

TAALERI

03.02.2026 19.45 EET



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Strategiassa otettu tärkeitä askeleita

Taaleri julkaisee Q4-raporttinsa keskiviikkona 08.00. Odotamme yhtiöltä kohtuullista tulosta, jota siivittävät erityisesti Garantian ja Uusiutuvan Energian vahvat suoritukset. Yhtiö on ottanut reippaita askeliaan strategiansa toteuttamisessa Q4 aikana, ja strategian eteneminen onkin selvästi Q4-numeroita tärkeämpi asia. Olemme tehneet jonkin verran ennustemuutoksia ennen Q4-raporttia, mutta niillä ei ole vaikutusta näkemykseemme. Toistamme 8,5 euron tavoitehinnan ja lisää-suosituksen.

Ennusteissa pieniä viilauksia ennen raporttia

Olemme tehneet paljon pieniä ennustemuutoksia ennen Q4-raporttia. SolarWind3-rahaston viimeinen sulkeminen oli odotuksiamme suurempi, ja tällä on positiivinen vaikutus ennusteisiimme. Garantian sijoitussalkku on myös laskelmiemme mukaan kehittynyt odotettua paremmin Q4:llä. Olemme poistaneet ennusteitamme kokonaan vanhoihin tuulirahastoihin liittyvät tuottopalkkiot vuodelta 2026. Tuulivoiman markkinatilanne Suomessa on säilynyt hyvin haastavana, ja näemme nykytilanteessa jopa riskin siitä, että Taaleri joutuisi alaskirjaamaan osan aiemmin kirjaamistaan noin 14 MEUR:n tuottopalkkioista. Kokonaisuutena lähivuosien ennustemuutokset ovat vain muutamia prosentteja.

SolarWind 3:n catch-up-palkkiot tukevat liikevaihtoa

Taalerin liikevaihto antaa yleensä varsin huonon kuvan konsernin liiketoiminnan kehityksestä, sillä valtaosa kvartaaleittain heilahtelevista sijoitustuotoista näkyy myös liikevaihdossa. Suosittelemmekin tarkastelussa keskittymään yksittäisten segmenttien kehitykseen. Konsernitasolla odotamme Taalerilta 14,9 MEUR:n liikevaihtoa (Q4'24: 20,7 MEUR). Jatkuvat palkkiot kasvavat noin 5 %:lla Uusiutuvan Energian catch-up palkkioiden ansiosta. Katsauskaudella ei ole käsityksemme mukaan osunut kummempia kertatuottoja, ja tulos nojaa jatkuviin palkkioihin sekä Garantian sijoitustuottoihin.

Garantia tekee Q3:lla erinomaisen tuloksen, ja se näyttelee valtaosaa Taalerille ennustamastamme 6 MEUR:n liikevoitosta. Taalerin tavoitteena on jakaa vähintään 50 % tuloksesta osinkoina, mutta pääoman allokaatiossa painopiste on selvästi kasvuinvestoinneissa. Ennustamme osingon olevan 0,39 euroa, eli ~60 % tuloksesta.

Operatiivisesti hyvä kvartaali

Segmenttien osalta Uusiutuvan Energia tekee erittäin hyvän kannattavuuden (Q4'25e: 42 %), kun SolarWind3-rahasto on nostanut liiketoiminnan kannattavuuden seuraavalle tasolle. Muissa pääomarahastoissa odotamme marginaalista kasvua Kevan kiinteistömandaatin sijoitustaseen nousun myötä, mutta kannattavuus on edelleen heikko ylösajovaiheesta johtuen.

Garantian vakuutusmaksutuottojen odotamme jatkaneen pienessä kasvussa asuntomarkkinan varovaisen piristymisen sekä yhtiön omien toimien ansiosta. Vakuutusteknisen tuloksen ennustamme olevan totutun vahva, ja lisäksi Garantian tulos saa tukea sijoitussalkun vahvasta kehityksestä. Kokonaisuutena Garantia jatkaa vahvaa suorittamistaan.

