

Taaleri

Yhtiöraportti

21.08.2024 8.20 EEST



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Yhtiötä saa alle osien arvon

Taalerin raportoi odotuksemme ylittäneen Q2-tuloksen Uusiutuvan energian operatiivisen kulutason oltua ennakoitua matalampi. Myös Garantian osalta kehitys oli vahvaa. Olemmekin nostaneet raportin pohjalta maltillisesti lähivuosien tulossennusteitamme. Vaikka lyhyellä aikavälillä osakekurssille on vaikea nähdä merkittäviä nousuajureita, on arvostus painunut perusteetta alle osien summa -laskelmamme mukaisen arvon. Nostammekin suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä) ja toistamme 9,5 euron tavoitehintamme.

Ennakoitua matalammat kulut nostivat tuloksen yli odotusten

Taalerin Q2-liikevoitto oli 4,4 MEUR ylittäen 3,9 MEUR:n ennusteemme. Ennusteylitys selittyy pääosin Uusiutuva energia -segmentillä, jonka kulutaso oli reilusti odotuksiamme maltillisempi. Myös Garantian vakuutus toiminnan kannattavuus kehittyi suotuisasti korvausmäärien säilyttyä yhä hyvin vaatimattomina. Muilta osin raportin tulosluvut vastasivat melko hyvin ennako-odotuksia, eikä merkittäviä kertatuottoja kvartaalille osunut. Liikevoiton tapaan myös osakekohtainen tulos ylitti ennusteemme. Tämä sai tukea odotuksiamme matalammasta vähemmistöjen tulososuudesta. Keihäänkärkituotteen myynnin kehityksestä yhtiö ei odotetusti raportoinut, mutta odottaa sijoitussitoumusten kasvavan loppuvuotta kohti. SolarWind 3 -rahastosta väliaikatietoja saadaan siten näillä näkymin seuraavan kerran loppuvuodesta. Rahaston viimeisen sulkemisen pitäisi puolestaan ajoittua ensi kesän tienoille.

Tulosennusteissa pientä nousua

Lähivuosien tulosennusteemme nousivat muutamia prosentteja, kun tarkistimme alaspäin arviotamme Uusiutuvan energian kulutasosta. Näin ollen olemme aiempaa luottavaisempia SW III -rahaston kannattavuutta parantavasta vaikutuksesta. Nostimme myös hieman ennustettamme Garantian vakuutusmaksutuottojen kehityksestä.

Ennusteissamme tuloksen jakauma painottuu yhä hyvin vahvasti tuottopalkkioihin sekä sijoitustuottoihin. Garantia jatkaa papereissamme vakaata kehitystä haastavasta markkinasta huolimatta. Pääomarahastojen ylösajo jatkuu SolarWind 3 -rahaston johdolla, mutta tulos tulee pääosin kertatuotoista. Jatkuviin palkkioihin pohjautuva tulos puolestaan säilyy vaatimattomana Muiden pääomarahastojen kasvupanostusten syödessä kannattavuutta. Lähivuosien kassavirrastaan merkittävän osan Taaleri tulee sijoittamaan päivitetyn strategiansa mukaisesti bioteollisuusinvestointeihin, joiden todellinen tulospotentiaali nähdään vasta vuosikymmenen loppupuolella, kun bioinvestoinneissa aletaan nähdä ensimmäisiä irtaantumisia. Voitonjako rajoittuukin ennusteissamme perusosinkoon (lähivuodet noin 60 % tilikauden tuloksesta) sijoitussalkun kasvun sitoessa runsaasti pääomia.

Osakekurssi on pudonnut alle osien arvon

Pidämme osien summa -laskelmaa parhaana menetelmänä Taalerin arvonmäärittämiseen, sillä se huomioi parhaiten osien erilaiset tuotto- ja riskiprofiilit. Osien summa -laskelmamme mukainen arvo on 9,8 euroa osakkeelta ja valtaosa arvosta on yhä sitoutunut vakuutusyhtiö Garantiaan. Tulevaisuudessa Taalerin arvonluonti kuitenkin perustuu operatiivisten segmenttien kehityksen ohella yhä vahvemmin konsernin omaan sijoitustoimintaan viime tilikaudella päivitetyn strategian mukaisesti. Näin ollen omistaja-arvon kehityksen kannalta keskeistä on, kuinka onnistuneesti johto kykenee allokoimaan pääomia korkeamman riskin bioteollisuus sijoituksiin. Ajurit nykyistä korkeampaan osien summaan olisivatkin: 1) bioinvestoinneissa onnistuminen 2) pääomarahastojen odotuksia ruusuisempi tuloskehitys, 3) arvoa luovat rakennejärjestelyt tai 4) Garantian odotuksiamme nopeampi kasvu.

