

# Taaleri

## Yhtiöraportti

9.5.2022 08:00



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



**Kasper Mellas**  
+358 45 6717 150  
kasper.mellas@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Osinkovirta pysyy vuolaana

Taalerin Q1-raportti ei operatiivisen toiminnan osalta tarjonnut yllätyksiä, vaikka raportoidut luvut painivatkin omiin ennusteisiimme verrattuna täysin eri sarjassa. Taustalla oli kuitenkin pääosin kirjanpitokäsittelyyn liittyviä seikkoja sijoitustuottojen osalta. Säilytämme Taalerin tavoitehintamme 11,0 eurossa ja nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä) selvästi laskeneen osakekurssin myötä. Vaikka yhtiön lähivuodet menevätkin Pääomarahastojen ylösajossa sekä taseen siivouksessa, tarjoaa osien summa (11,5 euroa/osake) riittävän tuotto/riski-suhteen osien summan arvon jatkaessa lähivuosina purkautumistaan vuolaan osinkovirran kautta.

## Q1-raportti selvästi yli odotusten, mutta taustalla suurilta osin kirjanpidollisia syitä

Taalerin Q1-liikevoitto oli -0,9 MEUR ylittäen selvästi -3,7 MEUR:n tasolla olleen ennusteemme. Ero selittyy käytännössä täysin Garantian sijoitustuottojen kirjauskäytännöllillä, sillä iso osa Garantian sijoitussalkun arvonlaskusta kirjattiin laajaan tuloslaskelman eriin. Pääomarahastoissa yhtiö kirjasi hieman odotuksiamme enemmän kertatuottoja ja näiden johdosta 5,3 MEUR:n liikevaihto ylitti 4,6 MEUR:n ennusteemme. Jatkuvat palkkiot (4,9 MEUR) olivat täysin linjassa ennusteisiimme. Hieman korkeamman liikevaihdon ansiosta segmentin liiketappio oli hieman odotuksiamme pienempi (-0,6 MEUR vs. -1,1 MEUR). Garantian osalta vakuutusmaksutuottojen kasvu oli odotuksiamme hitaampaa ja ne olivat kvartaalilla 4,0 MEUR (Q1'22e: 4,5 MEUR). Yhdistetty kulusuhde oli taas erinomainen 31 % ja korvauskulut lähellä nollaa. Kokonaisuutena Garantian operatiivista suoritusta voidaan jälleen pitää erittäin mallikkaana. Sijoitustuotot painoivat tulosta odotetusti, vaikka näiden tulosvaikutus olikin kirjanpitokäytännöistä johtuen odotuksiamme pienempi.

## Kuluvan vuoden tulosenusteemme nousivat selvästi

Olemme tehneet Q1-raportin jälkeen operatiivisiin ennusteisiimme vain marginaalisia muutoksia, vaikka erityisesti Garantian sijoitustuottojen painottuminen laajan tuloksen eriin Q1:llä nostaa 2022 liikevoittoennusteitamme selvästi. Olemme pitäneet rahastojen uusmyyntiennusteemme muuttumattomina, joten nousseiden kuluennusteiden myötä odotuksemme Pääomarahastot-segmentin kannattavuudesta on hieman laskenut. 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. Olemme päivityksen yhteydessä myös nostaneet Taalerin liiketoiminnan riskitasoa (kts. matriisi sivun oikeassa laidassa) osana normaalia tasaisin väliajoin toteutettavaa uudelleenarviointia. Absoluuttisesti muutokset ovat kuitenkin pieniä ja heijastelevat lähinnä haasteita yhtiön liiketoiminnan ennustettavuudessa.

## Osien summa ja vuolas osinkovirta puoltavat takaisin kyytiin loikkaamista

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 (laskelmissamme 11,5 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

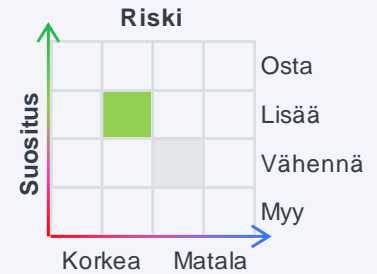
(aik. Vähennä)

### 11,00 EUR

(aik. 11,00 EUR)

### Osakekurssi:

9,92

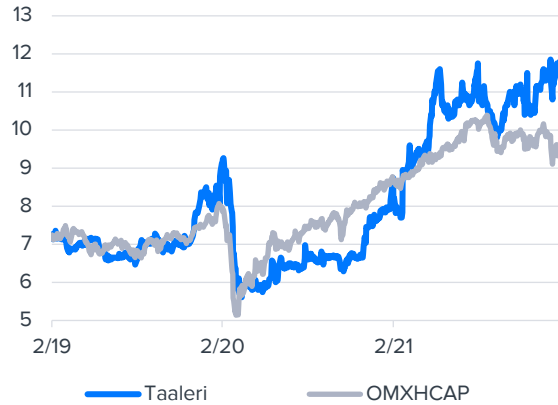


## Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	69,7	68,3	72,6	58,8
<b>kasvu-%</b>	-20 %	-2 %	6 %	-19 %
<b>EBIT oik.</b>	28,7	33,1	36,5	22,9
<b>EBIT-% oik.</b>	41,2 %	48,6 %	50,2 %	39,0 %
<b>Nettotulos</b>	136,0	24,8	25,7	16,8
<b>EPS (oik.)</b>	0,75	0,86	0,87	0,56
<b>P/E (oik.)</b>	15,4	11,5	11,4	17,8
<b>P/B</b>	1,4	1,3	1,3	1,4
<b>Osinkotuotto-%</b>	10,4 %	10,3 %	10,7 %	4,8 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	10,7	6,6	6,1	10,2
<b>EV/EBITDA</b>	2,1	6,5	5,9	9,8
<b>EV/Liikevaihto</b>	4,4	3,2	3,0	4,0

