

# Taaleri

## Yhtiöraportti

7.5.2024 22:50



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Sijoitustuotot siivittivät vahvaan alkuvuoteen

Taalerin aamulla julkistama tulos ylitti odotuksemme selvästi ennakoitua vahvempien sijoitustuottojen siivittämänä. Myös Garantian operatiivinen kehitys oli vahvaa. Lähivuosien tulosenusteemme pysyivät varsin muuttumattomina, mutta osingon irtoaminen ja sijoitussalkun pienentyminen laskivat hieman osien summamme arvoa, joka on nyt 9,5 euroa osakkeelta (aik. 10,0e). Pidämmekin osaketta oikein hinnoiteltuna, eikä osinkotuottokaan tarjoa riittävää tukea tuotto-odotukselle. Laskemme tavoitehintamme 9,5 euroon osien summan mukana (aik. 10,0) ja toistamme vähennä-suosituksen.

## Sijoitustuotot toivat ennusteylityksen Q1:llä

Taalerin liikevoitto oli 9,6 MEUR ylittäen reippaasti 3,3 MEUR:n ennusteemme. Ennusteylitys selittyy pääosin sijoitustuotoilla, jotka olivat odotuksiamme selvästi paremmat sekä vakuutustoiminnassa että omissa tasesijoituksissa. Myös Garantian operatiivinen tulos yllätti positiivisesti, kun vakuutusmaksutuotot kasvoivat selvästi edelliskvartaalista ja olivat myös yli vertailukauden tason. Pääomarahastojen tulos oli puolestaan odotetusti varsin vaatimaton. Tuloslaskelman alemmilla riveillä ei nähty olennaisia yllätyksiä, joten osakekohtainen tulos ylitti reippaasti odotuksemme liikevoiton tapaan. Olennaista uutta tietoa ei saatu SolarWind 3 -rahaston myynnistä, mutta yhtiö tiedotti Bioteollisuuden uuden venture capital- rahaston siirtyneen alustavaan varainkeruuvaiheeseen. Odotamme Taalerin ilmoittavan varsinaisen varainkeruun käynnistymisestä vielä kuluvan vuoden jälkipuoliskolla.

## Q1:n tulositylysti nosti kuluvan vuoden ennusteita

Lähivuosien ennustemuutokset jäivät varsin pieniksi, mutta Q1:n selvä tulositylysti valui lähes täysimääräisesti kuluvan vuoden tulosenusteeseen. Lähivuosien ennusteissamme tuloksen jakauma painottuu yhä 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 kiinteistöliiketoiminnan haasteista. Huomautamme, että uuden strategian todellinen tulospotentialiaali nähdään vasta vuosikymmenen loppupuolella, kun bioinvestoinneissa aletaan nähdä irtaantumisia. Emme 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.

## Arvostus on linjassa osien summaan

Kun vielä ennen 2023-lopun strategiapäivitystä Taalerin 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 selvästi, mutta kolikon kääntöpuolena se nostaa myös tuotto- ja tulospotentialiaalia selvästi. Profiiliin muuttuessa selvästi on osien summa edelleen paras tapa tarkastella Taalerin arvoa, ja osien summa - laskelmamme mukainen arvo on 9,7 euroa osakkeelta (aik. 10,0e). Lasku selittyy osingon irtoamisella ja sijoitussalkun pienentymisellä. Ajurit korkeampaan osien summaan olisivat: 1) Pääomarahastojen odotuksia parempaa tuloskehitys, 2) bioinvestointien onnistuminen, 3) rakennejärjestelyt tai 4) Garantian odotuksiamme nopeampi kasvu.