Strategian eteneminen ollut katsauskauden tärkein asia

Taalerin strategian toteutus on ottanut tärkeitä askelia eteenpäin Q4:n aikana. Yhtiö teki joulukuussa noin 5 MEUR:n sijoituksen Nordic Ren-Gasiin, mikä oli ensimmäinen oman taseen pääomasijoitus syksyllä päivitetyn strategian puitteissa. Garantia on puolestaan ottanut ensimmäisen konkreettisen askeleen kansainvälisillä markkinoilla. Odotamme Taalerin antavan raportin yhteydessä jälleen varsin tarkat segmenttikohtaiset näkymät vuodelle 2026. Näkymissä keskeiset kiinnostuksen kohteemme ovat Garantian kasvu, varainkeruu Muissa pääomarahastoissa sekä Joensuun biohiilitehtaan ylösajo. Kokonaisuutena näkymät sekä strategian eteneminen ovat raportissa päähuomion kohteena.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

8,50 EUR

(aik. 8,50 EUR)

Osakekurssi:

7,61 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



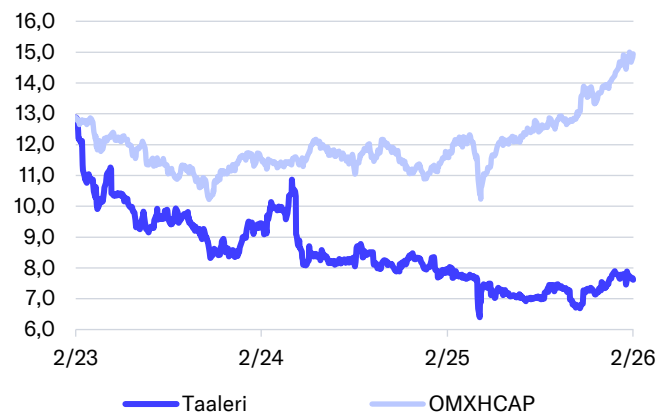
	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	72,6	61,3	63,2	64,5
kasvu-%	11 %	-16 %	3 %	2 %
EBIT oik.	38,1	26,4	36,1	32,1
EBIT-% oik.	52,4 %	43,0 %	57,1 %	49,8 %
Nettotulos	28,0	18,2	25,5	23,9
EPS (oik.)	0,99	0,64	0,89	0,83
P/E (oik.)	8,1	11,9	8,5	9,2
P/B	1,1	1,0	1,0	0,9
Osinkotuotto-%	6,2 %	5,1 %	7,0 %	6,5 %
EV/EBIT (oik.)	6,0	8,3	4,5	4,9
EV/EBITDA	5,8	8,0	4,4	4,9
EV/Liikevaihto	3,1	3,6	2,6	2,4

Lähde: Inderes

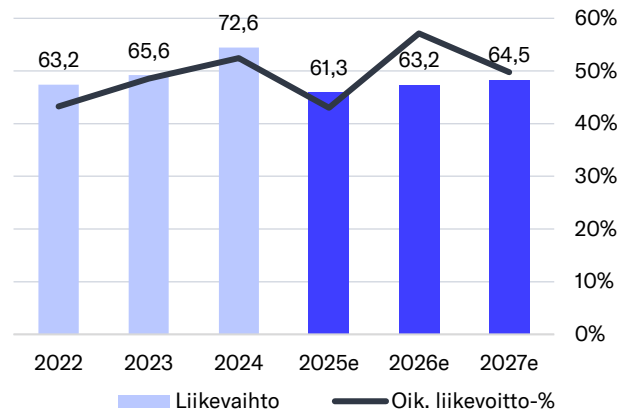
Ohjeistus

Ei ohjeistusta.

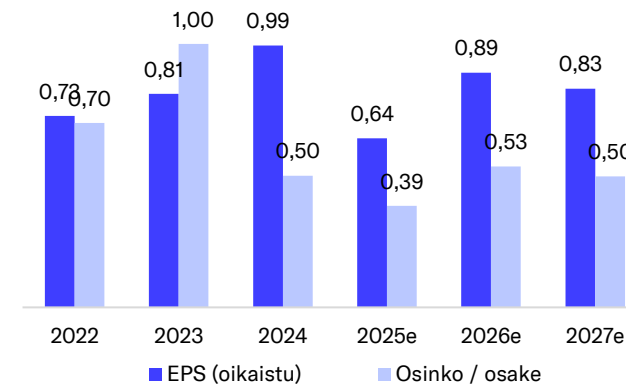
Osakekurssi



Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Osakekohtainen tulos ja osinko



Arvoajurit

- Energian skaalautuminen
- Muiden Pääomarahastojen ylösajo
- Garantian kannattava kasvu
- Oman taseen sijoitukset
- Yritysjärjestelyt
- Rahastojen tuottopalkkiot