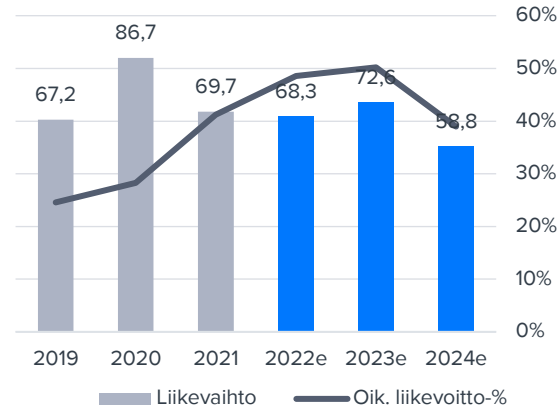
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



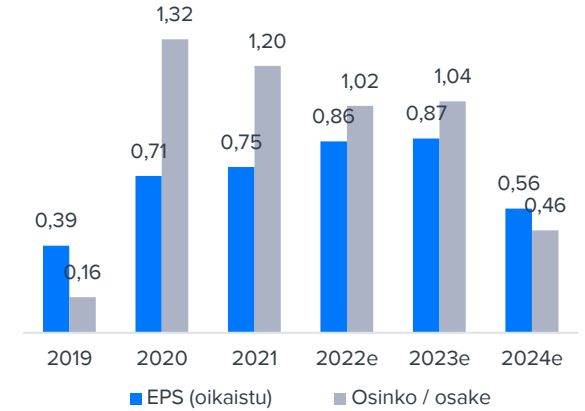
Lähde: Thomson Reuters

## 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	9,92	9,92	9,92
Osakemäärä, milj. kpl	28,9	29,5	30,1
Markkina-arvo	286	286	286
Yritysarvo (EV)	220	221	233
P/E (oik.)	11,5	11,4	17,8
P/E	11,5	11,4	17,8
P/Kassavirta	3,8	9,0	13,5
P/B	1,3	1,3	1,4
P/S	4,2	3,9	4,9
EV/Liikevaihto	3,2	3,0	4,0
EV/EBITDA (oik.)	6,5	5,9	9,8
EV/EBIT (oik.)	6,6	6,1	10,2
Osinko/tulos (%)	118,5 %	119,1 %	82,4 %
Osinkotuotto-%	10,3 %	10,7 %	4,8 %

Lähde: Inderes

# Q1 oli operatiivisesti melko hyvin linjassa odotuksiimme

## Tulosylitys selitty suurilta osin sijoitustuottojen kirjanpitoikäntännöllä

Taalerin Q1-liikevoitto oli -0,9 MEUR ylittäen selvästi -3,7 MEUR:n tasolla olleen ennusteesimme. Ero selitty käytännössä täysin Garantian sijoitustuottojen kirjauskäytännöllä, sillä iso osa Garantian sijoitussalkun arvonlaskusta kirjattiin laajaan tuloslaskelman eriin. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että negatiiviset tuotot eivät näy nettotuloksessa vaan laskevat suoraan taseen oman pääoman määrää. Kyseessä on puhtaasti IFRS-standardien mukainen kirjanpitoikäntäntö, ja laajassa tuloslaskelmassa liikevoitto oli -5,0 MEUR.

Pääomarahastoissa yhtiö kirjasi hieman odotuksiamme enemmän kertatuottoja ja näiden johdosta 5,3 MEUR:n liikevaihto ylitti 4,6 MEUR:n ennusteesimme. Jatkuvat palkkiot (4,9 MEUR) olivat täysin linjassa ennusteisiimme. Hieman korkeamman

liikevaihdon ansiosta segmentin liiketappio oli hieman odotuksiamme pienempi (-0,6 MEUR vs. -1,1 MEUR). Hallinnoitavat varat olivat niin ikään linjassa ennusteesimme kanssa.

## Garantian operatiivinen suorittaminen vahvaa

Garantian osalta vakuutusmaksutuottojen kasvu oli odotuksiamme hitaampaa ja ne olivat kvartaalilla 4,0 MEUR (Q1e: 4,5 MEUR). Jaksotettavien vakuutusmaksutuottojen kasvu vaihtelee jonkin verran kvartaalien välillä, emmekä siten ole odotuksia matalammasta tasosta erityisen huolissamme takausvakuutuskannan pysyttyä hyvällä tasolla. Yhdistetty kulusuhde oli jälleen erinomainen 31 % ja korvauskulut lähellä nollaa. Kokonaisuutena Garantian operatiivista suoritusta voidaan jälleen pitää erittäin mallikkaana. Sijoitustuotot olivat odotetusti reippaasti miinuksella, kun sekä korot että osakkeet laskivat alkuvuonna. Sijoitustuotoista

odotuksiamme suurempi osa näkyi vain laajassa tuloslaskelmassa ja näin ollen Garantian liikevoitto oli odotuksiemme vastaisesti plussalla.

## Isot irtaantumiset tukevat osinkovirtaa

Muut-segmentin osalta kulutaso laski odotetusti poikkeukselliselta Q4-tasolta, mikä on mielestämme tärkeää. Muut-segmentin sijoitustuotot olivat odotuksiamme korkeammat johtuen Fellow Finance järjestelyn odotettua isommasta positiivisesta vaikutuksesta. Konsernin tasesijoitusten osalta ei Q1:llä odotetusti tapahtunut suurempia muutoksia. Yhtiö on toteuttanut katsauskauden jälkeen kaksi suurempaa irtaantumista (Ficolo & Finsilva), ja taseen siivous on edennyt viimeisen puolen vuoden aikana hyvin. Yhtiöllä on edelleen merkittävästi ylimääräistä pääomaa taseessaan ja odotammekin lähivuosilta vuolasta osinkovirtaa.