## Suositus

### Vähennä

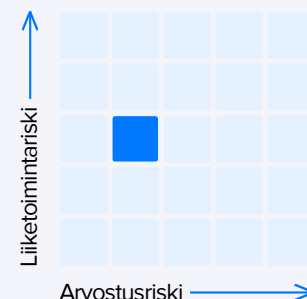
(aik. Vähennä)

**9,50 EUR**

(aik. 10,00 EUR)

### Osakekurssi:

8,70



## Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	65,6	65,0	64,7	63,0
<b>kasvu-%</b>	4 %	-1 %	0 %	-3 %
<b>EBIT oik.</b>	31,9	33,8	33,3	29,0
<b>EBIT-% oik.</b>	48,6 %	52,0 %	51,5 %	46,1 %
<b>Nettotulos</b>	22,9	23,8	23,8	19,8
<b>EPS (oik.)</b>	0,81	0,83	0,81	0,67
<b>P/E (oik.)</b>	11,1	10,5	10,7	13,1
<b>P/B</b>	1,2	1,2	1,2	1,2
<b>Osinkotuotto-%</b>	11,1 %	6,0 %	6,3 %	6,7 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	7,3	6,6	6,9	8,8
<b>EV/EBITDA</b>	7,2	6,5	6,8	8,6
<b>EV/Liikevaihto</b>	3,6	3,4	3,6	4,1

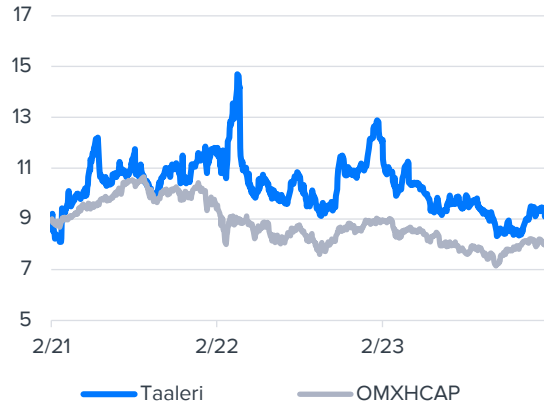
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

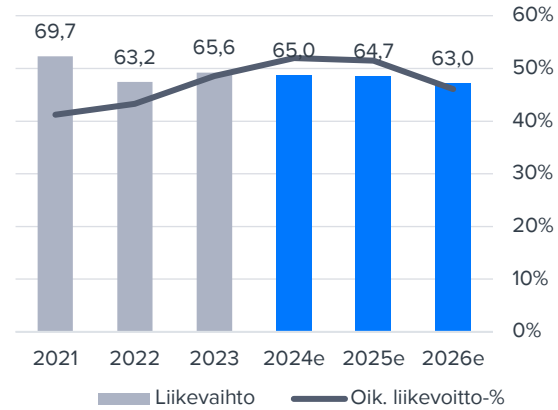
Ei ohjeistusta.

## Osakekurssi



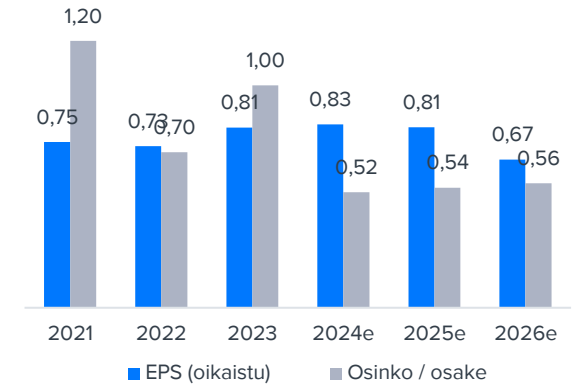
Lähde: Millstream Market Data AB

## 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
<b>Osakekurssi</b>	8,70	8,70	8,70
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	28,8	29,3	29,8
<b>Markkina-arvo</b>	250	250	250
<b>Yritysarvo (EV)</b>	224	231	256
<b>P/E (oik.)</b>	10,5	10,7	13,1
<b>P/E</b>	10,5	10,7	13,1
<b>P/B</b>	1,2	1,2	1,2
<b>P/S</b>	3,9	3,9	4,0
<b>EV/Liikevaihto</b>	3,4	3,6	4,1
<b>EV/EBITDA (oik.)</b>	6,5	6,8	8,6
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	6,6	6,9	8,8
<b>Osinko/tulos (%)</b>	63,0 %	66,5 %	84,0 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	6,0 %	6,3 %	6,7 %

