

Taaleri

Yhtiöraportti

6/2018

Taaleri on Inderesin vähemmistöomistaja

**inde
res.**

Yritysjärjestelyjä odotellessa

Tarkistamme Taalerin tavoitehintamme 11,5 euroon (aik. 11,8e) ja nostamme suosituksemme tasolle osta (aik. lisää). Taalerin näkymät lähivuosille ovat edelleen hyvät ja yhtiöllä on edellytykset pitää tuloksensa kasvussa lähivuosina. Yritysjärjestelyt tulevat nousemaan yhtiön sijoitustarinassa jälleen merkittävään rooliin ja pidämme yritysjärjestelyitä seuraavan 12kk:n aikana varsin todennäköisinä. Yhtiötä hinnoitellaan varsin selvästi alle sen osien summan ja näkemyksemme mukaan osakkeen tuotto-odotus on nykytasolla erittäin hyvä.

Kotimainen sijoituspalveluyhtiö

Taalerin liiketoiminta jakautuu neljään segmenttiin: Varainhoito, Rahoitus, Energia ja Muut. Varainhoito, Rahoitus ja Energia ovat operatiivisia segmenttejä ja Muut-segmentti sisältää konsernihallinnon kulut sekä konsernin omasta taseesta tehtävän sijoitustoiminnan. Varainhoito on konsernin ydin ja sen hallinnoitavat varat olivat 2017 lopussa 5,5 miljardia euroa. Varainhoito on keskittynyt varakkaisiin yksityishenkilöihin ja sen keskeisenä kilpailuetuna suhteessa sen verrokkeihin ovat pääomarahastot. Rahoitus-segmentti koostuu Garantiasta, jonka rooli konsernissa on kasvanut selvästi 2015 hankinnan jälkeen onnistuneen strategian toteutuksen seurauksena kasvaneen arvon myötä. Energia-liiketoiminta on edelleen ylösajovaiheessa ja sen arvo on osakkeenomistajille vielä pieni. Energian pidemmän aikavälin potentiaali on kuitenkin merkittävä ja se on keskeisessä roolissa yhtiön strategiassa.

Yritysjärjestelyt keskeisenä ajurina myös jatkossa

Taaleri on vuoden 2013 pörssilistauksensa jälkeen kasvanut uuteen kokoluokkaan. Merkittävä osa tästä kasvusta on tapahtunut yritysjärjestelyiden avulla. Yhtiön track-record yritysjärjestelyistä on vakuuttava ja se on luonut niillä merkittävää omistaja-arvoa. Laskelmiemme mukaan yhtiö on listauksensa jälkeen luonut omistaja-arvoa noin 100 MEUR yritysjärjestelyillä. Yritysjärjestelyt ovat oleellinen osa yhtiön sijoituscasa myös jatkossa ja pidämmekin yritysjärjestelyitä varsin todennäköisinä seuraavan 12kk:n aikana. Todennäköisimmät kohteet ovat Garantia ja Fellow Finance, jotka molemmat alkavat olla kypsiä irtaantumisia ajatellen. Yhtiöllä on myös laskelmiemme mukaan noin 100 MEUR:n liikkumavara mahdollisia yritysostoja silmällä pitäen.

Tulos kasvaa maltillisesti, mutta tuloksen laatu paranee selvästi

Ennustamme Taalerin tuloksen kasvavan maltillisesti välillä 2017-2020. Vaikka tuloskasvu onkin aiempia vuosia hitaampaa, tulee tuloksen laatu parantumaan selvästi sen painottuessa yhä enemmän jatkuviin tuottoihin. Tämä parantaa yhtiön ennustettavuutta ja nostaa hyväksyttävää arvostusta. Keskeiset tulosajurit lähivuosille ovat Varainhoidon orgaaninen kasvu, Energian ylösajo, jatkuvien tuottosidonnaisten palkkioiden kasvu (mm. tuulirahastot) ja Garantian vakuutusmaksutulojen kasvu. Negatiivisella puolella tulokseen vaikuttavat mm. heikentynyt markkinatilanne, Garantian laskevat sijoitustuotot ja sijoitusrahastojen laskevat tuottopalkkiot.

Kurssin ollessa alle osien summan, on tuotto-odotus mielestämme erittäin hyvä

Näkemyksemme mukaan Taaleria tulee arvottaa ennen kaikkea sen osien summan pohjalta, sillä yhtiö on aiemmin toteuttamallaan yritysjärjestelyillä osoittanut, että sen osissa oleva arvo nousee esiin viimeistään yritysjärjestelyissä. Osien summan lisäksi olemme käyttäneet arvonmäärittelyksessämme verrokkianalyysiä ja kassavirtalaskelmaa. Arvonmäärittelymenetelmien painotettu keskiarvo on 11,5 euroa, joka on myös tavoitehintamme. Näkemyksemme mukaan Taaleria hinnoitellaan edelleen varsin selvällä alennuksella suhteessa sen osien summaan ja tämän seurauksena sen tuotto-/riskisuhde on kärsivälliselle sijoittajalle edelleen erittäin hyvä.

Analyytikko

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



Suositus ja tavoitehinta

Osta

Edellinen: Lisää



11,50 EUR

Edellinen: 11,80 EUR

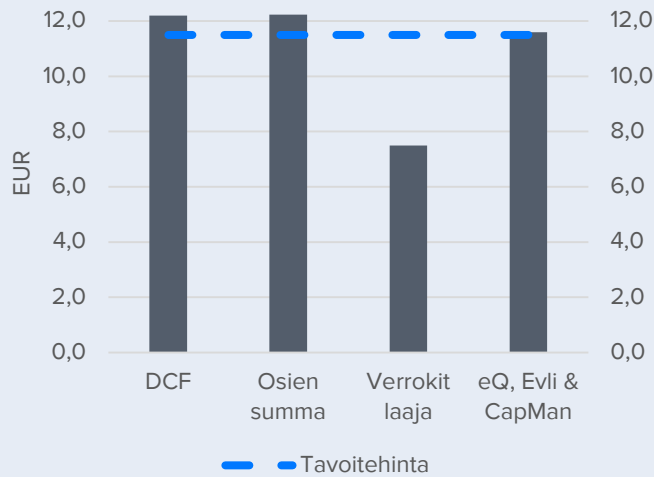
Osakekurssi: 9,72 EUR

Potentiaali: +18 %

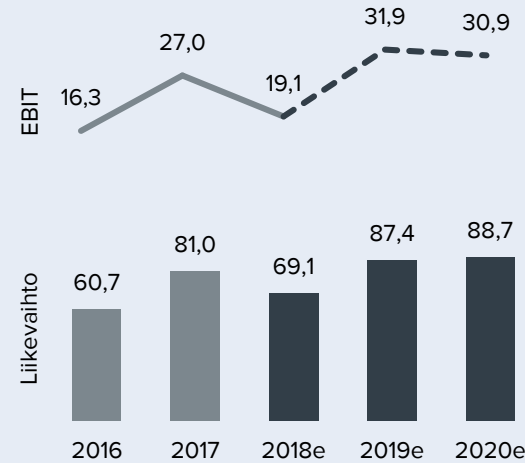
Avainluvut

	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	81,0	69,1	87,4
-Kasvu-%	33,5 %	-14,7 %	26,5 %
EBIT	27,0	19,1	31,9
-EBIT -%	33,3 %	27,6 %	36,5 %
Tulos ennen veroja	27,6	20,1	32,7
Nettotulos	21,8	15,9	26,0
EPS	0,77	0,56	0,90
Osinko	0,25	0,30	0,33
-Osinkosuhde-%	33 %	54 %	37 %
P/E	13,5	17,3	10,8
P/B	2,8	2,3	2,0
EV/EBITDA	10,7	14,2	7,4
Osinkotuotto-%	2,4 %	3,1 %	3,5 %

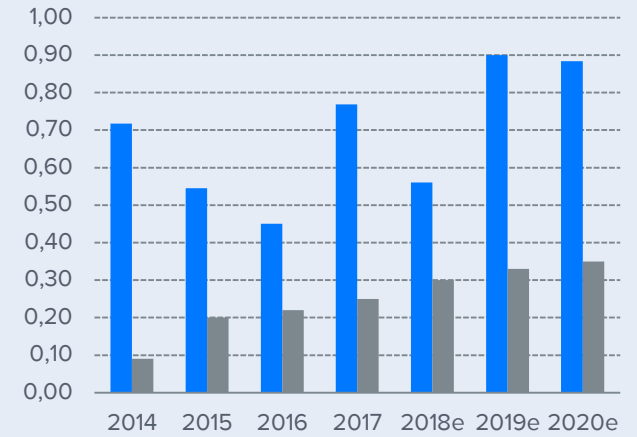
Arvonmäärityksen yhteenveto



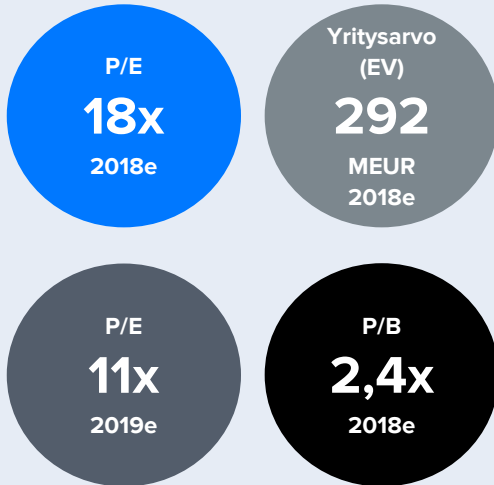
Liikevaihto ja liikevoitto



Osakekohtainen tulos ja osinko



Avainluvut



Arvoajurit

- Varainhoidon kasvu
- Energian ylösajon edistyminen
- Kulutehokkuuden parantuminen
- Irtaantumiset Garantiasta ja Fellow Financesta
- Mahdolliset muut yritysjärjestelyt



Riskitekijät

- Kypsässä vaiheessa oleva nousumarkkina
- Kulurakenteen joustaminen liikevaihdon laskiessa
- Energian isojen projektien onnistuminen
- Mahdollisten yrityskauppojen epäonnistuminen
- Avainhenkilöihin ja kulttuuriin liittyvät riskit



Arvostus

- Osien summa selvästi nykykurssia korkeampi
- Suhteessa keskeisiin verrokkeihin arvostus houkutteleva
- 2018 kertomilla nykyistä korkeampi kurssi ei perusteltu
- 2019 kertomilla osake edullinen
- Osinkotuotto verrokkeja matalampi, koska pääoma ohjataan kasvuun

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja sijoittajaprofiili	s. 5-11
Varainhoito	s. 12-17
Garantia	s. 18-22
Energia	s. 23-24
Muut	s. 25
Markkinat ja kilpailukenttä	s. 26-32
Taloudellinen tilanne	s. 33-34
Ennusteet	s. 35-38
Arvonmääritys	s. 39-44
Taulukot&liitteet	s. 45-47
Vastuuvapauslauseke&suositushistoria	s. 48

Taaleri lyhyesti

Taaleri on suomalainen sijoituspalveluyhtiö, joka luokitellaan virallisesti rahoitus- ja vakuutusryhmittymäksi. Yhtiö tarjoaa varainhoito- ja rahoituspalveluja sijoittajille ja sen pääkohderyhmä ovat varakkaat yksityishenkilöt sekä instituutiot. Taaleri-konserni koostuu neljästä liiketoimintasegmentistä: Varainhoito, Rahoitus (Garantia), Energia ja Muu-segmentti. Taalerin visiona on yhdistää yksityinen pääoma, ideat sekä yrittäjäyys ja luoda tämän avulla kasvua. Taaleri onkin toteuttanut visiotaan aktiivisesti koko olemassaolonsa aikana ja tuonut jatkuvasti uusia innovatiivisia tuotteita ja palveluita markkinoille.

2007

PERUSTAMISVUOSI

~180 hlö

Henkilöstö, 2017

2007-2009: Kuoleman laakso ja toiminnan ylösajo
2010-2013: Liiketoiminta seuraavalle tasolle ja IPO
2014-2017: Yritysjärjestelyillä ja orgaanisella kasvulla seuraavaan kokoluokkaan

81 MEUR (+34 % vs. 2016)

LIIKEVAIHTO 2017

27 MEUR (+65 % vs. 2016)

LIIKEVOITTO 2017

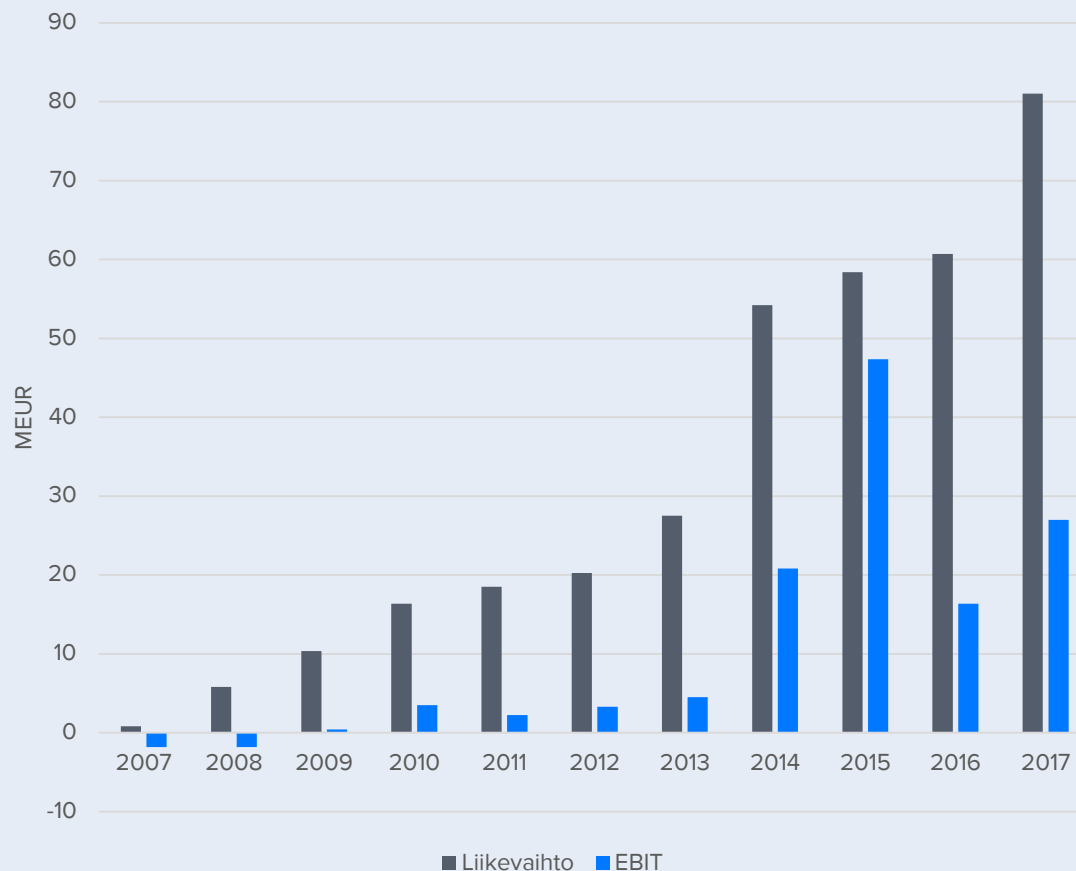
31 %

2012-2017
liikevaihdon kasvu
keskimäärin

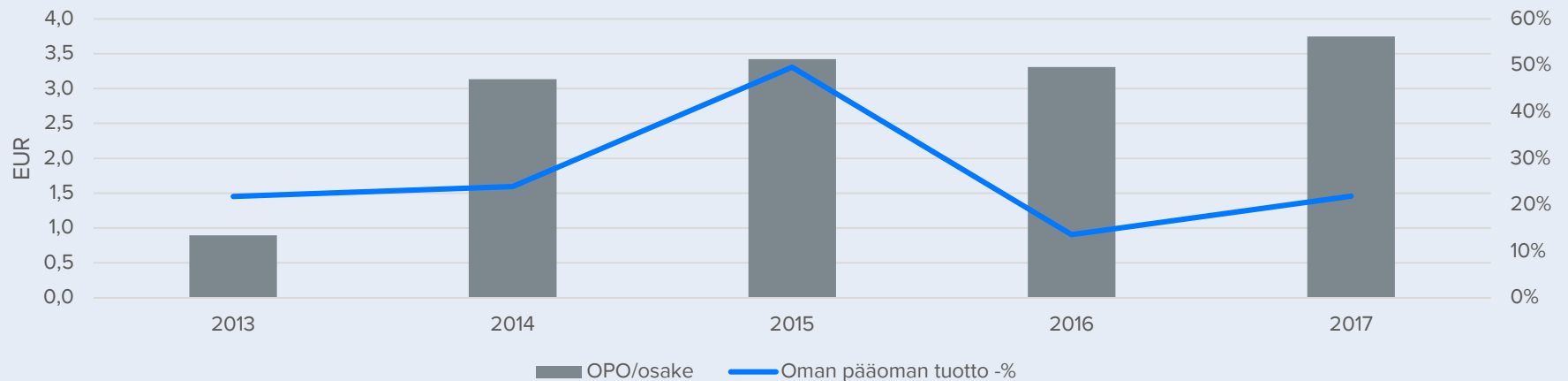
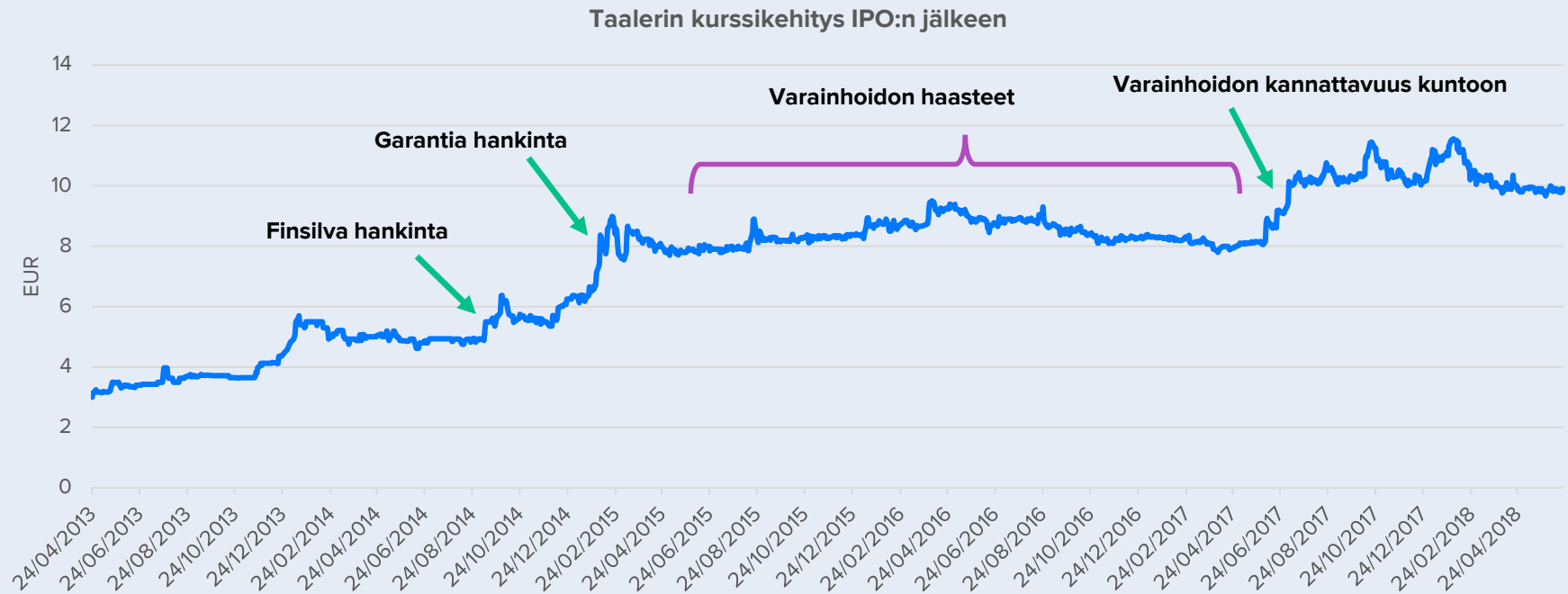
37 %

2012-2017
keskimääräinen
oman pääoman
tuotto

Taalerin historiallinen kehitys



Taalerin kehitys listautumisen jälkeen



Strategia ja taloudelliset tavoitteet

Strategia

Taaleri ei ole julkisesti määrittänyt tarkkaa konsernitason strategiaa. Näkemyksemme mukaan konsernin strategian keskiössä on omistaja-arvon luominen. Viime vuosina yhtiö on nostanut tämän lisäksi myös yhä enemmän esiin omistaja-arvon luontia positiivisten sidosryhmävaikutusten kautta. Tällä tarkoitetaan mm. yhtiön toiminnasta syntyviä positiivisia vaikutuksia mm. kansantaloudelle tai ympäristölle. Tämä on sinänsä loogista, sillä monessa tapauksessa nämä asiat kulkevat käsi kädessä ja esimerkiksi yhtiön jo pitkään tekemät investoinnit uusiutuvaan energiaan ovat johtaneet sijoittajien kannalta erinomaisiin tuloksiin.

Omistaja-arvon luonnin voi Taalerin tapauksessa jakaa kahteen osaan: liiketoimintayksiköiden orgaaninen arvonnoussi sekä yritysjärjestelyt. Taaleri on ollut läpi historiansa kasvuyhtiö ja yhtiö haluaa sijoittajille profiloitua edelleen kasvuyhtiönä. Liiketoimintayksiköiden strategiat ovatkin hyvin kasvuhakuisia ja valtaosa niiden arvosta on syntynyt ja tulee myös jatkossa syntymään kasvun kautta.

Yritysjärjestelyiden osalta yhtiön lähestymistapa on näkemyksemme mukaan hyvin opportunistinen ja yhtiö katsoo kohteita yli toimialarajojen. Historiallisesti yhtiö on onnistunut yritysjärjestelyissään erittäin hyvin ja listautumisen jälkeisestä markkina-arvon kasvusta merkittävä osa selittyy onnistuneilla yritysjärjestelyillä. Tarkastelemme yritysjärjestelyitä tarkemmin seuraavalla sivulla.

