

# Taaleri

## Yhtiöraportti

1.11.2023 22:45



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Isot odotukset pääomamarkkinapäivälle

Tarkistamme Taalerin tavoitehintamme 10,0 euroon (aik. 11e) ja toistamme lisää-suosituksen. Q3-raportti oli hyvin linjassa odotuksiimme ja olemme tehneet vain rajallisia muutoksia ennusteisiimme. Olemme tehneet osien summa-laskelmaamme pieniä tarkennuksia alaspäin ja suhteessa tähän osaketta hinnoitellaan edelleen selvällä alennuksella. Osake on monesta kulmasta tarkasteltuna halpa, mutta haluamme ensin nähdä CMD:n askelmerkit tuleville vuosille ennen mahdollista voimakkaampaa näkemystä.

## Odotuksien mukainen Q3-raportti

Taalerin liikevoitto oli 5,7 MEUR ja se ylitti selvästi 3,7 MEUR:n ennusteemme. Ennusteylitys tuli pääosin Uusiutuvan Energian kirjaamista sijoitustuotoista sekä Muut-segmentin sijoitustuotoista. Näin ollen ylityksen aiheuttaneilla erillä ei ole suurempaa merkitystä ja operatiivisesti numerot olivat hyvin linjassa ennusteisiin. Garantia jatkoi vahvaa suorittamistaan haastavasta markkinatilanteesta huolimatta. Vakuutusmaksutulot olivat hieman odotuksiamme korkeammat ja korvauskulut säilyivät hyvin alhaisina. Sijoitustuotot jäivät puolestaan selvästi ennusteistamme, mutta tämän merkitys on vähäinen kvartaalitasolla.

## Isot odotukset 24.11. järjestettävältä pääomamarkkinapäivältä

Taaleri on kertonut päivittävänsä CMD:llä strategiansa. Keskeinen kysymys liittyy Garantian rooliin osana konsernia. Garantia on tämän strategiakauden ollut ”strategiset sijoitukset” -segmentin alla ja Pääomarahastoihin keskittyvässä strategiassa se on ollut sivuroolissa erinomaisesta operatiivisesta kehityksestä huolimatta. Garantian roolia osana konsernia on perusteltu sillä, että se on tarjonnut vakaata kassavirtaa, samalla kun pääomarahastoja on ajettu ylös. Tämä argumentti ei enää päde, sillä SolarWind 3-rahaston myötä Pääomarahastot nousevat myös jatkuvien palkkioiden osalta voitolliseksi. Mielestämme onkin selvää, että Garantian rooliin pitää tehdä selkeämpi linjarveto. Nykyinen tilanne, jossa konsernin arvokkain osa on epämääräinen ”strateginen sijoitus” ei ole omistaja-arvon kannalta optimaalinen. Mikäli Garantiasta irtaannuttaisiin, olisi osittaisjakautuminen (vrt. Sampo/Mandatum) hyvin relevantti vaihtoehto. Toinen keskeinen avoin kysymys on yhtiön ylimääräisten pääomien käyttö (M&A vs. voitonjako). Lisäksi yhtiön pitäisi kyetä tarjoamaan uskottavat askelmerkit Muiden Pääomarahastojen kehitykselle.

## Tulosta tulee, mutta painopiste kertatuotoissa

Q3-raportin jäljiltä tekemämme ennustemuutokset rajoittuvat pääasiassa sijoitustuottojen sekä tuottosidonnaisten palkkioiden ajoitukseen, ja kokonaisuutena vuosien 2023–2025 kumulatiivisen liikevoiton ennusteemme on säilynyt käytännössä ennallaan. Tuloksen jakauma on kuitenkin jonkin verran heikentynyt, sillä tuottopalkkioiden määrä on ennusteissamme kasvanut. Tuloksen jakauma kyllä paranee edelleen lähivuosina, mutta kulmakerroin on vaatimaton. Yhtiö tulee jatkamaan avokätistä osinkopolitiikkaansa ja odotamme lisäosinkoja lähivuosilta. Pidämme myös hyvin mahdollisena, että yhtiö vauhdittaa Pääomarahastojen kasvua yrityskaupoilla.

## Arvostus alkaa näyttää halvalta, mutta katsomme CMD:n askelmerkit ensin

Keskitymme analyysissämme etenkin osien summaan, sillä se huomioi parhaiten liiketoimintojen erilaiset profiilit. Osien summan mukainen arvomme on laskenut lievästi hieman yli 10 euroon per osake ja tämä on linjassa tavoitehintamme kanssa. Olennaisesti korkeampi osien summa taas vaatisi taakseen joko 1) Pääomarahastojen odotuksia parempaa tuloskehitystä, 2) rakennejärjestelyjä tai 3) Garantian nopeampaa kasvua.

## Suositus

### Lisää

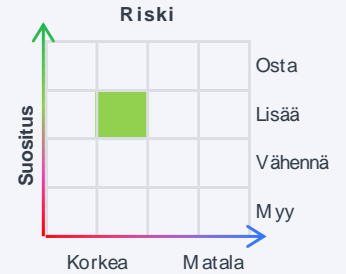
(aik. Lisää)

### 10,00 EUR

(aik. 11,00 EUR)

### Osakekurssi:

8,50

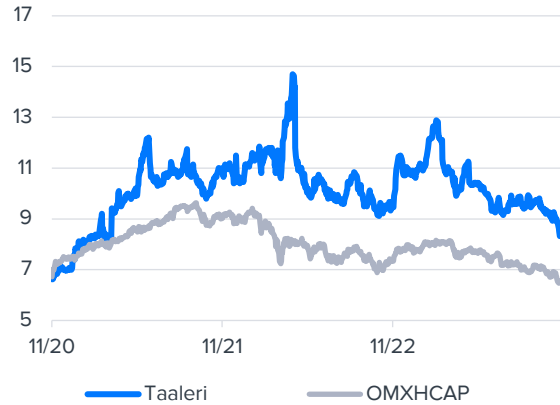


## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	63,2	58,0	60,8	62,2
<b>kasvu-%</b>	-9 %	-8 %	5 %	2 %
<b>EBIT oik.</b>	27,4	27,3	29,6	29,4
<b>EBIT-% oik.</b>	43,3 %	47,1 %	48,8 %	47,3 %
<b>Nettotulos</b>	20,6	19,6	21,1	21,3
<b>EPS (oik.)</b>	0,73	0,68	0,71	0,71
<b>P/E (oik.)</b>	17,6	12,6	11,9	11,9
<b>P/B</b>	1,8	1,2	1,2	1,2
<b>Osinkotuotto-%</b>	5,5 %	9,1 %	9,6 %	9,9 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	12,1	7,0	6,0	6,0
<b>EV/EBITDA</b>	11,6	6,9	5,9	5,9
<b>EV/Liikevaihto</b>	5,2	3,3	2,9	2,8

