

Taaleri

Yhtiöpäivitys

16/8/2019

- Toistamme 7,7 euron tavoitehintamme ja lisää-suosituksen
- H1-tulos osui odotuksiin, mutta operatiivisesti alkuvuosi on sujunut odotuksiamme heikommin
- Yhtiöllä edelleen edellytykset selvään tulosparannukseen H2:lla, mutta ymmärrettävistä syistä markkina on edelleen skeptinen tämän suhteen
- Arvostus on matala ja tulostrendin kääntyessä osakkeessa pitäisi olla selkeää nousuvaraa



Inderes Yhtiöasiakas

Taaleri on Inderesin vähemmistöomistaja

inde
res.

Loppuvuonna on pakko onnistua

Toistamme Taalerin lisää-suosituksen 7,7 euron tavoitehinnalla. H1-tulos oli linjassa odotuksiimme, mutta operatiivisesti vuosi on lähtenyt odotuksia heikommin liikkeelle. Yhtiöllä on edellytykset vahaan tulosparannukseen H2:lla, mutta jatkuvien pettymyksiä myötä luottamus tulosparannusta kohtaan on koetuksella. Osake on käytännössä kaikilla mittareilla halpa, mutta lyhyellä aikavälillä positiiviset kurssiajurit loistavat poissaolollaan. Odotamme kuitenkin uutisvirran kääntyvän asteittain H2:n aikana, jonka pitäisi jälleen kääntää markkinan katset yhtiön matalaan arvostukseen ja pidemmän aikavälin potentiaaliin.

Operatiivisesti odotuksia heikompi H1-tulos

H1-liikevaihto 30,9 MEUR, mikä oli hieman 29,3 MEUR:n ennustettamme korkeampi. Liikevaihtoylitys johtui puhtaasti Garantian odotettuja korkeammista sijoitustuotoista ja operatiivinen liikevaihto oli odotuksia heikompi Varainhoidon jatkuvien tuottojen jäätyä odotuksistamme. H1-liikevoitto oli 6,4 MEUR, mikä oli hieman ennustettamme (H1'19e: 6,1 MEUR) korkeampi. Ennusteylitys johtui liikevaihdon tapaan Garantian ennakoitua suuremmista sijoitustuotoista ja operatiivinen tulos oli odotuksiamme heikompi. Suurin pettymys oli Varainhoito jonka tulos jäi hyvin vaisulle tasolle. Garantia suoritui jälleen hyvin ja Energian ylösajo jatkui odotuksien mukaisesti. Tuloslaskelman alemmilla riveillä vähemmistön tulososuus jäi odotuksia pienemmäksi (Energian tappiot ja investointipankin matala liikevaihto) ja EPS oli ennusteemme mukaisesti 0,17 euroa.

Ennusteissa ei oleellisia muutoksia

Olemme tehneet ennusteisiimme vain rajallisia muutoksia H1-raportin jälkeen. Odotamme yhtiöltä edelleen selkeää tulosparannusta H2:ita Teksasin tuulihankkeen myyntivoiton sekä Varainhoidon parantuvan kulutehokkuuden myötä. Yhtiön varsin tiukka ohjeistus H2:lle jättää hyvin rajallisesti virhemarginaalia ja yhtiön olisi ensiarvoisen tärkeä yltää H2-ohjeistukseensa markkinan luottamuksen rakentamiseksi. Ensimmäinen askel tätä kohti on todennäköisesti Teksasin hankkeesta irtaantuminen jonka odotamme tapahtuvan lähikuukausina. 2020 tulos ei ennusteissamme kasva, mutta sen laatu paranee oleellisesti painopisteen siirtyessä epävarmoista sijoitus-/kertatuotoista jatkuviin palkkioihin. Näkemyksemme mukaan Taalerilla olisi operatiivisesti edellytykset paljon tätä parempaan tulostasoon ja 2021 ennusteemme antaa indikaatiota tästä potentiaalista. Jatkuvista pettymyksistä ja operatiivisista haasteista johtuen tälle potentiaalille ei kuitenkaan voida antaa oleellista painoa ja fokus on syytä pitää lyhyen aikavälin suorittamisessa.

Osake on halpa, mutta positiiviset ajurit puuttuvat

Näkemyksemme mukaan Taalerin osake on edelleen aliarvostettu ja tämä aliarvostus on syventynyt viimeaikaisen kurssilaskun myötä. Yhtiön osake alkaa olla absoluuttisesti halpa (P/E 11x, P/B 1,5x) ja suhteellisesti yhtiötä hinnoitellaan ensi kertaa historiassa selvällä alennuksella kotimaiseen verrokkiryhmään. Myös suhteessa osien summaan (10,1 euroa) osaketta hinnoitellaan poikkeuksellisen suurella alennuksella. Jatkuvista pettymyksistä johtuen sijoittajien luottamus on ymmärrettävästi matala ja purkaukseen aliarvostus vaatii taakseen yhtiön operatiivisen suorittamisen parantumista sekä positiivista uutisvirtaa. Näemme osakkeen lyhyen aikavälin tuotto-odotuksen kohtuullisena ja pidemmällä aikavälillä näemme tuotto-odotuksen erittäin hyvänä osakkeen ohjautuessa lähemmäs sen osien summaa.

Analytikot



Sauli Vilen
+358 44 025 8908
sauli.vilen@inderes.fi

Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

(aik. Lisää)



7,70 EUR

(aik. 7,70 EUR)

Osakekurssi: 6,80 EUR

Potentiaali: 13,2 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

Koko vuoden liikevoittoprosentti jää hieman viimevuodesta (2018: 33 %)

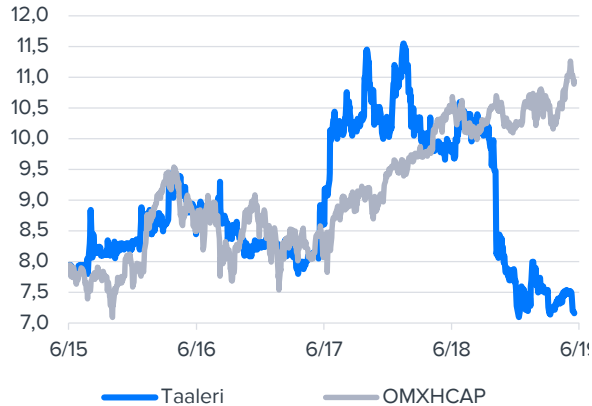
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	72,3	73,1	74,9	84,7
kasvu-%	-11 %	1 %	3 %	13 %
EBIT oik.	23,9	23,0	23,8	31,6
EBIT-% oik.	33,0 %	31,4 %	31,8 %	37,3 %
Nettotulos	21,6	17,6	18,9	24,7
EPS (oik.)	0,76	0,61	0,65	0,84

