

Taaleri

Yhtiöraportti

16.2.2022 18:40



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



Matias Arola
+358 40 935 3632
matias.arola@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas
Taaleri on Inderesin vähemmistöomistaja

**inde
res.**

Odottavan aika on pitkä

Tarkistamme Taalerin tavoitehintamme 12,0 euroon (aik. 11,5e) kohonnutta osien summaamme heijastellen. Q4-raportti oli lopulta suhteellisen hyvin linjassa odotuksiemme kanssa ja lähivuosien ennustemuutokset ovat pääosin teknisiä. Yhtiön lähivuodet menevät Pääomarahastojen ylösajossa sekä taseen siivouksessa. Osaketta hinnoitellaan linjassa osien summa laskelmamme kanssa ja meidän on vaikea nähdä nykykursissa oleellista nousuvaraa. Toistammekin vähennä-suosituksemme tuotto-/riskisuhteen ollessa neutraali.

Kaksijakoinen raportti

Taalerin tulos oli joulukuun tulosvaroituksen jälkeen suunnilleen tiedossa ja kertakuluista oikaistuna tulos oli suunnilleen linjassa ennusteemme kanssa. Pääomarahastojen osalta kuluylitykset hautasivat vahvan tuottokehityksen alleen ja Muut-segmentti kirjasi merkittävät kertakulut pääosin toimitusjohtajan irtisanomiseen liittyen. Garantia oli jälleen raportin tähti ja se teki erittäin vahvan tuloksen. Kokonaisuutena raportti jätti suhteellisen neutraalin maun, Garantian paikatessa Pääomarahastojen pettymystä. Taaleri purkaa odotetusti tasetaan lisäosingolla ja kevään osinko tulee olemaan 1,2 euroa per osake.

Kertatuotot näyttelevät pääroolia lähivuosien tuloksessa, kestävä tulosparannus vie aikaa

Konsernitasolla ennusteissamme on jälleen tapahtunut melko paljon muutoksia, mutta pääosa niistä selittyy tuottopalkkoiden/irtaantumisten ajoitusten muutoksilla. Operatiivisten ennusteiden osalta muutokset ovat jääneet suhteellisen pieniksi. Taalerin tulos tulee lähivuodet saamaan merkittävää tukea taseen siivouksesta johtuvista kertatuotoista ja tulos näyttää ns. ”liian hyvältä”. Näiden tuottojen merkitys yhtiön arvoon on hyvin rajallinen ja suosittellemekin sijoittajia keskittymään seuraaviin asioihin nykyisellä strategiakaudella: AUM:n ja jatkuvien palkkioiden kasvu, kulutason kehitys ja kulusaneeraus, jatkuviin palkkioihin pohjautuvan kannattavuus, Garantian vakuutustekninen suorittaminen ja osingonmaksukyky sekä rahastojen performanssi. Garantia etenee tällä hetkellä kuin juna ja sen kehityksen suhteen olemme hyvin luottavaisia. Pääomarahastoissa pidämme Energian sekä Bion kasvunäkymiä erittäin hyvinä, mutta Kiinteistöpuolen suhteen olemme aiempaa varovaisempia. Lisäksi koko Pääomarahastojen osalta kulujen jatkuva nousu uhkaa toiminnan skaalautuvuutta ja vaikuttaakin siltä, että kunnollista jatkuviin palkkioihin pohjautuvaa tulosta saadaan odottaa aina vuoteen 2025 asti. Odotamme yhtiön edelleen purkavan ylivahvaa tasetaan läpi strategiakauden ja jakavan merkittäviä lisäosinkoja tulevina vuosina.

Osakkeen hinta linjassa osien summan kanssa

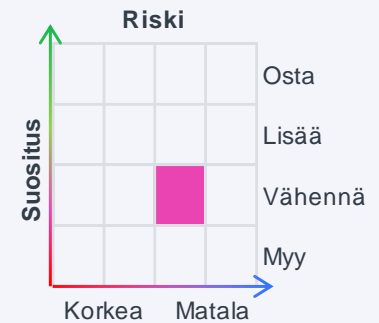
Keskitymme analyysissämme etenkin osien summaan, sillä se huomioi parhaiten Taalerin osien arvon ja liiketoimintojen erilaiset profiilit. Osien summan mukainen arvomme on 12,2 euroa (aik. 11,9e) ja tämä on linjassa tavoitehintamme kanssa. Meidän onkin vaikea nähdä osakkeessa oleellista nousuvaraa nykytasolta ja sijoittajien saama tuotto nojaakin vahvaan osinkovirtaan, jonka pitäisi olla lähivuosina hyvin vuolas, kun yhtiö purkaa ylikapitalisoitunutta tasetaan. Huomautamme kuitenkin, että osa ennustamistamme osingoista rahoitetaan purkamalla tasetta ja tällä on osien summaa laskeva vaikutus. Pidemmällä aikavälillä osien summan nousuvara on riippuvainen Pääomarahastojen ylösajon onnistumisesta, Garantian kehityksestä sekä yritysjärjestelyistä. Yksi potentiaalinen tapa purkaa (sekä nostaa) arvoa, voisi olla Garantian irrottaminen konsernista esimerkiksi omaksi pörssiyhtiöksi.

