

TAALERI

03.09.2025 08.25 EEST



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Pääoman allokaatio keskiössä arvonkehityksessä

Taalerin eilinen pääomamarkkinapäivä kirkasti sen aiempaa kasvustrategiaa. Pääoman allokaation osalta fokus on edelleen oman taseen sijoituksissa, mutta bioteollisuusfokus vaihdettiin laveampaan ja opportunistisempaan sijoitusmandaattiin. Yhtiö tulee myös jatkamaan nykyrakenteella ainakin toistaiseksi. Osake on kaikilla mittareilla edullinen, mutta meidän on vaikea nähdä, että osien summan mukainen arvo purkautuisi nykyisellä rakenteella ja pääoman allokaatioon liittyvällä epävarmuudella. Pidämmekin toistaiseksi perusteltuna hinnoitella osaketta selvällä alennuksella osien summaan ja tämän seurauksena tarkistamme tavoitehintamme 8,5 euroon (aik. 9,0e) sekä laskemme suosituksemme tasolle lisää (aik. osta).

CMD terävoitti aiempaa strategiaa

Yhtiö tavoittelee kasvua kaikissa liiketoiminnoissa ja fokuksessa on jatkuviin palkkioihin pohjautuvan kannattavuuden parantaminen. Strategia on rakennettu nykyisten liiketoimintojen ympärille ja Garantian rooli osana konsernia oli aiempaa selkeämmin määriteltä. Garantian tehtävänä on toimia vakauttavana elementtinä ja tuottaa vakaata kassavirtaa, joka mahdollistaa investoinnit muihin liiketoimintoihin. Kaikissa Pääomarahastoissa haetaan selvää kasvua. Pääoman allokaation osalta fokus on edelleen oman taseen sijoituksissa, mutta bioteollisuusfokus vaihdettiin laveampaan ja opportunistisempaan sijoitusmandaattiin. Kokonaisuutena CMD:n anti oli kaksijakoinen. Operatiivisessa mielessä CMD antoi paljon konkretiaa eri segmenttien kasvunäkymille. Lisäksi sijoitussalkun fokuksen laajentaminen myös bioteollisuuden ulkopuolelle oli positiivinen asia. Samalla kuitenkin pääoman allokaatioon liittyy edelleen selkeitä kysymysmerkkejä, eikä CMD tarjonnut askelmerkkejä osissa olevan arvon purkamiselle.

Ennusteissa ei oleellisia muutoksia

Keskeinen ennustemuutos on sijoitussalkun kokoluokan lasku, mutta muilta osin muutokset ovat pieniä. 2025 tulos jääkin

ennusteissamme vaatimattomaksi, kun ei-jatkuvia tuottoja realisoituu vain vähän. Vastaavasti 2026 tulee olemaan erittäin vahva, kun useampi merkittävä irtaantuminen ajoittuu sinne. Kokonaisuutena ennustamme Taalerin liiketuloksen olevan lähivuosina keskimäärin noin 30 MEUR. Tulos heiluu vuositasolla merkittävästi johtuen ei-jatkuvien tuottojen huomattavasta osuudesta. Pääomarahastojen kannattavuuden odotamme parantuvan hiljalleen hallinnoitavan varallisuuden kasvun mukana. Tässä keskiössä on uusi SolarWind4 –rahasto, joka on tarkoitus lanseerata ensi vuonna. Kokonaisuutena Uusiutuvan Energian tulospäätökset ovat erittäin hyvät. Garantian odotamme palaavan vakaaseen kasvuun asuntomarkkinan hiljalleen piristytessä. Oman taseen sijoitukset ovat merkittävä muuttuja yhtiön sijoitustarinassa ja näkyvyys niihin on olematon. Osinkoennusteemme ovat edelleen varovaiset, sillä pääoman allokaation fokus on investoinneissa.

Osake on halpa, mutta ajurit ovat vähissä

Konservatiivinen osien summa laskelmamme on pysynyt ennallaan noin 10 eurossa per osake. Suurin osa arvosta muodostuu vakuutusyhtiö Garantiasta, ja loppuosa on käytännössä jakautunut energiarahastoliiketoiminnan sekä tasesijoitusten välille. Vaikka Taaleri jätti CMD:llä oven auki myös isommille rakennejärjestelyille, ei se niitä käsittäakseni itse aktiivisesti tavoittele. Näin ollen emme voi olettaa osien summan arvon purkautuvan ja pidämmekin toistaiseksi perusteltuna hinnoitella yhtiötä alle sen osien summan. Taaleria on historiallisesti hinnoiteltu 15-20 %:n alennuksella suhteessa osien summaan ja pidämme tätä tasoa perusteltuna toistaiseksi. Absoluuttisesti osakkeen arvostustaso on edullinen, mutta huomautamme että ei-jatkuvien tuottojen merkittävä osuus painaa hyväksyttävää arvostusta. Korkeampi arvostus vaatii mielestämme taakseen ensi vuoden tulokasvun konkretisoitumista ja tässä keskiössä ovat isojen ei-jatkuvien palkkioiden realisoituminen. Lisäksi yritysjärjestelyt ja oman taseen liikkeet voivat luonnollisesti toimia katalyyttinä.

Suositus

Lisää

(aik. Osta)

Tavoitehinta:

8,50 EUR

(aik. 9,00 EUR)

Osakekurssi:

7,32 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



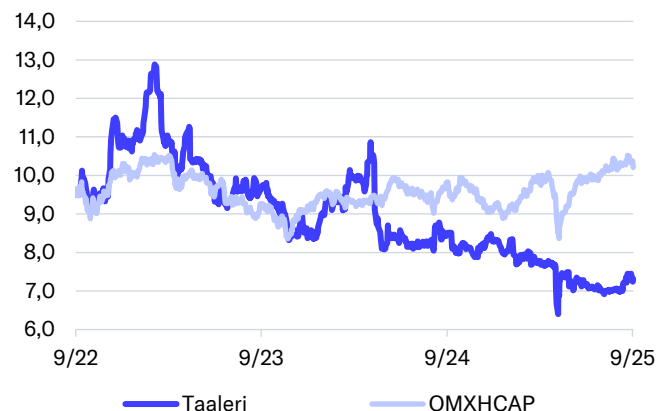
	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	72,6	53,6	64,4	64,3
kasvu-%	11 %	-26 %	20 %	0 %
EBIT oik.	38,1	19,2	34,9	31,8
EBIT-% oik.	52,4 %	35,9 %	54,2 %	49,5 %
Nettotulos	28,0	11,6	26,1	23,4
EPS (oik.)	0,99	0,41	0,91	0,81
P/E (oik.)	8,1	18,0	8,0	9,0
P/B	1,1	1,0	0,9	0,9
Osinkotuotto-%	6,2 %	3,3 %	7,5 %	6,7 %
EV/EBIT (oik.)	6,0	10,6	4,6	4,8
EV/EBITDA	5,8	10,1	4,6	4,8
EV/Liikevaihto	3,1	3,8	2,5	2,4

Lähde: Inderes

Ohjeistus

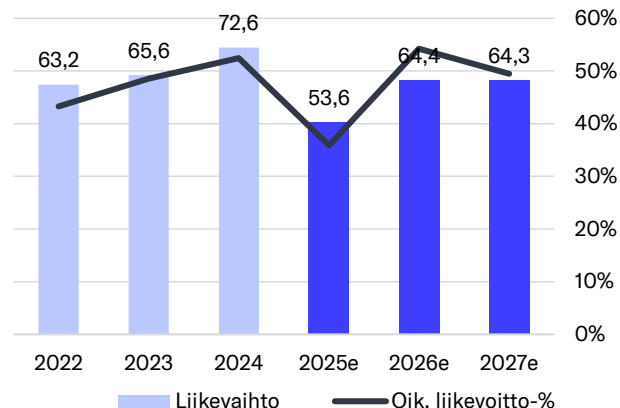
Ei ohjeistusta.