Lähde: Inderes

# Sijoitustuotot toivat ennusteylityksen Q1:llä

## Sijoitustuotot toivat tulositylityksen

Taalerin liikevoitto oli 9,6 MEUR ylittäen reippaasti 3,3 MEUR:n ennusteamme. Ennusteylitys selittyy pääosin sijoitustuotoilla, jotka olivat odotuksiamme selvästi paremmat sekä vakuutustoiminnassa että omissa tasesijoituksissa. Myös Garantian operatiivinen tulos yllätti positiivisesti. Pääomarahastojen tulos oli puolestaan odotetusti varsin vaatimaton. Luonnollisesti myös osakekohtainen tulos ylitti reippaasti odotuksemme liikevoiton tapaan.

## Pääomarahastoissa ei suurempia yllätyksiä

Uusiutuvasa Energiassa jatkuvat palkkiot kasvoivat odotuksiamme vähemmän, kun taas sijoitustuotot olivat odotuksiamme korkeammat. Valtaosa ylityksestä selittyy uusiutuvan energian hankkeisiin liittyvästä laskutuksesta, joka on läpilaskutuserä (samansuuruinen kirjaus löytyy kuluista).

Operatiivinen kulutaso oli kuitenkin hieman odotuksiamme matalampi, joten liikevaihtoylityksestä johtuen segmentin liikevoitto ylitti ennusteamme (1,4 vs. 1,0 MEUR ennuste).

Muiden pääomarahastojen liikevaihto oli odotetusti vaisulla tasolla ja liikevoitto selvästi tappiolla. Jatkuvien palkkioiden laskuun vaikutti muun muassa kiinteistöliiketoiminnan palkkioiden lasku. Yhtiön tulisikin löytää keinot kiinteistörahastojen pääomien kasvattamiseksi, sillä nykyisillä volyyymeillä liiketoiminta on tappiollista. Q1-raportilla Taaleri tiedotti kiinteistöliiketoiminnan painopisteen olevan jatkossa uusissa tuotteissa. Emme kuitenkaan yllätyisi, mikäli riittävän kokoluokan saavuttamiseksi hyödynnettäisiin myös pienempiä yritysostoja.

Bioteollisuudessa uuden VC-rahaston valmistelua jatkettiin alkuvuonna ja rahasto siirtyi alustavaan

varainkeruuvaiheeseen. Odotammekin Taalerin ilmoittavan varsinaisen varainkeruun käynnistymisestä kuluvan vuoden jälkipuoliskolla.

## Garantian operatiivinen suoritus oli erinomainen

Garantian vakuutusmaksutuotot kasvoivat selvästi edelliskvartaalista ja olivat myös yli vertailukauden tason. Tämä oli meille selkeä yllätys, sillä arviomme heikon kysynnän ja vaatimattomasti kehittyvän takauskannan osuvan myös tuottoriveille.

Korvauskulut olivat odotuksiamme matalammat ja sijoitustuotot ennusteamme korkeammat, joten kokonaisuutena Garantian kvartaali sujui erittäin vahvasti. Vahinkosuhte sai tukea edellisillä kausilla tapahtuneiden vahinkojen arvioiduista korvauksista, joita nyt takautuvasti purettiin. Sijoitustuotot puolestaan hyötyivät osakemarkkinoiden vahvasta kehityksestä.

Ennustetaulukko	Q1'23	Q1'24	Q1'24e	Q1'24e	Konsensus		Erotus (%)	2024
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
MEUR / EUR								
Liikevaihto	10,1	17,2	11,1				55 %	58,5
Liikevoitto (oik.)	1,6	9,6	3,3				191 %	27,4
EPS (oik.)	0,02	0,26	0,06				333 %	0,64
Liikevaihdon kasvu-%	41,8 %	70,3 %	9,9 %				60,4 %-yks.	-1,0 %
Liikevoitto-% (oik.)	15,8 %	55,8 %	29,7 %				26,1 %-yks.	46,8 %