Mielestämme Taalerin kannalta keskeisiä strategisia teemoja ovat lähivuosina:

- Uudet tuotelanseeraukset pääomarahastoissa

- Energia-segmentin ylösajo (uudet tuotteet)
- Garantian vakuutusmaksutulon kasvu
- Konsernin kulutehokkuuden parantaminen
- Yritysjärjestelyt

Taloudelliset tavoitteet

Taalerin pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat:

- Vähintään 20 %:n liikevoittomarginaali
- Oman pääoman tuotto vähintään 15 %
- Vähintään 30 %:n omavaraisuusaste

Liikevoittomarginaalitavoite on mielestämme varsin konservatiivinen ja tarjoaa sijoittajalle rajallisesti indikaatiota yhtiön potentiaalia arvioitaessa. Näkemyksemme mukaan Taalerin liikevoittomarginaali yritysjärjestelyistä oikaistuna tulee lähivuosina olemaan 25-40 %:n välillä ja mielestämme 20 %:n taso on yhtiölle varsin vaatimaton. Uskommekin, että 20 %:n tasoa voidaan pitää eräänlaisena minimitavoitteena, johon yhtiön pitäisi päästä myös heikossa markkinatilanteessa.

Oman pääoman tuoton osalta 15 %:n taso on yhtiölle kohtuullinen. Garantian pääomaintensiivisistä liiketoiminnasta johtuen yhtiön pääoman tuotto jää alan korkealla tasolla olevien keskiarvojen alapuolelle. Näkemyksemme mukaan nykyisellä liiketoimintarakenteella ja Varainhoidon normalisoidulla kannattavuudella yhtiön oman pääoman tuotto olisi noin 20 %. Yritysjärjestelyt ja oman taseen käyttö ovat pääoman tuoton kannalta keskeisessä roolissa myös tulevaisuudessa. Tarkastelemme yhtiön

oman pääoman tuottoa ja pääoman sitoutumista myöhemmin sivuilla 21 ja 36.

Vähintään 30 %:n omavaraisuusastetavoite on mielestämme niin ikään myös eräänlainen minimitavoite yhtiölle ja uskomme, että yhtiön mukavuusalue omavaraisuusasteen suhteen on 40-50 %:n tuntumassa. Uskomme, että yhtiö pyrkii säilyttämään toiminnassaan merkittävän taloudellisen liikkumavaran yrityskauppoja silmällä pitäen.

Voitonjakopolitiikka

Taaleri pyrkii vuosittain jakamaan kilpailukykyistä osinkoa yhtiön taloudellinen tilanne ja rahoitustilanne huomioiden. Voitonjakopolitiikka on melko laeva ja epäselvä, mutta arviomme mukaan yhtiön tavoitteena on jakaa vuosittain kasvavaa ja vakaata osinkoa. Yhtiö ei pyri profiloitumaan osinkoyhtiönä ja osingonjakosuhte tulee arviomme mukaan pysymään pitkällä aikavälillä keskimäärin selvästi alle 50 %:ssa. Yhtiö tulee arviomme mukaan myös jatkossa kanavoimaan kertyneitä voittovarojaan yritysjärjestelyihin. Huomioiden yhtiön track record yritysjärjestelyistä, pidämme tätä omistaja-arvon näkökulmasta osinkoa parempana vaihtoehtona.

Yritysjärjestelyt

Yritysjärjestelyt

Yritysjärjestelyt ovat olleet merkittävässä roolissa Taalerin listautumisen jälkeisessä arvonluonnissa. Käsittelemme tässä Taalerin arvon kannalta keskeisiä yritysjärjestelyitä.

Finsilva oli puhdas finanssisijoitus

Taaleri osti kesällä 2014 39,5 %:n omistuksen Finsilvasta, joka on Suomen suurimpia metsänomistajia. Myyjänä oli Keskinäinen henkivakuutusyhtiö Suomi ja kauppahinta oli 65 MEUR. Kauppahinta oli erittäin edullinen ja kertoi myyjän vaikeasta tilanteesta. Taaleri ylöskirjasi omistuksen arvoa vielä 2014 aikana noin 14 MEUR:lla vajaan 80 MEUR:oon.

Taaleri myi keväällä 2015 puolet omistamistaan Finsilva-osakkeista Dasoksen hallinnoimalle pääomarahastolle. Samassa kaupassa myös Finsilvan toinen omistaja Metsäliitto kevensi omistustaan ja Dasos nousi kaupalla määräysvalta-asemaan. Kaupassa käytetty valuaatio oli Taalerin uuden tasearvon mukainen. Kaupassa Taalerin kannalta keskeistä oli kuitenkin se, että Dasoksen määräysvallan myötä Finsilvasta tuli virallisesti markkinaehtoinen toimija ja vanhoja järjestelyjä liittyen mm. pääomistajalta otettuihin pääomalainoihin purettiin. Näin ollen omistusrakenteen muutoksella oli positiivinen vaikutus Finsilvan arvoon riskiprofiilin pienentymisen kautta. Taaleri myi loput Finsilva-osakkeensa alkuvuonna 2016 Eteralle. Kauppahinta oli 48 MEUR joka tarkoittaa noin 9 MEUR:n preemiota suhteessa tasearvoon.

Kokonaisuutena Taaleri sai Finsilvasta osinkoja yhteensä laskelmiemme mukaan noin 7,5 MEUR ja myyntivoittoa 23 MEUR. Näin ollen investoinnin kokonaistuotto kohoaa hieman yli 30 MEUR:oon ennen veroja tai noin 45 %:iin. Vuotuiseksi tuotoksi koko sijoitetulle pääomalle muodostuu näin ollen noin 25 % ja oman pääoman tuotoksi merkittävästi

korkeampi johtuen merkittävästä velkavivusta. Luvut ovat matalariskisestä metsäomaisuudesta poikkeuksellisen korkeita ja kauppa loi merkittävää omistaja-arvoa kaikista kulmista tarkasteltuna.

Garantia oli strateginen sijoitus

Joulukuussa 2014 Taaleri osti Garantian 60 MEUR:lla työeläkeyhtiöiltä. Lisäksi Taaleri sitoutui maksamaan vanhoille omistajille puolet mahdollisesta myyntivoitosta, jos se myy Garantian seuraavan kolmen vuoden aikana. Kauppa oli strateginen ja yhtiön on alusta asti ollut tarkoitus hakea aktiivisesti synergioita Garantian ja Varainhoidon välillä. Garantian hallinnointi on kuitenkin säilytetty itsenäisenä ja Taalerista riippumattomana.

Garantian ostohetkellä hinta suhteessa vuosien 2008-2014 keskimääräiseen voittoon ennen veroja (oikaistu tasoitusmäärän muutoksella) oli hieman alle 8x ja vuoden 2015 tuloksella 7x. Veroilla oikaistut vastaavat P/E-kertoimet ovat noin 10x ja 8x. Oikaistulla omalla pääomalla laskettu P/B oli kaupan toteutushetkellä 0,7x ja tämän seurauksena Taaleri ylöskirjasi omistusta kaupan toteutumisen yhteydessä noin 24 MEUR:lla.

Garantian kauppahintaa voidaan pitää erittäin edullisena kaikista kulmista tarkasteltuna, josta kertoo myös yhtiön tekemä 27,3 MEUR:n ylöskirjaus. Suhteessa arvioimaamme käypään arvoon Taaleri sai Garantian yli 50 %:n alennuksella ja mielestämme on selvää, että Garantia-kauppa loi merkittävää omistaja-arvoa jo ilman strategisia synergioita. Käsittelemme Garantiaa tarkemmin sivuilla 18 ja 36.

Fellow Financen arvo kasvanut voimakkaasti

Keväällä 2015 Taaleri osti 38,4 %:n osuuden suomalaisesta vertaislainapalvelu Fellow Financesta. Järjestelyssä Taaleri sijoitti Fellow Financeen 2 MEUR ja luovutti Fellow Financelle Taalerin Lainaamo Oy:n koko osakekannan

(Taalerin omistus Lainaamosta 75 %). Lainaamon noin 20 MEUR:n lainakanta oli tarkoitus konvertoida asteittain Fellow Financen lainakannaksi. Arviomme mukaan Fellow Financen valuaatio oli kaupassa 10-15 MEUR. Keväällä 2018 Taaleri nosti omistuksensa 45,7 %:iin aiemmin sovitun järjestelyn puitteissa.

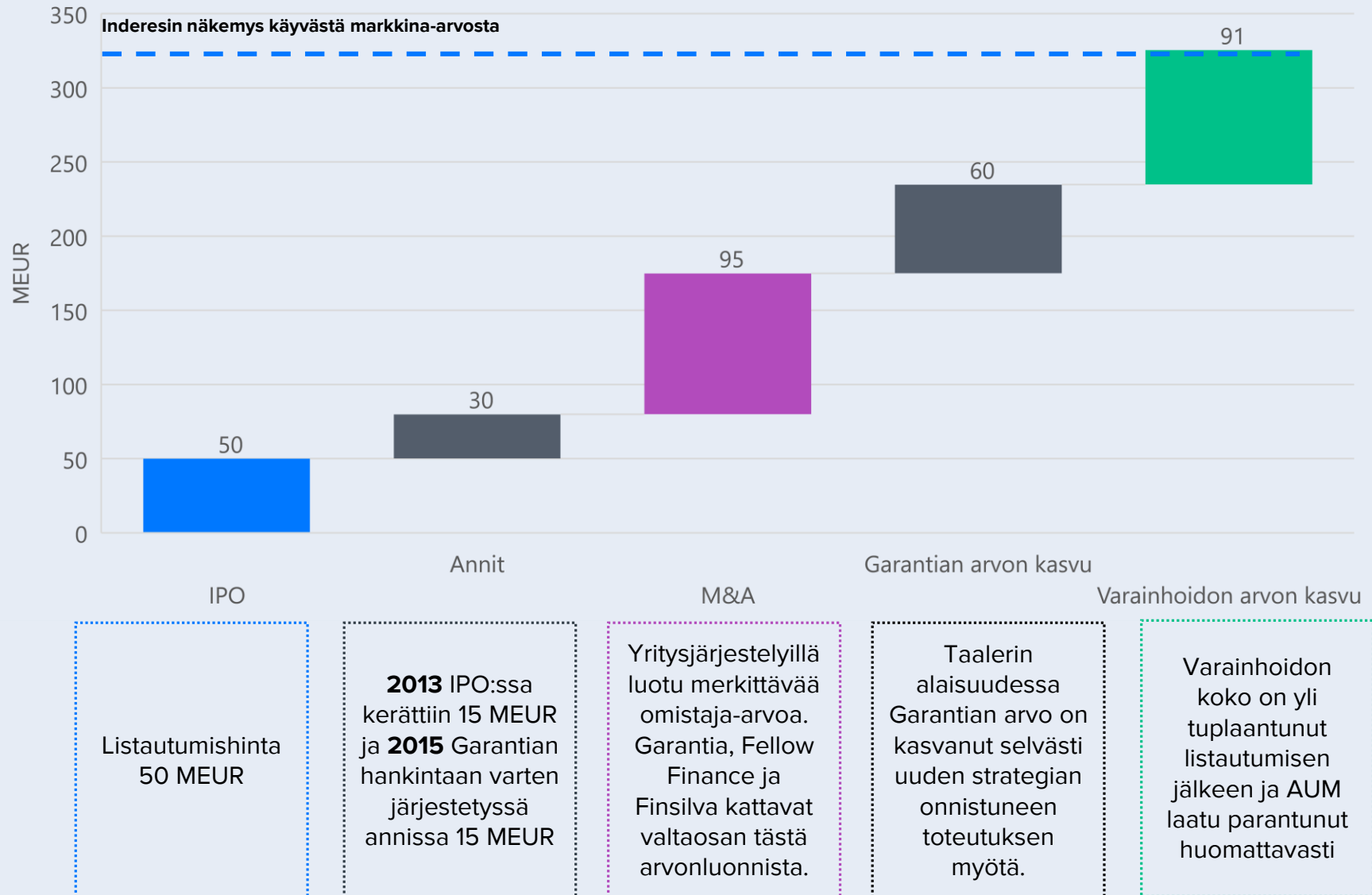
Kauppa oli Taalerin kannalta finanssisijoitus ja yhtiö ei ole osallistunut Fellow Financen operatiiviseen toimintaan, muutoin kuin yhtiön hallituksesta käsin. Fellow Finance operatiivinen kehitys on ollut erinomaista ja yhtiön 2017 liikevaihto oli 8,8 MEUR (2015: 4 MEUR). Yhtiö on onnistunut myös kansainvälisessä laajentumisessaan mikä tukee sille hyväksyttävää arvostuskertoimia. Näkemyksemme mukaan Fellow Financen arvo on merkittävästi Taalerin ostohintaa korkeampi ja kauppa on luonut merkittävää omistaja-arvoa. Tarkastelemme Fellow Financea tarkemmin sivulla 36.

Pääomarahastojen vähemmistöt pois edullisella valuaatiolla

Taaleri ilmoitti keväällä 2016 ostavansa Pääomarahastot-liiketoiminnan vähemmistö-omistajien (25 %:n omistus) omistuksen 12 MEUR:lla (yritysarvo 48 MEUR). Vähemmistöomistajat ovat olleet Taalerin toimitusjohtaja Juhani Elomaa, varatoimitusjohtaja Karri Haaparinne sekä muita Pääomarahastojen avainhenkilöitä. Kaupan vuoden 2015 EV/EBIT kerroin oli 7x (Taalerin vastaava kaupan toteutumishetkellä 10x).

Pääomarahastojen kriittinen strateginen rooli huomioiden sekä viime vuosien erinomainen kehitys huomioiden on selvää, että kauppahinta oli edullinen Taalerin kannalta. Kaupantekohetkellä oma konservatiivinen arviomme liiketoiminnan käyvistä arvosta oli 50-60 MEUR, mutta nykyisellään arvo on jo selvästi tätä korkeampi ja osien summa -laskelmassamme käyttämämme arvo pääomarahastojen AUM:lle on yli 80 MEUR. Näin ollen onkin selvää, että myös tämä järjestely on luonut omistaja arvoa.

Taalerin arvonkehitys listautumisen jälkeen



Sijoitusprofiili

1. Kasvuyhtiö
2. Erinomainen track-record omistaja-arvon luonnista
3. Yhtiötä tulee tarkastella sen osien summan kautta
4. Yritysjärjestelyt
5. Nykyrakenne sitoo paljon pääomaa ja painaa ROE-%

Potentiaali

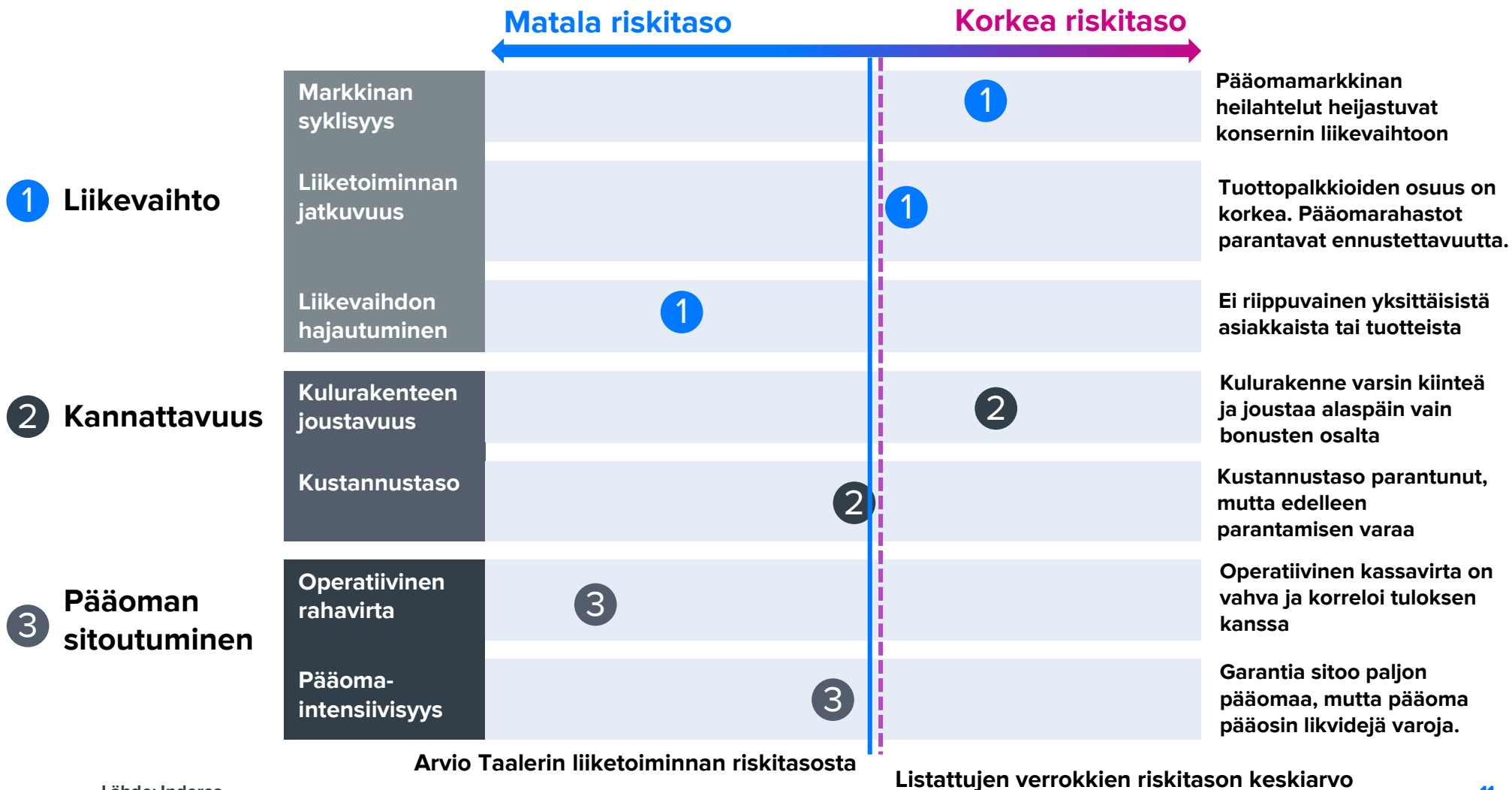
- Liiketoiminnan kasvu uusilla tuotteilla
- Kulutehokkuudessa parannuspotentiaalia
- Yritysjärjestelyt
- Yhtiöllä kilpailuetua pääomarahastoissa

Riskit

- Markkinatilanteen kestävyys
- Kulutehokkuuden joustavuus
- Tuottopalkkioiden korkea osuus heikentää ennustettavuutta
- Energian isot projektit
- Avainhenkilöihin ja kulttuuriin liittyvät riskit

Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Varainhoito 1/5

Konsernin ydin

Pääomarahastot tärkeässä roolissa

Taalerin Varainhoito on konsernin liiketoiminnan ydin. Varainhoitoliiketoiminta tarjoaa kattavat varainhoitopalvelut, jonka ytimessä ovat ETF-pohjainen varainhoito, informaatiooetuu perustuva sijoittaminen sekä erilaiset pääomarahastot. Yhtiön ydinkohderyhmä on perinteisesti ollut varakkaat yksityishenkilöt. Instituutioiden puolella yhtiö on edelleen varsin pieni tekijä Suomessa ja tämä heijastuu esimerkiksi SRF:n tutkimuksissa. Instituutioiden rajallinen rooli on todennäköisesti hidastanut hieman yhtiön kasvua, mutta samalla se on parantanut yhtiön suhteellista tuottotasoa sen hallinnoitavasta varallisuudesta.

Taaleri yritti myös kansainvälistää Varainhoitoa laajentamalla Turkkiin vuonna 2013, mutta vetäytyi sieltä 2017 lopussa heikentyneen markkinatilanteen johdosta. Turkin merkitys yhtiön numeroihin oli pieni.

Taalerin hallinnoitava varallisuus oli 2017 lopussa noin 5,5 miljardia euroa ja listautumisen jälkeen vuotuinen kasvu on ollut hyvällä noin 16 %:n tasolla. Tästä pääomasta 1083 MEUR oli sijoitettuna yhtiön omiin sijoitusrahastoihin. Sijoitusrahastojen keskimääräinen hallinnointipalkkio on arviomme mukaan hieman alle prosentin tasolla ja lisäksi yhtiöllä on valtaosassa rahastojaan mukana myös tuottosidonnainen komponentti. Palkkiotasot ovat linjassa yleisen markkinan kanssa. Taalerin kohdalla sijoittajan on hyvä tiedostaa, että yhtiö ei lähtökohtaisesti käytä täyden valtakirjan varainhoitosalkuissaan omia rahastojaan, vaan yhtiö käyttää pääasiassa ETF-instrumentteja ja pääomarahastoja. Näin ollen sijoitusrahastopääomien merkitys on Taalerille

pienempi kuin keskeisille verrokeille.

Yhtiölle strategisesti tärkeissä pääomarahastoissa oli 2017 lopussa 1052 MEUR. Pääomarahastot ovat kasvaneet viime vuodet voimakkaasti ja niiden merkitys Varainhoidon kilpailukyvyllä on kriittinen. Taaleri on ollut ensimmäisenä toimija liikkeellä reaaliomaisuuteen sijoittavissa pääomarahastoissa ja yhtiöllä on selvästi muita toimijoita kattavampi valikoima tuotteita. Mielestämme Taalerin keskeinen erottava tekijä pääomarahastoissa suhteessa kilpailijoihin on sen toimintamalli, missä kohteita etsitään hyvin laajalla skaalalla ja sijoituspäätöksen edellytyksenä on löytää kohteen ympärille oikea henkilö/tiimi. Tämä tarkoittaa monessa tapauksessa sitä, että sijoituskohteen toteuttamisesta ja hallinnasta vastaa lopulta täysin pankkiiritoiminnan ulkopuolinen henkilö.

Taalerin tarkoituksena ei ole tehdä pääomarahastoista ns. evergreen tuotteita, vaan niistä pyritään myös säännöllisin väliajoin irtautumaan. Yhtiö on irtautunut mm. joukosta asuntorahastoja, Biotehdas-rahastosta sekä yhdestä metsärahadosta. Irtautuneiden rahastojen tuottotasot ovat olleet erinomaisia ja yhtiön track-record pääomarahastoissa on toistaiseksi erittäin vahva. Pääomarahastot ovatkin näkemyksemme mukaan yhtiön keskeinen kilpailuetu muuten varsin homogeenisessä varainhoitomarkkinassa. Arviomme mukaan pääomarahastojen keskimääräinen hallinnointipalkkio on hieman yli prosentin tasolla, johtuen yhtiön tuotteiden hyvästä track-recordista ja erottautumisesta. Pääomarahastoissa on mukana myös voimakas tuottosidonnainen komponentti, ja onnistunut irtaantuminen voi tarjota yhtiölle merkittäviä kertaluontoisia tuottoja. Pääomarahastojen tuottoja on avattu tarkemmin tämän kappaleen

yhteenvedossa.