Suositus

Lisää

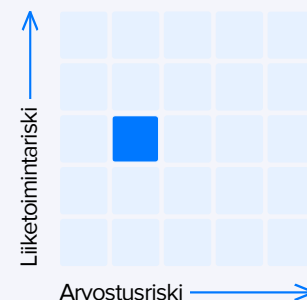
(aik. Vähennä)

9,50 EUR

(aik. 9,50 EUR)

Osakekurssi:

8,34



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	65,6	66,2	67,2	64,1
kasvu-%	4 %	1 %	1 %	-5 %
EBIT oik.	31,9	34,6	35,2	30,4
EBIT-% oik.	48,6 %	52,3 %	52,4 %	47,5 %
Nettotulos	22,9	24,1	24,1	20,4
EPS (oik.)	0,81	0,84	0,82	0,68
P/E (oik.)	11,1	10,0	10,1	12,2
P/B	1,2	1,2	1,1	1,1
Osinkotuotto-%	11,1 %	6,2 %	6,6 %	5,5 %
EV/EBIT (oik.)	7,3	7,0	6,5	8,3
EV/EBITDA	7,2	6,9	6,4	8,1
EV/Liikevaihto	3,6	3,7	3,4	3,9

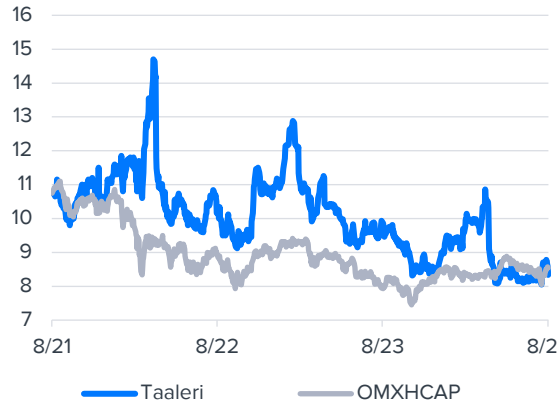
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

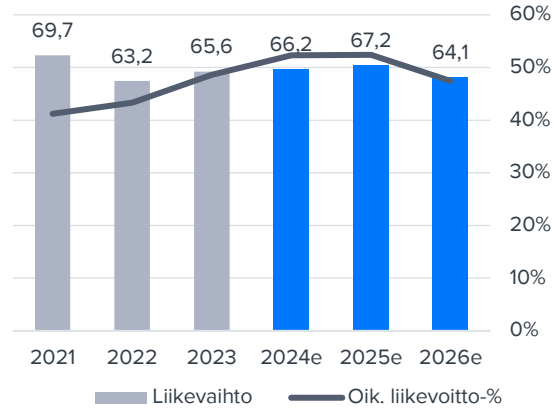
Ei ohjeistusta.

Osakekurssi



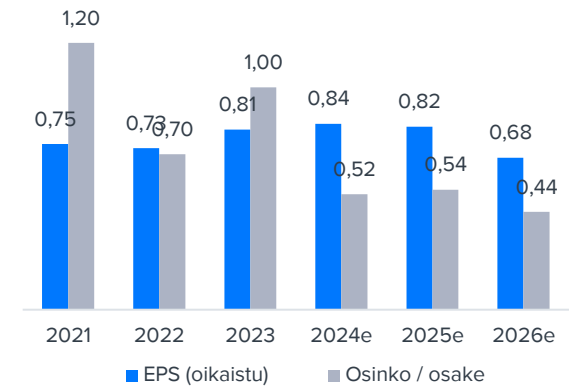
Lähde: Millistream Market Data AB

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	8,34	8,34	8,34
Osakemäärä, milj. kpl	28,8	29,3	29,8
Markkina-arvo	240	240	240
Yritysarvo (EV)	244	228	252
P/E (oik.)	10,0	10,1	12,2
P/E	10,0	10,1	12,2
P/B	1,2	1,1	1,1
P/S	3,6	3,6	3,7
EV/Liikevaihto	3,7	3,4	3,9
EV/EBITDA	6,9	6,4	8,1
EV/EBIT (oik.)	7,0	6,5	8,3
Osinko/tulos (%)	62,2 %	65,6 %	64,4 %
Osinkotuotto-%	6,2 %	6,6 %	5,5 %

