

# Taaleri

## Yhtiöraportti

14.2.2024 22:55



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Osake jälleen oikein hinnoiteltu

Taalerin Q4-raportti ei lopulta tarjonnut suurempia yllätyksiä ja ennustemuutokset ovat jääneet maltillisiksi. Yhtiön sijoitustarina muutti selvästi marraskuun CMD:llä ja oman taseen sijoitukset näyttelevät tulevaisuudessa selvästi isompaa roolia. Sijoittajien kannalta keskeinen kysymys onkin luottamus yhtiön johdon kykyyn allokoida pääomia tuottavasti. Pidämme edelleen osien summaa parhaana tapana tarkastella Taalerin osissa olevaa arvoa. Osaketta hinnoitellaan nyt linjassa konservatiivisen osien summa -laskelmamme kanssa ja pidämme osaketta oikein hinnoiteltuna. Toistammekin 10,0 euron tavoitehintamme sekä laskemme suosituksen tasolle vähennä (aik lisää).

## Q4-raportissa ei osingon lisäksi muita suurempia yllätyksiä

Taalerin liikevoitto oli 6,9 MEUR ja se jäi reippaasti alle 11 MEUR:n ennusteemme. Erotus selittyi käytännössä kokonaan Garantian sijoitussalkun selvästi odotuksiamme heikommalla tuloksella (1,4 vs. 5,6 MEUR), ja tästä oikaistuna tulos oli hyvin linjassa ennusteemme kanssa. Huomautamme, että Garantian sijoitustuottojen vaiisuus selittyy pitkälti kirjanpitoteknisillä tekijöillä ja Garantian laajan tuloksen sijoitustuotot olivat linjassa odotuksiemme kanssa. Osinko oli raportin suurin yllätys ja Taaleri jakaa osinkoa yhteensä 1,0 euroa per osake (0,5e perusosinko ja 0,5e lisäosinko). Marraskuun strategiainfon seurauksena olimme siinä käsityksessä, että Taaleri ei enää jakaisi ylimääräistä pääomaa pois taseestaan pääoman allokaation fokuksen ollessa oman taseen bioteollisuussijoituksissa. Yhtiön johto kommentoi lisäosinkoa haastattelussamme ja totesi, että kyseessä oli viimeinen erä myydyn varainhoitoliiketoiminnan voitonjakoa.

## Ennustemuutokset rajallisia, tulos pysyy lähivuodet vakaana

Ennustemuutokset ovat jääneet hyvin marginaalisiksi Q4-raportin myötä. Odotamme Taalerin tuloksen olevan lähivuosina noin 30 MEUR. Tuloksen jakauma painottuu hyvin vahvasti tuottopalkkioihin sekä sijoitustuottoihin. Garantia jatkaa vakaata suorittamistaan haastavasta markkinasta huolimatta ja tekee erinomaista vakuutuspalvelutulosta. Pääomarahastoissa ylösajo jatkuu ja kannattavuus on hyvä kertatuottojen ansiosta. Jatkuviin palkkioihin pohjautuva kannattavuus on kuitenkin heikko johtuen etenkin kiinteistöjen haasteista. Huomautamme, että uuden strategian todellinen tulospotentiaali nähdään vuosikymmenen loppupuolella, kun bioinvestoinneissa aletaan nähdä irtaantumisia. Emme enää odota Taalerilta lisäosinkoja, vaan perusosinko tulee kasvamaan lähivuodet maltillisesti. Tase säilyy ennusteissamme isoista investoinneista huolimatta erittäin vahvana ja se jättää selvää liikkumavaraa esimerkiksi yritysjärjestelyitä ajatellen.

## Osake oikein hinnoiteltu

Kun aiemmin sijoittajatarina nojasi meidän papereissamme Pääomarahastojen kasvuun, sijoituksista vapautuvien pääomien palauttamiseen ja Garantian mahdolliseen irtautumiseen, nojaa se nyt Pääomarahastojen kasvuun, kasvavaan sijoitussalkkuun sekä Garantian pysymiseen osana konsernia. Etenkin sijoitussalkun kasvu nostaa yhtiön riskiprofiilia varsin selvästi, mutta kolikon kääntöpuolena se nostaa myös tuotto- ja tulospotentiaalia selvästi. Profiiliin muuttuessa selvästi on osien summa edelleen paras tapa tarkastella Taalerin arvoa ja osien summa -laskelmamme mukainen arvo on pysynyt noin 10 eurossa osakkeelta, jota pidämme varsin konservatiivisena. Osaketta hinnoitellaan tällä hetkellä linjassa osien summa laskelman kanssa. Ajurit korkeampaan osien summaan olisivat: 1) Pääomarahastojen odotuksia parempaa tuloskehitys, 2) bioinvestointien onnistuminen, 3) rakennejärjestelyt tai 4) Garantian nopeampi kasvu.

## Suositus

### Vähennä

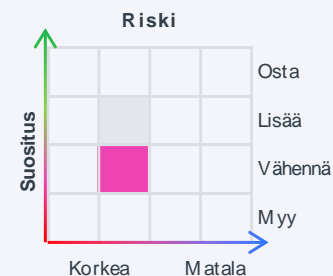
(aik. Lisää)

**10,00 EUR**

(aik. 10,00 EUR)

### Osakekurssi:

9,70



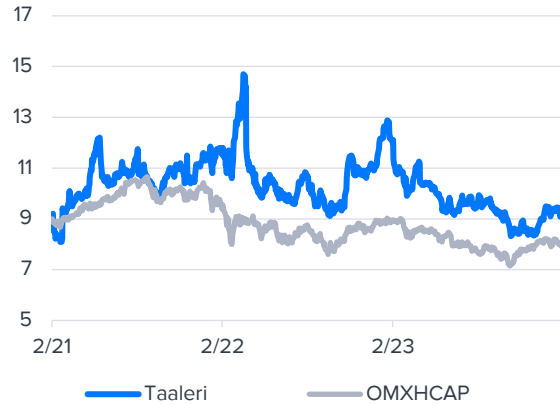
## Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	65,6	59,0	65,2	63,5
<b>kasvu-%</b>	4 %	-10 %	10 %	-3 %
<b>EBIT oik.</b>	31,9	28,0	33,7	29,5
<b>EBIT-% oik.</b>	48,6 %	47,4 %	51,7 %	46,4 %
<b>Nettotulos</b>	22,9	18,8	23,8	19,8
<b>EPS (oik.)</b>	0,81	0,65	0,81	0,66
<b>P/E (oik.)</b>	11,1	14,8	11,9	14,6
<b>P/B</b>	1,2	1,4	1,4	1,3
<b>Osinkotuotto-%</b>	11,1 %	5,4 %	5,7 %	6,0 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	7,3	9,2	7,9	9,9
<b>EV/EBITDA</b>	7,2	9,1	7,7	9,7
<b>EV/Liikevaihto</b>	3,6	4,4	4,1	4,6

Lähde: Inderes

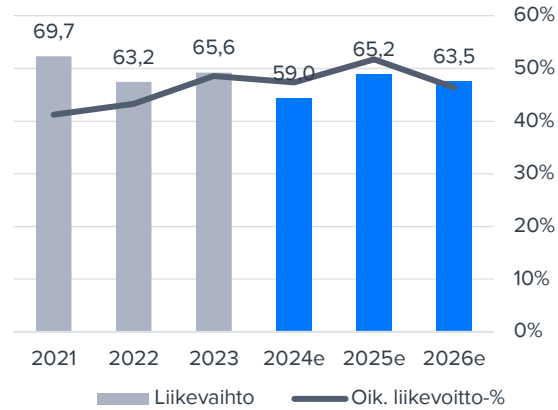
Ei ohjeistusta.