Osakekurssi



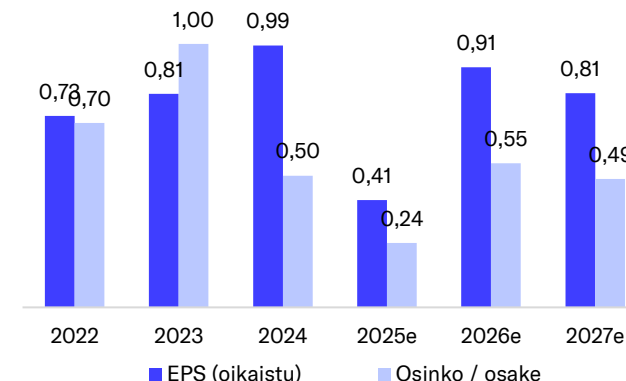
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

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

Riskitekijät

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

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	7,32	7,32	7,32
Osakemäärä, milj. kpl	28,4	28,6	28,8
Markkina-arvo	208	209	211
Yritysarvo (EV)	203	161	154
P/E (oik.)	18,0	8,0	9,0
P/E	18,0	8,0	9,0
P/B	1,0	0,9	0,9
P/S	3,9	3,2	3,3
EV/Liikevaihto	3,8	2,5	2,4
EV/EBITDA	10,1	4,6	4,8
EV/EBIT (oik.)	10,6	4,6	4,8
Osinko/tulos (%)	60,0 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	3,3 %	7,5 %	6,7 %

Lähde: Inderes

Huomioita pääomamarkkinapäivältä

Strategia terävöittää aiempia linjoja

Taalerin päivitetyn strategian painopistealueet ovat:

- Garantian kasvattaminen potentiaaliinsa.
- Pääomarahastoliiketoiminnan laajentaminen kasvattamalla nykystrategian mukaisia tuotteita sekä lanseeraamalla uusia tuotteita.
- Tuottavien suorien sijoitusten toteuttaminen kasvupääoman kautta.
- Kasvustrategian toteuttaminen hyödyntämällä yrityskauppoja valikoidusti.

Garantian osalta strategiassa ei ollut yllätyksiä, mutta viestinnällisesti yhtiö selkeytti sen roolia konsernissa. Garantian on tarkoitus tuottaa vakaata kassavirtaa, joka mahdollistaa investoinnit muihin liiketoimintoihin. Huomautamme, että vaikka Garantia pyrkii hakemaan kasvua myös mm. yrityspuolelta, on kasvu ennen kaikkea Suomen asuntomarkkinan piristymisen varassa. Garantian kasvuun liittyy mielestämme hyvin rajallisesti riskiä ja kysymys on lähinnä kasvun kulmakertoimesta.

Pääomarahastoissa keskeinen muutos on oven avaaminen uusille tuotteille ja strategioille. Yhtiö tutkii vaihtoehtoja laajentua uusille tuotealueille nykyisen kolmen (uusiutuva energia, bioteollisuus ja kiinteistöt) lisäksi. Käytännössä tämä tarkoittaisi todennäköisesti yrityskauppoja, sillä pääomarahastojen ylösajaminen nolliasta on pitkä ja varsin kivinen tie. Keskeisenä haasteena tässä on hyvien ostokohteiden rajallinen määrä Suomessa. Ottaen myös huomioon, että yhtiöllä on kaksi selvästi ylösajovaiheessa olevaa liiketoimintaa (bio ja kiinteistöt), emme ole

vakuuttuneita olisiko kolmannen uuden tuoteryhmän ylösajovaihe samanaikaisesti järkevää.

Uusiutuvan Energian osalta keskeinen uutinen oli SolarWind 4 -rahaston lanseeraus jo 2026. Olimme aiemmin odottaneet varainkeruun alkavan 2027 alkuvuodesta ja yhtiö on edennyt odotuksiamme nopeammin SolarWind3:n sijoitustoiminnassa. Rahaston kokotavoite on +800 MEUR, joka on linjassa odotustemme kanssa. SW4:n ylösajo on strategiakauden yksittäinen tärkein arvoajuri ja sen onnistuessa Pääomarahastojen kannattavuuden pitäisi skaalautua erittäin hyvin.

Bioteollisuuden ja Kiinteistöjen osalta ei saatu oleellista uutta tietoa ja molempia pyritään kasvattamaan tulevina vuosina uusilla lippulaivarahastoilla. Molempien kasvuun liittyy mielestämme merkittävää epävarmuutta johtuen etenkin vallitsevista markkinatilanteista. Huomautamme kuitenkin, että näiden rahastojen kokoluokat ovat merkittävästi SolarWind4 pienempiä ja koko Pääomarahastojen onnistuminen riippuu pitkälti SW4 onnistumisesta.

Oman taseen sijoitustoiminnassa merkittävä muutos

Suurimmat muutokset strategiassa nähtiin oman taseen sijoitustoiminnassa. Oman salkun bioteollisuusfokus poistettiin ja aiempi vähintään 100 MEUR:n sijoitussalkun kokotavoite on myös poistettu. Sen sijaan oman taseen sijoituksissa palataan Taalerin aiempaan hyvin opportunistiseen linjaan ja käsityksemme mukaan sijoitustoiminnan kantavana ajatuksena on puhtaasti salkun tuotto. Myös bioteollisuussijoitukset ovat edelleen mahdollisia ja esimerkiksi Kanadan biohiilihanke saatetaan edelleen toteuttaa ainakin osittain omasta taseesta. Myös

salkun kokoluokan suhteen yhtiöllä on aiempaa enemmän joustavuutta.

Taalerin oman taseen sijoitustoiminta on historiassa ollut hyvinkin menestyksekkästä ja etenkin isommat hankkeet (Finsilva, Garantia ja Varainhoidon myynti) ovat olleet hyvin onnistuneita. Tässä mielessä oman taseen sijoituksiin voi suhtautua positiivisesti, nyt kun niitä ei ole rajattu vain korkeamman riskin bioteollisuussektoriin. Samalla kuitenkin meidän on vaikea nähdä, että markkinat olisivat valmiit antamaan sijoitustoiminnalle oleellista arvoa, ennen kuin yritysjärjestelyistä saadaan konkreettista näyttöä.