Ennustetaulukko	Q1'21	Q1'22	Q1'22e	Q1'22e	Konsensus	Erotus (%)	2022e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	13,7	7,2	2,8				158 %	68,3
Liikevoitto (oik.)	5,7	-0,6	-7,6				-92 %	33,1
Liikevoitto	5,7	-0,6	-7,6				-92 %	33,1
EPS (oik.)	0,14	-0,04	-0,22				-80 %	0,86
Liikevaihdon kasvu-%		-47,6 %	-79,7 %				32 %-yks.	-2,1 %
Liikevoitto-% (oik.)	42,0 %	-9,0 %	-274,2 %				265,2 %-yks.	48,6 %

Lähde: Inderes

## Q1-webcast katsottavissa oheisesta linkistä:



# Ennustemuutokset

## Ennustemuutokset 2022e–2024e

- Olemme tehneet Q1-raportin jälkeen operatiivisiin ennusteisiimme vain marginaalisia muutoksia, mutta erityisesti Garantian sijoitustuottojen painottuminen laajan tuloksen eriin Q1:llä nostaa 2022 liikevoittoennusteitamme selvästi
- Vastaavasti Garantian tulosvaikutteisia sijoitustuottoja laskettu 2022 osalta heikon pääomamarkkinan seurauksena
- Pääomarahastoissa Turun Toriparkin käypää arvoa ja sitä kautta arviota tuloutuvista arvonnousuista nostettu aavistuksen
- Muiden pääomarahastojen osalta kuluennusteita nostettu jälleen henkilöstökulujen osalta
- Pääomarahastoliiketoiminnan kasvu on Energian ja Bion varassa, ja olemme aiempaa skeptisempiä Kiinteistöjen merkittävän kasvun suhteen
- Rahastojen uusmyyntiennusteet ovat pysyneet muuttumattomina, joten liikevoittoennusteet laskeneet 2–3 % vuosille 2023–2024
- Osinkoennusteita nostettu hieman johtuen Ficolon ja Finsilvan odotettua suuremmista kertatuotoista. Odotamme 2023–2024 0,60e lisäosinkoa per vuosi.

## Operatiiviset tulosajurit 2021–2024e:

- 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, mutta kasvu hidastuu
- Energia alkaa skaalautua 2024-2025, kun SolarWind 3 -rahasto lanseerataan
- Yhtiön tulisi pyrkiä laajentamaan nykyistä tuotetarjontaansa (etenkin kiinteistöissä) ja kasvattaa omaa myyntikyvykkyyttään uusmyynnin kiihdyttämiseksi Aktia-yhteistyön edetessä hitaasti
- Kulukontrollin pitäminen on ensiarvoisen tärkeää operatiivisen tulosparannuksen näkökulmasta

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	66,3	68,3	3 %	73,2	72,6	-1 %	59,4	58,8	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	29,6	33,1	12 %	37,1	36,5	-2 %	23,6	22,9	-3 %
Liikevoitto	29,6	33,1	12 %	37,1	36,5	-2 %	23,6	22,9	-3 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,78	0,86	10 %	0,89	0,87	-2 %	0,58	0,56	-3 %
Osakekohtainen osinko	0,92	1,02	11 %	0,94	1,04	11 %	0,46	0,46	0 %

Lähde: Inderes

## Toimitusjohtajan haastattelu katsottavissa oheisesta linkistä:



# Ennustemuutokset segmenttien osalta

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
<b>Liikevaihto</b>	<b>66,3</b>	<b>68,3</b>	<b>3 %</b>	<b>73,2</b>	<b>72,6</b>	<b>-1 %</b>	<b>59,4</b>	<b>58,8</b>	<b>-1 %</b>
Strategiset sijoitukset	14,0	13,2	-6 %	22,8	22,6	-1%	24,5	24,3	-1%
Tasesijoitukset	22,4	23,9	7 %	2,8	2,8	0 %	2,5	2,5	0 %
Pääomarahastot (aik. Energia)	29,8	31,2	5 %	47,6	47,3	-1%	32,4	32,0	-1%
<b>Käyttökate</b>	<b>30,4</b>	<b>33,9</b>	<b>11 %</b>	<b>37,9</b>	<b>37,3</b>	<b>-2 %</b>	<b>24,6</b>	<b>23,8</b>	<b>-3 %</b>
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>29,6</b>	<b>33,1</b>	<b>12 %</b>	<b>37,1</b>	<b>36,5</b>	<b>-2 %</b>	<b>23,6</b>	<b>22,9</b>	<b>-3 %</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>29,6</b>	<b>33,1</b>	<b>12 %</b>	<b>37,1</b>	<b>36,5</b>	<b>-2 %</b>	<b>23,6</b>	<b>22,9</b>	<b>-3 %</b>
Strategiset sijoitukset	3,8	4,3	13 %	15,0	14,8	-1%	16,6	16,3	-1%
Tasesijoitukset	20,4	22,0	8 %	0,6	0,6	0 %	0,7	0,7	0 %
Pääomarahastot (aik. Energia)	5,4	6,8	26 %	21,6	21,1	-2 %	6,4	5,9	-8 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>28,5</b>	<b>32,0</b>	<b>12 %</b>	<b>36,3</b>	<b>35,7</b>	<b>-2 %</b>	<b>23,6</b>	<b>22,9</b>	<b>-3 %</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,78</b>	<b>0,86</b>	<b>10 %</b>	<b>0,89</b>	<b>0,87</b>	<b>-2 %</b>	<b>0,58</b>	<b>0,56</b>	<b>-3 %</b>
Osinko / osake	0,92	1,02	11 %	0,94	1,04	11 %	0,46	0,46	0 %

