

TAALERI

13.08.2025 20.45 EEST



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Raportissa ei yllätyksiä, fokus jo tulevassa CMD:ssä

Toistamme Taalerin 9,0 euron tavoitehintamme ja osta-suosituksen. Q2-raportti oli linjassa odotuksiin, mutta fokus on jo tiukasti tulevassa strategiapäivityksessä. Osaketta hinnoitellaan edelleen reippaalla alennuksella suhteessa sen osien summaan ja myös absoluuttisesti osake on edullinen. Keskeinen kysymys onkin, miten osissa kiistatta olevaa arvoa saataisiin nostettua esiin. Tähän kysymykseen toivomme selkeää vastausta syksyn pääomamarkkinapäivässä, sillä ilman selkeää tiekarttaa arvon purkamiselle, on alle osien summan tasolla oleva hinta perusteltu.

Odotuksien mukainen Q2-raportti

Taalerin Q2-raportti oli hyvin linjassa odotuksiimme ja marginaalinen tulosalititus selitty dollariin vaikutuksilla sijoitussalkkuun. Operatiivisesti kvartaali oli napsun odotuksiamme parempi, kun Garantia vaikuttaisi kääntyvän takaisin kasvuun. Kommentoimme keskiviikon tulosta tarkemmin [täällä](#).

Strategian osalta ei odotetusti saatu vielä konkretiaa ja yhtiö järjestää CMD:n 2.9. Näkemyksemme on edelleen se, että yhtiön osien arvo ei tule esiin nykyisellä konsernirakenteella.

Ennusteiden iso kuva ennallaan, pääoman allokaatio edelleen kysymysmerkinä

Olemme tehneet ennusteisiimme jälleen paljon muutoksia. 2025 osalta suurin muutos on vanhojen tuulirahastojen irtaantumisen siirtyminen vuodelle 2026. 2026-2027 osalta Garantian ennusteemme ovat nousseet hiukan, kun yhtiö vaikuttaa pääsevän odotuksiamme nopeammin kasvuun kiinni. Vuoden 2025 tulos jääkin ennusteissamme varsin heikoksi, kun kertatuottoja realisoituu hyvin vähän. Vastaavasti 2026 tulee olemaan erittäin vahva, kun useampi merkittävä irtaantuminen vaikuttaisi osuvan sinne.

Kokonaisuutena ennustamme Taalerin liiketuloksen olevan

lähivuosina keskimäärin noin 30 MEUR. Tulos heiluu vuositason 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, ja näiden aikataulu ja mittakaava ovat edelleen keskeinen kysymysmerkki CMD:llä.

Osinkoennusteemme ovat edelleen varovaiset, sillä pääoman allokaation fokus on investoinneissa.

Osissa on arvoa, mutta reitti purkautumiselle puuttuu

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 välille. Myös absoluuttisesti osake on edullinen. Mielestämme on täysin selvää, että osissa on merkittävää arvoa, 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 hinnoiteltaisiin 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



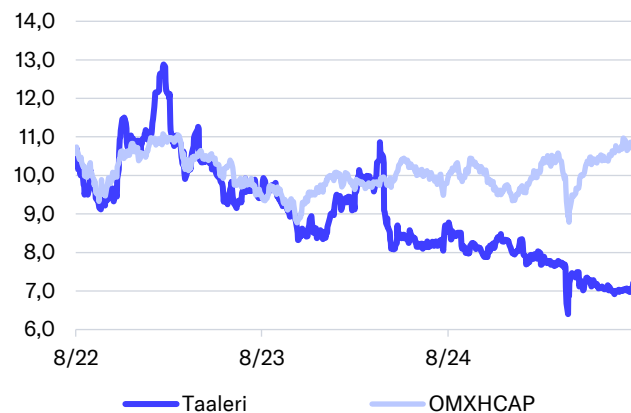
	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	72,6	53,6	63,4	64,7
kasvu-%	11 %	-26 %	18 %	2 %
EBIT oik.	38,1	19,2	34,5	31,6
EBIT-% oik.	52,4 %	35,9 %	54,5 %	48,9 %
Nettotulos	28,0	11,6	25,9	23,7
EPS (oik.)	0,99	0,41	0,91	0,82
P/E (oik.)	8,1	17,5	7,8	8,6
P/B	1,1	1,0	0,9	0,9
Osinkotuotto-%	6,2 %	3,4 %	7,6 %	6,9 %
EV/EBIT (oik.)	6,0	9,5	4,9	5,8
EV/EBITDA	5,8	9,1	4,9	5,8
EV/Liikevaihto	3,1	3,4	2,7	2,8

Lähde: Inderes

Ohjeistus

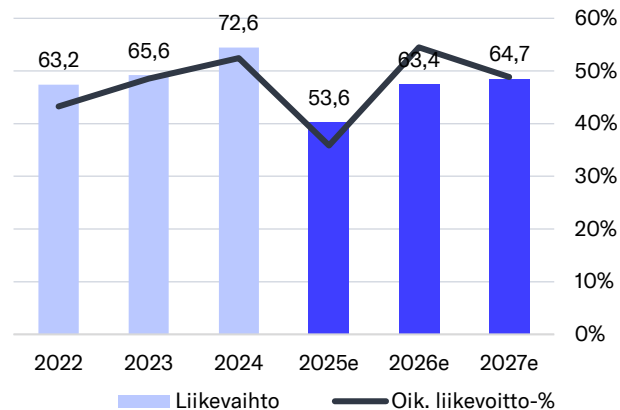
Ei ohjeistusta.

