

Taaleri

Yhtiöraportti

22.8.2022 8:10



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Osinkovirtaa odotellessa

Taalerin Q2-raportti oli operatiivisesti varsin hyvin linjassa odotuksiimme, vaikka raportoidut numerot jäivätkin odotuksistamme. Garantian suorittaminen on edelleen erittäin vahvaa, mutta Pääomarahastojen osalta yhtiöllä on edelleen selviä haasteita. Olemme tehneet vain pieniä muutoksia ennusteisiimme sekä osien summa laskelmaamme (11e/osake). Vaikka yhtiön lähivuodet menevätkin Pääomarahastojen ylösajossa sekä taseen siivouksessa, tarjoaa osien summa riittävän tuotto/riski-suhteen arvon jatkaessa lähivuosina purkautumistaan vuolaan osinkovirran kautta. Säilytämme tavoitehintamme 11,0 eurossa ja toistamme lisää-suosituksemme.

Pehmeät numerot, mutta operatiivisesti neutraali raportti

Taalerin liikevoitto oli 2,4 MEUR jääden varsin selvästi 4,5 MEUR:n ennusteestamme. Tulosalituksen taustalla oli pääosin Garantia, jossa etenkin sijoitustuotot jäivät odotuksista. Taalerin numerot sisältävät poikkeuksellisen paljon erilaisia raportin tulkintaa vaikeuttavia kertaeriä, mutta isossa kuvassa operatiiviset numerot olivat kohtuullisen hyvin linjassa odotuksiemme kanssa. Garantian operatiivinen suoritus oli jälleen erittäin vahva ja vakuutustekninen tulos erittäin hyvä. Pääomarahastoissa suoritus oli odotetunlainen, mutta kulutason nousu nostatti jälleen huolia liiketoiminnan skaalautuvuudesta. Taaleri kertoi odotetusti myös aloittavansa SolarWind 3 -rahaston markkinoinnin syksyn aikana, mikä on luonnollisesti positiivinen uutinen. Yhtiö myös päätti katsauskaudella ajaa alas infraliiketoimintansa. Tämä ei ole varsinaisesti yllätys, kun ensimmäisen rahaston lanseeraus ei onnistunut. Tämä kuitenkin alleviivaa haasteita energiasektorin ulkopuolisten Pääomarahastojen osalta.

Ennusteissa vain pieniä tarkistuksia, lähivuosien tulos kertatuottojen ja Garantian hartella

Olemme tehneet Q2-raportin jälkeen operatiivisiin ennusteisiimme rajallisia muutoksia. Keskeiset muutokset ovat olleet Garantian nousseet sijoitustuottoennusteet (korkojen nousu nostaa korkotuottoja), Pääomarahastojen kuluennusteiden nousu sekä Kiinteistösegmentin laskeneet uusmyyntiennusteet. Kokonaisuutena Garantian tulosennusteet ovat hieman nousseet ja Pääomarahastojen laskeneet, mutta konsernitason muutokset ovat jääneet maltilliseksi. Odotamme yhä vuosien 2022–2023 tuloksen painopisteen olevan vahvasti kertaluontoisiksi tulkittavissa tuotoissa (sijoitukset & myyntivoitot), joten konsernin jatkuviin palkkioihin perustuva operatiivinen tulos on lähivuodet vaisulla tasolla ja pitkälti Garantian varassa. 2024–2025 jatkuviin palkkioihin pohjautuvan kannattavuuden pitäisi alkaa parantua selvästi, kun Pääomarahastot nousevat asteittain voitolle Energian vetämänä. Suurin epävarmuus ennusteissa liittyy Pääomarahastojen kulujen skaalautuvuuteen sekä Kiinteistöjen uusmyyntiin. Osinkovirta on lähivuosina hyvin vuolas Taalerin purkaessa sijoitussalkkuaan lisäosingoilla.

Osien summa ja vuolas osinkovirta pitävät riski-/tuottosuhteen positiivisena

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

Suositus

Lisää

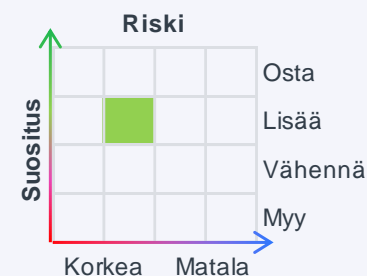
(aik. Lisää)

11,00 EUR

(aik. 11,00 EUR)

Osakekurssi:

10,16

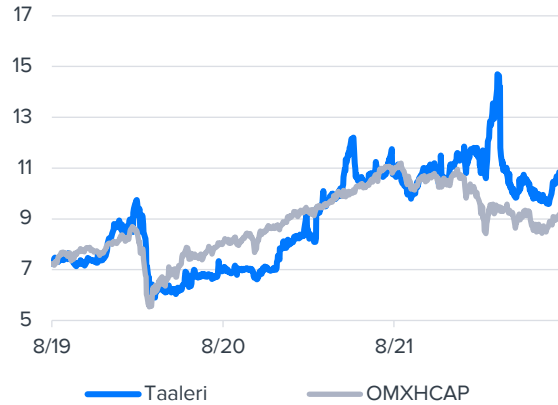


Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	69,7	67,2	73,0	60,2
kasvu-%	-20 %	-4 %	9 %	-18 %
EBIT oik.	28,7	32,3	35,5	22,6
EBIT-% oik.	41,2 %	48,1 %	48,6 %	37,6 %
Nettotulos	136,0	22,2	24,9	16,6
EPS (oik.)	0,75	0,77	0,85	0,55
P/E (oik.)	15,4	13,2	12,0	18,4
P/B	1,4	1,3	1,4	1,5
Osinkotuotto-%	10,4 %	10,0 %	10,4 %	4,7 %
EV/EBIT (oik.)	10,7	7,0	6,4	10,6
EV/EBITDA	2,1	6,7	6,2	10,2
EV/Liikevaihto	4,4	3,3	3,1	4,0

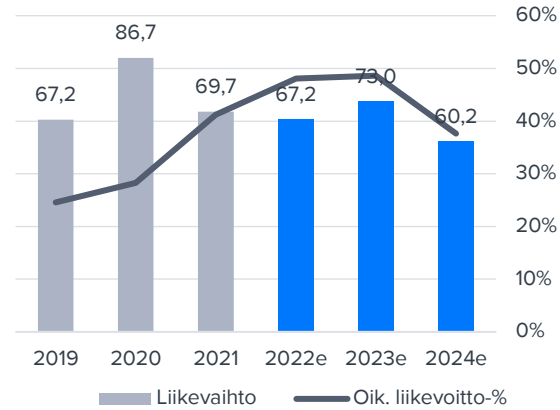
Lähde: Inderes

Osakekurssi



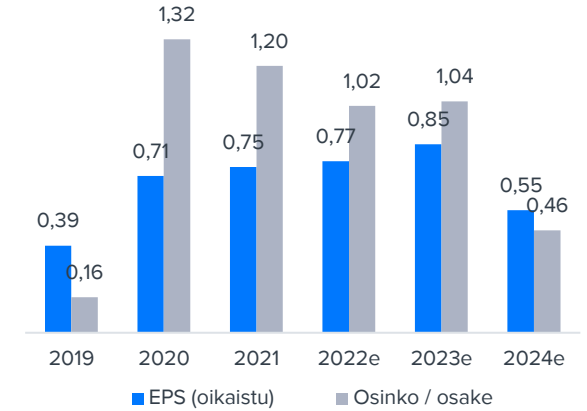
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	10,2	10,2	10,2
Osakemäärä, milj. kpl	28,9	29,5	30,1
Markkina-arvo	293	293	293
Yritysarvo (EV)	225	227	240
P/E (oik.)	13,2	12,0	18,4
P/E	13,2	12,0	18,4
P/Kassavirta	3,6	9,5	14,1
P/B	1,3	1,4	1,5
P/S	4,4	4,0	4,9
EV/Liikevaihto	3,3	3,1	4,0
EV/EBITDA (oik.)	6,7	6,2	10,2
EV/EBIT (oik.)	7,0	6,4	10,6
Osinko/tulos (%)	132,3 %	122,8 %	83,5 %
Osinkotuotto-%	10,0 %	10,4 %	4,7 %

Lähde: Inderes

Numeroiden osalta pehmeä, mutta muuten yllätyksetön raportti

Taalerin liikevoitto oli 2,4 MEUR jääden varsin selvästi 4,5 MEUR:n ennusteestamme. Tulosalituksen taustalla oli pääosin Garantia, jossa etenkin sijoitustuotot jäivät odotuksista. Taalerin numerot sisältävät poikkeuksellisen paljon erilaisia raportin tulkintaa vaikeuttavia kertaeriä (mm. valuuttakurssimuutokset, Infran liikearvon alaskirjaus ja vanhojen tuulirahastojen kertamaksuja tiimille), mutta isossa kuvassa operatiiviset numerot olivat kohtuullisen hyvin linjassa odotuksiemme kanssa. Yhtiön verot olivat katsauskaudella poikkeuksellisen korkeat johtuen Garantian verotuksesta (sijoitustuottojen käsittely poikkeaa IFRS ja FAS) ja se painoi osakekohtaisen tuloksen nollaan (Q2'22e: 0,11e).

Pääomarahastojen kannattavuus edelleen heikkoa

Pääomarahastojen osalta liikevaihto 5,3 MEUR ylitti 4,7 MEUR:n ennustemme, mutta ylitys johtui puhtaasti valuuttakurssista. Etenkin Energiassa

kulutaso oli selvästi odotuksiamme korkeampi ja ilman valuuttakurssin positiivista vaikutusta liikevaihtoon, olisi koko Pääomarahastot-segmentin tappio ollut selvästi odotuksiamme korkeampi. Kulutason jatkuva kasvu on edelleen huolestuttavaa, etenkin kun muiden Energian ulkopuolisten pääomarahastojen ylösajo on hidasta. Taaleri kertoi odotetusti myös aloittavansa SolarWind 3 -rahaston markkinoinnin syksyn aikana, mikä on luonnollisesti positiivinen uutinen. Yhtiö myös päätti katsauskaudella ajaa alas infraliiketoimintansa. Tämä ei ole varsinaisesti yllätys, kun ensimmäisen rahaston lanseeraus ei onnistunut. Tämä kuitenkin alleviivaa haasteita energiasektorin ulkopuolisten Pääomarahastojen osalta.

