

# Taaleri

## Yhtiöraportti

16.8.2023 21:05



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Tarina etenee raiteillaan

Taalerin Q2-raportti tarjosi olennaisia yllätyksiä lähinnä sijoitustuottojen osalta, ja yhtiön operatiivinen kehitys jatkui odotusten mukaisesti. Raportin jäljiltä tekemämme ennustemuutokset rajoittuvatkin pääasiassa sijoitustuottojen sekä tuottosidonnaisten palkkioiden ajoituksiin. Osake on edelleen arvostettu alle osien summa -menetelmämme, mitä emme pidä perusteltuna. Säilytämmekin tavoitehintamme 11,0 eurossa ja toistamme lisää-suosituksen.

## Sijoitustuotot johtivat reiluun ennusteylitykseen

Taaleri julkaisi odotuksiamme selvästi vahvemman Q2-tuloksen. Yllätyksen taustalla olivat tuttuun tapaan sijoitustuotot, joita konserni kirjasi jo tiedotettujen tuottojen lisäksi reilusti myös ei-strategisista sijoituksista. Operatiivisesti raportti ei puolestaan tarjonnut merkittäviä yllätyksiä. Garantia jatkoi tuloksellisesti vahvaa kehitystä ja Pääomarahastojen kertatuotoista oikaistu kannattavuus oli yhä vaatimatonta yhtiön lanseerattua SolarWind 3 -rahaston vasta Q3:n alussa. Raportin suurin yllätys nähtiin tuloksen osalta Muut-segmentissä, kun Turun Toriparkista kirjattiin positiivista arvonmuutosta noin 3,3 MEUR. Olimme odottaneet tämän kirjautuvan kuluvan vuoden Q4:lle, joten kyse on lähinnä ajoitukseen liittyvästä seikasta.

## Ennusteiden osalta muutoksia lähinnä palkkioiden ajoitukseen

Q2-raportin jäljiltä tekemämme ennustemuutokset rajoittuvat pääasiassa sijoitustuottojen sekä tuottosidonnaisten palkkioiden ajoituksiin, ja kokonaisuutena vuosien 2023–2025 kumulatiivisen liikevoiton ennusteemme on säilynyt käytännössä ennallaan. Odotamme yhä 2023 tuloksen painopisteen olevan vahvasti kertaluontoiseksi tulkittavissa tuotoissa (sijoitukset ja myyntivoitot). 2024–2026 jatkuviin palkkioihin pohjautuvan kannattavuuden pitäisi alkaa parantua selvästi, kun Pääomarahastot nousevat asteittain voitolle Energian vetämänä ja Garantian vakuutuspalvelutulot kasvaa maltillisesti. Lisäksi Garantian sijoitustuotot saavat tukea korkotason noususta. Huomautamme kuitenkin, että pääomarahastojen jatkuviin palkkioihin pohjautuva kannattavuus on vaatimattomalla tasolla myös 2024–2025 johtuen etenkin Muiden pääomarahastojen haasteista. Yhtiön arvon kannalta keskeiset ajurit seuraavalla strategiakaudella ovat näkemyksemme mukaan AUM:n jatkuvien palkkioiden kasvu, jatkuviin palkkioihin pohjautuvan kannattavuus, Garantian vakuutustekninen suorittaminen ja rahastojen performanssi. Yhtiö tulee jatkamaan avokätistä osinkopolitiikkaansa ja odotamme lisäosinkoja lähivuosilta. Pidämme myös hyvin mahdollisena, että yhtiö vauhdittaa Pääomarahastojen kasvua yrityskaupoilla.

## Nykyinen kurssitaso ei ole liian haastava

Keskitymme analyysissämme etenkin osien summaan, sillä se huomioi parhaiten liiketoimintojen erilaiset profiilit. Osien summan mukainen arvomme on säilynyt ennallaan noin 11 eurossa osakkeelta, mikä on linjassa tavoitehintamme kanssa. Emme pidä enää perusteltuna hinnoitella Taaleria alle sen osien summan, kun niissä olevan arvon purkautumiseen on selkeät askelmerkit ja yhtiö on sitoutunut arvon purkamiseen. Olennaisesti korkeampi osien summa taas vaatisi taakseen joko 1) Pääomarahastojen odotuksia parempaa tuloskehitystä, 2) rakennejärjestelyjä tai 3) Garantian nopeampaa kasvua. Verrokkianalyysi, absoluuttiset kertoimet sekä DCF-mallimme tukevat nykyistä tavoitehintaa, vaikka emme annakaan niille oleellista painoarvoa. Olemme avanneet arvonmäärittämisemme tarkemmin laajassa [raportissamme](#).

## Suositus

### Lisää

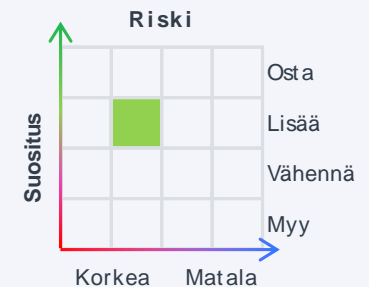
(aik. Lisää)

### 11,00 EUR

(aik. 11,00 EUR)

### Osakekurssi:

9,65

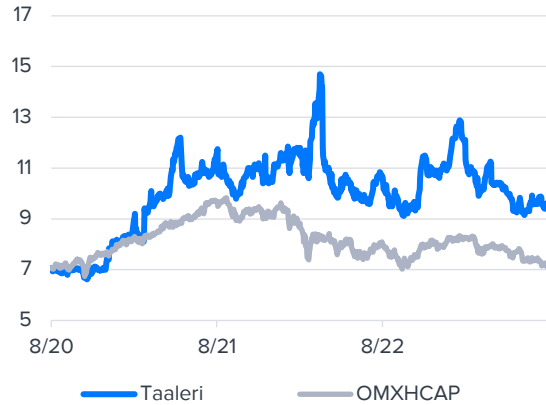


## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	63,2	62,4	65,9	56,6
<b>kasvu-%</b>	-9 %	-1 %	5 %	-14 %
<b>EBIT oik.</b>	27,4	30,8	33,3	22,9
<b>EBIT-% oik.</b>	43,3 %	49,4 %	50,6 %	40,5 %
<b>Nettotulos</b>	20,6	22,0	25,4	17,5
<b>EPS (oik.)</b>	0,73	0,76	0,86	0,59
<b>P/E (oik.)</b>	17,6	12,7	11,2	16,4
<b>P/B</b>	1,8	1,4	1,3	1,4
<b>Osinkotuotto-%</b>	5,5 %	8,0 %	8,5 %	8,8 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	12,1	7,3	6,2	9,0
<b>EV/EBITDA</b>	11,6	7,2	6,1	8,7
<b>EV/Liikevaihto</b>	5,2	3,6	3,1	3,6