Osakekurssi



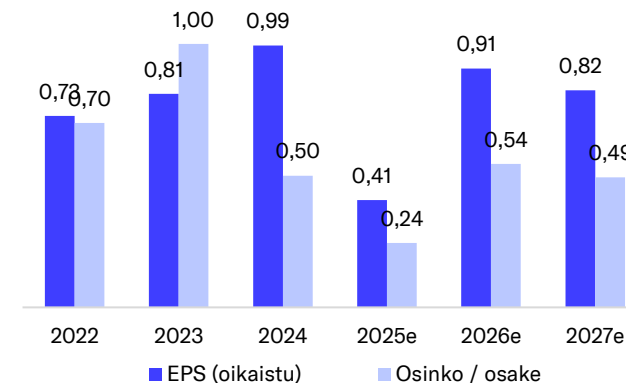
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Energian skaalautuminen
- Muiden Pääomarahastojen ylösajo
- Garantian kannattava kasvu
- 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	7,20	7,20	7,20
Osakemäärä, milj. kpl	28,4	28,6	28,8
Markkina-arvo	204	206	207
Yritysarvo (EV)	207	173	186
P/E (oik.)	17,7	7,9	8,7
P/E	17,7	7,9	8,7
P/B	1,0	0,9	0,9
P/S	3,8	3,2	3,2
EV/Liikevaihto	3,9	2,7	2,9
EV/EBITDA	10,2	5,0	5,8
EV/EBIT (oik.)	10,8	5,0	5,9
Osinko/tulos (%)	60,0 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	3,4 %	7,6 %	6,9 %

Lähde: Inderes

Odotuksien mukainen raportti

Tuloksessa ei oleellisia yllätyksiä

Taalerin liikevoitto oli 4,5 MEUR ja linjassa 5,0 MEUR:n ennusteemme kanssa. Heikentynyt dollari painoi konsernin sijoitussalkun arvoa noin miljoonalla ja tästä oikaistuna tulos olisi ollut 5,5 MEUR. Veroaste oli Q2:lla poikkeuksellisen korkea ja tämä painoi osakekohtaisen tuloksen reippaasti alle ennusteemme.

SolarWind3-rahaston varainkeruu eteni

Uusiutuvan energian osalta SolarWind3 -rahaston varainkeruu edistyi ja rahaston koko nousi 503 MEUR:oon (Q1'25: 481 MEUR). Rahasto on vielä auki yhdelle uudelle sijoittajalle vuoden loppuun asti. On selvää, että kyseessä on huomattavan kokoinen sijoittaja ja mahdollinen merkintä olisi väistämättä kymmeniä miljoonia euroja. Uusiutuvan energian palkkiot olivat jonkin verran odotuksiamme korkeammat, kun rahasto kasvoi odotuksiamme enemmän ja tästä kirjattiin takautuvasti reippaat hallinnointipalkkiot. Uusiutuvan energian kuluissa ei ollut yllätyksiä ja

kannattavuus skaalautui hyvin kasvun myötä. Muiden pääomarahastojen numeroissa ei ollut yllätyksiä.

Garantialta vahva suoritus

Garantia jatkoi jälleen vahvaa operatiivista suorittamistaan. Garantian vakuutusmaksutulo kasvoi odotuksiemme vastaisesti 3 %:lla 4,9 MEUR:oon ja myös takausvakuutuskanta kääntyi pieneen kasvuun asuntolainakysynnän piristymisen seurauksena. Vahinkosuhde oli pitkästä aikaa hieman korkeampi (19,9 %) ja tämä painoi vakuutuspalvelutulosta. Pienistä vahingoista huolimatta yhdistetty kulusuhde oli silti vahva 51 %. Emme ole huolissamme korvausten noususta ja odotamme normaalin tason olevan selvästi Q2:lla nähtyä tasoa alhaisempi. Garantian sijoitussalkun tuotto oli odotuksiemme mukaisesti vahva pääomamarkkinan hyvän vedon ansiosta.

Vanhojen tuulirahastojen irtaantumiset lykkääntyvät

Taalerin omassa sijoitussalkussa ei tapahtunut

katsauskaudella muutoksia, mutta dollarin lasku painoi sijoitussalkun tuoton reilun miljoonan miinukselle. Konsernikulut olivat hieman odotuksiamme suuremmat ja pidämme mahdollisena, että ne sisältävät strategiatyöhön liittyviä kuluja.

Näkymissä Taaleri teki pienen muutoksen, kun se odottaa nyt vanhempien tuulirahastojen irtaantumisten tapahtuvan todennäköisesti vasta 2025 jälkeen. Olimme aiemmin odottaneet irtaantumisen tapahtuvan 2025 ja lykkääntyminen on meille pieni pettymys. Huomautamme, että vaikka irtaantumismarkkina on kiistatta tahmea, kasvattaa jatkuvasti pitkittyvä irtaantumisprosessi riskiä rahaston tulevia tuottopalkkioita kohtaan. Jo kirjattujen tuottopalkkioiden osalta johto totesi [haastattelussamme](#), että ne testataan kvartaaleittain ja emme ole näistä erityisen huolissamme. Uudesta strategiasta ei raportilla odotetusti vielä hiiskuttu.