Suositus

Vähennä
(aik. Vähennä)

12,00 EUR
(aik. 11,50 EUR)

Osakekurssi:
11,80



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	69,7	51,4	74,2	59,3
kasvu-%	-20 %	-26 %	44 %	-20 %
EBIT oik.	28,7	16,1	38,1	23,8
EBIT-% oik.	41,2 %	31,2 %	51,3 %	40,1 %
Nettotulos	136,0	11,6	27,0	17,5
EPS (oik.)	0,75	0,40	0,92	0,58
P/E (oik.)	15,4	29,3	12,9	20,3
P/B	1,4	1,7	1,7	1,8
Osinkotuotto-%	12,2 %	7,8 %	8,1 %	4,1 %
EV/EBIT (oik.)	10,7	18,0	7,7	12,7
EV/EBITDA	2,1	17,2	7,5	12,2
EV/Liikevaihto	4,4	5,6	3,9	5,1

Lähde: Inderes

Osakekurssi



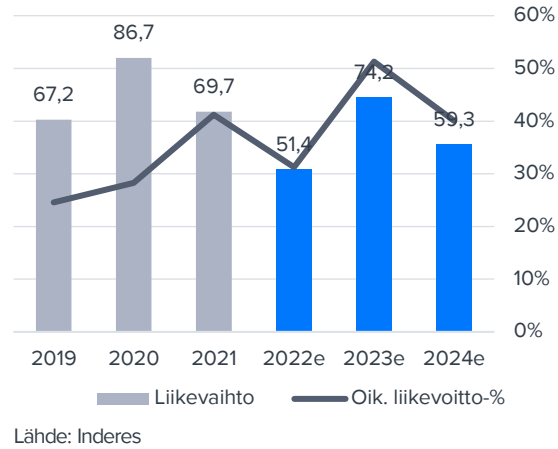
Lähde: Thomson Reuters



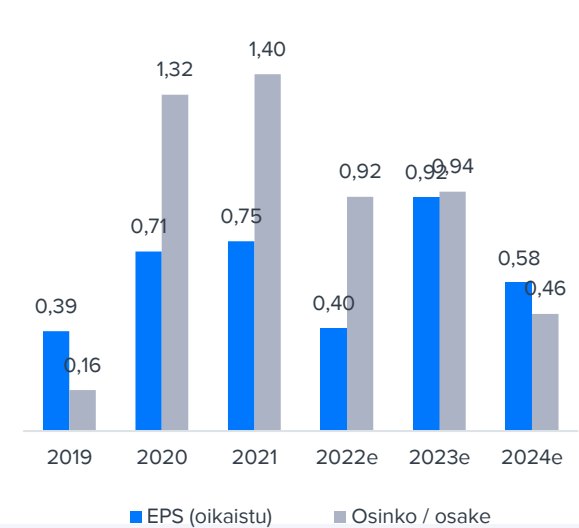
Arvoajurit

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

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	11,8	11,8	11,8
Osakemäärä, milj. kpl	28,9	29,5	30,1
Markkina-arvo	340	340	340
Yritysarvo (EV)	289	293	301
P/E (oik.)	29,3	12,9	20,3
P/E	29,3	12,9	20,3
P/Kassavirta	5,2	12,6	15,4
P/B	1,7	1,7	1,8
P/S	6,6	4,6	5,7
EV/Liikevaihto	5,6	3,9	5,1
EV/EBITDA (oik.)	17,2	7,5	12,2
EV/EBIT (oik.)	18,0	7,7	12,7
Osinko/tulos (%)	228,1%	102,6%	79,2%
Osinkotuotto-%	7,8%	8,1%	4,1%

Lähde: Inderes

Kaksijakoinen raportti

Kulujen kehitys oli selkeä negatiivinen yllätys

Taalerin liikevaihto ylitti ennusteemme selvästi, kun irtaantumisisista saadut tuotot sekä jatkuvat palkkiot olivat odotuksiamme suuremmat. Liikevoitto oli 14,7 MEUR jääden hieman 17,1 MEUR:n ennusteestamme. Ennustealituksen taustalla olivat odotuksia suurempi kulutaso Pääomarahastoissa sekä Muut-segmentissä. Vaikka osa kulujen kasvusta liittyykin toimitusjohtajan vaihtumiseen sekä Q4:llä nähtyihin irtaantumisiin, on kulujen kehitys huolestuttavaa ja vaikuttaisi siltä, että myös kiinteä kulutaso on noussut kasvupanostusten seurauksena. Hallinnoitava varallisuus oli odotuksiemme mukaisesti 2,2 miljardia euroa.

Pääomarahastoissa jatkuvat palkkiot olivat hieman odotuksiamme korkeammalla tasolla johtuen Energian saamista palkkioista rahaston viimeisen sulkemisen yhteydessä. Kertatuottoja kirjattiin vielä

odotuksiamme enemmän, mutta korkeammat kulut hautasivat nämä alleen. Tulos oli suunnilleen linjassa odotuksiemme, mutta kertatuotoista oikaistuna tulos oli selvästi odotuksia rumemmin tappiolla. Yhtiön olisikin äärimmäisen tärkeä saada liikevaihdon kasvua kiihdytettyä pääomarahastoissa, kun kulutason kasvusta ainakin osa vaikuttaisi pysyvältä.

Garantian tulos oli erinomainen

Garantian suoritus oli raportin positiivisinta antia. Garantian jatkuvat tuotot kasvoivat erittäin voimakkaasti 50 %:lla 5,7 MEUR:oon ja selvästi odotuksiamme nopeammin. Vakuutus teknisesti tulos oli erittäin vahva (yhdistetty kulusuhde 40 %) ja kun vielä pääomamarkkina antoi Q4:llä selvää vetoapua Garantian sijoitussalkulle, oli Q4'21 tulos lopulta erittäin vahva 6,3 MEUR.

Yhtiö jakaa odotetusti merkittävän lisäosingon

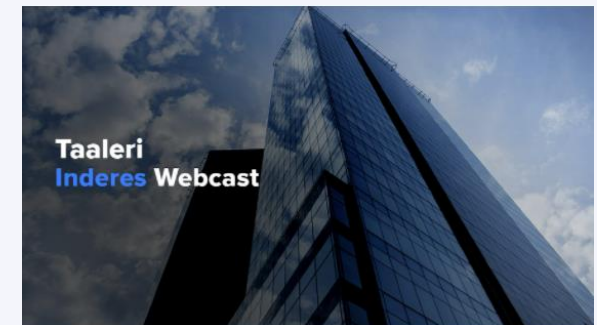
Taaleri nosti odotetusti perusosinkonsa 0,40 euroon (2020: 0,32e) ja jakaa lisäksi 0,80 euron lisäosingon. Merkittävä ylimääräinen pääoman palauttaminen on linjassa odotuksiemme ja olimme itse odottaneet 1,0 euron lisäosinkoa.