Täyden valtakirjan varainhoitosalkuissa oli 2017 lopussa 1772 MEUR. Laskelmiemme mukaan yhtiön keskimääräinen palkkiotuottotaso täyden valtakirjan salkuista on hieman alle prosentin tasolla ja tätä voidaan pitää erinomaisena tasona. Erinomaista tasoa selittää näkemyksemme mukaan yhtiön asiakaskunnan painottuminen yksityishenkilöihin instituutioiden sijaan, jonka seurauksena yhtiö joutuu antamaan asiakkailleen selvästi keskeisiä kilpailijoitaan vähemmän alennuksia. Myös pääomarahastot tukevat yhtiön hinnoitteluvoimaa perinteisen varainhoidon puolella. Mikäli yhtiön asiakaskunta koostuisi pitkälti instituutioista, olisi täyden valtakirjan varainhoidon palkkiotaso nykyistä matalampi.

Konsultatiivisessa varainhoidossa oli 2017 lopussa 1544 MEUR. Tämä pitää sisällään mm. osake- ja korkosalkut sekä strukturoidut tuotteet. Palkkiotaso vaihtelee merkittävästi riippuen strukturoitujen tuotteiden myynnistä sekä yleisestä kaupankäyntiaktiiviteetista. Viimeisen 5v:n aikana keskimääräinen taso on arviomme mukaan ollut noin 0,4 % ja se on laskenut viime vuosina johtuen strukturoitujen tuotteiden vaisusta myynnistä.

Taaleri ei julkista tarkempaa jakoa sen palkkiotuottojen välillä. Laskelmiemme mukaan täyden valtakirjan rooli jatkuvista palkkiotuotoista on merkittävin ja sen osuus niistä on noin 40 %. Pääomarahastojen osuus on noin 30 % ja sijoitusrahastojen noin 25 %. Alle 10 % tulee konsultatiivisesta varainhoidosta. Korostamme, että kyseessä ovat jatkuvat tuotot ja tuottosidonnaiset palkkiot huomioiden pääomarahastojen merkitys on viime vuosina ollut kaikista suurin.

Varainhoito 2/5

Varainhoidon strategiana kasvun jatkuminen

Taalerin strategiana on jatkaa Varainhoidon voimakasta kasvattamista myös jatkossa. Kasvua haetaan edelleen varakkaissa yksityishenkilöissä, jonka odotamme säilyvän yhtiön pääkohderyhmänä myös jatkossa. Instituutioiden osalta yhtiö on lisännyt panostuksiaan selvästi, mutta kehitys on ollut käsityksemme mukaan vaisua. Näkemyksemme mukaan tähän vaikuttaa yhtiön omat hinnoittelupäätökset (pieni hintaelastisuus) ja toisaalta instituutioiden rajallinen kiinnostus pääomarahastotuotteita kohtaan (pl. perinteiset kiinteistörahastot). Taalerilla ei myöskään ole ollut ongelmia uusien tuotelanseerauksien myynnissä nykyiselle asiakaskunnalleen ja näin ollen yhtiöllä ei ole ollut tarvetta hakea instituutioista ankkurisijoittajia esim. uusiin pääomarahastokohteisiin. Energia-segmentin uusissa tuotteissa instituutioiden rooli tulee korostumaan johtuen niiden selvästi kasvavista kokoluokista. Käsityksemme mukaan AurinkoTuuli 1 -rahastossa instituutioiden kysyntä oli kohtuullisen hyvää.

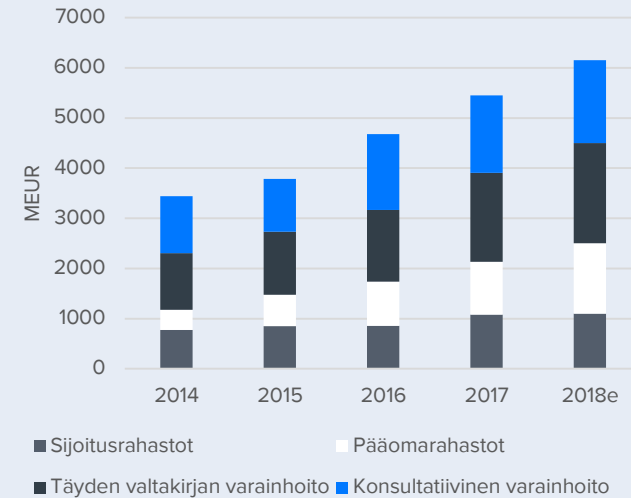
Sijoittajan kannalta Taalerin onnistuminen instituutiokentässä ei mielestämme ole kuitenkaan ratkaisevassa roolissa. Huomattavasti tätä tärkeämpänä pidämme yhtiön mahdollista onnistumista retail-kentässä. Taaleri on yrittänyt laajentua retail-kenttään useaan otteeseen vuoden 2013 jälkeen, mutta yhtiö ei ole löytänyt sopivaa toimintamallia tähän. Keväällä 2018 toteutettu Evervest-hankinta on näkemyksemme mukaan askel tähän suuntaan. Evervestin myötä Taaleri saa selkeän palvelun sekä toimivan infrastruktuurin palvellakseen isoja massoja. Taalerin strategia Evervestin suhteen on kuitenkin vielä hämärän

peitossa ja emme toistaisi huomio sitä ennusteissamme.

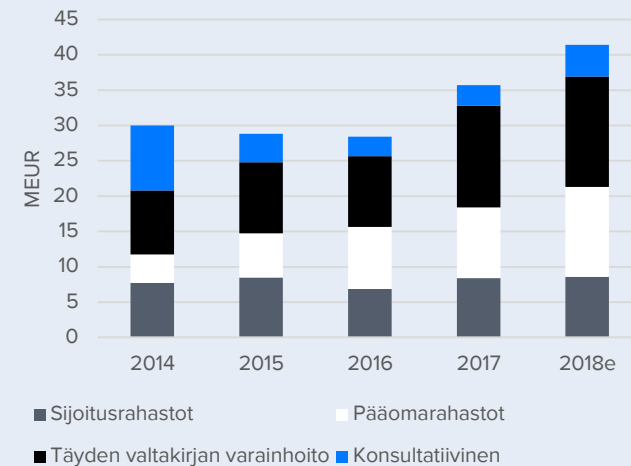
Varainhoidon strategiassa aiemmin korostettu kansainvälistyminen on jäänyt selkeästi sivuun yhtiön vetäytyttyä Turkista ja jatkossa Varainhoidon kansainvälistyminen perustuukin hankekohtaiseen kansainvälistymiseen. Tämä on mielestämme loogista, sillä Varainhoidossa rajojen yli ulottuvat synergiat ovat rajallisia ja yhtiöllä on edelleen merkittävää kasvuvaraa myös Suomessa. Lisäksi hankevetoinen kansainvälistyminen (esim. Afrikan kiinteistöt) on mielestämme huomattavasti vähempiriskinen vaihtoehto.

Näkemyksemme mukaan yhtiön keskeisenä kasvuajurina tulee myös jatkossa toimimaan uudet tuotelanseeraukset etenkin pääomarahastoissa. Pääomarahastojen onnistuneet tuotelanseeraukset ovat näkemyksemme mukaan yhtiön kasvun keskiössä ja tuotekehityksessä onnistuminen on kriittistä. Historiallisesti yhtiö on onnistunut tässä hyvin mikä lisää luottamusta myös tulevaa kasvua kohtaan.

AUM kehitys



Palkkiotuottojen kehitys (Inderes arvio)



Varainhoito 3/5

Varainhoidon kulurakenne

Varainhoidon kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin kiinteä ja henkilöstökulut näyttävät selvästi suurinta kuluerää (2017: 33 % liikevaihdosta). Varainhoito työllisti 2017 lopussa 119 henkilöä. Henkilöstökulut jakautuvat kiinteisiin kuluihin ja bonusperusteisiin palkkioihin. Laskelmiemme mukaan bonusten osuus palkasta oli 2017 poikkeuksellisen korkea johtuen konsernin erinomaisesta tuloksesta vuodelta 2017. Laskelmiemme mukaan Varainhoidon 18 MEUR:n henkilöstökulupotista noin 11-12 MEUR oli kiinteitä palkkakuluja ja noin 6-7 MEUR bonuksia. Arviomme mukaan 2017 nähty bonustaso on selvästi normaalia korkeampi ja arviomme mukaan bonukset tulevat laskemaan tulevina vuosina. Kiinteiden palkkojen osalta palkkainflaatio on Taalerilla ollut varsin maltillista johtuen arviomme mukaan ainakin osittain henkilöstön merkittävistä osakeomistuksista yhtiössä. Normalisoiduilla bonuskuluilla Taalerin henkilöstökulut ovat noin 120 TEUR/henkilö, joka on linjassa keskeisten verrokkien kanssa.

Muiden kulujen osuus oli 2017 25 % ja ne sisältävät mm. IT-kulut, vuokrat, markkinoinnin ja konsernikulujen allokoinnit. 25 %:n tai noin 14 MEUR:n taso on Taalerille erittäin hyvä taso, varsinkin kun huomioidaan, että se arviomme mukaan pitää sisällään tiettyjä kertaluontoisia eriä liittyen mm. IT-hankkeisiin, Turkin alasajoon sekä vanhojen tuulipuistojen alaskirjauksia. Kun huomioidaan, että vuoden 2017 liikevaihto oli poikkeuksellisen hyvä johtuen merkittävistä tuottosidonnaisista palkkioista, tulee yhtiön jatkaa töitä muiden kulujen kurissa pitämiseksi ja kulutehokkuuden parantamiseksi. Keskiössä kulutehokkuuden parantamisessa ovat

arviomme mukaan:

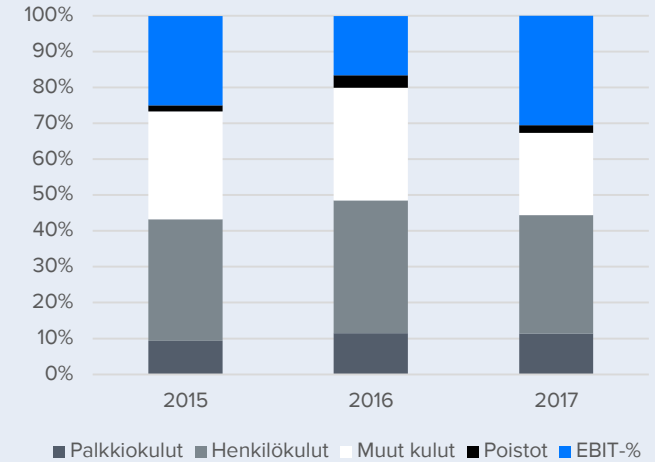
- Tuotekokojen kasvu
- Liiketoiminnan yleinen kasvu
- Prosessien jatkuva tehostaminen IT:n avulla
- IT-hankkeiden parempi johtaminen

Palkkiokulut ovat kolmas yhtiön merkittävä kuluerä ja niiden määrä vaihtelee vuosittain riippuen konsernin maksamista palkkionpalautuksista sekä ETF- ja säilytyspalkkioista. Nämä ovat pitkälti läpilaskutuseriä ja niillä ei ole oleellista merkitystä konsernin tulokseen. Vuonna 2017 palkkionpalautukset olivat 6 MEUR tai 11 % liikevaihdosta.

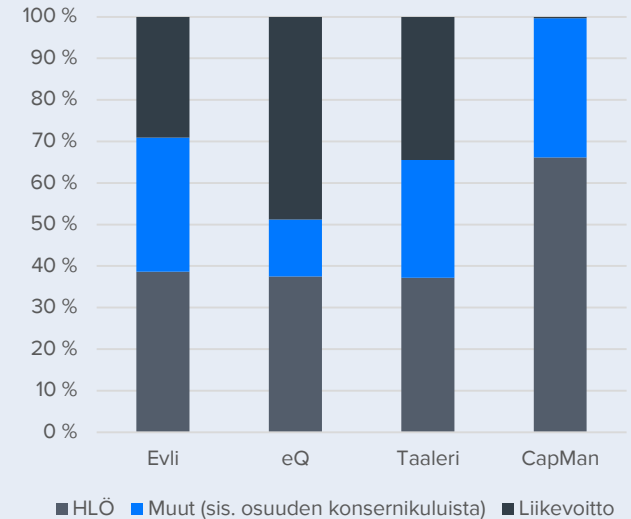
Varainhoidon kannattavuus

Varainhoidon 2017 kannattavuus (EBIT-% 31 %) oli vahva. 2017 numeroita nostavat kuitenkin merkittävät tuottosidonnaiset palkkiot ja näistä oikaistuna kannattavuus olisi selvästi matalampi. Yhtiö on edistynyt merkittävästi Varainhoidon kulutehokkuudessa ja kannattavuus on nyt selvästi 2015-2016 tasoa terveempi. Näemme suhteellisessa kannattavuudessa edelleen parannuspotentiaalia liiketoiminnan jatkaessa kasvuaan. Sijoittajien kannalta vielä tätäkin tärkeämpää on Varainhoidon tuloksen painopisteen siirtyminen jatkuviin tuottoihin. Arviomme mukaan tuloksen painopiste siirtyy lähivuosina selvästi enemmän jatkuviin tuottoihin ja tämä tulee parantamaan Varainhoidon ennustettavuutta ja laskemaan sen riskitasoa.

Varainhoidon kulurakenteen kehitys



Verrokkien kulurakenne**



**Evlin Varainhoito-segmentti
Taalerin Varainhoito-segmentti
eQ:n varainhoito-segmentti
CapManin hallinnointi ja palveluliiketoiminta
Kertaeriä/tuottopalkkioita ei oikaistu ja konsernikulujen allokaatiot huomioitu

Varainhoito 4/5

Varainhoidon tulosestimateet

Odotamme Varainhoidon kasvun jatkuvan, mutta aiempaa hitaammalla kulmakertoimella. Näkemyksemme mukaan nykyinen poikkeuksellisen pitkä nousumarkkina on hiljalleen tulossa tiensä päähän ja tuottotasot sekä osakkeissa että koroissa tulevat väistämättä laskemaan. Lisäksi yhtiön markkinaosuuden kasvattaminen varakkaissa yksityishenkilöissä alkaa käydä aiempaa haastavammaksi ja samalla retail-strategia on edelleen hämärän peitossa. Varainhoidon kasvussa suosittelemme seuraamaan joko palkkiotuottojen kehitystä tai hallinnoitavaa varallisuutta. Liikevaihdon kehitys antaa mielestämme suhteellisen harhaanjohtavan kuvan johtuen merkittävästä tuottosidonnaisista palkkioista, jotka vaihtelevat merkittävästi vuosittain.

Ennustamme Taalerin Varainhoidon liikevaihdon laskevan 2018 noin 6 %:lla johtuen tuottosidonnaisten palkkioiden selvästä laskusta vuoden 2017 poikkeuksellisen korkealta tasolta. Hallinnoitava varallisuus kuitenkin kasvaa 13 %:lla uusmyynnin ja isojen pääomarahastojen ylösajon seurauksena. Palkkiotuotot kasvavat 16 %:lla ja kokonaisuutena Varainhoidon tuottojen painopiste siirtyy selvästi enemmän jatkuviin tuottoihin. Ennustamme Varainhoidon liikevoiton säilyvän vertailukauden vahvalla tasolla 17 MEUR:ssa. Ennusteemme pitää sisällään irtautumisen viimeisestä Metsä-rahastosta H2:lla ja sen tulosvaikutus on noin 3 MEUR. Näkemyksemme mukaan Varainhoidolla pitäisi olla hyvät edellytykset säilyttää tulos ennallaan liikevaihdon laskusta huolimatta, sillä bonusten pitäisi laskea selvästi vertailukaudesta konsernin heikentyvän tuloksen myötä (konsernitulos toimii bonusten perustana). Yhtiön onkin ensiarvoisen tärkeää todistaa, että johdon korostama

kulujousto realisoituu nyt liikevaihdon laskiessa.

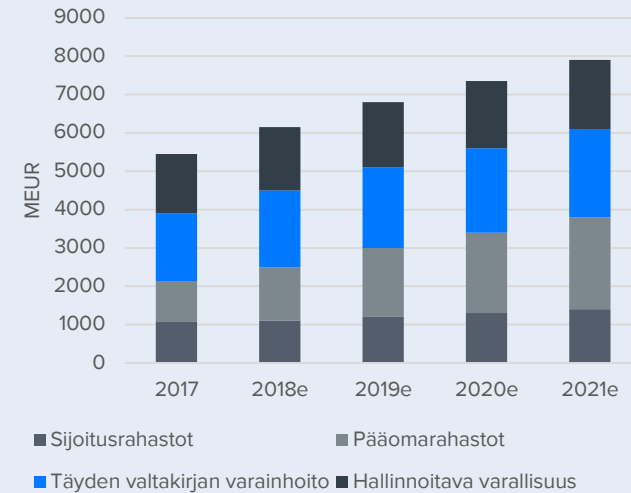
Ennustamme vuonna 2019 AUM:n kasvavan 7 %:lla ja palkkiotuottojen 13 %:lla pääomarahastojen vetämä. Liikevaihto kasvaa 18 %:lla johtuen ennustamastamme irtautumisesta Asuntorahasto 6:sta (noin 5 MEUR). Merkittävään irtautumisen ja kulutehokkuuden parantumisen myötä liikevoitto kohoaa 23,4 MEUR:oon ja liikevoittomarginaali poikkeuksellisen vahvaksi 39 %:iin.

Kokonaisuutena kertaluontoisista irtautumisista oikaistuna Varainhoidon tulos ei ennusteissamme oleellisesti kasva 2018-2019 johtuen poikkeuksellisen hyvästä vertailukaudesta 2017 ja tuottopalkkioiden laskusta. Tuloksen laatu paranee kuitenkin merkittävästi, kun painopiste siirtyy jatkuviin tuottoihin. Tämä on sijoittajille erittäin tärkeää, koska jatkuviin tuottoihin pohjautuvan tuloksen arvo on selvästi kertatuottoja korkeampi.

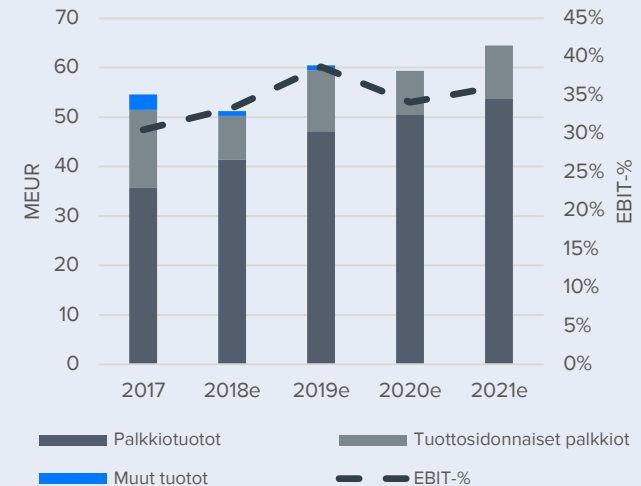
Selkeimmät riskit tulosestimateissamme liittyvät nykyisen markkinatilanteen kestävytyteen ja yhtiön kulukontrollin pysymiseen. Lähdemme ennusteissamme siitä, että markkinatilanne heikkenee (pörssin tuotot heikkenevät ja transaktioaktiiviteetti vähenee), mutta romahdusta ei tapahdu. Kulukontrollin osalta keskeinen riski liittyy mielestämme laajentumiseen uusiin asiakassegmentteihin, joissa kulut ovat varsin etupainotteisia.

Positiivisten ennusteylitysten todennäköisimmät ajurit ovat puolestaan odotuksia korkeammat kertaluontoiset tuotot ja/tai odotuksia nopeampi tahti uusissa tuotelanseerauksissa.

AUM ennusteet



Varainhoidon liikevaihto ja liikevoitto-%



Varainhoito 5/5

Varainhoidon arvo

Näkemyksemme mukaan Varainhoito-segmenttiä arvottaessa lähtökohtana tulee käyttää yhtiön tämän hetken tulosta sekä hallinnoitavaa varallisuutta.

Tuloksen osalta käytämme kuluvan vuoden tulosta, sillä 2017 tulos sisältää poikkeuksellisen paljon kertaluonteista tuottosidonnaista palkkiota. Kuluvan vuoden liikevoittoennustemme Varainhoidolle on 17 MEUR. Verrokkiryhmän EV/EBIT-kerroin on kuluvalta vuodelta 11x ja tätä soveltamalla olemme saaneet arvoksi **188 MEUR**. Taalerin palkkiotuottojen laatu on mielestämme verrokkiryhmän keskiarvoa selvästi parempi johtuen pääomarahastojen isosta roolista. Tämä puoltaisi omalta osaltaan preemioarvostusta, mutta samalla on huomioitava, että 2018 tuloksessa on mukana merkittävä kertatuotto irtaantumisesta. Näin ollen nämä tekijät netottavat mielestämme toisensa. Verrokkiryhmän kerrointaulukko löytyy liitteistä sekä arvonmääritysosioista.

Toisena arvonmääritysmallina olemme käyttäneet Taalerin hallinnoitavaa varallisuutta. Taalerin Varainhoidon liikevaihdosta valtaosa syntyy sen AUM:iin liittyvistä tuotteista ja palveluista ja näin ollen voimmekin käänteisesti laskea, kuinka paljon sijoittajat maksavat hallinnoitavan varallisuuden eri osa-alueista. Hallinnoitavan varallisuuden arvo vaihtelee merkittävästi riippuen sen tuottamasta palkkioitasosta sekä rahan pysyvyydestä. Korkeaa palkkiovirtaa tuottava private equity -rahasto voidaan hinnoitella korkeallakin kertoimella, kun taas konsultatiivisessa varainhoidossa olevan transaktiovetoisen rahan kerroin jää matalaksi. Karkeana yleistyksenä voidaan todeta, että valtaosa hallinnoitavasta

varallisuudesta hinnoitellaan 1-5 %:n arvoiseksi ja esim. 10 %:n taso vaatisi poikkeuksellisen hyvää tuotetta. Olemme käyttäneet hallinnoitavasta varallisuudesta arvioimaamme 2017 lopun tilannetta.