Ennustetaulukko	Q2'24	Q2'25	Q2'25e	Q2'25e	Konsensus		Erotus (%)	2025e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	12,6	12,9	13,4				-4 %	53,6
Liikevoitto (oik.)	4,4	4,5	5,0				-10 %	19,2
EPS (oik.)	0,11	0,07	0,10				-30 %	0,41
Liikevaihdon kasvu-%	-46,9 %	2,1 %	6,0 %				-4 %-yks.	-26,1 %
Liikevoitto-% (oik.)	34,7 %	34,9 %	37,3 %				-2,4 %-yks.	35,9 %

Lähde: Inderes

Taaleri Q2'25: "Positiivinen kvartaali"



Ennusteiden isossa kuvassa ei muutoksia

Ennustemuutokset

- Olemme tehneet ennusteisiimme jälleen paljon muutoksia. 2025 osalta suurin muutos on vanhojen tuulirahastojen irtaantumisen siirtyminen vuodelle 2026.
- 2026-2027 osalta Garantian ennusteemme ovat nousset hiukan, kun yhtiö vaikuttaa pääsevän odotuksiamme nopeammin kasvuun kiinni. Uusiutuvassa energiassa olemme tarkistaneet hieman liikevaihtoennusteita alas SolarWind3 -rahaston jäädessä hieman ennusteistamme. Segmentin kulurakenne on kuitenkin viime kvartaaleina kehittynyt jatkuvasti odotuksiamme paremmin ja kuluennusteiden laskun vaikutus ylittää laskeneen liikevaihtoennusteen vaikutuksen.
- Sijoitustoiminnassa olemme ottaneet astetta varovaisemman näkemyksen bioteollisuusinvestointien tuottoihin.
- Osinkoennusteemme 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 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 lähivuosisille ovatkin hyvät.
- Muiden pääomarahastojen jatkuviin palkkioihin perustuva kannattavuus säilyy ennusteissamme heikkona, mutta nousee voitolliseksi ensi vuodesta alkaen. Korkeampi kannattavuus vaatii toiminnan merkittävää kasvua.
- Huomautamme, että vuoden alusta voimaantuneen raportointiuudistuksen seurauksena konsernikulut ovat aiempaa suuremmat ja vastaavasti operatiivisten segmenttien tulokset ovat aiempaa paremmat.
- Garantian takausvakuutustoiminta jatkaa ennusteissamme vakaata tuloskehitystä asuntolainamarkkinan hiljalleen elpessä.
- Kokonaisuutena odotamme yhtiöltä lähivuosisilta 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 2.9 CMD:llä.

Ennustemuutokset	2025	2025	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	56,6	53,6	-5 %	61,2	63,4	4 %	66,4	64,7	-3 %
Pääomarahastot	34,3	31,2	-9 %	35,7	38,1	7 %	35,6	34,5	-3 %
Garantia	16,9	17,2	2 %	19,8	21,1	6 %	20,5	21,8	6 %
Muut	1,2	1,3	7 %	1,5	1,5	0 %	1,5	1,5	0 %
Sijoitukset (2024 alkaen)	4,2	2,7	-36 %	4,2	2,7	-36 %	8,8	7,0	-21 %
Liikevoitto	23,0	19,2	-17 %	28,2	34,5	22 %	30,9	31,6	2 %
Pääomarahastot	11,0	8,6	-21 %	11,7	17,0	45 %	10,8	12,3	15 %
Garantia	15,9	16,3	3 %	18,7	20,0	7 %	19,3	20,6	7 %
Muut	-7,3	-7,4	-2 %	-6,8	-6,9	-2 %	-7,1	-7,2	-2 %
Sijoitukset (2024 alkaen)	3,4	1,7	-51 %	4,6	4,5	-2 %	7,9	5,9	-25 %
Tulos ennen veroja	22,6	18,9	-17 %	27,9	34,2	23 %	30,6	31,3	2 %
EPS (oikaistu)	0,51	0,41	-21 %	0,73	0,91	24 %	0,81	0,82	2 %
Osinko / osake	0,31	0,24	-21 %	0,44	0,54	24 %	0,49	0,49	2 %

Taaleri Half year financial report January–June 2025



Osien summassa on 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 279 MEUR:ssa (aik. 277 MEUR), mikä tarkoittaa noin 10 euroa osakkeelta.

Osakekurssi on alle osien arvon

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 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 arvostettu alhaisilla kertoimilla ja tämä tukee näkemystämme edullisesta hinnoittelusta. Myös P/B -kerroin on valahtanut noin 1x tasolle, jota on vaikea pitää perusteltuna.

Ajatuksia tulevasta strategiasta

Keskeinen kysymys (sekä haaste) Taaleriin liittyen onkin, miten yhtiön osissa oleva arvo saadaan esiin. Tärkein