Lähde: Inderes

Ennakoitua matalammat kulut nostivat tuloksen yli odotusten

Tuotoissa ei olennaisia yllätyksiä

Taalerin Q2-liikevoitto oli 4,4 MEUR ylittäen 3,9 MEUR:n ennusteemme. Ennusteylitys selittyy pääosin Uusiutuva energia -segmentillä, jonka kulutaso oli reilusti odotuksiamme maltillisempi. Myös Garantian vakuutustoiminnan kannattavuus kehittyi suotuisasti korvausmäärien pysyttyä yhä hyvin vaatimattomina. Muilta osin raportin tulosluvut vastasivat melko hyvin ennako-odotuksia, eikä merkittäviä kertatuottoja kvartaalille osunut. Liikevoiton tapaan myös osakekohtainen tulos ylitti ennusteemme. EPS-kehitys sai tukea odotuksiamme matalammasta vähemmistöjen tulososuudesta.

Uusiutuvan energian kannattavuus parani selvästi

Uusiutuvassa energiassa jatkuvat palkkiot jäivät hieman ennusteistamme, mutta odotuksiamme selvästi matalammat henkilöstökulut toivat reippaan tulosylijätksen. Raportin perusteella henkilöstökulujen

laskua selittää se, että vertailukaudella tuoreimman SolarWind 3 -rahaston ensimmäiseen sulkemiseen liittyi arviotamme suurempia henkilöstölle maksettavia kertaluonteisia palkkioita. Uusiutuvan energian liikevoitto oli kvartaalilla 1,6 MEUR, joka ylitti 0,8 MEUR:n ennusteemme selvästi. Erityisen positiivista oli, että merkittävien kertapalkkioiden puuttuessa myös jatkuviin tulovirtoihin pohjautuva kannattavuus jatkoi parantumistaan.

Muiden pääomarahastojen liikevaihto oli puolestaan odotuksiamme vaisummalla tasolla. Segmentin jatkuvat tuotot jäivät aavistuksen ennusteistamme, minkä lisäksi negatiiviset sijoitustuotot rokotivat tuottoja. Kulupuolella kehitys oli hieman odotuksiamme parempaa, mutta kokonaisuutena -1,3 MEUR:n liikevoitto jäi -1,1 MEUR:n ennusteestamme.

SolarWind 3 -rahaston myynnin osalta raportti ei konkreetiaa tarjoillut, mutta Taaleri kertoi sijoittajien käynnistäneen kvartaalin aikana uusia due diligence -

selvityksiä. Kiinteistörahastojen osalta yhtiö pyrkii yhä perustamaan ainakin yhden uuden tuotteen kuluvan vuoden aikana.

Garantian kannattavuus säilyi vahvana

Garantian vakuutusmaksutuotot pysyivät lähes vertailukauden tasolla. Omat ennusteemme olivat odottaneet hieman suurempaa laskua, sillä takauskanta on yhä selvästi vuodentakaista matalammalla tasolla. Takauskannassa nähtiinkin kvartaalilla pientä kasvua, vaikka asuntolainojen kysyntä on koko markkinan tasolla säilynyt vaisuna.

Sijoitussalkun tuotto käyvin arvo in ylitti ennusteemme (1,6 % vs. 1,3 % ennuste), mutta kirjanpitokäytäntöjen vuoksi tästä vain osa kirjattiin tulosaikutteisesti. Korvauskulut olivat puolestaan odotuksiamme matalammat, joten kokonaisuutena Garantian liikevoitto vastasi varsin hyvin ennustettamme.