P/E (oik.)	9,3	11,0	10,4	8,0
P/B	1,7	1,5	1,4	1,2
Osinkotuotto-%	4,2 %	4,9 %	5,3 %	6,1 %
EV/EBIT (oik.)	9,6	9,2	8,5	6,0
EV/EBITDA	9,2	8,5	8,1	5,7
EV/Liikevaihto	3,2	2,9	2,7	2,2

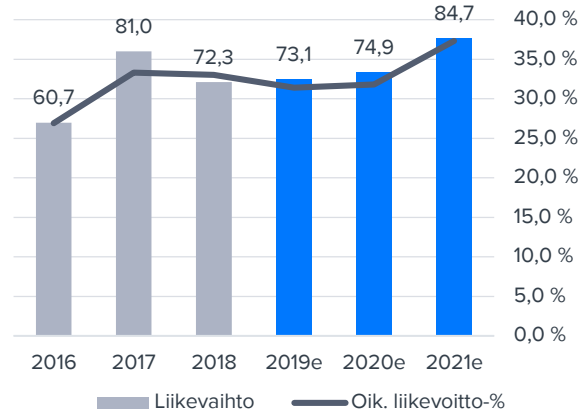
Lähde: Inderes

Osakekurssi



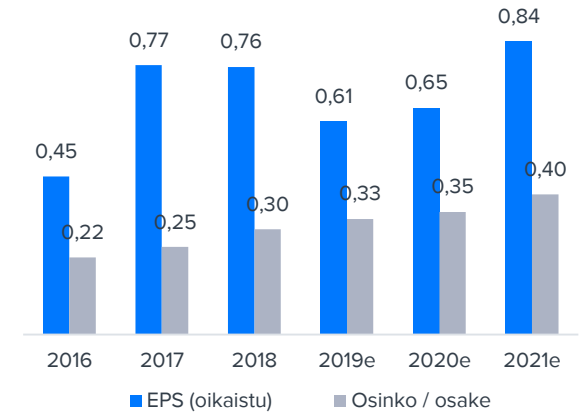
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Varainhoidon kasvu
- Energian ylösajo
- Kulutehokkuuden parantuminen
- Garantiasta irtaantuminen
- Muut yritysjärjestelyt



Riskitekijät

- Kulutehokkuuden pitävyyys
- Markkinatilanne
- Avainhenkilöriskit
- Energian isojen projektien onnistuminen



Arvostus

- Osien summa nykykurssia korkeampi
- Osien summan arvo Garantian sijoitussalkun vankina
- Tulospohjaisesti arvostus matala
- Osake selvällä alennuksella suhteessa verrokkeihin
- Markkinan luottamus pohjamudissa jatkuvien pettymysten jälkeen

MCAP
197
MEUR

EV
215
MEUR

P/B
1,5
2019e

P/E (oik.)
11
2019e

Odotetun heikko alkuvuosi

H1-tulos odotetun heikko

Taalerin liikevaihto oli H1:llä 30,9 MEUR, mikä oli hieman 29,3 MEUR:n ennustettamme korkeampi. Liikevaihtoylitys johtui puhtaasti Garantian odotettuja korkeammista sijoitustuotoista ja operatiivinen liikevaihto oli odotuksia heikompi Varainhoidon jatkuvien tuottojen jäätyä odotuksistamme.

Yhtiön H1-liikevoitto oli 6,4 MEUR, mikä oli hieman ennustettamme (H1'19e: 6,1 MEUR) korkeampi, marginaalin ollessa yhtiön 20-25 %:n ohjeistuksen alalaidassa (H1'19: 20,8 %). Ennusteylitys johtui liikevaihdon tapaan Garantian ennakoitua suuremmista sijoitustuotoista ja operatiivinen tulos oli odotuksiamme heikompi. Operatiivista tulosta rasitti vertailukautta noin 2 MEUR korkeammat henkilöstökulut, jotka johtuivat pääasiassa H1:lle kirjatuista 2019 budjettiin perustuvista bonusvarauksista sekä irtisanomiskorvauksiin liittyen. Tuloslaskelman alemmilla riveillä vähemmistön

tulososuus jäi odotuksia pienemmäksi (Energian tappiot ja investointipankin matala liikevaihto) ja EPS oli ennusteemme mukaisesti 0,17 euroa.

Varainhoidon tulos oli pettymys

Taalerin H1-tuloksessa suurimman pettymyksen aiheutti Varainhoidon liikevoitto (H1'19: 2,0 MEUR), joka jäi kauas 3,7 MEUR:n ennusteestamme. Tulosalituksen taustalla oli vielä odotuksiakin heikommät jatkuvat palkkiotuotot ja poikkeuksellinen -0,5 MEUR:n tuottosidonnaisen palkkion palautus. Heikkojen palkkiotuottojen taustalla oli loppuvuoden haastava markkinatilanne, mikä heijastui alkuvuoden palkkiotuottoihin hallinnoitavan varallisuuden kehityksen kautta. Lisäksi pääomarahastojen ylösajot painottuvat katsauskauden loppupuolelle.

Varainhoidon hallinnoitavan varallisuuden kehitys yllätti meidät positiivisesti, sillä se kasvoi selvästi ennustamaamme enemmän 6,3 miljardiin euroon

(H1'19e: 6,05 mrd). Ennusteylityksen merkitys oli kuitenkin rajallinen, sillä se johtui pääosin matalakatteisesta konsultatiivisesta varainhoidosta, jossa näkyi pääomamarkkinan hyvän vedon myötä kohonneet varallisuusarvot.

Garantialla vahva alkuvuosi

Garantian vakuutusmaksutulon kasvu jäi H1:llä odotuksistamme, mutta vakuutusteknisesti H1 oli yhtiölle jälleen erittäin vahva (yhdistetty kulusuhde 64 %). Garantian sijoitustoiminnan tuotot olivat erinomaisella 5,0 MEUR:n tasolla ja tämän seurauksena yhtiön tulos nousi yli odotuksiemme (H1'19e: 4,0 MEUR) 6,1 MEUR:oon.