Sijoitustuotot painoivat Garantian tulosta

Garantian osalta vakuutusmaksutulo laski vertailukaudesta ja oli Q1:n tasolla 4,0 MEUR:ssa jääden selvästi ennusteestamme 4,9 MEUR.

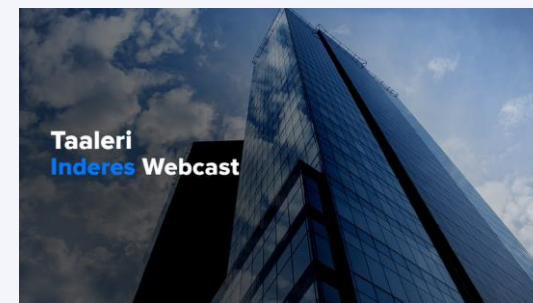
Käsityksemme mukaan iso osa tästä kuitenkin selittyy vakuutusmaksuvastuun muutoksella ja uusmyynti vetää edelleen hyvin. Tästä osoituksena on myös yhtiön vakuutuslasku, joka kasvoi edellisestä kvartaalista lähes 5 %:lla. Vakuutusteknisesti tulos oli jälleen erinomainen ja korvauskuluja kirjattiin 0 %. Odotuksia heikomman liikevaihdon johdosta vakuutustekninen tulos oli lievästi odotuksiamme heikompi (2,8 vs. 3,2 MEUR). Garantian sijoitustuotot olivat odotuksiamme enemmän miinuksella (-3,9 vs. 3,0 MEUR) ja käyvin arvon sijoitustuotot olivat miinuksella 7,2 MEUR.

Muut-segmentin osalta numerot olivat hyvin linjassa odotustemme kanssa ja segmentti kirjasi merkittävän liikevoiton (6,1 MEUR) Finsilvasta tuloutuneen ison tuottosidonnaisen palkkion myötä. Konsernin sijoitussalkku oli myös odotuksiemme mukaisesti noin 70 MEUR:n tasolla.

Ennustetaulukko	Q2'21	Q2'22	Q2'22e	Q2'22e	Konsensus	Erotus (%)	2022e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	17,0	12,9	13,4				-4 %	67,2
Liikevoitto (oik.)	3,8	2,4	4,5				-46 %	32,3
Liikevoitto	3,8	2,4	4,5				-46 %	32,3
EPS (oik.)	0,08	0,00	0,11				-100 %	0,77
Liikevaihdon kasvu-%	-45,2 %	-24,3 %	-21,4 %				-2,9 %-yks.	-3,6 %
Liikevoitto-% (oik.)	22,2 %	18,9 %	33,8 %				-14,9 %-yks.	48,1 %

Lähde: Inderes

Webcast katsottavissa täältä:



Ennustemuutokset

Ennustemuutokset 2022-2025e

- Olemme tehneet Q2-raportin jälkeen operatiivisiin ennusteisiimme rajallisia muutoksia
- Nousseen korkotason johdosta olemme nostaneet Garantian sijoitustuottoennusteita lähivuosille (korkeampi running yield)
- Pääomarahastoissa (sis. Energia) olemme tarkistaneet jälleen kuluennusteita ylöspäin
- Olemme jälleen leikanneet Kiinteistöjen uusmyyntiennusteita ja meidän on vaikea nähdä segmentille kestävästä kasvupolkua ilman uusia tuotelanseerauksia sekä tasonnostoa myynnissä
- Osinkoennusteet pysyneet ennallaan, odotamme 2023–2024 0,60e lisäosinkoa per vuosi. Huomautamme, että yhtiöllä on tämän jälkeenkin vielä ylimääräistä pääomaa taseessaan ja mikäli se ei löydy sille järkevää käyttöä (todennäköisesti M&A), tullaan lisäosinkoa maksamaan odotuksiamme enemmän

Operatiiviset tulosajurit 2022-2025e:

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

Ennustemuutokset	2022e		Muutos	2023e		Muutos	2024e		Muutos
	MEUR / EUR	Vanha		Uusi	Vanha		Uusi	Vanha	
Liikevaihto		68,3	-2 %	72,6	73,0	1 %	58,8	60,2	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä		33,1	-3 %	36,5	35,5	-3 %	22,9	22,6	-1 %
Liikevoitto		33,1	-3 %	36,5	35,5	-3 %	22,9	22,6	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)		0,86	-10 %	0,87	0,85	-3 %	0,56	0,55	-1 %
Osakekohtainen osinko		1,02	0 %	1,04	1,04	0 %	0,46	0,46	0 %

Lähde: Inderes

Webcast katsottavissa täältä:



Ennustemuutokset segmenteittäin

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	68,3	67,2	-2 %	72,6	73,0	1 %	58,8	60,2	2 %
Strategiset sijoitukset	13,2	11,0	-17 %	22,6	22,6	0 %	24,3	25,5	5 %
Tasesijoitukset	23,9	27,8	16 %	2,8	2,8	0 %	2,5	2,5	0 %
Pääomarahastot (aik. Energia)	31,2	28,4	-9 %	47,3	47,6	1 %	32,0	32,2	0 %
Käyttökate	33,9	33,5	-1 %	37,3	36,4	-2 %	23,8	23,6	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	33,1	32,3	-3 %	36,5	35,5	-3 %	22,9	22,6	-1 %
Liikevoitto	33,1	32,3	-3 %	36,5	35,5	-3 %	22,9	22,6	-1 %
Strategiset sijoitukset	4,3	4,1	-3 %	14,8	14,9	1 %	16,3	17,7	9 %
Tasesijoitukset	22,0	25,4	15 %	0,6	0,3	-55 %	0,7	0,4	-43 %
Pääomarahastot (aik. Energia)	6,8	2,8	-59 %	21,1	20,3	-4 %	5,9	4,5	-23 %
Tulos ennen veroja	32,0	31,2	-2 %	35,7	34,7	-3 %	22,9	22,6	-1 %
EPS (oikaistu)	0,86	0,77	-10 %	0,87	0,85	-3 %	0,56	0,55	-1 %
Osinko / osake	1,02	1,02	0 %	1,04	1,04	0 %	0,46	0,46	0 %

Lähde: Inderes

Huom! Muutokset johtuvat puhtaasti Turun Toriparkin myyntivoiton siirtymisestä segmentiltä toiselle (yhtiö siirsi Toriparkin ei-strategisiin sijoituksiin Q2-raportilla).

Ennusteet yhteenveto

Konsernitason ennusteet	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	67,3	69,7	73,0	60,2	61,1
Pääomarahastot	31,0	28,5	47,6	32,2	31,2
<i>Energia</i>	22,0	22,4	33,4	22,9	20,8
<i>Muut Pääomarahastot</i>	9,0	6,0	14,2	9,2	10,4
Garantia	27,9	13,5	22,6	25,5	27,4
<i>Takausvakuustoitominnan nettotuotot</i>	17,6	16,8	16,6	19,4	21,2
<i>Sijoitustuotot</i>	10,3	-3,4	6,0	6,2	6,2
Muut-segmentti	8,4	27,8	2,8	2,5	2,5
Liikevoitto (raportoitu)	143,6	32,3	35,5	22,6	23,4
Pääomarahastot	5,2	2,8	20,3	4,5	4,2
<i>Energia</i>	6,1	6,3	16,5	6,5	5,8
<i>Muut Pääomarahastot</i>	-0,9	-3,5	3,8	-2,0	-1,6
Garantia	20,2	4,0	14,9	17,7	19,3
Muut-segmentti	0,4	24,5	0,3	0,4	-0,1
Kertaerät	114,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	28,7	32,3	35,5	22,6	23,4
EBIT-% ilman kertaeriä	43 %	46 %	49 %	38 %	38 %
Tulos ennen veroja	141,3	31,2	34,7	22,6	23,4
Verot	-5,2	-8,4	-6,9	-4,5	-4,7
Vähemmistöt	0,0	-0,6	-2,8	-1,6	-1,6
Nettotulos	136,0	22,2	24,9	16,6	17,1
EPS (raportoitu)	4,80	0,77	0,85	0,55	0,57
EPS (oikaistu)	0,75	0,77	0,85	0,55	0,57
Osinko	1,20	1,02	1,04	0,33	0,34

Segmenttien ennusteet	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevoitto ilman kertaeriä	28,7	32,3	35,5	22,6	23,4
Jatkuvat	2,2	1,7	4,5	9,5	15,2
<i>Kertatuotot</i>	26,6	30,6	31,0	13,2	8,2
Tulosmix segmentteittäin					
Pääomarahastot	5,2	2,8	20,3	4,5	4,2
<i>Liikevoitto ilman kertatuottoja</i>	-5,7	-5,6	-3,7	-1,5	3,2
<i>Kertatuotot</i>	10,9	8,4	24,0	6,0	1,0
Garantia	22,0	7,5	16,3	18,9	20,5
<i>Vakuustekninen tulos</i>	11,7	10,8	10,3	12,8	14,3
<i>Sijoitustuotot</i>	10,3	-3,4	6,0	6,2	6,2
Muut-segmentti	0,4	24,5	0,3	0,4	-0,1
<i>Liikevoitto ilman kertatuottoja</i>	-5,0	-1,1	-0,8	-0,6	-1,1
<i>Kertatuotot</i>	5,4	25,5	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 siivooa tasettaan ei-strategisista sijoituksista irtaantumalla, ja samalla Garantia palauttaa yhtiölle merkittäviä pääomia. Olemme laskelmissamme arvioineet Taalerin osien summan arvoksi noin 320 MEUR (aik. 330 MEUR) eli noin 11,0 euroa osakkeelta, mikä on yli yhtiön nykykurssin.