## Osakekurssi



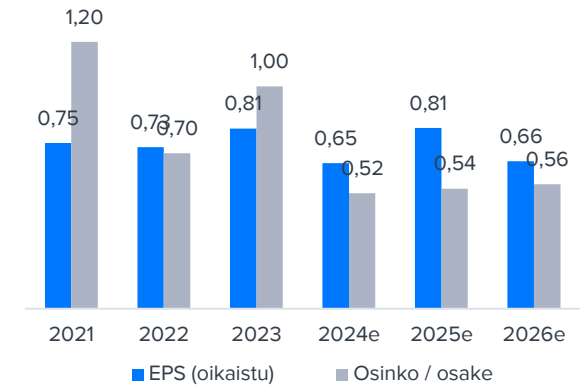
Lähde: Millstream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

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



### Riskitekijät

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

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	9,70	9,70	9,70
Osakemäärä, milj. kpl	28,8	29,3	29,8
Markkina-arvo	279	279	279
Yritysarvo (EV)	257	266	292
P/E (oik.)	14,8	11,9	14,6
P/E	14,8	11,9	14,6
P/B	1,4	1,4	1,3
P/S	4,7	4,3	4,4
EV/Liikevaihto	4,4	4,1	4,6
EV/EBITDA (oik.)	9,1	7,7	9,7
EV/EBIT (oik.)	9,2	7,9	9,9
Osinko/tulos (%)	79,4 %	66,5 %	84,4 %
Osinkotuotto-%	5,4 %	5,7 %	6,0 %

Lähde: Inderes

# Operatiivisesti raportti ei sisältänyt suurempia yllätyksiä

## Tulosalitus seliitty täysin Garantian sijoitussalkulla

Taalerin liikevoitto oli 6,9 MEUR ja se jäi reippaasti alle 11 MEUR:n ennusteemme. Erotus seliitty käytännössä kokonaan Garantian sijoitussalkun selvästi odotuksiamme heikommalla tuloksella (1,4 vs. 5,6 MEUR), ja tästä oikaistuna tulos oli hyvin linjassa ennusteemme kanssa. Luonnollisesti myös EPS jäi reippaasti odotuksistamme liikevoiton selvän jättämän myötä.

## Osinko oli selkeä yllätys

Osinko oli raportin suurin yllätys ja Taaleri jakaa osinkoa yhteensä 1,0 euroa per osake (0,5e perusosinko ja 0,5e lisäosinko). Marraskuun strategiainfon seurauksena olimme siinä käsityksessä, että Taaleri ei enää jakaisi ylimääräistä pääomaa pois taseestaan pääoman allokaation fokuksen ollessa oman taseen bioteollisuussijoituksissa. Yhtiön johto kommentoi lisäosinkoa haastattelussamme ja totesi, että

kyseessä oli viimeinen erä myydyin varainhoitoliiketoiminnan voitonjakoa.

## Pääomarahastoissa ei suurempia yllätyksiä

Uusiutuvassa Energiassa jatkuvat palkkiot kasvoivat selvästi odotuksiamme vähemmän, vaikka SolarWind 3 -rahasto teki toisen sulkemisen vuoden lopulla. Segmentin jatkuvat palkkiot pysyivät Q3:n tasolla ja tämä seliitty pitkälti SolarWind 2- rahaston siirtymisellä elinkaarensa seuraavaan vaiheeseen.

Uusiutuvassa Energiassa Sijoitustuotot olivat selvästi odotuksiamme korkeammat (6,7 vs. 4,1 MEUR), mutta tämä seliitty isolta osin kirjanpidollisilla tekijöillä, joiden vastakirjaus löytyy segmentin kuluista.

Muiden pääomarahastojen liikevaihto oli odotetusti vaisulla tasolla (Q4'23: 1,5 MEUR) ja liikevoitto selvästi tappiolla. Jatkuvien palkkioiden taso on hyvin heikko ja segmentti tarvitsisi kipeästi uutta jatkuvaa liikevaihtoa. Raportissa yhtiö kertoi edistäneensä Bioteollisuuden kasvulähtöjä (oman taseen sijoitukset

+ tuleva VC-rahasto), mutta konkretiaa ei näihin vielä saatu. Kiinteistötoiminnassa on odotetusti strategiatyö käynnissä uuden vetäjän aloittaessa tammikuussa.

## Garantian operatiivinen suoritus oli linjassa odotuksiin

Garantian vakuutusmaksutuotot säilyivät odotetusti edellisen kvartaalin tasolla johtuen vaisusta kysynnästä etenkin asuntolainatakauksissa. Takauskanta laski odotuksiamme enemmän, mitä voidaan pitää pienenä pettymyksenä. Korvauskulut olivat linjassa odotuksiemme kanssa ja vakuutuspalvelutulos vastasi hyvin odotuksiamme. Sijoitustuotot jäivät rajusti odotuksistamme, mutta tämä seliitty pitkälti kirjanpidollisilla tekijöillä, sillä laajan tuloksen sijoitustuotot olivat linjassa ennusteemme kanssa. Kokonaisuutena Garantia raportoitu tulos jäi reippaasti odotuksistamme, mutta tulospettymyksen merkitys on hyvin pieni sen tullessa sijoituksista.

Ennustetaulukko	Q4'22	Q4'23	Q4'23e	Q4'23e	Konsensus		Erutus (%)	2023
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	17,3	17,7	19,5				-9 %	65,6
Liikevoitto	7,1	6,9	11,0				-37 %	31,9
EPS (oik.)	0,25	0,14	0,26				-46 %	0,79
Osinko/osake	0,70	1,00	0,46				117 %	1,00
Liikevaihdon kasvu-%	-41,2 %	2,3 %	12,4 %				-10,2 %-yks.	3,8 %
Liikevoitto-% (oik.)	41,3 %	38,9 %	56,4 %				-17,5 %-yks.	48,6 %

Lähde: Inderes

Taalerin toimitusjohtajan haastattelu katsottavissa oheisesta linkistä:



# Ennusteissa ei merkittäviä muutoksia

Olemme tehneet ennusteisiimme vain pieniä muutoksia Q4-raportin myötä ja ainoa relevantimpi muutos on osinkoennusteiden nosto.

## Uuden strategian potentiaali ulosmitataan vuosikymmenen lopulla

Odotamme Taalerin tuloksen olevan lähivuosina noin 30 MEUR. Tuloksen jakauma painottuu hyvin vahvasti tuottopalkkioihin sekä sijoitustuottoihin. Garantia jatkaa vakaata suorittamistaan haastavasta markkinasta huolimatta ja tekee erinomaista vakuutuspalvelutulosta.

Pääomarahastoissa ylösajo jatkuu ja kannattavuus on hyvä kertatuottojen ansiosta. Etenkin Uusiutuvasa Energiassa kertatuottojen näkymä on mielestämme vahva ja odotamme huomattavia kertatuottoja seuraavan 3 vuoden aikana mm. vanhojen tuulirahastojen myynnistä, Texasin hankkeen

irtaantumisesta, hankekehityssalkun lisäkauppahinnasta sekä AurinkoTuuli 1-rahaston tuottopalkkioista.