Lähde: Inderes

## Katso toimitusjohtajan haastattelu:



# Tulosennusteemme nousivat suunnilleen Q1-ylityksen verran

## Ennustemuutokset:

- Pääomarahastojen kasvuennusteisiin emme ole tehneet muutoksia Q1-raportin jäljiltä. Henkilöstömäärän kasvuennusteemme on kuitenkin nousut hieman Muissa pääomarahastoissa, sillä etupainotteiset panostukset vaikuttaisivat olevan aiempia arvioitamme suuremmat.
- Olemme nostaneet Garantian sijoitustuottojen ennustetta kuluvalle vuodelle. Sijoitustuotot saavat yhä tukea korkeista markkinakoroista.
- Olemme myös tarkastaneet hieman ylöspäin ennustettamme Garantian tämän vuoden vakuutusmaksutuottojen osalta odotuksiamme vahvemman alkuvuoden jäljiltä. Asuntolainatakausten kysyntä on kuitenkin yhä varsin vaatimattomalla tasolla, joten arvioimme koko vuoden vakuutusmaksutuottojen laskevan hieman vertailukaudesta.
- Odotuksiamme vahvemman alkuvuoden johdosta kuluvan vuoden liikevoittoennusteemme nousi noin 20 %. Lähivuosien tulosennusteemme pysyvät puolestaan kokonaisuutena varsin muuttumattomina.

Ennustemuutokset	2024	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	59,0	65,0	10 %	65,2	64,7	-1 %	63,5	63,0	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	28,0	33,8	21 %	33,7	33,3	-1 %	29,5	29,0	-1 %
Liikevoitto	28,0	33,8	21 %	33,7	33,3	-1 %	29,5	29,0	-1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,65	0,83	26 %	0,81	0,81	0 %	0,66	0,67	0 %
Osakekohtainen osinko	0,52	0,52	0 %	0,54	0,54	0 %	0,56	0,56	0 %

Lähde: Inderes

## Katso Taalerin Q1-webcast:



# Osake on oikein hinnoiteltu

## Osien summa edelleen ohjenuorana

Koska Taalerin eri osat ovat profiililtaan hyvin erilaisia, toimii osien summa edelleen parhaana arvonmäärittämenetelmänä. Huomautamme kuitenkin, että tuoreen strategiapäivityksen perusteella osien summassa olevan arvon ei voida olettaa purkautuvan erilaisilla järjestelyillä, vaan arvot pitää pystyä perustelemaan kassavirroin. 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 summan olevan noin 280 MEUR, eli 9,7 euroa per osake (aik. 10,0e). Lasku selittyy osingon irtoamisella ja sijoitussalkun pientymisellä.

Pidämme osien summa laskelmaamme edelleen kohtalaisen konservatiivisena ja annamme varsin korkean todennäköisyyden sille, että hypoteettisessa likvidointitilanteessa Taalerin osista saatava arvo olisi merkittävästi nykyistä arviotamme suurempi. Merkittävimmät poikkeamat tulisivat todennäköisesti Muut pääomarahastot - liiketoiminnasta, josta saisi myyntitilanteessa merkittävästi arviotamme enemmän. Tässä hypoteettisessa skenaariossa myös konsernitason 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 segmentin täyteen tulospotentiaaliin.

## Pääomien allokointi ratkaisee

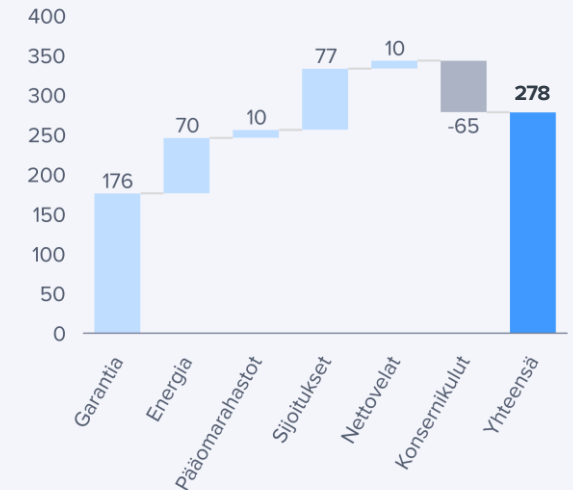
Strategiapäivityksen myötä suurin muutos on tapahtunut yhtiön sijoitussalkussa, joka muuttuu nykyistä suuremmaksi sekä merkittävästi riskisemmäksi, kun iso osa taseesta allokoidaan korkean riskin sekä korkean tuotto-odotuksen bioteollisuusinvestointeihin. Huomautamme, että strategiakauden lopussa on hyvin mahdollista, että Pääomarahastot ovat osien summa -laskelmassa pienin kolmesta tukijalasta, mikä alleviivaa yhtiön sijoitusyhtiömäistä rakennetta. Arvokkain osa on suurella todennäköisyydellä edelleen Garantia ja siitä irtaantuminen on varsin epätodennäköistä.