Arvotamme Garantiaa osinkovirtamallilla (sivulla 14) ja sen arvo on nyt 170 MEUR (aik. 162) johtuen hieman nousseista osinkoennusteista. Sijoitussalkun ja nettokassan arvo oli Q2:n lopussa 98 MEUR. Konsernikulujen arvo on pysynyt -45 MEUR:ssa.

Energian vähemmistöistä oikaistun arvon olemme tarkistaneet lievästi alaspäin laskeneista tulosenusteista johtuen (82 MEUR vs. 95 MEUR). Energian kulutaso on jatkuvasti ylittänyt ennusteemme ja jatkuviin palkkioihin pohjautuva kannattavuus on vastaavasti laskenut. Näemme aiempaa suuremman riskin sille, että Energian kannattavuus ilman kertatuottoja jää vaisuksi myös SW3-rahaston jälkeen, mikä olisi selkeä ongelma Taalerin nykyomistajille. Nykyinen arvostustaso Energialle ei mielestämme ole vaativa ja hypoteettisessa tilanteessa, jossa Taaleri päättäisi myydä sen, olisi nykyinen hintalappu todennäköisesti alakanttiin, kun huomioidaan sektorin tulikuumat fundamentit. Kuitenkin Taalerin nykyomistajien tulee nojata arvonmäärityksessään Energian kassavirtoihin, joihin liittyy aiempaa enemmän epävarmuutta.

Muiden Pääomarahastojen osalta olemme leikanneet arvon 15 MEUR:oon. Arvo on erittäin alhainen ja vastaavassa hypoteettisessa myyntitilanteessa hintalappu olisi todennäköisesti merkittävästi

korkeampi. Ennusteissamme segmentti on kuitenkin tappiollinen vielä 2025 johtuen etenkin kiinteistöjen vaatimattomista ennusteista. Näkemyksemme mukaan yhtiö tarvitsisi kipeästi kiinteistösegmentille tiekartan sen voimakkaaseen kasvattamiseen, sillä Bion osalta kasvun kiihdyttäminen on vaikeaa (seuraava rahasto arviolta 2024).

Olemme aiemmin kyseenalaistaneet kiinteistöjen sopivuutta Taalerin nykyiseen energiavetoiseen strategiaan. Yksi vaihtoehto olisikin kiinteistötoiminnan myynti ja pääomien vapauttaminen energialiiketoimintaan.

Lähivuosien aikana osien summassa oleva arvo purkautuu näkemyksemme mukaan pääasiassa osinkojen kautta, joita odotamme yhtiön jakavan seuraavalta kahdelta tilikaudelta yhteensä noin 60 MEUR:n edestä. Tämä tarkoittaa huomattavaa, yli 10 %:n vuotuista osinkotuottoa.

