

TAALERI

29.04.2025 23.35 EEST



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Isot odotukset syksyn strategiapäivitykseltä

Toistamme Taalerin 9,0 euron tavoitehintamme ja osta-suosituksen. Q4-raportti oli vaisu, mutta sen merkitys on rajallinen fokuksen ollessa strategiapäivityksessä. Osaketta hinnoitellaan edelleen reippaalla alennuksella suhteessa sen osien summaan ja myös absoluuttisesti osake on hyvin edullinen. Keskeinen kysymys onkin, että miten osissa kiistatta olevaa arvoa saataisiin nostettua esiin. Tähän kysymykseen toivomme selkeää vastausta syksyn pääomamarkkinapäivältä, sillä ilman selkeää tiekarttaa arvon purkamiselle, on alle osien summan tasolla oleva hinta perusteltu.

Kertaerät painoivat Q1-tulosta

Taalerin Q1-raportti jäi selvästi odotuksia vaisummaksi. Tulosalitus tuli kuitenkin lähes täysin sijoituksista sekä kertaeristä ja näin ollen sen merkitys jää rajalliseksi. Operatiivisesti numerot olivat pitkälti odotuksiemme mukaiset ja etenkin Garantian suoritus oli jälleen erittäin hyvä. SolarWind3-rahaston myynti näyttää jäävän tavoitteista, mitä ei nykymarkkinassa voida pitää yllättävänä. Kommentoimme tiistaiaamun tulosta tarkemmin [täällä](#).

Strategian osalta ei saatu vielä konkretiaa ja yhtiö järjestää CMD:n syksyllä. Näkemyksemme on edelleen se, että yhtiön osien arvo ei tule esiin nykyisellä konsernirakenteella. Yhtiön johdon kommentit haastattelussamme antavat kuitenkin uskoa siitä, että osissa oleva arvo saataisi vihdoinkin esiin (haastattelu katsottavissa [täältä](#)).

Ennusteita tarkistettu hieman alas, pääoman allokaatio isoin kysymysmerkki

Olemme tarkistaneet ennusteitamme jonkin verran alaspäin johtuen etenkin SolarWind3-rahaston jäämisestä odotuksia pienemmäksi. Ennustamme Taalerin liiketuloksen olevan

lähivuosina keskimäärin noin 30 MEUR. Tulos heiluu vuositasolla merkittävästi johtuen sijoitustoiminnan merkittävästä painoarvosta konsernin tuloksessa. Pääomarahastojen kannattavuuden odotamme parantuvan hiljalleen hallinnoitavan varallisuuden kasvun mukana, mutta kertatuottojen ajoittuminen ja määrä heiluttavat jonkin verran vuositason tuloslukuja. Garantian odotamme palaavan vakaaseen kasvuun asuntomarkkinan hiljalleen piristyessä. Bioteollisuusinvestoinnit ovat merkittävä muuttuja yhtiön sijoitustarinassa, mutta näiden aikataulu ja mittakaava ovat edelleen kysymysmerkki. Osinkovirta on kohtuullinen pääoman allokoinnin pääpainon ollessa omissa tasesijoituksissa.

Osissa on arvoa, mutta reitti purkautumiselle epäselvä

Keskitymme analyysissämme etenkin osien summaan, sillä se huomioi parhaiten Taalerin osissa olevan arvon ja liiketoimintojen erilaiset profiilit. Konservatiivisen osien summa -laskelmamme mukainen arvo on noin 10 euroa osakkeelta, mikä on selvästi yli nykyisen kurssitason. Valtaosa arvosta muodostuu edelleen vakuutusyhtiö Garantiasta, ja loppuosa on käytännössä jakautunut energiarahastoliiketoiminnan sekä tasesijoitusten väliille. Myös absoluuttisesti osake on edullinen (P/E 10x, EV/EBIT 6x). Mielestämme on täysin selvää, että osissa on merkittävä arvo, mutta reitti arvon purkautumiseen sekä aikataulu ovat kysymysmerkkejä. Tähän toivomme saavamme selkeitä vastauksia syksyn CMD:llä. Mikäli yhtiö jatkaa nykyrakenteella ja oman taseen bioteollisuusinvestoinnit ovat strategian keskiössä, pidämme perusteltuna että osaketta hinnoiteltaisi alle osien summalla. Tämä johtuu siitä, että bioteollisuusinvestointien aikataulu on todella pitkä (potentiaali realisoituisi aikaisintaan vuosikymmenen lopulla) ja lisäksi emme näe, että eri osien arvo tulee täysimääräisesti esiin nykyisessä monialayhtiömaisessä rakenteessa.

Suositus

Osta

(aik. Osta)

Tavoitehinta:

9,00 EUR

(aik. 9,00 EUR)

Osakekurssi:

7,12 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



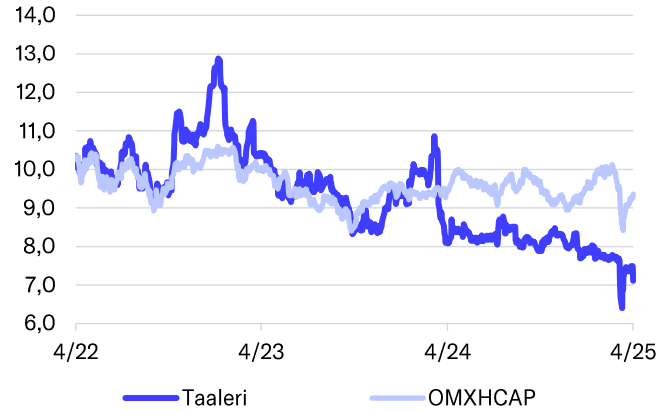
	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	72,6	56,6	61,2	66,4
kasvu-%	11 %	-22 %	8 %	8 %
EBIT oik.	38,1	23,0	28,2	30,9
EBIT-% oik.	52,4 %	40,7 %	46,1 %	46,5 %
Nettotulos	28,0	14,6	20,9	23,4
EPS (oik.)	0,99	0,51	0,73	0,81
P/E (oik.)	8,1	13,8	9,7	8,8
P/B	1,1	1,0	0,9	0,9
Osinkotuotto-%	6,2 %	4,3 %	6,2 %	6,8 %
EV/EBIT (oik.)	6,0	7,6	6,1	6,0
EV/EBITDA	5,8	7,3	6,1	5,9
EV/Liikevaihto	3,1	3,1	2,8	2,8

Lähde: Inderes

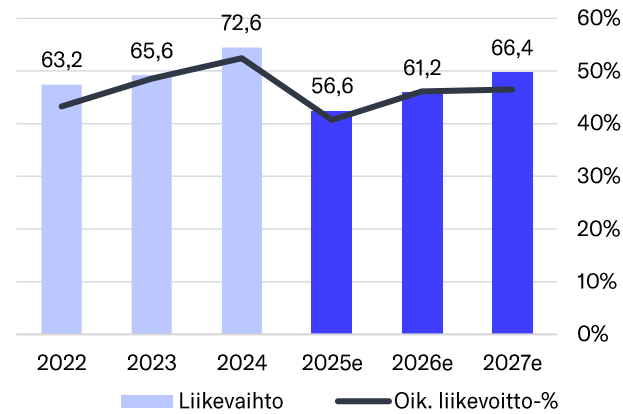
Ohjeistus

Ei ohjeistusta.