Energia teki H1:llä hieman odotuksiamme suuremman tappion (H1'19: -1,6 vs. H1'19e: -0,9 MEUR) liiketoiminnan ylösajon jatkuessa. Energian ylösajo etenee suunnitellusti ja yhtiön mukaan liiketoiminta nousee voitolle vuoden toisella puoliskolla.

Ennustetaulukko	H1'18	H1'19	H1'19e	H1'19e	Konsensus	Erotus (%)	2019e	
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	35,5	30,9	29,3				5 %	73,1
Liikevoitto	12,4	6,4	6,1				6 %	23,0
EPS (oik.)	0,32	0,17	0,17				1 %	0,61
Liikevaihdon kasvu-%	-8,8 %	-13,1 %	-17,3 %				4,3 %-yks.	1,1 %
Liikevoitto-% (oik.)	34,9 %	20,8 %	20,6 %				0,2 %-yks.	31,4 %

Lähde: Inderes

Katso johdon videohaastattelu:



H2:lla on pakko onnistua

Olemme tehneet ennusteisiimme vain pieniä muutoksia H1-raportin jälkeen. Lähdemme edelleen liikkeelle skenaariosta missä markkina ei tarjoa oleellista vetoapua epävarmuuden pysyessä korkealla. Tulosenusteisiin liittyvä epävarmuus on edelleen varsin korkealla johtuen Varainhoidon jatkuvista kannattavuusongelmista ja tuloksen painottumisesta huonosti ennustettaviin sijoitus-/kertatuottoihin.

H2:lla pitää yltää selvään tulosparannukseen

Vaisun H1:n jälkeen Taalerin pitää parantaa tulostaan merkittävästi H2:n aikana, jotta se yltää kesällä annettuun yllättävän tarkkaan ohjeistukseensa. Arviomme mukaan Teksasin tuulihankkeen onnistunut irtaantuminen yhdessä Varainhoidon parantuvan kulutehokkuuden kanssa ovat oleellisissa roolissa ohjeistuksen saavuttamisessa.

Teksasin hankkeen osalta [johto vaikutti erittäin luottavaiselta](#) ja arviomme mukaan myynti saadaan maaliin lähikuukausina. Varainhoidon tulosparannukseen yhtiöllä pitäisi olla myös hyvät edellytykset, sillä jatkuvat palkkiot tulevat kasvamaan H1-tasolta selvästi korkeamman hallinnoitavan varallisuuden sekä pääomarahastojen jatkuvan ylösajon seurauksena. Suurin kysymys liittyykin jälleen yhtiön kulutason pitävyyteen. Luottamusta kulutason pitävyyttä kohtaan nostaa H1 aikana toteutetut kustannussäästöt, joiden vaikutukset näkyvät H2:lla täysimääräisesti.

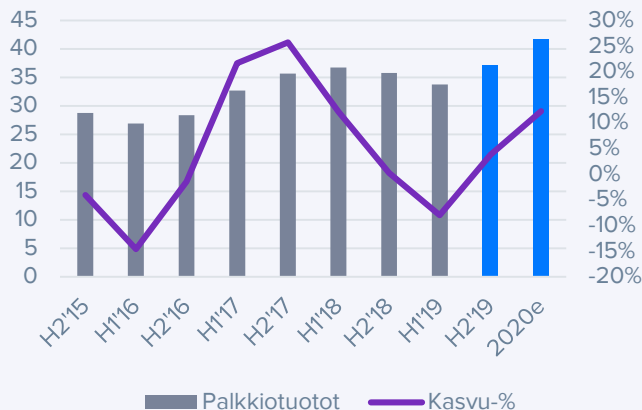
2020-2021 tulosennusteet

Vuonna 2020 ennustamme tuloksen pysyvän noin 2019 tasolla. Vaikka liikevoitto ei kasva, paranee tuloksen laatu merkittävästi, kun kertatuottojen osuus laskee ja tuloksesta valtaosa muodostuu jatkuvista

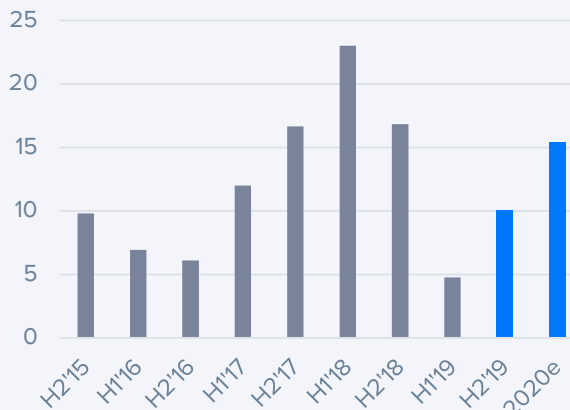
tuotoista. Jatkuvien tuottojen osuuden nousu parantaa tuloksen ennustettavuutta ja nostaa samalla hyväksyttävää arvostustasoa. Ensi vuoden tuloksen kannalta Varainhoidon onnistuminen kulutehokkuuden parantumisessa on kriittisessä asemassa ja sen osuus tuloksesta nousee ennusteissamme selvästi.

2021 ennustamme Taalerilta selvää tulosparannusta, kun Energian kääntyy kestävästi voitolliseksi jatkuvien tuottojen vetämänä ja Varainhoito jatkaa tuloskasvuaan. Jatkuvien tulospettymysten johdosta annamme tässä vaiheessa hyvin marginaalista painoa 2021 ennusteellemme ja keskitymme lähinnä 2019-2020 lukuihin. 2021 antaa kuitenkin mielestämme hyvää indikaatiota Varainhoidon aidosta tulospotentialista.