Yrityskaupat keskeinen osa strategiaa

Viimeisenä strategian kulmakivenä Taaleri korostaa yrityskauppojen roolia osana kasvustrategiaa. Tällä viitataan luonnollisesti etenkin pääomarahastojen kasvuun, mutta kasvu myös muissa liiketoiminnoissa on mahdollista.

Vaikka yhtiön uusi strategia on rakennettu nykyisten osien päälle, ovat rakennejärjestelyt edelleen pitkällä aikavälillä mahdollisia. Tästä muistutti toimitusjohtajan katsauksen lause: ”Taalerilla on toimintahistoriansa ajalta myös merkittävää näyttöä onnistuneista yrityskaupoista niin hankintojen kuin myyntienkin osalta ja olemme myös jatkossa avoimia yrityskaupoille” Tämä on luonnollisesti positiivista, sillä emme näe Taalerin osissa olevan arvon tulevan täysimääräisesti esiin nykyisellä rakenteella. Arvioimme kuitenkin, että Taaleri ei itse pyri aktiivisesti purkamaan osissa olevaa arvoa, vaan keskittyy liiketoimintojen arvojen kasvattamiseen.

Taloudelliset tavoitteet linjassa ennusteidemme kanssa

Taloudellisissa tavoitteissa pieniä viilauksia

Taaleri päivitti myös taloudelliset tavoitteensa vuosille 2026-2028.

- Kannattavuuden kasvu: Jatkuvista tuotoista kertyvän liikevoiton kasvu keskimäärin 12 % vuodessa (uusi tavoite)
- Oman pääoman tuotto käyvin arvoin: Yli 15 % vuodessa keskimäärin strategiajakson aikana (päivitetty)
- Osinkopolitiikka: Vähintään 50 % tilikauden tuloksesta maksetaan osinkona (ennallaan)

Jatkuvien tuottojen liikevoiton kasvu on mielestämme hyvä tavoite. Luonnollisesti tähän yltäminen vaatii jatkuvien palkkioiden vahvaa kasvua sekä jatkuvaa kulutehokkuutta. Jatkuissa palkkioissa suurin yksittäinen ajuri on Uusiutuva Energia ja SolarWind4 -rahasto. Myös Garantian saaminen takaisin kasvu-uralle on luonnollisesti tärkeää, sillä tällä

hetkellä se generoi leijonanosan yhtiön jatkuviin palkkioihin pohjautuvasta kannattavuudesta. Ennusteemme ovat jo valmiiksi varsin hyvin linjassa jatkuvien palkkioiden kasvuennusteen kanssa. Olemme hieman yhtiön 12 %:n tavoitteen alapuolella, mutta arvioimme tämän tulevan muista pääomarahastoista, joissa ennusteemme ovat hyvin varovaiset. Lisäksi Garantiassa meidän näkemys asuntomarkkinan elpymisestä saattaa olla napsun Taalerin arviota varovaisempi.

15 %:n oman pääoman tuottotavoite on mielestämme niin ikään hyvä tavoite, sillä yhtiön tase on monesta verrokista poiketen hyvin suuri. Ennusteemme ovat linjassa yhtiön tavoitteen kanssa, mutta huomautamme sen nojaavan isoihin tuottopalkkioihin sekä sijoitustuottoihin 2026-2028.

Voitonjakopolitiikan osalta olisimme toivoneet lisää näkyvyyttä ylimääräisten pääomien käyttöön. Tulkintamme on, että yhtiö ei tule strategiakaudella jakamaan ylimääräistä voitonjakoa, vaan fokus on kasvattaa

sijoitussalkkua sekä mahdollisesti toteuttaa yritysjärjestelyitä Pääomarahastoissa. Mikäli pääomaa jää edelleen yli, on ylimääräinen voitonjako mahdollista, mutta todennäköisesti vasta strategiakauden loppupuolella.

Taaleri's Capital Markets Day 2025



Taaleri CMD: Päivitetyt tavoitteet



Ennusteiden iso kuva ennallaan

Ennustemuutokset

- Olemme tehneet vain rajallisia muutoksia ennusteisiimme. Suurin muutos on sijoitussalkun kokoluokan lasku, nyt kun yhtiö ei investoi aiemmin suunnitellun mukaisesti bioteollisuuteen. Odotamme nyt sijoitussalkun kokoluokan olevan nykyisellä noin 50 MEUR:n tasolla ja tuoton olevan 8 % vuodessa. Taaleri luonnollisesti tavoittelee itse selvästi kovempaa tuottoa (+15 %) ja mahdolliset tuotot tulevat todennäköisesti isompina kertatuottoina, eivätkä tasaisesti vuosittain kuten ennusteissamme. Myös sijoitussalkun koko saattaa olla lopulta suurempi, mutta heikon näkyvyyden takia varovaisuus on mielestämme perusteltua.
- Muilta osin ennusteissamme on tapahtunut vain marginaalisia muutoksia ja ainoa oleellinen muutos on Uusiutuvan energian hieman aikaistuneet SW4-rahaston myynnin ennusteet.
- Osingon osalta odotamme yhtiön jakavan osinkoa ~60 % tilikauden tuloksesta, vaikka yhtiöllä olisikin varaa jakaa merkittävästi tätä korkeampaa osinkoa. Matalahko voitonjakosuhde johtaa tilanteeseen, jossa yhtiöön kumuloituu strategiakauden aikana merkittävää ylimääräistä pääomaa (2028e nettokassa +80 MEUR). Luonnollisesti tämän pääoman käyttö tulee olemaan keskeinen kysymys strategiakaudella. Lähtökohtaisesti pääoma pyritään käyttämään sijoituksiin (oman taseen sijoitukset sekä strategiset yritysostot), mutta myös ylimääräinen voitonjako voi tulla kyseeseen, jos yhtiö ei löydä rahalle käyttöä strategiansa puitteissa.

Tulosennusteet yhteenveto

- Uusiutuvassa energiassa jatkuviin palkkioihin perustuva tulos on ottanut selvän harppauksen uusimman SolarWind 3 -rahaston myötä ja kannattavuus on hyvällä tasolla jo jatkuvilla palkkioilla. Seuraavaa tasonnostoa kannattavuudessa tapahtuu 2027, kun SolarWind4 -rahasto tekee ensimmäisen sulkemisensa. Odotamme segmentiltä myös merkittäviä tuottopalkkioita tulevana vuosina vanhoista tuulirahastoista sekä Aurinkotuuli 1 -rahastosta. Segmentin tulospäätökset lähivuosille ovatkin erittäin hyvät.
- Muiden pääomarahastojen jatkuviin palkkioihin perustuva kannattavuus säilyy ennusteissamme heikkona, mutta nousee voitolliseksi ensi vuodesta alkaen. Korkeampi kannattavuus vaatii toiminnan merkittävää kasvua, mitä meidän on nykytilanteessa vaikea nähdä. Huomautamme, että vuoden alusta voimaan astuneen raportointiuudistuksen seurauksena konsernikulut ovat aiempaa suuremmat ja vastaavasti operatiivisten segmenttien tulokset ovat aiempaa paremmat.
- Garantian takausvakuutustoiminta jatkaa ennusteissamme vakaata tuloskasvua asuntolainamarkkinan hiljalleen elpyessä. Markkinan elpyminen on kuitenkin verkkaista ja tämä näkyy myös Garantian kasvussa.
- Kokonaisuutena odotamme yhtiöltä lähivuosilta noin 30 MEUR:n tulosta. Tuloksen painopiste on tällä hetkellä vahvasti ei-jatkuvissa tuotoissa, mutta se paranee asteittain strategiakauden edetessä.