Riskitekijät

- Rahastojen sijoitustoiminnassa onnistuminen
- Oman taseen sijoitusten epäonnistumiset
- Muiden pääomarahastojen ylösajon onnistuminen
- Kulujen skaalautuvuus ja kulutehokkuuden parantuminen
- Garantian takausriskit

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	7,61	7,61	7,61
Osakemäärä, milj. kpl	28,4	28,6	28,8
Markkina-arvo	216	218	219
Yritysarvo (EV)	218	162	157
P/E (oik.)	11,9	8,5	9,2
P/E	11,9	8,5	9,2
P/B	1,0	1,0	0,9
P/S	3,5	3,4	3,4
EV/Liikevaihto	3,6	2,6	2,4
EV/EBITDA	8,0	4,4	4,9
EV/EBIT (oik.)	8,3	4,5	4,9
Osinko/tulos (%)	60,0 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	5,1 %	7,0 %	6,5 %

Lähde: Inderes

Ennusteissa vain marginaalisia tarkistuksia

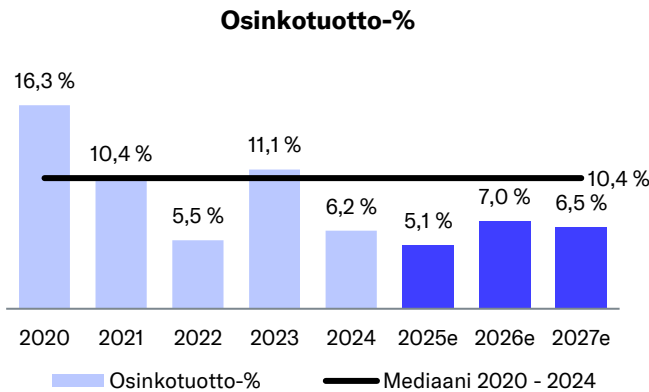
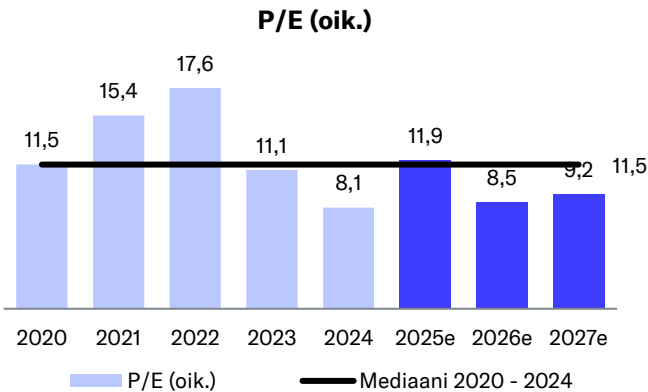
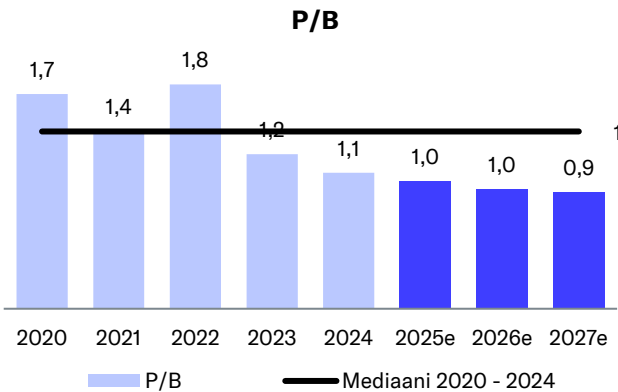
Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	60,0	61,3	2 %	64,2	63,2	-2 %	65,3	64,5	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	25,1	26,4	5 %	37,4	36,1	-3 %	32,9	32,1	-3 %
Liikevoitto	25,1	26,4	5 %	37,4	36,1	-3 %	32,9	32,1	-3 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,61	0,64	6 %	0,94	0,89	-5 %	0,85	0,83	-2 %
Osakekohtainen osinko	0,36	0,39	6 %	0,56	0,53	-5 %	0,51	0,50	-2 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	8,12	11,5	12,8	8,99	8,03	7,61	7,61	7,61	7,61
Osakemäärä, milj. kpl	28,4	28,4	28,4	28,3	28,2	28,4	28,6	28,8	29,0
Markkina-arvo	230	326	363	254	226	216	218	219	221
Yritysarvo (EV)	289	308	331	234	227	218	162	157	148
P/E (oik.)	11,5	15,4	17,6	11,1	8,1	11,9	8,5	9,2	9,4
P/E	11,5	2,4	17,6	11,1	8,1	11,9	8,5	9,2	9,4
P/B	1,7	1,4	1,8	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9
P/S	2,7	4,7	5,7	3,9	3,1	3,5	3,4	3,4	3,4
EV/Liikevaihto	3,3	4,4	5,2	3,6	3,1	3,6	2,6	2,4	2,3
EV/EBITDA	10,7	2,1	11,6	7,2	5,8	8,0	4,4	4,9	4,6
EV/EBIT (oik.)	11,8	10,7	12,1	7,3	6,0	8,3	4,5	4,9	4,6
Osinko/tulos (%)	187,2 %	25,0 %	96,3 %	123,3 %	50,3 %	60,0 %	60,0 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	16,3 %	10,4 %	5,5 %	11,1 %	6,2 %	5,1 %	7,0 %	6,5 %	6,4 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Aktia	905								10,8	10,0	7,6	7,7	1,2
Alexandria	127	117	8,9	8,1	7,7	7,0	2,2	2,0	13,0	11,8	7,5	8,2	3,4