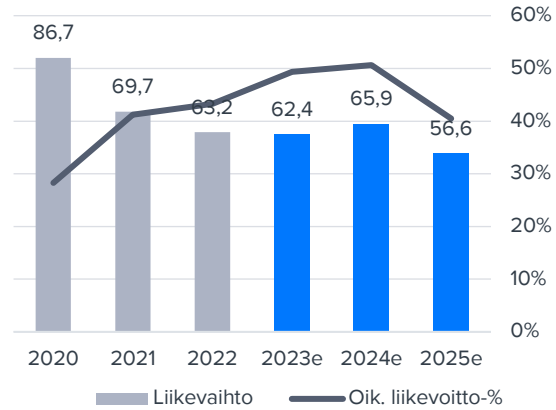
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



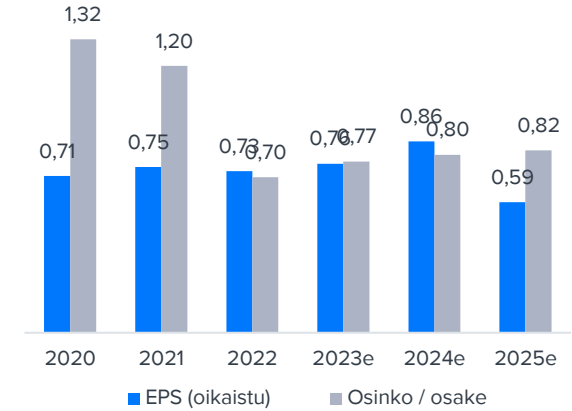
Lähde: Millstream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

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



### Riskitekijät

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

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
<b>Osakekurssi</b>	9,65	9,65	9,65
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	29,0	29,6	29,9
<b>Markkina-arvo</b>	279	279	279
<b>Yritysarvo (EV)</b>	225	206	206
<b>P/E (oik.)</b>	12,7	11,2	16,4
<b>P/E</b>	12,7	11,2	16,4
<b>P/Kassavirta</b>	5,9	6,5	11,4
<b>P/B</b>	1,4	1,3	1,4
<b>P/S</b>	4,5	4,2	4,9
<b>EV/Liikevaihto</b>	3,6	3,1	3,6
<b>EV/EBITDA (oik.)</b>	7,2	6,1	8,7
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	7,3	6,2	9,0
<b>Osinko/tulos (%)</b>	101,3 %	92,9 %	139,7 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	8,0 %	8,5 %	8,8 %

Lähde: Inderes

# Sijoitustuotot johtivat reiluun ennusteylitykseen Q2:lla

## Pääomarahastojen tulos ylitti odotukset niukasti

Pääomarahastojen osalta kvartaalin kehitys oli hieman odotettua vahvempaa. Uusiutuvan energian jatkuvat palkkiot olivat hieman odotuksiamme korkeammat (4,0 vs. 3,7 ennuste). Myös sijoitustuotot olivat odotuksiamme selvästi korkeammat, mutta tämä selittyy hankkeisiin liittyvällä läpilaskutuksella. Vastaava erä kirjattiin myös kulupuolelle, minkä myötä ennusteylitys jäi liikevoiton osalta liikevaihtoa maltillisemmaksi.

Muut pääomarahastot osuivat puolestaan hyvin ennusteisiimme sekä liikevaihdon että liikevoiton osalta. Yhtiö ei kuitenkaan odotustemme vastaisesti sulkenut lopullisesti Bioteollisuus 1-rahastoa. Tämä tapahtuu kuitenkin kuluvan vuoden loppuun mennessä.

Koko pääomarahastojen liikevoitto oli Q2:lla 9,0

MEUR meidän odottaessa 8,7 MEUR:n tulosta. Pääomarahastojen kertatuotoista oikaistu tulos oli yhä lievästi tappiolla, mutta Q3:sen aikana tapahtuneen SolarWind 3 -rahaston käynnistäminen myötä tulisi myös jatkuviin palkkioihin perustuvan kannattavuuden nousta vihdoon positiiviseksi.

## Ei-strategisten sijoitusten tuotot tarjosivat raportin suurimman yllätyksen

Raportin suurin yllätys nähtiin tuloksen osalta Muut-segmentissä, kun Turun Toriparkista kirjattiin positiivista arvonmuutosta noin 3,3 MEUR. Olimme odottaneet tämän kirjautuvan kuluvan vuoden Q4:lle, joten kyse on lähinnä ajoitukseen liittyvästä seikasta. Myös infrarahastosta kirjattiin Q2:lla myyntivoittoa. Yhteensä segmentin sijoitustuotot nousivat 4,1 MEUR:oon. Emme olleet odottaneet kvartaalille merkittäviä sijoitustuottoja ei-strategisista sijoituksista,

joten tämä oli suurin yksittäinen tekijä konsernin liikevaihto- ja kannattavuusyllätyksen takana.

## Garantia jatkoi vahvassa vedossa asuntolainakysynnän laskusta huolimatta

Garantia jatkoi jälleen erinomaista suorittamistaan ja sen vakuutuspalvelutulos oli odotuksiamme vahvempi 3,5 MEUR (ennuste 2,6 MEUR), kun liikevaihto kasvoi odotuksiamme paremmin ja korvauskulut jäivät jälleen erittäin alhaisiksi. Osana liikevoittoa raportoivat sijoitustuotot olivat odotuksiamme hieman korkeammat, mutta tämä selittyy sillä, että odotuksiamme pienempi osuus tuotoista kirjattiin suoraan omaan pääomaan laajan tuloslaskelman eränä. Käyvin arvoin sijoitustuotot olivat hyvin linjassa odotuksiin (0,8 % vs. 1,0 % ennuste). Kokonaisuutena Garantian kehitys oli jälleen ennakko-odotuksia vahvempaa.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q2'22	Q2'23	Q2'23e	Q2'23e	Konsensus		Erotus (%)	2023e
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	11,8	26,3	18,7				41 %	62,7
Liikevoitto	2,4	17,8	10,7				66 %	31,1
EPS (oik.)	0,00	0,49	0,25				96 %	0,77
Liikevaihdon kasvu-%	-17,4 %	122,0 %	57,8 %				64,1 %-yks.	-0,9 %
Liikevoitto-% (oik.)	20,3 %	67,7 %	57,2 %				10,5 %-yks.	49,6 %

Lähde: Inderes

## Q2-tulosinfo katsottavissa tästä:



# Ennusteiden osalta muutoksia lähinnä palkkioiden ajoitukseen

## Ennustemuutokset:

- Q2-raportin jäljiltä tekemämme ennustemuutokset rajoittuvat pääasiassa sijoitustuottojen sekä tuottosidonnaisten palkkioiden ajoitukseen.
- Fintoilin osalta olemme laskeneet odotuksia sijoitustuottojen sekä tuottosidonnaisten palkkioiden kokonaismäärästä noin 2 MEUR:lla. Lisäksi odotamme tämän tuloutuvan kokonaisuudessaan vuonna 2024 (aikaisemmin 2023)
- Toriparkin lopullisesta myynnistä odotamme nyt kirjattujen sijoitustuottojen lisäksi vielä 1 MEUR:n sijoitustuottoja vuodelle 2024.
- Olemme pitäneet oletuksemme SolarWind 3-rahaston lopullisesta koosta ennallaan 700 MEUR:ssa. Olemme kuitenkin pidentäneet ennusteissamme varainkeruu-aikaa, jolloin rahaston lopullinen kokoluokka saavutetaan vasta vuoden 2025 puolella.
- Kokonaisuutena vuosien 2023–2025 yhteenlasketun liikevoiton ennustemme on laskenut vain noin 0,8 MEUR.