Jatkuviin palkkioihin pohjautuva kannattavuus on kuitenkin heikko johtuen etenkin kiinteistöjen haasteista ja Bioteollisuuden vahvasti etupainotteisista investoinneista. Energiassa jatkuviin palkkioihin pohjautuva kannattavuus on selvästi plussalla, mutta skaalautumista seuraavalle tasolle joudutaan odottamaan seuraavaan rahastoon.

Odotamme sijoitussalkun kasvavan nykyisestä noin 70 MEUR:sta 120 MEUR:oon, ja tästä valtaosa on sijoitettu bioteollisuushankkeisiin. Bioteollisuushankkeiden potentiaali nähdään vuosikymmenen loppupuolella, kun bioinvestoinneissa aletaan nähdä irtaantumisia. Odotamme varovaisuuteen nojaten bioinvestoinneille 10 %:n vuosituottoa ja odotamme näitä alkavan kertyä

2025 alkaen. Huomautamme, että Taalerin oma tuottotavoite on merkittävästi korkeampi (+20 %). Tuotot eivät myöskään realisoitu lineaarisesti, vaan vaihtelu vuosien välillä tulee olemaan merkittävää. Tuotot myös ajoittuvat todennäköisesti pääosin vasta vuosikymmenen loppupuolelle.

## Ylimääräiset voitonjatot toistaiseksi jaettu

Osingon osalta odotamme sen nyt kasvavan läpi nykyisen strategiakauden ja keskimääräisen voitonjakosuhteen olevan noin 80 % (tavoite +50 %). Mielestämme marraskuun CMD:n viesti oli hyvin selkeä ja yhtiön pääoman allokaation fokus on jatkossa oman taseen sijoituksissa, eikä ylimääräistä voitonjakoa ole syytä odottaa. Tase säilyy ennusteissamme isoista investoinneista ja voitonjaoista huolimatta erittäin vahvana ja se jättää selvää liikkumavaraa esimerkiksi yritysjärjestelyitä ajatellen.

Ennustemuutokset	2023	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
<b>Liikevaihto</b>	<b>66,9</b>	<b>65,6</b>	<b>-2 %</b>	<b>59,6</b>	<b>59,0</b>	<b>-1 %</b>	<b>66,9</b>	<b>65,2</b>	<b>-3 %</b>
Strategiset sijoitukset	20,9	17,9	-14 %	17,4	17,8	2 %	19,5	19,7	1 %
Tasesijoitukset	5,9	6,1	2 %	2,4	2,4	0 %	1,4	1,4	0 %
Pääomarahastot	41,2	42,3	3 %	39,8	38,8	-2 %	46,0	44,1	-4 %
<b>Käyttökate</b>	<b>36,5</b>	<b>32,4</b>	<b>-11 %</b>	<b>28,6</b>	<b>28,4</b>	<b>-1 %</b>	<b>34,2</b>	<b>34,3</b>	<b>0 %</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>36,0</b>	<b>31,9</b>	<b>-11 %</b>	<b>28,2</b>	<b>28,0</b>	<b>-1 %</b>	<b>33,5</b>	<b>33,7</b>	<b>1 %</b>
Strategiset sijoitukset	19,5	16,5	-16 %	15,4	15,8	2 %	17,5	17,7	1 %
Tasesijoitukset	1,1	0,5	-53 %	0,2	0,6	293 %	-1,3	-0,9	-33 %
Pääomarahastot	15,4	14,9	-3 %	12,6	11,6	-8 %	17,3	17,0	-2 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>34,8</b>	<b>30,7</b>	<b>-12 %</b>	<b>27,6</b>	<b>27,4</b>	<b>-1 %</b>	<b>33,5</b>	<b>33,7</b>	<b>1 %</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,92</b>	<b>0,81</b>	<b>-11 %</b>	<b>0,67</b>	<b>0,65</b>	<b>-3 %</b>	<b>0,82</b>	<b>0,81</b>	<b>-1 %</b>
Osinko / osake	0,50	1,00	98 %	0,40	0,52	29 %	0,49	0,54	10 %

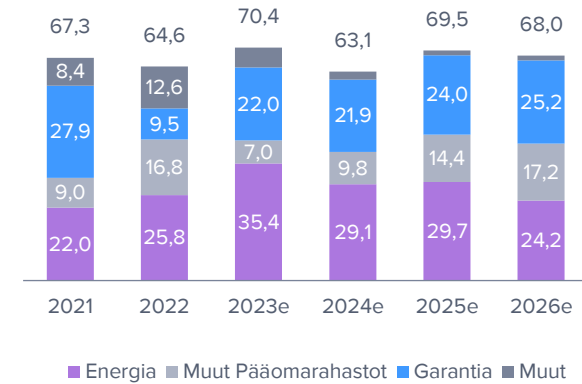
Taalerin tulosinfo katsottavissa oheisesta linkistä



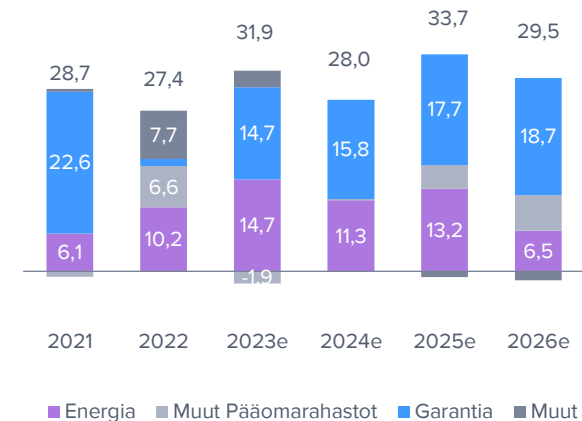
# Ennusteet yhteenveto

Konsernitason ennusteet	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Segmenttien yhteenlaskettu liikevaihto</b>	<b>67,3</b>	<b>64,6</b>	<b>70,4</b>	<b>63,1</b>	<b>69,5</b>	<b>68,0</b>
Pääomarahastot	31,0	42,5	42,3	38,8	44,1	41,4
<i>Energia</i>	22,0	25,8	35,4	29,1	29,7	24,2
<i>Muut Pääomarahastot</i>	9,0	16,8	7,0	9,8	14,4	17,2
Garantia	27,9	9,5	22,0	21,9	24,0	25,2
<i>Takausvakuustoittoiminnan nettotuotot</i>	17,6	18,0	17,4	13,7	15,6	16,7
<i>Sijoitustuotot</i>	10,3	-8,5	4,6	8,2	8,4	8,5
Muut-segmentti	8,4	12,6	6,1	2,4	1,4	1,4
<b>Liikevoitto (raportoitu)</b>	<b>143,6</b>	<b>27,4</b>	<b>31,9</b>	<b>28,0</b>	<b>33,7</b>	<b>29,5</b>
Pääomarahastot	5,2	16,8	12,8	11,6	17,0	12,2
<i>Energia</i>	6,1	10,2	14,7	11,3	13,2	6,5
<i>Muut Pääomarahastot</i>	-0,9	6,6	-1,9	0,2	3,8	5,7
Strategiset sijoitukset	22,6	1,2	14,7	15,8	17,7	18,7
Muut-segmentti	0,4	7,7	2,7	0,0	-0,9	-1,4
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>31,9</b>	<b>28,0</b>	<b>33,7</b>	<b>29,5</b>
<i>EBIT-% ilman kertaeriä</i>	43 %	42 %	45 %	44 %	49 %	43 %
Verot	-5,2	-5,1	-4,2	-5,5	-6,7	-5,8
Vähemmistöt	0,0	-0,7	-3,6	-3,0	-3,2	-3,3
<b>Nettotulos</b>	<b>136,0</b>	<b>20,6</b>	<b>22,9</b>	<b>18,8</b>	<b>23,8</b>	<b>19,8</b>
EPS (raportoitu)	4,80	0,73	0,81	0,65	0,81	0,66
EPS (oikaistu)	0,75	0,73	0,81	0,65	0,81	0,66
Osinko	1,20	0,70	1,00	0,52	0,54	0,56
<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>12,8</b>	<b>11,6</b>	<b>17,0</b>	<b>12,2</b>
<i>Liikevoitto ilman kertatuottoja</i>	-5,7	-5,1	-5,2	-0,4	2,5	1,7
<i>Kertatuotot</i>	10,9	21,9	18,0	12,0	14,5	10,5
<b>Garantia</b>	<b>22,0</b>	<b>4,6</b>	<b>17,6</b>	<b>17,1</b>	<b>18,9</b>	<b>19,8</b>
<i>Vakuustekninen tulos</i>	11,7	13,1	13,0	8,9	10,5	11,3
<i>Sijoitustuotot</i>	10,3	-8,5	4,6	8,2	8,4	8,5
<b>Muut-segmentti</b>	<b>-1,0</b>	<b>5,5</b>	<b>0,5</b>	<b>-3,4</b>	<b>-4,9</b>	<b>-5,4</b>
<i>Liikevoitto ilman kertatuottoja</i>	-6,4	-4,7	-3,6	-4,4	-4,9	-5,4
<i>Kertatuotot</i>	5,4	10,2	4,1	1,0	0,0	0,0