Ennustetaulukko	Q2'23	Q2'24	Q2'24e	Q2'24e	Konsensus	Erotus (%)	2024	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	23,8	11,9	12,3				-3 %	65,0
Liikevoitto (oik.)	17,7	4,4	3,9				14 %	33,8
EPS (oik.)	0,49	0,11	0,09				18 %	0,83
Liikevaihdon kasvu-%	100,9 %	-50,0 %	-48,5 %				-1,5 %-yks.	0,9 %
Liikevoitto-% (oik.)	74,4 %	37,0 %	31,4 %				5,5 %-yks.	52,0 %

Lähde: Inderes

Katso toimitusjohtajan haastattelu:



Tulosennusteissa pientä nousua

Ennustemuutokset:

- Uusiutuvan energian kulutuso oli alkuvuonna odotuksiamme matalampi, joten olemme tarkastaneet alaspäin arviotamme segmentin kiinteiden palkkakulujen normaalista tasosta. H2:lla sekä ensi vuonna SolarWind 3 -rahaston viimeiset sulkemiset nostavat kuitenkin henkilöstökulujen muuttuvaa komponenttia. Muutokset kuluennusteissamme nostivat segmentin lähivuosien tulosennusteita.
- Muiden pääomarahastojen lähivuosien tulosennusteemme ovat puolestaan aavistuksen laskeneet Q2:n odotuksiamme vaimumman kehityksen jäljiltä.
- Garantian osalta olemme hieman nostaneet arviotamme vakuutusmaksutuottojen kehityksestä. Asuntolainamarkkina on näyttänyt alustavia piristymisen merkkejä, minkä tulisi heijastua positiivisesti myös takausvakuutusten myyntiin ensi vuodesta alkaen. Olemme myös tarkastaneet alaspäin arviotamme loppuvuoden korvauskulujen tasosta.
- Kokonaisuutena osakekohtaisen tuloksen ennusteemme nousivat 1–3 %. Huomautamme, että Taalerin tulos muodostuu ennusteissamme yhä valtaosin vaikeasti ennustettavista tuottopalkkioista sekä sijoitustuotoista.

Operatiiviset tulosajurit:

- Uusiutuvassa energiassa jatkuviin palkkioihin perustuva tulos nousee ensi vuodesta alkaen selvästi, kun SolarWind 3 -rahasto saavuttaa tavoitekokonsa kesään mennessä. Segmentin kokonaistulos taas on ennusteissamme lähivuodet normaalia korkeammalla tasolla, kun tuottosidonnaisia palkkioita tuloutuu reilusti vanhojen tuulirahastojen myynneistä.
- Muiden pääomarahastojen jatkuviin palkkioihin perustuva kannattavuus säilyy ennusteissamme tappiollisena vielä useita vuosia, kun etupainotteiset kasvupanostukset heikentävät kannattavuutta. Lähivuosina segmentin tulos onkin pitkälti sijoitustuottojen varassa.
- Myös pidemmällä aikavälillä Taalerin tuloskehitystä ajavat kasvavassa määrin bioteollisuuskohteisiin suuntautuvien sijoitusten tuotot yhtiön allokoimissa valtaosan vapaasta kassavirrastaan kyseisiin omaisuuseriin. Samalla tuloksen heilunta kasvaa, sillä sijoitustuotot vaihtelevat muun muassa markkinatilanteen kehityksen sekä irtaantumisten ajoittumisten mukaan.
- Garantian takausvakuutustoiminta jatkaa ennusteissamme vakaata tuloskehitystä asuntolainamarkkinan hiljalleen elpyessä. Korkopainotteinen sijoitussalkku saa lisäksi tukea markkinakorkojen noususta.

Ennustemuutokset	2024	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	65,0	66,2	2 %	64,7	67,2	4 %	63,0	64,1	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	33,8	34,6	3 %	33,3	35,2	6 %	29,0	30,4	5 %
Liikevoitto	33,8	34,6	3 %	33,3	35,2	6 %	29,0	30,4	5 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,83	0,84	1 %	0,81	0,82	1 %	0,67	0,68	3 %
Osakekohtainen osinko	0,52	0,52	0 %	0,54	0,54	0 %	0,56	0,44	-21 %

Lähde: Inderes

Katso Taalerin Q2-webcast:



Osakekurssi on pudonnut alle osien arvon

Osien summa arvonmäärityksen pohjana

Koska Taalerin eri osat ovat profiililtaan hyvin erilaisia, toimii osien summa edelleen parhaana arvonmääritysmenetelmänä. Huomautamme kuitenkin, että viimeisimmän 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 9,8 euroa per osake (aik. 9,7e). Valtaosa arvosta on yhä sitoutunut vakuutusyhtiö Garantiaan.