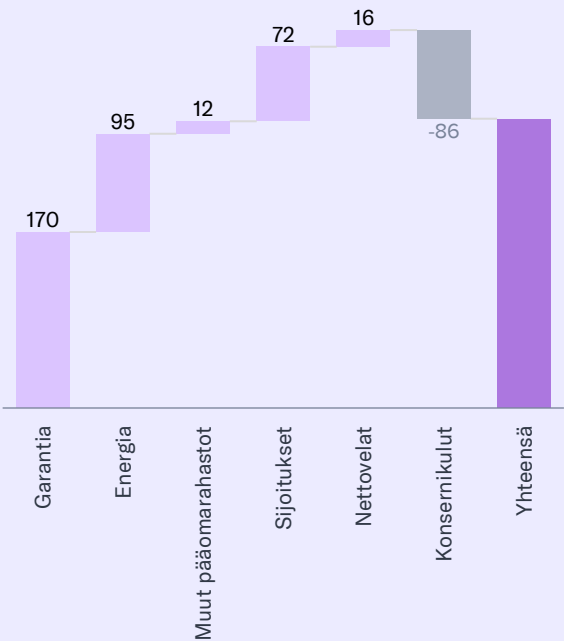
yksittäinen kysymys tulevaan strategiapäivitykseen liittyen on yhtiön rakenne. Jatkaako yhtiö nykyisellä rakenteella vai pyritäänkö arvo purkamaan esimerkiksi jakautumisen kautta? Mielestämme on selvää, että esimerkiksi jakautumalla osista vapautuisi merkittävää arvoa välittömästi, kun osien arvot tulisivat esiin. Mikäli yhtiö päättäisi purkaan nykyisen rakenteensa irrottamalla Garantian, olisi se samalla lopetus nykyiselle bioteollisuusinvestointistrategialle, sillä Pääomarahastoilla ei olisi itsenäisenä yhtiönä kykyä ottaa ainakaan nykyisen strategian tavoittelemaa taseriskiä (+100 MEUR investoinnit).

Mikäli Taaleri päätyisi säilyttämään nykyisen rakenteensa, keskeiseksi kysymykseksi jää pääoman allokaatio. Yhtiön nykyinen strategia tähtää merkittävien bioteollisuusinvestointien tekemiseen, mutta näissä on edetty merkittävästi alkuperäistä aikataulua hitaammin. Bioteollisuussektorin näkymät ovat myös muuttuneet selvästi aiempaa heikommiksi johtuen mm. regulaatiomuutoksista. Pidämmekin hyvin mahdollisena, että yhtiö tulee muuttamaan strategiaansa bioteollisuusinvestointeihin liittyen ja mielestämme tämä olisi myös perusteltua.

Mikäli yhtiö päättää jatkaa nykyrakenteella ja se haluaa jatkaa aktiivista sijoitustoimintaansa (bioteollisuus tai muut kohteet), tulisi yhtiön siirtää sijoittajaviestinnässään fokus teollisuusyhtiöstä enemmän sijoitusyhtiön suuntaan. Yhtiö voisi avoimesti kertoa, että kaikki osat ovat myynnissä kun hinnasta sovitaan (kuten ne ovat olleet läpi yhtiön historian). Lisäksi yhtiö voisi avoimesti kertoa pyrkivänsä aktiiviseen ja opportunistiseen pääoman allokaatioon, kuten se on tehnyt läpi historian. Muistutamme, että yhtiön track-record sijoituksista on erittäin hyvä, mistä kertoo myös konsernin 10v ja 5v erinomaiset 24 %:n oman pääoman tuotot.

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	7,20	7,20	7,20
Osakemäärä, milj. kpl	28,4	28,6	28,8
Markkina-arvo	204	206	207
Yritysarvo (EV)	207	173	186
P/E (oik.)	17,7	7,9	8,7
P/E	17,7	7,9	8,7
P/B	1,0	0,9	0,9
P/S	3,8	3,2	3,2
EV/Liikevaihto	3,9	2,7	2,9
EV/EBITDA	10,2	5,0	5,8
EV/EBIT (oik.)	10,8	5,0	5,9
Osinko/tulos (%)	60,0 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	3,4 %	7,6 %	6,9 %

Lähde: Inderes



Isot odotukset CMD:lle

Tässä skenaariossa olisi myös toivottavaa, että yhtiö selkeyttäisi voitonjakopolitiikkaansa ja indikoisi selvästi jakavansa perusosingon lisäksi ylimääräistä voitonjakoa, kun isompia kertatuottoja jatkossa tulee. Isossa kuvassa uskomme, että mitä aggressiivisempaa yhtiön voitonjako on, sen pienempi on osien summaan liittyvä alennus, kun osien arvo alkaisi purkautua voitonjaon kautta.

Mikäli yhtiö jatkaa monialayhtiörakenteella, olisi alennus osien summaan täysin perusteltu (Taalerin historiallinen alennus suhteessa osien summaan noin 15–20 %). Kuitenkin viemällä sijoittajatarinaa enemmän sijoitusyhtiön suuntaan, olisi tällä mahdollista supistaa alennusta.

Uskomme myös, että mitä isommassa roolissa bioteollisuusinvestoinnit strategiassa ovat, niin sen isompi alennus osien summassa tulee olemaan lähivuosina. Tämä johtuu puhtaasti siitä, että oman taseen bioteollisuusinvestointien aikataulut ovat pitkiä ja potentiaalinen realisoituminen saadaan odottaa todennäköisesti ensi vuosikymmenen puolelle.

Kuten aiemmin totesimme, on meidän vaikea nähdä, että Taalerin osissa oleva arvo tulisi täysimääräisesti esiin nykyiselle rakenteella. Konsernin arvokkain osa Garantia, jää sijoittajatarinassa väkisin 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 tämän toteutumista epätodennäköisenä.

Mitä kautta arvo voisi purkautua?