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	53,6	53,6	0 %	63,4	64,4	2 %	64,7	64,3	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	19,2	19,2	0 %	34,5	34,9	1 %	31,6	31,8	1 %
Liikevoitto	19,2	19,2	0 %	34,5	34,9	1 %	31,6	31,8	1 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,41	0,41	0 %	0,91	0,91	0 %	0,82	0,81	-1 %
Osakekohtainen osinko	0,24	0,24	0 %	0,54	0,55	0 %	0,49	0,49	-1 %

Lähde: Inderes

Osake on edullinen..

Osien summa arvonmäärityksen pohjana

Koska Taalerin eri osat ovat profiililtaan hyvin erilaisia, on osien summa hyvä lähtökohta yhtiön arvonmääritykselle. Yhtiö ei kuitenkaan strategiauudistuksen perusteella pyri purkamaan osissa olevaa arvoa rakennejärjestelyillä ja näin ollen osien arvojen pitää tulla esiin liiketoimintojen kassavirtoina. Arviomme Taalerin osien summan arvosta on ennallaan noin 279 MEUR:ssa, mikä tarkoittaa noin 10 euroa osakkeelta.

Taalerin nykyinen arvo muodostuu laskelmissamme Garantiasta (170 MEUR, perustuu osinkomallilaskelmaan), Energiasta (95 MEUR, perustuu verrokkivaluaatioihin), taseen sijoitusomaisuudesta (72 MEUR sisältäen vanhojen tuulirahastojen tuottopalkkiosaamiset sekä sijoitusten verovelat), nettokassasta (16 MEUR) sekä konsernikuluista (-86 MEUR). Muiden pääomarahastojen osuus arvosta on marginaalinen (12 MEUR), sillä liiketoiminnan kehitys on ennusteissamme hyvin vaatimatonta. Näkemyksemme mukaan osien summa laskelmamme on 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 noin 1x tasolle valahtanut P/B-kerroin indikoi osissa olevan selkeää arvoa.

Osien arvo tuskin tulee esiin nykyrakenteella

Taalerin osalta keskeinen kysymys on mielestämme edelleen se, että miten yhtiön osissa oleva arvo saataisiin paremmin esiin? Vaikka yhtiö jättikin CMD:llä oven auki myös isommille rakennejärjestelyille, ei yhtiö arviomme mukaan aktiivisesti näitä tavoittele ja näin ollen yhtiötä arvostaessa pitää lähteä oletuksesta, että yhtiö jatkaa nykyisellä rakenteellaan toistaiseksi.

Kuten olemme useaan otteeseen todenneet, emme usko Taalerin osissa olevan arvon tulevan täysimääräisesti esiin nykyisellä konglomeraattirakenteella. Konsernin arvokkain osa Garantia, jää sijoittajatarinassa väkisin sivurooliin, kun ydin on pääomarahastoissa. Lisäksi oman taseen sijoitustoiminta on sijoittajan näkökulmasta vaikeasti arvotettavissa sen heikon näkyvyyden johdosta. Jotta yhtiön osissa oleva arvo heijastuisi täysimääräisesti osakekurssissa, tulisi ainakin seuraavien asioiden tapahtua:

- tuloksen ennustettavuuden parantumista (etenkin tuloksen mixin parantuminen)
- parempi näkyvyys oman taseen sijoitustoimintaan (mittakaava ja kohteet)
- parempaa näkyvyyttä taseen käyttöön (voitonjako vs. sijoitukset).

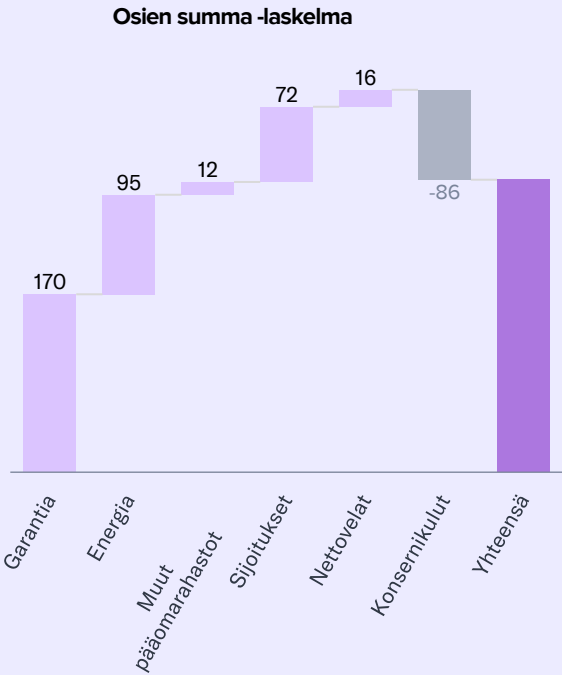
Osaketta perusteltua hinnoitella alle osien summan

Historiallisesti Taaleria on hinnoiteltu 15-20 %:n alennuksella suhteessa määrittelemäämme osien summaan. Pidämme tätä tasoa toistaiseksi perusteltuna, ennen kuin saamme lisänäkyvyyttä pääoman allokaatioon ja/tai arvon purkautumiseen.

Huomautamme että vaikka Taaleri ei itse aktiivisesti pyri purkamaan osissa olevaa arvoa, on mahdollista että katalyytti tähän tulee yhtiön ulkopuolelta. Käytännössä tämä tarkoittaisi sitä, että joku tekisi riittävän houkuttelevan tarjouksen Energiasta tai Garantiasta. Garantian osalta pidämme tätä varsin epätodennäköisenä, mutta Energian näemme hyvinkin kiinnostavana ostokohteena. Uskomme, että Energia herättää laajaa kiinnostusta sektorin yhtiöissä, niin Suomessa kuin rajojemme ulkopuolella.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	7,32	7,32	7,32
Osakemäärä, milj. kpl	28,4	28,6	28,8
Markkina-arvo	208	209	211
Yritysarvo (EV)	203	161	154
P/E (oik.)	18,0	8,0	9,0
P/E	18,0	8,0	9,0
P/B	1,0	0,9	0,9
P/S	3,9	3,2	3,3
EV/Liikevaihto	3,8	2,5	2,4
EV/EBITDA	10,1	4,6	4,8
EV/EBIT (oik.)	10,6	4,6	4,8
Osinko/tulos (%)	60,0 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	3,3 %	7,5 %	6,7 %