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.

Osakekurssi on pudonnut alle osien arvon

Kokonaisuutena pidämme osaketta tällä hetkellä maltillisesti hinnoiteltuna kurssitason ollessa alle osien summa -laskelmamme mukaisen arvon. Vaikka lyhyellä aikavälillä kurssinousun ajurit ovat vähissä, emme pidä alennusta perusteltuna operatiivisten segmenttien kehittyessä vakaasti. Osakkeen kyydissä vaaditaan kuitenkin kärsivällisyyttä, sillä bioteollisuussijoitusten potentiaalin realisoitumista

saadaan odottaa todennäköisesti vuosikymmenen lopulle. Energiassa arvon olennainen muutos taas vaatii seuraavan ison rahaston perustamista, sillä nykyinen rahasto ei vielä ennusteissamme johda segmentin täyteen tulospotentiaaliin. Näin ollen myös tämän osalta tulee katseet suunnata pitkälle tulevaisuuteen. Pidämme kuitenkin nykyistä arvostusta jo riittävän edullisena positiivisen suosituksen perustelemiseksi.

Pääomien allokointi ratkaisee

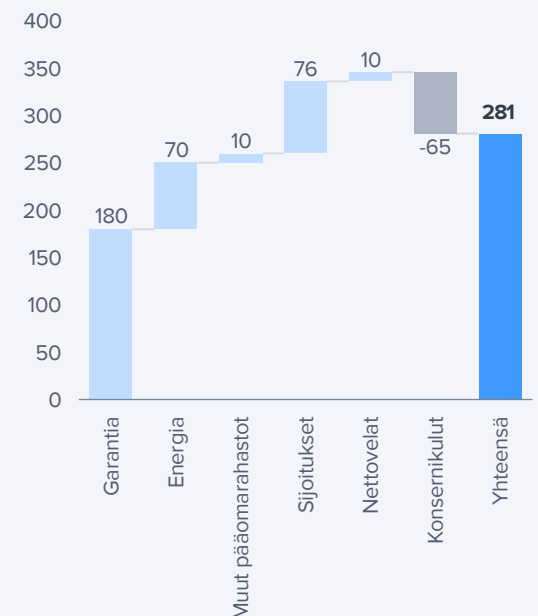
Strategiapäivityksen myötä suurin muutos on tapahtunut yhtiön sijoitussalkussa, joka muuttuu nykyistä suuremmaksi sekä merkittävästi riskisemmäksi, kun iso osa taseesta allokoidaan korkean riskin sekä korkean tuotto-odotuksen bioteollisuusinvestointeihin. Huomautamme, että strategiakauden lopussa on 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 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 korkeampi tuottopotentiaali.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	8,34	8,34	8,34
Osakemäärä, milj. kpl	28,8	29,3	29,8
Markkina-arvo	240	240	240
Yritysarvo (EV)	244	228	252
P/E (oik.)	10,0	10,1	12,2
P/E	10,0	10,1	12,2
P/B	1,2	1,1	1,1
P/S	3,6	3,6	3,7
EV/Liikevaihto	3,7	3,4	3,9
EV/EBITDA	6,9	6,4	8,1
EV/EBIT (oik.)	7,0	6,5	8,3
Osinko/tulos (%)	62,2 %	65,6 %	64,4 %
Osinkotuotto-%	6,2 %	6,6 %	5,5 %