Kaikista loogisin katalyytti arvon purkamiselle olisi se, että yhtiö itse päättäisi purkaa osissa olevan arvon. Tämä olisi

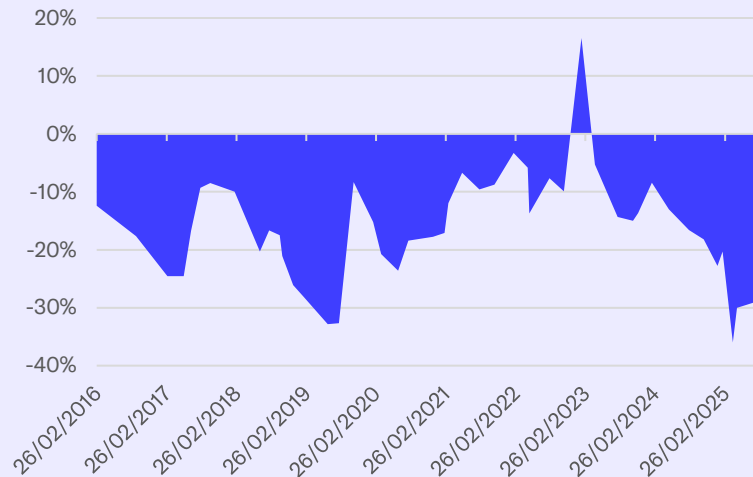
kohtuullisen helppoa toteuttaa esimerkiksi jakautumalla tai jonkun muun suuren järjestelyn kautta. Toinen vaihtoehto yhtiön omissa toimissa arvon purkamiseksi, olisi muutos pääoman allokaatiostrategiassa, siirtämällä fokus tasesijoituksista voitonjakoon.

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.

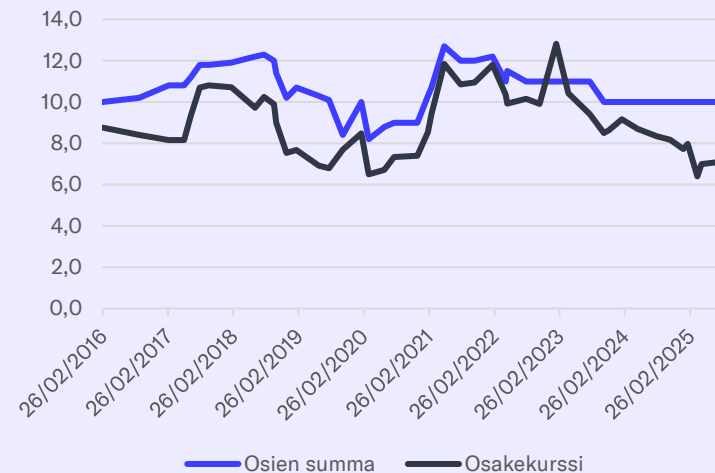
Huomautamme myös, että arvon purkautuminen nykystrategian toteuttamisen kautta on myös mahdollista. Tässä keskiössä olisivat onnistuneet irtautumiset Fintoilista ja Biohiilestä (rakentavat track-recordia) sekä seuraavat sijoitukset sektorille. Lisäksi pääoman vapautuminen muista sijoituksista edesauttaisi 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 edelleen yli 50 %:n todennäköisyyden sille, että yhtiön osien arvo purkautuu seuraavan kahden vuoden aikana ja tässä skenaariossa osakkeen vuosituotto olisi erinomainen. Katseet ovatkin tiukasti 2.9 järjestettävällä CMD:llä. 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.

Alennus/premio suhteessa osien summaan



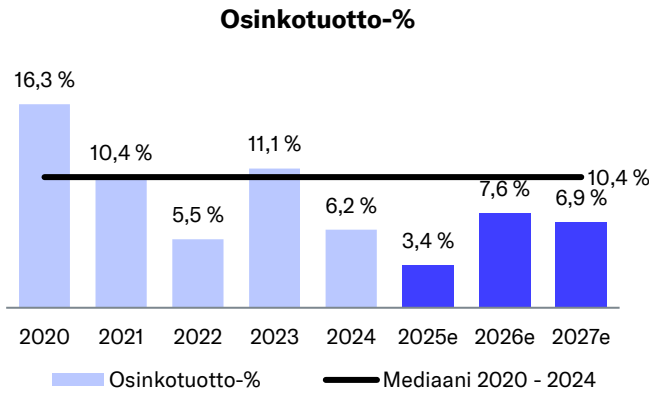
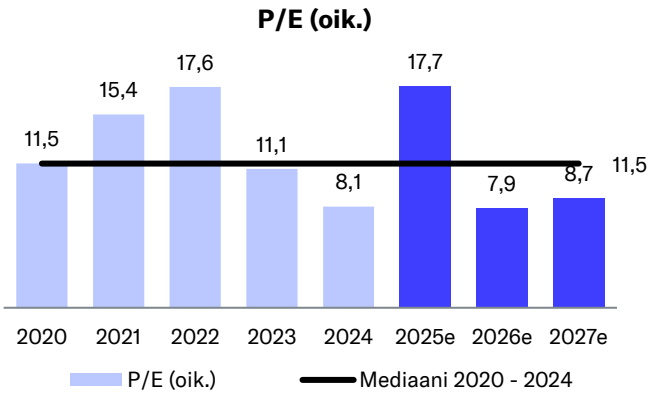
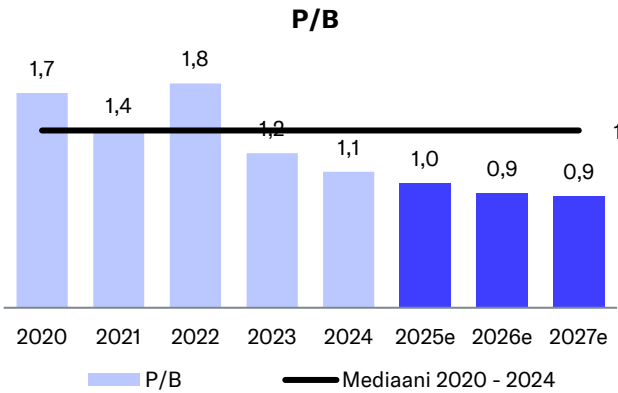
Kurssi ja osien summa (Inderes arvio, eur/osake)