Yhtiö ei odotetusti antanut ohjeistusta kuluvalle vuodelle ja kuluvan vuoden fokus onkin edelleen Pääomarahastotoiminnan ylösajossa sekä taseen siivouksessa.

Ennustetaulukko	Q4'20	Q4'21	Q4'21e	Q4'21e	Konsensus	Erotus (%)	2021	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	13,8	30,2	25,2				20 %	69,7
Liikevoitto (oik.)	5,9	14,7	17,1				-14 %	28,8
Liikevoitto	5,9	14,7	17,1				-14 %	28,8
EPS (oik.)	0,13	0,42	0,46				-9 %	0,75
Osinko/osake	1,32	1,20	1,40				-14 %	1,20
Liikevaihdon kasvu-%		119,2 %	82,6 %				36,6 %-yks.	-19,6 %
Liikevoitto-% (oik.)	42,9 %	48,6 %	67,9 %				-19,3 %-yks.	41,3 %

Lähde: Inderes

Tulosinfo katsottavissa oheisesta linkistä:



Ennustemuutokset

Ennustemuutokset 2022e-2024e

- 2022 ennusteemme ovat laskeneet selvästi johtuen pääosin Garantian sijoitussalkun laskevista tuotoista
- 2023 ennustenusua selittää Texasin tuuliprojektin irtaantumisen siirto vuodelle 2023 (aik. 2024)
- Vanhojen tuulirahastojen irtaantumiset on siirretty vuodelle 2024 ja 2024 ennusteemme ovat puolestaan laskeneet selvästi
- Segmenttitasolla muutoksia selittää korkokulujen siirtyminen tuloslaskelmassa rahoituskulut-riville
- Olemme nostaneet arviotamme vanhojen tuulirahastojen tuottopalkkioiden määrästä 2022-2024 osalta
- Kuluennusteemme ovat nousseet kautta linjan, alla olevan kulutason ollessa Q4:llä odotuksiamme korkeampi
- Vanhojen rahastojen sekä sijoituskohteiden irtaantumisten aikatauluissa tehty jonkin verran tarkennuksia
- Tarkemmat ennusteet löytyvät kesällä julkaistusta laajasta raportistamme, joka on luettavissa [täältä](#).

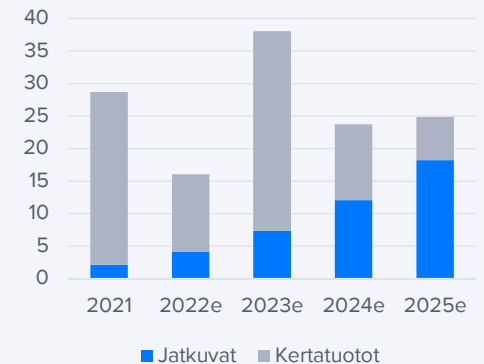
Operatiiviset tulosajurit 2022-2025e:

- 2022-2023 tuloksen painopiste on poikkeuksellisen paljon kertaluontoisiksi tulkittavissa tuotoissa (sijoitukset & myyntivoitot)
- Operatiivinen tulos on lähivuodet vaisulla tasolla ja pitkälti Garantian varassa
- Garantia jatkaa erinomaista operatiivista suorittamistaan
- Energia alkaa skaalautua 2024-2025, kun seuraava SolarWind3-rahasto lanseerataan
- Muissa Pääomarahastoissa kertatuotoista oikaistu tulos voitolla ensimmäistä kertaa vasta 2025 johtuen liiketoiminnan pitkästä ylösajosta
- Kulukontrollin pitäminen on ensiarvoisen tärkeää operatiivisen tulosparrannuksen näkökulmasta

Ennustemuutokset	2021	2021	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	66,7	69,7	4 %	51,9	51,4	-1%	66,2	74,2	12 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	28,0	28,7	2 %	19,5	16,1	-18 %	33,0	38,1	15 %
Liikevoitto	139	144	3 %	19,5	16,1	-18 %	33,0	38,1	15 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,75	0,75	0 %	0,49	0,40	-18 %	0,78	0,92	17 %
Osakekohtainen osinko	1,40	1,40	0 %	1,00	0,92	-8 %	1,10	0,94	-15 %

Lähde: Inderes

Tuloksen jakauma 2021–2025e



Lähipuosien ennusteet

2022 jää tuloksellisesti vaisuksi

Odotamme vuodelta 2022 nyt 16 MEUR:n tulosta. Garantian osuus tuloksesta on hallitseva ja odotamme siltä nyt 9,5 MEUR:n tulosta. Tulos laskee selvästi 2021 ennätystasolta johtuen pääosin sijoitustuottojen laskusta. Korkotason nousu painaa Garantian sijoitustuottoja lyhyellä aikavälillä merkittävästi. Vakuutusteknisesti Garantia jatkaa hurjaa suorittamistaan ja odotamme erinomaista vakuutusteknistä tulosta.

Pääomarahastojen 5,6 MEUR:n tulos koostuu puhtaasti kertatuotoista (vanhojen tuulirahastojen tuottopalkkiot ja Turun Toriparkin myyntivoitto) ja operatiivisesti tulos on selvästi tappiollinen (2022e: -3,9 MEUR). 2022 aikana Pääomarahastoissa fokus onkin ennen kaikkea uusmyynnin kehityksessä. Etenkin kiinteistöpuolella yhtiön pitäisi kyetä

kiristämään tahtiaan, sillä nykyinen tiimi on selvästi ylimitoitettu suhteessa nykyiseen AUM:iin ja varainkeruu on tällä hetkellä tuskallisen hidasta. Arviomme mukaan yhtiön tulisi myös harkita muiden jakelukumppanuuksien avaamista Suomessa myynnin kiihdyttämiseksi ja Aktia-riskin pienentämiseksi.