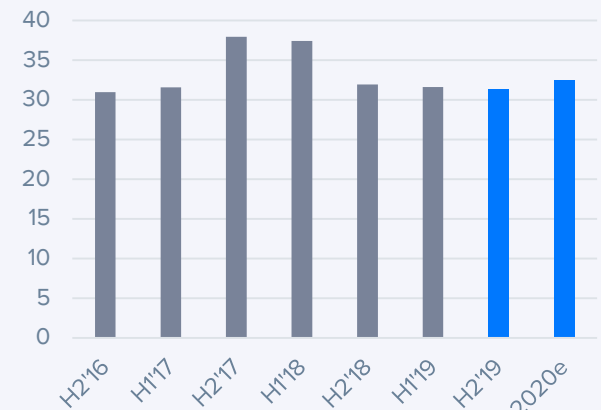
Varainhoidon palkkiotuotot (rullaava 12kk)



Varainhoidon liikevoitto (rullaava 12kk)



Varainhoidon kulut (rullaava 12kk)



Ennustemuutokset

Ennustemuutokset	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	69,6	73,1	5 %	74,8	74,9	0 %	84,9	84,7	0 %
Varainhoito	42,5	41,4	-3 %	48,3	47,8	-1 %	54,5	54,3	0 %
Rahoitus	16,6	18,6	12 %	17,9	18,0	0 %	19,3	19,3	0 %
Tasesijoitukset	1,5	4,5	203 %	2,0	2,5	25 %	1,5	1,5	0 %
Energia	8,9	8,6	-3 %	6,6	6,6	0 %	9,6	9,6	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	22,0	23,0	5 %	24,7	23,8	-3 %	33,3	31,6	-5 %
Liikevoitto	22,0	23,0	5 %	24,7	23,8	-3 %	33,3	31,6	-5 %
Varainhoito	11,0	10,1	-8 %	15,8	15,4	-3 %	20,4	20,3	0 %
Rahoitus	9,5	9,9	3 %	9,9	9,6	-3 %	11,9	10,7	-10 %
Tasesijoitukset	-2,3	0,6	-126 %	-1,7	-0,9	-50 %	-1,9	-1,7	-14 %
Energia	3,7	2,4	-35 %	0,6	-0,3	-144 %	3,0	2,3	-25 %
EPS (oikaistu)	0,59	0,61	4 %	0,66	0,65	-3 %	0,88	0,84	-5 %
Osinko / osake	0,33	0,33	0 %	0,35	0,35	0 %	0,40	0,40	0 %

Lähde: Inderes

Keskeiset ennustemuutokset:

- Kanadan asuntohankkeen myyntivoitto lisätty H2'19 (tasesijoitukset)
- Garantian kulutasoa nostettu
- Energian kuluennusteita nostettu
- Konsernikustannuksia allokoitu aiempaa enemmän segmenteille Tasesijoituksilta (ei vaikutusta konsernitason numeroihin)

Keskeiset tulosajurit 2019-2021e

- Tuottosidonnaisten palkkioiden lasku 2018 poikkeukselliselta tasolta
- Varainhoidon parantuva kulutehokkuus ja AUM:n kasvu
- Garantian kasvu ja vahva vakuutustekninen suorittaminen
- Energian ylösajo (AT1 ja AT2)
- Teksasin tuulihankkeen myyntivoitto H2'19

Osake on halpa, mutta ajurit puuttuvat

Näkemyksemme mukaan Taalerin osake on edelleen aliarvostettu ja tämä aliarvostus on syventynyt viimeaikaisen kurssilaskun myötä. Jatkuvista pettymyksistä johtuen sijoittajien luottamus on ymmärrettävästi matala ja purkautuakseen aliarvostus vaatii taakseen yhtiön operatiivisen suorittamisen parantumista sekä positiivista uutisvirtaa. Koska yhtiön tulos ei lyhyellä aikavälillä kasva, nojaa osakekurssin nousu matalien kertoimien nousuun. Näkemyksemme mukaan yhtiön uutisvirta sekä operatiivinen suorittaminen tulevat H2:lla kääntymään ja tämä tulee antamaan osakkeelle asteittaista tukea. Näemme osakkeen lyhyen aikavälin tuotto-odotuksen kohtuullisena ja pidemmällä aikavälillä näemme tuotto-odotuksen erittäin hyvänä osakkeen ohjautuessa lähemmäs sen osien summaa.

Osake on halpa

Absoluuttisesti Taalerin arvostuskertoimet ovat painuneet jo varsin matalalle (P/E 2019-20 11-10x) ja tulospohjainen arvostus on selvästi alle yhtiön historiallisen tason (2013-2018 P/E 14x). P/B-kerroin on painunut yhtiön historian matalimmalle 1,5x tasolle ja suhteessa yhtiön omaan +15 %:n oman pääoman tuottotavoitteeseen tai 2013-2018 keskimääräisen 27 %:n oman pääoman tuottoon, on 1,5x P/B-kerroin erittäin matala. Matala P/B-kerroin kuvastaa yhtiön pitkän aikavälin potentiaalia ja tähän liittyvää aliarvostusta. Myös kassavirtamallimme on merkittävästi nykykurssia korkeampi (sivulla 14) ja tämä niin ikään tukee näkemystämme osakkeen aliarvostuksesta.

Osake ensi kertaa selvällä alennuksella suhteessa verrokeihin

Suhteessa verrokkeihin (sivu 11) Taaleria hinnoitellaan tällä hetkellä selvällä alennuksella. Tulospohjaisesti alennus on noin 20 % ja se on historian korkeimmalla tasolla. Historiallisesti Taaleria on hinnoiteltu preemiolla suhteessa verrokkiryhmään, mitä pidämme perusteltuna johtuen yhtiön vahvasta track-recordista omistaja-arvon luonnissa sekä hyvästä positiosta toimialan trendeissä. Selkeä alennus suhteessa verrokkeihin tukee näkemystämme osakkeen aliarvostuksesta ja samalla se kertoo markkinan merkittävistä huolista Taalerin operatiivista suorittamista kohtaan. Mikäli tämä epävarmuus hellittää (Varainhoidon tuloskehitys paranee), näemme myös suhteellisissa kertoimissa selkeää nousuvaraa.

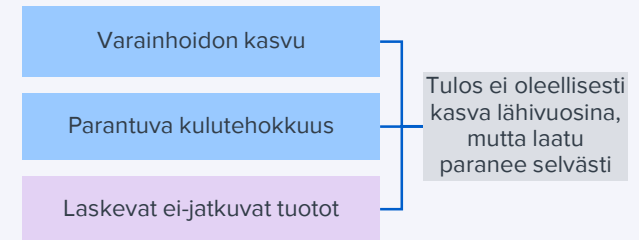
Yritysjärjestelyjä odotellessa

Sijoittajat saavat Taalerissa mukana myös yritysjärjestelyoption. Vahvan M&A track-recordin johdosta tämä optio on arvoltaan selvästi positiivinen ja yhtiöllä on edelleen laskelmiemme mukaan yli 100 MEUR:n liikkumavara yritysjärjestelykentällä. Garantiasta irtautuminen on keskipitkällä aikavälillä erittäin todennäköistä, sillä yhtiö sitoo paljon pääomaa ja pääoman tuotto jää hyvästä tuloksesta huolimatta matalaksi suhteessa Garantian arvoon (kts seuraava sivu). Näkemyksemme mukaan Garantian mahdollinen irtaantuminen toimisi merkittävänä positiivisena ajurina osakkeelle, sillä Garantian käypä arvo ei heijastu Taalerin nykyisessä kurssissa. Kokonaisuutena yritysjärjestelyt tulevat edelleen toimimaan osakkeen merkittävänä ajurina.