Tuloskertoimet eivät toimi optimaalisesti

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

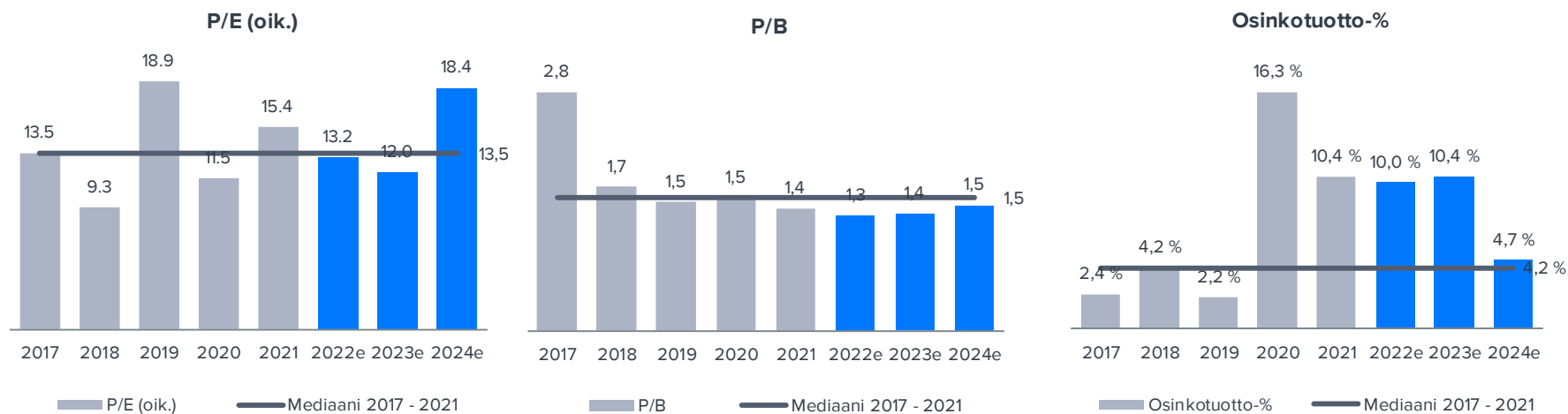
Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	10,2	10,2	10,2
Osakemäärä, milj. kpl	28,9	29,5	30,1
Markkina-arvo	293	293	293
Yritysarvo (EV)	225	227	240
P/E (oik.)	13,2	12,0	18,4
P/E	13,2	12,0	18,4
P/Kassavirta	3,6	9,5	14,1
P/B	1,3	1,4	1,5
P/S	4,4	4,0	4,9
EV/Liikevaihto	3,3	3,1	4,0
EV/EBITDA (oik.)	6,7	6,2	10,2
EV/EBIT (oik.)	7,0	6,4	10,6
Osinko/tulos (%)	132,3 %	122,8 %	83,5 %
Osinkotuotto-%	10,0 %	10,4 %	4,7 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	10,4	7,10	7,40	8,12	11,5	10,2	10,2	10,2	10,2
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	293	293	293	293
Yritysarvo (EV)	303	230	231	274	308	225	227	240	237
P/E (oik.)	13,5	9,3	18,9	11,5	15,4	13,2	12,0	18,4	17,8
P/E	13,5	9,3	18,9	11,5	2,4	13,2	12,0	18,4	17,8
P/Kassavirta	14,1	neg.	neg.	9,7	2,9	3,6	9,5	14,1	15,6
P/B	2,8	1,7	1,5	1,5	1,4	1,3	1,4	1,5	1,4
P/S	3,6	2,8	3,1	2,7	4,7	4,4	4,0	4,9	4,9
EV/Liikevaihto	3,7	3,2	3,4	3,2	4,4	3,3	3,1	4,0	4,0
EV/EBITDA (oik.)	10,7	9,2	12,1	10,1	2,1	6,7	6,2	10,2	9,7
EV/EBIT (oik.)	11,2	9,6	14,0	11,2	10,7	7,0	6,4	10,6	10,1
Osinko/tulos (%)	32,5 %	39,3 %	40,9 %	187,2 %	25,0 %	132,3 %	122,8 %	83,5 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	4,2 %	2,2 %	16,3 %	10,4 %	10,0 %	10,4 %	4,7 %	3,5 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
Aktia	735								11,0	8,9	5,5	6,9	1,0
Alexandria	82	65	7,0	6,5	5,5	5,2	1,5	1,4	12,0	11,7	7,8	8,6	2,8
CapMan	462	508	8,4	10,8	8,2	10,5	6,5	6,6	10,3	13,8	5,5	5,8	3,0
EAB Group	48	47	6,7	12,0	5,0	7,8	1,7	1,9	9,0	16,2	4,4	4,6	1,9
Evli	461	432	12,2	10,4	10,7	9,4	4,7	4,2	19,1	16,3	7,6	7,9	5,2
eQ	951	891	16,7	14,9	16,4	14,7	10,3	9,3	22,3	20,0	4,6	5,2	11,1
Oma Säästöpankki	593								11,0	11,2	2,0	2,5	1,4
Titanium	142	122	7,1	6,4	6,9	6,2	4,3	3,8	10,3	9,4	8,2	9,0	4,9
United Bankers	146	133	10,6	8,4	9,1	7,4	3,1	2,6	15,5	12,8	5,8	6,2	3,1
Taaleri (Inderes)	293	225	7,0	6,4	6,7	6,2	3,3	3,1	13,2	12,0	10,0	10,4	1,3
Keskiarvo			9,8	9,9	8,8	8,7	4,6	4,2	13,4	13,4	5,7	6,3	3,8
Mediaani			8,4	10,4	8,2	7,8	4,3	3,8	11,0	12,8	5,5	6,2	3,0
Erotus-% vrt. mediaani			-17 %	-39 %	-18 %	-20 %	-22 %	-19 %	20 %	-6 %	83 %	69 %	-55 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	86,7	13,7	14,3	12,3	29,4	69,7	7,2	11,8	25,2	23,0	67,2	73,0	60,2	59,3
Varainhoito (myyty 2020)	46,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Strategiset sijoitukset	17,2	7,0	7,3	6,6	9,4	30,3	0,2	-1,1	5,6	6,3	11,0	22,6	25,5	25,5
Tasesijoitukset	0,9	1,5	1,7	1,4	3,8	8,4	1,7	7,1	14,5	4,5	27,8	2,8	2,5	2,5
Pääomarahastot (aik. Energia)	21,9	5,2	5,3	4,3	16,2	31,0	5,3	5,8	5,1	12,2	28,4	47,6	32,2	31,2
Käyttökate	27,0	5,9	119	4,6	15,0	144	-0,4	3,0	18,5	12,4	33,5	36,4	23,6	24,4
Poistot ja arvonalennukset	-2,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,8	-0,2	-0,6	-0,2	-0,2	-1,2	-0,9	-0,9	-1,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	24,5	5,7	7,6	4,3	11,1	28,7	-0,6	2,4	18,3	12,2	32,3	35,5	22,6	23,4
Liikevoitto	24,5	5,7	119	4,3	14,9	144	-0,6	2,4	18,3	12,2	32,3	35,5	22,6	23,4
Varainhoito (myyty 2020)	12,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Strategiset sijoitukset	10,2	5,8	6,1	4,5	6,2	22,6	-1,4	-2,8	4,8	3,6	4,1	14,9	17,7	19,3
Tasesijoitukset	-1,6	0,5	0,3	0,5	1,7	3,0	1,4	6,3	14,0	3,7	25,4	0,3	0,4	-0,1
Pääomarahastot (aik. Energia)	3,7	-0,1	-0,7	-0,8	6,7	5,2	-0,6	-1,1	-0,4	4,9	2,8	20,3	4,5	4,2
Nettorahoituskulut	0,0	-0,7	-1,0	-0,3	-0,3	-2,4	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-1,1	-0,8	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	24,5	5,0	118	4,1	14,6	141	-0,9	2,2	18,0	11,9	31,2	34,7	22,6	23,4
Verot	-4,5	-1,0	-0,4	-1,4	-2,3	-5,2	-0,3	-2,1	-3,6	-2,4	-8,4	-6,9	-4,5	-4,7
Vähemmistöosuudet	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,6	-2,8	-1,6	-1,6
Nettotulos	20,0	3,9	117	2,6	12,2	136	-1,5	0,0	14,3	9,4	22,2	24,9	16,6	17,1
EPS (oikaistu)	0,71	0,14	0,22	0,09	0,30	0,75	-0,05	0,00	0,50	0,33	0,77	0,85	0,55	0,57
EPS (raportoitu)	0,71	0,14	4,14	0,09	0,43	4,80	-0,05	0,00	0,50	0,33	0,77	0,85	0,55	0,57