2023 kertatuotot johtavat hurjaan tulokseen

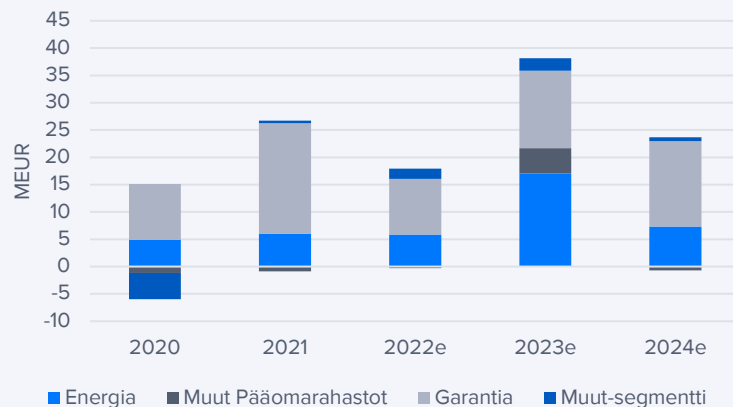
2023 odotamme Taalerilta hurjaa 38 MEUR:n tulosta. Garantia tekee merkittävän tulosparannuksen, kun sijoitustuotot elpyvät normaalille tasolle ja vakuutustekninen erinomainen kehitys jatkuu. Pääomarahastot tekevät 22 MEUR:n tuloksen johtuen Texasin tuuliprojektin irtaantumisesta (10 MEUR), vanhojen tuulirahastojen tuottopalkkioista (7 MEUR) sekä Fintoilin irtaantumisesta (6 MEUR). Operatiivisesti toiminta on edelleen tappiollista, joskin

tappion tulisi supistua kun SolarWind3-rahasto alkaa tuottaa palkkioita. 2023 fokus onkin ennen kaikkea SolarWind3-rahaston uusmyynnissä sekä Muiden Pääomarahastojen ylösajon kiihdyttämisessä.

Tasetta puretaan lisäosingoilla myös jatkossa

Taalerin tase on edelleen selvästi ylikapitalisoitunut ja odotamme yhtiön edelleen purkavan edelleen tasettaan lisäosingoilla. Meidän on vaikea nähdä, että Taaleri kykenisi sijoittamaan kaikkia ylimääräisiä pääomiaan Pääomarahasto-liiketoimintaan ja näin ollen osingot jäävät ainoaksi vaihtoehdoksi. Ennustamme 0,5e/osake lisäosinkoja vuosilta 2022 ja 2023. Huomautamme, että ennustamiemme lisäosinkojen jälkeenkin yhtiön nettokassa on edelleen yli 50 MEUR.

EBIT segmenteittäin



Q4-tulosaastattelu katsottavissa oheisesta linkistä:



Ennustemuutokset segmenttien osalta

Ennustemuutokset	2021	2021	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	66,7	69,7	4 %	51,9	51,4	-1 %	66,2	74,2	12 %
Strategiset sijoitukset	26,5	30,3	14 %	20,5	18,5	-10 %	21,4	22,7	6 %
Tasesijoitukset	10,1	8,4	-17 %	4,0	3,0	-25 %	2,8	3,8	36 %
Pääomarahastot (aik. Energia)	28,0	31,0	11 %	27,4	29,9	9 %	42,0	47,7	14 %
Käyttökate	139,9	144,4	3 %	20,0	16,9	-16 %	33,6	38,9	16 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	28,0	28,7	2 %	19,5	16,1	-18 %	33,0	38,1	15 %
Liikevoitto	139,1	143,6	3 %	19,5	16,1	-18 %	33,0	38,1	15 %
Strategiset sijoitukset	19,9	22,6	13 %	13,8	9,5	-31 %	14,7	14,9	1 %
Tasesijoitukset	4,4	3,0	-32 %	2,1	1,0	-51 %	0,5	1,6	187 %
Pääomarahastot (aik. Energia)	6,1	5,2	-15 %	3,6	5,6	54 %	17,7	21,7	22 %
Tulos ennen veroja	139,1	141,3	2 %	19,1	14,9	-22 %	32,8	37,3	14 %
EPS (oikaistu)	0,75	0,75	0 %	0,49	0,40	-18 %	0,78	0,92	17 %
Osinko / osake	1,40	1,40	0 %	1,00	0,92	-8 %	1,10	0,94	-15 %

Lähde: Inderes

Ennusteet yhteenveto

Konsermitason ennusteet	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	67,3	51,4	74,2	59,3	60,2
Pääomarahastot	31,0	29,9	47,7	32,5	32,1
<i>Energia</i>	22,0	21,2	33,4	22,8	20,6
<i>Muut Pääomarahastot</i>	9,0	8,6	14,3	9,7	11,5
Garantia	27,9	18,5	22,7	24,4	25,5
<i>Takausvakuutustoiminnan nettotulot</i>	17,6	17,1	18,0	19,7	20,9
<i>Sijoitustuotot</i>	10,3	1,4	4,7	4,7	4,6
Muut-segmentti	8,383	3	3,8	2,5	2,5
Liikevoitto (raportoitu)	143,6	16,1	38,1	23,8	24,9
Pääomarahastot	5,2	5,6	21,7	6,6	7,4
<i>Energia</i>	6,1	5,9	17,1	7,3	7,0
<i>Muut Pääomarahastot</i>	-0,9	-0,3	4,6	-0,7	0,4
Garantia	20,2	10,2	14,2	15,7	16,5
Muut-segmentti	0,4	1,8	2,3	0,7	0,2
Kertaerät	114,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	28,7	16,1	38,1	23,8	24,9
EBIT-% ilman kertaeriä	43 %	31 %	51 %	40 %	41 %
Tulos ennen veroja	141,3	14,9	37,3	23,8	24,9
Verot	-5,2	-3,0	-7,5	-4,8	-5,0
Vähemmistöt	0,0	-0,3	-2,8	-1,6	-1,6
Nettotulos	136,0	11,6	27,0	17,5	18,3
EPS (raportoitu)	4,80	0,40	0,92	0,58	0,61
EPS (oikaistu)	0,75	0,40	0,92	0,58	0,61
Osinko	1,40	0,92	0,94	0,35	0,37