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	8,12	11,5	12,8	8,99	8,03	7,20	7,20	7,20	7,20
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	204	206	207	209
Yritysarvo (EV)	289	308	331	234	227	207	173	186	176
P/E (oik.)	11,5	15,4	17,6	11,1	8,1	17,7	7,9	8,7	8,4
P/E	11,5	2,4	17,6	11,1	8,1	17,7	7,9	8,7	8,4
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	3,8	3,2	3,2	3,1
EV/Liikevaihto	3,3	4,4	5,2	3,6	3,1	3,9	2,7	2,9	2,6
EV/EBITDA	10,7	2,1	11,6	7,2	5,8	10,2	5,0	5,8	5,2
EV/EBIT (oik.)	11,8	10,7	12,1	7,3	6,0	10,8	5,0	5,9	5,3
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 %	3,4 %	7,6 %	6,9 %	7,2 %

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	735								8,7	9,2	8,3	8,9	1,0
Alexandria	109	104	8,4	7,6	7,2	6,5	2,0	1,8	11,7	10,7	8,2	8,6	3,2
CapMan	335	328	10,7	7,8	10,3	7,5	5,2	4,3	16,5	12,1	7,9	8,5	1,7
Evli	519	519	11,6	10,2	10,7	9,6	4,7	4,4	16,5	14,5	6,1	6,3	3,4
eQ	552	540	18,7	14,1	17,9	13,6	9,0	7,3	24,1	19,1	4,2	5,3	7,4
Titanium	63	51	9,0	8,9	8,0	8,1	2,6	2,5	13,7	13,2	7,1	7,5	4,0
United Bankers	199	184	12,4	10,0	10,6	8,9	3,4	3,1	17,9	14,6	6,3	6,6	3,3
Mandatum	3062	2648	13,9	16,1	13,9	16,1	15,9	16,9	20,1	20,6	16,4	12,3	2,9
Taaleri (Inderes)	204	207	10,8	5,0	10,2	5,0	3,9	2,7	17,7	7,9	3,4	7,6	1,0
Keskiarvo			12,1	10,7	11,2	10,0	6,1	5,7	16,1	14,2	8,1	8,0	3,4
Mediaani			11,6	10,0	10,6	8,9	4,7	4,3	16,5	13,9	7,5	8,0	3,2
Erotus-% vrt. mediaani			-7 %	-50 %	-3 %	-44 %	-18 %	-37 %	7 %	-43 %	-55 %	-5 %	-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	63,4	64,7	67,5
Pääomarahastot	42,3	6,5	6,8	6,6	9,5	29,4	6,5	8,9	7,2	8,6	31,2	38,1	34,5	36,6
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	34,8	31,9	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	34,5	31,6	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	34,5	31,6	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	17,0	12,3	13,8
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	34,2	31,3	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	-6,8	-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	-1,4	-1,8	-1,9
Nettotulos	22,9	7,4	3,1	11,0	6,6	28,0	0,6	1,9	2,9	6,2	11,6	25,9	23,7	25,0
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	0,82	0,86
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	0,82	0,86

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 %	18,1 %	2,1 %	4,3 %
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 %	79,5 %	-8,4 %	5,3 %
Käyttökate-%	49,3 %	57,3 %	36,2 %	67,5 %	46,5 %	53,6 %	7,0 %	36,2 %	41,4 %	51,6 %	37,6 %	54,9 %	49,3 %	49,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	48,6 %	55,9 %	34,7 %	66,4 %	45,4 %	52,4 %	5,2 %	33,4 %	39,8 %	50,5 %	35,9 %	54,5 %	48,9 %	49,3 %
Nettotulos-%	35,0 %	43,0 %	24,4 %	49,4 %	32,0 %	38,6 %	6,2 %	14,0 %	22,8 %	34,0 %	21,5 %	40,9 %	36,7 %	37,0 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	221	224	227	234	255
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	59,3	66,0	87,0
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	64,4	78,0	66,8
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	16,1	15,8	16,2
Likvidit varat	38,3	19,6	39,0	52,9	41,3
Taseen loppusumma	308	292	292	312	322

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	10,4	12,2
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	322