Lähde: Inderes

# Ennusteet yhteenveto

Konsernitason ennusteet	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	67,3	69,6	72,6	58,8	59,6
Pääomarahastot	31,0	31,2	47,3	32,0	31,7
<i>Energia</i>	22,0	21,5	33,4	22,8	20,6
<i>Muut Pääomarahastot</i>	9,0	9,7	13,9	9,3	11,0
Garantia	27,9	14,5	22,6	24,3	25,5
<i>Takausvakuutustoiminnan nettotuotot</i>	17,6	16,9	17,9	19,6	20,8
<i>Sijoitustuotot</i>	10,3	-2,4	4,7	4,7	4,7
Muut-segmentti	8,4	23,9	2,8	2,5	2,5
<b>Liikevoitto (raportoitu)</b>	<b>143,6</b>	<b>33,1</b>	<b>36,5</b>	<b>22,9</b>	<b>23,8</b>
Pääomarahastot	5,2	6,8	21,1	5,9	6,4
<i>Energia</i>	6,1	6,3	17,2	7,3	6,8
<i>Muut Pääomarahastot</i>	-0,9	0,5	3,9	-1,4	-0,4
Garantia	20,2	4,2	14,8	16,3	17,2
Muut-segmentti	0,4	21,5	0,6	0,7	0,2
Kertaerät	114,9	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>28,7</b>	<b>33,1</b>	<b>36,5</b>	<b>22,9</b>	<b>23,8</b>
EBIT-% ilman kertaeriä	43 %	48 %	50 %	39 %	40 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>141,3</b>	<b>32,0</b>	<b>35,7</b>	<b>22,9</b>	<b>23,8</b>
Verot	-5,2	-6,9	-7,1	-4,6	-4,8
Vähemmistöt	0,0	-0,3	-2,8	-1,6	-1,6
<b>Nettotulos</b>	<b>136,0</b>	<b>24,8</b>	<b>25,7</b>	<b>16,8</b>	<b>17,5</b>
EPS (raportoitu)	4,80	0,86	0,87	0,56	0,58
EPS (oikaistu)	0,75	0,86	0,87	0,56	0,58
Osinko	1,20	1,02	1,04	0,33	0,35

Segmenttien ennusteet	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>28,7</b>	<b>33,1</b>	<b>36,5</b>	<b>22,9</b>	<b>23,8</b>
Jatkuvat	2,2	2,5	6,8	11,2	17,2
<i>Kertatuotot</i>	26,6	30,6	29,7	11,7	6,7
<b>Tulosmix segmenteittäin</b>					
<b>Pääomarahastot</b>	<b>5,2</b>	<b>6,8</b>	<b>21,1</b>	<b>5,9</b>	<b>6,4</b>
<i>Liikevoitto ilman kertatuottoja</i>	-5,7	-4,3	-2,9	-0,1	5,4
<i>Kertatuotot</i>	10,9	11,2	24,0	6,0	1,0
<b>Garantia</b>	<b>22,0</b>	<b>8,4</b>	<b>16,1</b>	<b>17,5</b>	<b>18,4</b>
<i>Vakuustekninen tulos</i>	11,7	10,8	11,5	12,9	13,8
<i>Sijoitustuotot</i>	10,3	-2,4	4,7	4,7	4,7
<b>Muut-segmentti</b>	<b>0,4</b>	<b>21,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>
<i>Liikevoitto ilman kertatuottoja</i>	-5,0	-0,3	-0,5	-0,3	-0,8
<i>Kertatuotot</i>	5,4	21,8	1,0	1,0	1,0

# 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.

Olemme laskelmissamme arvioineet Taalerin osien summan arvoksi noin 330 MEUR (aik. 350 MEUR) eli noin 11,5 euroa osakkeelta, mikä on selvästi yli yhtiön nykykurssin. Olemme käsitelleet Taalerin segmenttien osien arvonmäärytyksiä tarkemmin laajassa raportissamme. Arvotamme Garantiaa osinkovirtamallilla (DDM, sivulla 14) ja sen arvo on nyt 162 MEUR (aik. 176 MEUR) johtuen aavistuksen laskeneista osinkoennusteista. Sijoitussalkun ja nettokassan arvo oli Q1:n lopussa 98 MEUR. Energian vähemmistöistä oikaistun arvon sekä Muun pääomarahastotoiminnan arvon olemme pitäneet ennallaan 95 ja 21 MEUR:ssa. Konsernikulujen nykyarvo on pysynyt 45 MEUR:ssa.

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.

## Tuloskertoimet eivät toimi optimaalisesti

Tulospohjaisten kertoimien käytettävyyden 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, ja tuloskertoimissa katse onkin syytä kääntää EV-pohjaisiin kertoiimiin.

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. Huomautamme, että jatkuvien liiketoimintojen mukainen kannattavuus on Pääomarahastojen suhteellisen hidas ylösajo ja heikko skaalautuvuus huomioiden edelleen hyvin vaatimatonta. Näistä seikoista johtuen suosittellemekin sijoittajia keskittämään energiansa osien summa -laskelman tarkasteluun.