Segmenttien ennusteet	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevoitto ilman kertaeriä	28,7	16,1	38,1	23,8	24,9
Jatkuvat	2,2	4,2	7,4	12,1	18,2
<i>Kertatuotot</i>	26,6	11,9	30,7	11,7	6,6
Tulosmix segmenteittäin					
Pääomarahastot	5,2	5,6	21,7	6,6	7,4
<i>Liikevoitto ilman kertatuottoja</i>	-5,7	-3,9	-2,3	0,6	6,4
<i>Kertatuotot</i>	10,9	9,5	24,0	6,0	1,0
Garantia	22,0	12,2	16,2	17,7	18,5
<i>Vakuustekninen tulos</i>	11,7	10,8	11,5	13,0	13,9
<i>Sijoitustuotot</i>	10,3	1,4	4,7	4,7	4,6
Muut-segmentti	0,4	1,8	2,3	0,7	0,2
<i>Liikevoitto ilman kertatuottoja</i>	-5,0	0,8	0,3	-0,3	-0,8
<i>Kertatuotot</i>	5,422	1	2	1	1

Huom! Taaleri ei raportoi tuottosidonnaisia palkkioita tai taseen siivouksesta syntyviä tuottoja kertatuottoina.

Osake neutraalisti hinnoiteltu

Osien summa edelleen arvostuksen pohjana

Näkemyksemme mukaan osien summa tarjoaa hyvän lähtökohdan Taalerin arvostukselle, sillä osien arvon on realistista odottaa purkautuvan seuraavan muutaman vuoden aikana, kun yhtiö purkaa taseessa olevan arvon ja Garantia palauttaa Taalerille merkittäviä pääomia (2021 osinko 15 MEUR). Nykyisen strategian puitteissa emme näe Taalerin osissa sellaista piiloarvoa jonka purkautuminen ei olisi lähivuosien aikana realistista. Lähivuosien aikana osissa olevaa arvoa puretaan pääosin osinkojen muodossa, kun yhtiö purkaa ylikapitalisoitunutta tasettaan.

Olemme käsitelleet Taalerin segmenttien osien arvonmäärytyksiä laajassa raportissamme tarkemmin. Arvotamme Garantiaa osinkovirtamallilla (DDM, sivulla 14) ja sen arvo on nyt 176 MEUR (aik. 162 MEUR) johtuen kohonneista pidemmän aikavälin tulosenusteista. Sijoitussalkun ja nettokassan arvo oli Q4 lopussa 106 MEUR. Energian vähemmistöistä oikaistun arvon sekä Muun Pääomarahasto toiminnan arvon olemme pitäneet ennallaan 95 ja 21 MEUR:ssa. Konsernikulujen nykyarvo on pysynyt 45 MEUR:ssa.

Kokonaisuutena osiemme summa on ~350 MEUR tai 12,2 euroa per osake (aik. 11,9e). Osien summa on linjassa tavoitehintamme kanssa, sillä emme enää pidä perusteltuna hinnoitella Taaleria alle sen osien summan, kun niissä olevan arvon purkautumiseen on selkeät askelmerkit ja yhtiö on sitoutunut arvon purkamiseen.

Garantiasta oma pörssi-yhtiö?

Huomautamme, että osien summa laskelma on mielestämme varsin konservatiivinen, sillä Garantian arvostus on hyvin maltillinen (2021 P/E 10x ja osinkotuotto +8% ja DCF-mallin parametrit ovat

varovaiset). Olemme varsin luottavaisia, että Garantian arvo olisi itsenäisenä yhtiönä tätä korkeampi. Suhteellisin pienillä muutoksilla DDM-laskelmaamme saamme Garantian arvoksi +200 MEUR. Yksi tapa purkaa sekä nostaa osissa olevaa arvoa olisi Garantian listaaminen pörssiin omana yhtiönä. Listaus voitaisi toteuttaa jakautumisena, jolloin Taalerin ei tarvitsisi myydä osakkeita. Tämä kaikki on luonnollisesti täysin omaa spekulatiotamme, eikä Taaleri ole antanut mitään indikaatiota tähän suuntaan.

Pääomarahastojen 21 MEUR:n arvo on myös hyvin matala suhteessa liiketoiminnan AUM:iin (~1mrd), mutta pidämme tätä perusteltuna johtuen liiketoiminnan hyvin hitaasta ylösjosta ja tähän liittyvästä epävarmuudesta. Huomautamme, että hypoteettisessa tilanteessa jossa Taaleri jakautuisi kahtia, olisi markkinan helpompi hinnoitella myös nykyistä Pääomarahastoliiketoimintaa.