Lähde: Inderes



Mutta ajurit arvonnousulle puuttuvat

Arvostuskertoimet

Koska Taaleri vaikuttaisi jatkavan nykyisellä rakenteella, ovat perinteiset arvostuskertoimet myös käyttökelpoinen tapa arvottaa Taaleria. 2025 tuloksella osake näyttää kalliilta absoluuttisesti ja suhteellisesti, mutta 2026-2027 ennusteilla osake on edullinen ($P/E < 10x$). Huomautamme, että tuloksen mix painottuu ei-jatkuviin tuottoihin ja näin ollen selkeä alennus verrokkien tulos pohjaiseen arvostukseen on perusteltua. 2026 kertoimilla alennus on kuitenkin todella iso (40-50 %) ja pidämme alhaisempaa arvostuseroa perusteltuna. Näin ollen, kunhan tulosparannus tulee ensi vuonna läpi, pitäisi osakkeessa olla nousuvaraa.

Eri tulokskomponenttien arvot

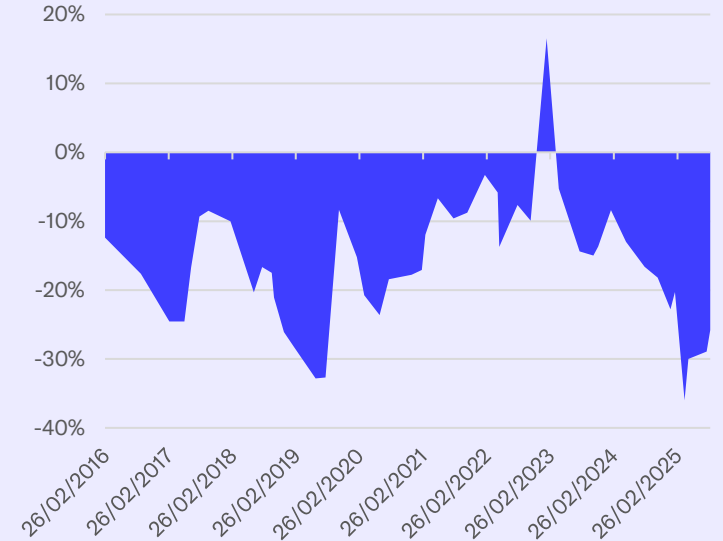
Olemme yrittäneet haarukoida Taalerin arvoa sen tuloksen osien arvon perusteella. Taalerin keskeinen haaste on tuloksen mixin painottuminen ei-jatkuviin tuottoihin ja tästä johtuva tuloksen heikko ennustettavuus. On selvää, että jatkuviin tuottoihin pohjautuva kannattavuus on merkittävästi ei-jatkuvia tuottoja arvokkaampaa ja mielestämme näitä voidaan arvottaa erillisinä komponentteina. Taalerin jatkuvan toiminnan liikevoitto on viimeiseltä 12kk:lta noin 10 MEUR. Yhtiö tavoittelee strategiakaudellaan 12 %:n vuotuista kasvua jatkuvassa tuloksessa. Jos käytämme lähtökohtana viimeisen 12kk tulosta (yhtiö itse käyttää laskennassa pohjalukuna 2025 tulosta), olisi 2028 tulos jatkuvasta toiminnasta noin 15 MEUR. Ennustamme vuosille 2026-2028 yhteensä ~55 MEUR ei-jatkuvia tuottoja, eli keskimäärin ei-jatkuvia palkkioita tulee vuodessa noin 18 MEUR.

Mielestämme jatkuvia palkkioita voitaisi hyvin hinnoitella 10-

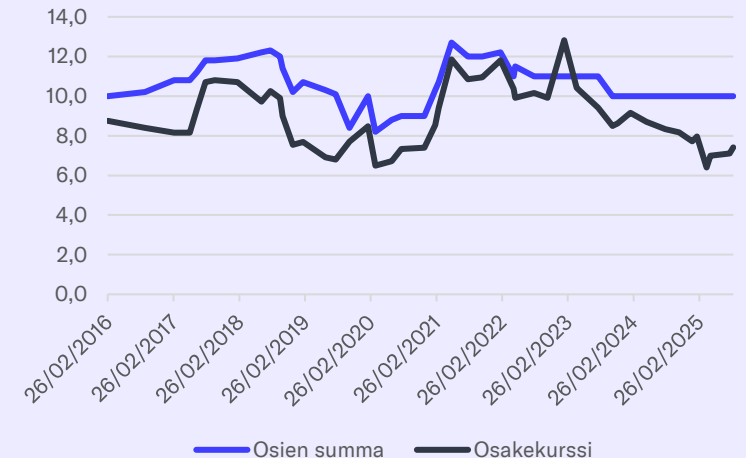
12x EV/EBIT kertoimella niiden korkean laadun ja hyvän ennustettavuuden johdosta. Näin ollen jatkuviin palkkioihin pohjautuvan tuloksen arvo olisi 150-180 MEUR. Ei-jatkuviissa palkkioissa Garantian sijoitussalkun tuotot ovat kohtuullisen ennustettavia ja niiden kerroin voisi olla korkeampi, mutta vastaavasti yksittäisestä hankkeesta (esim. Fintoil tai Toriparkki) tuleva tuottopalkkio ansaitsee hyvin matalan kertoimen, sillä siinä ei ole mitään jatkuvuutta. Ei-jatkuvan tuloksen hyväksyttävä hinnoittelukerroin voisi olla 4-6x, eli 70-110 MEUR. Näin ollen saisimme Taalerin arvoksi 2028 lopulla 223-290 MEUR. Tämä tarkoittaisi 10-40 %:n kurssinousua ja osingot huomioiden noin 10-20 %:n vuosituottoa. Strategian onnistuessa osakkeessa olisi nousuvaraa, joka tukee positiivista suositustamme osakkeesta.

Samaa kaavaa soveltaen viimeisen 12kk jatkuvaan tulokseen (~10 MEUR) ja edeltävän 2v keskiarvo ei-jatkuviin tuottoihin (~20 MEUR), olisi yhtiön arvo tällä hetkellä 180-240 MEUR, eli karkeasti nykykurssin tasolla.