Yhtiön sijoitustarina tiivistyykin yhä voimakkaammin yhtiön kykyyn allokoida sen tasesijoituksia 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.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	8,70	8,70	8,70
Osakemäärä, milj. kpl	28,8	29,3	29,8
Markkina-arvo	250	250	250
Yritysarvo (EV)	224	231	256
P/E (oik.)	10,5	10,7	13,1
P/E	10,5	10,7	13,1
P/B	1,2	1,2	1,2
P/S	3,9	3,9	4,0
EV/Liikevaihto	3,4	3,6	4,1
EV/EBITDA (oik.)	6,5	6,8	8,6
EV/EBIT (oik.)	6,6	6,9	8,8
Osinko/tulos (%)	63,0 %	66,5 %	84,0 %
Osinkotuotto-%	6,0 %	6,3 %	6,7 %

Lähde: Inderes

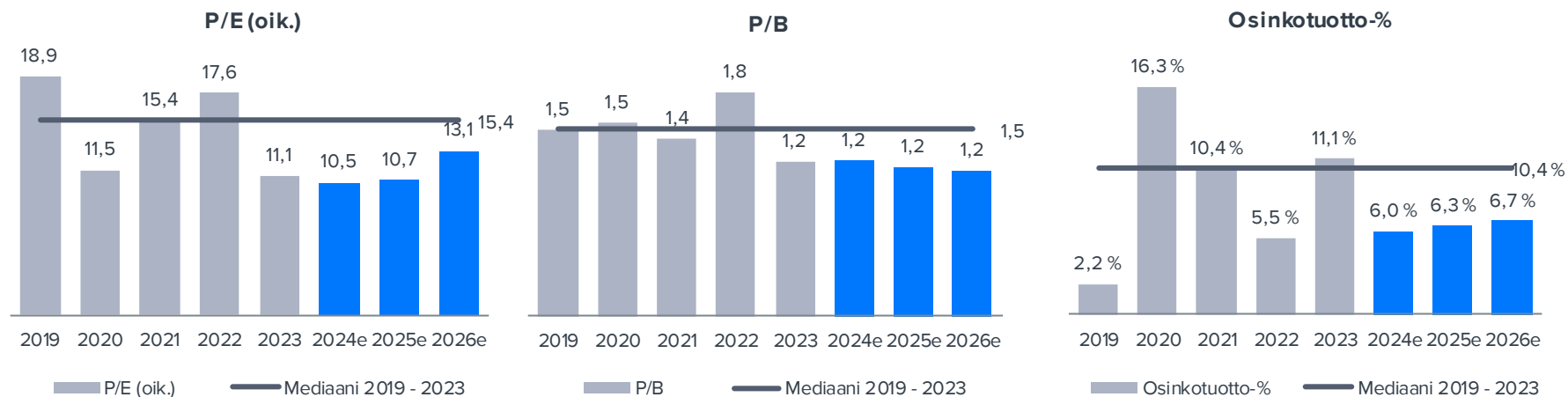
Taalerin osien summa



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	7,40	8,12	11,5	12,8	8,99	<b>8,70</b>	<b>8,70</b>	<b>8,70</b>	<b>8,70</b>
Osakemäärä, milj. kpl	28,4	28,4	28,4	28,4	28,3	<b>28,8</b>	<b>29,3</b>	<b>29,8</b>	<b>30,1</b>
Markkina-arvo	210	230	326	363	254	<b>250</b>	<b>250</b>	<b>250</b>	<b>250</b>
Yritysarvo (EV)	246	289	308	331	234	<b>224</b>	<b>231</b>	<b>256</b>	<b>251</b>
P/E (oik.)	18,9	11,5	15,4	17,6	11,1	<b>10,5</b>	<b>10,7</b>	<b>13,1</b>	<b>11,7</b>
P/E	18,9	11,5	2,4	17,6	11,1	<b>10,5</b>	<b>10,7</b>	<b>13,1</b>	<b>11,7</b>
P/B	1,5	1,5	1,4	1,8	1,2	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>
P/S	3,1	2,7	4,7	5,7	3,9	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>
EV/Liikevaihto	3,7	3,3	4,4	5,2	3,6	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>4,1</b>	<b>3,7</b>
EV/EBITDA (oik.)	12,8	10,7	2,1	11,6	7,2	<b>6,5</b>	<b>6,8</b>	<b>8,6</b>	<b>7,5</b>
EV/EBIT (oik.)	14,9	11,8	10,7	12,1	7,3	<b>6,6</b>	<b>6,9</b>	<b>8,8</b>	<b>7,7</b>
Osinko/tulos (%)	40,9 %	187,2 %	25,0 %	96,3 %	123,3 %	<b>63,0 %</b>	<b>66,5 %</b>	<b>84,0 %</b>	<b>60,0 %</b>
Osinkotuotto-%	2,2 %	16,3 %	10,4 %	5,5 %	11,1 %	<b>6,0 %</b>	<b>6,3 %</b>	<b>6,7 %</b>	<b>5,4 %</b>

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
Evi	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 Bankers	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>250</b>	<b>224</b>	<b>6,6</b>	<b>6,9</b>	<b>6,5</b>	<b>6,8</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>10,5</b>	<b>10,7</b>	<b>6,0</b>	<b>6,3</b>	<b>1,2</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>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-26 %</b>	<b>-13 %</b>	<b>-19 %</b>	<b>-9 %</b>	<b>-17 %</b>	<b>-7 %</b>	<b>-11 %</b>	<b>2 %</b>	<b>-19 %</b>	<b>-27 %</b>	<b>-53 %</b>