## Operatiiviset tulosajurit:

- Energia alkaa skaalautua 2024–2025, kun SolarWind 3 -rahasto aloittaa toimintansa.
- Muiden pääomarahastojen operatiivinen tulos pysyy tappiolla toiminnan verkkaisesta ylösajosta johtuen. Jatkuvien kulupettymysten myötä segmentti on ennusteissamme jatkuvilla tuotoilla tappiollinen vielä vuonna 2026. Yhtiön tulisi pyrkiä laajentamaan nykyistä tuotetarjontaansa (etenkin kiinteistöissä) ja kasvattaa omaa myyntikyvykkyyttään uusmyynnin kiihdyttämiseksi.
- Garantian vakuutustekninen tulos laskee ennusteissamme vuoden 2022 ennätystasolta hurjista vastaluvuista johtuen. Korkojen nousu tukee Garantian tulosta korkosijoituksiin painottuneen sijoitussalkun kautta. Selvästi heikentynyt asuntolainakysyntä pitää kuitenkin liikevaihdon kasvun aiempia vuosia maltillisempänä.
- Kulukontrollin pitäminen on ensiarvoisen tärkeää operatiivisen tulosparannuksen näkökulmasta.

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	65,6	62,7	-5 %	61,8	66,8	8 %	52,6	57,4	9 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	33,2	31,1	-7 %	31,5	34,3	9 %	21,6	23,7	10 %
Liikevoitto	33,2	31,1	-7 %	31,5	34,3	9 %	21,6	23,7	10 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,80	0,77	-4 %	0,81	0,89	9 %	0,55	0,61	11 %
Osakekohtainen osinko	0,77	0,77	0 %	0,80	0,80	0 %	0,82	0,82	0 %

Lähde: Inderes

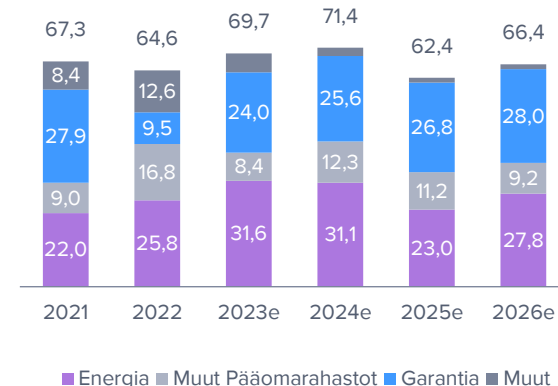
Toimitusjohtajan haastattelu katsottavissa tästä:



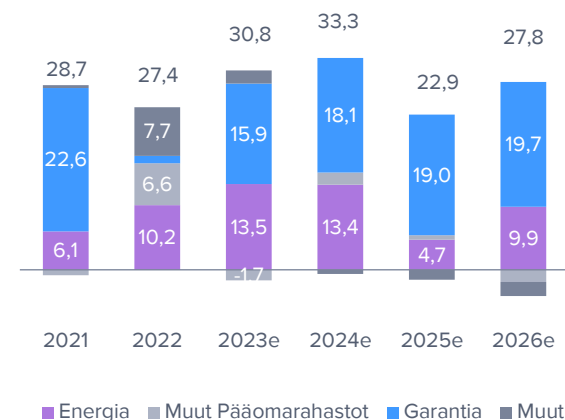
# Ennusteiden yhteenveto

Konsernitason ennusteet	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Segmenttien yhteenlaskettu liikevaihto</b>	<b>67,3</b>	<b>64,6</b>	<b>69,7</b>	<b>71,4</b>	<b>62,4</b>	<b>66,4</b>
Pääomarahastot	31,0	42,5	40,0	43,4	34,2	37,0
<i>Energia</i>	22,0	25,8	31,6	31,1	23,0	27,8
<i>Muut Pääomarahastot</i>	9,0	16,8	8,4	12,3	11,2	9,2
Garantia	27,9	9,5	24,0	25,6	26,8	28,0
<i>Takausvakuutustoiminnan nettotuotot</i>	17,6	18,0	17,6	17,5	18,6	19,7
<i>Sijoitustuotot</i>	10,3	-8,5	6,4	8,0	8,2	8,3
Muut-segmentti	8,4	12,6	5,7	2,4	1,4	1,4
<b>Liikevoitto (raportoitu)</b>	<b>143,6</b>	<b>27,4</b>	<b>30,8</b>	<b>33,3</b>	<b>22,9</b>	<b>27,8</b>
Pääomarahastot	5,2	16,8	11,8	15,3	5,5	8,0
<i>Energia</i>	6,1	10,2	13,5	13,4	4,7	9,9
<i>Muut Pääomarahastot</i>	-0,9	6,6	-1,7	1,9	0,7	-1,9
Strategiset sijoitukset	22,6	1,2	15,9	18,1	19,0	19,7
Muut-segmentti	0,4	7,7	2,1	-0,7	-1,6	-2,2
Kertaerät	114,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>28,7</b>	<b>27,4</b>	<b>30,8</b>	<b>33,3</b>	<b>22,9</b>	<b>27,8</b>
<i>EBIT-% ilman kertaeriä</i>	43 %	42 %	44 %	47 %	37 %	42 %
Verot	-5,2	-5,1	-4,1	-6,6	-4,6	-5,6
Vähemmistöt	0,0	-0,7	-3,5	-0,8	-0,8	-0,8
<b>Nettotulos</b>	<b>136,0</b>	<b>20,6</b>	<b>22,0</b>	<b>25,4</b>	<b>17,5</b>	<b>21,4</b>
EPS (raportoitu)	4,80	0,73	0,76	0,86	0,59	0,71
EPS (oikaistu)	0,75	0,73	0,76	0,86	0,59	0,71
Osinko	1,20	0,70	0,77	0,80	0,82	0,84
<b>Segmenttien ennusteet*</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
<b>Pääomarahastot</b>	<b>5,2</b>	<b>16,8</b>	<b>11,8</b>	<b>15,3</b>	<b>5,5</b>	<b>8,0</b>
<i>Liikevoitto ilman kertatuottoja</i>	-5,7	-5,1	-2,3	1,3	3,5	3,0
<i>Kertatuotot</i>	10,9	21,9	14,1	14,0	2,0	5,0
<b>Garantia</b>	<b>22,0</b>	<b>4,6</b>	<b>18,4</b>	<b>19,7</b>	<b>20,6</b>	<b>21,3</b>
<i>Vakutuustekninen tulos</i>	11,7	13,1	12,0	11,6	12,4	13,0
<i>Sijoitustuotot</i>	10,3	-8,5	6,4	8,0	8,2	8,3
<b>Muut-segmentti</b>	<b>-1,0</b>	<b>5,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-4,0</b>	<b>-5,5</b>	<b>-6,2</b>
<i>Liikevoitto ilman kertatuottoja</i>	-6,4	-4,7	-4,1	-5,0	-5,5	-6,2
<i>Kertatuotot</i>	5,4	10,2	3,6	1,0	0,0	0,0