Tunnusluvut	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	29,0 %	0,0 %	-45,2 %	607,0 %	-50,0 %	-19,6 %	-47,6 %	-17,4 %	105,0 %	-21,9 %	-3,6 %	8,6 %	-17,6 %	-1,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	48,6 %		168,6 %	-51,4 %	-13,2 %	17,1 %	-111,3 %	-68,1 %	321,8 %	10,2 %	12,4 %	9,9 %	-36,2 %	3,3 %
Käyttökate-%	31,2 %	43,5 %	829,2 %	37,2 %	51,1 %	207,2 %	-6,2 %	25,2 %	73,4 %	54,0 %	49,8 %	49,8 %	39,2 %	41,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	28,3 %	42,0 %	52,7 %	35,3 %	37,7 %	41,2 %	-9,0 %	20,3 %	72,6 %	53,2 %	48,1 %	48,6 %	37,6 %	39,5 %
Nettotulos-%	23,1 %	28,3 %	818,2 %	21,5 %	41,6 %	195,1 %	-21,5 %	0,1 %	56,8 %	41,1 %	33,1 %	34,2 %	27,5 %	28,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	208	229	205	201	201
Liikearvo	5,1	0,7	0,4	0,4	0,4
Aineettomat hyödykkeet	1,7	0,0	-0,1	0,0	0,1
Käyttöomaisuus	2,9	1,1	1,5	1,6	1,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	36,6	55,7	50,7	45,7	45,7
Muut sijoitukset	160	169	150	151	151
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	104	91,6	79,0
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	14,8	16,1	13,2
Likvidit varat	25,8	53,3	83,2	69,6	59,7
Taseen loppusumma	268	319	309	292	280

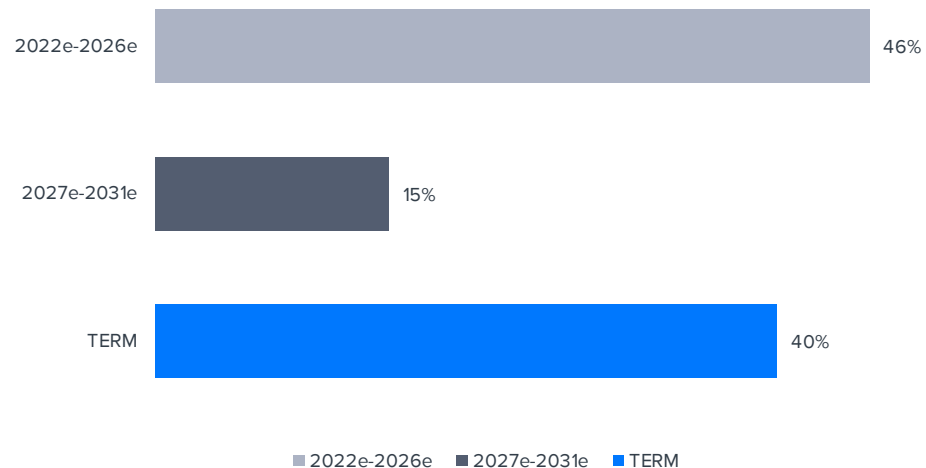
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	148	230	220	218	206
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	99,4	213	201	197	182
Oman pääoman ehtoiset lainat	14,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	35,8	18,8	18,8	18,8	18,8
Muu oma pääoma	-1,0	-1,3	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	-1,1	-0,7	-0,1	2,7	4,3
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	309	292	280