Taalerin arvokkainta AUM:ia on sen pääomarahastojen pääoma (2017 1052 MEUR). Pääomarahastojen palkkiotaso on hyvä (1 % sekä tuottosidonnainen palkkio) ja niiden näkyvyys on poikkeuksellisen hyvä johtuen pitkistä sijoitussitoumuksista. Olemme soveltaneet pääomarahastoihin 8 %:n kerrointa, joka on korkea, mutta heijastelee pääomien poikkeuksellista laatua.

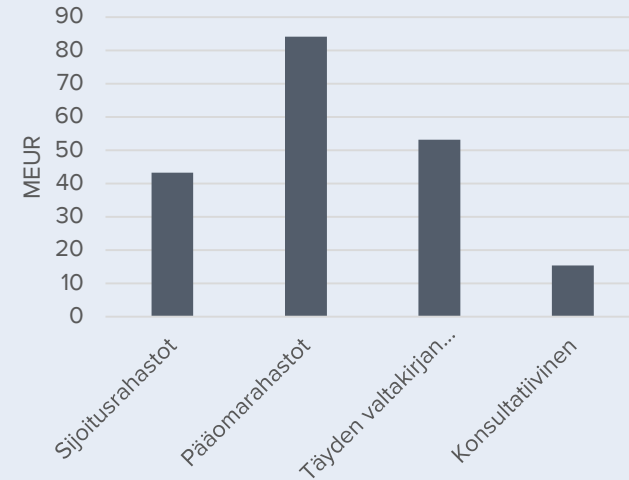
Osake- ja korkorahastoille (AUM 1083 MEUR) olemme soveltaneet 4 %:n kerrointa. Taso on yhtiön verrokkeja korkeampi, mutta perusteltavissa sen verrokkeja korkeammista tuottotasosta (noin 0,8 %).

Täyden valtakirjan varainhoidon (1772 MEUR) olemme arvottaneet 3 %:n arvolla. Tämä on niin ikään toimialan keskiarvoja korkeampi taso, mutta perusteltavissa Taalerin erittäin hyvällä palkkiorakenteella.

Konsultatiivisen varainhoidon 1544 MEUR olemme arvottaneet 1 %:n arvoiseksi johtuen sen matalasta ja heikosti ennustettavasta tuottotasosta.

Yhteensä hallinnoitavan varallisuuden arvo on laskelmassamme **196 MEUR**, joka on linjassa myös kerroin pohjaisen analyysimme kanssa.

AUM-pohjainen arvonmääritys



Varainhoito yhteenveto

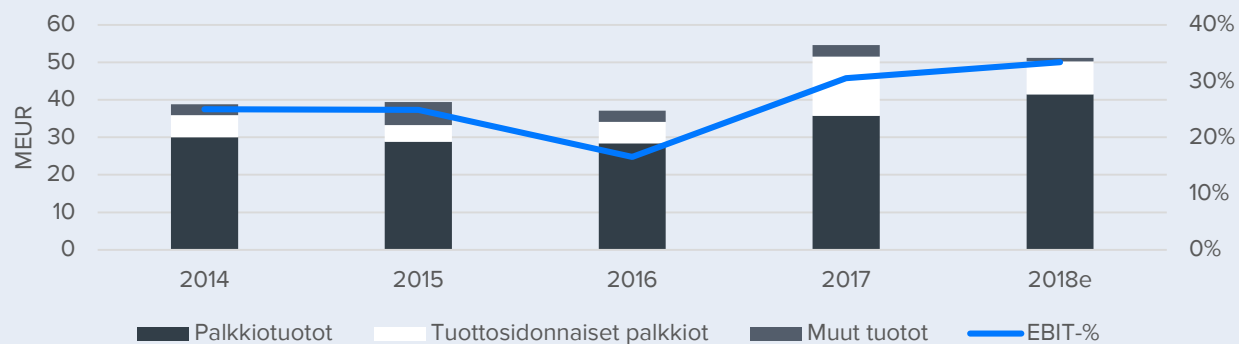
Varainhoito	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Palkkiotuotot	28,8	28,4	35,7	41,4	47,2	50,5
Tuottosidonnaiset palkkiot	4,5	5,8	15,8	8,8	12,3	8,8
Muut	6,1	3,0	3,1	1,0	1,0	0,0
Liikevaihto	39,4	37,1	54,6	51,2	60,5	59,3
Henkilöstökulut	-13,4	-13,8	-18,0	-16,0	-18,1	-19,5
Muut kulut	-12,5	-12,9	-13,7	-12,9	-13,4	-14,0
EBIT	9,8	6,1	16,7	17,1	23,4	20,2
EBIT-%	25 %	17 %	31 %	33 %	39 %	34 %

Hallinnoitava varallisuus	3785	4679	5451	6150	6600	7050
Rahastot	850	857	1083	1100	1200	1300
Täyden valtakirjan varainhoito	1260	1431	1772	2000	2100	2200
Pääomarahastot (sis. Energia)	623	880	1052	1400	1600	1800
Muu varainhoito	1052	1511	1544	1650	1700	1750

Palkkiotuottojen jakauma

Sijoitusrahastot*	8,5	6,9	8,4	8,6	9,6	10,4
Pääomarahastot*	6,2	8,8	10,0	12,7	15,8	17,5
Täyden valtakirjan varainhoito*	10,1	10,0	14,4	15,6	16,8	17,6
Konsultatiivinen varainhoito*	4,0	2,7	2,9	4,5	5,0	5,0

* merkityt ovat Inderesin ennusteita myös toteutuneiden vuosien osalta



Taalerin tekemät irtautumiset pääomarahastoista

Rahasto	Perustettu	Exit	IRR
Asunto I	2011	2014	13 %
Asunto III	2011	2014	12 %
Asunto V	2011	2014	29 %
Biotehdas	2012	2016	9 %
Metsä I	2012	2017	10 %
Mattiovi	2013	2017	20 %

Garantia 1/4

Yhtiökuvaus

Garantia on vuonna 1993 perustettu takausvakuutuksiin erikoistunut vakuutusyhtiö, joka tarjoaa laajan valikoiman takaustuotteita. Garantian päätuote on yritysten pitkäaikaiselle lainalle myönnettävä takaus. Muita tuotteita ovat mm. pääomalainatakaus, rahastotakaus sekä toimitus- ja urakkatakaukset. Garantia on aktiivisesti mukana erilaisissa rahoitusjärjestelyissä ja pyrkii kehittämään jatkuvasti uusia tuotteita Garantian asiakkaiden muuttuviin tarpeisiin. Garantialla on luottoluokittaja Standard & Poor'sin myöntämä luottoluokitus A-. Garantia työllisti 2017 lopussa 25 henkilöä.

Takausvakuutukset toimivat samalla tavoin kuin pankkitakaukset. Garantia ja asiakas tekevät sopimuksen, jonka nojalla Garantia sitoutuu asiakkaan puolesta vakuutettavan sitoumuksen mukaisten velvoitteiden hoitamiseen siltä varalta, että asiakas tulisi maksukyvyttömäksi tai ei pystyisi hoitamaan velvoitteitaan. Vakuutettava sitoumus voi olla esimerkiksi laina, urakka tai toimitussopimus. Garantian vakuutuskanta oli vuoden 2017 lopussa noin 1491 MEUR. Garantian tase on erittäin vahva ja sen solvenssisuhde oli 2018 keväällä 238 % (minimitaso 100 %).

Garantian kannattavuus ja tulokset ovat olleet vahvaa läpi koko tarkastelujakson ja yhtiön taseitsemäärän muutoksella oikaistu voitto ennen veroja on ollut keskimäärin 8,8 MEUR vaihteluvälillä ollessa 2,5-15,1 MEUR. Hyvän tuloskehityksen taustalla on ollut erinomainen vakuutustekninen suoritus ja sijoitussalkun kohtuullisen hyvä tuotto, jota on auttanut pääomamarkkinoiden erittäin vahva kehitys viime vuosina.

Strategiana liiketoiminnan voimakas kasvattaminen

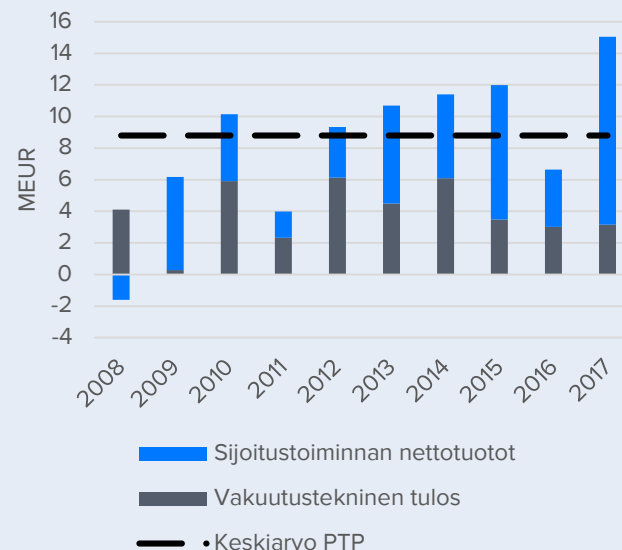
Garantian liikevaihto on kääntynyt Taalerin alaisuudessa selvään kasvuun. Näkemyksemme mukaan keskeisinä ajureina tässä ovat olleet merkittävät muutokset Garantian organisaatiossa, uusi kasvuun tähtäävä strategia, Garantian kulttuurin muuttaminen aiempaa aktiivisemmaksi, uusien jakelukanavien avaaminen sekä Suomen talouden suotuisa kehitys.

Kokonaisuutena Garantian strategian toteutus on Taalerin omistusaikana ollut mielestämme erinomaista. Yhtiö on kääntynyt onnistuneesti kasvuun riskienhallinnasta tinkimättä. Kasvu on luotu kestäväälle pohjalle ja vaikka Suomen taloudella onkin ollut kiistan positiivinen vaikutus yhtiön kasvuun, ovat yhtiön omat toimet olleet mielestämme ulkoisia tekijöitä merkittävämmässä roolissa.

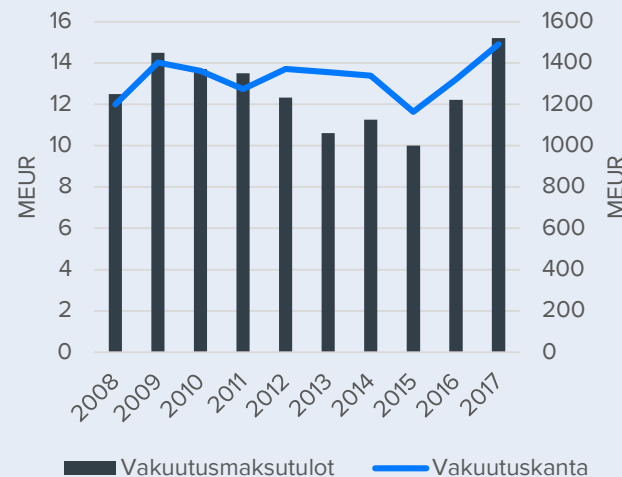
Garantian strategiana on jatkaa voimakasta kasvua. Kasvussa painopiste tulee yhä selkeämmin siirtymään uusille tuotteille ja ratkaisuille, sillä nykyisillä tuotealueilla ja nykyisessä korkoympäristössä viime vuosina nähdyn kasvun ylläpitäminen tulee olemaan aiempaa haastavampaa. Lyhyellä aikavälillä uskomme Garantian laajentavan tuotetarjontaansa asteittain viime vuosien tapaan ja uskomme näiden tuotteiden olevan nykyisen vakuutustoimiluvan sisällä.

Keskkipitkällä aikavälillä pidämme todennäköisenä, että Garantia tulee laajentumaan vakuutustoimilupansa puitteissa myös muille vakuutusalueille. Tämä tulisi todennäköisesti tekemään kumppanin kautta siten, että Garantia tarjoaa kumppanille pääsyn Suomeen sekä sen asiakkaisiin ja kumppani vastaisi itse vakuutusteknisestä riskistä.

Tuloskehitys 2008-2017



Vakuutusmaksutulon kehitys



Garantia 2/4

Garantian liiketoiminta jakaantuu vakuustustoimintaan ja sijoitustoimintaan.

Sijoitustoiminta

Garantia pyrkii sijoitustoiminnassaan vakaaseen ja tasaisesti kehittyvään varallisuuden kasvuun tavoittelemalla parasta mahdollista tuottoa valitun riskitason puitteissa. Riskien pienentämiseksi sijoitukset hajautetaan tehokkaasti. Riskikeskittymien välttämiseksi sijoituskohteet valitaan siten, että korrelaatio vakuustustoiminnan riskien kanssa on mahdollisimman pieni. Sijoitustoimintaa ohjataan ja hoidetaan määrämuotoisen sijoitusprosessin avulla. Käytännössä Garantia on sijoittajana hyvin konservatiivinen ja sen sijoitustoiminnan riskitaso on mielestämme rinnastettavissa eläkeyhtiöiden vastaaviin. Historiallisesti Garantialla osakesijoitusten osuus on ollut noin 20 % ja korkosijoitusten 80 %.

Garantian sijoitussalkun arvo oli 2017 lopussa 134 MEUR. Tästä noin 20 % oli sijoitettu osakkeisiin ja loput korkoihin. Koroissa yhtiön salkun korkotuotto (running yield) on arviomme mukaan noin 2,5 %.

Viime vuosina Garantia on onnistunut sijoitustoiminnassaan erinomaisesti, kun huomioidaan salkun matala riskitaso ja nykyinen korkoympäristö. Myös pidemmällä aikavälillä sijoitustoiminta on onnistunut hyvin salkun keskiarvotuoton ollessa vuosilta 2008-2017 4,9 %.

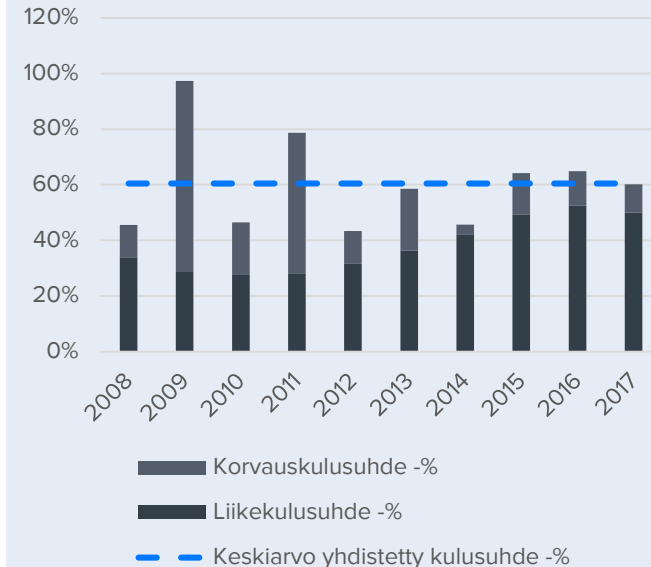
Vakuutustoiminta

Garantian kaikki vakuutusvastuut koostuvat vakuutuslajiin 15 luokitelluista takausvakuutuksista. Yhtiön päätuotteita ovat

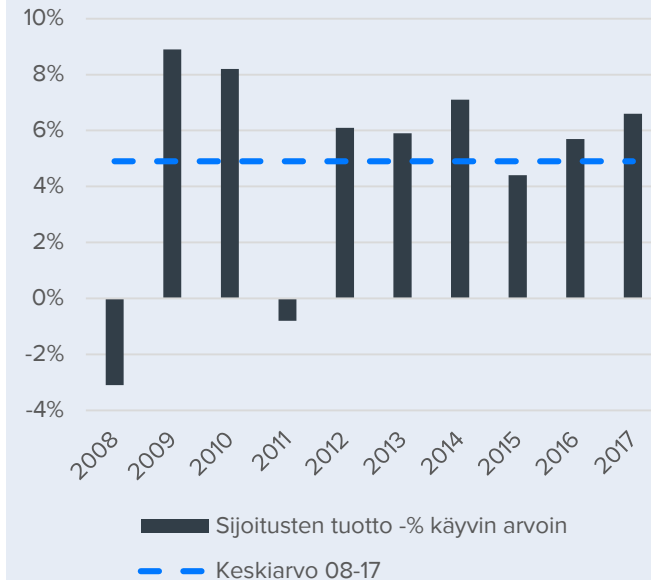
lainatakaukset ja asuntolainojen täytetakaukset. Muita tuotteita ovat mm. kaupalliset takaukset ja jäännösarvovakuutukset.

Garantian historiallinen vakuutustekninen suoritus on ollut erittäin vahva. Yhtiön vuosien 2008-2017 yhdistetty kulusuhde on ollut keskimäärin noin 60 % ja se ei ole kertaakaan noussut yli 100 %:n finanssikriisistä, eurokriisistä ja Suomen talouden surkeasta kehityksestä huolimatta. Vahvan vakuutusteknisen tuloksen taustalla on näkemyksemme mukaan yhtiön erittäin tiukka ja onnistunut riskienhallinta, joka heijastuu korvauskulusuhteen erinomaisena kehityksenä (2008-2017 keskiarvo ~20 %). Yhtiön liikekulusuhde (2008-2017 keskiarvo noin ~40 %) on mielestämme puolestaan varsin korkea ja se heijastelee liiketoiminnan pientä kokoa ja mittakaavan puutetta. Garantialla pitäisikin olla selkeät edellytykset parantaa sen vakuutusteknistä tulosta laskevan kulusuhteen kautta liikevaihdon kasvaessa.

Vakuutustekninen suorittaminen



Sijoitustoiminnan tuotot



Garantia 3/4

Tulevaisuuden ennusteet

Ennustamme Garantian jatkavan tervettä kasvuaan myös lähivuosina. Kasvu tulee kuitenkin asteittain hidastumaan, sillä 1) Suomen talouden paras veto alkaa hiipua 2) asuntomarkkina viilenee 3) kasvu nojaa yhä enemmän uusiin ratkaisuihin, joihin näkyvyys on vielä heikko. Garantian tase on edelleen pääomavaatimusten noususta huolimatta erittäin vahva ja se ei aseta rajoitetta kasvulle. Näin ollen yhtiön kasvu onkin pitkälti sen omissa käsissä ja riippuu sen kyvystä löytää uusia asiakkaita ja jakelukanavia sekä kehitellä uusia tuoteinnovaatioita.

Vakuutustekninen suorittaminen säilyy erinomaisena ja ennustamme korvauskulujen pysyvän matalalla tasolla. Liikekulusuhde jatkaa laskuaan liikevaihdon kasvun myötä ja tämän seurauksena yhdistetty kulusuhde laskee. Yhtiön olisi ensiarvoisen tärkeää säilyttää kulut nykytasolla (olettaen, että tuotetarjonta ei oleellisesti laajene ja kasvu kiihdy tämän myötä), sillä liikekulusuhteessa on edelleen merkittävää parantamisvaraa yhtiön pienestä koosta johtuen.

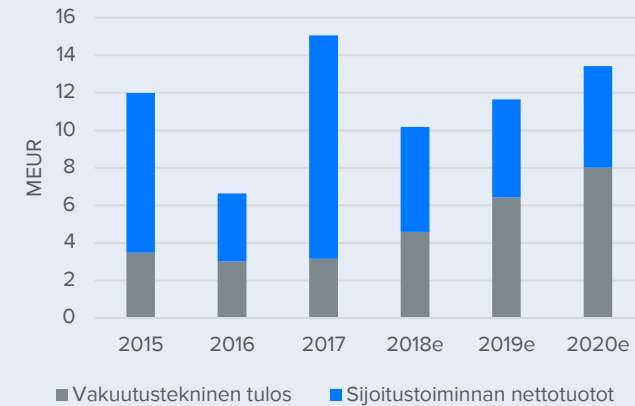
Garantian vakuutusteknistä tulosta arvioitaessa suosittelemme sijoittajia seuraamaan vakuutusmaksuvastuun muutoksella oikaistua vakuutusteknistä tulosta. Vakuutusmaksuvastuu on käytännössä puskuria tulevien tappioiden varalle. Johtuen erittäin matalasta korvauskulusuhteesta tätä puskuria ei tulla arviomme mukaan koskaan tarvitsemaan ja vakuutusmaksuvastuu tuleekin purkautumaan yhtiön tuloksessa asteittain, kun kasvu jossain vaiheessa hidastuu. Vakuutusmaksuvastuun muutoksella oikaistu vakuutustekninen tulos antaa mielestämme paremman kuvan Garantian

viime vuosien operatiivisesta kehityksestä ja tulostulokänteestä, joka yhtiössä on saatu aikaan.

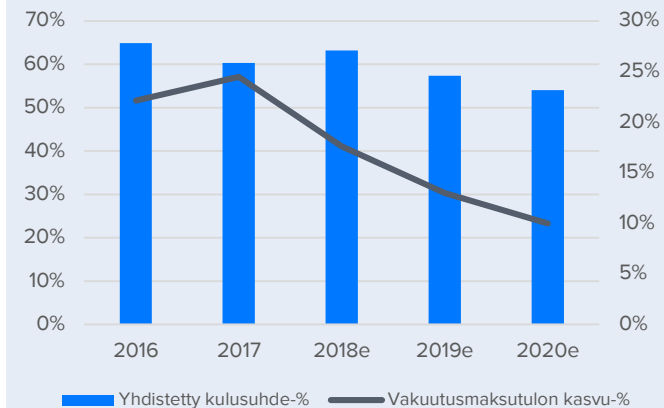
Sijoitustoiminnan osalta keskeisenä haasteena on sijoitussalkun laskeva korkotuotto, joka liiketoiminnalle tyypillisestä korkeasta korkopainosta johtuen tekee historiallisen kaltaisten sijoitustuottojen saavuttamisen entistä vaikeammaksi. Lisäksi osakemarkkinoiden jo yli yhdeksän vuotta jatkunut nousumarkkina tulee väistämättä johtamaan tilanteeseen, jossa osakkeiden lähivuosien tuotot tulevat jäämään viime vuosien erinomaisista tuotoista. Näin ollen sijoitustoiminta tulee kohtaamaan painetta kahdelta rintamalta.

Kokonaisuutena ennustamme Garantian tuloksen laskevan kuluvana vuonna selvästi 2017 poikkeuksellisen hyvältä tasolta. Vaikka tulos kääntyykin jälleen kasvuun 2019, tulee Garantia ylittämään 2017 tulostason ennusteissamme vasta 2021. Sijoittajan kannalta on kuitenkin oleellista, että Garantian tuloksen painopiste siirtyy jatkuvasti enemmän ennustettavaan ja jatkuvaan vakuutustekniseen tulokseen. Vakuutustekninen tulos on sijoittajalle huomattavasti sijoitustuottoja arvokkaampaa ja näin ollen Garantian arvo jatkaakin kasvuaan tuloksen mixin parantumisen myötä, vaikka itse tulos ei kasvakaan.