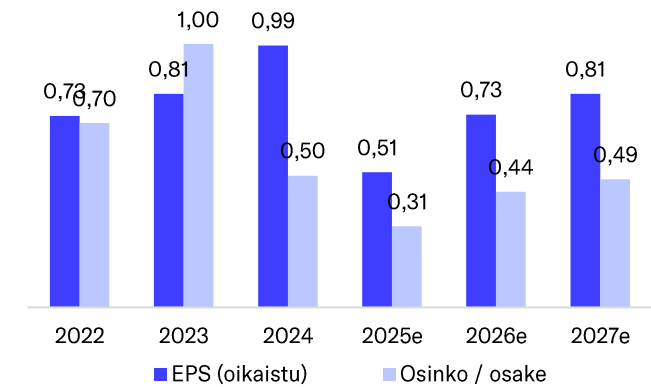
Osakekurssi



Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Osakekohtainen tulos ja osinko



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	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	7,12	7,12	7,12
Osakemäärä, milj. kpl	28,4	28,6	28,8
Markkina-arvo	202	203	205
Yritysarvo (EV)	175	173	185
P/E (oik.)	13,8	9,7	8,8
P/E	13,8	9,7	8,8
P/B	1,0	0,9	0,9
P/S	3,6	3,3	3,1
EV/Liikevaihto	3,1	2,8	2,8
EV/EBITDA	7,3	6,1	5,9
EV/EBIT (oik.)	7,6	6,1	6,0
Osinko/tulos (%)	60,0 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	4,3 %	6,2 %	6,8 %

Lähde: Inderes

Vaisu startti vuoteen, katseet uudessa strategiassa

Tulosalitus selittyy pitkälti kertaerillä

Taalerin liikevaihto oli 9,3 MEUR jääden selvästi 11,4 MEUR:n ennusteestamme. Ennustealitusta selittää sijoitustuottojen heikko kehitys (kirjataan Taalerilla liikevaihtoon). Heikot sijoitustuotot yhdessä toimitusjohtajan vaihdokseen liittyvien kertakulujen kanssa painoivat liikevoiton heikolle 0,5 MEUR:n tasolle (Q1'25e: 3,0 MEUR).

SolarWind3:n myynti jäämässä odotuksista, Garantialta erinomainen suoritus

Pääomarahastoissa Uusiutuvan Energian liikevaihto oli jonkin verran odotuksiamme heikompi, kun SolarWind3-rahaston myynti ei odotuksiemme vastaisesti kasvanut. Yhtiö totesi raportillaan varainhoitomarkkinan vaikeutuneen entisestään ja piti todennäköisenä, että rahaston koko jää alkuperäisestä tavoitteesta (600 MEUR). Tämä ei ole yllättävää nykyinen markkinatilanne huomioiden. Hieman odotuksia vaisummasta liikevaihdosta huolimatta

Uusiutuvan Energian tulos oli täysin odotettu, kun kulut olivat odotuksiamme alhaisemmat. Muiden pääomarahastojen osalta liikevaihto oli edelleen vaisu, kun Kevan mandaatin sijoitusaste jäi vielä alhaiseksi ja tulos tappiolliseksi.

Garantian operatiivinen suoritus oli olosuhteisiin nähden hyvä ja vakuutusmaksutulot olivat odotuksiamme paremmat. Myös vakuutuspalvelutulos ylitti odotukset, mutta sijoitussalkun tuotot olivat jonkin verran odotuksia heikkommat. Kokonaisuutena Garantian suoritus kääntyy tulosalituksesta huolimatta plussan puolelle väkevän operatiivisen suorittamisen johdosta.

Suurimmat tulosalitukset nähtiin Muut-segmentissä sekä Oman taseen sijoituksissa. Muut-segmentissä kirjattiin 0,7 MEUR kertaerä tj-vaihdokseen liittyen ja Oman taseen sijoitukset olivat odotuksiemme vastaisesti miinuksella, johtuen etenkin valuuttakurssien vaikutuksesta.

Odotukset strategialta varovaisen optimistiset

Näkymien osalta iso kuva oli ennallaan, joskin yhtiö nosti muiden sektorin toimijoiden tapaan esiin kauppasodan luomaa epävarmuutta markkinoilla. Strategiapäivityksen osalta yhtiö totesi sen olevan hyvässä vauhdissa. Raportin sanamuodot viittasivat mielestämme yhtiön tahtotilaan säilyttää nykyinen konsernirakenne ennallaan. Kuitenkin toimitusjohtajan haastattelussa kysyttäessä hän nosti esiin isojen muutosten olevan osa Taaleria (tapahtunut useasti aiemmin) ja omistaja-arvon maksimoinnin olevan koko prosessin lähtökohta. Lisäksi on totta kai selvää, että isoja rakennejärjestelyjä on vaikea etukäteen sanoittaa strategiaksi (huonohko neuvottelustrategia kertoa etukäteen halusta luopua tietystä osasta yhtiötä). Mikäli omistaja-arvon maksimointi on todella yhtiön strategian lähtökohtana, tarkoittaa tämä mielestämme väistämättä jollain aikavälillä muutoksia konsernin rakenteessa. Suhtaudummekin edelleen varovaisen optimistisesti yhtiön strategiaprosessiin ja sen kykyyn nostaa esiin osissa kiistatta piilevä arvo.