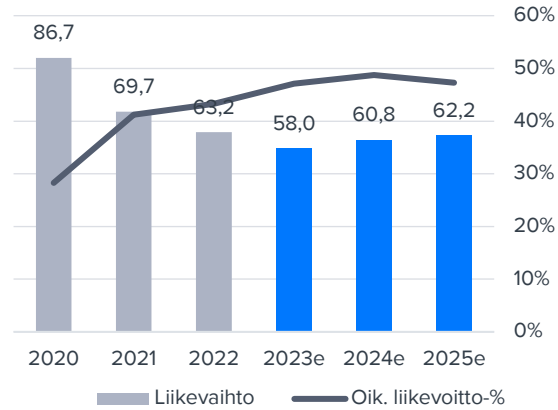
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



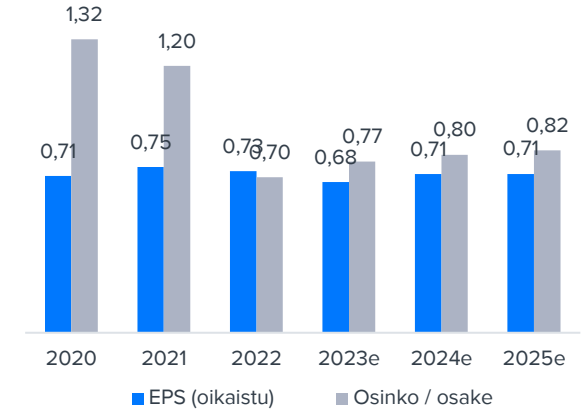
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

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



### Riskitekijät

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

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	8,50	8,50	8,50
Osakemäärä, milj. kpl	29,0	29,6	29,9
Markkina-arvo	246	246	246
Yritysarvo (EV)	193	179	177
P/E (oik.)	12,6	11,9	11,9
P/E	12,6	11,9	11,9
P/B	1,2	1,2	1,2
P/S	4,2	4,1	4,0
EV/Liikevaihto	3,3	2,9	2,8
EV/EBITDA (oik.)	6,9	5,9	5,9
EV/EBIT (oik.)	7,0	6,0	6,0
Osinko/tulos (%)	113,7 %	112,0 %	114,8 %
Osinkotuotto-%	9,1 %	9,6 %	9,9 %

Lähde: Inderes

# Välikvartaali ennen CMD:tä

## Kertatuotot siivittivät tulosylytykseen

Taalerin liikevoitto oli 5,7 MEUR ja se ylitti selvästi 3,7 MEUR:n ennusteesemme. Ennusteylytys tuli pääosin Uusiutuvan Energian kirjaamista sijoitustuotoista sekä Muut-segmentin sijoitustuotoista. Näin ollen ylityksen aiheuttaneilla erillä ei ole suurempaa merkitystä ja operatiivisesti numerot olivat hyvin linjassa ennusteisiin. Osakekohtainen tulos oli reilun liikevoittoylityksen myötä selvästi odotuksia korkeampi 0,16 euroa (Q3'23e: 0,09e).

Uusiutuvassa Energiassa jatkuvat palkkiot kasvoivat hieman odotuksiamme vähemmän, kun oikaistaan 0,6 MEUR:n palkkioihin kirjattu kertaluontoinen erä. Sijoitustuotot olivat 1,9 MEUR ja niitä kirjattiin useammasta pienemmästä lähteestä. Segmentin tulos nousi symbolisesti voitolliseksi myös jatkuvilla palkkiolla. Yhtiön kommentit SolarWind 3 -rahaston myynnistä olivat edelleen varsin positiivisia

haastavasta markkinatilanteesta huolimatta. Yhtiö myös virallisesti kertoi aloittaneensa katsauskaudella vanhojen tuulirahastojen myyntiprosessin (Tuuli 2 ja 3) ja odotamme näistä irtaantumisen tapahtuvan tulevien kvartaalien aikana. Rahastoista on kirjattu jo etukäteen merkittävät tuottosidonnaiset palkkiot, mutta odotamme näitä lisää myyntien yhteydessä. Taaleri myös kertoi raportissaan potentiaalisesta 9 MEUR:n tuottosidonnaisista palkkioista Q2:lla myydyn uusiutuvan energian hankesalkun osalta. Summa on huomattava ja nostaisi koko hankesalkun tuottopalkkion 18 MEUR:oon. Koska yhtiö tuli arviolla jo nyt ulos, niin pidämme sen toteutumista suhteellisen todennäköisenä.

## Muissa pääomarahastoissa haasteita

Muissa pääomarahastoissa jatkuvat palkkiot olivat selvästi odotuksiamme heikkomat (1,4 vs. 1,7 MEUR), kun kiinteistösegmentin laskutuksesta poistui

kansainvälinen kiinteistömandaatti heinäkuussa. Jatkuvien palkkioiden taso on hyvin heikko ja segmentti tarvitsisi kipeästi uutta jatkuvaa liikevaihtoa. Muiden Pääomarahastojen kulutaso oli odotuksia parempi, mutta segmentti pysyi silti tappiolla.

## Garantian suoritus oli vahva

Garantia jatkoi vahvaa suorittamistaan haastavasta markkinatilanteesta huolimatta. Vakuutusmaksutulot olivat hieman odotuksiamme korkeammat ja korvauskulut säilyivät hyvin alhaisina. Sijoitustuotot jäivät puolestaan selvästi ennusteistamme, mutta tämän merkitys on vähäinen kvartaalitasolla. Garantian tulos oli lopulta 3,6 MEUR (Q3'23e: 4,3 MEUR).