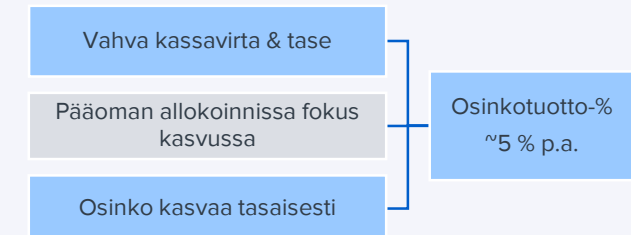
Osaketuoton ajurit 2019-2022

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

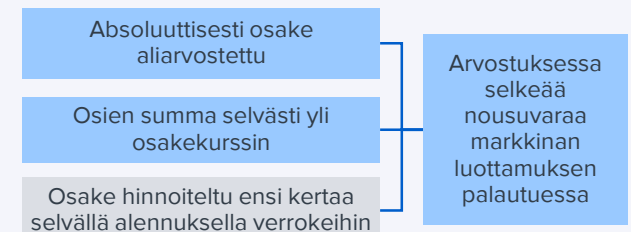
Tuloskehitys



Osinkotuotto



Arvostuskertoimet



Osakkeen kokonaistuotto-odotus hyvällä 10-15 % p.a. tasolla

Osien summa-analyysi

Suhteessa osien summaan osake on edullinen

Taaleri on viime vuosien yritysjärjestelyillä osoittanut, että sen liiketoiminnoissa oleva arvo realisoituu viimeistään yritysjärjestelyjen kautta ja näin ollen osien summa on oikea tapa tarkastella yhtiön käypää arvoa. Päivitetty arviomme Taalerin osien summasta on 10,1 euroa osake (aik. 10,3 euroa).

Garantian arvo laskelmissamme on säilynyt ennallaan 166 MEUR:ssa ja se on konsernin selvästi arvokkain osa. Veroveljoilla oikaistu sijoitussalkku kattaa tästä summasta noin 125 MEUR ja itse vakuutustoiminnan arvo jää edelleen hyvin maltilliseksi (2018 P/E ~7x). On selvää, että Garantian arvo olisi ennustamaamme korkeampi omistajalle, joka voisi purkaa yhtiön taseen.

Varainhoidon arvo on laskelmissamme laskenut 113 MEUR:oon (aik. 134 MEUR). Laskun taustalla ovat lievästi laskeneet tulosennusteet sekä alaspäin tarkistettu hyväksyttävä arvostustaso (EV/EBIT 9x => 8x). 8x EV/EBIT on varainhoitotoimialalla matala ja olemme normaalisti hinnoitelleet varainhoitajia EV/EBIT 9-13x riippuen liiketoiminnan laadusta. Taalerin Varainhoidon heikon kannattavuuskehityksen myötä (rullaava 12kk EBIT 4,7 MEUR) laskeneen luottamuksen johdosta näemme järkeväksi soveltaa ylimääräistä turvamarginaalia. Näkemyksemme mukaan Varainhoidon potentiaali on merkittävästi tätä arvoa korkeampi mitä tukee myös hallinnoitavaan varallisuuteen perustuva arvonmäärityksemme. Laskelmiemme mukaan Taalerin hallinnoitavan varallisuuden arvo olisi noin 200 MEUR, mutta tämä arvo hautautuu

toistaiseksi heikon kulutehokkuuden alle.

Energian arvo on laskelmissamme noussut 20 MEUR:oon (oikaistu vähemmistöillä) johtuen segmentin ylösajon etenemisestä. Arvostus on edelleen varsin matala ja on selvää, että segmentillä on potentiaalia merkittävästi tätä parempaan. Näkyvyyden ollessa edelleen rajattu ja tuloksen ollessa edelleen tappiolla on mielestämme syytä olla asian suhteen konservatiivinen.

Konsernin omien sijoitusten arvo oli H1 lopussa 47 MEUR ja nettovelat olivat noin 40 MEUR. Konsernikulujen nettoarvon olemme laskeneet -20 MEUR:oon (aik. -34 MEUR) johtuen kohonneista tulosennusteista.

Taalerin velaton arvo (EV) on tällä hetkellä laskelmiemme mukaan noin 230 MEUR. Tästä arvosta noin 170 MEUR on perusteltavissa sijoitusomaisuudella (Garantian salkku, Fellow Finance sekä konsernin muut sijoitukset). Näin ollen vakuutusliiketoiminnan, Varainhoidon ja Energian arvoksi jää noin 80 MEUR (konsernikulujen vaikutus -20 MEUR huomioitu). Arvo on poikkeuksellisen matala (2018&2019 EV/EBIT ~4x) ja alleviivaa yhtiön nykykurssin aliarvostusta suhteessa osien summaan. Lyhyellä aikavälillä emme näe markkinan kuitenkaan antavan oleellista painoa osien summassa olevalle arvolle, vaan uskomme markkinan painottavan tuloskehitystä sekä absoluuttisia tuloskertoimia.