CapMan	339	377	9,4	7,5	9,1	7,3	5,0	4,3	12,6	10,9	8,4	8,9	1,8
Evli	707	677	12,0	11,1	11,3	10,6	5,3	5,0	17,4	15,8	4,9	5,3	4,1
eQ	459	422	11,5	11,0	11,1	10,7	5,8	5,6	15,9	14,9	6,3	6,9	6,0
Titanium	76	64	11,3	14,2	10,3	12,5	3,2	3,3	16,2	19,4	6,0	5,0	5,0
United Bankers	207	186	9,5	8,0	8,5	7,2	3,0	2,7	14,1	11,8	6,4	6,7	3,0
Mandatum	3462	3398	18,6	19,2	18,6	19,2	18,7	18,4	23,6	22,5	10,3	8,3	4,0
Taaleri (Inderes)	216	218	8,3	4,5	8,0	4,4	3,6	2,6	11,9	8,5	5,1	7,0	1,0
Keskiarvo			11,6	11,3	10,9	10,6	6,2	5,9	15,5	14,6	7,2	7,1	3,6
Mediaani			11,3	11,0	10,3	10,6	5,0	4,3	15,0	13,3	6,9	7,3	3,7
Erotus-% vrt. mediaani			-27 %	-59 %	-23 %	-58 %	-29 %	-41 %	-21 %	-36 %	-27 %	-4 %	-73 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	65,6	17,2	12,6	22,2	20,7	72,6	9,3	13,5	23,6	14,9	61,3	63,2	64,5	65,2
Pääomarahastot	42,3	6,5	6,8	6,6	9,5	29,4	6,5	8,9	8,5	8,4	32,3	34,7	34,1	36,6
Garantia	17,9	8,7	4,7	6,8	5,3	25,5	2,4	5,1	6,4	6,1	19,9	20,9	21,9	22,6
Muut	6,1	0,9	0,6	0,3	0,2	2,0	0,3	0,2	0,2	0,4	1,1	1,5	1,5	1,5
Käyttökate	32,4	9,8	4,6	14,9	9,6	39,0	0,7	4,9	15,6	6,2	27,4	36,3	32,3	32,1
Poistot ja arvonalennukset	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,2	-0,4	-0,3	-0,2	-1,0	-0,2	-0,3	-0,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	31,9	9,6	4,4	14,7	9,4	38,1	0,5	4,5	15,4	6,0	26,4	36,1	32,1	31,8
Liikevoitto	31,9	9,6	4,4	14,7	9,4	38,1	0,5	4,5	15,4	6,0	26,4	36,1	32,1	31,8
Pääomarahastot	14,9	1,1	1,2	2,1	3,1	7,4	1,4	3,0	2,1	2,3	8,9	19,1	12,6	14,6
Garantia	16,5	8,5	4,7	6,3	4,8	24,3	2,1	5,0	6,5	5,8	19,4	19,9	20,7	21,3
Muut	0,5	-0,9	-1,1	-1,5	-2,1	-5,7	-2,1	-1,9	-1,6	-1,9	-7,4	-6,7	-7,0	-7,3
Nettorahoituskulut	-1,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
Tulos ennen veroja	30,7	9,4	4,2	14,5	9,1	37,1	0,4	4,4	15,3	5,9	26,0	35,8	31,8	31,5
Verot	-4,2	-1,9	-0,8	-1,4	-0,7	-4,7	0,4	-2,3	-1,2	-1,2	-4,4	-7,2	-5,9	-5,8
Vähemmistöosuudet	-3,6	-0,1	-0,3	-2,2	-1,8	-4,4	-0,2	-0,2	-1,9	-1,0	-3,3	-3,2	-2,0	-2,1
Nettotulos	22,9	7,4	3,1	11,0	6,6	28,0	0,6	1,9	12,1	3,7	18,2	25,5	23,9	23,6
EPS (oikaistu)	0,81	0,26	0,11	0,39	0,23	0,99	0,02	0,07	0,43	0,13	0,64	0,89	0,83	0,81
EPS (raportoitu)	0,81	0,26	0,11	0,39	0,23	0,99	0,02	0,07	0,43	0,13	0,64	0,89	0,83	0,81