Liikevaihtoennusteet (MEUR)



Liikevoittoennusteet (MEUR)



# Nykyinen kurssitaso ei ole liian haastava

Olemme hiljattain käsitelleet yksityiskohtaisesti Taalerin arvonmäärittystä laajassa raportissamme (vapaasti luettavissa [täältä](#)), ja näkemyksemme arvostuksesta on säilynyt ennallaan. Kokonaisuutena pidämme osaketta nykytasolla maltillisesti hinnoiteltuna. Emme pidä perusteltuna hinnoitella Taaleria alle sen osien summan, kun niissä olevan arvon purkautumiseen on selkeät askelmerkit ja yhtiö on sitoutunut arvon purkamiseen. Olennaisesti korkeampi osien summa taas vaatisi taakseen joko 1) Pääomarahastojen odotuksia parempaa tuloskehitystä, 2) rakennejärjestelyjä tai 3) Garantian nopeampaa kasvua.

## Osien summan mukainen arvo ennallaan

Näkemyksemme mukaan osien summa tarjoaa edelleen hyvän lähtökohdan Taalerin arvonmäärittämiselle. Arviomme osien summasta on pysynyt ennallaan hieman yli 300 MEUR:ssa, eli noin 11 eurossa per osake.

Uusiutuvan energian arvon olemme pitäneet ennallaan 118 MEUR:ssa. Konsernin omistusosuus on kuitenkin laskenut 76,2 %:iin (aik. 79,6 %), minkä myötä myös Taalerin omistuksen arvo on laskenut 80 MEUR:oon (aik. 84 MEUR). Muille pääomarahastoille olemme antaneet arvoksi maltillisen 15 MEUR, sillä toiminta pysyy ennusteissamme tappiollisena myös pidemmällä aikavälillä.

Garantiaa arvotamme pääoman tuoton huomioivia tasepohjaisia hinnoittelukertoimia sekä osinkojen nykyarvomallia (DDM) käyttäen. Pidämme Garantian tapauksessa DDM-mallia hyvinkin käyttökelpoisena, sillä oletamme yhtiön jakavan jatkossa lähes koko verojen jälkeisen tuloksensa Taalerille osinkoina. Soveltamillamme menetelmillä saamme Garantian

osakekannan arvoksi 180 MEUR (aik. 180 MEUR).

Konsernikulujen nettoarvoksi olemme määrittäneet -65 MEUR (normalisoitu kulurasite / konsernin pääoman tuottovaatimus). Yhtiön sijoitussalkun koko oli Q2'23 lopussa 68 MEUR. Olemme lisänneet tähän summaan 14 MEUR:n tuottopalkkiosaamiset, jotka yhtiöllä on taseessaan sen vanhoista tuulirahastoista. Eri osien yksityiskohtaisempi arvonmäärittäminen löytyy laajasta raportistamme.

## Tuloskertoimet eivät toimi optimaalisesti

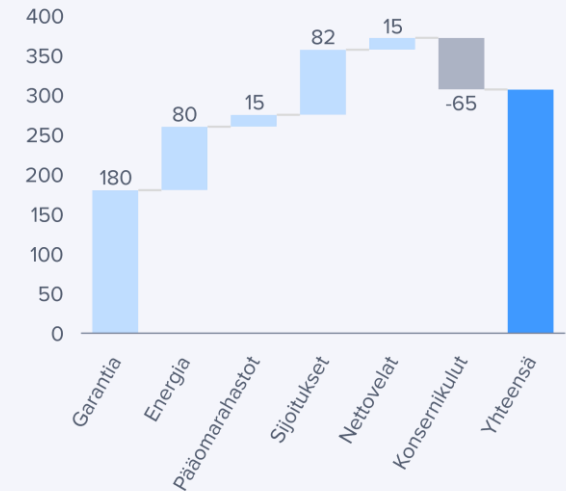
Tulospohjaisten kertoimien käytettävyys on lähivuosien osalta heikko, sillä Pääomarahastoliiketoiminta on vielä rakennus-/ylösajovaiheessa. Lisäksi yhtiön tuotoissa tulee lähivuosina olemaan merkittävästi kertatuottoja vanhojen rahastojen tuottopalkkioista sekä sijoitusten irtaantumista johtuen. Yhtiön tase on myös rajusti ylikapitalisoitunut ja tuloskertoimissa katse onkin syytä kääntää EV-pohjaisiin kertoiimiin.

2023–2024 ennusteillamme EV/EBIT-kertoimet ovat 6–7x tuntumassa, mitä ei voida pitää erityisen vaativana tasona. 2023–2024 tulos tulee kuitenkin valtaosin kertatuotoista, ja 2025 pitkälti jatkuviin tuottoihin nojaavalla tuloksella EV/EBIT on 9x, jota ei myöskään voida mielestämme pitää liian korkeana tuloksen kelvollinen ennustettavuus huomioiden. Huomautamme, että Pääomarahastojen vähemmistöosuudet laskevat hyväksyttäviä liikevoittokertoimia. Taalerin osinkotuotto on lähivuodet vahvalla tasolla kertaosingoista johtuen (+8 %). Alla oleva perusosinko on terveellä ~5 %:n tasolla. Kokonaisuutena kertoimet tukevat näkemystämme osakkeen maltillisesta hinnoittelusta.