Alennus/premio suhteessa osien summaan



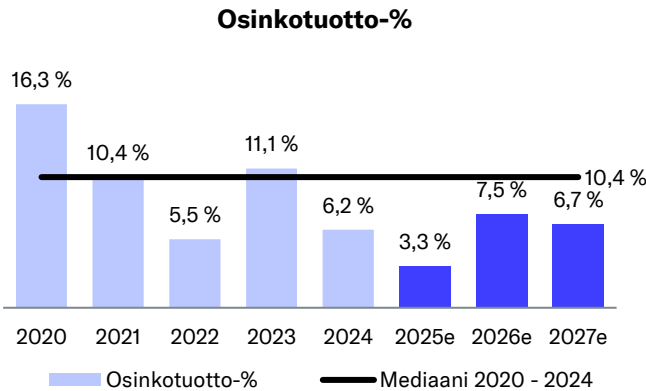
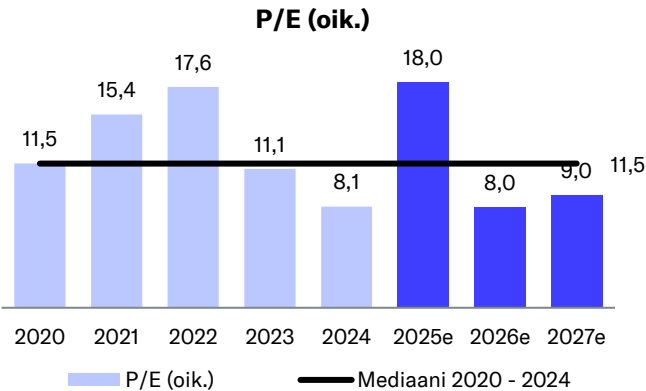
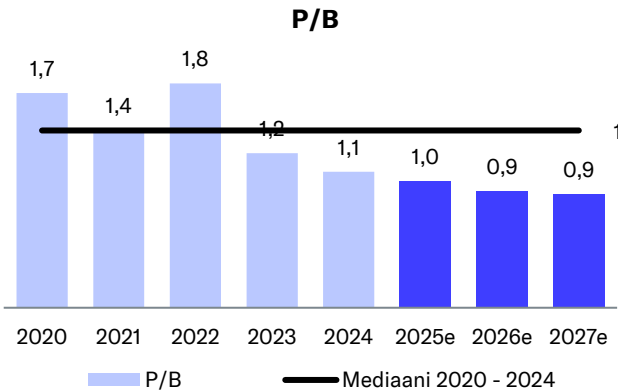
Kurssi ja osien summa (Inderes arvio, eur/osake)



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	8,12	11,5	12,8	8,99	8,03	7,32	7,32	7,32	7,32
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	208	209	211	212
Yritysarvo (EV)	289	308	331	234	227	203	161	154	143
P/E (oik.)	11,5	15,4	17,6	11,1	8,1	18,0	8,0	9,0	8,7
P/E	11,5	2,4	17,6	11,1	8,1	18,0	8,0	9,0	8,7
P/B	1,7	1,4	1,8	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9
P/S	2,7	4,7	5,7	3,9	3,1	3,9	3,2	3,3	3,2
EV/Liikevaihto	3,3	4,4	5,2	3,6	3,1	3,8	2,5	2,4	2,1
EV/EBITDA	10,7	2,1	11,6	7,2	5,8	10,1	4,6	4,8	4,3
EV/EBIT (oik.)	11,8	10,7	12,1	7,3	6,0	10,6	4,6	4,8	4,3
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 %	3,3 %	7,5 %	6,7 %	6,9 %

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	763								9,1	9,6	8,0	8,5	1,1
Alexandria	111	108	9,8	8,1	8,0	6,9	2,1	1,9	14,1	11,4	7,7	8,5	3,4
CapMan	334	327	10,7	7,8	10,2	7,5	5,1	4,3	16,4	12,0	8,0	8,5	1,7
Evli	518	517	11,5	10,2	10,7	9,5	4,7	4,4	16,4	14,5	6,1	6,3	3,4
eQ	516	504	17,4	13,1	16,7	12,6	8,4	6,8	22,6	17,8	4,4	5,6	6,9
Titanium	68	56	8,8	9,2	7,9	8,5	2,8	2,8	13,5	13,8	7,1	7,1	4,2
United Bankers	201	183	10,3	9,5	9,1	8,5	3,2	3,0	14,8	14,0	6,3	6,6	3,1
Mandatum	2904	2502	14,5	16,4	14,5	16,4	15,3	15,9	20,8	20,5	17,3	12,1	2,8
Taaleri (Inderes)	208	203	10,6	4,6	10,1	4,6	3,8	2,5	18,0	8,0	3,3	7,5	1,0
Keskiarvo			11,9	10,6	11,0	10,0	5,9	5,6	16,0	14,2	8,1	7,9	3,3
Mediaani			10,7	9,5	10,2	8,5	4,7	4,3	15,6	13,9	7,4	7,8	3,3
Erotus-% vrt. mediaani			-1 %	-51 %	-2 %	-46 %	-19 %	-42 %	15 %	-42 %	-55 %	-4 %	-69 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	65,6	17,2	12,6	22,2	20,7	72,6	9,3	13,5	12,5	18,3	53,6	64,4	64,3	66,7
Pääomarahastot	42,3	6,5	6,8	6,6	9,5	29,4	6,5	8,9	7,2	8,6	31,2	39,1	36,8	38,7
Garantia	17,9	8,7	4,7	6,8	5,3	25,5	2,4	5,1	4,7	5,1	17,2	21,1	21,8	22,4
Muut	6,1	0,9	0,6	0,3	0,2	2,0	0,3	0,2	0,4	0,4	1,3	1,5	1,5	1,5
Käyttökate	32,4	9,8	4,6	14,9	9,6	39,0	0,7	4,9	5,2	9,5	20,2	35,2	32,1	33,6
Poistot ja arvonalennukset	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,9	-0,3	-0,3	-0,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	31,9	9,6	4,4	14,7	9,4	38,1	0,5	4,5	5,0	9,3	19,2	34,9	31,8	33,3
Liikevoitto	31,9	9,6	4,4	14,7	9,4	38,1	0,5	4,5	5,0	9,3	19,2	34,9	31,8	33,3
Pääomarahastot	14,9	1,1	1,2	2,1	3,1	7,4	1,4	3,0	2,1	2,2	8,6	18,4	15,3	16,6
Garantia	16,5	8,5	4,7	6,3	4,8	24,3	2,1	5,0	4,4	4,8	16,3	20,0	20,6	21,1
Muut	0,5	-0,9	-1,1	-1,5	-2,1	-5,7	-2,1	-1,9	-1,6	-1,9	-7,4	-6,9	-7,2	-7,5
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	4,9	9,2	18,9	34,6	31,5	33,0
Verot	-4,2	-1,9	-0,8	-1,4	-0,7	-4,7	0,4	-2,3	-1,0	-1,9	-4,9	-6,9	-5,8	-6,1
Vähemmistöosuudet	-3,6	-0,1	-0,3	-2,2	-1,8	-4,4	-0,2	-0,2	-1,0	-1,0	-2,4	-1,6	-2,3	-2,4
Nettotulos	22,9	7,4	3,1	11,0	6,6	28,0	0,6	1,9	2,9	6,2	11,6	26,1	23,4	24,5
EPS (oikaistu)	0,81	0,26	0,11	0,39	0,23	0,99	0,02	0,07	0,10	0,22	0,41	0,91	0,81	0,85
EPS (raportoitu)	0,81	0,26	0,11	0,39	0,23	0,99	0,02	0,07	0,10	0,22	0,41	0,91	0,81	0,85