Ennustetaulukko	Q3'22	Q3'23	Q3'23e	Q3'23e	Konsensus		Erotus (%)	2023e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	26,9	13,5	11,4				18 %	58,0
Liikevoitto	18,5	5,7	3,7				55 %	27,3
EPS (oik.)	0,53	0,16	0,09				78 %	0,68
Liikevaihdon kasvu-%	118,8 %	-50,0 %	-57,6 %				7,6 %-yks.	-8,3 %
Liikevoitto-% (oik.)	68,6 %	42,7 %	35,7 %				6,9 %-yks.	47,1 %

Lähde: Inderes

Tulosinfo katsottavissa oheisesta linkistä:



# Ennusteissa ei oleellisia muutoksia

## Ennustemuutokset:

- Ennusteissa on vuositasolla jälleen tapahtunut isoja muutoksia, mutta tämä selittyy käytännössä täysin kertatuottojen siirtymillä vuodelta toiselle. Kumulatiivisesti 2023–2025e liikevoittonnusteemme on pysynyt käytännössä ennallaan. Kertatuottojen painopiste on kuitenkin kasvanut samalla kun jatkuvaan pohjautuvan tuloksen ennusteet ovat hieman laskeneet. Tämä tuloksen jakauman heikentyminen on luonnollisesti negatiivista.
- Uusiutuavassa energiassa olemme lisänneet hankekehityssalkusta 5 MEUR:n tuottopalkkion vuodelle 2025. Huomautamme, että lopullinen summa on joko 0 tai 9 MEUR ja 5 MEUR sisältää varmuusmarginaalia. Texasin irtaantumisen olemme siirtäneet Q4'23:ta vuoteen 2025. Olemme myös siirtäneet SolarWind 4 -rahaston lanseerauksen vuodelle 2027 ja laskeneet varovaisuuden nimissä SW3:n lopullisen koon 650 MEUR:oon (aik. 700 MEUR).
- Garantian osalta olemme laskeneet lähivuosien kasvuennusteita johtuen selvästi laskeneesta asuntolainakysynnästä. Huomautamme, että tämä näkyy Garantian liikevaihdossa vasta viiveellä ja nyt nähtävä heikko myynti tulee painamaan myös 2025 liikevaihtoa. Olemme myös nostaneet hieman arviotamme 2024 korvauskuluista talouden synkentyneestä tilasta johtuen.

## Operatiiviset tulosajurit:

- Energia alkaa skaalautua 2024–2025, kun SolarWind 3 -rahasto aloittaa toimintansa. Energia saa lähivuosina merkittävää tukea erilaisista kertatuotoista ja 2024–2026 odotamme yhteensä noin 25 MEUR kertatuottoja. Vaikka tuottojen ajoitukseen liittyy suurta epävarmuutta, on kokoluokka oikea.
- Muiden pääomarahastojen operatiivinen tulos pysyy tappiolla toiminnan verkkaisesta ylösajosta johtuen. Muut pääomarahastot tarvitsisivat kipeästi uusia kasvulähtöjä ja vahvempaa uusmyyntiä, sillä nykyisellä uralla kulkiessa toiminta on meidän arvioissamme tappiollista vielä vuonna 2026.
- Garantian vakuustekninen tulos laskee ennusteissamme lähivuodet 2022 ennätystasolta johtuen vaikeasta markkinasta. Korkojen nousu tukee Garantian tulosta korkosijoituksiin painottuneen sijoitussalkun kautta ja koko Garantian tulos kääntyy jo 2025 kasvuun.
- Kokonaisuutena yhtiön jatkuviin tuottoihin pohjautuva tulos paranee lähivuosina, mutta kulmakerroin on vaatimaton. Kulukontrollin pitäminen on ensiarvoisen tärkeää operatiivisen tulosparannuksen näkökulmasta.
- Odotamme hyvin vuolasta osinkovirtaa ja kasvavan perusosingon lisäksi yhtiö jakaa arviomme mukaan säännöllisiä lisäosinkoja tasetta purkaessaan.

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
MEUR / EUR									
Liikevaihto	62,4	58,0	-7 %	65,9	60,8	-8 %	56,6	62,2	10 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	30,8	27,3	-11 %	33,3	29,6	-11 %	22,9	29,4	28 %
Liikevoitto	30,8	27,3	-11 %	33,3	29,6	-11 %	22,9	29,4	28 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,76	0,68	-11 %	0,86	0,71	-17 %	0,59	0,71	22 %
Osakekohtainen osinko	0,77	0,77	0 %	0,80	0,80	0 %	0,82	0,82	0 %

Lähde: Inderes

Toimitusjohtajan haastattelu katsottavissa oheisesta linkistä:



# Ennako-odotuksia pääomamarkkinapäivälle

Taaleri järjestää pääomamarkkinapäivän 22.11.2024. Yhtiö tulee päivittämään strategiaansa ja toivon mukaan myös tekemään isompia strategiasia linjauksia. Ohessa keskeisiä ennako-odotuksiamme pääomamarkkinapäivään liittyen.

## Kurssi samalla tasolla kun Garantian hankinnan yhteydessä

Taalerin osake on tällä hetkellä suunnilleen sama tasolla kuin 2015 sen ostaessa Garantian. Vaikka yhtiö onkin jakanut matkalla muhkeita osinkoja (etenkin viime vuosina), on kehitys ollut yleisesti ottaen pettymys. Alkuvuosina yhtiön ongelmat olivat Varainhoidon krooniset kannattavuushaasteet ja Garantian hankinnan myötä muodostuneen RaVa-ryhmittymän brutaalit pääomavaateet. Myös strategisen suunnan puute vaivasi yhtiötä ja Garantian hyvä kehitys sekä pääosin mallikkaasti onnistunut oman taseen sijoitustoiminta eivät riittäneet kompensoimaan haasteita muualla.

## Garantian roolia tulisi selkeyttää

Varainhoidon myynnin jälkeen yhtiön strategia on ollut ensi kertaa sen historiassa hyvin selkeä ja yhtiö on myös tehostanut pääoman käyttöönsä huomattavasti päästessään irti RaVa-ryhmän kahleista. Pääomarahastojen ylösajo on kuitenkin ollut varsin hidasta ja etenkin Muissa Pääomarahastoissa kehitys on ollut vaisua, vaikka Bioteollisuus onkin saatu lupaavasti liikkeelle (Infra lopetettiin ja Kiinteistöjen kehitys ollut luvattoman heikkoa). Koska Garantia on strategiassa ollut sivuroolissa, ei sen erinomaisena jatkunut kehitys ole tullut täysimääräisesti esiin osana yhtiön tarinaa.

Garantian pitäminen osana konsernia oli perusteltua

nykyisen strategiakauden ajan, sillä sen vahva tuloskehitys tarjosi hyvää selkänöjää sekä vakautta Pääomarahastojen ollessa ylösajovaiheessa. Nyt kuitenkin pääomarahastot ovat vihdoinkin nousseet plussalle SolarWind 3:n vetämänä ja skaalautumisen pitäisi jatkua tulevina vuosina. Näin ollen Garantialla ei mielestämme ole enää selkeää roolia osana konsernia ja yksi pääomamarkkinapäivän keskeisiä asioita tulisi olla Garantian roolin selkeytys.