Lähde: Refinitiv / Inderes



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	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>17,2</b>	<b>12,3</b>	<b>11,2</b>	<b>24,4</b>	<b>65,0</b>	<b>64,7</b>	<b>63,0</b>	<b>68,2</b>
Strategiset sijoitukset	8,1	4,1	5,4	3,9	4,5	17,9	9,3	5,5	4,3	3,6	22,7	19,4	20,4	21,4
Tasesijoitukset	12,6	-0,1	4,8	0,8	0,5	6,1	1,1	0,4	0,4	1,4	3,1	1,4	1,4	1,4
Pääomarahastot	42,6	5,2	16,1	8,4	12,7	42,3	6,7	6,4	6,5	19,5	39,1	43,9	41,2	45,4
<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>9,8</b>	<b>4,0</b>	<b>3,5</b>	<b>17,1</b>	<b>34,4</b>	<b>33,9</b>	<b>29,7</b>	<b>33,4</b>
Poistot ja arvonalennukset	-1,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,5	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,6	-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>9,6</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>17,0</b>	<b>33,8</b>	<b>33,3</b>	<b>29,0</b>	<b>32,7</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>9,6</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>17,0</b>	<b>33,8</b>	<b>33,3</b>	<b>29,0</b>	<b>32,7</b>
Strategiset sijoitukset	1,3	3,3	4,6	4,7	4,0	16,5	9,1	5,0	3,8	3,1	20,9	17,4	18,4	20,4
Tasesijoitukset	9,3	-0,5	4,6	-2,4	-1,1	0,5	0,0	0,2	-0,2	0,8	0,8	-0,5	-1,0	-1,5
Pääomarahastot	16,8	-1,2	8,6	3,5	4,0	14,9	0,5	-1,3	-0,2	13,1	12,0	16,5	11,7	13,8
Nettorahoituskulut	-1,0	-0,3	-0,5	-0,2	-0,2	-1,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,7	0,0	-0,4	-0,7
<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>9,4</b>	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>	<b>16,8</b>	<b>33,1</b>	<b>33,3</b>	<b>28,6</b>	<b>31,9</b>
Verot	-5,1	-0,7	-1,3	-0,6	-1,7	-4,2	-1,9	-0,7	-0,6	-3,4	-6,6	-6,7	-5,7	-6,4
Vähemmistöosuudet	-0,7	-0,1	-2,2	-0,3	-0,9	-3,6	-0,1	-0,3	-0,4	-2,0	-2,7	-2,9	-3,0	-3,2
<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>7,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,2</b>	<b>11,5</b>	<b>23,8</b>	<b>23,8</b>	<b>19,8</b>	<b>22,4</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>0,26</b>	<b>0,09</b>	<b>0,08</b>	<b>0,40</b>	<b>0,83</b>	<b>0,81</b>	<b>0,67</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>0,26</b>	<b>0,09</b>	<b>0,08</b>	<b>0,40</b>	<b>0,83</b>	<b>0,81</b>	<b>0,67</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>Q1'24</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 %	69,1 %	-48,5 %	-16,8 %	33,8 %	-1,0 %	-0,5 %	-2,7 %	8,2 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	-4,7 %	-341,0 %	634,2 %	-68,9 %	-3,7 %	16,5 %	517,1 %	-78,2 %	-41,5 %	146,6 %	6,0 %	-1,4 %	-12,8 %	12,5 %