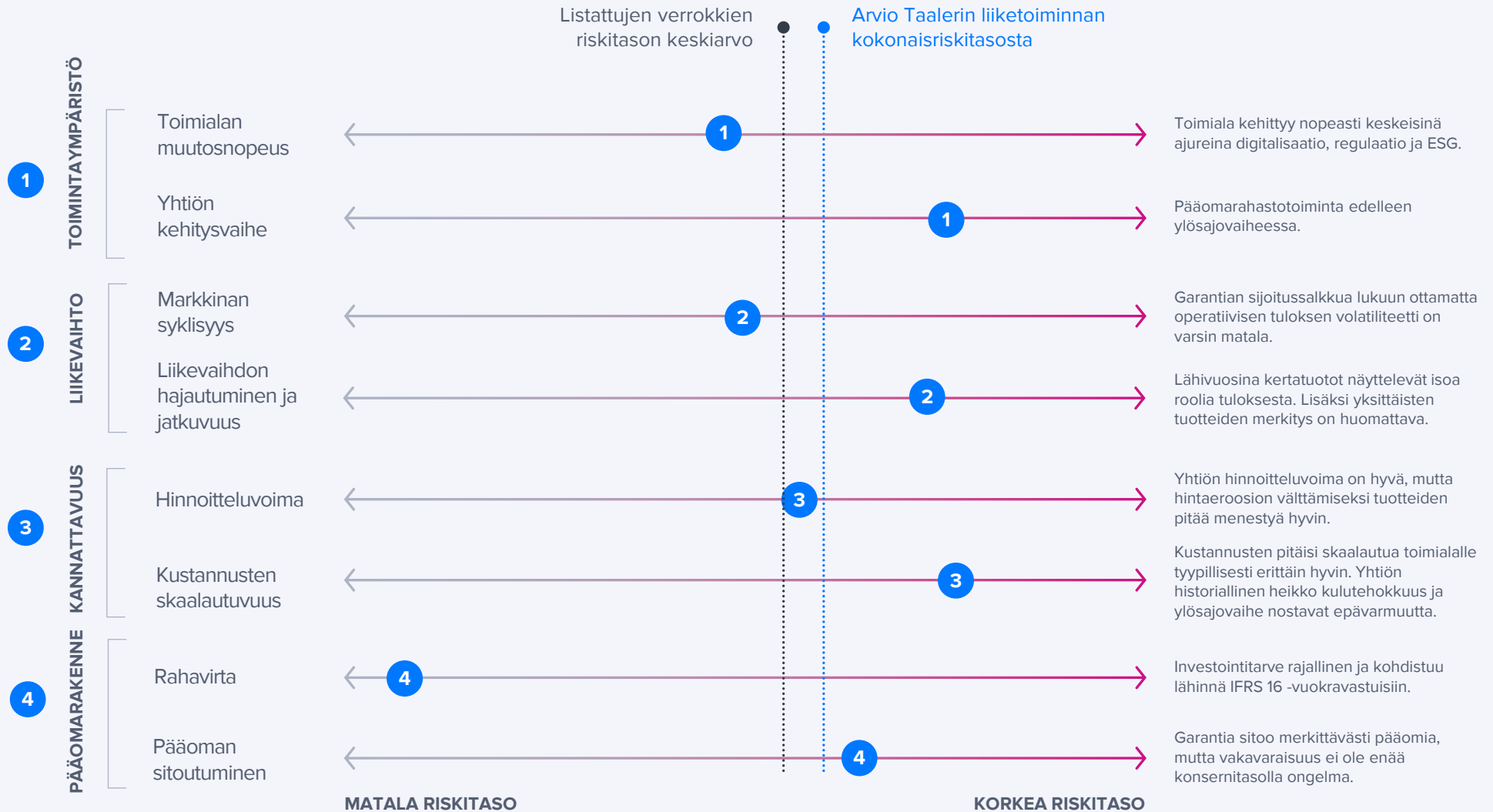
Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	9,65	9,65	9,65
Osakemäärä, milj. kpl	29,0	29,6	29,9
Markkina-arvo	279	279	279
Yritysarvo (EV)	225	206	206
P/E (oik.)	12,7	11,2	16,4
P/E	12,7	11,2	16,4
P/Kassavirta	5,9	6,5	11,4
P/B	1,4	1,3	1,4
P/S	4,5	4,2	4,9
EV/Liikevaihto	3,6	3,1	3,6
EV/EBITDA (oik.)	7,2	6,1	8,7
EV/EBIT (oik.)	7,3	6,2	9,0
Osinko/tulos (%)	101,3 %	92,9 %	139,7 %
Osinkotuotto-%	8,0 %	8,5 %	8,8 %

Lähde: Inderes

Osien summa -laskelma



# Liiketoimintamallin riskiprofiili





# Sijoitusprofiili

1.

**Energiassa erinomaiset kasvunäkymät**

2.

**Garantia jauhaa konsernille vahvaa osinkovirtaa**

3.

**Tase selvästi ylikapitalisoitunut ja tätä puretaan osingoilla**

4.

**Yritysjärjestelyt hyvin mahdollisia**

5.

**Nykyrakenne sitoo paljon pääomaa ja painaa pääoman tuottoa**

## Potentiaali



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

## Riskit



- Rahastojen sijoitustoiminnassa onnistuminen
- Muiden pääomarahastojen (etenkin kiinteistöjen) ylösajon onnistuminen
- Kulujen skaalautuvuus ja kulutehokkuuden parantuminen
- Garantian takausriskit

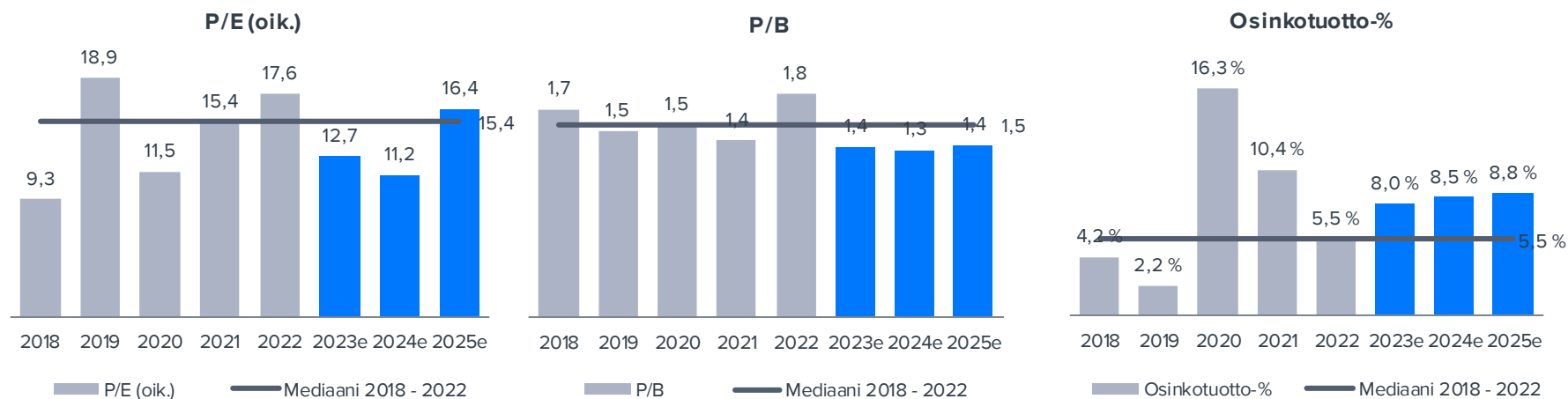
# Keskeisimmät yritysjärjestelyt Taalerin historiassa