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	144	32,3	35,5	22,6	23,4	24,4	25,0	22,4	23,0	23,6	24,2	
+ Kokonaispoistot	0,8	1,2	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	
- Maksetut verot	-4,7	-8,4	-6,9	-4,5	-4,7	-4,9	-5,0	-4,5	-4,6	-4,7	-4,8	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,3	-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 muutokset	2,0	15,8	-1,3	2,8	0,2	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	
Operatiivinen kassavirta	142	40,6	28,0	21,9	19,9	20,2	20,7	18,6	19,1	19,5	20,0	
+ 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	17,9	-1,7	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	138	58,4	26,3	20,8	18,8	19,1	19,6	17,5	18,0	18,4	18,5	
+/- Muut	-27,7	24,0	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	111	82,4	30,7	20,8	18,8	19,1	19,6	17,5	18,0	18,4	18,5	294
Diskontattu vapaa kassavirta		79,9	27,3	17,0	14,1	13,1	12,4	10,2	9,6	9,0	8,3	132
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		333	253	226	209	194	181	169	159	149	140	132
Velaton arvo DCF		333										
- Korolliset velat		-14,9										
+ Rahavarat		53,3										
-Vähemmistöosuus		0,2										
-Osinko/pääomapalautus		-34,0										
Oman pääoman arvo DCF		337										
Oman pääoman arvo DCF per osake		11,7										

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-premio	4,75 %
Likvideettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,9 %

Lähde: Inderes

Garantian DDM-laskelma

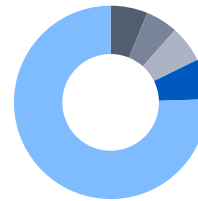
Garantian DDM-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
PTP	22,0	7,4	16,3	18,9	20,5	
Osingot	15,0	10,8	10,3	12,8	15,3	171
Solvenssi-%	219 %	217 %	194 %	189 %	181%	
Diskontatut osingot		10,5	9,1	10,4	11,5	128
Diskontatut osingot kumulat.		170	159	150	140	128
Oman pääoman arvo DDM		170				

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



■ 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	67,2	73,0	EPS (raportoitu)	0,39	0,71	4,80	0,77	0,85
Käyttökate	19,2	27,0	144,4	33,5	36,4	EPS (oikaistu)	0,39	0,71	0,75	0,77	0,85
Liikevoitto	16,5	24,5	143,6	32,3	35,5	Operat. kassavirta / osake	0,42	1,14	5,00	1,41	0,95
Voitto ennen veroja	16,5	24,5	141,3	31,2	34,7	Vapaa kassavirta / osake	-0,34	0,84	3,90	2,86	1,04
Nettovoitto	11,1	20,0	136,0	22,2	24,9	Omapääoma / osake	4,96	5,26	8,13	7,62	7,32
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	114,9	0,0	0,0	Osinko / osake	0,16	1,32	1,20	1,02	1,04
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	269,7	268,0	318,7	308,8	292,3	Liikevaihdon kasvu-%	-7 %	29 %	-20 %	-4 %	9 %
Oma pääoma	140,6	148,1	229,8	219,8	218,2	Käyttökateen kasvu-%	-24 %	41 %	434 %	-77 %	9 %
Liikearvo	5,1	5,1	0,7	0,4	0,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	-31 %	49 %	17 %	12 %	10 %
Nettovelat	21,9	24,1	-38,4	-68,4	-69,6	EPS oik. kasvu-%	-49 %	80 %	6 %	3 %	10 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	28,5 %	31,2 %	207,2 %	49,8 %	49,8 %
Käyttökate	19,2	27,0	144,4	33,5	36,4	Oik. Liikevoitto-%	24,6 %	28,3 %	41,2 %	48,1 %	48,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-3,3	9,5	2,0	15,8	-1,3	Liikevoitto-%	24,6 %	28,3 %	206,0 %	48,1 %	48,6 %
Operatiivinen kassavirta	11,9	32,5	141,6	40,6	28,0	ROE-%	8,5 %	13,8 %	71,7 %	9,9 %	11,5 %
Investoinnit	-26,1	-8,3	-1,5	17,9	-1,7	ROI-%	8,5 %	12,3 %	64,9 %	13,5 %	15,7 %
Vapaa kassavirta	-9,5	23,7	110,6	82,4	30,7	Omavaraisuusaste	52,1 %	55,2 %	72,1 %	71,2 %	74,6 %
						Nettovelkaantumisaste	15,6 %	16,3 %	-16,7 %	-31,1 %	-31,9 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	3,4	3,2	4,4	3,3	3,1						
EV/EBITDA (oik.)	12,1	10,1	2,1	6,7	6,2						
EV/EBIT (oik.)	14,0	11,2	10,7	7,0	6,4						
P/E (oik.)	18,9	11,5	15,4	13,2	12,0						
P/B	1,5	1,5	1,4	1,3	1,4						
Osinkotuotto-%	2,2 %	16,3 %	10,4 %	10,0 %	10,4 %						

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 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 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 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
24/10/2018	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 €
22/08/2022	Lisää	11,00 €	10,16 €

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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**