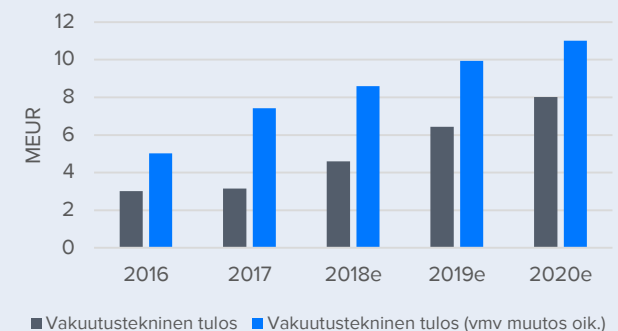
Tuloksen mix muuttuu



Yhtiö kasvaa ja kasvu on kannattavaa



Vakuutustekninen tulos



Garantia 4/4

Garantian arvo

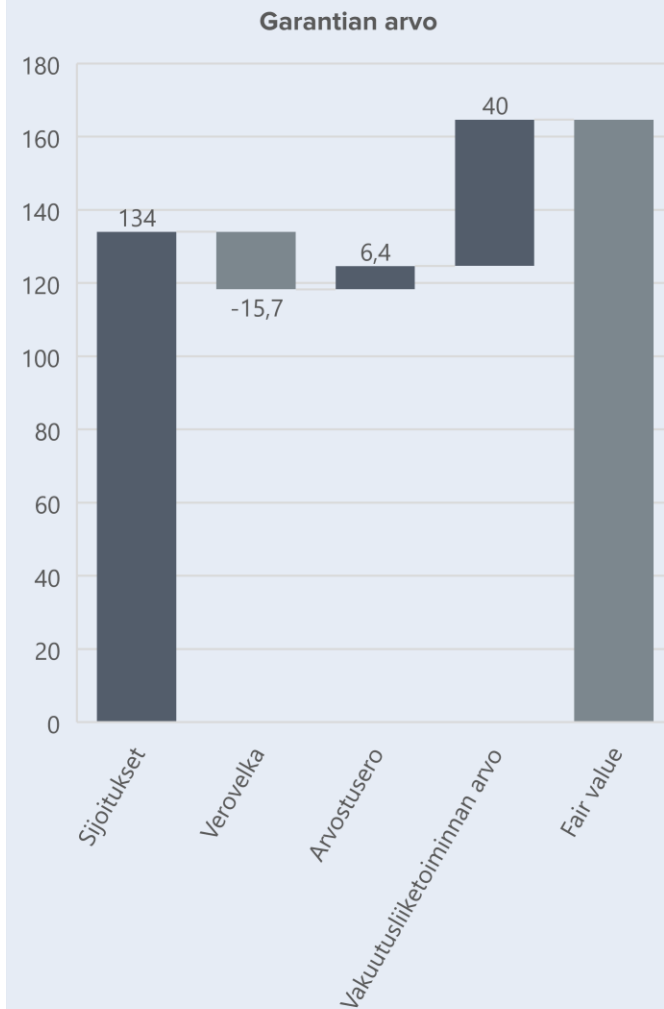
Garantian arvoa määriteltäessä lähtökohtana pitää käyttää yhtiön sijoitussalkun arvoa (2017: 134 MEUR). Tästä tulee vähentää noin 16 MEUR:n Garantian taseessa oleva verovelka. Tähän tulee lisätä sijoitussalkun arvostuserot (2017: 6 MEUR), jotka ovat käytännössä tulouttamatonta sijoitusten arvonnousua. Näin ollen Garantian taseen nettoarvo on tällä hetkellä 124 MEUR.

Olemme valmiit antamaan Garantian taseelle sen kirjanpitoarvon, koska odotamme Taalerin irtautuvan Garantiasta keskipitkällä aikavälillä. Mikäli Garantia olisi Taalerille ikuinen omistus, ei taseen kirjanpitoarvon käyttäminen olisi mielestämme relevanttia Garantian arvoa määriteltäessä. Tämä johtuu mielestämme siitä, että tämä pääoma on sidottu regulaation puitteissa Garantian liiketoimintaan ja pääoma tuottaa pitkällä aikavälillä vaatimattomasti johtuen korkosalkun suuresta painosta. Laskelmiemme mukaan sijoitussalkun tuotto-odotus seuraavalle 5 vuodelle on 3-4 %:n tasolla. Tämä on selvästi alle Taalerin oman pääoman tuottovaatimuksen ja mikäli Garantia olisi ikuinen omistus, tulisi Garantian salkku hinnoitella mielestämme Taalerin konsernin tuottovaatimuksella.

Sijoitussalkun päälle tulee hinnoitella Garantian vakuutusliiketoiminta. Yksinkertaistettuna voidaan todeta, että mitä parempi vakuutustekninen historia yhtiöllä on, sen enemmän sen vakuutustoiminnalla on arvoa. Garantian tapauksessa vakuutustekninen suorittaminen on aina ollut erittäin vahvaa ja yhtiö on luonut selkeää arvoa vakuutustoiminnallaan. Olemme käyttäneet

vakuutustoiminnan arvottamisessa EV/EBIT-kerrointa 8x ja 5 MEUR:n tulosta ennen veroja (2017-2019e keskiarvo).

Kokonaisuutena saamme Garantian käyväksi arvoksi 165 MEUR. Korostamme, että Garantian arvo ei mielestämme ole Taalerin omistuksessa näin paljon johtuen sijoitussalkun arvosta ja sen matalasta tuotosta. Näin ollen uskomme, että paras tapa saada Garantian todellinen arvo esiin on yritysjärjestely ja käsittelemme tätä tarkemmin sivulla 36.

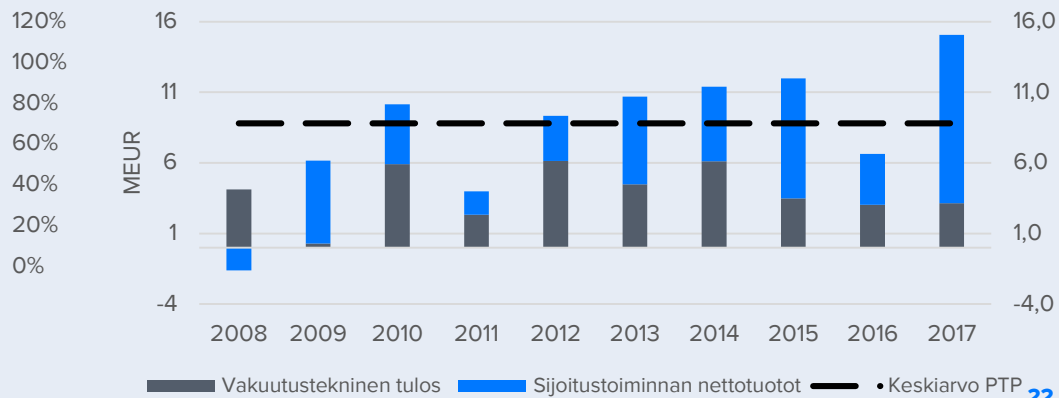
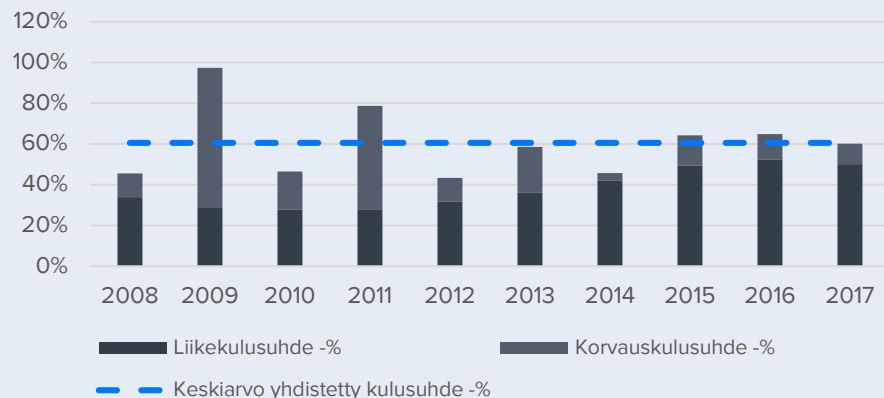


Garantia yhteenveto

Garantia	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Vakuutusmaksutulot	10,0	12,2	15,2	17,9	20,2	22,2
Jälleenvakuuttajien osuus	-1,0	-0,8	-1,0	-1,3	-1,5	-1,7
Vakuutusmaksuvastuun muutos	1,0	-2,0	-4,3	-4,0	-3,5	-3,0
Korvauskulut	-1,5	-1,2	-1,1	-1,9	-2,3	-2,6
Liikekulut	-4,8	-5,2	-5,6	-6,0	-6,4	-6,8
Vakuutustekninen tulos	3,5	3,0	3,2	4,6	6,4	8,0
Sijoitustoiminnan nettotuotot	8,5	3,6	11,9	5,6	5,2	5,4
Voitto ennen veroja	12,0	6,6	15,1	10,2	11,6	13,4
Raportoitu PTP (sis. konsernin yleiskustannukset)	9,9	4,6	13,9	7,8	9,2	12,0
Raportoitu liikevaihto (sis. sijoitustuotot)**	13,3	12,3	21,2	16,3	18,0	20,2
Vakuutuskanta MEUR	1164	1320	1491	1622	1728	1814
Korvauskulusuhde-%	15 %	12 %	10 %	15 %	15 %	15 %
Liikekulusuhde-%	49 %	53 %	50 %	48 %	42 %	39 %
Yhdistetty kulusuhde-%	64 %	65 %	60 %	63 %	57 %	54 %
Sijoitussalkun tuotto-%	4,4 %	5,7 %	6,6 %	4,0 %	3,6 %	3,6 %
Running yield-% *	2,6 %	2,6 %	2,5 %	2,5 %	3,0 %	3,0 %
Sijoitussalkku MEUR	114	124	134	140	145	150
Solvenssisuhde-%	435 %	435 %	394 %	230 %	211 %	198 %

* merkityt ovat Inderesin ennusteita myös toteutuneiden vuosien osalta

** takausvakuutustoiminnan nettotuotot + sijoitustoiminnan nettotuotot



Energia 1/2

Yhtiökuvaus

Taaleri perusti Energia-segmentin keväällä 2016. Taaleri Energia Oy kehittää, rakentaa, rahoittaa ja operoi energiahankkeita ja yhtiö pyrkii laajentamaan toimintaansa myös kansainvälisesti. Yhtiön fokus on uusiutuvassa energiassa ja etenkin aurinko- sekä tuulivoimassa. Vaikka yhtiö onkin varsin nuori, on yhtiöllä konkreettista kokemusta uusiutuvan energian hankkeista Taalerin aiemmista rahastoista (tuulirahastot ja Biotehdas). Taaleri Energia työllistää tällä hetkellä noin 20 henkilöä. Taaleri omistaa Energiasta 77 % ja loput omistuksesta on Energian avainhenkilöillä.

Energia Oy:n vähemmistöomistus on mielestämme lievä negatiivinen tekijä, sillä se luo mahdollisuuden sisäisille intressiristiriidoille. Avainhenkilöiden sitouttamisen kannalta tämä on kuitenkin ymmärrettävää.

Käsityksemme mukaan Taaleri Energian hankkeet tullaan toteuttamaan itsenäisesti ja Energia on saanut AIF toimiluvan H1'18:n aikana. Ansainta tulee perustumaan arviomme mukaan edelleen pääosin hallinnointi- ja tuottopalkkioihin.

Ensimmäiset hankkeet

Mielestämme parhaan kuvan Taaleri Energiasta saa analysoimalla sen jo ilmoittamia hankkeita, sillä ne toimivat mielestämme suhteellisen hyvänä indikaationa yhtiön tulevista hankkeista.

Aurinkotuuli 1

Taaleri Energian ensimmäinen rahasto Aurinkotuuli 1 perustettiin 2017. Rahaston oma pääoma on 87 MEUR ja lopullinen koko tulee olemaan 250-300 MEUR:n tuntumassa johtuen merkittävästä velkavivusta. Rahaston varainkeruu

sujuu käsityksemme mukaan hyvin ja sijoittajajoukossa on mukana Taalerille poikkeuksellisen paljon instituutioita. Tämä näkyy myös hallinnointipalkkioissa ja rahastosta saatava hallinnointipalkkioiden taso on Taalerin standardeilla suhteellisen matala. Rahasto on sijoittanut nyt kahteen kohteeseen (Serbian tuulivoima ja Jordanian aurinkoenergia) ja rahasto etsii edelleen 3-4 uutta kohdetta. Arviomme mukaan rahasto tullaan sijoittamaan täyteen vielä 2018.

Näkemyksemme mukaan Aurinkotuuli 1 -rahaston tärkein kontribuutio Taalerille on yhteistyö Abu Dhabin valtiollisen sijoitusyhtiö Masdarin kanssa. Masdar on maailman suurimpia sijoittajia (AUM 125 mrd) ja Masdarin mukanaolo kasvattaa Taalerin uskottavuutta merkittävästi. Käsityksemme mukaan Masdar on varsin suurella todennäköisyydellä mukana myös Energian uusissa hankkeissa ja tämän pitäisi helpottaa varainkeruuta yhtiön uusiin rahastoihin/tuotteisiin. Kokonaisuutena Aurinkotuuli 1 on Taaleri Energialle tärkeä referenssi ja se kasvattaa luottamusta segmentin tulevaisuuden potentiaalia kohtaan.

Texasin tuulihanke

Taaleri Energia hankki alkuvuodesta 2018 oikeudet 277 megawatin tuulivoimahankkeeseen Texasissa Yhdysvalloissa. Hanke on hankittu Energian omaan taseeseen. Hankkeen kokonaisinvestointi tulee olemaan noin 300 MEUR ja on selvää, että Taaleri ei itse kykene tätä rahoittamaan. Energian tavoitteena onkin kehittää hanke investointivaiheeseen ja hankkia tämän jälkeen hankkeeseen ulkopuolisia sijoittajia. Käytännössä tämä voidaan tehdä joko rahastomuotoisesti tai mandaattipohjaisesti, missä Energia myy hankkeen uusille sijoittajille ja vastaa edelleen hankkeen

toteuttamisesta.

Käsityksemme mukaan Texasin hanke pitää toteuttaa 2019 aikana, jotta se pääsee Yhdysvaltojen tariffien piiriin. Mikäli Energia onnistuu hankkeen kehityksessä, tulee se arviomme mukaan kirjaamaan siitä merkittävän myyntivoiton 2019. Arviomme mukaan hanke on edennyt hyvin ja nykytiedon valossa pidämme hankkeen etenemistä ja myyntivoittoa varsin todennäköisenä.

Strategia

Taaleri Energian strategiana on kasvattaa toimintaa nopeasti ja sen tavoitteena on kasvattaa sen hallinnoitavat varat yli 800 MEUR:oon 2020 mennessä. 800 MEUR:n hallinnoitava varallisuus on mielestämme realistinen tavoite ja todennäköisesti Aurinkotuuli 2 sekä muutama yksittäisten hankkeiden ympärille rakennettu mandaattipohjainen sijoitus riittävät tämän tavoitteen saavuttamiseksi.

Sijoittajien on tärkeä huomioida, että Taaleri Energian rahastoissa asiakaskunta tulee koostumaan pääosin instituutioista ja tämä painaa rahastojen palkkiotasoa suhteessa Taaleri Varainhoidon rahastoihin. Taaleri Energialla tuottosidonnaiset palkkiot tulevat todennäköisesti myös olemaan hyvin merkittävässä roolissa, kuten myös muilla yhtiön pääomarahastoilla.

Hallinnoitavan varallisuuden kasvun lisäksi yhtiö etsii myös jatkuvasti mahdollisuutta toimia itse sijoittajana kohteissa (esim. Texasin hanke). Yhtiö on hankkeiden suhteen käsityksemme mukaan varsin opportunistinen ja yhtiö on kiinnostunut myös valmiista hankkeista.

Energia 2/2

Tulevaisuuden ennusteet

Energian toiminta on edelleen ylösajovaiheessa ja 2018 osalta arvioimme sen tuloksen jäävän vielä tappiolliseksi (-2,3 MEUR). Liikevaihto kasvaa Aurinkotuuli 1 -rahaston ylösajon seurauksena ja odotamme rahaston olevan täyteen sijoitettu 2018 loppuun mennessä. Arvioimme mukaan Energia tulee aloittamaan Aurinkotuuli 2 -rahaston varainkeruun vielä H2'18:n aikana. Uskomme rahaston olevan selvästi Aurinkotuuli 1 -rahastoa suurempi ja arvioimme sen koon olevan 400-500 MEUR.

2019 osalta Energian tulos nousee selvästi voitolliseksi johtuen Texasin hankkeen irtautumisesta syntyvästä 3 MEUR:n myyntivoitosta. Tästä oikaistuna tulos on nollassa. Liikevaihto jatkaa ripeää kasvuaan, kun Aurinkotuuli 2 ylösajo jatkuu ja Texasin hanke alkaa tuottaa myös hallinnointipalkkioita.

2020 Energian jatkuvat palkkiot ottavat selvän harppauksen Aurinkotuuli 2 ja Texasin hankkeen jatkuvien hallinnointipalkkioiden ansiosta. Lisäksi Aurinkotuuli 1 alkaa arvioimme mukaan tuottaa tässä vaiheessa pientä tuottosidonnaista palkkiota, kun sen hankkeet ovat vihdoin täysin valmiina. Liikevaihdon selvä kasvu riittää nostamaan Energian kertatuotoista oikaistun tuloksen vihdoin voitolliseksi. Ennustamme hallinnoitavan varallisuuden nousevan 2020 mennessä 1000 MEUR:oon.

Energian arvo

Vaikka suhtaudummekin Energian näkymiin positiivisesti ja näemme yhtiössä selkeää potentiaalia, emme ole vielä valmiit antamaan sille oleellista arvoa analyysissämme. Perustelemme

tätä sillä, että Energia on edelleen ylösajovaiheessa ja sen tuottopotentiaali realisoituu vasta ensi vuosikymmenen puolella. Koska lähivuosien tulosvaikutus jää vielä vaisuksi, on tulos pohjaisten kertoimien kautta tehtävä arvonmääritys toistaiseksi mahdotonta. AUM pohjaisen arvonmäärityksemme seurauksena olemme päätyneet pitämään Energian arvon 10 MEUR:ssa (vähemmistö huomioitu tässä).

Potentiaalia on, mutta sitä saadaan odottaa

Mikäli Energia yltäisi ennusteisiimme, olisi yhtiön arvo 2020 arvioimme mukaan 30-50 MEUR. Tämä kuvastaa Energian potentiaalia muutaman vuoden tähtäimellä ja pitkällä aikavälillä (+5 vuotta) on Energialla realistiset mahdollisuudet nousta Taalerin arvokkaimmaksi osaksi johtuen sen kansainvälisestä liiketoimintapotentiaalista ja hankkeiden suurista kokoluokista.

Liikevaihto ja AUM-ennusteet



Liikevaihto ja kannattavuus



Muut-segmentti

Taalerin Muut-segmentti pitää sisällään konsernin hallinnon ja konsernin oman taseen sijoitustoiminnan. Segmentissä oli 2017 lopussa 16 henkilöä töissä ja konsernin oman taseen sijoitukset olivat 26,9 MEUR.

Muut-segmentillä ei ole omaa liiketoimintaa ja sen liikevaihto syntyy puhtaasti kertatuotoista yritysjärjestelyihin liittyen. Segmentin operatiiviset kulut olivat 2017 noin 8 MEUR. Näistä kuluista noin 6,6 MEUR oli jyvitetty muille kolmelle segmentille konsernin yleiskuluina ja näistä oikaistuna Muut-segmentin raportoima liikevoitto oli -1,4 MEUR. 2017 piti sisällään irtautumisen MattiOvesta ja laskelmiemme mukaan segmentin normalisoitu liikevoitto on hieman alle 3 MEUR.

Sijoitukset

Taalerin omasta taseesta tehtävät sijoitukset pitävät sisällään seuraavat sijoitukset: Georahasto, Telakka, Fellow Finance (45 % omistus), Invesdor (noin 10 % omistus), Inderes (15 % omistus), Kanadan asuntohanke, Ficolo (38 % omistus), Turun Toriparkki (48 % omistus) ja Energialle annettu laina. Näistä ylivoimaisesti arvokkain on Fellow Finance ja sen merkittävydestä johtuen käsittelemme sen erikseen.

Fellow Financen kehitys on viime vuosina ollut erittäin vahvaa. Yhtiön liiketoimintamalli on todistanut toimivuutensa, josta osoituksena on mm. onnistunut kansainvälistyminen. Fellow Financen arvoa haarukoitaessa on mielestämmeärkevintä katsoa fintech-yhtiöille yleisimmin käytettyä EV/S-kerrointa. Vaikka Fellow Finance onkin kasvavaksi fintech-yhtiöksi poikkeuksellisesti myös selvästi voitollinen, ei tulos pohjaisten kertomien käyttäminen ole kasvuvaiheessa olevalle fintech-yhtiölle mielestämmeärkevää.

Olemme haarukoineet Fellow Financen arvoa listattujen verrokkien sekä toimialalla tapahtuneiden kauppojen kautta. Tarkan arvon määrittäminen on käytännössä mahdotonta johtuen kohteiden kertomien merkittävästä hajonnasta. Olemme käyttäneet Fellow Financellä hyväksyttävänä EV/S-tasona 6x kerrointa toteutuneella liikevaihdolla. Mielestämme tämä kerroin on varsin konservatiivinen ja esimerkiksi listautumisen kautta tämä taso olisi saavutettavissa varsin helposti. Teollisen ostajan näkökulmasta arvo olisi todennäköisesti merkittävästi korkeampi. Fellow Financen suhteen varovainen näkemys on mielestämme perusteltua johtuen heikosta näkyvyydestä (ei julkinen yhtiö).

Käyttämällämme EV/S-kertoimella Fellow Financen arvo on 52 MEUR ja Taalerin osuus tästä 23,5 MEUR. Fellow Finance on kirjattu Taalerin taseeseen hankintahinnalla, joka on arviomme mukaan noin 5 MEUR.

Muilta osin sijoitukset ovat pääosin kirjattu niiden käypään arvoon ja ilman Fellow Finanea niiden arvo on laskelmiemme mukaan noin 22 MEUR. Kokonaisuutena Taalerin konsernin sijoitusten käypä arvo on laskelmissamme 45 MEUR.