Yritysjärjestely	Vuosi	Järjestely lyhyesti	Vaikutus
	2015–2016 & 2022	<p>Taaleri hankki kesällä 2014 39,5 %:n omistuksen Finsilvasta 65 MEUR:lla. Osakkeet myytiin 2015–2016 Dasoksen pääomarahastolle sekä Eteralle. 2022 Taaleri kirjasi vielä +6 MEUR:n lisäkauppahinnan.</p>	Järjestelyn kokonaistuotto erinomainen, > 35 MEUR.
	2015	<p>Garantian hankinta työeläkeyhtiöltä edullisella 60 MEUR:n kauppahinnalla (P/E 8x ja P/B 0,7x).</p>	<p>Taaleri teki Garantiaan kaupan jälkeen 27 MEUR:n ylöskirjauksen ja yhtiön arvo on kasvanut tämän jälkeen Taalerin omistuksessa merkittävästi. Garantia on maksanut Taalerille 2015–2023 välillä osinkoja 58 MEUR. Kauppa on ollut Taalerille erinomainen.</p>
	2015 & 2018 & 2022	<p>Taaleri osti 2015 38,4 %:n osuuden Fellow Financesista ja nosti omistuksensa 45,7 %:iin vuonna 2018. 2022 Fellow Finance fuusioitui Evli Pankin kanssa ja vaihtoi nimensä Fellow Pankiksi.</p>	<p>FP:n kehitys on ollut IPO:n jälkeen hyvin heikkoa, mutta Taalerille sijoitus on silti ollut hyvä, sillä Taaleri myi merkittävästi omistustaan listautumisen yhteydessä.</p>
	2016	<p>Taalerin Pääomarahastot-liiketoiminnan vähemmistöjen (25 %) lunastus 12 MEUR:lla (EV 48 MEUR).</p>	<p>Kauppahinta vastasi matalaa 2015 EV/EBIT-kerrointa 7x, joka oli selvästi alle Taalerin oman arvostuksen.</p>
	2021	<p>Taaleri myi kroonisista kannattavuushaasteista kärsineen Varainhoitoliiketoimintansa Aktialle 120 MEUR:n velattomalla kauppahinnalla, mikä muutti liiketoimintarakennetta merkittävästi. Kaupan jälkeen Taaleri uudisti strategiansa ja siitä tuli käytännössä pääomarahastoihin keskittyvä tuotetalo.</p>	<p>Varainhoidon heikkoon tulokuntoon nähden kauppahinta oli hyvä, mutta täyteen tulospotentiaaliin nähden varsin edullinen (Aktian synergioilla EV/EBIT 7x). Olemme kuitenkin skeptisiä, että Taaleri olisi omin avuin saanut Varainhoidon tulospotentiaalin esiin.</p>

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	7,10	7,40	8,12	11,5	12,8	9,65	9,65	9,65	9,65
Osakemäärä, milj. kpl	28,4	28,4	28,4	28,4	28,4	29,0	29,6	29,9	30,2
Markkina-arvo	201	210	230	326	363	279	279	279	279
Yritysarvo (EV)	230	246	289	308	331	225	206	206	206
P/E (oik.)	9,3	18,9	11,5	15,4	17,6	12,7	11,2	16,4	13,6
P/E	9,3	18,9	11,5	2,4	17,6	12,7	11,2	16,4	13,6
P/Kassavirta	neg.	neg.	9,7	2,9	6,3	5,9	6,5	11,4	10,5
P/B	1,7	1,5	1,5	1,4	1,8	1,4	1,3	1,4	1,4
P/S	2,8	3,1	2,7	4,7	5,7	4,5	4,2	4,9	4,6
EV/Liikevaihto	3,2	3,7	3,3	4,4	5,2	3,6	3,1	3,6	3,4
EV/EBITDA (oik.)	9,2	12,8	10,7	2,1	11,6	7,2	6,1	8,7	7,2
EV/EBIT (oik.)	9,6	14,9	11,8	10,7	12,1	7,3	6,2	9,0	7,4
Osinko/tulos (%)	39,3 %	40,9 %	187,2 %	25,0 %	96,3 %	101,3 %	92,9 %	139,7 %	118,6 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	2,2 %	16,3 %	10,4 %	5,5 %	8,0 %	8,5 %	8,8 %	9,1 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Aktia	663								8,0	7,6	7,4	8,6	1,0
Alexandria	66	50	6,8	4,9	5,0	3,9	1,2	1,0	12,6	9,0	6,4	8,3	2,1
CapMan	389	459	20,7	11,2	19,5	10,8	6,8	5,9	24,5	13,8	7,4	7,8	3,0
Eveli	515	470	10,7	8,0	9,5	7,2	4,3	3,7	16,6	12,5	8,0	9,8	3,7
eQ	717	678	15,8	12,7	15,4	12,3	9,1	7,5	21,1	17,2	4,9	6,1	8,7
Oma Säästöpankki	712								6,4	6,3	4,7	4,9	1,2
Titanium	166	144	7,8	7,1	7,5	6,9	4,7	4,2	11,3	10,3	8,7	9,3	6,0
United Bankers	155	142	8,1	7,3	7,3	6,5	2,7	2,4	11,7	11,0	6,9	7,6	2,8
<b>Taaleri (Inderes)</b>	<b>279</b>	<b>225</b>	<b>7,3</b>	<b>6,2</b>	<b>7,2</b>	<b>6,1</b>	<b>3,6</b>	<b>3,1</b>	<b>12,7</b>	<b>11,2</b>	<b>8,0</b>	<b>8,5</b>	<b>1,4</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>11,7</b>	<b>8,5</b>	<b>10,7</b>	<b>7,9</b>	<b>4,8</b>	<b>4,1</b>	<b>14,0</b>	<b>11,0</b>	<b>6,8</b>	<b>7,8</b>	<b>3,6</b>
<b>Mediaani</b>			<b>9,4</b>	<b>7,6</b>	<b>8,5</b>	<b>7,0</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>	<b>12,1</b>	<b>10,6</b>	<b>7,1</b>	<b>8,0</b>	<b>2,9</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-22 %</b>	<b>-19 %</b>	<b>-16 %</b>	<b>-13 %</b>	<b>-19 %</b>	<b>-21 %</b>	<b>5 %</b>	<b>5 %</b>	<b>12 %</b>	<b>5 %</b>	<b>-54 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	<b>69,7</b>	<b>7,2</b>	<b>11,8</b>	<b>26,9</b>	<b>17,3</b>	<b>63,2</b>	<b>10,1</b>	<b>23,8</b>	<b>11,8</b>	<b>16,7</b>	<b>62,4</b>	<b>65,9</b>	<b>56,6</b>	<b>60,1</b>
Strategiset sijoitukset	30,3	0,2	-1,1	6,1	2,9	8,1	4,1	5,4	4,7	4,2	18,4	20,1	21,0	21,7
Tasesijoitukset	8,4	1,7	7,1	8,3	-4,5	12,6	-0,1	4,8	0,5	0,4	5,7	2,4	1,4	1,4
Pääomarahastot	31,0	5,3	5,8	12,6	18,9	42,6	5,2	16,1	6,6	12,1	40,0	43,4	34,2	37,0
<b>Käyttökate</b>	<b>144</b>	<b>-0,4</b>	<b>3,0</b>	<b>18,7</b>	<b>7,4</b>	<b>28,6</b>	<b>1,7</b>	<b>17,8</b>	<b>4,2</b>	<b>7,6</b>	<b>31,4</b>	<b>33,8</b>	<b>23,6</b>	<b>28,6</b>
Poistot ja arvonalennukset	-0,8	-0,2	-0,6	-0,2	-0,2	-1,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,5	-0,4	-0,7	-0,9
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>28,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>2,4</b>	<b>18,5</b>	<b>7,1</b>	<b>27,4</b>	<b>1,6</b>	<b>17,7</b>	<b>4,1</b>	<b>7,5</b>	<b>30,8</b>	<b>33,3</b>	<b>22,9</b>	<b>27,8</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>144</b>	<b>-0,6</b>	<b>2,4</b>	<b>18,5</b>	<b>7,1</b>	<b>27,4</b>	<b>1,6</b>	<b>17,7</b>	<b>4,1</b>	<b>7,5</b>	<b>30,8</b>	<b>33,3</b>	<b>22,9</b>	<b>27,8</b>
Strategiset sijoitukset	22,6	-1,4	-2,8	4,4	1,1	1,3	3,3	4,6	4,2	3,7	15,7	18,1	19,0	19,7
Tasesijoitukset	3,0	1,4	6,3	7,5	-5,9	9,3	-0,5	4,6	-0,3	-0,5	3,2	-0,1	-1,6	0,0
Pääomarahastot	5,2	-0,6	-1,1	6,6	11,9	16,8	-1,2	8,6	0,3	4,3	12,0	15,3	5,5	8,0
Nettorahoituskulut	-2,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-1,0	-0,3	-0,5	-0,2	-0,2	-1,2	-0,6	0,0	0,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>141</b>	<b>-0,9</b>	<b>2,2</b>	<b>18,3</b>	<b>6,9</b>	<b>26,4</b>	<b>1,3</b>	<b>17,2</b>	<b>3,9</b>	<b>7,3</b>	<b>29,7</b>	<b>32,8</b>	<b>22,9</b>	<b>27,8</b>
Verot	-5,2	-0,3	-2,1	-2,9	0,3	-5,1	-0,7	-1,3	-0,8	-1,5	-4,1	-6,6	-4,6	-5,6
Vähemmistöosuudet	0,0	-0,3	0,0	-0,3	-0,1	-0,7	-0,1	-2,2	-0,2	-1,0	-3,5	-0,8	-0,8	-0,8
<b>Nettotulos</b>	<b>136</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,0</b>	<b>15,1</b>	<b>7,1</b>	<b>20,6</b>	<b>0,5</b>	<b>13,8</b>	<b>2,9</b>	<b>4,8</b>	<b>22,0</b>	<b>25,4</b>	<b>17,5</b>	<b>21,4</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,75</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,00</b>	<b>0,53</b>	<b>0,25</b>	<b>0,73</b>	<b>0,02</b>	<b>0,49</b>	<b>0,10</b>	<b>0,17</b>	<b>0,76</b>	<b>0,86</b>	<b>0,59</b>	<b>0,71</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>4,80</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,00</b>	<b>0,53</b>	<b>0,25</b>	<b>0,73</b>	<b>0,02</b>	<b>0,49</b>	<b>0,10</b>	<b>0,17</b>	<b>0,76</b>	<b>0,86</b>	<b>0,59</b>	<b>0,71</b>
<b>Tunnusluvut</b>	<b>2021</b>	<b>Q1'22</b>	<b>Q2'22</b>	<b>Q3'22</b>	<b>Q4'22</b>	<b>2022</b>	<b>Q1'23</b>	<b>Q2'23</b>	<b>Q3'23e</b>	<b>Q4'23e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-19,6 %	-47,6 %	-17,4 %	118,8 %	-41,2 %	-9,3 %	41,8 %	100,9 %	-56,1 %	-3,7 %	-1,3 %	5,5 %	-14,1 %	6,2 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	17,1 %	-111,3 %	-68,1 %	325,0 %	-35,6 %	-4,7 %	-341,0 %	634,2 %	-77,9 %	4,8 %	12,6 %	8,2 %	-31,3 %	21,1 %
<b>Käyttökate-%</b>	207,2 %	-6,2 %	25,2 %	69,4 %	42,6 %	45,2 %	16,8 %	74,8 %	35,8 %	45,9 %	50,3 %	51,3 %	41,8 %	47,6 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	41,2 %	-9,0 %	20,3 %	68,6 %	41,3 %	43,3 %	15,3 %	74,4 %	34,5 %	45,0 %	49,4 %	50,6 %	40,5 %	46,2 %
<b>Nettotulos-%</b>	195,1 %	-21,5 %	0,1 %	56,0 %	40,9 %	32,6 %	5,1 %	57,8 %	24,6 %	29,0 %	35,3 %	38,6 %	31,0 %	35,5 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>229</b>	<b>206</b>	<b>201</b>	<b>194</b>	<b>189</b>
Liikearvo	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	1,1	0,4	0,9	1,4	1,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	55,7	48,2	43,0	35,0	30,0
Muut sijoitukset	169	154	154	154	154
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	2,3	3,2	3,2	3,2	3,2
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>89,8</b>	<b>94,8</b>	<b>105</b>	<b>102</b>	<b>101</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	13,7	13,2	13,2	13,2	13,2
Myyntisaamiset	22,9	34,8	18,7	9,9	8,5
Likvidit varat	53,3	46,8	73,4	78,5	79,3
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>319</b>	<b>301</b>	<b>307</b>	<b>295</b>	<b>290</b>