Liikevaihtoennusteet (MEUR)



Liikevoittoennusteet (MEUR)



# Osake oikein hinnoiteltu

## Osien summa edelleen ohjenuorana

Koska Taalerin eri osat ovat profiililtaan hyvin erilaisia, toimii osien summa edelleen parhaana arvonmäärittymenetelmänä. Huomautamme kuitenkin, että tuoreen strategiapäivityksen perusteella osien summassa olevan arvon ei voida olettaa purkautuvan erilaisilla järjestelyillä, vaan arvot pitää pystyä perustelemaan kassavirtapohjaisesti nykyomistajille. Selkein ero on tällä hetkellä kiinteistöliiketoiminta, jonka arvo olisi myydessä matala, mutta selvästi positiivinen, kun taas Taalerin omistajille kassavirtapohjainen arvo on tällä hetkellä negatiivinen toiminnan ollessa tappiollista.

Näkemyksemme osien summasta on pysynyt käytännössä ennallaan ja arvioimme Taalerin osien summa olevan noin 300 MEUR, eli 10 euroa per osake.

Pidämme osien summa laskelmaamme edelleen konservatiivisena ja annamme varsin korkean todennäköisyyden sille, että hypoteettisessa likvidointitilanteessa Taalerin osista saatava arvo olisi merkittävästi nykyistä 10e/osake arviotamme enemmän. Suurimmat poikkeamat tulisivat todennäköisesti Muut Pääomarahastot -liiketoiminnasta, josta saisi myyntitilanteessa merkittävästi arviotamme enemmän. Tässä hypoteettisessa skenaariossa myös konsernin kulut (noin 2e/osake) katoaisivat pois.

## Osake on oikein hinnoiteltu

Kokonaisuutena pidämme osaketta tällä hetkellä suunnilleen oikein hinnoiteltuna ja kurssinousu vaatii taakseen osien summan nousua. Lyhyellä aikavälillä ajurit tähän ovat vähissä, sillä isommat rakennejärjestelyt (esim. Garantian irroitus) ovat suhteellisen epätodennäköisiä ja Bioteollisuuden potentiaalia saadaan odottaa vuosikymmenen lopulle.

Energiassa arvon hyppy seuraavalle tasolle vaatii todennäköisesti seuraavan ison rahaston perustamista, sillä nykyinen rahasto ei vielä ennusteissamme johda kannattavuudessa sen täyteen tulospotentiaaliin.

Näkemystämme osakkeen oikeasta arvostuksesta tukee myös suhteellinen ja absoluuttinen arvostustaso, vaikka huomautammekin että kerroinpohjainen analyysi ei toimi Taalerille optimaalisesti sen isoista tasesijoituksista sekä tuloksen heikosta jakaumasta johtuen.

## Mitä Taaleri näyttää 2026?

Taalerin sijoitusprofiili tulee olemaan 2026 hyvin erilainen kuin olimme aiemmin ajatelleet. Aiemmin olimme ajatelleet taseen olevan merkittävästi nykyistä kevyempi ja Garantia olisi hyvin saattanut olla erillinen osa konsernia. Näin ollen konsernin arvo olisi nojannut hyvin voimakkaasti Pääomarahastoihin. Nyt vaikuttaa siltä, että 2026 Taaleri nojaa kolmeen tukijalkaan.

2026 arvokkain osa on suurella todennäköisyydellä edelleen Garantia ja siitä irtaantuminen on varsin epätodennäköistä.

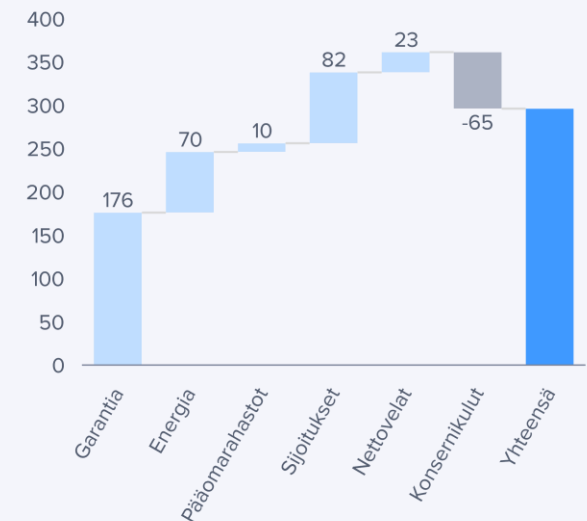
Suurin muutos on tapahtunut yhtiön sijoitussalkussa, kun nykyinen suhteellisen rajatun riskin salkku (kohteet pääosin varsin kypsässä vaiheessa joka laskee riskitasoa) muuttuu nykyistä suuremmaksi sekä merkittävästi riskisemmäksi, kun iso osa taseesta allokoidaan korkean riskin sekä korkean tuotto-odotuksen bioteollisuusinvestointeihin. Huomautamme myös, että salkku tulee 2026 olemaan edelleen ainakin osin ylösajovaiheessa.

Pääomarahastojen osalta ei ole tapahtunut oleellista muutosta aiempiin arvioihimme nähden, joskin olemme vielä entistäkin luottavaisempia Bion näkymien ja ylösajon suhteen.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	9,70	9,70	9,70
Osakemäärä, milj. kpl	28,8	29,3	29,8
Markkina-arvo	279	279	279
Yritysarvo (EV)	257	266	292
P/E (oik.)	14,8	11,9	14,6
P/E	14,8	11,9	14,6
P/B	1,4	1,4	1,3
P/S	4,7	4,3	4,4
EV/Liikevaihto	4,4	4,1	4,6
EV/EBITDA (oik.)	9,1	7,7	9,7
EV/EBIT (oik.)	9,2	7,9	9,9
Osinko/tulos (%)	79,4 %	66,5 %	84,4 %
Osinkotuotto-%	5,4 %	5,7 %	6,0 %

Lähde: Inderes

Osien summa -laskelma



# Kärsivällisyyttä vaaditaan

Pääomarahastojen osalta ei ole tapahtunut oleellista muutosta aiempiin arvioihimme nähden, joskin olemme vielä entistäkin luottavaisempia Bion näkymien ja ylösajon suhteen.