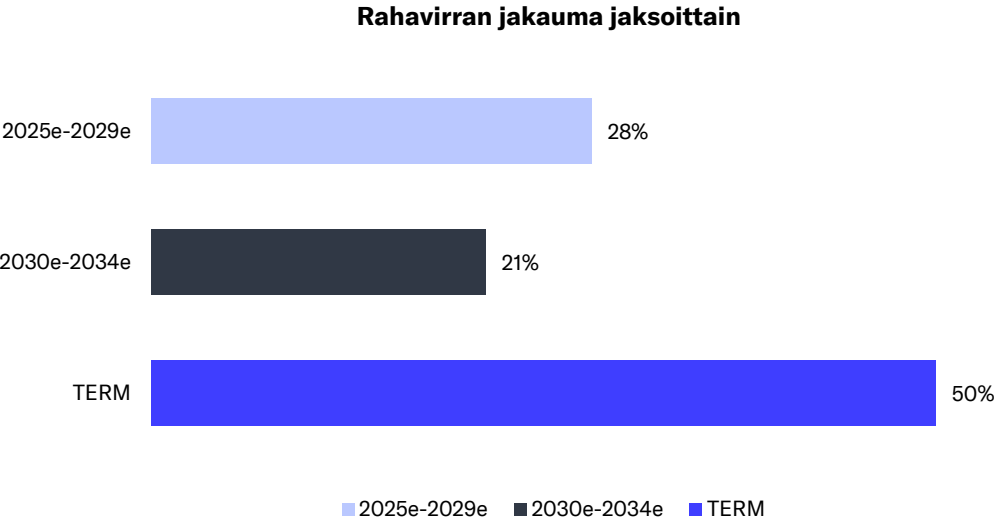
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	10,6 %	-26,1 %	18,1 %	2,1 %	4,3 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	52,4 %	35,9 %	54,5 %	48,9 %	49,3 %	47,0 %	46,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %
Liikevoitto	38,1	19,2	34,5	31,6	33,3	32,7	32,9	33,2	34,0	34,9	35,7	
+ 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	-6,8	-5,8	-6,1	-6,0	-6,0	-6,1	-6,2	-6,4	-6,6	
- 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	21,7	-0,3	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
Operatiivinen kassavirta	27,3	16,6	49,6	25,7	26,8	26,5	26,7	27,0	27,8	28,5	29,2	
+ 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	16,3	49,2	25,3	26,3	25,9	26,1	26,3	27,0	27,7	28,5	
+/- Muut	-3,8	-3,9	-6,7	-21,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	22,7	12,3	42,5	4,3	26,3	25,9	26,1	26,3	27,0	27,7	28,5	387
Diskontattu vapaa kassavirta		11,9	37,2	3,4	19,0	17,0	15,6	14,3	13,3	12,4	11,6	158
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		314	302	265	261	242	225	209	195	182	169	158
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)

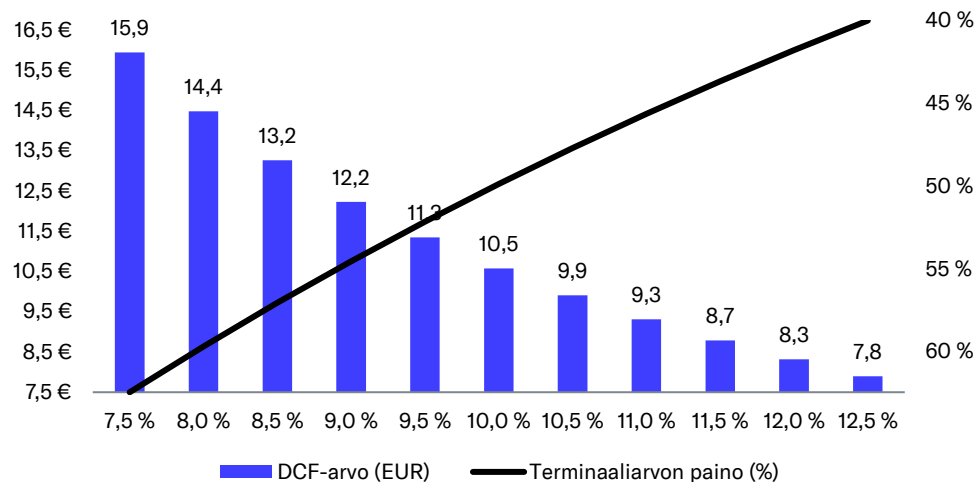
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,38
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,0 %