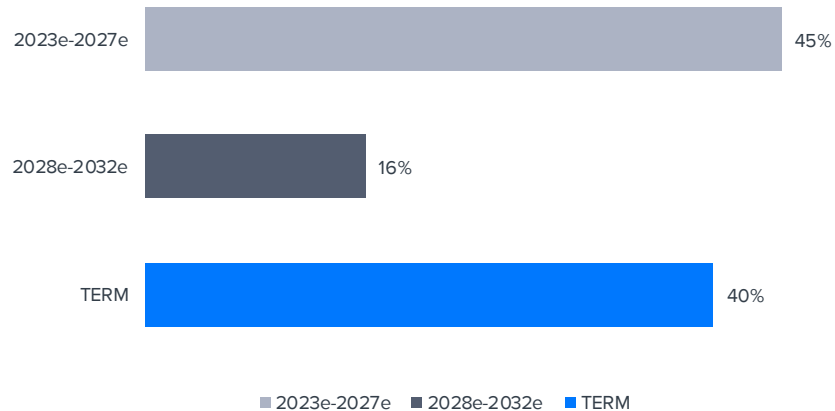
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>230</b>	<b>203</b>	<b>208</b>	<b>212</b>	<b>207</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	213	184	186	189	183
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8
Muu oma pääoma	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	-0,7	-0,4	3,1	3,9	4,7
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>49,6</b>	<b>54,1</b>	<b>54,3</b>	<b>39,3</b>	<b>39,3</b>
Laskennalliset verovelat	16,6	17,5	17,5	17,5	17,5
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	14,9	14,9	15,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	18,1	21,8	21,8	21,8	21,8
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>39,4</b>	<b>44,0</b>	<b>44,0</b>	<b>44,0</b>	<b>44,0</b>
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	39,4	44,0	44,0	44,0	44,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>319</b>	<b>301</b>	<b>307</b>	<b>295</b>	<b>290</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-9,3 %	-1,3 %	5,5 %	-14,1 %	6,2 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	43,3 %	49,4 %	50,6 %	40,5 %	46,2 %	40,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>27,4</b>	<b>30,8</b>	<b>33,3</b>	<b>22,9</b>	<b>27,8</b>	<b>24,6</b>	<b>22,1</b>	<b>22,7</b>	<b>23,2</b>	<b>23,8</b>	<b>24,4</b>	
+ Kokonaispoistot	1,2	0,5	0,4	0,7	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
- Maksetut verot	-5,0	-4,1	-6,6	-4,6	-5,6	-4,9	-4,4	-4,5	-4,6	-4,8	-4,9	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-6,8	16,0	8,8	1,4	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>16,5</b>	<b>43,1</b>	<b>36,0</b>	<b>20,4</b>	<b>22,5</b>	<b>20,4</b>	<b>18,4</b>	<b>18,9</b>	<b>19,3</b>	<b>19,8</b>	<b>20,3</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	3,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	15,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>35,2</b>	<b>42,1</b>	<b>35,0</b>	<b>19,4</b>	<b>21,5</b>	<b>19,4</b>	<b>17,4</b>	<b>17,9</b>	<b>18,3</b>	<b>18,8</b>	<b>19,2</b>	
+/- Muut	22,6	5,2	8,0	5,0	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	57,7	47,3	43,0	24,4	26,5	19,4	17,4	17,9	18,3	18,8	19,2	283
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>45,7</b>	<b>37,9</b>	<b>19,7</b>	<b>19,6</b>	<b>13,1</b>	<b>10,7</b>	<b>10,1</b>	<b>9,4</b>	<b>8,8</b>	<b>8,2</b>	<b>122</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		305	259	221	201	182	169	158	148	139	130	122
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>305</b>										
- Korolliset velat		-14,9										
+ Rahavarat		46,8										
- Vähemmistöosuus		-4,2										
- Osinko/pääomapalautus		-19,8										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>313</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>10,8</b>										