## Garantian listaus vapauttaisi arvoa

Mikäli Garantista pyritään irtautumaan, tulisi se avoimesti viestiä. Koska Garantia voitaisi hyvin listata pörssiin osittaisjakautumisen kautta (vrt. Sampo/Mandatum), ei avoin kommunikointi strategisten vaihtoehtojen tarkastelusta olisi mielestämme ongelmallista (vrt. Sampo ja sen strateginen tarkastelu). Toisaalta jos Taaleri haluaa pitää Garantian, tulisi se ottaa vahvemmin mukaan strategiaan. Nykyinen tilanne, jossa konsernin arvokkain osa on strategiassa sivulauseena (strategian ydin pääomarahastot) on vähintäänkin erikoinen eikä johda tilanteeseen, jossa Garantian arvo tulisi täysimääräisesti esiin. Käytännössä tämä tarkoittaisi, että Taaleri olisi vaihtoehtoisin keskittyvän pääomarahastotalon sijaan enemmän finanssisektorin monialayhtiö, joskin tiukemmalla fokuksella kuin aiemmin.

## Miten yli pääomitus aiotaan purkaa?

Toinen seikka, johon yhtiön tulisi tarjota CMD:llä lisää selkeyttä on sen pääomien käyttö. Yhtiö on keventänyt tasetaan reippaasti nykyisen strategiakauden aikana, mutta sillä on edelleen merkittävästi ylimääräistä pääomaa. Tämän pääoman käytön suhteen yhtiö ei ole tehnyt selviä linjauksia,

vaan puhunut enemmän ylätasolla ”yrityskaupat mahdollisia ja pääomia voidaan palauttaa myös omistajille”. Mielestämme yhtiön tulisi selkeämmin indikoida sen tahtotilaa pääomien käytön suhteen ja yksi selkeä linjaus olisi antaa tavoitekoko konsernin omalle sijoitussalkulle, joka on sijoitettu omiin tuotteisiin ja/tai muuhun pääomarahastoja tukevaan toimintaan. Lisäksi Taalerin tulisi selkeämmin indikoida tahtotilansa yrityskauppojen suhteen, mikä perustelisi paremmin ns. ”sotakassan” säilyttämisen. Etenkin yrityskaupoista pitäisi nyt olla helpompi puhua, kun arvostukset ovat vaihtoehtoisella puolella tulleet reippaasti alas ja myös yhtiö on omassa strategiassaan kypsimmäisessä vaiheessa.

Myös voitonjaon suhteen yhtiö voisi olla aiempaa selkeämpi ja esimerkiksi ”kasvava perusosinko” sekä selkeä viesti mahdollisista lisäosingoista (”ylimääräiset pääomat pyritään palauttamaan omistajille strategiakauden aikana”) voisi olla järjevä tapa selkeyttää tätä. Luonnollisesti voitonjaon kommunikaatio riippuu paljolti yrityskauppahalusta ja oman sijoitussalkun tavoitekoosta.

## Kiinteistöjen rooli konsernissa on kyseenalainen

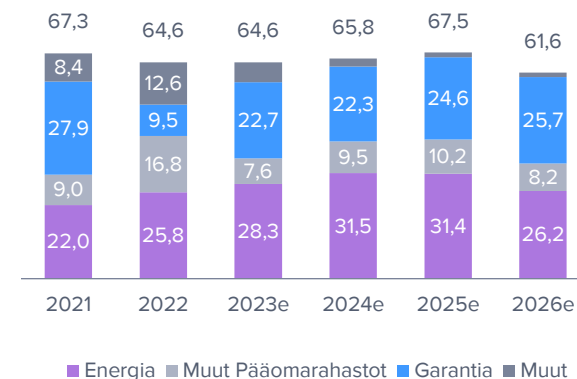
Viimeisenä yhtiön tulisi viestiä selkeämmät askelmerkit Muun Pääomarahastoliiketoiminnan kehitykselle. Etenkin kiinteistöjen rooli konsernissa on hyvin kyseenalainen ja mielestämme niistä irtaantuminen olisi hyvin perusteltua. Lisäksi yhtiö voisi avoimemmin myös indikoida harkitsevansa yrityskauppoja osana Pääomarahastojen kasvua. Tämä myös selkeyttäisi aiemmin käsiteltyä kassan käyttöä.

# Ennusteiden yhteenveto

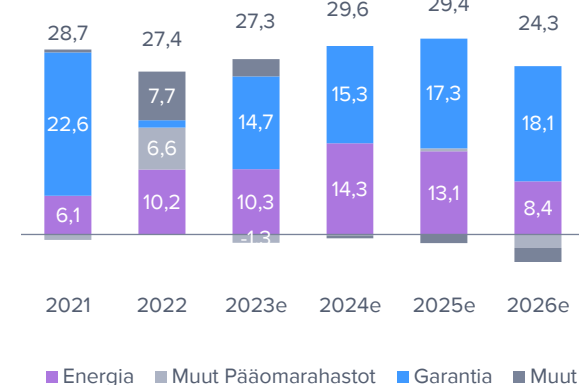
Konsernitason ennusteet	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Segmenttien yhteenlaskettu liikevaihto</b>	<b>67,3</b>	<b>64,6</b>	<b>64,6</b>	<b>65,8</b>	<b>67,5</b>	<b>61,6</b>
Pääomarahastot	31,0	42,5	35,9	41,0	41,6	34,4
<i>Energia</i>	22,0	25,8	28,3	31,5	31,4	26,2
<i>Muut Pääomarahastot</i>	9,0	16,8	7,6	9,5	10,2	8,2
Garantia	27,9	9,5	22,7	22,3	24,6	25,7
<i>Takausvakuutus toiminnan nettotuotot</i>	17,6	18,0	17,5	14,2	16,4	17,5
<i>Sijoitustuotot</i>	10,3	-8,5	5,2	8,1	8,2	8,3
Muut-segmentti	8,4	12,6	5,9	2,4	1,4	1,4
<b>Liikevoitto (raportoitu)</b>	<b>143,6</b>	<b>27,4</b>	<b>27,3</b>	<b>29,6</b>	<b>29,4</b>	<b>24,3</b>
Pääomarahastot	5,2	16,8	8,9	14,2	13,5	6,2
<i>Energia</i>	6,1	10,2	10,3	14,3	13,1	8,4
<i>Muut Pääomarahastot</i>	-0,9	6,6	-1,3	-0,2	0,4	-2,1
Strategiset sijoitukset	22,6	1,2	14,7	15,3	17,3	18,1
Muut-segmentti	0,4	7,7	2,7	-0,5	-1,4	-2,2
Kertaerät	114,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>28,7</b>	<b>27,4</b>	<b>27,3</b>	<b>29,6</b>	<b>29,4</b>	<b>24,3</b>
<i>EBIT-% ilman kertaeriä</i>	43 %	42 %	42 %	45 %	44 %	40 %
Verot	-5,2	-5,1	-2,9	-5,8	-5,9	-4,9
Vähemmistöt	0,0	-0,7	-3,6	-2,1	-2,2	-2,3
<b>Nettotulos</b>	<b>136,0</b>	<b>20,6</b>	<b>19,6</b>	<b>21,1</b>	<b>21,3</b>	<b>17,1</b>
EPS (raportoitu)	4,80	0,73	0,68	0,71	0,71	0,57
EPS (oikaistu)	0,75	0,73	0,68	0,71	0,71	0,57
Osinko	1,20	0,70	0,77	0,80	0,82	0,84