Ennustetaulukko	Q1'24	Q1'25	Q1'25e	Q1'25e	Konsensus		Erotus (%)	2025e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	17,2	9,3	11,4				-18 %	56,6
Liikevoitto (oik.)	9,6	0,5	3,0				-84 %	23,0
EPS (oik.)	0,26	0,02	0,07				-71 %	0,51
Liikevaihdon kasvu-%	69,1 %	-45,7 %	-33,5 %				-12,2 %-yks.	-22,0 %
Liikevoitto-% (oik.)	55,9 %	5,2 %	26,3 %				-21,1 %-yks.	40,7 %

Lähde: Inderes

Taaleri Q1'25: Sijoitustuottojen heikko kehitys painoi tulosta



Ennusteita laskettu pääosin Uusiutuvan energian takia

Ennustemuutokset

- Lähivuosien ennusteeemme ovat laskeneet 7-25 % tekemiemme ennustemuutosten seurauksena. 2025 raju 25 %:n lasku selittyy valtaosin vaisulla Q1-tuloksella sekä SolarWind3-rahaston jäämisellä odotettua pienemmäksi (catch-up mallin takia final closen myynnillä iso kertaluontoinen merkitys palkkioihin ja tulokseen).
- 2026-2027 ennustemuutokset ovat jääneet pienemmäksi ja tulosennusteet ovat laskeneet noin 7 %:lla. Tässä taustalla on pääosin niin ikään SolarWind3-rahasto, sekä pienemmät muutokset sijoitustuotoissa sekä konsernin kuluissa. SolarWind3-rahaston myynnin jäämisen ennusteen hopeareunus on se, että luottamuksemme SolarWind4-rahaston varainkeruun 2027 aloittamista on noussut selvästi. SW3:lla on laaja hankesalkku ja rahastosta on sijoitettu jo nyt noin puolet.
- Osinkoennusteeemme ovat edelleen varovaiset, sillä pääoman allokaation fokus on investoinneissa. Yhtiön johto puhui haastattelussamme jälleen yllättävänkin avoimesti yhtiön kiinnostuksesta toimialan yritysjärjestelyjä kohtaan ja kommenttien perusteella pidämme mahdollisena, että yhtiö itse toimii yritysjärjestelyissä aktiivisena osapuolena. Pääoman allokaation näkökulmasta tämä olisi myös loogista, sillä aiemmin puhutut suuret investoinnit bioteollisuuteen vaikuttavat jäävän selvästi suunniteltua pienemmäksi. Lisäksi yhtiön tase on erittäin vahva ja mahdollistaa kohtalaisen kokoiset liikkeet ilman oman osakkeen käyttöä.

Operatiiviset tulosajurit

- Uusiutuvassa energiassa jatkuviin palkkioihin perustuva tulos on ottanut selvän harppauksen uusimman SolarWind 3 -rahaston myötä. Seuraavaa tasonnostoa saadaan odottaa seuraavaan SolarWind-rahastoon, jonka arvioimme tapahtuvan 2027. Huomautamme, että ei-jatkuvat tuotot näyttelevät segmentillä isoa roolia ja odotamme merkittäviä ei-jatkuvia myös lähivuosilta (AT1 tuottopalkkio, Teksasin tuulihankkeen sekä Tuuli2&3 irtaantumiset). Segmentin tulostilakymät lähivuosille ovatkin hyvät.
- Muiden pääomarahastojen jatkuviin palkkioihin perustuva kannattavuus säilyy ennusteissamme tappiollisena vielä ainakin tämän vuoden ja ensi vuoden voitollisuus vaatii hyviä onnistumisia myynnissä.
- Garantian takausvakuutustoiminta jatkaa ennusteissamme vakaata tuloskehitystä asuntolainamarkkinan hiljalleen elpyessä. Sijoitustuotot kohtaavat painetta korkotason painaessa sijoitussalkun tuottoja.
- Kokonaisuutena odotamme yhtiöltä lähivuosilta noin 30 MEUR:n tulosta. Tulostaso tulee kuitenkin olemaan etenkin pidemmällä aikavälillä hyvin riippuvainen yhtiön oman taseen investoinneista sekä pääoman allokaatiosta. Odotamme yhtiön selventävän sen pääoman allokaation pelikirjaa syksyn pääomamarkkinapäivällä.

Ennustemuutokset	2025	2025	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	64,1	56,6	-12 %	66,4	61,2	-8 %	72,5	66,4	-8 %
Pääomarahastot	38,4	34,3	-11 %	38,3	35,7	-7 %	40,0	35,6	-11 %
Garantia	17,5	16,9	-4 %	20,0	19,8	-1 %	20,9	20,5	-2 %
Muut	1,5	1,2	-23 %	1,5	1,5	0 %	1,5	1,5	0 %
Sijoitukset (2024 alkaen)	6,6	4,2	-36 %	6,6	4,2	-36 %	10,0	8,8	-12 %
Liikevoitto	29,4	23,0	-22 %	30,3	28,2	-7 %	33,8	30,9	-9 %
Pääomarahastot	13,5	11,0	-19 %	12,3	11,7	-5 %	12,1	10,8	-11 %
Garantia	16,5	15,9	-4 %	18,9	18,7	-1 %	19,7	19,3	-2 %
Muut	-6,6	-7,3	-10 %	-6,9	-6,8	2 %	-7,2	-7,1	2 %
Sijoitukset (2024 alkaen)	5,9	3,4	-42 %	6,0	4,6	-23 %	9,2	7,9	-14 %
Tulos ennen veroja	29,0	22,6	-22 %	30,0	27,9	-7 %	33,5	30,6	-9 %
EPS (oikaistu)	0,69	0,51	-25 %	0,79	0,73	-7 %	0,87	0,81	-7 %
Osinko / osake	0,41	0,31	-25 %	0,47	0,44	-7 %	0,52	0,49	-7 %

Taaleri Interim Statement for the period January–March 2025



Osissa edelleen merkittävää arvoa

Osien summa arvonmäärityksen pohjana

Koska Taalerin eri osat ovat profiililtaan hyvin erilaisia, toimii osien summa parhaana arvonmääritysmenetelmänä. Huomautamme kuitenkin, että viimeisimmän strategiapäivityksen perusteella osien summassa olevan arvon ei voida olettaa purkautuvan erilaisilla järjestelyillä, vaan arvot on johdettava liiketoimintojen kassavirroista. Arviomme Taalerin osien summan arvosta on suunnilleen ennallaan noin 278 MEUR:ssa (aik. 289 MEUR), mikä tarkoittaa noin 10 euroa osakkeelta.

Osakekurssi on alle osien arvon

Taalerin nykyinen arvo muodostuu laskelmissamme Garantiasta (170 MEUR, perustuu osinkomallilaskelmaan), Energiasta (85 MEUR, perustuu verrokkivaluaatioihin), taseen sijoitusomaisuudesta (76 MEUR sisältäen vanhojen tuulirahastojen tuottopalkkiosaamiset sekä sijoitusten verovelat), nettokassasta (21 MEUR) sekä konsernikuluista (- 86 MEUR). Muiden pääomarahastojen osuus arvosta on marginaalinen (12 MEUR), sillä liiketoiminta säilyy ennusteissamme tappiollisena ja voitollisuus vaatii selkeitä onnistumisia uusmyynnissä. Näkemyksemme mukaan osien summa laskelmamme on varsin konservatiivinen ja jo varsin pienillä muutoksilla arvo olisi 1 –2e/osake korkeampi. Mielestämme onkin selvää, että yhtiön osissa on merkittävää arvoa ja osaketta hinnoitellaan selvästi alle tämän tason.