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	3,8 %	69,1 %	-46,9 %	64,7 %	13,4 %	10,6 %	-45,7 %	6,6 %	6,6 %	-28,1 %	-15,6 %	3,1 %	2,0 %	1,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	16,5 %	515,7 %	-75,2 %	156,3 %	36,3 %	19,4 %	-94,9 %	2,7 %	4,3 %	-35,9 %	-30,8 %	36,9 %	-11,1 %	-0,8 %
Käyttökate-%	49,3 %	57,3 %	36,2 %	67,5 %	46,5 %	53,6 %	7,0 %	36,2 %	66,2 %	41,8 %	44,7 %	57,5 %	50,2 %	49,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	48,6 %	55,9 %	34,7 %	66,4 %	45,4 %	52,4 %	5,2 %	33,4 %	65,0 %	40,4 %	43,0 %	57,1 %	49,8 %	48,8 %
Nettotulos-%	35,0 %	43,0 %	24,4 %	49,4 %	32,0 %	38,6 %	6,2 %	14,0 %	51,2 %	24,7 %	29,7 %	40,3 %	37,1 %	36,2 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	221	224	229	216	220
Liikearvo	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Aineettomat hyödykkeet	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Käyttöomaisuus	2,4	1,8	1,2	1,4	1,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	51,6	55,4	61,0	47,8	51,8
Muut sijoitukset	161	159	159	159	159
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	5,1	7,6	7,6	7,6	7,6
Vaihtuvat vastaavat	87,3	67,9	70,4	101	108
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	17,2	9,3	9,3	9,3	9,3
Myyntisaamiset	31,8	39,0	42,9	15,8	16,1
Likvidit varat	38,3	19,6	18,2	76,0	82,1
Taseen loppusumma	308	292	299	317	328

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	209	215	223	240	251
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	187	190	194	208	217
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	2,5	6,6	9,9	13,1	15,1
Pitkäaikaiset velat	77,8	55,9	55,9	55,9	55,9
Laskennalliset verovelat	16,5	12,3	12,3	12,3	12,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	14,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	46,4	43,6	43,6	43,6	43,6
Lyhytaikaiset velat	21,5	20,7	20,7	20,7	20,7
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	21,5	20,7	20,7	20,7	20,7
Taseen loppusumma	308	292	299	317	328