Segmenttien ennusteet*	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Pääomarahastot</b>	<b>5,2</b>	<b>16,8</b>	<b>8,9</b>	<b>14,2</b>	<b>13,5</b>	<b>6,2</b>
<i>Liikevoitto ilman kertatuottoja</i>	-5,7	-5,1	-3,1	1,2	2,5	1,2
<i>Kertatuotot</i>	10,9	21,9	12,0	13,0	11,0	5,0
<b>Garantia</b>	<b>22,0</b>	<b>4,6</b>	<b>17,8</b>	<b>16,9</b>	<b>18,9</b>	<b>19,7</b>
<i>Vakutuustekninen tulos</i>	11,7	13,1	12,6	8,8	10,7	11,5
<i>Sijoitustuotot</i>	10,3	-8,5	5,2	8,1	8,2	8,3
<b>Muut-segmentti</b>	<b>-1,0</b>	<b>5,5</b>	<b>0,1</b>	<b>-3,8</b>	<b>-5,3</b>	<b>-6,2</b>
<i>Liikevoitto ilman kertatuottoja</i>	-6,4	-4,7	-3,9	-4,8	-5,3	-6,2
<i>Kertatuotot</i>	5,4	10,2	4,0	1,0	0,0	0,0

Liikevaihtoennusteet (MEUR)



Liikevoittoennusteet (MEUR)



# Arvostus ei ole korkea

Olemme hiljattain käsitelleet yksityiskohtaisesti Taalerin arvonmäärittystä laajassa raportissamme (vapaasti luettavissa [täältä](#)), ja iso kuva arvostuksen suhteen on ennallaan.

Kokonaisuutena pidämme osaketta nykytasolla maltillisesti hinnoiteltuna. Emme pidä perusteltuna hinnoitella Taaleria alle sen osien summan, kun niissä olevan arvon purkautumiseen on selkeät askelmerkit ja yhtiö on sitoutunut arvon purkamiseen. Olennaisesti korkeampi osien summa taas vaatisi taakseen joko 1) Pääomarahastojen odotuksia parempaa tuloskehitystä, 2) rakennejärjestelyjä tai 3) Garantian nopeampaa kasvua. Osien summan mukainen arvo ennallaan.

## Osien summa edelleen arvostuksen ohjenuorana

Näkemyksemme mukaan osien summa tarjoaa edelleen hyvän lähtökohdan Taalerin arvonmäärittämiselle. Arviomme osien summasta on laskenut hieman ja on nyt noin 300 MEUR, eli hieman yli 10 euroa per osake.

Uusiutuvan energian arvoa olemme tarkistaneet hieman alaspäin johtuen hieman laskeneista ennusteista ja selvästi laskeneista verrokkivaluaatioista. Päivitetty arvomme Taalerin omistususuudelle on 70 MEUR (aik. 80 MEUR).

Muiden pääomarahastojen osalta olemme tarkistaneet arvon 10 MEUR:oon (aik. 15 MEUR). Arvo on hyvin matala ja erittäin todennäköisesti siitä saisi enemmän, mikäli Taaleri päätyisi sen myymään. Kuitenkin segmentti pysyy tappiollisena myös pidemmällä aikavälillä ja näin ollen hyvin matala arvo on perusteltu ilman selkeämpää tiekarttaa segmentin kääntämiseksi voitolliseksi.

Garantiaa arvotamme pääoman tuoton huomioivia tasepohjaisia hinnoittelukertoimia sekä osinkojen

nykyarvomallia (DDM) käyttäen. Pidämme Garantian tapauksessa DDM-mallia hyvinkin käyttökelpoisena, sillä oletamme yhtiön jakavan jatkossa lähes koko verojen jälkeisen tuloksensa Taalerille osinkoina. Soveltamillamme menetelmillä saamme Garantian osakekannan arvoksi 175 MEUR (aik. 180 MEUR).

Konsernikulujen nettoarvoksi olemme määrittäneet 65 MEUR (normalisoitu kulurasite / konsernin pääoman tuottovaatimus). Yhtiön sijoitussalkun koko oli Q3'23 lopussa 72 MEUR. Olemme lisänneet tähän summaan 14 MEUR:n tuottopalkkiosaamiset, jotka yhtiöllä on taseessaan sen vanhoista tuulirahastoista. Eri osien yksityiskohtaisempi arvonmäärittäminen löytyy laajasta raportistamme.

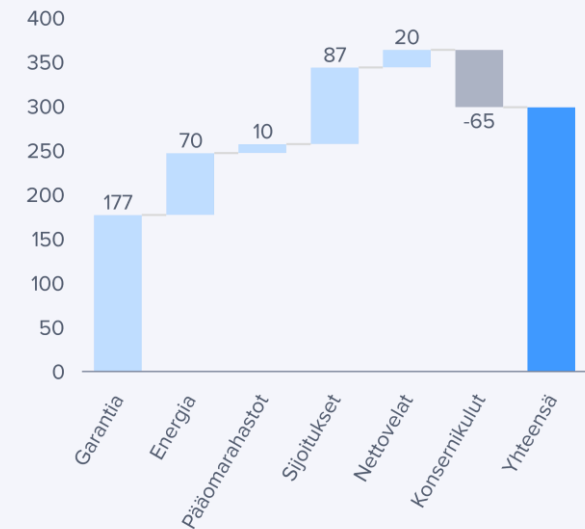
## Tuloskertoimet eivät toimi optimaalisesti

Tulospohjaisten kertoimien käytettävyys on lähivuosien osalta heikko, sillä Pääomarahastoliiketoiminta on vielä rakennus-/ylösajovaiheessa. Lisäksi yhtiön tuotoissa tulee lähivuosina olemaan merkittävästi kertatuottoja vanhojen rahastojen tuottopalkkioista sekä sijoitusten irtaantumista johtuen. Yhtiön tase on myös rajusti ylikapitalisoitunut ja tuloskertoimissa katse onkin syytä kääntää EV-pohjaisiin kertoimiin. 2023–2024 ennusteillamme EV/EBIT-kertoimet ovat 6–7x tuntumassa, mitä ei voida pitää erityisen vaativana tasona. 2023–2025 tulos tulee kuitenkin valtaosin kertatuotoista. Huomautamme, että Pääomarahastojen vähemmistöosuudet laskevat hyväksyttäviä liikevoittokertoimia.