Tulevaisuuden ennusteet

Muut-segmentin osalta emme mallinna mahdollisia yritysjärjestelyitä ja näin ollen segmentin liiketappio vaihtelee vuosittain 2-4 MEUR:n välillä riippuen lähinnä bonusten muutoksista.

Kokonaisuutena Muut-segmentin kulutaso on mielestämme varsin korkea ja näemmekin sen kulutehokkuudessa parantumisen varaa keskipitkällä aikavälillä. Käytännössä tämä parantuminen tapahtuu liikevaihdon kasvun ja

kulujen hyvin maltillisen kehityksen myötä.

Segmentin arvo

Muut-segmentin arvo on osien summa laskelmissamme -41 MEUR (normalisoitu tulos diskontattu konsernin pääoman tuottovaatimuksella).

Laskelma on mielestämme hieman epäreilu Muut-segmenttiä kohtaan, sillä sen mukaan Muut-segmentillä ei olisi arvoa Taalerin omistajille. Historiallisesti Muut-segmentti on toteuttanut Taalerin historian suurimmat yritysjärjestelyt ja luonut näillä merkittävää arvoa osakkeenomistajille. Uskomme, että segmentti tulee myös tulevaisuudessa toteuttamaan yritysjärjestelyjä, mutta nämä eivät luonnollisesti sisälly tulosennusteisiimme johtuen niihin liittyvästä epävarmuudesta. Näin ollen näemmekin Muut-segmentin arvon konsernille pitkällä aikavälillä positiivisena, vaikka tulos pohjainen valuaatio antaa selvästi negatiivisen arvon.

Varainhoitomarkkina

Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

Varainhoitomarkkinat ovat Suomessa verrattain nuoret ja esimerkiksi ensimmäiset sijoitusrahastot perustettiin vasta 1980-luvun lopulla. Viimeisen kolmen vuosikymmenen aikana varainhoitoliiketoiminta on kasvanut ripeästi kansantalouden kasvun ja kansalaisten vaurastumisen myötä. Historiallisesti suomalaisten kotitalouksien varallisuudesta valtaosa on ollut sidottuna asuntoihin ja asunto on edelleen kotitalouksilla ylivoimaisesti suurin varallisuuden muoto, vaikka muut sijoitusmuodot ovatkin yleistyneet. Markkinoiden nuori ikä heijastuu Suomessa myös siten, että kotitalouksien asuntojen ulkopuolisesta sijoitusvarallisuudesta huomattava osa on edelleen pankkien käyttötileillä tehottomassa käytössä. Kotimainen omaisuudenhoitomarkkina kärsi pahoin vuoden 2008 finanssikriisistä ja sen jälkeisestä Suomen talouden heikosta kehityksestä. Markkinan koko ylitti vuoden 2008 tason vasta vuonna 2014.

Omaisuudenhoitomarkkinan kasvu on viime vuosina perustunut pitkälti omaisuusarvojen nousuun, sillä heikosta taloustilanteesta johtuen uutta varallisuutta on syntynyt Suomessa vain rajallisesti. Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli vuoden 2016 lopussa arviomme mukaan noin 200 miljardia euroa. Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut noin 5 % vuodessa. Kasvua on selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen varainhoidon piiriin. Tästä 200 miljardista noin 104 miljardia on sijoitettu kotimaisiin sijoitusrahastoihin ja loput ovat konsultatiivisen

tai täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä. Luonnollisesti myös merkittävä osa rahastopääomasta on erilaisten omaisuudenhoitosopimusten alaisuudessa.

Johtuen Suomen talouden rakenteellisesti heikoista näkymistä, uskomme, että uutta varallisuutta syntyy lähivuosina Suomeen melko vähän. Näin ollen varainhoitomarkkinan kasvu tulee myös jatkossa perustumaan varallisuusarvojen kasvuun ja rotaatioon talletustileiltä tuottavampiin sijoituskohteisiin. Todennäköisesti rotaatio tulee edelleen olemaan varsin varovaista, joten pääosa kasvusta tulee edelleen varallisuusarvojen noususta.

Pitkällä aikavälillä Suomen omaisuudenhoitomarkkina tulee saamaan merkittävää tukea rakenteellisesta muutoksesta, kun suurten ikäluokkien keräämä varallisuus alkaa siirtyä seuraavalle sukupolvelle perintöjen kautta. Tämä varallisuuden äkillinen kasvu tulee arviomme mukaan väistämättä johtamaan varainhoitomarkkinan kasvuun, kun yhä useampi ihminen kiinnostuu sijoittamisesta ja toisaalta muuttuu sijoituspalveluyritysten kannalta kiinnostavaksi asiakkaaksi. Tämä rakenteellinen muutos tapahtuu kuitenkin vasta tulevien vuosikymmenten aikana, eikä näin ollen vaikuta alan lyhyen aikavälin näkymiin. Pitkällä aikavälillä uskomme, että varainhoitomarkkinalla on Suomessa hyvät edellytykset jatkaa noin 5 %:n vuosikasvua.

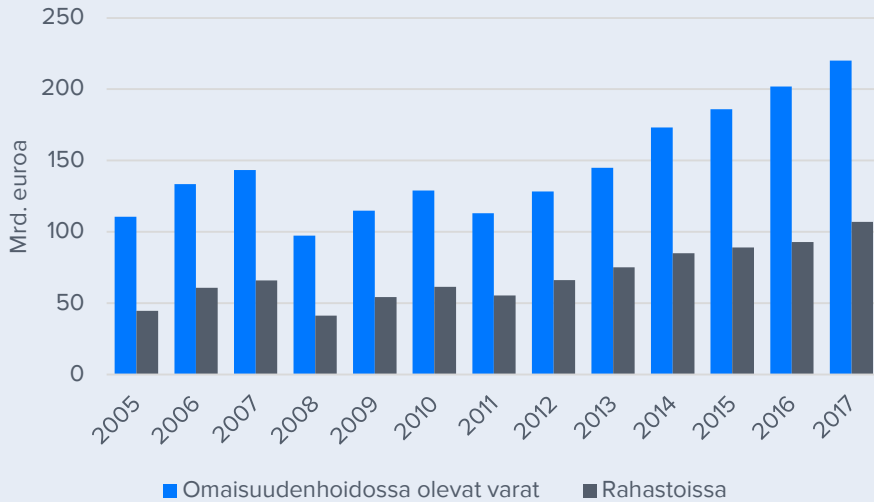
Toimialalla takanaan vahvat vuodet

Vaikka itse Suomen talous on kehittynyt vaisusti, ovat sijoituspalveluyritykset päässeet nauttimaan

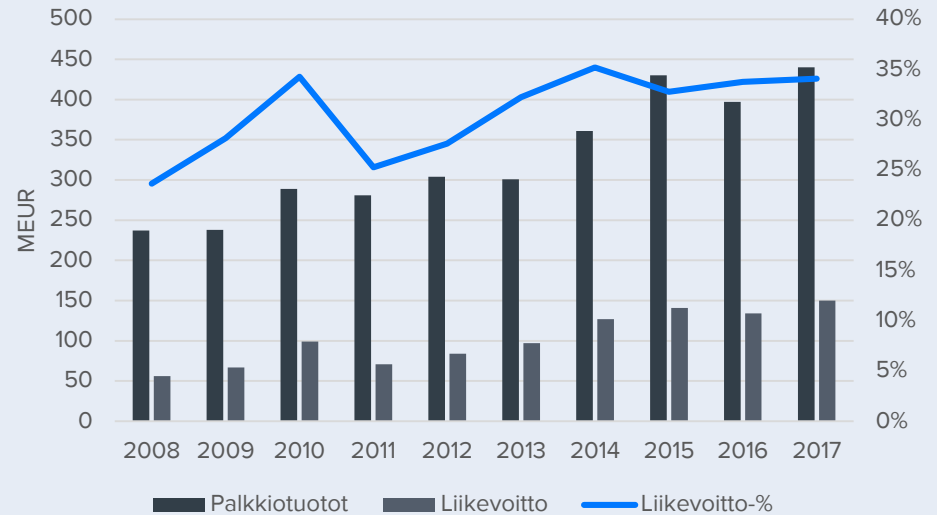
erittäin hyvistä tuotoista viimeisten vuosien aikana. Keskuspankkien elvytys ja tästä johtuvat historiallisen matalat korot ovat olleet omiaan ajamaan pääomia korkeamman kustannustason tuotteisiin (mm. osakerahastot) ja toisaalta avanneet ovia vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kehitykselle. Lisäksi osakemarkkinoiden historiallisen vahva nousuputki on kasvattanut hallinnoitavan varallisuuden määrää ja kasvattanut tuottosidonnaisia palkkioita. Yritys- ja kiinteistöjärjestelyiden määrä on myös kasvanut selvästi johtuen likviditeetin hyvästä saatavuudesta ja matalasta korkotasosta. Alan toimijat ovatkin tällä hetkellä keskimäärin erittäin hyvin kannattavia ja toimialan näkymät ovat etenkin pankkitoiminnan ulkopuolisilta osin hyvin suotuisat.

Toimialan yhteenveto

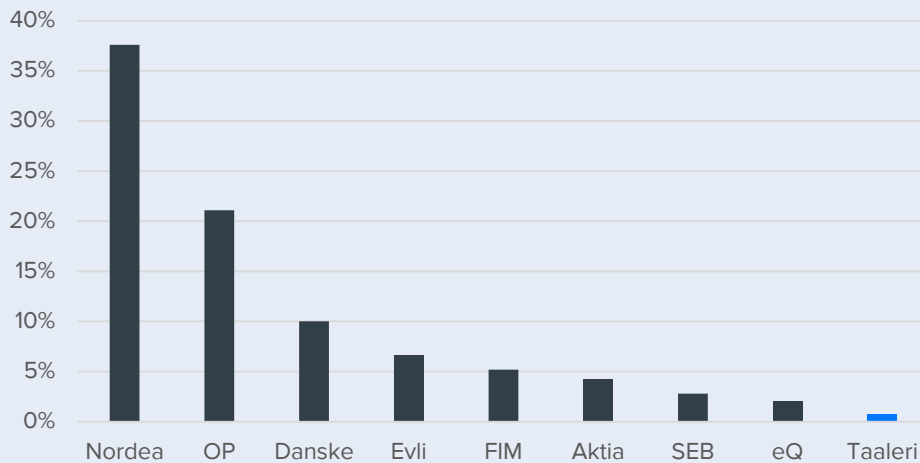
Omaisuu denhoitomarkkinan kehitys



Sijoituspalveluyhtiöiden palkkiotuotot ja kannattavuudet



Markkinaosuudet rahastopääomasta



Lähde: Inderes, FiVa, Tilastokeskus, Sijoitustutkimus

Toimialan trendit

Toimialalla merkittäviä muutoksia

Kasvava regulaatio. Regulaation lisääntyminen kasvattaa toimijoiden hallinnollista taakkaa ja hankaloittaa etenkin pienten toimijoiden asemaa. Pahimmin regulaatio iskee pienten toimijoiden lisäksi pankkeihin, joissa sääntelyn määrä ja tähän liittyvä epävarmuus on alkanut haitata pankkien mahdollisuuksia täyttää niiden ydinfunktiota eli rahoituksen tarjoamista.

Sijoittajien vaatimustason nousu. Perinteiset eri markkinaindekseihin sidotut tai niitä mukailevat näennäisen aktiiviset sijoitustuotteet ovat menettämässä jalansijaa. Sijoittajat pyrkivät etsimään joko täysin passiivisia kustannustehokkaita tuotteita tai oikeasti näkemystä ottavia lisäarvoa tarjoavia tuotteita. Tuotteiden polarisaation jatkuessa hyvien tuotteiden hinnoitteluvoima tulee pysymään korkeana.

Uudet tuotteet valtaavat alaa perinteisiltä tuotteilta. Perinteiset rahastotuotteet ovat myös menettäneet asemiaan, kun esimerkiksi pörssilistatut indeksiosuudet (ETF) ovat vallanneet alaa.

Matala korkotaso nostaa vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kysyntää. Käytännössä sijoittajat etsivät korkotuotoilleen substituutteja. Vaihtoehtoiset omaisuusluokat ovat mm. erilaiset reaaliomaisuuteen sijoittavat rahastot, kuten esimerkiksi asuntorahastot, tuulivoimarahastot ja infrastruktuurirahastot. Nämä rahastot tarjoavat sijoittajille tasaista ja vakaata korkotuottoon verrattavaa tuottoa. Vaihtoehtoisista omaisuusluokista on muodostunut yhä selkeämmin osa sijoittajien

perusallokaatiota ja odotamme tämän trendin jatkuvan.

Digitalisaatio mahdollistaa uusien asiakasryhmien palvelemisen kustannustehokkaasti. Digitaalisen jakelun myötä aiemmin selvästi alipalvellusta segmentistä (varallisuusluokka alle 100 TEUR) on tullut erittäin houkutteleva kohderyhmä eri toimijoiden silmissä. Aiemmin tämä ryhmä on jäänyt pitkälti yksityispankkipalveluiden ulkopuolelle ja joutunut samalla tyytymään pankkien ”peruspalveluun”. Tämän kohderyhmän palveleminen ja saavuttaminen on korkealla useiden eri kokoluokan toimijoiden agendoissa. Digitalisaatio mahdollistaa myös merkittävän tehokkuusparannuksen toimijoiden sisäisissä prosesseissa. Tämä koskee etenkin pankkeja, joiden järjestelmät ovat pääosin edelleen suhteellisen raskaita ja vanhanaikaisia.

Riskin uudelleenmäärittely. Finanssikriisin ja Euroopan velkakriisin jälkeen riskittömän koron käsite maailmalla on joutunut täysin uuteen valoon. Historiallisesti riskittömänä pidettyjä valtion velkakirjoja ei enää voida pitää riskittöminä. Tämä on pakottanut sijoittajat etsimään uusia kohteita rahoilleen ja erilaiset matalan riskin ja tasaisen tuoton sijoituskohteet ovat nousseet sijoittajien suosioon. Tämä näkyy esimerkiksi Euroopan ylikuumentuneen kiinteistömarkkinan arvostuksessa.

Nollakorkoympäristö. Korkotuoton puutteen takia sijoittajat ovat pakotettuja etsimään tuottoja perinteisten korkotuotteiden ulkopuolelta. Eritoten eläkeyhtiöt ja erilaiset kiinteän tuottotavoitteen toimijat ovat

pakotettuja kasvattamaan riskiprofiliaan paikatakseen korkosalkun jättämän aukon niiden tuotoissa. Nollakorko luo myös poikkeuksellisen suurta kysyntää erilaisille matalan riskin ja tasaisen sijoitustuoton instrumenteille (mm. kiinteistörahastot, sähköverkot yms.). Nollakoroilla on myös positiivinen vaikutus transaktiomarkkinaan, sillä vieraan pääoman kustannuksen ollessa nollassa myös keskinkertainen järjestely voi alkaa näyttää houkuttelevalta.

Alan hintataso tulee kohtaamaan painetta. Useiden yllämainittujen tekijöiden johdosta uskomme, että alan keskimääräiset hintatasot tulevat keskipitkällä aikavälillä kohtaamaan selkeää painetta. On selvää, että toimijoiden kasvava koko, tehostuva kulurakenne, parantuva läpinäkyvyys ja kilpailun kiristyminen tulevat johtamaan kiinteiden palkkiotuottojen laskuun. Todennäköisesti myös tuottosidonnaisten palkkioiden osuus tulee kasvamaan, sillä sijoittajat haluavat yhä useammin varainhoitajan samaan veneeseen itsensä kanssa.

Kokonaisuudessa uskomme, että varainhoito tulee ajautumaan yhä enemmän suuntaan missä salkun ydin hoidetaan kustannustehokkaasti indeksi- ja passiivituotteilla ja lisäarvoa pyritään yhä enemmän luomaan yksittäisillä tuotevalinnoilla (esim. vaihtoehtoiset omaisuusluokat) sekä taktisella allokaatiolla. Tämä tulee korostamaan kilpailuetujen roolia ja parhaiten tulevat pärjäämään ne toimijat, joilla on tarjota oikeasti lisäarvoa tuottavia tuotteita kustannustehokkaasti.

Taalerin positioituminen toimialan trendeihin

Trendi	Taalerin asema	Kommentti
Regulaatio	✓✓	Taaleri on saanut järjestelmänsä siihen pisteeseen, jossa uudistunut regulaatio ei enää aiheuta sille ylimääräistä taakkaa.
Vaativuuden nousu	✓	Taalerin lähestymistapa, jossa se keskittyy tekemään vain tuotteita, missä sillä on kilpailuetua (rahastot joissa informaatioetu tai pääomarahastot) ja muu varainhoito toteutetaan kustannustehokkaiden ETF:n kautta, vastaa mielestämme hyvin toimialan jatkuviin vaatimistasojen nousuun.
Matala korkotaso	✓	Matala korkotaso on kasvattanut pääomarahastotuotteiden kysyntää, mutta samalla se on laskenut strukturoitujen tuotteiden myyntiä ja tehnyt uusien pääomarahastotuotteiden tekemisen yhä hankalammaksi.
Digitalisaatio	✓	Yhtiö on investoinut merkittävästi IT-järjestelmiinsä ja yhtiön strategian yhtenä kulmakivenä on digitalisaation tarjoamien mahdollisuuksien hyödyntäminen. Yhtiö alkoi saada IT-panostuksistaan selkeitä hyötyjä 2017 aikana ja vaikka sillä on edelleen paljon parannettavaa, ei IT ole yhtiölle enää ongelma, vaan enemmänkin mahdollisuus.
Vaihtoehtoiset omaisuusluokat	✓✓	Taalerilla on vahva positio pääomarahastoissa joiden kiinnostus kasvaa jatkuvasti.
Hintatason jatkuva paine	✓	Taalerin tuotteiden hintataso on suhteellisen korkea ja etenkin täyden valtakirjan varainhoidossa yhtiön palkkiotaso tulee todennäköisesti kohtaamaan selkeää painetta tulevana vuosina. Pääomarahastoissa yhtiöllä on hinnoitteluvoimaa, mutta myös täällä hintapaine kasvaa yhtiön panostaessa instituutioihin.

Toimialalle odotettavissa konsolidaatiota

Toimiala konsolidoituu

Suomessa toimi vuoden 2017 lopussa 58 Finanssivalvonnan toimiluvan saanutta sijoituspalveluyritystä. Arviomme mukaan valtaosa näistä yrityksistä teki voitollisen tuloksen vuonna 2017 ja kokonaisuutena alan keskimääräinen kannattavuus on arviomme mukaan tällä hetkellä erinomaisella tasolla.

Hyvän kannattavuuden taustalla ovat varallisuusarvojen positiivinen kehitys ja suotuissa markkinatilanteissa. Varainhoitotoimialan heikko kasvu yhdessä lisääntyvän sääntelyn kanssa on vauhdittanut alan konsolidaatiota, jolla toimijat ovat pyrkineet tehostamaan toimintojaan sekä saavuttamaan suurempia mittakaavaetuja. Varainhoitoliiketoiminnassa liiketoimintojen synergiat ovat ilmeisiä ja hallinnoitavan varallisuuden määrän rajukaan kasvu ei kasvata henkilöstöä merkittävästi. Finanssialalla onkin nähty merkittävästi konsolidaatiota viime vuosien aikana, mistä esimerkkejä ovat mm. S-Pankin FIM-hankinta, United Bankersin SPL-hankinta, eQ:n Icecapital-osto, Eliten Alfred Bergin hankinta, Taalerin Garantia-kauppa ja CapManin Norvestia-hankinta.

Suomen sijoituspalvelukentällä toimivat pelurit voidaan jakaa kolmeen ryhmään:

Pankit: Pankkien toiminnoille keskeisiä nimittäjiä ovat laaja kivijalkaan pohjautuva jakeluverkosto ja operoiminen kaikilla sijoituspalvelutoiminnan kentillä.

Keskisuuret sijoituspalveluyhtiöt: Valtaosalla tämän ryhmän yhtiöistä on omaisuudenhoidon lisäksi myös muuta liiketoimintaa (esim. pankki,

välitys tai investointipankki). Tähän ryhmään kuuluvat mm. eQ, Evli, Taaleri, CapMan, Elite Alfred Berg, Titanium ja United Bankers.

Pienet sijoituspalveluyhtiöt: pääsääntöisesti keskittyvät omaisuuden- tai rahastonhoitoon. Tähän ryhmään kuuluvat mm. Fondita, Fourton, Finlandia ja PYN.

Pankkien osalta oma pudotuspeli tullaan käymään konttoriverkoston karsimisen ja digitalisoitumisen kautta. Heikoimmassa asemassa ovat arviomme mukaan paikallispankit, joiden jakeluverkostoon liittyvät kiinteät kulut ovat korkeat ja niillä on suurimpia haasteita kasvavien regulaatiopaineiden kanssa. Nämä pankit tulevat lähes väistämättä ajautumaan jollain aikavälillä osaksi suurempia kokonaisuuksia kilpailukyvyyn säilyttämiseksi

Sijoittajien kannalta kiinnostavin konsolidaatiopeli tullaan käymään ennen kaikkea keskisuurten ja pienten pelureiden osalta. Keskisuurista pelureista eQ, Elite Alfred Berg, CapMan, United Bankers ja Taaleri ovat avoimesti ilmaisseet kiinnostuksensa yritysjärjestelyihin ja arviomme mukaan myös monet pienemmät toimijat kartoittavat aktiivisesti mahdollisuuksia konsolidaatiolle.

Ostajan näkökulmasta yritysoston taustalla on käytännössä kolme mahdollista ajuria: 1) ostaja haluaa kasvattaa hallinnoitavia pääomiaan ja saada synergiaa kulupuolelta tai 2) ostaja haluaa laajentaa tuote- ja palveluvalikoimaansa tai 3) ostaja haluaa laajentaa jakeluverkostoaan uusiin kohderyhmiin/maantieteellisille alueille. Uskomme, että konsolidaatiossa etenkin pienet ja fokuoituneet toimijat tulevat olemaan

yritysjärjestelyjen kohteina, sillä niihin kasvava byrokratia ja sääntely iskevät kovimmin ja niiden integrointi osaksi suurempaa kokonaisuutta on melko kivutonta. Etenkin erikoistuneet rahastoyhtiöt (esim. Dasos) ovat mielestämme potentiaalisia ostokohteita johtuen pääomarahastojen kasvavasta kiinnostuksesta. Laajentumista haetaan entistä aktiivisemmin myös perinteisen sijoituspalvelutoiminnan ulkopuolelta ja esimerkiksi vertaislainat tai joukkorahoitus ovat kiinnostavia kohteita useille toimijoille.