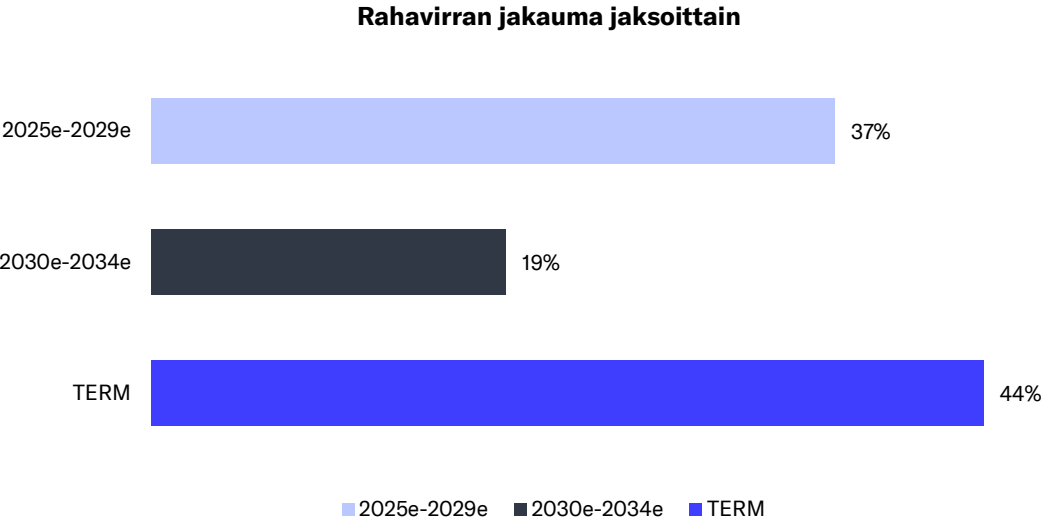
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	10,6 %	-15,6 %	3,1 %	2,0 %	1,1 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	52,4 %	43,0 %	57,1 %	49,8 %	48,8 %	47,0 %	46,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %
Liikevoitto	38,1	26,4	36,1	32,1	31,8	31,6	31,8	32,1	32,9	33,7	34,5	
+ Kokonaispoistot	0,9	1,0	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	
- Maksetut verot	-11,4	-4,4	-7,2	-5,9	-5,8	-5,8	-5,8	-5,9	-6,0	-6,2	-6,4	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	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	-0,1	-3,9	27,1	-0,3	-0,2	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	
Operatiivinen kassavirta	27,3	19,0	56,2	26,1	26,1	25,6	25,8	26,0	26,8	27,5	28,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	2,1	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	26,5	18,6	55,8	25,6	25,6	25,0	25,2	25,4	26,1	26,8	27,5	
+/- Muut	-3,8	-5,6	13,2	-4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	22,7	13,0	69,0	21,6	25,6	25,0	25,2	25,4	26,1	26,8	27,5	374
Diskontattu vapaa kassavirta		13,1	63,3	18,0	19,4	17,2	15,8	14,4	13,5	12,6	11,7	159
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		358	345	282	264	245	227	212	197	184	171	159
Velaton arvo DCF		358										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		19,6										
-Vähemmistöosuus		-20,0										
-Osinko/pääomapalautus		-14,1										
Oman pääoman arvo DCF		344										
Oman pääoman arvo DCF per osake		12,1										

Pääoman kustannus (WACC)

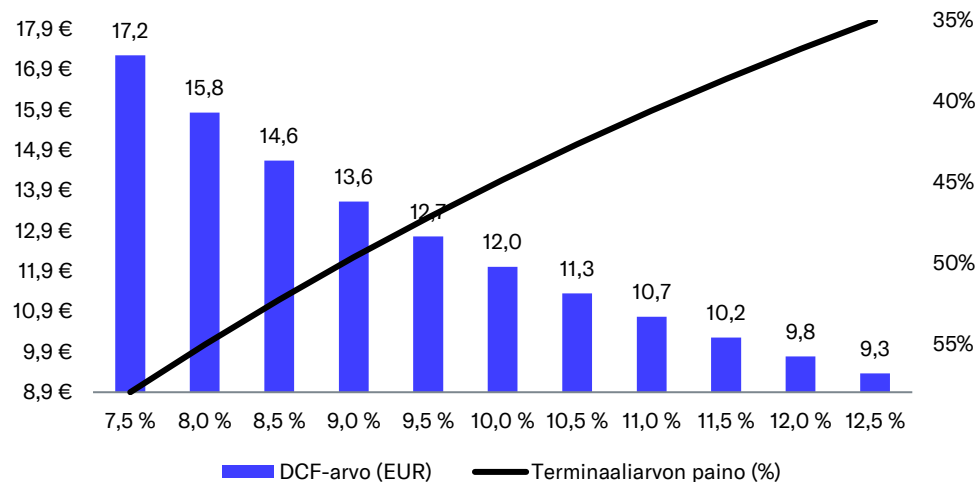
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,38
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,0 %