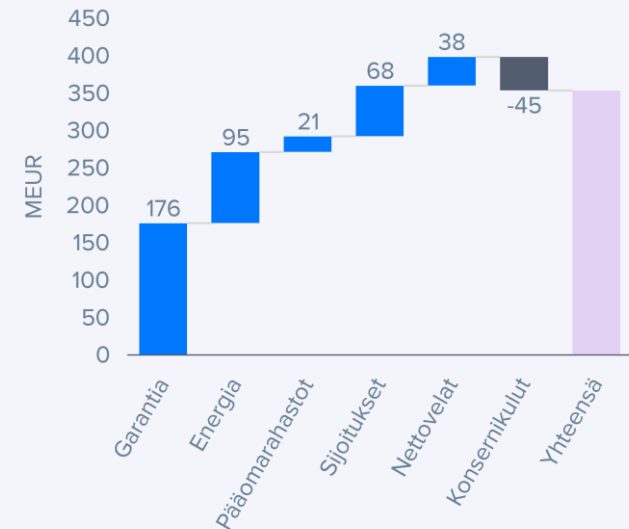
Tulosketoimet eivät anna oikeaa kuvaa

Tulospohjaisten kertoimien käytettävyys on lähivuosien osalta heikko, sillä Pääomarahastoliiketoiminta on vielä rakennus-/ylösjovaiheessa ja yhtiön lähivuosien tuotoista huomattava osa on kertatuottoja (vanhojen rahastojen tuottopalkkiot ja sijoitusten irtaantumiset). Yhtiön tase on myös rajusti ylikapitalisoitunut ja tulokertoimissa katse onkin syytä kääntää EV-pohjaisiin kertoiimiin. 2022 tuloksella EV/EBIT on ~14x on suhteellisen korkea, kun taas 2023e ~8x kerroin näyttää hyvin edulliselta. Kertoimille voi kuitenkin antaa vähän painoa tuloksen heikosta laadusta johtuen ja suosittelemmekin sijoittajia keskittymään osien summa-laskelmaan.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	11,8	11,8	11,8
Osakemäärä, milj. kpl	28,9	29,5	30,1
Markkina-arvo	340	340	340
Yritysarvo (EV)	289	293	301
P/E (oik.)	29,3	12,9	20,3
P/E	29,3	12,9	20,3
P/Kassavirta	5,2	12,6	15,4
P/B	1,7	1,7	1,8
P/S	6,6	4,6	5,7
EV/Liikevaihto	5,6	3,9	5,1
EV/EBITDA (oik.)	17,2	7,5	12,2
EV/EBIT (oik.)	18,0	7,7	12,7
Osinko/tulos (%)	228,1%	102,6 %	79,2 %
Osinkotuotto-%	7,8 %	8,1%	4,1%

Lähde: Inderes

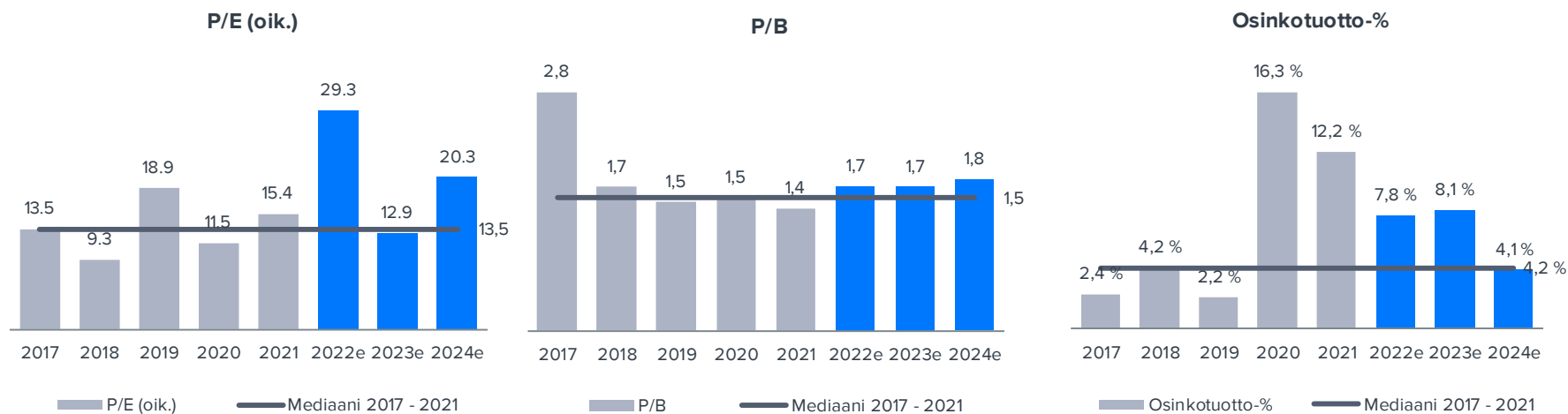
Osien summa-laskelma



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	10,4	7,10	7,40	8,12	11,5	11,8	11,8	11,8	11,8
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	340	340	340	340
Yritysarvo (EV)	303	230	231	274	308	289	293	301	298
P/E (oik.)	13,5	9,3	18,9	11,5	15,4	29,3	12,9	20,3	19,4
P/E	13,5	9,3	18,9	11,5	2,4	29,3	12,9	20,3	19,4
P/Kassavirta	14,1	neg.	neg.	9,7	2,9	5,2	12,6	15,4	17,2
P/B	2,8	1,7	1,5	1,5	1,4	1,7	1,7	1,8	1,7
P/S	3,6	2,8	3,1	2,7	4,7	6,6	4,6	5,7	5,8
EV/Liikevaihto	3,7	3,2	3,4	3,2	4,4	5,6	3,9	5,1	5,0
EV/EBITDA (oik.)	10,7	9,2	12,1	10,1	2,1	17,2	7,5	12,2	11,5
EV/EBIT (oik.)	11,2	9,6	14,0	11,2	10,7	18,0	7,7	12,7	12,0
Osinko/tulos (%)	32,5 %	39,3 %	40,9 %	187,2 %	29,2 %	228,1 %	102,6 %	79,2 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	4,2 %	2,2 %	16,3 %	12,2 %	7,8 %	8,1 %	4,1 %	3,2 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
eQ	25,05	971	976	19,4	17,3	18,4	16,9	11,3	10,4	23,5	21,8	4,3	4,8	12,1
Titanium	14,70	150	136	9,7	8,0	8,5	7,6	5,0	4,4	13,9	11,6	6,0	7,1	6,1
CapMan	2,90	453	474	9,6	10,3	10,2	10,7	6,3	6,3	12,1	13,1	5,5	5,9	3,2
Evi	21,90	530	487	11,4	10,8	10,2	9,8	4,8	4,8	17,2	15,9	10,8	8,3	6,0
United Bankers	13,90	144	148	10,6	9,9	9,9	8,7	3,4	3,2	14,4	13,1	5,1	5,8	3,2
EAB Group	3,00	41	47	11,7	7,2	7,2	5,5	1,9	1,7	12,4	8,5	5,0	6,0	1,9
Aktia	11,18	844								10,2	9,6	5,8	7,0	1,1
Oma Säästöpankki	16,95	502								10,8	9,6	2,4	2,9	1,2
Alexandria	8,50	83	91	11,4	10,1	8,3	7,6	2,1	2,0	13,9	12,5	5,4	6,0	3,4
Taaleri (Inderes)	11,80	340	289	18,0	7,7	17,2	7,5	5,6	3,9	29,3	12,9	7,8	8,1	1,7
Keskiarvo				12,0	10,5	10,4	9,5	5,0	4,7	14,3	12,8	5,6	6,0	4,2
Mediaani				11,4	10,1	9,9	8,7	4,8	4,4	13,9	12,5	5,4	6,0	3,2
Erotus-% vrt. mediaani				58 %	-24 %	74 %	-14 %	19 %	-10 %	111 %	3 %	45 %	36 %	-48 %