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	3,8 %	69,1 %	-46,9 %	64,7 %	13,4 %	10,6 %	-45,7 %	6,6 %	-43,4 %	-11,3 %	-26,1 %	20,1 %	-0,2 %	3,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	16,5 %	515,7 %	-75,2 %	156,3 %	36,3 %	19,4 %	-94,9 %	2,7 %	-66,1 %	-1,3 %	-49,5 %	81,6 %	-9,0 %	4,7 %
Käyttökate-%	49,3 %	57,3 %	36,2 %	67,5 %	46,5 %	53,6 %	7,0 %	36,2 %	41,4 %	51,6 %	37,6 %	54,6 %	49,9 %	50,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	48,6 %	55,9 %	34,7 %	66,4 %	45,4 %	52,4 %	5,2 %	33,4 %	39,8 %	50,5 %	35,9 %	54,2 %	49,5 %	49,9 %
Nettotulos-%	35,0 %	43,0 %	24,4 %	49,4 %	32,0 %	38,6 %	6,2 %	14,0 %	22,8 %	34,0 %	21,5 %	40,5 %	36,4 %	36,7 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	221	224	220	219	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	1,3	1,4	1,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	51,6	55,4	52,3	51,0	52,0
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	71,4	93,3	102
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	37,6	16,1	16,1
Likvidit varat	38,3	19,6	24,6	67,9	76,8
Taseen loppusumma	308	292	292	312	323

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	209	215	215	236	246
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	187	190	187	206	214
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	9,0	10,6	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	292	312	323

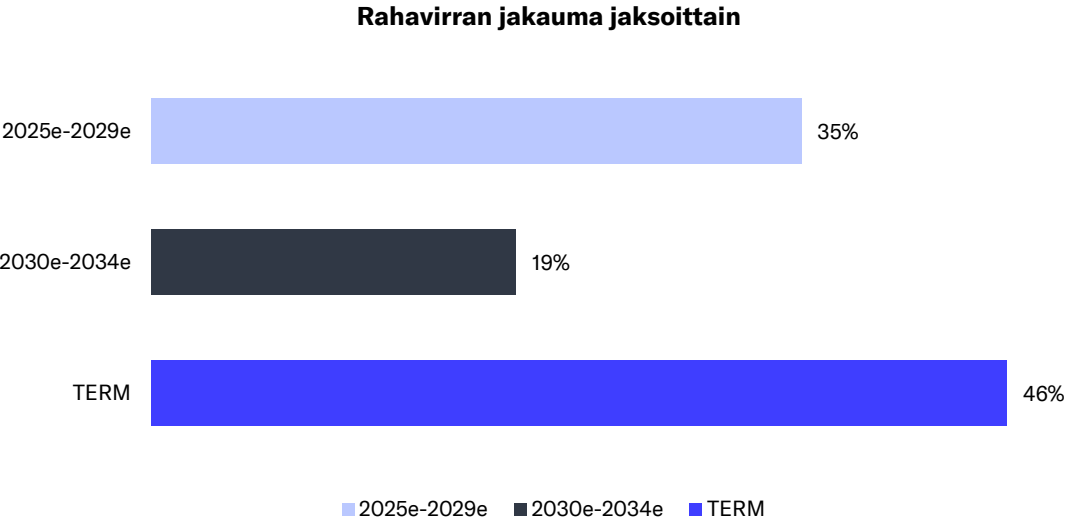
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	10,6 %	-26,1 %	20,1 %	-0,2 %	3,8 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	52,4 %	35,9 %	54,2 %	49,5 %	49,9 %	47,0 %	46,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %
Liikevoitto	38,1	19,2	34,9	31,8	33,3	32,3	32,6	32,8	33,6	34,5	35,3	
+ Kokonaispoistot	0,9	0,9	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	
- Maksetut verot	-11,4	-4,9	-6,9	-5,8	-6,1	-5,9	-6,0	-6,0	-6,2	-6,3	-6,5	
- 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	1,4	21,4	0,0	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
Operatiivinen kassavirta	27,3	16,6	49,6	26,2	26,8	26,2	26,4	26,7	27,4	28,2	28,9	
+ 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	16,3	49,2	25,8	26,3	25,6	25,8	26,0	26,7	27,4	28,1	
+/- Muut	-3,8	3,1	1,3	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	22,7	19,3	50,5	24,8	26,3	25,6	25,8	26,0	26,7	27,4	28,1	383
Diskontattu vapaa kassavirta		18,8	44,5	19,8	19,2	16,9	15,5	14,2	13,3	12,4	11,5	157
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		343	324	280	260	241	224	208	194	181	168	157
Velaton arvo DCF		343										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		19,6										
-Vähemmistöosuus		-20,0										
-Osinko/pääomapalautus		-14,1										
Oman pääoman arvo DCF		328										
Oman pääoman arvo DCF per osake		11,6										

Pääoman kustannus (WACC)

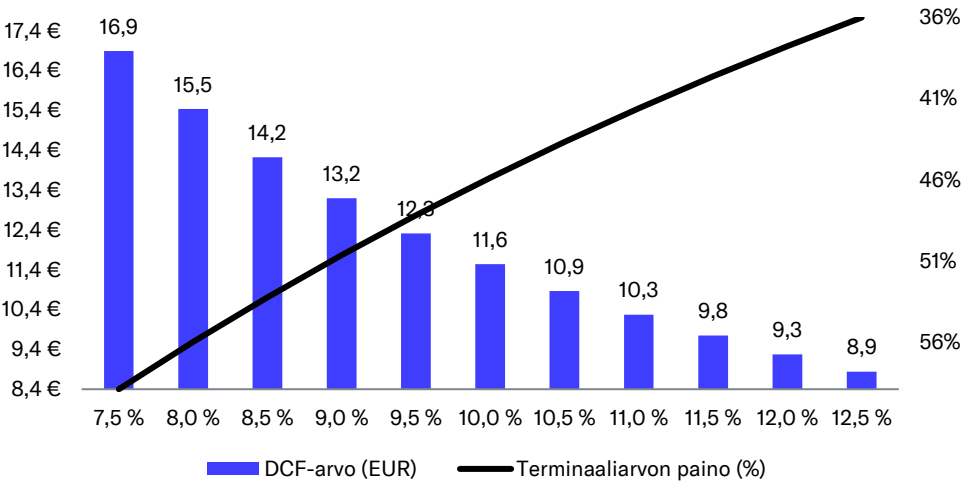
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,38
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,0 %