## Garantia on tullut jäädäkseen

Olemme aikaisemmin leikitelleet ajatuksella, että Taaleri listaisi Garantian omaksi pörssiyhtiökseen ja argumentoineet, että Garantian arvo olisi tällöin selvästi korkeampi kuin markkinat ovat sitä tällä hetkellä valmiit hinnoittelemaan osana Taaleri-konsernia. Vaikka emme ole kääntäneet tämän osalta kelkkaamme, alamme yhä vahvemmin uskoa, että Garantia on tullut konserniin jäädäkseen sen tarjotessa vakaata kassavirtaa, jota Taaleri tarvitsee muun muassa osingonmaksuun.

Yhtenä vaihtoehtona osien summassa piilevän arvon purkautumisena näemmekin yhtiön kiinteistörahastot, joiden kannattavuus on nykyisellään heikko. Kiinteistöt eivät mielestämme istu täydellisesti yhtiön energiaan painottuvaan pääomarahastotoimintaan ja Taalerin kilpailuetu sektorilla on edelleen kysymysmerkki. Pääomia näissä on noin 773 MEUR ja uskomme tämän AUM:n olevan järkevää kauppatavaraa. Näistä irtaantumalla Taaleri voisi keskittyä tiiviimmin ydinosaamisalueeseensa energiarahastoihin, vaikka KY-muotoisten rahastojen heikko jatkuvuus huomioiden kauppahinta jäisikin todennäköisesti matalaksi.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	9,92	9,92	9,92
Osakemäärä, milj. kpl	28,9	29,5	30,1
Markkina-arvo	286	286	286
Yritysarvo (EV)	220	221	233
P/E (oik.)	11,5	11,4	17,8
P/E	11,5	11,4	17,8
P/Kassavirta	3,8	9,0	13,5
P/B	1,3	1,3	1,4
P/S	4,2	3,9	4,9
EV/Liikevaihto	3,2	3,0	4,0
EV/EBITDA (oik.)	6,5	5,9	9,8
EV/EBIT (oik.)	6,6	6,1	10,2
Osinko/tulos (%)	118,5 %	119,1 %	82,4 %
Osinkotuotto-%	10,3 %	10,7 %	4,8 %

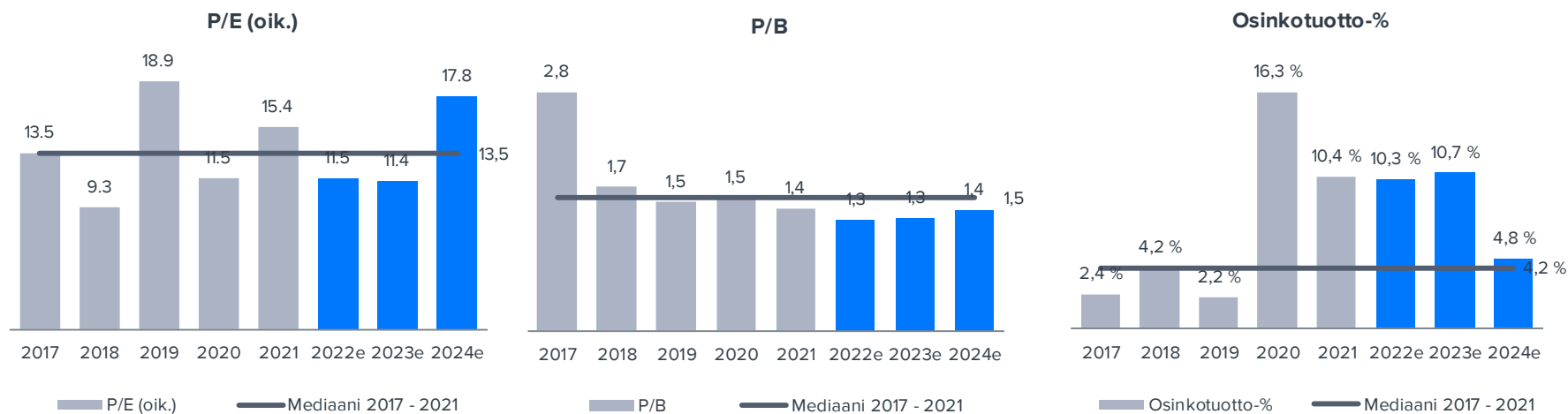
Lähde: Inderes



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osaakekurssi	10,4	7,10	7,40	8,12	11,5	<b>9,92</b>	<b>9,92</b>	<b>9,92</b>	<b>9,92</b>
Osakemäärä, milj. kpl	28,3	28,4	28,4	28,4	28,4	<b>28,9</b>	<b>29,5</b>	<b>30,1</b>	<b>30,1</b>
Markkina-arvo	293	201	210	230	326	<b>286</b>	<b>286</b>	<b>286</b>	<b>286</b>
Yritysarvo (EV)	303	230	231	274	308	<b>220</b>	<b>221</b>	<b>233</b>	<b>230</b>
P/E (oik.)	13,5	9,3	18,9	11,5	15,4	<b>11,5</b>	<b>11,4</b>	<b>17,8</b>	<b>17,1</b>
P/E	13,5	9,3	18,9	11,5	2,4	<b>11,5</b>	<b>11,4</b>	<b>17,8</b>	<b>17,1</b>
P/Kassavirta	14,1	neg.	neg.	9,7	2,9	<b>3,8</b>	<b>9,0</b>	<b>13,5</b>	<b>15,0</b>
P/B	2,8	1,7	1,5	1,5	1,4	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>
P/S	3,6	2,8	3,1	2,7	4,7	<b>4,2</b>	<b>3,9</b>	<b>4,9</b>	<b>4,9</b>
EV/Liikevaihto	3,7	3,2	3,4	3,2	4,4	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>
EV/EBITDA (oik.)	10,7	9,2	12,1	10,1	2,1	<b>6,5</b>	<b>5,9</b>	<b>9,8</b>	<b>9,3</b>
EV/EBIT (oik.)	11,2	9,6	14,0	11,2	10,7	<b>6,6</b>	<b>6,1</b>	<b>10,2</b>	<b>9,7</b>
Osinko/tulos (%)	32,5 %	39,3 %	40,9 %	187,2 %	25,0 %	<b>118,5 %</b>	<b>119,1 %</b>	<b>82,4 %</b>	<b>60,0 %</b>
Osinkotuotto-%	2,4 %	4,2 %	2,2 %	16,3 %	10,4 %	<b>10,3 %</b>	<b>10,7 %</b>	<b>4,8 %</b>	<b>3,7 %</b>