Lähde: Thomson Reuters / 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	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	86,7	13,7	14,3	12,3	29,4	69,7	5,4	11,3	11,3	23,4	51,4	74,2	59,3	59,0
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	0,3	6,1	5,6	6,6	18,5	22,7	24,4	24,4
Tasesijoitukset	0,9	1,5	1,7	1,4	3,8	8,4	0,5	0,5	0,5	1,5	3,0	3,8	2,5	2,5
Pääomarahastot (aik. Energia)	21,9	5,2	5,3	4,3	16,2	31,0	4,6	4,8	5,2	15,3	29,9	47,7	32,5	32,1
Käyttökate	27,0	5,9	11,9	4,6	15,0	14,4	-3,5	4,0	3,3	13,0	16,9	38,9	24,7	25,8
Poistot ja arvonalennukset	-2,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	24,5	5,7	7,6	4,3	11,1	28,7	-3,7	3,8	3,1	12,8	16,1	38,1	23,8	24,9
Liikevoitto	24,5	5,7	11,9	4,3	14,9	14,4	-3,7	3,8	3,1	12,8	16,1	38,1	23,8	24,9
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	-2,8	4,7	3,6	3,9	9,5	14,9	16,4	17,3
Tasesijoitukset	-1,6	0,5	0,3	0,5	1,7	3,0	0,1	0,1	0,1	0,8	1,0	1,6	0,7	0,2
Pääomarahastot (aik. Energia)	3,7	-0,1	-0,7	-0,8	6,7	5,2	-1,0	-1,0	-0,6	8,1	5,6	21,7	6,6	7,4
Nettorahoituskulut	0,0	-0,7	-1,0	-0,3	-0,3	-2,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,1	-0,8	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	24,5	5,0	11,8	4,1	14,6	14,1	-4,0	3,5	2,8	12,5	14,9	37,3	23,8	24,9
Verot	-4,5	-1,0	-0,4	-1,4	-2,3	-5,2	0,8	-0,7	-0,6	-2,5	-3,0	-7,5	-4,8	-5,0
Vähemmistöosuudet	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-2,8	-1,6	-1,6
Nettotulos	20,0	3,9	11,7	2,6	12,2	13,6	-3,2	2,7	2,2	9,9	11,6	27,0	17,5	18,3
EPS (oikaistu)	0,71	0,14	0,22	0,09	0,30	0,75	-0,11	0,09	0,07	0,34	0,40	0,92	0,58	0,61
EPS (raportoitu)	0,71	0,14	4,14	0,09	0,43	4,80	-0,11	0,09	0,07	0,34	0,40	0,92	0,58	0,61

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22e	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	29,0 %	0,0 %	-45,2 %	607,0 %	-50,0 %	-19,6 %	-60,4 %	-21,0 %	-8,4 %	-20,5 %	-26,3 %	44,3 %	-20,0 %	-0,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	48,6 %		168,6 %	-51,4 %	-13,2 %	17,1 %	-164,7 %	-49,3 %	-28,4 %	15,7 %	-44,1 %	137,1 %	-37,6 %	4,7 %
Käyttökate-%	31,2 %	43,5 %	829,2 %	37,2 %	51,1 %	207,2 %	-64,9 %	35,6 %	29,4 %	55,7 %	32,8 %	52,4 %	41,6 %	43,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	28,3 %	42,0 %	52,7 %	35,3 %	37,7 %	41,2 %	-68,6 %	33,8 %	27,6 %	54,9 %	31,2 %	51,3 %	40,1 %	42,2 %
Nettotulos-%	23,1 %	28,3 %	818,2 %	21,5 %	41,6 %	195,1 %	-59,1 %	24,2 %	19,2 %	42,5 %	22,6 %	36,4 %	29,4 %	31,0 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	208	229	210	207	207
Liikearvo	5,1	0,7	0,7	0,7	0,7
Aineettomat hyödykkeet	1,7	0,0	-0,1	0,0	0,1
Käyttöomaisuus	2,9	1,1	1,5	1,7	1,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	36,6	55,7	50,7	45,7	45,7
Muut sijoitukset	160	169	155	156	156
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	82,5	74,1	65,2
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	11,3	16,3	13,1
Likvidit varat	25,8	53,3	65,2	51,8	46,2
Taseen loppusumma	268	319	292	281	272

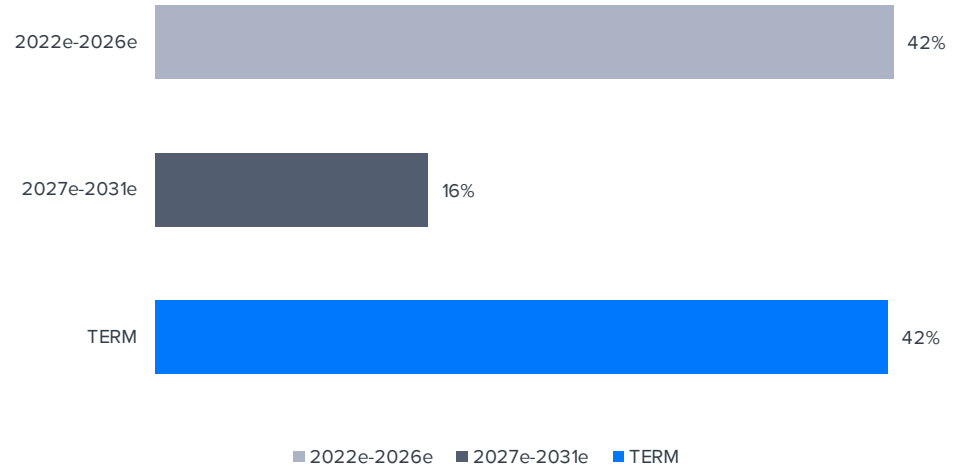
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	148	230	203	207	198
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarat	99,4	213	185	185	175
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	-0,4	2,4	4,0
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	292	281	272