Myös absoluuttisesti osake on hyvin edullinen (2024 P/E 8x, 2025e P/E 9x, EV/EBIT ~6x) ja tämä tukee näkemystämme edullisesta hinnoittelusta. Myös P/B -kerroin on valahtanut reippaasti alle 1x tason, jota on vaikea pitää perusteltuna. Keskeinen kysymys (sekä haaste) on potentiaalin realisoitumisen aikataulu. Nykyisen strategian puitteissa osissa olevan arvon ei voida olettaa purkautuvan

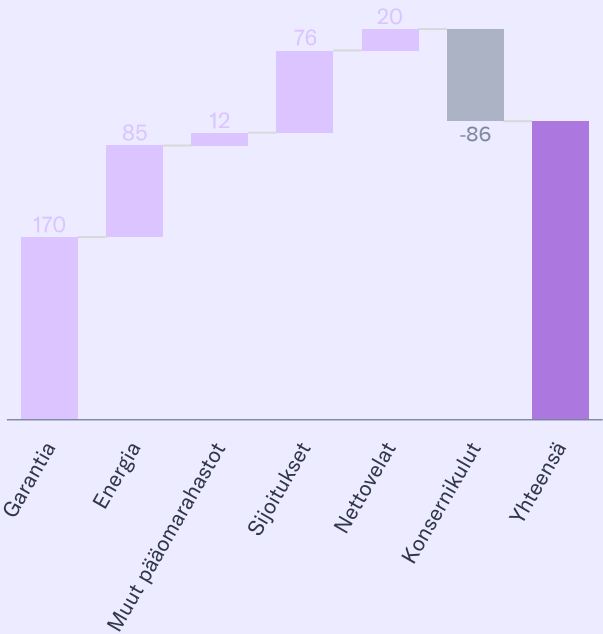
rakennejärjestelyillä (esim. jakautumisella) tai voitonjaon kautta, ja näin ollen arvon pitää tulla lopulta esiin tuloslaskelman (eli tuloksen) kautta. Oman taseen bioteollisuusinvestointien aikataulut ovat pitkiä ja potentiaalin realisoitumista saadaan odottaa todennäköisesti vuosikymmenen lopulle. Näin ollen potentiaalin realisoituminen tulee todennäköisesti viemään vielä pitkään ja ennen kuin saamme näistä konkreettisia merkkejä, on mielestämme ymmärrettävää, miksi markkina hinnoittelee yhtiötä alle sen osien summan. Mikäli yhtiö päätyisi jatkamaan nykyisellä strategiallaan, olisikin mielestämme täysin perusteltua hinnoitella osaketta myös jatkossa alle sen osien summalla (Taalerin historiallinen alennus noin suhteessa osien summaan 15-20 %).

Pääomien allokointi ratkaisee

Yhtiön tämän hetkinen sijoitustarina tiivistyykin yhä voimakkaammin yhtiön johdon kykyyn allokoida tasesijoituksia onnistuneesti. Muistutamme sijoittajia siitä, että Taalerin historialliset näytöt pääoman allokaatiosta ovat itse asiassa erittäin hyvät. Merkittävimpinä onnistumisina voidaan nostaa Finsilva, Garantia ja Ficolo. Yhtiön pääoman tuottoluvut sekä pitkällä (edellinen 10v 24 %) että lyhyellä (edellinen 5v % 24 %) ovatkin erinomaisella tasolla. Bioteollisuudessa yhtiöllä on kertynyt merkittävää osaamista, mutta markkinaympäristö on käsityksemme mukaan heikentynyt oleellisesti parin vuoden takaisesta. Yhtiö on myös edennyt bioteollisuusinvestoinneissa selvästi aiemmin puhuttua hitaammin ja 100 MEUR:n investoinnit 2026 loppuun mennessä näyttävätkin epärealistisilta. Pidämmekin hyvin mahdollisena, että yhtiö tekee syksyn CMD:llä muutoksia bioteollisuusinvestointistrategiaansa. Mikäli näin olisi jäisi kysymykseksi ylimääräisten pääomien käyttö, sillä yhtiöllä on edelleen reippaasti ylimääräistä pääomaa ja yhtiö tekee myös hyvää tulosta lähivuodet.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	7,12	7,12	7,12
Osakemäärä, milj. kpl	28,4	28,6	28,8
Markkina-arvo	202	203	205
Yritysarvo (EV)	175	173	185
P/E (oik.)	13,8	9,7	8,8
P/E	13,8	9,7	8,8
P/B	1,0	0,9	0,9
P/S	3,6	3,3	3,1
EV/Liikevaihto	3,1	2,8	2,8
EV/EBITDA	7,3	6,1	5,9
EV/EBIT (oik.)	7,6	6,1	6,0
Osinko/tulos (%)	60,0 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	4,3 %	6,2 %	6,8 %

Lähde: Inderes



Miksi arvo tulisi nyt esiin?

Kuten aiemmalla sivulla totesimme, on meidän vaikea nähdä, että Taalerin osissa oleva arvo tulisi täysimääräisesti esiin nykyiselle rakenteella. Esimerkiksi konsernin arvokkain osa Garantia, jää yhtiön sijoittajatarinassa täysin sivurooliin, kun ydin on pääomarahastoissa. Jotta arvo voisi tulla täysimääräisesti esiin nykyrakenteella pitäisi mm. seuraavien asioiden tapahtua: tuloksen ennustettavuuden parantamista, strategian merkittävää kirkastamista, luottamusta bioteollisuusinvestointeja kohtaan sekä parempaa näkyvyyttä taseen käyttöön. Pidämme tätä epätodennäköisenä ja näin arvon purkautuminen vaatisi rakenteellisia toimia.

Miksi sitten uskomme nyt, että arvo voisi purkaantua esimerkiksi seuraavan kahden vuoden aikana?

Alkuun on hyvä huomioida, että yhtiöllä on itsellään kaikki työkalut purkaa osissa oleva arvo. Mielestämme todennäköisyys tälle on asteittain kasvanut heikon kurssikehityksen myötä.

Yhtiöllä on kaikki työkalut arvon purkamiseksi

Kaikista loogisin katalyytti arvon purkamiselle olisi se, että yhtiö itse päättäisi purkaa osissa olevan arvon. Tämä olisi kohtuullisen helppoa toteuttaa esimerkiksi jakautumalla tai jonkun muun suuren järjestelyn kautta. Toinen vaihtoehto yhtiön omissa toimissa arvon purkamiseksi, olisi muutos pääoman allokaatiostrategiassa. Mikäli yhtiö esimerkiksi ilmoittaisi, että se alkaa jakamaan koko tilikauden tuloksensa osinkoina ja/tai antaisi muuten selkeän indikaation taseen ylipääomituksen purkamiseksi voitonjaon kautta, supistuisi alennus suhteessa osien summaan nopeasti arvon purkautuessa asteittain voitonjaon kautta.