Huomautamme, että 2026 on hyvin mahdollista, että Pääomarahastot ovat osien summa -laskelmassa pienin kolmesta tukijalasta, mikä alleviivaa yhtiön sijoitusyhtiömäistä rakennetta. Yhtiön arvon kehityksen kannalta pääomien allokaation onnistuminen onkin keskeinen muuttuja, sillä Garantian arvo tuskin oleellisesti kasvaa ja Pääomarahastoissa kasvu on tasaista (hallinnoitavien pääomien kasvun mukana).

## Pääomien allokaatio ratkaisee pelin

Yhtiön sijoituscasa tiivistyykin yhä voimakkaammin yhtiön kykyyn allokoida sen tasesijoituksia onnistuneesti. Sijoittajan näkökulmasta keskeinen kysymys kuuluukin, luottaako johdon ja hallituksen kykyyn allokoida pääomia onnistuneesti.

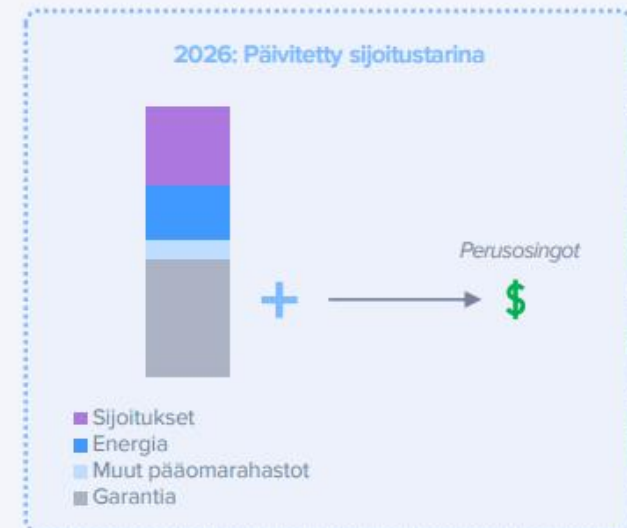
Muistutamme sijoittajia siitä, että Taalerin historialliset näytöt pääoman allokaatiosta ovat itseasiassa erittäin hyvät. Merkittävimpinä onnistumisina voidaan nostaa Finsilva, Garantia, Fellow Finance ja Ficolo. Bioteollisuudessa yhtiöllä on kertynyt merkittävää osaamista ja ajoitus on mielestämme optimaalinen, sillä markkina on vasta syntymässä. Sijoittajien on kuitenkin tärkeä ymmärtää, että bioteollisuusinvestointien riskitaso on merkittävästi Taalerin nykyistä salkkua korkeampi johtuen mm. niiden suuremmasta kokoluokasta sekä teknologiariskistä. Vastapuolena on luonnollisesti merkittävästi korkeampi tuottopotentiaali.

## Biosijoitusten liikkeitä odotellessa

Kokonaisuutena suhtaudumme strategiamuutokseen tällä hetkellä neutraalisti ja voimakkaampi näkemyksen

otto vaatii lisänäkyvyyttä bioteollisuussijoituksiin. Keskeisenä haasteena näemme edelleen Garantian pysymisen osana konsernia, sillä konsernin arvokkaimman osan roikottaminen strategisena sivujuonteena ei ole optimaalista ja nostaa riskiä siitä, että Garantian arvo ei näy täysimääräisesti osana konsernia. Taalerin johto korosti CMD:n haastattelussamme Taalerin olevan paras omistaja Garantialle tällä hetkellä. Tulkitsemme tämän siten, että ostajia oikealla hintalapulla ei ole tarjolla. Tämä argumentti ei kuitenkaan vähennä osittaisjakautumisen järkevyyttä, sillä siinä omistuspohja pysyisi käytännössä samana (toki nykykuviossa on omistuksessa väliportaana Taaleri Oyj).

Havainnollistus Taaleri-konsernin operatiivisten segmenttien arvon jakaumasta strategiakauden lopussa (Inderesin arvio). Päivitetty strategia kasvattaa erityisesti sijoitussalkun painoarvoa, minkä vastapainona voitonjako tulee olemaa aiempia odotuksia maltillisempaa.