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	21,95	881	823	16,0	13,8	15,7	13,6	9,7	8,5	21,5	18,7	4,8	5,5	10,8
Titanium	12,85	132	112	6,6	5,8	6,4	5,7	4,0	3,5	9,6	8,8	8,8	9,6	5,0
CapMan	2,59	410	420	7,4	9,0	7,2	8,7	5,3	5,1	10,1	12,1	6,2	6,6	2,9
Evli	17,20	416	376	10,0	9,6	8,9	8,6	3,9	3,9	15,2	14,0	13,7	9,7	4,9
United Bankers	13,50	144	131	10,4	8,2	9,0	7,3	3,0	2,6	15,2	12,6	5,9	6,3	3,2
EAB Group	3,15	44	44	10,6	7,3	6,8	5,4	1,8	1,6	14,2	9,6	4,8	5,1	2,0
Aktia	9,46	682								9,4	8,5	6,4	7,4	0,9
Oma Säästöpankki	19,90	596								11,0	11,3	2,0	2,5	1,4
Alexandria	7,88	79	62	6,8	5,9	5,4	4,8	1,4	1,3	11,8	10,7	8,1	8,9	2,7
<b>Taaleri (Inderes)</b>	<b>9,92</b>	<b>286</b>	<b>220</b>	<b>6,6</b>	<b>6,1</b>	<b>6,5</b>	<b>5,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>11,5</b>	<b>11,4</b>	<b>10,3</b>	<b>10,7</b>	<b>1,3</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>9,7</b>	<b>8,5</b>	<b>8,5</b>	<b>7,7</b>	<b>4,2</b>	<b>3,8</b>	<b>13,1</b>	<b>11,8</b>	<b>6,7</b>	<b>6,8</b>	<b>3,8</b>
<b>Mediaani</b>				<b>10,0</b>	<b>8,2</b>	<b>7,2</b>	<b>7,3</b>	<b>3,9</b>	<b>3,5</b>	<b>11,8</b>	<b>11,3</b>	<b>6,2</b>	<b>6,6</b>	<b>2,9</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-34 %</b>	<b>-26 %</b>	<b>-10 %</b>	<b>-18 %</b>	<b>-17 %</b>	<b>-13 %</b>	<b>-3 %</b>	<b>1 %</b>	<b>66 %</b>	<b>63 %</b>	<b>-55 %</b>

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	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	<b>86,7</b>	<b>13,7</b>	<b>14,3</b>	<b>12,3</b>	<b>29,4</b>	<b>69,7</b>	<b>7,2</b>	<b>13,4</b>	<b>24,8</b>	<b>22,9</b>	<b>68,3</b>	<b>72,6</b>	<b>58,8</b>	<b>58,4</b>
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	1,5	5,2	6,3	13,2	22,6	24,3	24,3
Tasesijoitukset	0,9	1,5	1,7	1,4	3,8	8,4	1,7	7,2	14,5	0,5	23,9	2,8	2,5	2,5
Pääomarahastot (aik. Energia)	21,9	5,2	5,3	4,3	16,2	31,0	5,3	4,7	5,1	16,2	31,2	47,3	32,0	31,7
<b>Käyttökate</b>	<b>27,0</b>	<b>5,9</b>	<b>119</b>	<b>4,6</b>	<b>15,0</b>	<b>144</b>	<b>-0,4</b>	<b>4,7</b>	<b>16,9</b>	<b>12,7</b>	<b>33,9</b>	<b>37,3</b>	<b>23,8</b>	<b>24,8</b>
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
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>24,5</b>	<b>5,7</b>	<b>7,6</b>	<b>4,3</b>	<b>11,1</b>	<b>28,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>4,5</b>	<b>16,7</b>	<b>12,5</b>	<b>33,1</b>	<b>36,5</b>	<b>22,9</b>	<b>23,8</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>24,5</b>	<b>5,7</b>	<b>119</b>	<b>4,3</b>	<b>14,9</b>	<b>144</b>	<b>-0,6</b>	<b>4,5</b>	<b>16,7</b>	<b>12,5</b>	<b>33,1</b>	<b>36,5</b>	<b>22,9</b>	<b>23,8</b>
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	-1,1	3,2	3,6	4,3	14,8	16,3	17,2
Tasesijoitukset	-1,6	0,5	0,3	0,5	1,7	3,0	1,4	6,8	14,1	-0,2	22,0	0,6	0,7	0,2
Pääomarahastot (aik. Energia)	3,7	-0,1	-0,7	-0,8	6,7	5,2	-0,6	-1,1	-0,6	9,1	6,8	21,1	5,9	6,4
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
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>24,5</b>	<b>5,0</b>	<b>118</b>	<b>4,1</b>	<b>14,6</b>	<b>141</b>	<b>-0,9</b>	<b>4,2</b>	<b>16,5</b>	<b>12,2</b>	<b>32,0</b>	<b>35,7</b>	<b>22,9</b>	<b>23,8</b>
Verot	-4,5	-1,0	-0,4	-1,4	-2,3	-5,2	-0,3	-0,8	-3,3	-2,4	-6,9	-7,1	-4,6	-4,8
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
<b>Nettotulos</b>	<b>20,0</b>	<b>3,9</b>	<b>117</b>	<b>2,6</b>	<b>12,2</b>	<b>136</b>	<b>-1,2</b>	<b>3,3</b>	<b>13,1</b>	<b>9,7</b>	<b>24,8</b>	<b>25,7</b>	<b>16,8</b>	<b>17,5</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,71</b>	<b>0,14</b>	<b>0,22</b>	<b>0,09</b>	<b>0,30</b>	<b>0,75</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,11</b>	<b>0,45</b>	<b>0,34</b>	<b>0,86</b>	<b>0,87</b>	<b>0,56</b>	<b>0,58</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,71</b>	<b>0,14</b>	<b>4,14</b>	<b>0,09</b>	<b>0,43</b>	<b>4,80</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,11</b>	<b>0,45</b>	<b>0,34</b>	<b>0,86</b>	<b>0,87</b>	<b>0,56</b>	<b>0,58</b>