<b>Käyttökate-%</b>	45,2 %	16,8 %	74,8 %	43,8 %	38,2 %	49,3 %	57,4 %	32,3 %	31,0 %	70,0 %	52,9 %	52,4 %	47,2 %	49,0 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	43,3 %	15,3 %	74,4 %	42,7 %	37,8 %	48,6 %	56,0 %	31,4 %	30,0 %	69,6 %	52,0 %	51,5 %	46,1 %	47,9 %
<b>Nettotulos-%</b>	32,6 %	5,1 %	57,8 %	34,4 %	22,2 %	35,0 %	43,2 %	21,8 %	19,7 %	47,0 %	36,5 %	36,7 %	31,5 %	32,8 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>206</b>	<b>221</b>	<b>244</b>	<b>260</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	2,8	3,3	3,6
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	48,2	51,6	74,8	89,8	119
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>46,9</b>	<b>43,2</b>	<b>38,6</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	9,8	9,7	9,4
Likvidit varat	46,8	38,3	33,2	29,5	25,2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>301</b>	<b>308</b>	<b>291</b>	<b>303</b>	<b>328</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Oma pääoma</b>	<b>203</b>	<b>209</b>	<b>207</b>	<b>219</b>	<b>226</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	184	187	183	191	196
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	5,3	8,1	11,2
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>54,1</b>	<b>53,6</b>	<b>38,7</b>	<b>38,7</b>	<b>56,4</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	0,0	17,7
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>291</b>	<b>303</b>	<b>328</b>

# Garantian DDM-laskelma

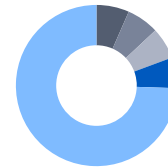
Garantian DDM-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
<b>PTP</b>	<b>17,1</b>	<b>21,5</b>	<b>18,6</b>	<b>19,5</b>	<b>20,4</b>	
Osingot	15,0	12,0	13,0	14,0	15,0	181
Solvenssi-%	246 %	239 %	225 %	217 %	223 %	
Diskontatut osingot		11,3	11,1	10,9	10,6	128
Diskontatut osingot kumulat.		172	161	150	139	128
<b>Oman pääoman arvo DDM</b>		<b>172</b>				

## Oman pääoman kustannus

Riskitön korko	2,5 %
Yrityksen Beta	1,35
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,9 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirtojen jakauma jaksoittain