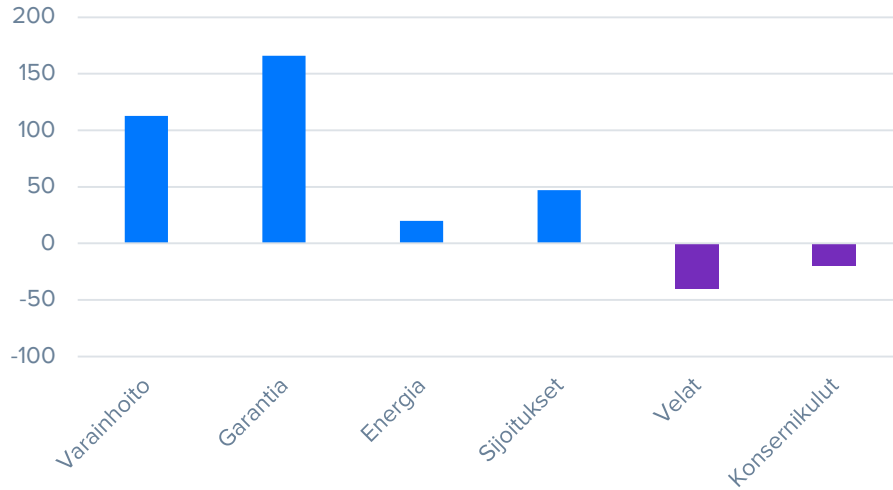
Osien summa Garantian vankina

Osien summassa olevasta arvosta merkittävä osa (noin 45 %) on sidottu Garantiaan, jonka

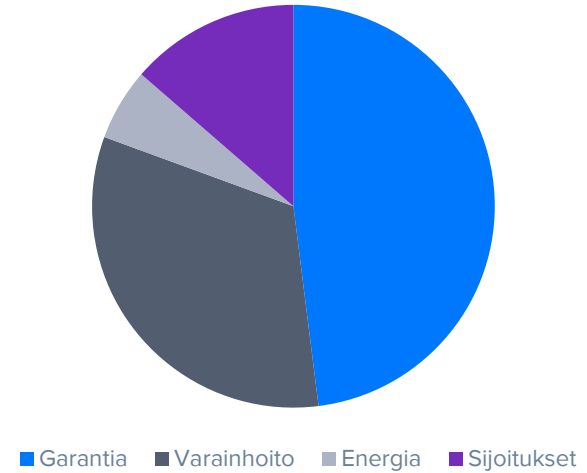
sijoitussalkun tuotto on rakenteellisesti matala. Tämän seurauksena Garantian oma tulostuotto on matala (2019e P/E 20x) ja tämä puolestaan nostaa Taaleri-konsernin käyvällä arvolla laskettuja arvostuskertoimia. Vaikka olemmekin hyvin luottavaisia näkemykseemme Garantian käyvistä arvosta (nojaa merkittävilta osin varsin likvidiin sijoitussalkkuun), emme näe tämän arvon tulevan lyhyellä tähtämellä esiin. Osien summa -laskelman antama tuki heikkenee epävarmuuden noustessa, ellei arvosta toteutuminen ole selkeitä ajureita.

Taalerin osien summa

Osien summan jakauma (MEUR)



Osien summan arvon jakautuminen



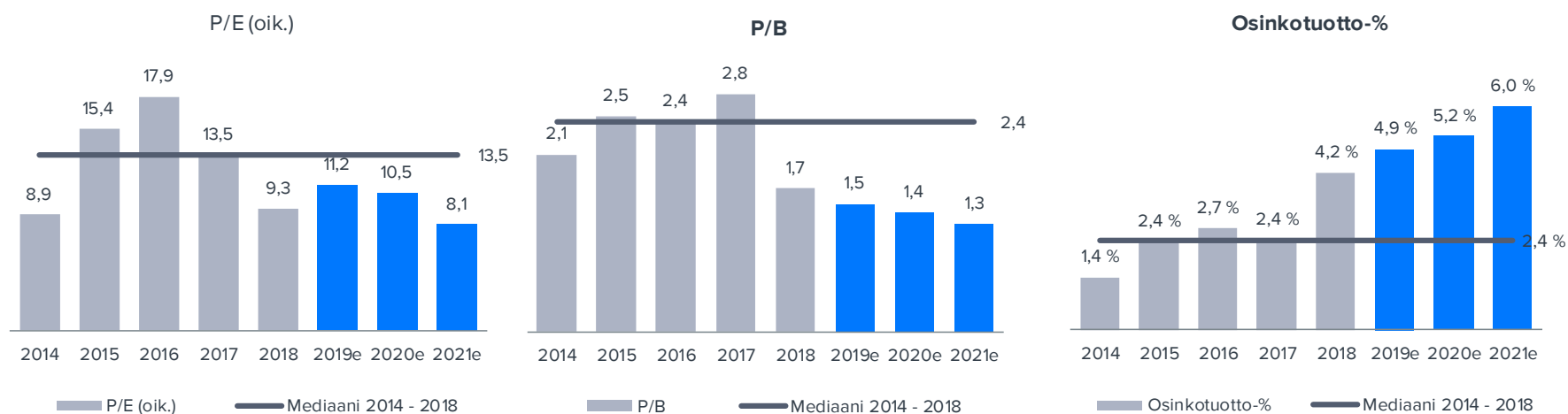
AUM-pohjainen arvomääritys



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	6,36	8,42	8,07	10,4	7,10	6,80	6,80	6,80	6,80
Osakemäärä, milj. kpl	25,2	28,4	28,4	28,3	28,4	29,0	29,3	29,6	30,2
Markkina-arvo	160	239	229	293	201	197	197	197	197
Yritysarvo (EV)	267	291	235	303	230	215	207	193	180
P/E (oik.)	8,9	15,4	17,9	13,5	9,3	11,2	10,5	8,1	8,1
P/E	8,9	5,6	17,9	13,5	9,3	11,2	10,5	8,1	8,1
P/Kassavirta	neg.	7,3	9,5	14,1	neg.	11,3	10,9	8,1	7,8
P/B	2,1	2,5	2,4	2,8	1,7	1,5	1,4	1,3	1,2
P/S	3,0	4,1	3,8	3,6	2,8	2,7	2,6	2,3	2,3
EV/Liikevaihto	4,9	5,0	3,9	3,7	3,2	2,9	2,8	2,3	2,1
EV/EBITDA (oik.)	12,4	6,0	13,2	10,7	9,2	8,6	8,3	5,8	5,3
EV/EBIT (oik.)	12,8	14,5	14,4	11,2	9,6	9,4	8,7	6,1	5,6
Osinko/tulos (%)	12,5 %	13,3 %	48,8 %	32,5 %	39,3 %	54,3 %	54,1 %	47,8 %	45,0 %
Osinkotuotto-%	1,4 %	2,4 %	2,7 %	2,4 %	4,2 %	4,9 %	5,2 %	6,0 %	5,8 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2019e
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	
Evli	7,96	69		9,3	8,0	7,9	7,0	2,7	2,5	11,7	10,3	7,8	8,2	2,4
EAB Group	2,64	37	47	15,8	15,8	23,6	9,5	5,3	2,1	17,9	16,8	1,9	3,7	1,6
CapMan	1,82	278	273	10,8	8,2	10,3	7,9	5,7	5,2	13,5	10,4	7,2	7,9	2,3
eQ	9,46	360	352	13,0	10,7	12,6	10,4	6,8	5,7	17,2	14,3	5,8	7,0	5,7
United Bankers	8,10	82	86	17,3	12,3	10,8	8,6	2,5	2,3	11,6	9,6	5,9	6,8	2,7
Titanium	8,50	84	70	9,9	7,7	7,0	7,0	3,9	3,5	10,8	10,0	9,0	9,6	3,8
Privanet	0,83	17	21		10,6			2,6	2,6	20,8	8,3		3,6	1,0
Taaleri (Inderes)	6,80	197	215	9,4	8,7	8,6	8,3	2,9	2,8	11,2	10,5	4,9	5,2	1,5
Keskiarvo				12,7	10,5	12,0	8,4	4,2	3,4	14,8	11,4	6,3	6,7	2,8
Mediaani				11,9	10,6	10,5	8,3	3,9	2,6	13,5	10,3	6,6	7,0	2,4
Erotus-% vrt. mediaani				-21%	-18%	-18%	0%	-24%	4%	-17%	2%	-26%	-26%	-39%