Taalerin osinkotuotto on lähivuodet vahvalla tasolla kertaosingoista johtuen (~9%). Alla oleva perusosinko on terveellä ~5%:n tasolla. Kokonaisuutena kertoimet tukevat näkemystämme osakkeen maltillisesta hinnoittelusta.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	8,50	8,50	8,50
Osakemäärä, milj. kpl	29,0	29,6	29,9
Markkina-arvo	246	246	246
Yritysarvo (EV)	193	179	177
P/E (oik.)	12,6	11,9	11,9
P/E	12,6	11,9	11,9
P/B	1,2	1,2	1,2
P/S	4,2	4,1	4,0
EV/Liikevaihto	3,3	2,9	2,8
EV/EBITDA (oik.)	6,9	5,9	5,9
EV/EBIT (oik.)	7,0	6,0	6,0
Osinko/tulos (%)	113,7 %	112,0 %	114,8 %
Osinkotuotto-%	9,1%	9,6%	9,9%

Lähde: Inderes

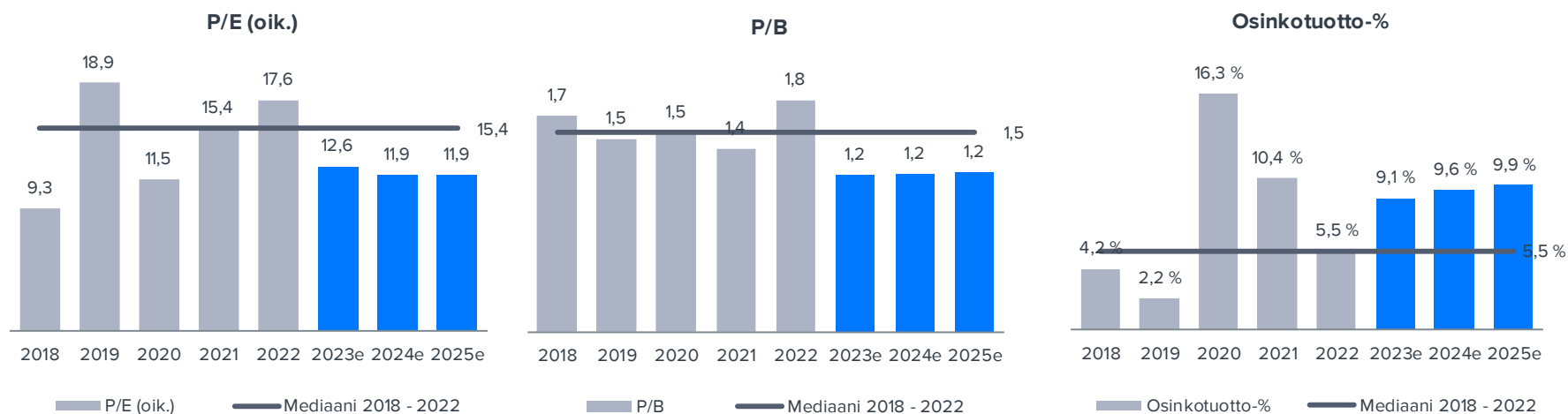




# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osaakekurssi	7,10	7,40	8,12	11,5	12,8	8,50	8,50	8,50	8,50
Osakemäärä, milj. kpl	28,4	28,4	28,4	28,4	28,4	29,0	29,6	29,9	30,2
Markkina-arvo	201	210	230	326	363	246	246	246	246
Yritysarvo (EV)	230	246	289	308	331	193	179	177	179
P/E (oik.)	9,3	18,9	11,5	15,4	17,6	12,6	11,9	11,9	15,0
P/E	9,3	18,9	11,5	2,4	17,6	12,6	11,9	11,9	15,0
P/B	1,7	1,5	1,5	1,4	1,8	1,2	1,2	1,2	1,3
P/S	2,8	3,1	2,7	4,7	5,7	4,2	4,1	4,0	4,4
EV/Liikevaihto	3,2	3,7	3,3	4,4	5,2	3,3	2,9	2,8	3,2
EV/EBITDA (oik.)	9,2	12,8	10,7	2,1	11,6	6,9	5,9	5,9	7,1
EV/EBIT (oik.)	9,6	14,9	11,8	10,7	12,1	7,0	6,0	6,0	7,4
Osinko/tulos (%)	39,3 %	40,9 %	187,2 %	25,0 %	96,3 %	113,7 %	112,0 %	114,8 %	147,8 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	2,2 %	16,3 %	10,4 %	5,5 %	9,1 %	9,6 %	9,9 %	10,3 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Aktia	653								7,8	7,4	7,6	8,7	1,0
Alexandria	62	45	6,0	4,7	4,7	3,8	1,1	1,0	9,7	9,2	6,8	8,9	2,0
CapMan	311	380	23,7	10,6	21,7	10,2	6,0	5,3	28,1	13,4	4,6	6,0	2,3
Evli	477	433	10,6	8,1	9,5	7,2	4,1	3,5	16,1	12,5	8,4	10,0	3,5
eQ	612	576	14,1	12,3	13,7	12,0	8,1	7,2	18,9	16,7	5,3	6,3	7,9
Oma Säästöpankki	682								5,6	5,8	5,2	5,6	1,1
Titanium	172	153	10,0	8,8	9,6	8,5	5,5	4,9	14,2	12,4	7,1	8,1	6,8
United Bankers	145	134	8,4	7,6	7,4	6,8	2,6	2,4	12,0	11,5	7,4	8,1	2,8
<b>Taaleri (Inderes)</b>	<b>246</b>	<b>193</b>	<b>7,0</b>	<b>6,0</b>	<b>6,9</b>	<b>5,9</b>	<b>3,3</b>	<b>2,9</b>	<b>12,6</b>	<b>11,9</b>	<b>9,1</b>	<b>9,6</b>	<b>1,2</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>12,1</b>	<b>8,7</b>	<b>11,1</b>	<b>8,1</b>	<b>4,6</b>	<b>4,0</b>	<b>14,1</b>	<b>11,1</b>	<b>6,5</b>	<b>7,7</b>	<b>3,4</b>
<b>Mediaani</b>			<b>10,3</b>	<b>8,4</b>	<b>9,6</b>	<b>7,8</b>	<b>4,8</b>	<b>4,2</b>	<b>13,1</b>	<b>12,0</b>	<b>6,9</b>	<b>8,1</b>	<b>2,6</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-32 %</b>	<b>-28 %</b>	<b>-28 %</b>	<b>-24 %</b>	<b>-30 %</b>	<b>-30 %</b>	<b>-4 %</b>	<b>0 %</b>	<b>30 %</b>	<b>19 %</b>	<b>-53 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	<b>69,7</b>	<b>7,2</b>	<b>11,8</b>	<b>26,9</b>	<b>17,3</b>	<b>63,2</b>	<b>10,1</b>	<b>23,8</b>	<b>13,5</b>	<b>10,6</b>	<b>58,0</b>	<b>60,8</b>	<b>62,2</b>	<b>56,0</b>
Strategiset sijoitukset	30,3	0,2	-1,1	6,1	2,9	8,1	4,1	5,4	3,9	4,0	17,4	17,3	19,3	20,1
Tasesijoitukset	8,4	1,7	7,1	8,3	-4,5	12,6	-0,1	4,8	0,8	0,4	5,9	2,4	1,4	1,4
Pääomarahastot	31,0	5,3	5,8	12,6	18,9	42,6	5,2	16,1	8,4	6,2	35,9	41,0	41,6	34,4
<b>Käyttökate</b>	<b>144</b>	<b>-0,4</b>	<b>3,0</b>	<b>18,7</b>	<b>7,4</b>	<b>28,6</b>	<b>1,7</b>	<b>17,8</b>	<b>5,9</b>	<b>2,5</b>	<b>27,9</b>	<b>30,1</b>	<b>30,2</b>	<b>25,2</b>
Poistot ja arvonalennukset	-0,8	-0,2	-0,6	-0,2	-0,2	-1,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,5	-0,4	-0,7	-0,9