Lähde: Inderes

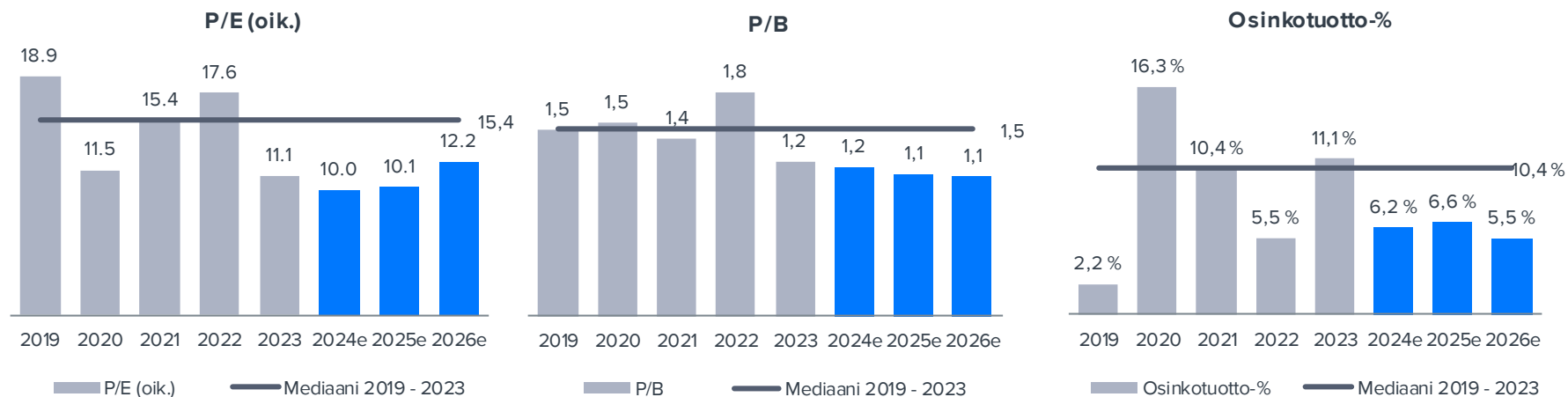
Osien summa -laskelma



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	7,40	8,12	11,5	12,8	8,99	8,34	8,34	8,34	8,34
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	240	240	240	240
Yritysarvo (EV)	246	289	308	331	234	244	228	252	243
P/E (oik.)	18,9	11,5	15,4	17,6	11,1	10,0	10,1	12,2	11,1
P/E	18,9	11,5	2,4	17,6	11,1	10,0	10,1	12,2	11,1
P/B	1,5	1,5	1,4	1,8	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1
P/S	3,1	2,7	4,7	5,7	3,9	3,6	3,6	3,7	3,5
EV/Liikevaihto	3,7	3,3	4,4	5,2	3,6	3,7	3,4	3,9	3,5
EV/EBITDA	12,8	10,7	2,1	11,6	7,2	6,9	6,4	8,1	7,1
EV/EBIT (oik.)	14,9	11,8	10,7	12,1	7,3	7,0	6,5	8,3	7,2
Osinko/tulos (%)	40,9 %	187,2 %	25,0 %	96,3 %	123,3 %	62,2 %	65,6 %	64,4 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	2,2 %	16,3 %	10,4 %	5,5 %	11,1 %	6,2 %	6,6 %	5,5 %	5,6 %