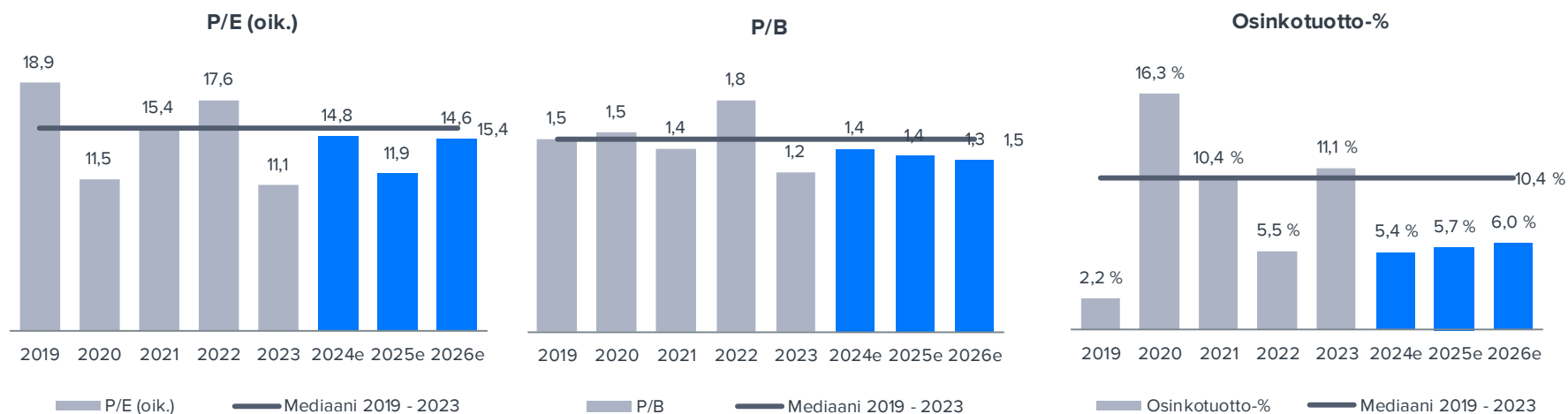




# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osaakekurssi	7,40	8,12	11,5	12,8	8,99	9,70	9,70	9,70	9,70
Osakemäärä, milj. kpl	28,4	28,4	28,4	28,4	28,3	28,8	29,3	29,8	30,1
Markkina-arvo	210	230	326	363	254	279	279	279	279
Yritysarvo (EV)	246	289	308	331	234	257	266	292	288
P/E (oik.)	18,9	11,5	15,4	17,6	11,1	14,8	11,9	14,6	13,2
P/E	18,9	11,5	2,4	17,6	11,1	14,8	11,9	14,6	13,2
P/B	1,5	1,5	1,4	1,8	1,2	1,4	1,4	1,3	1,3
P/S	3,1	2,7	4,7	5,7	3,9	4,7	4,3	4,4	4,1
EV/Liikevaihto	3,7	3,3	4,4	5,2	3,6	4,4	4,1	4,6	4,2
EV/EBITDA (oik.)	12,8	10,7	2,1	11,6	7,2	9,1	7,7	9,7	8,5
EV/EBIT (oik.)	14,9	11,8	10,7	12,1	7,3	9,2	7,9	9,9	8,7
Osinko/tulos (%)	40,9 %	187,2 %	25,0 %	96,3 %	123,3 %	79,4 %	66,5 %	84,4 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	2,2 %	16,3 %	10,4 %	5,5 %	11,1 %	5,4 %	5,7 %	6,0 %	4,8 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Aktia	653								7,0	7,1	9,3	9,1	0,9
Alexandria	77	62	6,7	5,8	5,3	4,8	1,4	1,3	11,4	10,0	7,2	7,6	2,4
CapMan	306	374	12,8	8,6	12,2	8,4	5,8	5,0	16,9	10,2	6,2	11,8	2,4
Evli	499	451	9,7	8,4	8,5	7,7	3,9	3,5	14,9	12,8	7,6	9,0	3,7
eQ	579	547	13,7	11,6	13,2	11,3	7,8	6,7	18,1	15,7	5,7	6,7	7,4
Oma Säästöpankki	709								6,1	6,7	5,3	5,7	1,0
Titanium	156	136	7,9	7,6	7,7	7,3	4,4	4,1	11,4	10,9	8,8	9,1	6,1
United Bankers2	156	141	8,2	7,1	7,3	6,3	2,6	2,3	12,3	10,8	7,6	8,3	2,9
<b>Taaleri (Inderes)</b>	<b>279</b>	<b>257</b>	<b>9,2</b>	<b>7,9</b>	<b>9,1</b>	<b>7,7</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>	<b>14,8</b>	<b>11,9</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>	<b>1,4</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>9,8</b>	<b>8,2</b>	<b>9,0</b>	<b>7,6</b>	<b>4,3</b>	<b>3,8</b>	<b>12,3</b>	<b>10,5</b>	<b>7,2</b>	<b>8,4</b>	<b>3,4</b>
<b>Mediaani</b>			<b>8,9</b>	<b>8,0</b>	<b>8,1</b>	<b>7,5</b>	<b>4,1</b>	<b>3,8</b>	<b>11,8</b>	<b>10,5</b>	<b>7,4</b>	<b>8,7</b>	<b>2,6</b>
<b>Erutus-% vrt. mediaani</b>			<b>3 %</b>	<b>-1 %</b>	<b>12 %</b>	<b>4 %</b>	<b>5 %</b>	<b>6 %</b>	<b>25 %</b>	<b>14 %</b>	<b>-27 %</b>	<b>-35 %</b>	<b>-46 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24e	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Liikevaihto</b>	<b>63,2</b>	<b>10,1</b>	<b>23,8</b>	<b>13,5</b>	<b>18,2</b>	<b>65,6</b>	<b>11,1</b>	<b>11,9</b>	<b>11,3</b>	<b>24,7</b>	<b>59,0</b>	<b>65,2</b>	<b>63,5</b>	<b>68,7</b>
Strategiset sijoitukset	8,1	4,1	5,4	3,9	4,5	17,9	4,3	5,1	4,4	3,9	17,8	19,7	20,7	21,7
Tasesijoitukset	12,6	-0,1	4,8	0,8	0,5	6,1	0,4	0,4	0,4	1,4	2,4	1,4	1,4	1,4
Pääomarahastot	42,6	5,2	16,1	8,4	12,7	42,3	6,4	6,4	6,5	19,5	38,8	44,1	41,4	45,5
<b>Käyttökate</b>	<b>28,6</b>	<b>1,7</b>	<b>17,8</b>	<b>5,9</b>	<b>7,0</b>	<b>32,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>17,6</b>	<b>28,4</b>	<b>34,3</b>	<b>30,1</b>	<b>33,8</b>
Poistot ja arvonalennukset	-1,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>27,4</b>	<b>1,6</b>	<b>17,7</b>	<b>5,7</b>	<b>6,9</b>	<b>31,9</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>17,4</b>	<b>28,0</b>	<b>33,7</b>	<b>29,5</b>	<b>33,1</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>27,4</b>	<b>1,6</b>	<b>17,7</b>	<b>5,7</b>	<b>6,9</b>	<b>31,9</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>17,4</b>	<b>28,0</b>	<b>33,7</b>	<b>29,5</b>	<b>33,1</b>
Strategiset sijoitukset	1,3	3,3	4,6	4,7	4,0	16,5	3,8	4,6	3,9	3,4	15,8	17,7	18,7	20,7
Tasesijoitukset	9,3	-0,5	4,6	-2,4	-1,1	0,5	-0,2	0,2	-0,2	0,8	0,6	-0,9	-1,4	-1,9
Pääomarahastot	16,8	-1,2	8,6	3,5	4,0	14,9	-0,3	-1,2	-0,1	13,2	11,6	17,0	12,2	14,3
Nettorahoituskulut	-1,0	-0,3	-0,5	-0,2	-0,2	-1,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,6	0,0	-0,6	-0,9
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>26,4</b>	<b>1,3</b>	<b>17,2</b>	<b>5,5</b>	<b>6,6</b>	<b>30,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>17,3</b>	<b>27,4</b>	<b>33,7</b>	<b>28,9</b>	<b>32,1</b>
Verot	-5,1	-0,7	-1,3	-0,6	-1,7	-4,2	-0,6	-0,7	-0,7	-3,5	-5,5	-6,7	-5,8	-6,4
Vähemmistöosuudet	-0,7	-0,1	-2,2	-0,3	-0,9	-3,6	-0,4	-0,3	-0,4	-2,0	-3,0	-3,2	-3,3	-3,5
<b>Nettotulos</b>	<b>20,6</b>	<b>0,5</b>	<b>13,8</b>	<b>4,6</b>	<b>4,0</b>	<b>22,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>11,9</b>	<b>18,8</b>	<b>23,8</b>	<b>19,8</b>	<b>22,2</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,73</b>	<b>0,02</b>	<b>0,49</b>	<b>0,16</b>	<b>0,14</b>	<b>0,81</b>	<b>0,07</b>	<b>0,09</b>	<b>0,08</b>	<b>0,41</b>	<b>0,65</b>	<b>0,81</b>	<b>0,66</b>	<b>0,74</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,73</b>	<b>0,02</b>	<b>0,49</b>	<b>0,16</b>	<b>0,14</b>	<b>0,81</b>	<b>0,07</b>	<b>0,09</b>	<b>0,08</b>	<b>0,41</b>	<b>0,65</b>	<b>0,81</b>	<b>0,66</b>	<b>0,74</b>
<b>Tunnusluvut</b>	<b>2022</b>	<b>Q1'23</b>	<b>Q2'23</b>	<b>Q3'23</b>	<b>Q4'23</b>	<b>2023</b>	<b>Q1'24e</b>	<b>Q2'24e</b>	<b>Q3'24e</b>	<b>Q4'24e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-9,3 %	41,8 %	100,9 %	-50,0 %	5,3 %	3,8 %	9,4 %	-50,0 %	-16,0 %	35,7 %	-10,1 %	10,4 %	-2,6 %	8,2 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	-4,7 %	-341,0 %	634,2 %	-68,9 %	-3,7 %	16,5 %	113,0 %	-79,6 %	-37,9 %	153,6 %	-12,3 %	20,7 %	-12,7 %	12,3 %
<b>Käyttökate-%</b>	45,2 %	16,8 %	74,8 %	43,8 %	38,2 %	49,3 %	30,9 %	31,3 %	32,5 %	71,0 %	48,1 %	52,7 %	47,5 %	49,2 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	43,3 %	15,3 %	74,4 %	42,7 %	37,8 %	48,6 %	29,9 %	30,4 %	31,6 %	70,5 %	47,4 %	51,7 %	46,4 %	48,2 %
<b>Nettotulos-%</b>	32,6 %	5,1 %	57,8 %	34,4 %	22,2 %	35,0 %	19,2 %	20,9 %	21,0 %	47,9 %	31,9 %	36,5 %	31,1 %	32,3 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>206</b>	<b>221</b>	<b>244</b>	<b>259</b>	<b>289</b>
Liikearvo	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Käyttöomaisuus	0,4	2,4	3,0	3,4	3,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	48,2	51,6	74,4	89,4	118
Muut sijoitukset	154	161	161	161	161
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	3,2	5,1	5,1	5,1	5,1
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>94,8</b>	<b>87,3</b>	<b>42,6</b>	<b>39,9</b>	<b>38,9</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	13,2	17,2	4,0	4,0	4,0
Myyntisaamiset	34,8	31,8	8,9	9,8	9,5
Likvidit varat	46,8	38,3	29,7	26,1	25,4
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>301</b>	<b>308</b>	<b>287</b>	<b>299</b>	<b>328</b>