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>28,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>2,4</b>	<b>18,5</b>	<b>7,1</b>	<b>27,4</b>	<b>1,6</b>	<b>17,7</b>	<b>5,7</b>	<b>2,3</b>	<b>27,3</b>	<b>29,6</b>	<b>29,4</b>	<b>24,3</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>144</b>	<b>-0,6</b>	<b>2,4</b>	<b>18,5</b>	<b>7,1</b>	<b>27,4</b>	<b>1,6</b>	<b>17,7</b>	<b>5,7</b>	<b>2,3</b>	<b>27,3</b>	<b>29,6</b>	<b>29,4</b>	<b>24,3</b>
Strategiset sijoitukset	22,6	-1,4	-2,8	4,4	1,1	1,3	3,3	4,6	4,7	3,5	15,9	15,3	17,3	18,1
Tasesijoitukset	3,0	1,4	6,3	7,5	-5,9	9,3	-0,5	4,6	-2,4	-0,5	1,1	0,1	-1,4	0,0
Pääomarahastot	5,2	-0,6	-1,1	6,6	11,9	16,8	-1,2	8,6	3,5	-0,6	10,3	14,2	13,5	6,2
Nettorahoituskulut	-2,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-1,0	-0,3	-0,5	-0,2	-0,2	-1,2	-0,6	0,0	0,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>141</b>	<b>-0,9</b>	<b>2,2</b>	<b>18,3</b>	<b>6,9</b>	<b>26,4</b>	<b>1,3</b>	<b>17,2</b>	<b>5,5</b>	<b>2,1</b>	<b>26,2</b>	<b>29,0</b>	<b>29,4</b>	<b>24,3</b>
Verot	-5,2	-0,3	-2,1	-2,9	0,3	-5,1	-0,7	-1,3	-0,6	-0,4	-2,9	-5,8	-5,9	-4,9
Vähemmistöosuudet	0,0	-0,3	0,0	-0,3	-0,1	-0,7	-0,1	-2,2	-0,3	-1,0	-3,6	-2,1	-2,2	-2,3
<b>Nettotulos</b>	<b>136</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,0</b>	<b>15,1</b>	<b>7,1</b>	<b>20,6</b>	<b>0,5</b>	<b>13,8</b>	<b>4,6</b>	<b>0,7</b>	<b>19,6</b>	<b>21,1</b>	<b>21,3</b>	<b>17,1</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,75</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,00</b>	<b>0,53</b>	<b>0,25</b>	<b>0,73</b>	<b>0,02</b>	<b>0,49</b>	<b>0,16</b>	<b>0,02</b>	<b>0,68</b>	<b>0,71</b>	<b>0,71</b>	<b>0,57</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>4,80</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,00</b>	<b>0,53</b>	<b>0,25</b>	<b>0,73</b>	<b>0,02</b>	<b>0,49</b>	<b>0,16</b>	<b>0,02</b>	<b>0,68</b>	<b>0,71</b>	<b>0,71</b>	<b>0,57</b>

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-19,6 %	-47,6 %	-17,4 %	118,8 %	-41,2 %	-9,3 %	41,8 %	100,9 %	-50,0 %	-38,8 %	-8,3 %	4,8 %	2,4 %	-10,1 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	17,1 %	-111,3 %	-68,1 %	325,0 %	-35,6 %	-4,7 %	-341,0 %	634,2 %	-68,9 %	-67,4 %	-0,2 %	8,4 %	-0,6 %	-17,3 %
<b>Käyttökate-%</b>	207,2 %	-6,2 %	25,2 %	69,4 %	42,6 %	45,2 %	16,8 %	74,8 %	43,8 %	23,4 %	48,1 %	49,5 %	48,5 %	45,0 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	41,2 %	-9,0 %	20,3 %	68,6 %	41,3 %	43,3 %	15,3 %	74,4 %	42,7 %	22,0 %	47,1 %	48,8 %	47,3 %	43,5 %
<b>Nettotulos-%</b>	195,1 %	-21,5 %	0,1 %	56,0 %	40,9 %	32,6 %	5,1 %	57,8 %	34,4 %	6,6 %	33,8 %	34,7 %	34,3 %	30,6 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>229</b>	<b>206</b>	<b>201</b>	<b>194</b>	<b>189</b>
Liikearvo	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	1,1	0,4	0,9	1,4	1,7
Sijoitukset osakkuusrytyksiin	55,7	48,2	43,0	35,0	30,0
Muut sijoitukset	169	154	154	154	154
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	2,3	3,2	3,2	3,2	3,2
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>89,8</b>	<b>94,8</b>	<b>103</b>	<b>96,4</b>	<b>101</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	13,7	13,2	13,2	13,2	13,2
Myyntisaamiset	22,9	34,8	17,4	9,1	9,3
Likvidit varat	53,3	46,8	72,4	74,1	78,5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>319</b>	<b>301</b>	<b>304</b>	<b>290</b>	<b>290</b>