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	683								7,3	7,7	8,8	8,5	1,0
Alexandria	83	78	7,7	7,3	6,3	6,0	1,8	1,6	10,6	11,0	7,6	7,3	2,5
CapMan	313	374	11,2	8,1	11,4	8,1	5,1	4,6	16,0	10,0	6,8	9,9	2,0
Eveli	499	495	10,8	10,7	7,7	9,5	3,9	4,5	15,0	14,7	7,7	8,1	3,5
eQ	565	536	14,1	12,0	13,7	11,6	7,7	6,8	18,7	16,1	5,6	6,4	7,4
Titanium	119								13,0	12,0	8,0	8,4	6,0
United Bankers	203	182	8,1	9,2	7,3	8,2	3,0	3,0	12,0	14,4	5,9	6,1	3,4
Taaleri (Inderes)	240	244	7,0	6,5	6,9	6,4	3,7	3,4	10,0	10,1	6,2	6,6	1,2
Keskiarvo			10,4	9,4	9,3	8,7	4,3	4,1	13,2	12,3	7,2	7,8	3,7
Mediaani			10,8	9,2	7,7	8,2	3,9	4,5	13,0	12,0	7,6	8,1	3,4
Erotus-% vrt. mediaani			-35 %	-30 %	-10 %	-22 %	-6 %	-24 %	-23 %	-16 %	-18 %	-18 %	-65 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	63,2	10,1	23,8	13,5	18,2	65,6	17,2	12,6	11,7	24,7	66,2	67,2	64,1	68,7
Strategiset sijoitukset	8,1	4,1	5,4	3,9	4,5	17,9	9,3	4,1	4,9	4,5	22,8	20,5	21,1	21,6
Tasesijoitukset	12,6	-0,1	4,8	0,8	0,5	6,1	1,1	1,3	0,4	1,4	4,1	2,0	2,0	2,0
Pääomarahastot	42,6	5,2	16,1	8,4	12,7	42,3	6,7	6,4	6,5	18,9	38,5	44,7	41,0	45,1
Käyttökate	28,6	1,7	17,8	5,9	7,0	32,4	9,8	4,6	4,4	16,4	35,3	35,8	31,1	34,3
Poistot ja arvonalennukset	-1,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,5	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	27,4	1,6	17,7	5,7	6,9	31,9	9,6	4,4	4,3	16,3	34,6	35,2	30,4	33,6
Liikevoitto	27,4	1,6	17,7	5,7	6,9	31,9	9,6	4,4	4,3	16,3	34,6	35,2	30,4	33,6
Strategiset sijoitukset	1,3	3,3	4,6	4,7	4,0	16,5	9,1	4,1	4,9	4,5	22,5	20,5	21,1	21,6
Tasesijoitukset	9,3	-0,5	4,6	-2,4	-1,1	0,5	0,0	0,0	-1,2	-0,2	-1,4	-4,2	-4,7	-4,2
Pääomarahastot	16,8	-1,2	8,6	3,5	4,0	14,9	0,5	0,3	0,6	12,1	13,4	18,9	13,9	16,2
Nettorahoituskulut	-1,0	-0,3	-0,5	-0,2	-0,2	-1,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-1,0	-0,7	-0,9
Tulos ennen veroja	26,4	1,3	17,2	5,5	6,6	30,7	9,4	4,2	4,1	16,1	33,8	34,2	29,7	32,7
Verot	-5,1	-0,7	-1,3	-0,6	-1,7	-4,2	-1,9	-0,8	-0,8	-3,2	-6,7	-6,8	-5,9	-6,5
Vähemmistöosuudet	-0,7	-0,1	-2,2	-0,3	-0,9	-3,6	-0,1	-0,3	-0,5	-2,2	-3,1	-3,3	-3,4	-3,6
Nettotulos	20,6	0,5	13,8	4,6	4,0	22,9	7,4	3,1	2,8	10,7	24,1	24,1	20,4	22,6
EPS (oikaistu)	0,73	0,02	0,49	0,16	0,14	0,81	0,26	0,11	0,10	0,37	0,84	0,82	0,68	0,75
EPS (raportoitu)	0,73	0,02	0,49	0,16	0,14	0,81	0,26	0,11	0,10	0,37	0,84	0,82	0,68	0,75

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-9,3 %	41,8 %	100,9 %	-50,0 %	5,3 %	3,8 %	69,1 %	-46,9 %	-12,9 %	35,4 %	0,9 %	1,5 %	-4,6 %	7,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-4,7 %	-341,0 %	634,2 %	-68,9 %	-3,7 %	16,5 %	517,1 %	-75,1 %	-25,2 %	137,2 %	8,6 %	1,6 %	-13,6 %	10,5 %
Käyttökate-%	45,2 %	16,8 %	74,8 %	43,8 %	38,2 %	49,3 %	57,4 %	36,4 %	37,6 %	66,6 %	53,3 %	53,2 %	48,5 %	49,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	43,3 %	15,3 %	74,4 %	42,7 %	37,8 %	48,6 %	56,0 %	34,9 %	36,7 %	66,1 %	52,3 %	52,4 %	47,5 %	48,9 %
Nettotulos-%	32,6 %	5,1 %	57,8 %	34,4 %	22,2 %	35,0 %	43,2 %	24,6 %	24,0 %	43,5 %	36,3 %	35,9 %	31,8 %	32,8 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	206	221	240	248	277
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	3,2	3,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	48,2	51,6	70,5	77,9	107
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
Vaihtuvat vastaavat	94,8	87,3	78,7	60,8	58,8
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	13,2	17,2	17,2	17,2	17,2
Myyntisaamiset	34,8	31,8	31,8	16,8	16,0
Likvidit varat	46,8	38,3	29,8	26,9	25,6
Taseen loppusumma	301	308	319	309	336