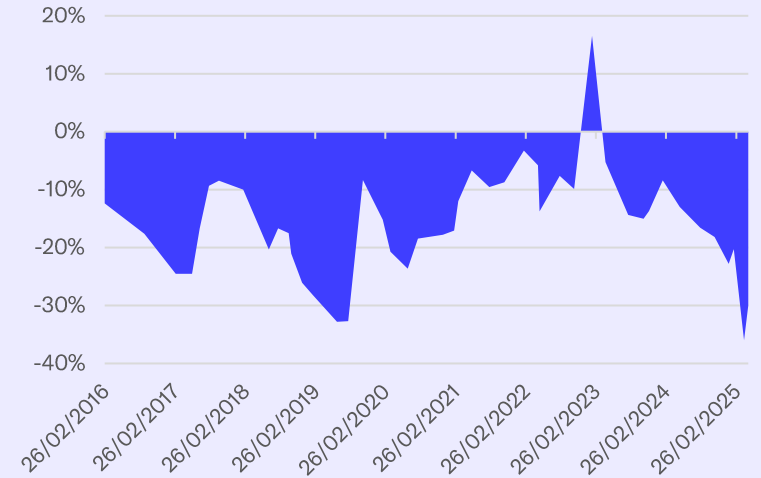
Arvo voi purkautua myös muita reittejä

Huomautamme myös, että katalyytti arvon purkautumiseen voi tulla myös yhtiön ulkopuolelta. Käytännössä tämä tarkoittaisi sitä, että joku tekisi riittävän houkuttelevan tarjouksen Energiasta tai Garantiasta. Garantian osalta pidämme tätä epätodennäköisenä, mutta Energian näemme hyvinkin kiinnostavana ostokohteena. Uskomme, että Energia herättää laajaa kiinnostusta sektorin yhtiöissä, niin Suomessa kuin rajojemme ulkopuolella.

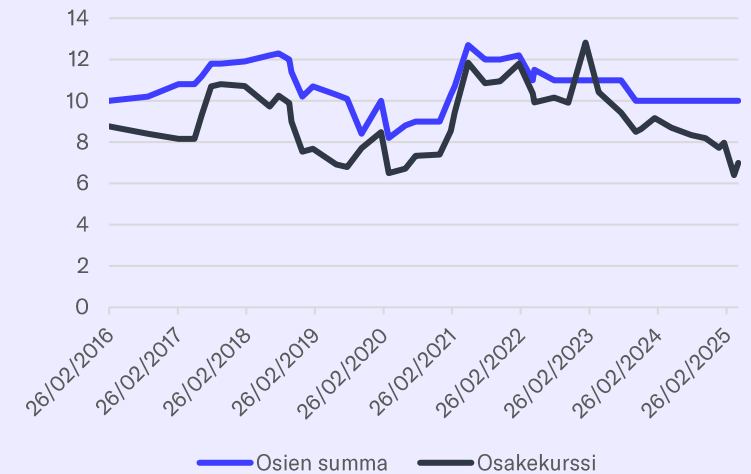
Huomautamme myös, että arvon purkautuminen nykystrategian toteuttamisen kautta on myös mahdollista. Tässä keskiössä olisivat onnistuneet irtautumiset Fintoilista ja Biohiilestä (rakentavat track-recordia) sekä seuraavat sijoitukset sektorille. Lisäksi pääoman vapautuminen muista sijoituksista edesauttaisi arvon purkautumista. Tämä skenaario veisi kuitenkin parhaassakin tapauksessa todennäköisesti vuosia ja tässä skenaariossa olisi selkeä riski siitä, että osien arvo ei tule täysimääräisesti esiin konglomeraattirakenteen johdosta.

Kokonaisuutena annamme yli 50 %:n todennäköisyyden sille, että yhtiön osien arvo purkautuu seuraavan kahden vuoden aikana. Tässä skenaariossa osakkeen tarjoama vuosituotto olisi erinomainen. Yhtiön omien toimien osalta katseet kääntyvät syksyn CMD:lle, jossa yhtiön pitäisi antaa selkeä tiekartta arvon purkamiselle. Mikäli yhtiön viesti CMD:llä olisi, että se jatkaa hieman viilatulla nykystrategialla, laskisi todennäköisyys arvon purkautumiselle. Tässäkin skenaariossa pidämme kuitenkin realistisena, että nykyinen historialliseksi revähtänyt aliarvostus suhteessa osien summaan kuroutuisi edes osittain umpeen. Tässäkin skenaariossa osakkeen tuotto-odotus olisi kohtalainen.

Alennus/preemio suhteessa osien summaan



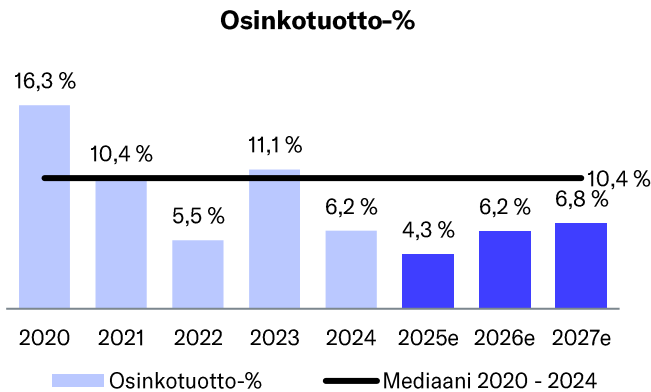
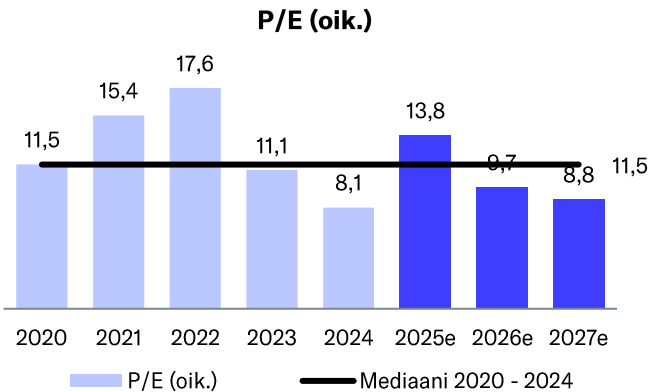
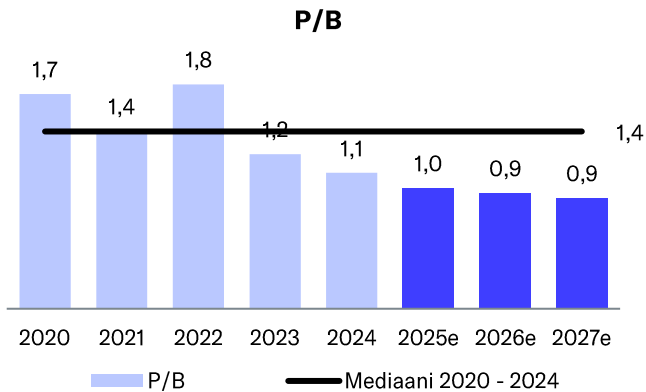
Kurssi ja osien summa (Inderes arvio, eur/osake)