## Rahavirranjakauma 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 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,4 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,4 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	86,7	69,7	63,2	<b>62,4</b>	<b>65,9</b>	EPS (raportoitu)	0,71	4,80	0,73	<b>0,76</b>	<b>0,86</b>
Käyttökate	27,0	144,4	28,6	<b>31,4</b>	<b>33,8</b>	EPS (oikaistu)	0,71	0,75	0,73	<b>0,76</b>	<b>0,86</b>
Liikevoitto	24,5	143,6	27,4	<b>30,8</b>	<b>33,3</b>	Operat. kassavirta / osake	1,14	5,00	0,58	<b>1,49</b>	<b>1,22</b>
Voitto ennen veroja	24,5	141,3	26,4	<b>29,7</b>	<b>32,8</b>	Vapaa kassavirta / osake	0,84	3,90	2,04	<b>1,63</b>	<b>1,45</b>
Nettovoitto	20,0	136,0	20,6	<b>22,0</b>	<b>25,4</b>	Omapääoma / osake	5,26	8,13	7,16	<b>7,09</b>	<b>7,05</b>
Kertaluontoiset erät	0,0	114,9	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	1,32	1,20	0,70	<b>0,77</b>	<b>0,80</b>
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	268,0	318,7	300,8	<b>306,6</b>	<b>295,5</b>	Liikevaihdon kasvu-%	29 %	-20 %	-9 %	-1 %	5 %
Oma pääoma	148,1	229,8	202,7	<b>208,4</b>	<b>212,3</b>	Käyttökateen kasvu-%	41 %	434 %	-80 %	10 %	8 %
Liikearvo	5,1	0,7	0,3	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	49 %	17 %	-5 %	13 %	8 %
Nettovelat	24,1	-38,4	-31,9	<b>-58,3</b>	<b>-78,5</b>	EPS oik. kasvu-%	80 %	6 %	-2 %	5 %	13 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	31,2 %	207,2 %	45,2 %	<b>50,3 %</b>	<b>51,3 %</b>
Käyttökate	27,0	144,4	28,6	<b>31,4</b>	<b>33,8</b>	Oik. Liikevoitto-%	28,3 %	41,2 %	43,3 %	<b>49,4 %</b>	<b>50,6 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	9,5	2,0	-6,8	<b>16,0</b>	<b>8,8</b>	Liikevoitto-%	28,3 %	206,0 %	43,3 %	<b>49,4 %</b>	<b>50,6 %</b>
Operatiivinen kassavirta	32,5	141,6	16,5	<b>43,1</b>	<b>36,0</b>	ROE-%	13,8 %	71,7 %	9,5 %	<b>0,0 %</b>	<b>12,3 %</b>
Investoinnit	-8,3	-1,5	15,0	<b>-1,0</b>	<b>-1,0</b>	ROI-%	12,3 %	64,9 %	11,8 %	<b>14,0 %</b>	<b>15,3 %</b>
Vapaa kassavirta	23,7	110,6	57,7	<b>47,3</b>	<b>43,0</b>	Omavaraisuusaste	55,2 %	72,1 %	67,4 %	<b>68,0 %</b>	<b>71,8 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	16,3 %	-16,7 %	-15,8 %	<b>-28,0 %</b>	<b>-37,0 %</b>
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	3,3	4,4	5,2	<b>3,6</b>	<b>3,1</b>						
EV/EBITDA (oik.)	10,7	2,1	11,6	<b>7,2</b>	<b>6,1</b>						
EV/EBIT (oik.)	11,8	10,7	12,1	<b>7,3</b>	<b>6,2</b>						
P/E (oik.)	11,5	15,4	17,6	<b>12,7</b>	<b>11,2</b>						
P/B	1,5	1,4	1,8	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>						
Osinkotuotto-%	16,3 %	10,4 %	5,5 %	<b>8,0 %</b>	<b>8,5 %</b>						

Lähde: Inderes



# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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 analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa 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 sijoittavassa 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.

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
24/03/2020	Vähennä	6,50 €	6,42 €
20/04/2020	Vähennä	6,50 €	6,30 €
22/06/2020	Lisää	7,50 €	6,72 €
14/08/2020	Lisää	8,00 €	7,34 €
22/12/2020	Lisää	8,50 €	7,40 €
19/02/2021	Lisää	9,50 €	8,54 €
11/03/2021	Lisää	10,00 €	9,42 €
24/03/2021	Lisää	11,00 €	9,60 €
10/05/2021	Lisää	11,50 €	10,65 €
24/05/2021	Lisää	12,50 €	11,65 €
01/06/2021	Lisää	11,50 €	11,20 €
20/08/2021	Lisää	11,50 €	10,85 €
08/11/2021	Lisää	11,50 €	10,95 €
02/12/2021	Vähennä	11,50 €	11,50 €
17/02/2022	Vähennä	12,00 €	11,80 €
02/05/2022	Vähennä	11,00 €	10,38 €
09/05/2022	Lisää	11,00 €	9,92 €
22/08/2022	Lisää	11,00 €	10,16 €
31/10/2022	Lisää	11,00 €	9,35 €
07/11/2022	Lisää	11,00 €	9,91 €
07/02/2023	Myy	11,00 €	12,82 €
17/02/2023	Vähennä	11,00 €	11,34 €
17/04/2023	Vähennä	11,00 €	10,42 €
04/05/2023	Vähennä	11,00 €	10,40 €
14/08/2023	Lisää	11,00 €	9,42 €
17/08/2023	Lisää	11,00 €	9,65 €

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

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

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

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

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

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**