Lähde: Inderes

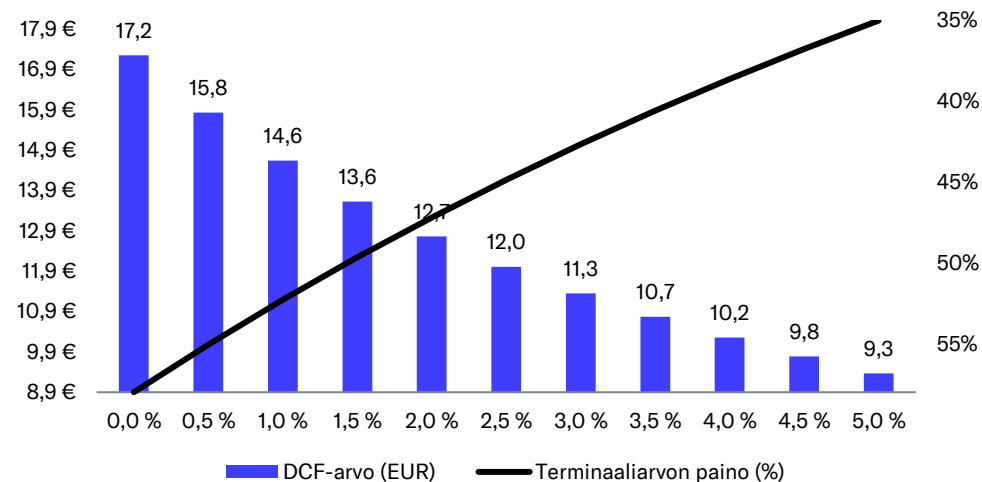


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

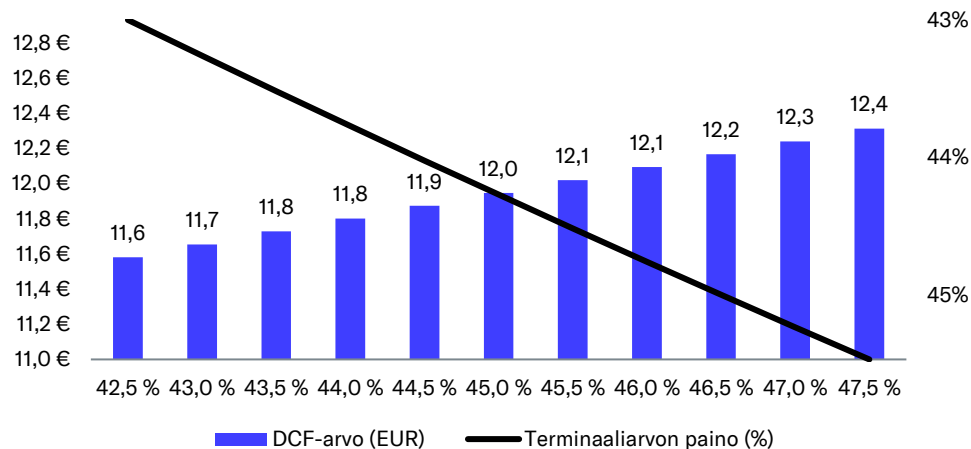
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



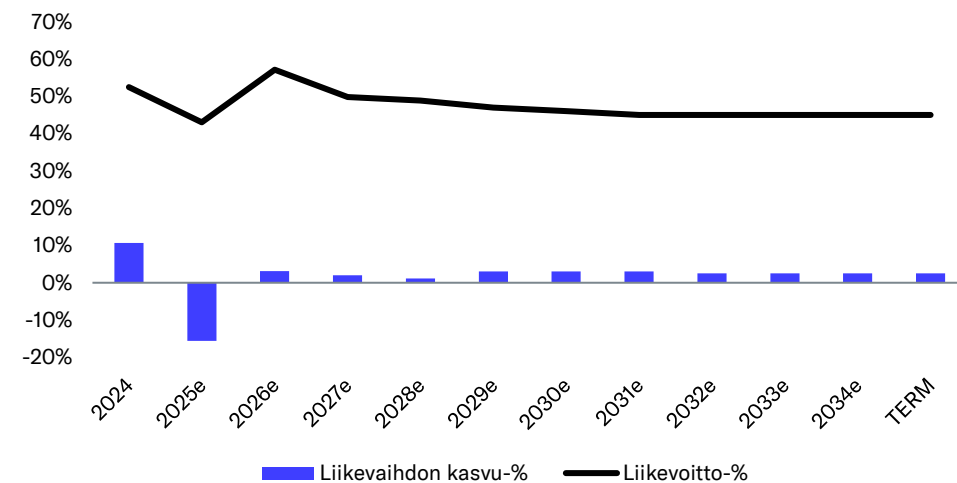
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	63,2	65,6	72,6	61,3	63,2
Käyttökate	28,6	32,4	39,0	27,4	36,3
Liikevoitto	27,4	31,9	38,1	26,4	36,1
Voitto ennen veroja	26,4	30,7	37,1	26,0	35,8
Nettovoitto	20,6	22,9	28,0	18,2	25,5
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	300,8	307,9	291,9	299,3	317,0
Oma pääoma	202,7	208,7	215,3	222,8	240,5
Liikearvo	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Nettovelat	-31,9	-23,4	-19,6	-18,2	-76,0