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	38,9	42,1	81,0	35,5	36,8	72,3	30,9	42,3	73,1	74,9	84,7	87,5
Varainhoito	23,9	30,7	54,6	29,7	19,0	48,7	17,2	24,2	41,4	47,8	54,3	55,1
Rahoitus	11,7	9,5	21,2	6,2	6,3	12,5	10,4	8,1	18,6	18,0	19,3	20,3
Tasesijoitukset	2,6	0,9	3,4	-1,5	10,3	8,8	1,8	2,8	4,5	2,5	1,5	1,5
Energia	0,8	1,0	1,8	1,1	1,2	2,3	1,4	7,2	8,6	6,6	9,6	10,6
Käyttökate	16,2	12,1	28,3	13,0	12,1	25,1	7,7	17,2	24,9	25,0	33,3	34,1
Poistot ja arvonalennukset	-0,6	-0,7	-1,3	-0,6	-0,6	-1,2	-1,3	-0,6	-1,9	-1,2	-1,6	-1,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	15,6	11,4	27,0	12,4	11,5	23,9	6,4	16,6	23,0	23,8	31,6	32,2
Liikevoitto	15,6	11,4	27,0	12,4	11,5	23,9	6,4	16,6	23,0	23,8	31,6	32,2
Varainhoito	7,9	8,8	16,6	14,1	2,7	16,8	2,0	8,1	10,1	15,4	20,3	19,5
Rahoitus	7,9	6,0	13,9	2,4	2,5	4,9	6,1	3,7	9,9	9,6	10,7	11,4
Tasesijoitukset	0,5	-2,5	-2,0	-3,3	7,7	4,4	-0,1	0,7	0,6	-0,9	-1,7	-1,5
Energia	-0,7	-0,9	-1,5	-0,9	-1,4	-2,3	-1,6	4,0	2,4	-0,3	2,3	2,8
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	15,8	11,8	27,6	12,4	11,5	23,9	6,4	16,6	23,0	23,8	31,6	32,2
Verot	-3,1	-2,8	-5,8	-3,0	0,7	-2,3	-1,5	-3,3	-4,8	-4,8	-6,3	-6,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,3	0,0	0,2	-0,7	-0,5	-0,2	-0,6	-0,6
Nettotulos	12,7	9,0	21,8	9,1	12,5	21,6	5,1	12,6	17,6	18,9	24,7	25,2
EPS (oikaistu)	0,45	0,32	0,77	0,32	0,44	0,76	0,17	0,43	0,61	0,65	0,84	0,84
EPS (raportoitu)	0,45	0,32	0,77	0,32	0,44	0,76	0,17	0,43	0,61	0,65	0,84	0,84

Tunnusluvut	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%			33,5 %	-8,8 %	-12,5 %	-10,7 %	-13,1 %	14,8 %	1,1 %	2,5 %	13,1 %	3,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	33,0 %	147,3 %	65,3 %	-20,7 %	1,1 %	-11,5 %	-48,2 %	43,8 %	-3,9 %	3,8 %	32,7 %	1,9 %
Käyttökate-%	41,5 %	28,8 %	34,9 %	36,6 %	32,9 %	34,7 %	25,0 %	40,6 %	34,0 %	33,4 %	39,2 %	39,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	40,1 %	27,1 %	33,3 %	34,9 %	31,3 %	33,0 %	20,8 %	39,2 %	31,4 %	31,8 %	37,3 %	36,9 %
Nettotulos-%	32,7 %	21,4 %	26,9 %	25,7 %	34,0 %	29,9 %	16,4 %	29,7 %	24,1 %	25,2 %	29,2 %	28,8 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	180	194	194	195	196
Liikearvo	0,6	5,1	5,1	5,1	5,1
Aineettomat hyödykkeet	1,6	1,5	2,4	3,2	3,6
Käyttöomaisuus	0,4	0,7	0,1	0,3	0,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	33,5	30,6	30,6	30,6	30,6
Muut sijoitukset	132	148	148	148	148
Muut pitkäaikaiset varat	10,1	5,6	5,6	5,6	5,6
Laskennalliset verosaamiset	1,1	2,3	2,3	2,3	2,3
Vaihtuvat vastaavat	49,8	43,8	37,9	42,3	56,8
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	5,3	6,5	6,5	6,5	6,5
Myyntisaamiset	3,3	1,8	2,2	2,2	2,5
Likvidit varat	41,2	35,5	29,2	33,5	47,7
Taseen loppusumma	229	238	232	238	253