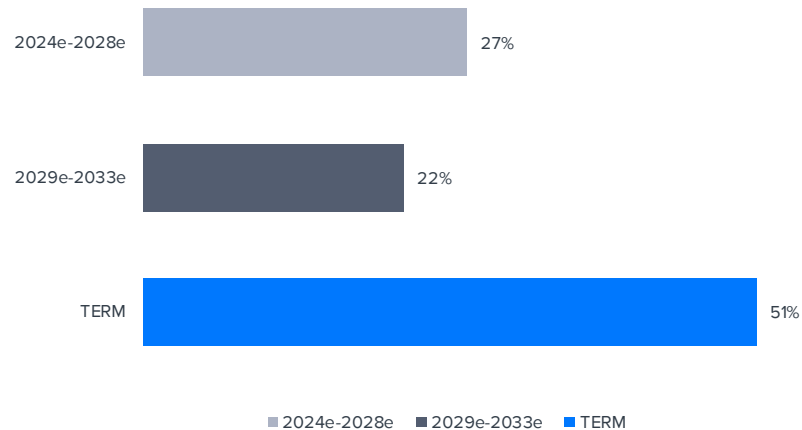
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Oma pääoma</b>	<b>203</b>	<b>209</b>	<b>202</b>	<b>214</b>	<b>222</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	184	187	178	187	191
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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	-0,4	2,5	5,5	8,7	12,1
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>54,1</b>	<b>53,6</b>	<b>38,7</b>	<b>39,4</b>	<b>60,4</b>
Laskennalliset verovelat	17,5	16,5	16,5	16,5	16,5
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	14,9	14,9	0,0	0,7	21,7
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	21,8	22,2	22,2	22,2	22,2
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>44,0</b>	<b>45,6</b>	<b>45,6</b>	<b>45,6</b>	<b>45,6</b>
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset velat	44,0	45,6	45,6	45,6	45,6
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>301</b>	<b>308</b>	<b>287</b>	<b>299</b>	<b>328</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	3,8 %	-10,1%	10,4 %	-2,6 %	8,2 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	48,6 %	47,4 %	51,7 %	46,4 %	48,2 %	45,0 %	40,0 %	40,0 %	40,0 %	40,0 %	40,0 %	40,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>31,9</b>	<b>28,0</b>	<b>33,7</b>	<b>29,5</b>	<b>33,1</b>	<b>31,7</b>	<b>28,9</b>	<b>29,6</b>	<b>30,3</b>	<b>31,1</b>	<b>31,9</b>	
+ Kokonaispoistot	0,5	0,4	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	
- Maksetut verot	-7,1	-5,5	-6,7	-5,8	-6,4	-6,2	-5,7	-5,9	-6,1	-6,2	-6,4	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	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	0,6	36,1	-0,9	0,3	-0,8	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>25,8</b>	<b>58,9</b>	<b>26,7</b>	<b>24,5</b>	<b>26,4</b>	<b>25,9</b>	<b>23,7</b>	<b>24,3</b>	<b>24,9</b>	<b>25,5</b>	<b>26,1</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-9,7	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,6	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>16,5</b>	<b>57,9</b>	<b>25,7</b>	<b>23,5</b>	<b>25,4</b>	<b>24,9</b>	<b>22,7</b>	<b>23,3</b>	<b>23,9</b>	<b>24,5</b>	<b>24,5</b>	
+/- Muut	-10,4	-22,8	-15,0	-29,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	6,1	35,1	10,7	-5,5	25,4	24,9	22,7	23,3	23,9	24,5	24,5	339
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>32,3</b>	<b>8,9</b>	<b>-4,2</b>	<b>17,6</b>	<b>15,7</b>	<b>13,0</b>	<b>12,1</b>	<b>11,3</b>	<b>10,6</b>	<b>9,6</b>	<b>133</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		260	228	219	223	206	190	177	165	153	143	133
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>260</b>										
- Korolliset velat		-14,9										
+ Rahavarat		38,3										
-Vähemmistöosuus		-7,9										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>276</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>9,6</b>										

## Rahavirran jakauma jaksoittain



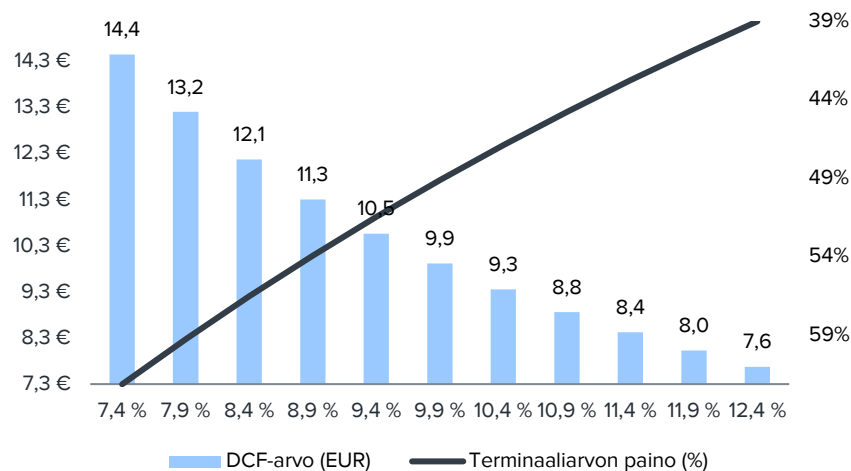
## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,35
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,9 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,9 %</b>