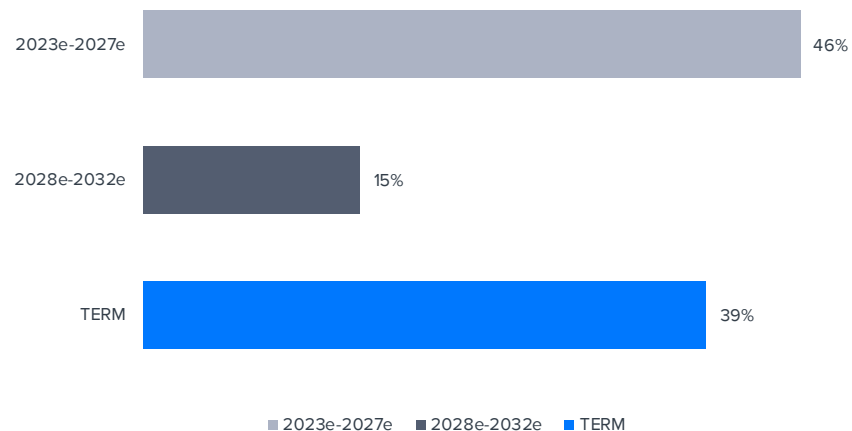
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>230</b>	<b>203</b>	<b>206</b>	<b>207</b>	<b>207</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	213	184	184	183	180
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	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	-0,7	-0,4	3,2	5,3	7,6
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>49,6</b>	<b>54,1</b>	<b>54,3</b>	<b>39,3</b>	<b>39,3</b>
Laskennalliset verovelat	16,6	17,5	17,5	17,5	17,5
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	14,9	14,9	15,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	18,1	21,8	21,8	21,8	21,8
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>39,4</b>	<b>44,0</b>	<b>44,0</b>	<b>44,0</b>	<b>44,0</b>
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	39,4	44,0	44,0	44,0	44,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>319</b>	<b>301</b>	<b>304</b>	<b>290</b>	<b>290</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-9,3 %	-8,3 %	4,8 %	2,4 %	-10,1 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	43,3 %	47,1 %	48,8 %	47,3 %	43,5 %	40,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>27,4</b>	<b>27,3</b>	<b>29,6</b>	<b>29,4</b>	<b>24,3</b>	<b>23,0</b>	<b>20,6</b>	<b>21,1</b>	<b>21,6</b>	<b>22,2</b>	<b>22,7</b>	
+ Kokonaispoistot	1,2	0,5	0,4	0,7	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
- Maksetut verot	-5,0	-2,9	-5,8	-5,9	-4,9	-4,6	-4,1	-4,2	-4,3	-4,4	-4,5	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,1	-0,1	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	-6,8	17,4	8,3	-0,2	0,9	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>16,5</b>	<b>42,2</b>	<b>32,4</b>	<b>24,1</b>	<b>21,3</b>	<b>19,1</b>	<b>17,2</b>	<b>17,6</b>	<b>18,1</b>	<b>18,5</b>	<b>18,9</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	3,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	15,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>35,2</b>	<b>41,2</b>	<b>31,4</b>	<b>23,1</b>	<b>20,3</b>	<b>18,1</b>	<b>16,2</b>	<b>16,6</b>	<b>17,1</b>	<b>17,5</b>	<b>18,0</b>	
+/- Muut	22,6	5,2	8,0	5,0	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	57,7	46,3	39,4	28,1	25,3	18,1	16,2	16,6	17,1	17,5	18,0	266
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>45,7</b>	<b>35,5</b>	<b>23,1</b>	<b>19,0</b>	<b>12,4</b>	<b>10,2</b>	<b>9,5</b>	<b>8,9</b>	<b>8,4</b>	<b>7,9</b>	<b>116</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		297	251	216	193	174	161	151	141	133	124	116
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>297</b>										
- Korolliset velat		-14,9										
+ Rahavarat		46,8										
-Vähemmistöosuus		-3,9										
-Osinko/pääomapalautus		-19,8										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>305</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>10,5</b>										

Rahavirran jakauma jaksoittain



## 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 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,4 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,4 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	86,7	69,7	63,2	58,0	60,8	EPS (raportoitu)	0,71	4,80	0,73	0,68	0,71
Käyttökate	27,0	144,4	28,6	27,9	30,1	EPS (oikaistu)	0,71	0,75	0,73	0,68	0,71
Liikevoitto	24,5	143,6	27,4	27,3	29,6	Operat. kassavirta / osake	1,14	5,00	0,58	1,46	1,10
Voitto ennen veroja	24,5	141,3	26,4	26,2	29,0	Vapaa kassavirta / osake	0,84	3,90	2,04	1,60	1,33
Nettovoitto	20,0	136,0	20,6	19,6	21,1	Omapääoma / osake	5,26	8,13	7,16	7,01	6,82
Kertaluontoiset erät	0,0	114,9	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	1,32	1,20	0,70	0,77	0,80
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	268,0	318,7	300,8	304,3	290,2	Liikevaihdon kasvu-%	29 %	-20 %	-9 %	-8 %	5 %
Oma pääoma	148,1	229,8	202,7	206,1	207,0	Käyttökateen kasvu-%	41 %	434 %	-80 %	-2 %	8 %
Liikearvo	5,1	0,7	0,3	0,3	0,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	49 %	17 %	-5 %	0 %	8 %
Nettovelat	24,1	-38,4	-31,9	-57,4	-74,1	EPS oik. kasvu-%	80 %	6 %	-2 %	-7 %	5 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	31,2 %	207,2 %	45,2 %	48,1 %	49,5 %
Käyttökate	27,0	144,4	28,6	27,9	30,1	Oik. Liikevoitto-%	28,3 %	41,2 %	43,3 %	47,1 %	48,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	9,5	2,0	-6,8	17,4	8,3	Liikevoitto-%	28,3 %	206,0 %	43,3 %	47,1 %	48,8 %
Operatiivinen kassavirta	32,5	141,6	16,5	42,2	32,4	ROE-%	13,8 %	71,7 %	9,5 %	0,0 %	10,4 %
Investoinnit	-8,3	-1,5	15,0	-1,0	-1,0	ROI-%	12,3 %	64,9 %	11,8 %	12,5 %	13,8 %
Vapaa kassavirta	23,7	110,6	57,7	46,3	39,4	Omavaraisuusaste	55,2 %	72,1 %	67,4 %	67,7 %	71,3 %
						Nettovelkaantumisaste	16,3 %	-16,7 %	-15,8 %	-27,9 %	-35,8 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	3,3	4,4	5,2	3,3	2,9						
EV/EBITDA (oik.)	10,7	2,1	11,6	6,9	5,9						
EV/EBIT (oik.)	11,8	10,7	12,1	7,0	6,0						
P/E (oik.)	11,5	15,4	17,6	12,6	11,9						
P/B	1,5	1,4	1,8	1,2	1,2						
Osinkotuotto-%	16,3 %	10,4 %	5,5 %	9,1 %	9,6 %						

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 (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 suosituksiin 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 omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. 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 €
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 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

### 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.**