■ 2024e ■ 2025e ■ 2026e ■ 2025e ■ TERM

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	69,7	63,2	65,6	<b>65,0</b>	<b>64,7</b>	EPS (raportoitu)	4,80	0,73	0,81	<b>0,83</b>	<b>0,81</b>
Käyttökate	144,4	28,6	32,4	<b>34,4</b>	<b>33,9</b>	EPS (oikaistu)	0,75	0,73	0,81	<b>0,83</b>	<b>0,81</b>
Liikevoitto	143,6	27,4	31,9	<b>33,8</b>	<b>33,3</b>	Operat. kassavirta / osake	5,00	0,58	0,91	<b>2,18</b>	<b>0,93</b>
Voitto ennen veroja	141,3	26,4	30,7	<b>33,1</b>	<b>33,3</b>	Vapaa kassavirta / osake	3,90	2,04	0,21	<b>1,34</b>	<b>0,38</b>
Nettovoitto	136,0	20,6	22,9	<b>23,8</b>	<b>23,8</b>	Omapääoma / osake	8,13	7,16	7,28	<b>7,00</b>	<b>7,18</b>
Kertaluontoiset erät	114,9	0,0	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	1,20	0,70	1,00	<b>0,52</b>	<b>0,54</b>
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	318,7	300,8	307,9	<b>291,2</b>	<b>302,9</b>	Liikevaihdon kasvu-%	-20 %	-9 %	4 %	<b>-1 %</b>	<b>0 %</b>
Oma pääoma	229,8	202,7	208,7	<b>206,9</b>	<b>218,6</b>	Käyttökateen kasvu-%	434 %	-80 %	13 %	<b>6 %</b>	<b>-1 %</b>
Liikearvo	0,7	0,3	0,3	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	17 %	-5 %	16 %	<b>6 %</b>	<b>-1 %</b>
Nettovelat	-38,4	-31,9	-23,4	<b>-33,2</b>	<b>-29,5</b>	EPS oik. kasvu-%	6 %	-2 %	11 %	<b>2 %</b>	<b>-2 %</b>
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	207,2 %	45,2 %	49,3 %	<b>52,9 %</b>	<b>52,4 %</b>
Käyttökate	144,4	28,6	32,4	<b>34,4</b>	<b>33,9</b>	Oik. Liikevoitto-%	41,2 %	43,3 %	48,6 %	<b>52,0 %</b>	<b>51,5 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	2,0	-6,8	0,6	<b>35,2</b>	<b>0,0</b>	Liikevoitto-%	206,0 %	43,3 %	48,6 %	<b>52,0 %</b>	<b>51,5 %</b>
Operatiivinen kassavirta	141,6	16,5	25,8	<b>62,8</b>	<b>27,3</b>	ROE-%	71,7 %	9,5 %	0,0 %	<b>11,7 %</b>	<b>11,5 %</b>
Investoinnit	-1,5	15,0	-9,7	<b>-1,0</b>	<b>-1,0</b>	ROI-%	64,9 %	11,8 %	14,5 %	<b>15,7 %</b>	<b>15,7 %</b>
Vapaa kassavirta	110,6	57,7	6,1	<b>38,6</b>	<b>11,3</b>	Omavaraisuusaste	72,1 %	67,4 %	67,8 %	<b>71,0 %</b>	<b>72,2 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	-16,7 %	-15,8 %	-11,2 %	<b>-16,0 %</b>	<b>-13,5 %</b>
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	4,4	5,2	3,6	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>						
EV/EBITDA (oik.)	2,1	11,6	7,2	<b>6,5</b>	<b>6,8</b>						
EV/EBIT (oik.)	10,7	12,1	7,3	<b>6,6</b>	<b>6,9</b>						
P/E (oik.)	15,4	17,6	11,1	<b>10,5</b>	<b>10,7</b>						
P/B	1,4	1,8	1,2	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>						
Osinkotuotto-%	10,4 %	5,5 %	11,1 %	<b>6,0 %</b>	<b>6,3 %</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 osavuositarkastusten 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 liikeytoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikeyseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikeyseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikeyseen 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 liikeyseen 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	Vähennä	10,00 €	9,70 €
08/05/2024	Vähennä	9,50 €	8,70 €

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.**