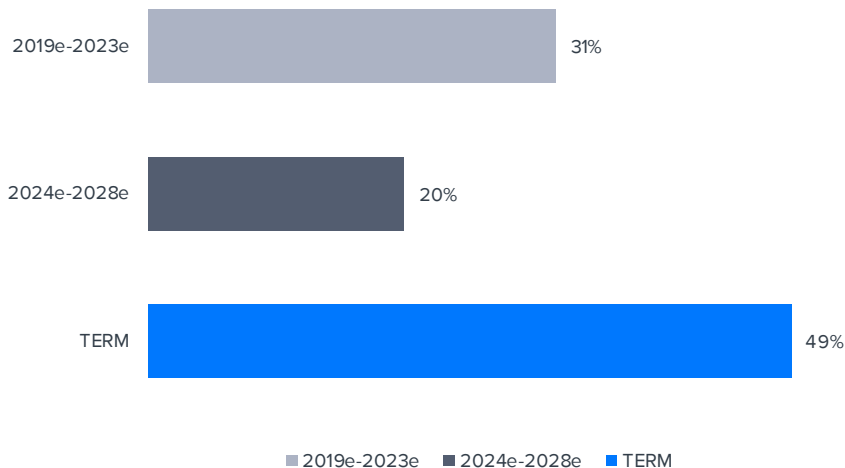
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	106	122	134	144	159
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	74,0	87,2	96,3	106	120
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	35,8	35,8	35,8	35,8	35,8
Muu oma pääoma	-4,3	-2,4	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,4	1,7	2,2	2,3	2,9
Pitkäaikaiset velat	94,9	85,3	74,3	70,5	70,5
Laskennalliset verovelat	15,9	14,6	14,6	14,6	14,6
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	54,8	54,8	43,8	40,0	40,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	24,3	15,9	15,9	15,9	15,9
Lyhytaikaiset velat	28,3	30,3	23,7	23,3	23,3
Lainat rahoituslaitoksilta	8,0	7,0	0,4	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset velat	20,3	23,3	23,3	23,3	23,3
Taseen loppusumma	229	238	232	238	253

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	23,9	23,0	23,8	31,6	32,2	31,4	27,6	26,4	25,1	25,7	26,2	
+ Kokonaispoistot	1,2	1,9	1,2	1,6	1,8	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	
- Maksetut verot	-4,7	-4,8	-4,8	-6,3	-6,4	-6,3	-5,5	-5,3	-5,0	-5,1	-5,2	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	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	3,2	-0,4	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	23,6	19,6	20,2	26,6	27,6	27,0	24,0	23,1	22,1	22,6	23,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-8,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-17,5	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-2,3	17,4	18,0	24,4	25,4	24,8	21,8	20,9	19,9	20,4	20,6	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-2,3	17,4	18,0	24,4	25,4	24,8	21,8	20,9	19,9	20,4	20,6	310
Diskontattu vapaa kassavirta		16,9	16,0	20,0	19,1	17,2	13,9	12,2	10,7	10,1	9,3	141
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		286	270	254	234	214	197	183	171	160	150	141
Velaton arvo DCF		286										
- Korolliset velat		-61,8										
+ Rahavarat		35,5										
-Vähemmistöosuus		-3,2										
-Osinko/pääomapalautus		-8,5										
Oman pääoman arvo DCF		248										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,6										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,8 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	60,7	81,0	72,3	73,1	74,9	EPS (raportoitu)	0,45	0,77	0,76	0,61	0,65
Käyttökate	17,7	28,3	25,1	24,9	25,0	EPS (oikaistu)	0,45	0,77	0,76	0,61	0,65
Liikevoitto	16,3	27,0	23,9	23,0	23,8	Operat. kassavirta / osake	0,88	0,90	0,83	0,68	0,69
Voitto ennen veroja	16,3	27,6	23,9	23,0	23,8	Vapaa kassavirta / osake	0,85	0,73	-0,08	0,60	0,62
Nettovoitto	12,8	21,8	21,6	17,6	18,9	Omapääoma / osake	3,30	3,73	4,26	4,57	4,84
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,22	0,25	0,30	0,33	0,35
Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	213,3	229,3	238,0	232,4	237,7	Liikevaihdon kasvu-%	4 %	33 %	-11 %	1 %	3 %
Oma pääoma	93,9	106,1	122,4	134,4	143,9	Käyttökatteen kasvu-%	-63 %	60 %	-11 %	-1 %	1 %
Liikearvo	0,6	0,6	5,1	5,1	5,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	-19 %	65 %	-12 %	-4 %	4 %
Nettovelat	11,4	21,6	26,3	14,9	6,5	EPS oik. kasvu-%	-17 %	71 %	-1 %	-20 %	6 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	29,2 %	34,9 %	34,7 %	34,0 %	33,4 %
Käyttökate	17,7	28,3	25,1	24,9	25,0	Oik. Liikevoitto-%	26,9 %	33,3 %	33,0 %	31,4 %	31,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	12,1	4,4	3,2	-0,4	-0,1	Liikevoitto-%	26,9 %	33,3 %	33,0 %	31,4 %	31,8 %
Operatiivinen kassavirta	25,0	25,4	23,6	19,6	20,2	ROE-%	13,6 %	21,8 %	19,1 %	13,9 %	13,8 %
Investoinnit	-10,8	-14,9	-17,5	-2,2	-2,2	ROI-%	9,6 %	16,4 %	13,5 %	12,7 %	13,2 %
Vapaa kassavirta	24,0	20,8	-2,3	17,4	18,0	Omavaraisuusaste	44,0 %	46,3 %	51,4 %	57,8 %	60,5 %
						Nettovelkaantumisaste	12,2 %	20,3 %	21,5 %	11,1 %	4,5 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
Veikko Laine Oy			10,1 %			EV/Liikevaihto	3,9	3,7	3,2	2,9	2,7
Oy Hermitage Ab			8,8 %			EV/EBITDA (oik.)	13,2	10,7	9,2	8,5	8,1
Juhani Elomaa			6,1 %			EV/EBIT (oik.)	14,4	11,2	9,6	9,2	8,5
Karri Haaparinne			5,1 %			P/E (oik.)	17,9	13,5	9,3	11,0	10,4
Lombard International Assurance S.A			4,9 %			P/B	2,4	2,8	1,7	1,5	1,4
Henki-Fennia			4,4 %			Osinkotuotto-%	2,7 %	2,4 %	4,2 %	4,9 %	5,3 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. 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.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten 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 tulevastä. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), 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 jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla 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 Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy: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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestintään liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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
22/08/2017	Lisää	11,80 €	10,70 €
12/10/2017	Lisää	11,80 €	10,40 €
16/02/2018	Lisää	11,80 €	10,72 €
29/06/2018	Osta	11,50 €	9,72 €
16/08/2018	Osta	11,80 €	10,25 €
11/10/2018	Osta	11,50 €	9,80 €
24/10/2018	Vähennä	9,50 €	9,10 €
20/12/2018	Vähennä	8,00 €	7,54 €
15/02/2019	Lisää	8,50 €	7,68 €
20/06/2019	Lisää	7,70 €	6,90 €
16/08/2019	Lisää	7,70 €	6,80 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**