Lähde: Inderes

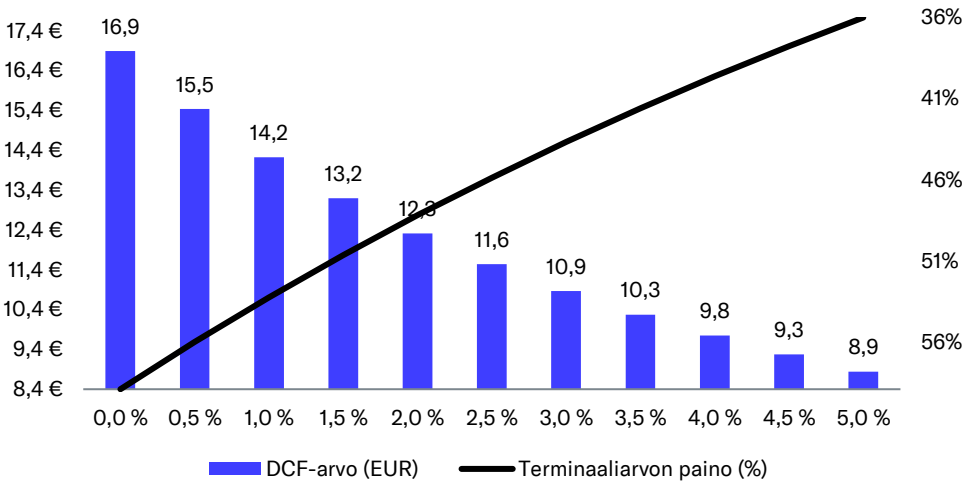


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

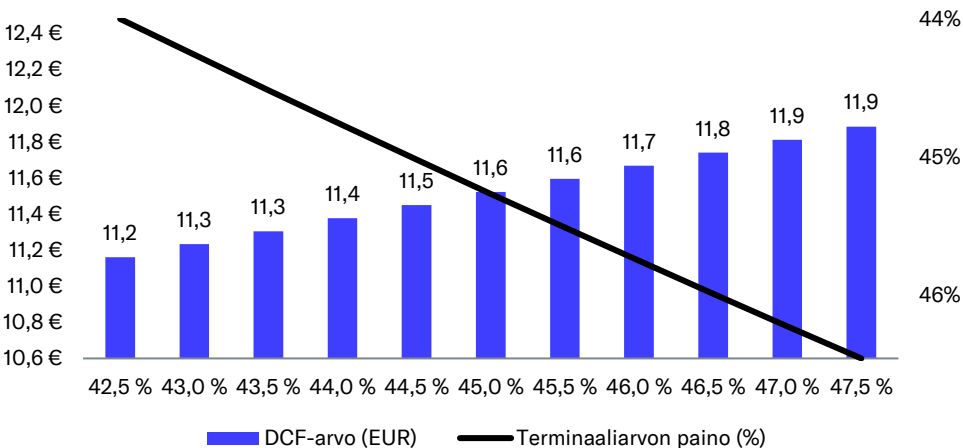
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



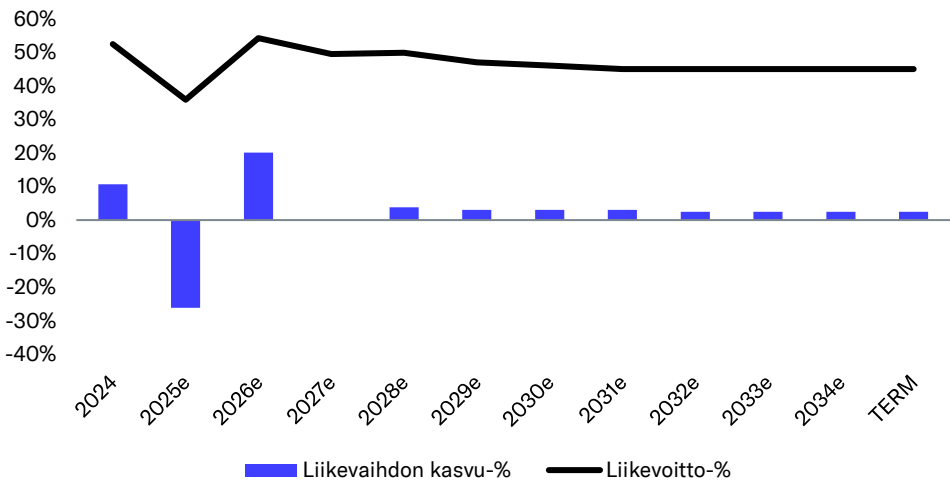
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	63,2	65,6	72,6	53,6	64,4
Käyttökate	28,6	32,4	39,0	20,2	35,2
Liikevoitto	27,4	31,9	38,1	19,2	34,9
Voitto ennen veroja	26,4	30,7	37,1	18,9	34,6
Nettovoitto	20,6	22,9	28,0	11,6	26,1
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	291,7	312,5
Oma pääoma	202,7	208,7	215,3	215,2	236,0
Liikearvo	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Nettovelat	-31,9	-23,4	-19,6	-24,6	-67,9

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	28,6	32,4	39,0	20,2	35,2
Nettokäyttöpääoman muutos	-6,8	-23,5	-0,1	1,4	21,4
Operatiivinen kassavirta	16,5	1,6	27,3	16,6	49,6
Investoinnit	15,0	-9,7	2,1	-0,4	-0,4
Vapaa kassavirta	57,7	6,2	22,7	19,3	50,5

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	5,2	3,6	3,1	3,8	2,5
EV/EBITDA	11,6	7,2	5,8	10,1	4,6
EV/EBIT (oik.)	12,1	7,3	6,0	10,6	4,6
P/E (oik.)	17,6	11,1	8,1	18,0	8,0
P/B	1,8	1,2	1,1	1,0	0,9
Osinkotuotto-%	5,5 %	11,1 %	6,2 %	3,3 %	7,5 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	0,73	0,81	0,99	0,41	0,91
EPS (oikaistu)	0,73	0,81	0,99	0,41	0,91
Operat. Kassavirta / osake	0,58	0,06	0,97	0,59	1,74
Operat. Vapaa kassavirta / osake	2,04	0,22	0,81	0,68	1,77
Omapääoma / osake	7,16	7,28	7,40	7,26	7,88
Osinko / osake	0,70	1,00	0,50	0,24	0,55

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	-9 %	4 %	11 %	-26 %	20 %
Käyttökateen kasvu-%	-80 %	13 %	20 %	-48 %	74 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-5 %	16 %	19 %	-49 %	82 %
EPS oik. kasvu-%	-2 %	11 %	23 %	-59 %	124 %
Käyttökate-%	45,2 %	49,3 %	53,6 %	37,6 %	54,6 %
Oik. Liikevoitto-%	43,3 %	48,6 %	52,4 %	35,9 %	54,2 %
Liikevoitto-%	43,3 %	48,6 %	52,4 %	35,9 %	54,2 %
ROE-%	9,5 %	11,2 %	13,5 %	5,6 %	12,1 %
ROI-%	11,8 %	14,5 %	17,3 %	8,9 %	15,5 %
Omavaraisuusaste	67,4 %	67,8 %	73,8 %	73,8 %	75,5 %
Nettovelkaantumisaste	-15,8 %	-11,2 %	-9,1 %	-11,4 %	-28,8 %

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 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 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 €
30/04/2025	Osta	9,00 €	7,12 €
14/08/2025	Osta	9,00 €	7,20 €
03/09/2025	Lisää	8,50 €	7,40 €



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.**