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	8,12	11,5	12,8	8,99	8,03	7,12	7,12	7,12	7,12
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	202	204	205	206
Yritysarvo (EV)	289	308	331	234	227	175	173	186	175
P/E (oik.)	11,5	15,4	17,6	11,1	8,1	13,9	9,7	8,8	8,1
P/E	11,5	2,4	17,6	11,1	8,1	13,9	9,7	8,8	8,1
P/B	1,7	1,4	1,8	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8
P/S	2,7	4,7	5,7	3,9	3,1	3,6	3,3	3,1	3,0
EV/Liikevaihto	3,3	4,4	5,2	3,6	3,1	3,1	2,8	2,8	2,5
EV/EBITDA	10,7	2,1	11,6	7,2	5,8	7,4	6,1	6,0	5,1
EV/EBIT (oik.)	11,8	10,7	12,1	7,3	6,0	7,6	6,1	6,0	5,2
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 %	4,3 %	6,2 %	6,8 %	7,4 %

Lähde: Inderes



Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

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	729								8,1	8,5	8,4	8,6	1,0
Alexandria	96	91	7,4	6,6	6,2	5,7	1,8	1,6	10,3	9,4	9,4	9,8	2,8
CapMan	333	302	8,8	7,6	8,5	7,3	4,5	4,1	13,5	12,3	8,0	8,5	1,7
Evli	487	490	12,0	10,3	11,0	9,6	4,6	4,2	17,1	14,5	6,5	6,7	3,3
eQ	435	399	11,2	8,8	10,8	8,6	6,0	5,0	15,4	12,4	6,8	8,4	5,5
Titanium	74	61	8,8	9,8	8,0	8,7	3,0	3,0	13,5	14,6	7,8	7,2	4,7
United Bankers	181	166	10,7	8,3	9,2	7,5	3,1	2,7	15,8	12,4	7,0	7,3	2,9
Taaleri (Inderes)	202	175	7,6	6,1	7,3	6,1	3,1	2,8	13,8	9,7	4,3	6,2	1,0
Keskiarvo			9,8	8,6	9,0	7,9	3,8	3,4	13,4	12,0	7,7	8,1	3,1
Mediaani			9,8	8,6	8,8	8,0	3,8	3,6	13,5	12,4	7,8	8,4	2,9
Erotus-% vrt. mediaani			-22 %	-29 %	-17 %	-24 %	-18 %	-21 %	3 %	-21 %	-44 %	-26 %	-67 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	65,6	17,2	12,6	22,2	20,7	72,6	8,3	20,3	12,0	16,1	56,6	61,2	66,4	69,9
Pääomarahastot	42,3	6,5	6,8	6,6	9,5	29,4	6,5	14,8	6,5	6,5	34,3	35,7	35,6	38,6
Garantia	17,9	8,7	4,7	6,8	5,3	25,5	2,4	4,8	4,9	4,9	16,9	19,8	20,5	21,1
Muut	6,1	0,9	0,6	0,3	0,2	2,0	0,0	0,4	0,4	0,4	1,2	1,5	1,5	1,5
Käyttökate	32,4	9,8	4,6	14,9	9,6	39,0	0,7	12,0	4,5	6,7	23,8	28,5	31,2	34,1
Poistot ja arvonalennukset	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,3	-0,3	-0,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	31,9	9,6	4,4	14,7	9,4	38,1	0,5	11,8	4,3	6,5	23,0	28,2	30,9	33,7
Liikevoitto	31,9	9,6	4,4	14,7	9,4	38,1	0,5	11,8	4,3	6,5	23,0	28,2	30,9	33,7
Pääomarahastot	14,9	1,1	1,2	2,1	3,1	7,4	1,4	8,8	1,2	-0,4	11,0	11,7	10,8	13,5
Garantia	16,5	8,5	4,7	6,3	4,8	24,3	2,1	4,6	4,6	4,6	15,9	18,7	19,3	19,8
Muut	0,5	-0,9	-1,1	-1,5	-2,1	-5,7	-2,1	-1,7	-1,6	-1,9	-7,3	-6,8	-7,1	-7,4
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	11,7	4,2	6,4	22,6	27,9	30,6	33,4
Verot	-4,2	-1,9	-0,8	-1,4	-0,7	-4,7	-0,1	-2,5	-0,9	-1,3	-4,8	-5,6	-5,7	-6,2
Vähemmistöosuudet	-3,6	-0,1	-0,3	-2,2	-1,8	-4,4	-0,3	-1,0	-1,0	-1,0	-3,3	-1,4	-1,6	-1,6
Nettotulos	22,9	7,4	3,1	11,0	6,6	28,0	0,0	8,2	2,3	4,1	14,6	20,9	23,4	25,6
EPS (oikaistu)	0,81	0,26	0,11	0,39	0,23	0,99	0,00	0,29	0,08	0,14	0,51	0,73	0,81	0,88
EPS (raportoitu)	0,81	0,26	0,11	0,39	0,23	0,99	0,00	0,29	0,08	0,14	0,51	0,73	0,81	0,88

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	3,8 %	69,1 %	-46,9 %	64,7 %	13,4 %	10,6 %	-51,6 %	60,5 %	-46,0 %	-22,3 %	-22,0 %	8,1 %	8,5 %	5,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	16,5 %	515,7 %	-75,2 %	156,3 %	36,3 %	19,4 %	-95,2 %	168,9 %	-70,9 %	-30,7 %	-39,5 %	22,5 %	9,3 %	9,3 %
Käyttökate-%	49,3 %	57,3 %	36,2 %	67,5 %	46,5 %	53,6 %	7,9 %	59,1 %	37,5 %	41,7 %	42,1 %	46,6 %	47,0 %	48,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	48,6 %	55,9 %	34,7 %	66,4 %	45,4 %	52,4 %	5,5 %	58,1 %	35,9 %	40,4 %	40,7 %	46,1 %	46,5 %	48,3 %
Nettotulos-%	35,0 %	43,0 %	24,4 %	49,4 %	32,0 %	38,6 %	-0,2 %	40,6 %	19,3 %	25,2 %	25,8 %	34,2 %	35,2 %	36,7 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	221	224	223	234	256
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	1,4	1,5	1,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	51,6	55,4	54,4	66,0	88,0
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	73,1	75,0	65,2
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	17,0	15,3	16,6
Likvidit varat	38,3	19,6	46,8	50,4	39,3
Taseen loppusumma	308	292	296	309	322