Lähde: Inderes

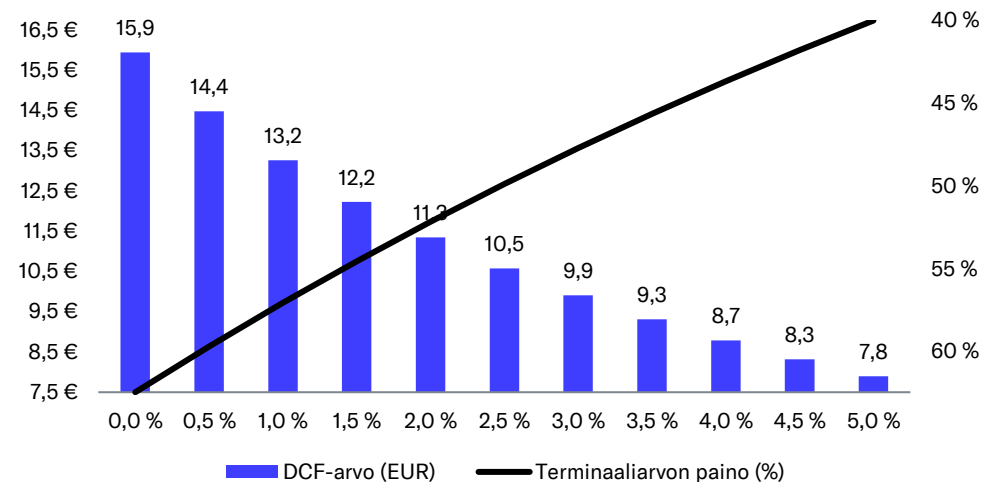


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

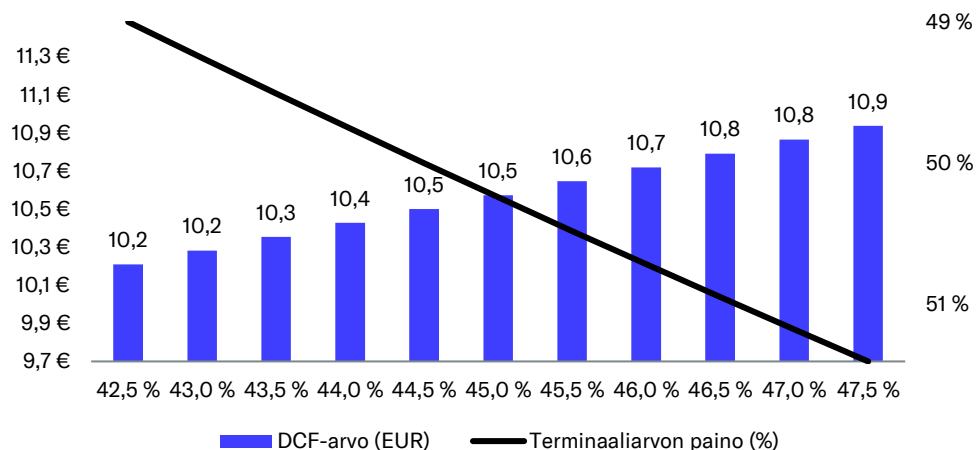
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



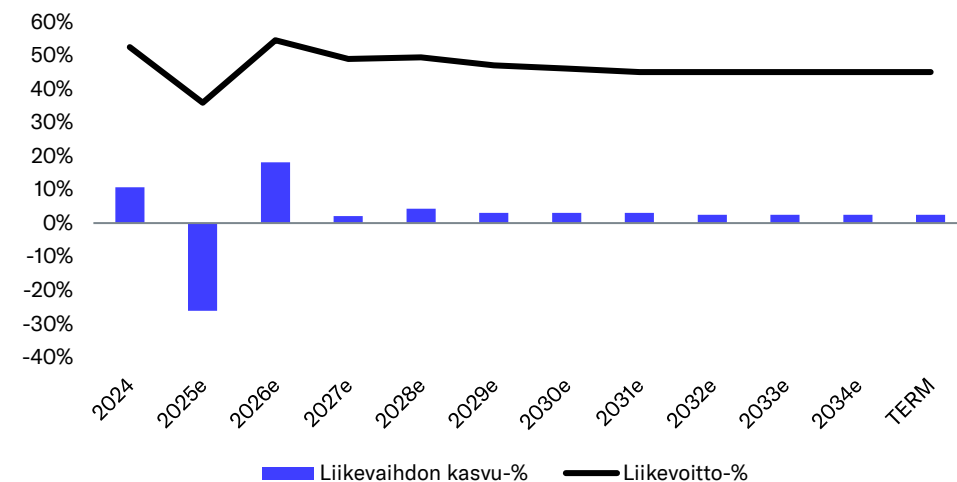
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	63,2	65,6	72,6	53,6	63,4	EPS (raportoitu)	0,73	0,81	0,99	0,41	0,91
Käyttökate	28,6	32,4	39,0	20,2	34,8	EPS (oikaistu)	0,73	0,81	0,99	0,41	0,91
Liikevoitto	27,4	31,9	38,1	19,2	34,5	Operat. Kassavirta / osake	0,58	0,06	0,97	1,34	0,98
Voitto ennen veroja	26,4	30,7	37,1	18,9	34,2	Operat. Vapaa kassavirta / osake	2,04	0,22	0,81	1,19	0,73
Nettovoitto	20,6	22,9	28,0	11,6	25,9	Omapääoma / osake	7,16	7,28	7,40	7,26	7,88
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,70	1,00	0,50	0,24	0,54
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	300,8	307,9	291,9	291,7	312,2	Liikevaihdon kasvu-%	-9 %	4 %	11 %	-26 %	18 %
Oma pääoma	202,7	208,7	215,3	215,2	235,6	Käyttökateen kasvu-%	-80 %	13 %	20 %	-48 %	72 %
Liikearvo	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	-5 %	16 %	19 %	-49 %	80 %
Nettovelat	-31,9	-23,4	-19,6	-39,0	-52,9	EPS oik. kasvu-%	-2 %	11 %	23 %	-59 %	123 %
						Käyttökate-%	45,2 %	49,3 %	53,6 %	37,6 %	54,9 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Oik. Liikevoitto-%	43,3 %	48,6 %	52,4 %	35,9 %	54,5 %
Käyttökate	28,6	32,4	39,0	20,2	34,8	Liikevoitto-%	43,3 %	48,6 %	52,4 %	35,9 %	54,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-6,8	-23,5	-0,1	22,9	0,2	ROE-%	9,5 %	11,2 %	13,5 %	5,6 %	12,0 %
Operatiivinen kassavirta	16,5	1,6	27,3	38,1	28,1	ROI-%	11,8 %	14,5 %	17,3 %	8,9 %	15,3 %
Investoinnit	15,0	-9,7	2,1	-0,4	-0,4	Omavaraisuusaste	67,4 %	67,8 %	73,8 %	73,8 %	75,5 %
Vapaa kassavirta	57,7	6,2	22,7	33,8	21,0	Nettovelkaantumisaste	-15,8 %	-11,2 %	-9,1 %	-18,1 %	-22,4 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	5,2	3,6	3,1	3,4	2,7						
EV/EBITDA	11,6	7,2	5,8	9,1	4,9						
EV/EBIT (oik.)	12,1	7,3	6,0	9,5	4,9						
P/E (oik.)	17,6	11,1	8,1	17,5	7,8						
P/B	1,8	1,2	1,1	1,0	0,9						
Osinkotuotto-%	5,5 %	11,1 %	6,2 %	3,4 %	7,6 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 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 arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa 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 laateinen 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
10/05/2021	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 €



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.**