Suurimpana jarruna yritysjärjestelyille pidämme arvostustasoja ja kulttuurieroja. Tuloksellisesti hyvien vuosien sekä kohonneiden verrokkiarvostusten myötä hintapyynnöt ovat kohonneet korkeiksi. Valtaosalla sijoituspalveluyhtiöitä on vahva oma kulttuuri, joka etenkin pienempien yhtiöiden tapauksessa kulminoituu yhtiön pääomistajaan ja/tai avainhenkilöihin. Kulttuurien yhteensovittaminen on usein hyvin hankalaa ja näin ollen avainhenkilöiden pysyvyyteen liittyy aina järjestelyissä selkeitä riskejä.

Uskomme kuitenkin, että keskipitkällä aikavälillä konsolidaatio tulee lisääntymään merkittävästi ja sijoituspalveluyritysten määrä tulee lähivuosien aikana laskemaan selvästi nykyisestä. Alan kohonneista arvostustasoista ja hyvästä tuloskehityksestä johtuen pidämme kuitenkin mahdollisena, että seuraavaa suurempaa konsolidaatioaaltoa joudutaan odottamaan seuraavaan matalasuhdanteeseen asti (ts. pörssin kääntyminen laskuun).

Kilpailijat ja verrokkiyhtiöt

Keskeiset verrokkit

Näkemyksemme mukaan Taalerin keskeisiä verrokkeja pörssissä ovat finanssipalveluyhtiöt: Evli, eQ, Elite Alfred Berg, UB, Titanium ja CapMan. Hallinnoitavalla varallisuudella mitattuna Evli on vertailuryhmän suurin toimija yli 11 miljardin euron varallisuudella ja eQ toiseksi suurin yli 8 miljardin pääomilla. Rahastopääomilla mitattuna Evli on vertailuryhmän ylivoimaisesti suurin toimija 7,7 miljardin rahastopääomalla.

Hallinnoitavan varallisuuden määrät eivät suoraan ole keskenään vertailukelpoisia, sillä hallinnointipalkkioiden taso eri omaisuusluokkien kesken vaihtelee merkittävästi. Esimerkiksi yhteistyökumppaneiden rahastoissa palkkiot ovat yleensä 0,05-0,20 %:n välillä, kun aktiivisissa rahastoissa hallinnointipalkkiot vaihtelevat yleensä 0,5-2,0 %:n välillä. Näin ollen liiketoiminnan kokoluokan hahmottamiseksi kannattaa hallinnoitavien varojen lisäksi käyttää myös nettopalkkiotuottoja. Lukujen vertailtavuutta heikentää lisäksi yhtiöiden poikkeavat raportointikäytännöt ja erilaiset liiketoimintarakenteet. Nettopalkkiotuotoilla mitattuna Evli on joukon suurin toimija 69 MEUR:n nettopalkkiotuotoilla (Taalerin tuotot oikaistu kertatuotoista).

Kannattavuudet vaihtelevat eri toimijoiden osalta selvästi ja suora korrelaatiota liiketoiminnan koon ja kannattavuuden välillä ei voida vetää. Kannattavuuteen vaikuttaa merkittävästi liiketoiminnan kulurakenne, strategia ja liiketoimintarakenne.

Taalerin kilpailijakenttää analysoitaessa pitää sijoittajan huomioida koko varainhoitomarkkina ja kaikki sen toimijat, eikä rajata tarkastelua vain keskisuuriin sijoituspalveluyhtiöihin. Kolme suurinta pankkia (Danske, Nordea ja Pohjola) hallitsevat edelleen valtaosaa Suomen rahastopääomasta (yhdistetty markkinaosuus lähes 70 %).

Keskisuuret toimijat pärjänneet hyvin viime vuosina

Keskisuuret toimijat ovat näkemyksemme mukaan olleet viime vuosien aikana alan suurimpia voittajia. Suuret pankit ovat keskittyneet painimaan kiristyvän regulaation ja konttoriverkostojensa saneerauksen kanssa, eikä niiden reaktionopeus ole täysin riittänyt vastaamaan markkinan keskeisiin trendeihin. Pankkien tulokset ovat toki säilyneet hyvällä tasolla, mutta pääoman tuotot ovat olleet jatkuvassa paineessa. Pienet yhtiöt ovat puolestaan pärjänneet kohtuullisesti vahvan markkinakehityksen ansiosta, mutta jatkuvasti kasvava regulaatio ja resurssien puute on supistanut myös niiden elintilaa selvästi. Keskisuuret toimijat ovat monella tapaa hyvässä asemassa suurten pankkien ja pienten toimijoiden välissä, koska ne ovat riittävän isoja vastaamaan regulaation haasteisiin, mutta samalla riittävän ketteriä reagoimaan toimialan muutoksiin ja trendeihin. Tämä kaikki on heijastunut vahvana kasvuna, sillä vuosina 2011-2017 kaikkien keskisuurien toimijoiden liikevaihdot ovat kasvaneet voimakkaasti.

Myös kannattavuuskehitys on ollut keskisuurilla toimijoilla erinomaista ja kaikkien liikevoitot ovat

kasvaneet merkittävästi johtuen kasvusta ja liiketoiminnan skaalautuvuudesta.

Keskisuuret omaisuudenhoitotalot ovat kaikki myös onnistuneet kasvattamaan hallinnoitavaa varallisuuttaan yleistä markkinakehitystä nopeammin eli voittamaan markkinaosuutta. Taustalla ovat mielestämme alan trendit, jotka tukevat ketteriä ja innovatiivisia toimijoita. Häviäjänä tässä kehityksessä ovat olleet etenkin pienet pankit, jotka kaikki ovat menettäneet markkinaosuuksiaan viimeisen viiden vuoden aikana. Näkemyksemme mukaan keskisuuret toimijat ovat nousseet yhä voimakkaammin haastamaan pankkeja ja etenkin instituutiopuolella keskisuuret toimijat kilpailevat jo tasavertaisesti pankkien kanssa.

Uskomme, että pienet erikoistuneet sekä keskisuuret pelurit tulevat jatkamaan markkinaosuuksiensa kasvattamista pankkien kustannuksella myös jatkossa. Ottaen huomioon suurten pankkien markkinaosuudet ja vahvat jakeluverkostot, ei tämä keskisuurten toimijoiden kasvu tule uhkaamaan suurten toimijoiden markkina-asemaa vielä pitkään aikaan. Pidemmällä yli 10 vuoden tähtäimellä digitalisoituminen tulee mullistamaan alan jakelun, mikä saattaa mahdollistaa suuremmat muutokset alan toimijoiden voimasuhteissa.

Yhteenvedo listatuista verrokkiyhtiöistä

	eQ	Taaleri	Titanium	Evli	EAB Group	CapMan	United Bankers
MCAP (MEUR)	330	290	65	230	45	230	70
Toteutunut kannattavuus	Kannattavuus erinomaisella tasolla jo ilman tuottopalkkioita	Kannattavuus erittäin hyvä, mutta tuottopalkkioiden merkitys suuri	Kannattavuus erinomainen, tuottopalkkioilla merkittävä rooli	Kannattavuus vahva, tuottopalkkioiden osuus hyvin pieni	Heikko kannattavuustaso	Hellinnointiliiketoiminnan kannattavuus heikko	Kannattavuus kohtuullinen, tuottopalkkioiden osuus pieni
Track-record	Yhtiön orgaanisen kasvun track-record poikkeuksellisen vahva viime vuosilta. Omistaja-arvo kasvanut ripeästi.	Yhtiö luonut merkittävästi omistaja-arvoa yrityskaupoilla ja Varainhoidon fokusoituminen pääomarahastoihin luonut yhtiölle selvää kilpailuetua.	Yhtiön hoivarahaston tuottotasovarainhoitajalle on poikkeuksellisen houkutteleva. Rahaston kehitys ollut vahvaa	Kulutehokkuus parantunut selvästi. Varainhoidossa kehitys ollut erittäin vahvaa.	Kehitys ollut viime vuosina heikkoa, strateginen suunta puuttunut.	Yhtiö edistynyt strategiasaana, mutta rahastojen tuotot jääneet tavoitetasoista. Lisäksi kulutehokkuus edelleen heikko.	Tuloskehitys jäänyt viime vuosina odotuksista ja strategia edistynyt odotettua hitaammin.
Strateginen suunta	Jatkaa voimakasta kasvua kiinteistö- ja PE-rahastoissa sekä ylläpitää poikkeuksellista kulutehokkuutta. Yritysostot mahdollisia, mutta lyhyellä aikavälillä epätodennäköisiä.	Jatkaa liiketoiminnan voimakasta orgaanista ja epäorgaanista kasvua. Varainhoidossa fokuksena pääomarahastoissa. Opportunistinen lähestymistapa yritysjärjestelyihin myös jatkossa.	Jatkaa hoivarahaston voimakasta kasvua ja tuoda markkinoille uusia tuotteita.	Varainhoidon pääomien kasvattaminen, myynnin fokus yhä enemmän kensävälisillä markkinoilla. Kulutehokkuutta pyritään parantamaan edelleen. Yrityskaupat epätodennäköisiä.	Alfred Berg fuusion myötä painopiste siirtyy yhä enemmän Varainhoitoon. Integraatio ja tuotteiden kokoluokkien kasvu fokuksessa. Yritysostot todennäköisiä.	Hallinnointiliiketoiminnan kasvu uusien tuotteiden avulla sekä hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuden selkeä parannus kasvun ja kulutehokkuuden kautta. Sijoitussalkun painopiste omiin tuotteisiin. Yritysostot mahdollisia.	Voimakkaan kasvun jatkaminen ja SPL:n integraatio. Kasvua reaaliomaisuustuotteissa ja pääomarahastoissa. Yritysostot todennäköisiä.
Arvostustaso	Osake hinnoiteltu selvällä preemiolla suhteessa verrokkiryhmään	Osake hinnoiteltu alle osien summan. Tuloksen mixin parantuminen tukee kurssia.	Kertoimet alle verrokkiryhmän johtuen liiketoiminnan verrokkeja korkeammasta riskiprofiilista.	Osakkeen nykyinen aliarvostus suhteessa verrokkeihin ei perusteltu.	Toteutuneella tuloksella osake on kallis, Alfred Berg -fuusion onnistuessa osake kohtuullisesti hinnoiteltu.	Lyhyellä aikavälillä kertoimet korkeat, mutta vahva osinko rajaa laskuveraa.	Nykytuloksella arvostus neutraali, SPL-fuusion onnistuessa arvostus halpa.
Indesin investment case	Vehvään tulokasvu ja hyvä osinkotuotto yhdessä yritysjärjestelyoptioiden kanssa pitävät tuotto-odotuksen hyvänä	Osakkeessa nousuvaraa positiivisen tuloskehityksen myötä. Yritysjärjestelyt oleellinen ajuri osakkeelle.	Lyhyellä aikavälillä tuotto-odotus nojaa osinkoon, kertoimissa nousuvaraa jos riskiprofiili laskee.	Tulokasvu, aliarvostuksen purkautuminen ja hyvä osinko pitävät tuotto-odotuksen erinomaisena	Tuottopotentiaali riippuu AB-järjestelyn onnistumisesta. Epävarmuus korkea ja näkyvyys heikko.	Nousupotentiaali nojaa hallinnointiliiketoiminnan kasvuun ja kulutehokkuuden parantamiseen. Markkina antaa vain vähän arvoa hallinnointiliiketoiminnalle.	SPL-fuusiolla potentiaalia myyntivoiman kasvun ja kulutehokkuuden parantamisen kautta, mutta näkyvyys heikko.

Taloudellinen tilanne

Finanssipalveluyhtiöksi poikkeuksellisen raskas tase

Taalerin liiketoiminta sitoo nykyrakenteella merkittävää pääomaa. Tämä johtuu Garantian korkeista pääomavaatimuksista ja muiden liiketoimintojen osalta pääoman sitoutuminen rajoittuu lähinnä omasta taseesta tehtäviin sijoituksiin.

Tase on varsin likvidi

Taalerin taseen loppusumma oli 2017 lopussa 229 MEUR. Tästä yli puolet on sidottuna Garantian sijoitussalkkuun, jonka määrä oli 132 MEUR. Toinen merkittävä erä olivat sijoitukset osakkuusyrityksiin ja muut konsernin sijoitukset. Näiden määrä oli vuoden lopussa 34 MEUR. Kolmas merkittävä erä olivat käteiset varat jota yhtiöllä oli vuoden lopussa 41 MEUR:lla.

Loput noin 25 MEUR ovat liiketoimintaan liittyviä omaisuuseriä mm. saamisia. Kiinteää ja aineetonta omaisuutta yhtiön taseessa on erittäin vähän.

Taalerin oma pääoma oli 2017 lopussa 106 MEUR. Korollista velkaa yhtiöllä oli noin 63 MEUR. Valtaosa tästä velasta on pidemmän maturiteetin velkakirjoja.

20 MEUR liittyy vakuustoitominnan vastuovelkaan (käytännössä puskuria tulevia vakuustoitominnan tappioita vastaan) ja noin 16 MEUR on laskennallista verovelkaa Garantian hankintaan liittyen. Muut noin 20 MEUR ovat liiketoimintaan liittyviä omaisuuseriä mm. ostovelkoja.

Vakavaraisuus

Taalerin nettovelkaantumisasaste oli 2017 lopussa 8 % ja omavaraisuusaste 46 %. Tase on erittäin vahva, varsinkin kun huomioidaan, että Garantia ja Fellow Finance ovat molemmat taseessa selvästi alle niiden käyvän arvon.

Muista listautuista finanssipalveluyhtiöistä poiketen Taaleri on rahoitus ja vakuutusryhmittymä (RAVA). RAVA-yhtiön pääomavaatimukset poikkeavat selvästi muista finanssipalveluyhtiöistä. Taalerin vähimmäispääomavaatimus on tällä hetkellä 56 MEUR ja yhtiön omat varat olivat 96 MEUR. Vastaava vakavaraisuussuhdeluku on 171 % minitason ollessa 100 %. Näin ollen Taalerin tase onkin edelleen hyvin vahva myös regulaattorin näkökulmasta.

Taalerilla on tällä hetkellä voimassa Finanssivalvonnan 29.11.2016 myöntämä poikkeuslupa sen vakavaraisuutta koskien. Poikkeuslupa on voimassa 31.12.2018 asti. Poikkeuslupa koskee Garantian 60 MEUR:n kauppahinnan sekä Garantian kerryttämän tulosvaikutuksen kirjaamista. Yksinkertaistettuna, Finanssivalvonnan tulkinnan perusteella Taalerin pitäisi kirjata Garantia maksettu kauppahinta täysimääräisenä riskipitoisiin omaisuuseriin. Tulkinta on mielestämme erikoinen, sillä Garantian omaisuus on pääosin likvidiä sijoitusvarallisuutta. Poikkeuslupa huomioiden Taalerin CET1-vakavaraisuus on vahva 22,5 % (minimitaso 8 %). Ilman poikkeuslupaa Taalerin CET1-vakavaraisuus olisi selvästi heikompi ja alle regulaation vaatiman minimitason. Taaleri on itse kommentoinut, että yhtiö ei tarvitse uutta poikkeuslupaa 2018 lopussa. Näkemyksemme

mukaan tämä vaatii käytännössä joko 1) oman pääoman voimakasta kasvua erinomaisen tuloskehityksen myötä tai 2) yritysjärjestelyjä jolla oma pääoma kasvaa selvästi. Tarvittaessa Taaleri voi myös aina hakea uutta poikkeuslupaa ja kokonaisuutena emme pidä poikkeuslupaa yhtiön kannalta ongelmana.

Kokonaisuutena Garantian pääomavaatimuksista johtuen Taalerin tase on varsin raskas ja Taalerin on nykytilanteessa hankalaa ansaita sillä korkeaa oman pääoman tuottoa. Pitkällä aikavälillä pidämmekin Garantiasta irtaantumista loogisena ratkaisuna. Tarkastelemme tätä tarkemmin seuraavassa kappaleessa.

Vahva tase mahdollistaa yritysjärjestelyt

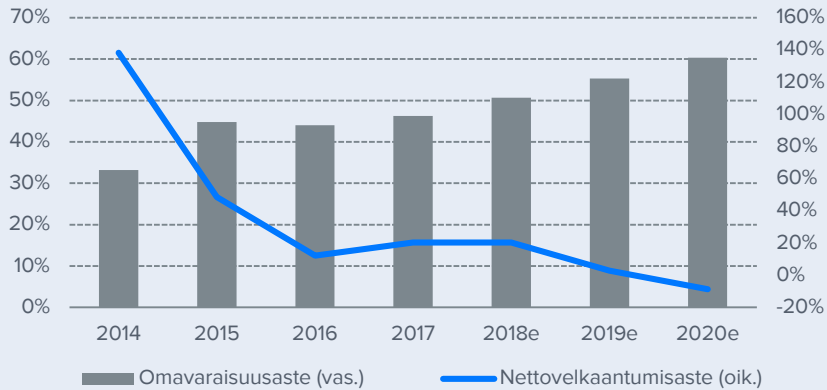
Laskelmiemme mukaan Taalerilla on tällä hetkellä hieman yli 100 MEUR:n liikkumavara mahdollisia yritysostoja ajatellen. Yhtiö etsii jatkuvasti potentiaalisia kohteita ja tähän liittyen yhtiö haluaakin säilyttää korkean likviditeetin ja vahvan taseen. Yhtiö maksaa nykyisistä velkakirjoistaan suhteellisen korkeaa korkoa (+4 %) mutta tämä on mielestämme perusteltua, kun huomioidaan niiden maturiteetti mikä varmistaa, että yhtiöllä on käytössä likviditeettiä kaikissa tilanteissa.

Taaleri tulee arviomme mukaan jatkamaan opportunistista lähestymistapaansa yritysjärjestelyissä ja ohjaavana tekijänä toimii omistaja-arvo sekä sen kasvu.

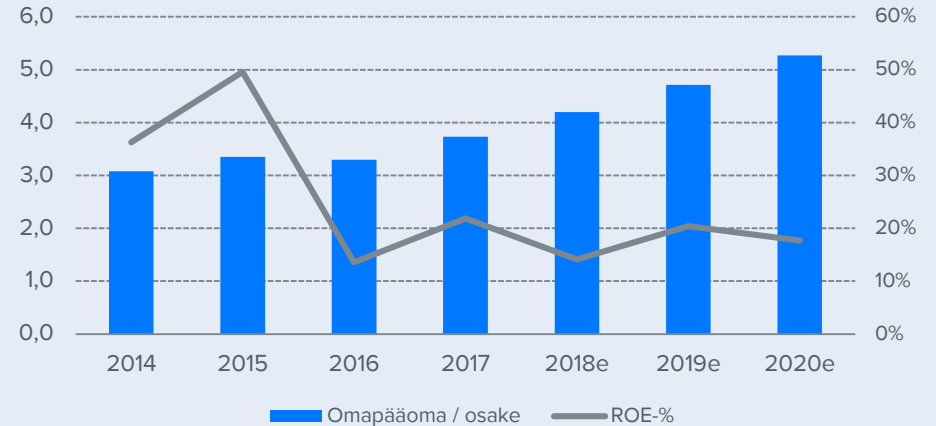
Vaikka Taalerin tase mahdollistaisi osingon selvästi nykyistä korkeamman tason, uskomme osingon kasvun olevan lähivuosina maltillista, kun yhtiö kanavoi varojaan liiketoiminnan kasvuun ja yritysjärjestelyihin.

Taloudellinen tilanne

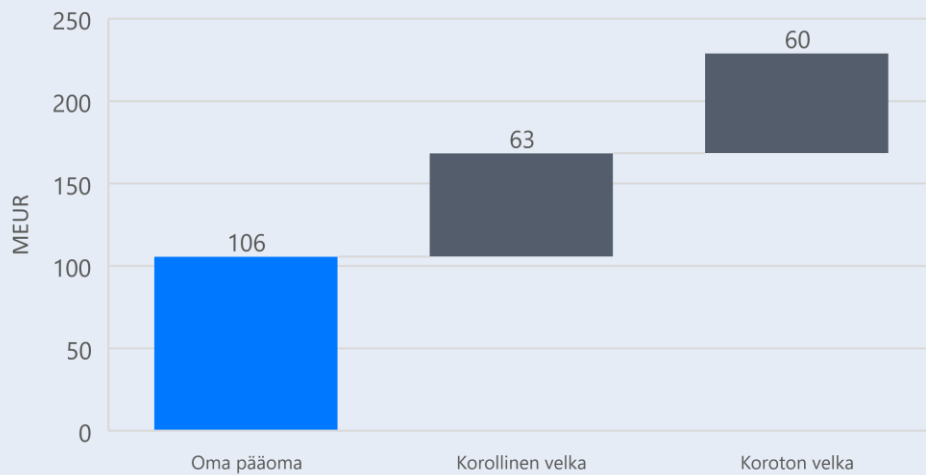
Taseen tunnuslukujen kehitys



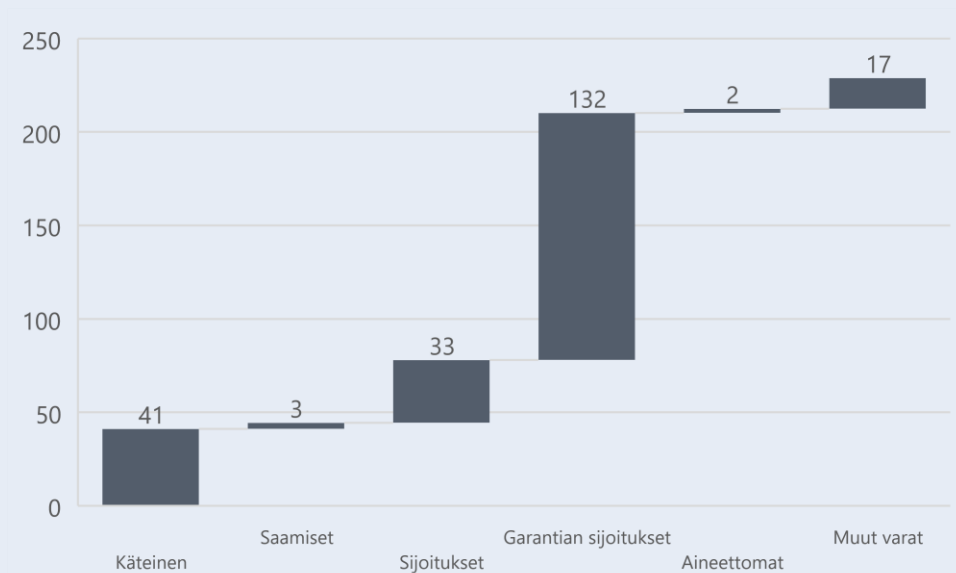
Oma pääoma ja ROE -%



Taserakenne, 2017



Lähde: Inderes, Taaleri



Ennusteet 1/2

Olemme käsitelleet segmenttikohtaiset ennusteet segmenttien omista kappaleissa ja tässä kappaleessa keskitymme ennusteiden yhteenvedoon konsernin näkökulmasta. Emme mallinna mahdollisia yritysjärjestelyjä osana ennusteitamme. Olemme käsitelleet todennäköisimpiä yritysjärjestelyitä ja niiden vaikutuksia yhtiölle seuraavilla sivuilla.