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	209	215	219	233	245
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	187	190	190	202	213
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	11,3	12,9
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	296	309	322

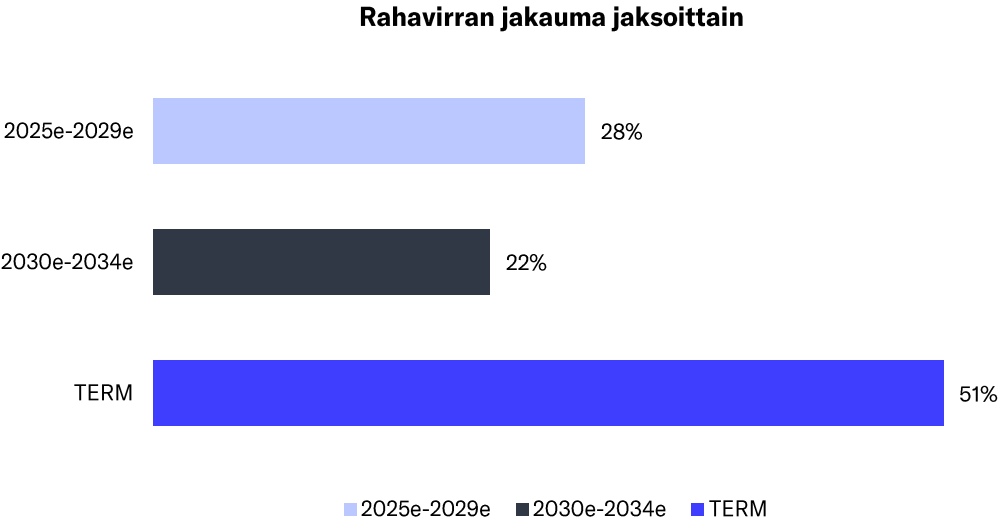
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	10,6 %	-22,0 %	8,1 %	8,5 %	5,3 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	52,4 %	40,7 %	46,1 %	46,5 %	48,3 %	47,0 %	46,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %
Liikevoitto	38,1	23,0	28,2	30,9	33,7	33,8	34,1	34,4	35,2	36,1	37,0	
+ Kokonaispoistot	0,9	0,8	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	
- Maksetut verot	-11,4	-4,8	-5,6	-5,7	-6,2	-6,2	-6,3	-6,3	-6,5	-6,6	-6,8	
- 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	22,0	1,7	-1,3	-0,9	-0,5	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	
Operatiivinen kassavirta	27,3	41,0	24,5	24,2	27,0	27,4	27,7	27,9	28,7	29,5	30,2	
+ 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	40,6	24,1	23,7	26,5	26,9	27,1	27,2	28,0	28,7	29,5	
+/- Muut	-3,8	1,0	-11,6	-22,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	22,7	41,6	12,5	1,7	26,5	26,9	27,1	27,2	28,0	28,7	29,5	401
Diskontattu vapaa kassavirta		39,0	10,7	1,3	18,6	17,2	15,7	14,4	13,4	12,5	11,7	159
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		314	275	264	263	244	227	211	197	183	171	159
Velaton arvo DCF		314										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		19,6										
-Vähemmistöosuus		-20,0										
-Osinko/pääomapalautus		-14,1										
Oman pääoman arvo DCF		299										
Oman pääoman arvo DCF per osake		10,5										

Pääoman kustannus (WACC)

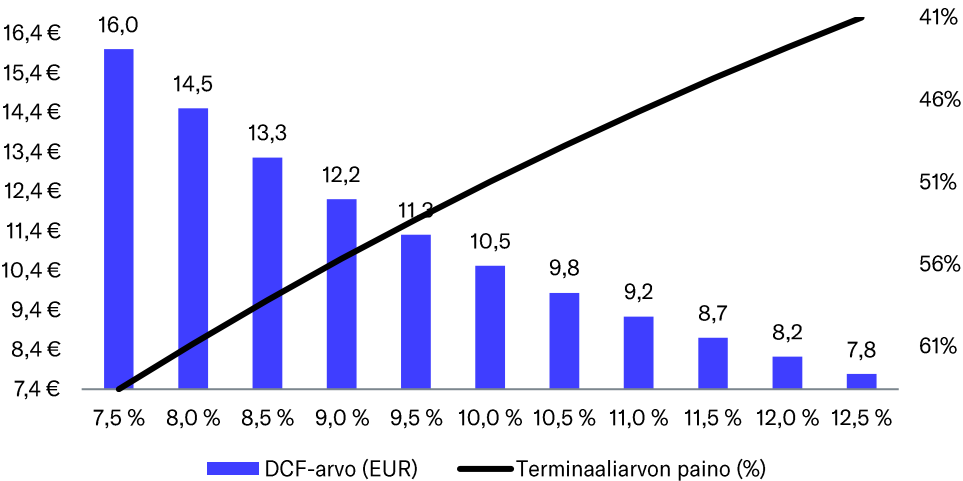
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,38
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,0 %