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	29,0 %	0,0 %	-45,2 %	607,0 %	-50,0 %	-19,6 %	-47,6 %	-6,7 %	101,6 %	-22,0 %	-2,1 %	6,4 %	-19,1 %	-0,6 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	48,6 %		168,6 %	-51,4 %	-13,2 %	17,1 %	-111,3 %	-40,1 %	285,2 %	13,0 %	15,4 %	10,1 %	-37,2 %	4,1 %
<b>Käyttökate-%</b>	31,2 %	43,5 %	829,2 %	37,2 %	51,1 %	207,2 %	-6,2 %	35,3 %	68,3 %	55,5 %	49,7 %	51,3 %	40,5 %	42,5 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	28,3 %	42,0 %	52,7 %	35,3 %	37,7 %	41,2 %	-9,0 %	33,8 %	67,5 %	54,7 %	48,6 %	50,2 %	39,0 %	40,8 %
<b>Nettotulos-%</b>	23,1 %	28,3 %	818,2 %	21,5 %	41,6 %	195,1 %	-17,1 %	24,6 %	52,7 %	42,3 %	36,4 %	35,4 %	28,5 %	29,9 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>208</b>	<b>229</b>	<b>210</b>	<b>206</b>	<b>206</b>
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	155	155
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
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>59,7</b>	<b>89,8</b>	<b>101</b>	<b>89,9</b>	<b>77,4</b>
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	15,0	16,0	12,9
Likvidit varat	25,8	53,3	80,4	67,9	58,5
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>268</b>	<b>319</b>	<b>311</b>	<b>295</b>	<b>283</b>

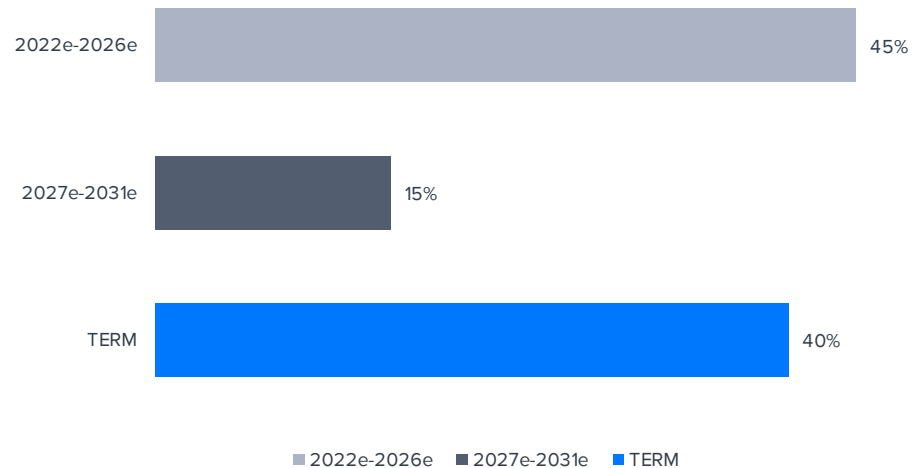
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Oma pääoma</b>	<b>148</b>	<b>230</b>	<b>222</b>	<b>221</b>	<b>209</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	99,4	213	204	200	186
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
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>85,3</b>	<b>49,6</b>	<b>49,5</b>	<b>34,7</b>	<b>34,7</b>
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
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>34,7</b>	<b>39,4</b>	<b>39,4</b>	<b>39,4</b>	<b>39,4</b>
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
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>268</b>	<b>319</b>	<b>311</b>	<b>295</b>	<b>283</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>144</b>	<b>33,1</b>	<b>36,5</b>	<b>22,9</b>	<b>23,8</b>	<b>24,1</b>	<b>24,7</b>	<b>22,1</b>	<b>22,7</b>	<b>23,2</b>	<b>23,8</b>	
+ 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	-6,9	-7,1	-4,6	-4,8	-4,8	-4,9	-4,4	-4,5	-4,6	-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	15,6	-1,0	3,0	0,1	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>142</b>	<b>42,4</b>	<b>29,0</b>	<b>22,3</b>	<b>20,1</b>	<b>19,9</b>	<b>20,4</b>	<b>18,4</b>	<b>18,8</b>	<b>19,3</b>	<b>19,8</b>	
+ 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	
- Bruttoinvestoinnit	-1,5	13,4	-1,6	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,3	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>138</b>	<b>55,7</b>	<b>27,4</b>	<b>21,2</b>	<b>19,0</b>	<b>18,8</b>	<b>19,3</b>	<b>17,3</b>	<b>17,7</b>	<b>18,2</b>	<b>18,4</b>	
+/- Muut	-27,7	19,5	4,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	111	75,2	31,9	21,2	19,0	18,8	19,3	17,3	17,7	18,2	18,4	293
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>71,1</b>	<b>27,7</b>	<b>16,9</b>	<b>13,9</b>	<b>12,6</b>	<b>11,9</b>	<b>9,8</b>	<b>9,2</b>	<b>8,7</b>	<b>8,1</b>	<b>128</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		318	247	219	203	189	176	164	154	145	136	128
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>318</b>										
- Korolliset velat		-14,9										
+ Rahavarat		53,3										
-Vähemmistöosuus		0,5										
-Osinko/pääomapalautus		-34,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>323</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>11,2</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 %
Likvideettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>8,9 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,9 %</b>