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	203	209	208	220	228
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	184	187	183	192	197
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	5,6	8,9	12,3
Pitkäaikaiset velat	54,1	53,6	65,5	43,0	62,4
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	26,8	4,3	23,7
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	21,8	22,2	22,2	22,2	22,2
Lyhytaikaiset velat	44,0	45,6	45,6	45,6	45,6
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
Taseen loppusumma	301	308	319	309	336

Garantian osinkomalli (DDM)

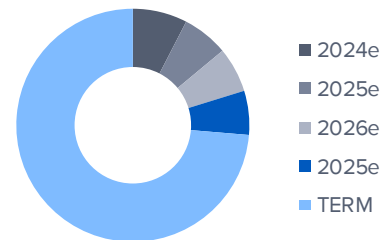
Garantian DDM-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
PTP	17,1	22,8	20,5	21,1	21,6	
Osingot	15,0	14,0	13,0	14,0	15,0	181
Solvenssi-%	246 %	239 %	232 %	230 %	239 %	
Diskontatut osingot		13,5	11,4	11,2	10,9	132
Diskontatut osingot kumulat.		179	165	154	143	132
Oman pääoman arvo DDM		179				

Oman pääoman kustannus

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

Lähde: Inderes

Rahavirtojen jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	69,7	63,2	65,6	66,2	67,2	EPS (raportoitu)	4,80	0,73	0,81	0,84	0,82
Käyttökate	144,4	28,6	32,4	35,3	35,8	EPS (oikaistu)	0,75	0,73	0,81	0,84	0,82
Liikevoitto	143,6	27,4	31,9	34,6	35,2	Operat. kassavirta / osake	5,00	0,58	0,91	0,99	1,49
Voitto ennen veroja	141,3	26,4	30,7	33,8	34,2	Vapaa kassavirta / osake	3,90	2,04	0,21	0,30	1,21
Nettovoitto	136,0	20,6	22,9	24,1	24,1	Omapääoma / osake	8,13	7,16	7,28	7,01	7,21
Kertaluontoiset erät	114,9	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	1,20	0,70	1,00	0,52	0,54
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	318,7	300,8	307,9	318,6	308,5	Liikevaihdon kasvu-%	-20 %	-9 %	4 %	1 %	1 %
Oma pääoma	229,8	202,7	208,7	207,5	219,9	Käyttökateen kasvu-%	434 %	-80 %	13 %	9 %	1 %
Liikearvo	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	17 %	-5 %	16 %	9 %	2 %
Nettovelat	-38,4	-31,9	-23,4	-3,0	-22,6	EPS oik. kasvu-%	6 %	-2 %	11 %	3 %	-1 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	207,2 %	45,2 %	49,3 %	53,3 %	53,2 %
Käyttökate	144,4	28,6	32,4	35,3	35,8	Oik. Liikevoitto-%	41,2 %	43,3 %	48,6 %	52,3 %	52,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	2,0	-6,8	0,6	0,0	15,0	Liikevoitto-%	206,0 %	43,3 %	48,6 %	52,3 %	52,4 %
Operatiivinen kassavirta	141,6	16,5	25,8	28,5	43,7	ROE-%	71,7 %	9,5 %	0,0 %	11,8 %	11,7 %
Investoinnit	-1,5	15,0	-9,7	-1,0	-1,0	ROI-%	64,9 %	11,8 %	14,5 %	15,1 %	15,4 %
Vapaa kassavirta	110,6	57,7	6,1	8,6	35,3	Omavaraisuusaste	72,1 %	67,4 %	67,8 %	65,1 %	71,3 %
						Nettovelkaantumisaste	-16,7 %	-15,8 %	-11,2 %	-1,5 %	-10,3 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	4,4	5,2	3,6	3,7	3,4						
EV/EBITDA	2,1	11,6	7,2	6,9	6,4						
EV/EBIT (oik.)	10,7	12,1	7,3	7,0	6,5						
P/E (oik.)	15,4	17,6	11,1	10,0	10,1						
P/B	1,4	1,8	1,2	1,2	1,1						
Osinkotuotto-%	10,4 %	5,5 %	11,1 %	6,2 %	6,6 %						

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 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.

Suositus historia (>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 €
21/08/2024	Lisää	9,50 €	8,34 €

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.**