Lähde: Inderes

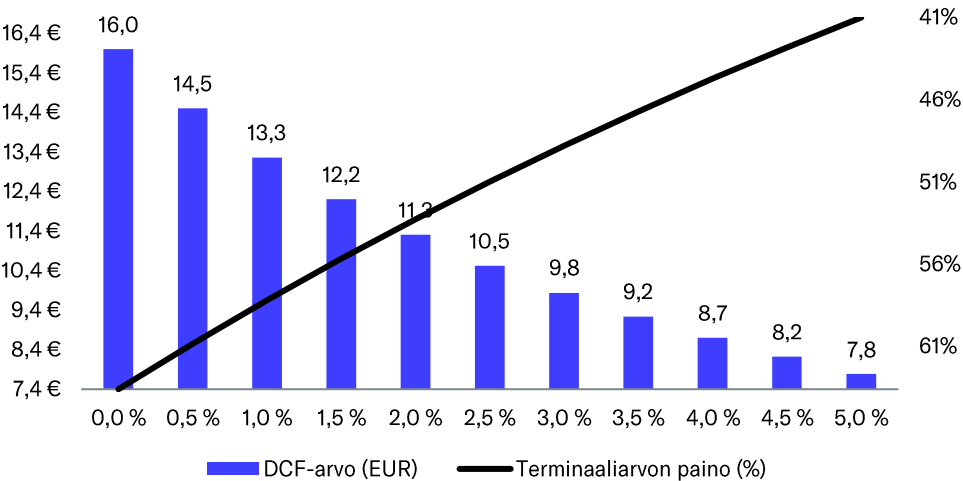


DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

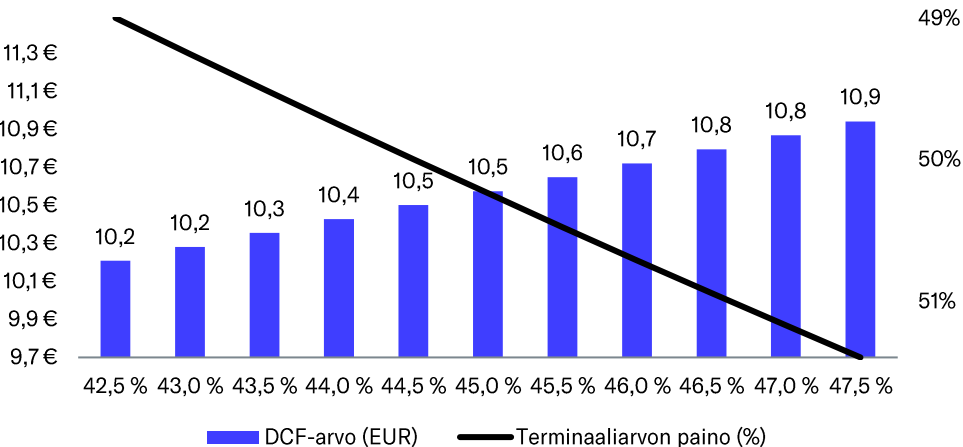
DCF-arvon herkkyysskalkelmat WACC-%:ssa



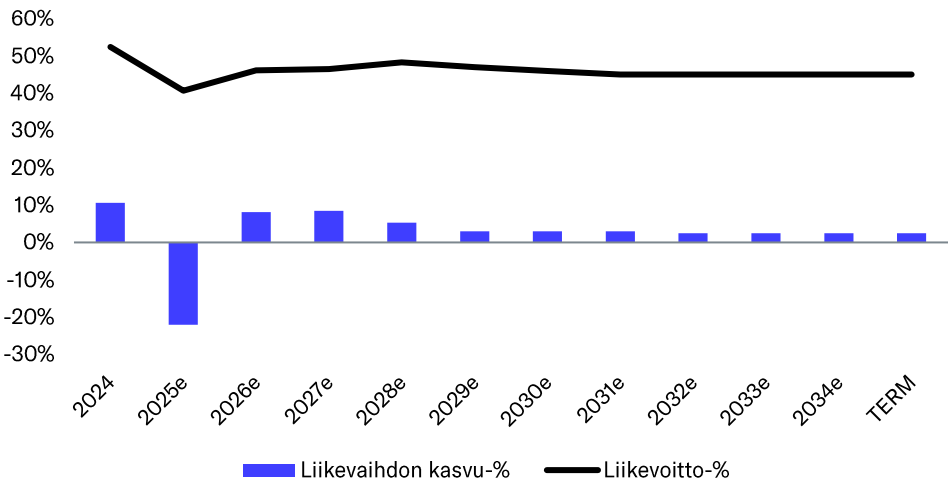
DCF-arvon herkkyysskalkelmat riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyysskalkelmat terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	63,2	65,6	72,6	56,6	61,2	EPS (raportoitu)	0,73	0,81	0,99	0,51	0,73
Käyttökate	28,6	32,4	39,0	23,8	28,5	EPS (oikaistu)	0,73	0,81	0,99	0,51	0,73
Liikevoitto	27,4	31,9	38,1	23,0	28,2	Operat. Kassavirta / osake	0,58	0,06	0,97	1,44	0,86
Voitto ennen veroja	26,4	30,7	37,1	22,6	27,9	Operat. Vapaa kassavirta / osake	2,04	0,22	0,81	1,47	0,44
Nettovoitto	20,6	22,9	28,0	14,6	20,9	Omapääoma / osake	7,16	7,28	7,40	7,37	7,74
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,70	1,00	0,50	0,31	0,44
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	300,8	307,9	291,9	295,6	309,2	Liikevaihdon kasvu-%	-9 %	4 %	11 %	-22 %	8 %
Oma pääoma	202,7	208,7	215,3	219,1	232,7	Käyttökatteen kasvu-%	-80 %	13 %	20 %	-39 %	20 %
Liikearvo	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	-5 %	16 %	19 %	-39 %	23 %
Nettovelat	-31,9	-23,4	-19,6	-46,8	-50,4	EPS oik. kasvu-%	-2 %	11 %	23 %	-48 %	42 %
						Käyttökate-%	45,2 %	49,3 %	53,6 %	42,1 %	46,6 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Oik. Liikevoitto-%	43,3 %	48,6 %	52,4 %	40,7 %	46,1 %
Käyttökate	28,6	32,4	39,0	23,8	28,5	Liikevoitto-%	43,3 %	48,6 %	52,4 %	40,7 %	46,1 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-6,8	-23,5	-0,1	22,0	1,7	ROE-%	9,5 %	11,2 %	13,5 %	7,0 %	9,7 %
Operatiivinen kassavirta	16,5	1,6	27,3	41,0	24,5	ROI-%	11,8 %	14,5 %	17,3 %	10,6 %	12,5 %
Investoinnit	15,0	-9,7	2,1	-0,4	-0,4	Omavaraisuusaste	67,4 %	67,8 %	73,8 %	74,1 %	75,3 %
Vapaa kassavirta	57,7	6,2	22,7	41,6	12,5	Nettovelkaantumisaste	-15,8 %	-11,2 %	-9,1 %	-21,4 %	-21,6 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	5,2	3,6	3,1	3,1	2,8						
EV/EBITDA	11,6	7,2	5,8	7,3	6,1						
EV/EBIT (oik.)	12,1	7,3	6,0	7,6	6,1						
P/E (oik.)	17,6	11,1	8,1	13,8	9,7						
P/B	1,8	1,2	1,1	1,0	0,9						
Osinkotuotto-%	5,5 %	11,1 %	6,2 %	4,3 %	6,2 %						

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 (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 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 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 suositus myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitus suosituksia 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 latineilla analytikoilla 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 latineen analytikon 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
10/05/2021	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 €
06/11/2024	Lisää	9,50 €	8,18 €
17/01/2025	Lisää	9,00 €	7,72 €
13/02/2025	Lisää	9,00 €	7,97 €
08/04/2025	Osta	9,00 €	6,40 €
30/4/2025	Osta	9,00 €	7,12 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, 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.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön 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

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.**