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	144	16,1	38,1	23,8	24,9	24,3	24,9	22,3	22,9	23,5	24,1	
+ Kokonaispoistot	0,8	0,8	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	
- Maksetut verot	-4,7	-3,0	-7,5	-4,8	-5,0	-4,9	-5,0	-4,5	-4,6	-4,7	-4,8	
- 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	19,3	-5,0	3,3	0,1	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	
Operatiivinen kassavirta	142	32,9	26,2	23,2	20,9	20,1	20,6	18,6	19,0	19,5	19,9	
+ 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	13,4	-2,7	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	138	46,3	23,6	22,1	19,8	19,0	19,5	17,5	17,9	18,4	18,6	
+/- Muut	-27,7	19,5	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	111	65,8	27,0	22,1	19,8	19,0	19,5	17,5	17,9	18,4	18,6	296
Diskontattu vapaa kassavirta		61,0	23,0	17,3	14,2	12,5	11,8	9,7	9,1	8,6	8,0	127
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		302	241	218	201	187	174	162	153	144	135	127
Velaton arvo DCF		302										
- Korolliset velat		-14,9										
+ Rahavarat		53,3										
-Vähemmistöosuus		0,6										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		341										
Oman pääoman arvo DCF per osake		11,8										

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	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,9 %

Lähde: Inderes

Garantian DDM-laskelma

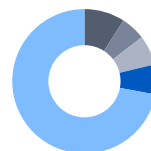
Garantian DDM-laskelma	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
PTP	9,8	22,0	12,2	16,2	17,7	18,5	
Osingot	10,0	15,0	9,8	13,0	14,1	14,8	166
Solvenssi-%	229 %	219 %	211 %	200 %	190 %	180 %	
Diskontatut osingot		15,0	9,1	11,0	11,1	10,6	119
Diskontatut osingot kumulat.		176	161	152	141	130	119
Oman pääoman arvo DDM		176					

Oman pääoman kustannus

Riskitön korko	2,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Oman pääoman kustannus	8,9 %

Lähde: Inderes

Rahavirtojen jakauma jaksoittain



■ 2021 ■ 2022e ■ 2023e ■ 2024e ■ TERM

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	67,2	86,7	69,7	51,4	74,2	EPS (raportoitu)	0,39	0,71	4,80	0,40	0,92
Käyttökate	19,2	27,0	144,4	16,9	38,9	EPS (oikaistu)	0,39	0,71	0,75	0,40	0,92
Liikevoitto	16,5	24,5	143,6	16,1	38,1	Operat. kassavirta / osake	0,42	1,14	5,00	1,14	0,89
Voitto ennen veroja	16,5	24,5	141,3	14,9	37,3	Vapaa kassavirta / osake	-0,34	0,84	3,90	2,28	0,92
Nettovoitto	11,1	20,0	136,0	11,6	27,0	Omapääoma / osake	4,96	5,26	8,13	7,06	6,93
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	114,9	0,0	0,0	Osinko / osake	0,16	1,32	1,40	0,92	0,94
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	269,7	268,0	318,7	292,2	280,7	Liikevaihdon kasvu-%	-7 %	29 %	-20 %	-26 %	44 %
Oma pääoma	140,6	148,1	229,8	203,3	206,6	Käyttökateen kasvu-%	-24 %	41 %	434 %	-88 %	131 %
Liikearvo	5,1	5,1	0,7	0,7	0,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	-31 %	49 %	17 %	-44 %	137 %
Nettovelat	21,9	24,1	-38,4	-50,4	-51,8	EPS oik. kasvu-%	-49 %	80 %	6 %	-46 %	127 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	28,5 %	31,2 %	207,2 %	32,8 %	52,4 %
Käyttökate	19,2	27,0	144,4	16,9	38,9	Oik. Liikevoitto-%	24,6 %	28,3 %	41,2 %	31,2 %	51,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-3,3	9,5	2,0	19,3	-5,0	Liikevoitto-%	24,6 %	28,3 %	206,0 %	31,2 %	51,3 %
Operatiivinen kassavirta	11,9	32,5	141,6	32,9	26,2	ROE-%	8,5 %	13,8 %	71,7 %	5,4 %	13,2 %
Investoinnit	-26,1	-8,3	-1,5	13,4	-2,7	ROI-%	8,5 %	12,3 %	64,9 %	6,9 %	17,9 %
Vapaa kassavirta	-9,5	23,7	110,6	65,8	27,0	Omavaraisuusaste	52,1 %	55,2 %	72,1 %	69,6 %	73,6 %
						Nettovelkaantumisaste	15,6 %	16,3 %	-16,7 %	-24,8 %	-25,1 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	3,4	3,2	4,4	5,6	3,9						
EV/EBITDA (oik.)	12,1	10,1	2,1	17,2	7,5						
EV/EBIT (oik.)	14,0	11,2	10,7	18,0	7,7						
P/E (oik.)	18,9	11,5	15,4	29,3	12,9						
P/B	1,5	1,5	1,4	1,7	1,7						
Osinkotuotto-%	2,2 %	16,3 %	12,2 %	7,8 %	8,1 %						

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 käsitellä 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 jakaamaan 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 subjektiiivista. 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 yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatinen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole 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 sijoittajailaisuusien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Inderesin analyyttikko Sauli Vilenillä on 15.2.2021 saadun ilmoituksen mukaan yli 50 000 euron omistus kohdeyhtiössä Taaleri Oy.

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
24/10/2018	Vähennä	9,50 €	9,10 €
20/12/2018	Vähennä	8,00 €	7,54 €
15/02/2019	Lisää	8,50 €	7,68 €
20/06/2019	Lisää	7,70 €	6,90 €
16/08/2019	Lisää	7,70 €	6,70 €
29/11/2019	Lisää	8,20 €	7,28 €
05/12/2019	Lisää	8,00 €	7,32 €
13/02/2020	Osta	10,00 €	8,48 €
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 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

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

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

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä 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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**