Lähde: Inderes

# Garantian DDM-laskelma

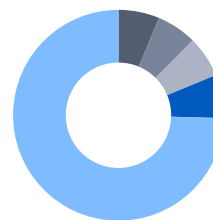
Garantian DDM-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
<b>PTP</b>	<b>22,0</b>	<b>8,4</b>	<b>16,1</b>	<b>17,5</b>	<b>18,4</b>	
Osingot	15,0	10,8	11,5	12,9	14,8	165
Solvenssi-%	219 %	203 %	194 %	187 %	176 %	
Diskontatut osingot		10,2	10,0	10,3	10,8	121
Diskontatut osingot kumulat.		162	152	142	132	121
<b>Oman pääoman arvo DDM</b>		<b>162</b>				

## Oman pääoman kustannus

Riskitön korko	2,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>8,9 %</b>

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	<b>68,3</b>	<b>72,6</b>	EPS (raportoitu)	0,39	0,71	4,80	<b>0,86</b>	<b>0,87</b>
Käyttökate	19,2	27,0	144,4	<b>33,9</b>	<b>37,3</b>	EPS (oikaistu)	0,39	0,71	0,75	<b>0,86</b>	<b>0,87</b>
Liikevoitto	16,5	24,5	143,6	<b>33,1</b>	<b>36,5</b>	Operat. kassavirta / osake	0,42	1,14	5,00	<b>1,47</b>	<b>0,99</b>
Voitto ennen veroja	16,5	24,5	141,3	<b>32,0</b>	<b>35,7</b>	Vapaa kassavirta / osake	-0,34	0,84	3,90	<b>2,61</b>	<b>1,08</b>
Nettovoitto	11,1	20,0	136,0	<b>24,8</b>	<b>25,7</b>	Omapääoma / osake	4,96	5,26	8,13	<b>7,71</b>	<b>7,43</b>
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	114,9	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,16	1,32	1,20	<b>1,02</b>	<b>1,04</b>
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	269,7	268,0	318,7	<b>311,1</b>	<b>295,4</b>	Liikevaihdon kasvu-%	-7 %	29 %	-20 %	<b>-2 %</b>	<b>6 %</b>
Oma pääoma	140,6	148,1	229,8	<b>222,2</b>	<b>221,3</b>	Käyttökateen kasvu-%	-24 %	41 %	434 %	<b>-76 %</b>	<b>10 %</b>
Liikearvo	5,1	5,1	0,7	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	-31 %	49 %	17 %	<b>15 %</b>	<b>10 %</b>
Nettovelat	21,9	24,1	-38,4	<b>-65,6</b>	<b>-67,9</b>	EPS oik. kasvu-%	-49 %	80 %	6 %	<b>15 %</b>	<b>2 %</b>
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	28,5 %	31,2 %	207,2 %	<b>49,7 %</b>	<b>51,3 %</b>
Käyttökate	19,2	27,0	144,4	<b>33,9</b>	<b>37,3</b>	Oik. Liikevoitto-%	24,6 %	28,3 %	41,2 %	<b>48,6 %</b>	<b>50,2 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	-3,3	9,5	2,0	<b>15,6</b>	<b>-1,0</b>	Liikevoitto-%	24,6 %	28,3 %	206,0 %	<b>48,6 %</b>	<b>50,2 %</b>
Operatiivinen kassavirta	11,9	32,5	141,6	<b>42,4</b>	<b>29,0</b>	ROE-%	8,5 %	13,8 %	71,7 %	<b>11,0 %</b>	<b>11,7 %</b>
Investoinnit	-26,1	-8,3	-1,5	<b>13,4</b>	<b>-1,6</b>	ROI-%	8,5 %	12,3 %	64,9 %	<b>13,8 %</b>	<b>15,9 %</b>
Vapaa kassavirta	-9,5	23,7	110,6	<b>75,2</b>	<b>31,9</b>	Omavaraisuusaste	52,1 %	55,2 %	72,1 %	<b>71,4 %</b>	<b>74,9 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	15,6 %	16,3 %	-16,7 %	<b>-29,5 %</b>	<b>-30,7 %</b>
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	3,4	3,2	4,4	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>						
EV/EBITDA (oik.)	12,1	10,1	2,1	<b>6,6</b>	<b>6,0</b>						
EV/EBIT (oik.)	14,0	11,2	10,7	<b>6,7</b>	<b>6,1</b>						
P/E (oik.)	18,9	11,5	15,4	<b>11,6</b>	<b>11,4</b>						
P/B	1,5	1,5	1,4	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>						
Osinkotuotto-%	2,2 %	16,3 %	10,4 %	<b>10,2 %</b>	<b>10,6 %</b>						

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 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 arvon 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 analyytiikoilla 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 sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä 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.

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
24/10/2018	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 €
02/05/2022	Vähennä	11,00 €	10,38 €
09/05/2022	Lisää	11,00 €	9,92 €



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



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.**