osake		10,7										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,4 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Garantia DDM-laskelma

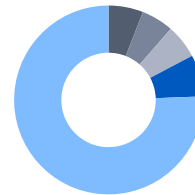
Garantian DDM-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
PTP	22,0	8,0	16,4	18,3	21,4	
Osingot	15,0	10,0	10,2	11,7	15,8	167
Solvenssi-%	219 %	219 %	198 %	194 %	186 %	
Diskontatut osingot		9,9	9,2	9,7	11,9	126
Diskontatut osingot kumulat.		166	156	147	137	126
Oman pääoman arvo DDM		166				

Oman pääoman kustannus

Riskitön korko	2,5 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Oman pääoman kustannus	9,4 %

Lähde: Inderes

Rahavirtojen jakauma jaksoittain



■ 2022e ■ 2023e ■ 2024e ■ 2025e ■ TERM

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	67,2	86,7	69,7	69,3	73,6	EPS (raportoitu)	0,39	0,71	4,80	0,80	0,87
Käyttökate	19,2	27,0	144,4	33,8	34,9	EPS (oikaistu)	0,39	0,71	0,75	0,80	0,87
Liikevoitto	16,5	24,5	143,6	32,6	34,1	Operat. kassavirta / osake	0,42	1,14	5,00	1,43	0,92
Voitto ennen veroja	16,5	24,5	141,3	31,7	33,3	Vapaa kassavirta / osake	-0,34	0,84	3,90	2,46	0,76
Nettovoitto	11,1	20,0	136,0	23,2	25,5	Omapääoma / osake	4,96	5,26	8,13	7,66	7,37
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	114,9	0,0	0,0	Osinko / osake	0,16	1,32	1,20	1,02	1,04
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	269,7	268,0	318,7	309,9	292,4	Liikevaihdon kasvu-%	-7 %	29 %	-20 %	-1 %	6 %
Oma pääoma	140,6	148,1	229,8	221,0	218,2	Käyttökateen kasvu-%	-24 %	41 %	434 %	-77 %	3 %
Liikearvo	5,1	5,1	0,7	0,4	0,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	-31 %	49 %	17 %	14 %	5 %
Nettovelat	21,9	24,1	-38,4	-63,0	-59,7	EPS oik. kasvu-%	-49 %	80 %	6 %	8 %	8 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	28,5 %	31,2 %	207,2 %	48,8 %	47,5 %
Käyttökate	19,2	27,0	144,4	33,8	34,9	Oik. Liikevoitto-%	24,6 %	28,3 %	41,2 %	47,1 %	46,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-3,3	9,5	2,0	15,3	-0,9	Liikevoitto-%	24,6 %	28,3 %	206,0 %	47,1 %	46,4 %
Operatiivinen kassavirta	11,9	32,5	141,6	41,2	27,2	ROE-%	8,5 %	13,8 %	71,7 %	10,3 %	11,7 %
Investoinnit	-26,1	-8,3	-1,5	11,9	-5,5	ROI-%	8,5 %	12,3 %	64,9 %	13,6 %	15,0 %
Vapaa kassavirta	-9,5	23,7	110,6	71,0	22,4	Omavaraisuusaste	52,1 %	55,2 %	72,1 %	71,3 %	74,6 %
						Nettovelkaantumisasaste	15,6 %	16,3 %	-16,7 %	-28,5 %	-27,4 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	3,4	3,2	4,4	3,2	3,1						
EV/EBITDA (oik.)	12,1	10,1	2,1	6,6	6,5						
EV/EBIT (oik.)	14,0	11,2	10,7	6,8	6,7						
P/E (oik.)	18,9	11,5	15,4	12,3	11,5						
P/B	1,5	1,5	1,4	1,3	1,3						
Osinkotuotto-%	2,2 %	16,3 %	10,4 %	10,3 %	10,7 %						

Lähde: Inderes

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 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 (välttämät 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 käytettävää neuvonantajia. 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistussuosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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 sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa 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
24/03/2020	Vähennä	6,50 €	6,42 €
20/04/2020	Vähennä	6,50 €	6,30 €
22/06/2020	Lisää	7,50 €	6,72 €
14/08/2020	Lisää	8,00 €	7,34 €
22/12/2020	Lisää	8,50 €	7,40 €
19/02/2021	Lisää	9,50 €	8,54 €
11/03/2021	Lisää	10,00 €	9,42 €
24/03/2021	Lisää	11,00 €	9,60 €
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 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**