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	28,6	32,4	39,0	27,4	36,3
Nettokäyttöpääoman muutos	-6,8	-23,5	-0,1	-3,9	27,1
Operatiivinen kassavirta	16,5	1,6	27,3	19,0	56,2
Investoinnit	15,0	-9,7	2,1	-0,4	-0,4
Vapaa kassavirta	57,7	6,2	22,7	13,0	69,0

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	5,2	3,6	3,1	3,6	2,6
EV/EBITDA	11,6	7,2	5,8	8,0	4,4
EV/EBIT (oik.)	12,1	7,3	6,0	8,3	4,5
P/E (oik.)	17,6	11,1	8,1	11,9	8,5
P/B	1,8	1,2	1,1	1,0	1,0
Osinkotuotto-%	5,5 %	11,1 %	6,2 %	5,1 %	7,0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,73	0,81	0,99	0,64	0,89
EPS (oikaistu)	0,73	0,81	0,99	0,64	0,89
Operat. Kassavirta / osake	0,58	0,06	0,97	0,67	1,97
Operat. Vapaa kassavirta / osake	2,04	0,22	0,81	0,46	2,41
Omapääoma / osake	7,16	7,28	7,40	7,50	7,95
Osinko / osake	0,70	1,00	0,50	0,39	0,53

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	-9 %	4 %	11 %	-16 %	3 %
Käyttökatteen kasvu-%	-80 %	13 %	20 %	-30 %	33 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-5 %	16 %	19 %	-31 %	37 %
EPS oik. kasvu-%	-2 %	11 %	23 %	-35 %	39 %
Käyttökate-%	45,2 %	49,3 %	53,6 %	44,7 %	57,5 %
Oik. Liikevoitto-%	43,3 %	48,6 %	52,4 %	43,0 %	57,1 %
Liikevoitto-%	43,3 %	48,6 %	52,4 %	43,0 %	57,1 %
ROE-%	9,5 %	11,2 %	13,5 %	8,6 %	11,6 %
ROI-%	11,8 %	14,5 %	17,3 %	12,0 %	15,6 %
Omavaraisuusaste	67,4 %	67,8 %	73,8 %	74,4 %	75,9 %
Nettovelkaantumisaste	-15,8 %	-11,2 %	-9,1 %	-8,2 %	-31,6 %

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 (välittömät 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 tulevast. 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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä 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 suosituksin 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 arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laativeen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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 sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
10.5.2021	Lisää	11,50 €	10,65 €
24.5.2021	Lisää	12,50 €	11,65 €
1.6.2021	Lisää	11,50 €	11,20 €
20.8.2021	Lisää	11,50 €	10,85 €
8.11.2021	Lisää	11,50 €	10,95 €
2.12.2021	Vähennä	11,50 €	11,50 €
17.2.2022	Vähennä	12,00 €	11,80 €
2.5.2022	Vähennä	11,00 €	10,38 €
9.5.2022	Lisää	11,00 €	9,92 €
22.8.2022	Lisää	11,00 €	10,16 €
31.10.2022	Lisää	11,00 €	9,35 €
7.11.2022	Lisää	11,00 €	9,91 €
7.2.2023	Myy	11,00 €	12,82 €
17.2.2023	Vähennä	11,00 €	11,34 €
17.4.2023	Vähennä	11,00 €	10,42 €
4.5.2023	Vähennä	11,00 €	10,40 €
14.8.2023	Lisää	11,00 €	9,42 €
17.8.2023	Lisää	11,00 €	9,65 €
2.11.2023	Lisää	10,00 €	8,50 €
30.11.2023	Lisää	10,00 €	8,63 €
12.2.2024	Lisää	10,00 €	9,16 €
15.2.2024	Vähennä	10,00 €	9,70 €
8.5.2024	Vähennä	9,50 €	8,70 €
21.8.2024	Lisää	9,50 €	8,34 €
6.11.2024	Lisää	9,50 €	8,18 €
17.1.2025	Lisää	9,00 €	7,72 €
13.2.2025	Lisää	9,00 €	7,97 €
8.4.2025	Osta	9,00 €	6,40 €
30.4.2025	Osta	9,00 €	7,12 €
14.8.2025	Osta	9,00 €	7,20 €
3.9.2025	Lisää	8,50 €	7,40 €
29.10.2025	Lisää	8,50 €	7,27 €
4.2.2026	Lisää	8,50 €	7,61 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**