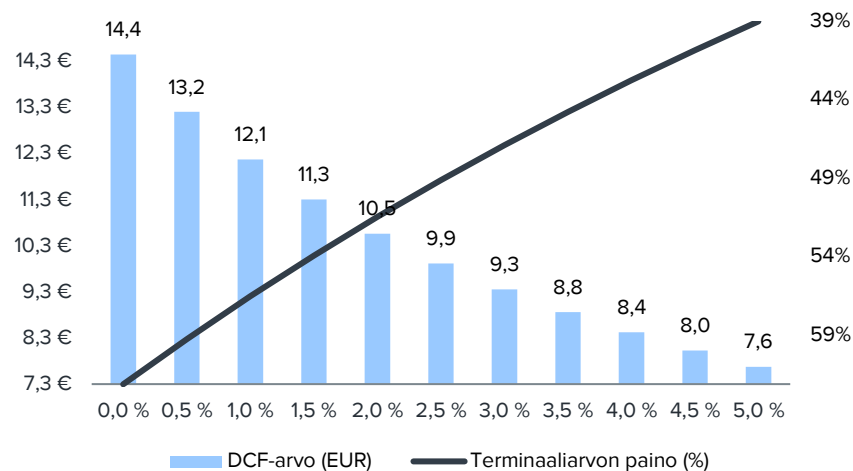
Lähde: Inderes

# DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

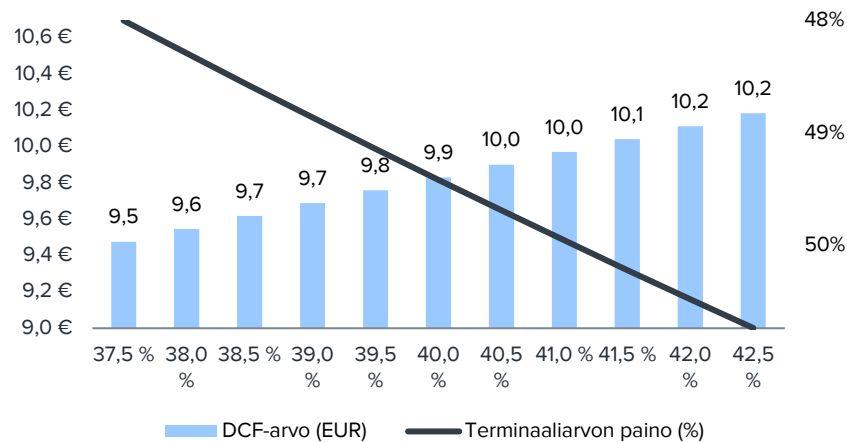
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



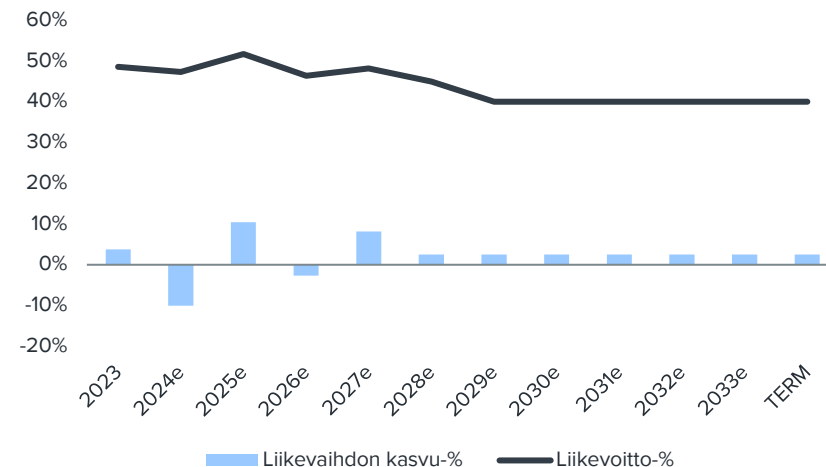
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	69,7	63,2	65,6	59,0	65,2	EPS (raportoitu)	4,80	0,73	0,81	0,65	0,81
Käyttökate	144,4	28,6	32,4	28,4	34,3	EPS (oikaistu)	0,75	0,73	0,81	0,65	0,81
Liikevoitto	143,6	27,4	31,9	28,0	33,7	Operat. kassavirta / osake	5,00	0,58	0,91	2,05	0,91
Voitto ennen veroja	141,3	26,4	30,7	27,4	33,7	Vapaa kassavirta / osake	3,90	2,04	0,21	1,22	0,36
Nettovoitto	136,0	20,6	22,9	18,8	23,8	Omapääoma / osake	8,13	7,16	7,28	6,83	7,02
Kertaluontoiset erät	114,9	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	1,20	0,70	1,00	0,52	0,54
<b>Tase</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
Taseen loppusumma	318,7	300,8	307,9	286,5	299,2	Liikevaihdon kasvu-%	-20 %	-9 %	4 %	-10 %	10 %
Oma pääoma	229,8	202,7	208,7	202,2	214,3	Käyttökateen kasvu-%	434 %	-80 %	13 %	-12 %	21 %
Liikearvo	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	17 %	-5 %	16 %	-12 %	21 %
Nettovelat	-38,4	-31,9	-23,4	-29,7	-25,4	EPS oik. kasvu-%	6 %	-2 %	11 %	-19 %	24 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	Käyttökate-%	207,2 %	45,2 %	49,3 %	48,1 %	52,7 %
Käyttökate	144,4	28,6	32,4	28,4	34,3	Oik. Liikevoitto-%	41,2 %	43,3 %	48,6 %	47,4 %	51,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	2,0	-6,8	0,6	36,1	-0,9	Liikevoitto-%	206,0 %	43,3 %	48,6 %	47,4 %	51,7 %
Operatiivinen kassavirta	141,6	16,5	25,8	58,9	26,7	ROE-%	71,7 %	9,5 %	0,0 %	9,4 %	11,8 %
Investoinnit	-1,5	15,0	-9,7	-1,0	-1,0	ROI-%	64,9 %	11,8 %	14,5 %	13,1 %	16,2 %
Vapaa kassavirta	110,6	57,7	6,1	35,1	10,7	Omavaraisuusaste	72,1 %	67,4 %	67,8 %	70,6 %	71,6 %
						Nettovelkaantumisaste	-16,7 %	-15,8 %	-11,2 %	-14,7 %	-11,9 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>						
EV/Liikevaihto	4,4	5,2	3,6	4,4	4,1						
EV/EBITDA (oik.)	2,1	11,6	7,2	9,1	7,7						
EV/EBIT (oik.)	10,7	12,1	7,3	9,2	7,9						
P/E (oik.)	15,4	17,6	11,1	14,8	11,9						
P/B	1,4	1,8	1,2	1,4	1,4						
Osinkotuotto-%	10,4 %	5,5 %	11,1 %	5,4 %	5,7 %						

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
10/05/2021	Lisää	11,50 €	10,65 €
24/05/2021	Lisää	12,50 €	11,65 €
01/06/2021	Lisää	11,50 €	11,20 €
20/08/2021	Lisää	11,50 €	10,85 €
08/11/2021	Lisää	11,50 €	10,95 €
02/12/2021	Vähennä	11,50 €	11,50 €
17/02/2022	Vähennä	12,00 €	11,80 €
02/05/2022	Vähennä	11,00 €	10,38 €
09/05/2022	Lisää	11,00 €	9,92 €
22/08/2022	Lisää	11,00 €	10,16 €
31/10/2022	Lisää	11,00 €	9,35 €
07/11/2022	Lisää	11,00 €	9,91 €
07/02/2023	Myy	11,00 €	12,82 €
17/02/2023	Vähennä	11,00 €	11,34 €
17/04/2023	Vähennä	11,00 €	10,42 €
04/05/2023	Vähennä	11,00 €	10,40 €
14/08/2023	Lisää	11,00 €	9,42 €
17/08/2023	Lisää	11,00 €	9,65 €
02/11/2023	Lisää	10,00 €	8,50 €
30/11/2023	Lisää	10,00 €	8,63 €
12/02/2024	Lisää	10,00 €	9,16 €
15/02/2024	Lisää	10,00 €	9,70 €



Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

### 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.**