2018 tulos heikkenee

Taalerin vuoden 2018 tulos tulee laskemaan selvästi erinomaiselta 2017 tasolta. Taustalla ovat tuottosidonnaisten palkkioiden selkeä lasku perinteisessä varainhoidossa, Muut-segmentin tekemä alaskirjaus geotermisessä energiaprojektissa Saksassa (-2,5 MEUR) ja Garantian laskevat sijoitustuotot.

Varainhoito, Garantian vakuutusliiketoiminta ja Energia kaikki jatkavat tervettä orgaanista kasvuaan, mutta tämä ei riitä kompensoimaan tulokseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä. Kokonaisuutena ennustamme yhtiön liikevaihdon laskevan 69 MEUR:oon ja liikevoiton 19 MEUR:oon. On tärkeä huomioida, että tuloksen painopiste on aiempia vuosia selvästi voimakkaammin jatkuvissa tuotoissa, mikä parantaa tuloksen ennustettavuutta. Hallinnoitava varallisuus kasvaa 700 MEUR:lla 6150 MEUR:oon pääomarahastojen ja täyden valtakirjan varainhoidon vetämänä.

EPS:n ennustamme laskevan 0,56 euroon ja osinko kasvaa maltillisesti 0,25 euroon.

2019 tulos jälleen selvään kasvuun

2019 Taalerin tulos tulee kasvamaan merkittävästi. Ennustamme liikevaihdon kasvavan 87 MEUR:oon ja liikevoiton 32 MEUR:oon. Ajurina tuloskasvulle

toimivat etenkin kertaluontoiset tuotot, mitä ennustamme Asuntorahasto 6 irtaantumisesta sekä Energian Texasin tuuliprojektin myynnistä. Näiden yhteisvaikutus 15 MEUR:n tulosparannuksesta on noin 8 MEUR. Loput 7 MEUR syntyvät Varainhoidon ja Garantian operatiivisesta tuloskasvusta sekä Muut-segmentin selvästi laskeneista bonuskuluista. 2019 tulos on ennusteissamme poikkeuksellisen korkea ja ei heijastele Taalerin normaalia tuloskehitystä. Hallinnoitava varallisuus jatkaa kasvuaan pääomarahastojen vetämänä ja ennustamme 2019 AUM:n kasvavan 650 MEUR:illa 6800 MEUR:oon.

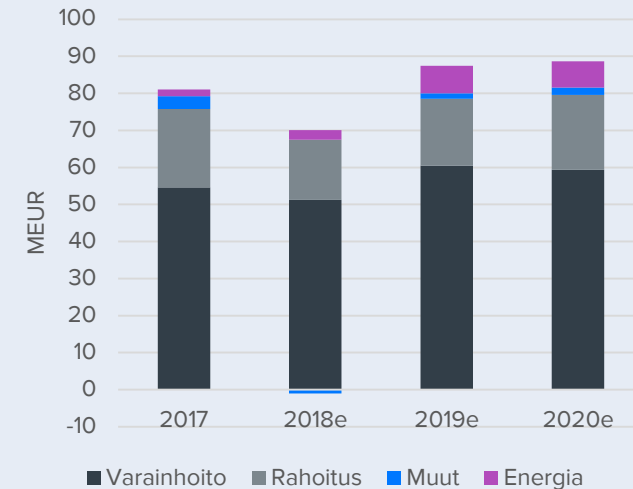
Osakekohtainen tulos nousee ennusteissamme erinomaiselle 0,90 euron tasolle ja osinko kasvaa vakaasti 0,30 euroon.

2020 pitkästä aikaa ”normaali” tulos

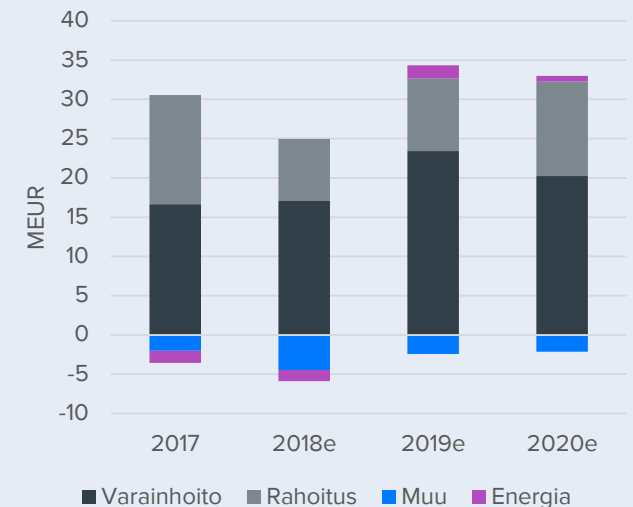
2020 ennustamme liikevoiton pysyvän lähes edellisvuoden tasolla 31 MEUR:ssa. Vaikka kertaluontoiset tuottopalkkiot laskevat merkittävästi, tulee Energian nouseminen operatiivisesti kannattavaksi, Varainhoidon jatkuva kasvu ja Garantian selvä vakuutustekninen tulosparannus (vakuutusmaksuvastuun muutos alkaa purkautua kasvun hidastuessa) riittävät kompensoimaan tätä. Kokonaisuutena tulos painottuukin jälleen huomattavasti voimakkaammin jatkuviin tuottoihin, mikä laskee riskiä.

Keskeinen riski Taalerin tulosennusteissamme liittyy nykyisen markkinatilanteen kestävyys- ja kulukontrollin pysymiseen. Ennusteemme heijastelevat skenaariota markkinatilanteen asteittaisesta heikentymisestä, mutta emme ennusta markkinan romahtamista.

Liikevaihtoennusteet



Liikevoittoennusteet



Ennusteet 2/2

Yritysjärjestelyt

Uskomme Taalerin jatkavan aktiivisena toimijana yritysjärjestelykentällä myös lähivuosina. Keskitymme tässä analysoimaan Fellow Financen ja Garantian irtaantumisia, sillä pidämme niitä kaikista todennäköisimpinä yhtiön kannalta.

Fellow Finance

Fellow Finance alkaa arviomme mukaan olemaan asteittain kypsä irtaantumiselle. Onnistuneet näytöt kansainvälistymisestä sekä fintech-markkinan korkeat arvostustasot tukevat mielestämme yhtiön arvoa. Todennäköisin irtaantumiskanava olisi näkemyksemme mukaan myynti jollekin suuremmalle finanssitoimijalle, mutta myös listaus pörssiin voisi olla looginen vaihtoehto. Pörssiin listautuessa valuaatio tuskin olisi myyjän kannalta optimaalinen ja Taaleri jäisikin suurella todennäköisyydellä yhtiöön merkittäväksi omistajaksi. Listaus kuitenkin nostaisi Fellow Financen arvon esiin taseessa tehtävän ylöskirjauksen myötä. Olemme analyysissämme arvottaneet Fellow Financen 52 MEUR:oon, joka on mielestämme varsin konservatiivinen. Olemme havainnollistaneet Fellow Financen merkitystä osakkeenomistajille seuraavalla sivulla.

Garantia

Pidämme Taalerin irtautumista Garantiasta varsin todennäköisenä keskipitkällä aikavälillä. Perustamme näkemyksemme siihen, että Garantia sitoo merkittävää pääomaa ja Garantian ollessa osa konsernia jää Taalerin pääoman tuotto väistämättä suhteellisen matalaksi. Taalerin

omana tavoitteena on vähintään 15 %:n oman pääoman tuotto. Mikäli käytämme Garantian arvona arvioimaamme 160 MEUR, tarkoittaisi tämä sitä, että Garantian pitäisi tehdä tulosta ennen veroja yli 30 MEUR. Tämä on luonnollisesti täysin mahdotonta ja esimerkiksi viime vuonna Garantia teki poikkeuksellisen korkeilla sijoitustuotoilla noin 15 MEUR:n tuloksen ennen veroja. Laskelmiemme mukaan Garantian pääoman tuotto on lähivuosien ennusteillamme ja 165 MEUR:n markkina-arvolla 6-9 %:n tuntumassa.

Mielestämme ainakin seuraavat tekijät tukevat Garantiasta irtaantumista lyhyellä aikavälillä:

- Suomen talous on lähellä suhdannehuippua
- Rakentaminen on lähellä suhdannehuippua
- Garantialla on näytöt liiketoiminnan kasvusta
- Sijoitusmarkkinoiden noususykli alkaa myös olla varsin kypsässä vaiheessa

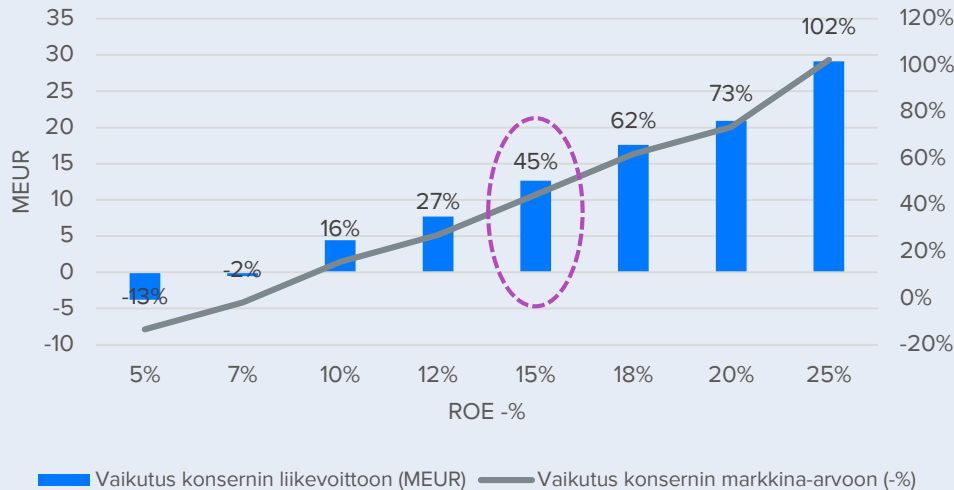
Mikäli Taaleri irtautuisi Garantiasta, siirtyisi huomio välittömästi rahojen uudelleensijoittamiseen. Vaikka yksittäisten ostokohteiden analysointi on mahdotonta, voimme arvioida kaupan potentiaalia Taalerille sen pääoman tuoton kannalta. Seuraavan sivun graafissa olemme hahmotelleet Garantiasta saatavien pääomien uudelleensijoituksen vaikutusta Taalerin osakekurssiin. Mikäli Taaleri onnistuisi sijoittamaan Garantiasta saatavat varat tavoittelemallaan 15 %:n tuottotasolla, olisi tällä laskennallinen 45 %:n vaikutus osakekurssiin. Laskelma on karu ja se ei esimerkiksi huomioi mahdollista velkavipua ja se olettaa uuden kohteen hyväksyttävän arvostustason olevan

samalla tasolla Taalerin kanssa. Laskema on kuitenkin suuntaa antava ja se kuvastaa mielestämme hyvin sitä potentiaalia joka Garantiaan liittyy. Tarkempi laskelma ja grafiikka löytyy seuraavalta sivulta. Käytännössä kyseessä on skenaario, jossa Taaleri irtautuu matalatuottoisesta omaisuuserästä ja sijoittaa rahat korkeamman tuottotason omaisuuserään.

Garantian merkittävästä arvosta johtuen tulee sen mahdollinen irtaantuminen ja rahojen uudelleen sijoittaminen olemaan osakkeelle keskeinen ajuri tulevien vuosien aikana.

Yritysjärjestelyiden potentiaali

Garantian myynnin ja uudelleensijoituksen potentiaali



Ylläolevassa graafissa on havainnollistettu Garantian 165 MEUR:n myyntihinnan uudelleensijoituksen potentiaalia Taalerin markkina-arvolle.

Koska Garantia sitoo paljon pääomaa ja tämän pääoman tuotto jää matalaksi sijoitussalkun konservatiivisesta rakenteesta johtuen, on uudelleensijoitettavan pääoman potentiaali erittäin suuri.

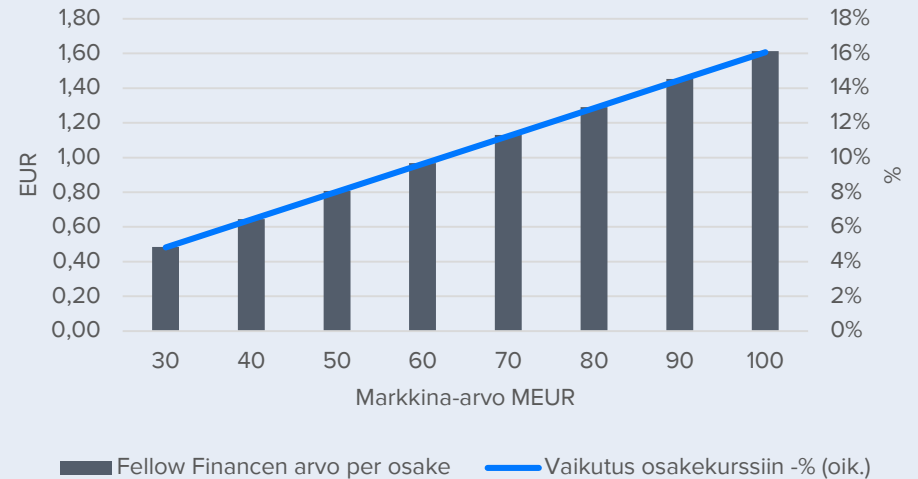
Kuten laskelma osoittaa, olisi Garantian saatavilla varoilla selkeä positiivinen vaikutus osakekurssiin, kun sijoitetun pääoman tuotto ylittää 10 %. Mikäli Taaleri onnistuisi sijoittamaan Garantian vapautuneet varat tavoittelemallaan +15 %:n tuotolla (ympyröitä graafissa), olisi vaikutus markkina-arvoon todella merkittävä.

Korostamme, että laskelma on ainoastaan havainnollistava ja se tekee paljon oletuksia. Tämän vuoksi yksittäisiä tarkkoja lukuja huomattavasti tärkeämpää on ymmärtää Garantian pääomien mukanaan tuoma potentiaali.

Keskeisiä oletuksia laskelman taustalla ovat:

- Garantian käypä arvo 165 MEUR
- Uuden ostokohteen hyväksyttävä arvostustaso EV/EBIT 10x
- Garantian normalisoitu tulos 12 MEUR (2017-2020e keskiarvo)

Fellow Financen vaikutus Taalerin osakekurssiin



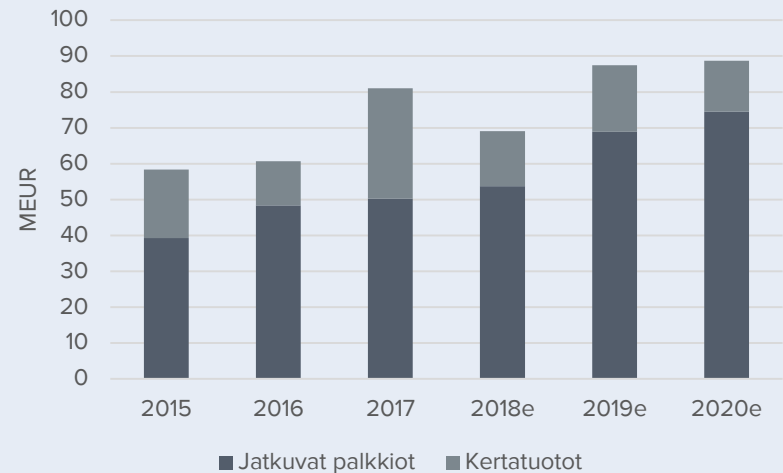
Ylläolevassa graafissa on havainnollistettu Fellow Financen vaikutusta Taalerin osakkeenomistajille. Näkemyksemme mukaan markkina ei hinnoittele Fellow Financen potentiaalia Taalerin osakkeeseen käytännössä ollenkaan ja näin ollen arvon esiin nousemisella yritysjärjestelyn myötä olisi välitön positiivinen vaikutus osakekurssiin.

Mikäli Taaleri myisi Fellow Financen ennustamallamme 52 MEUR:n valuaatiolla, olisi osakekohtainen vaikutus noin 0,8 euroa tai noin 8 % suhteessa nykyiseen osakekurssiin.

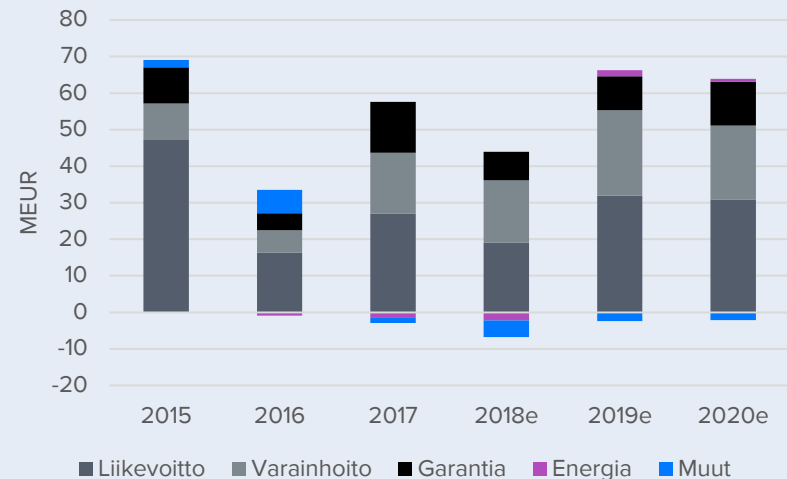
Ennusteet yhteenveto

MEUR	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	58,4	60,7	81,0	69,1	87,4	88,7
Varainhoito	39,4	37,1	54,6	51,2	60,5	59,4
Garantia	13,3	12,3	21,2	16,3	18,0	20,2
Energia	0,0	0,3	1,8	2,6	7,4	7,1
Muut	6,0	11,0	3,4	-1,0	1,5	2,0
Liikevoitto	47,4	16,3	27,0	19,1	31,9	30,9
Varainhoito	9,8	6,1	16,7	17,1	23,4	20,2
Garantia	9,9	4,6	13,9	7,8	9,2	12,0
Energia	0,0	-0,9	-1,5	-2,3	1,7	0,8
Muut	2,0	6,4	-1,4	-4,5	-2,4	-2,1
Voitto ennen veroja	47,4	16,3	27,6	20,1	32,7	31,9
Vähemmistöt	-1,6	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,1
Nettotulos	42,4	12,8	21,8	15,9	26,0	25,6
EPS (EUR)	1,51	0,45	0,77	0,56	0,90	0,88
Osinko (EUR)	0,20	0,22	0,25	0,30	0,33	0,35
ROE-%	50 %	14 %	22 %	14 %	20 %	18 %
Oma pääoma/osake	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35	3,35
Liikevaihdon kasvu-%	8 %	4 %	33 %	-15 %	27 %	1 %
EBIT-%	81 %	27 %	33 %	28 %	37 %	35 %
Jatkuvat palkkiot	39,3	48,4	50,3	53,7	68,9	74,5
Kertatuotot	19,1	12,3	30,8	15,4	18,5	14,2

Jatkuvat vs. kertatuotot



Liikevoiton jakautuminen



Arvostus 1/4

Yhteenveto arvostuksesta

Näkemyksemme mukaan Taaleria tulee arvottaa ennen kaikkea sen osien summan pohjalta. Taaleri on pörssihistoriansa aikana toteuttanut useita merkittäviä yritysjärjestelyitä ja luonut niillä selkeää omistaja-arvoa. Yhtiön strategiana on toteuttaa yritysjärjestelyjä myös jatkossa ja mielestämme onkin realistista odottaa, että yhtiön osissa piilevä arvo tulee purkautumaan pidemmällä aikavälillä.

Lisäksi Taalerilla on tarjolla pörssistä poikkeuksellisen laadukas verrokkiryhmä, jonka arvostus määrittää myös Taalerille hyväksyttävän arvostustason.

Osien summa ja verrokkianalyysin lisäksi olemme hakeneet arvonnäilyksellemme tukea kassavirtalaskelmastamme. Kansainvälisiä verrokkeja emme käytä, sillä näkemyksemme mukaan ne eivät ole Taalerin kannalta relevantteja.

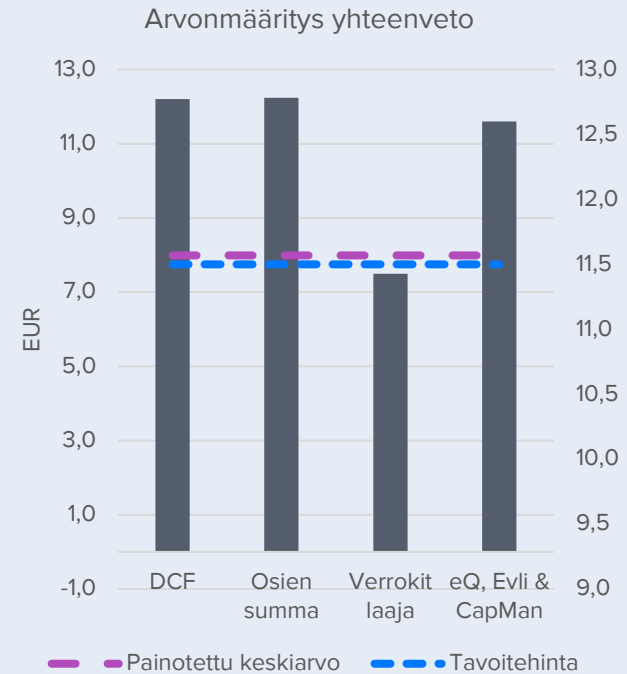
Tavoitehintamme asetannassa olemme antaneet 50 %:n painoarvon osien summalle, 30 %:n painon lähimpien verrokkien analyysille, 10 %:n painon laajalle verrokkiryhmälle ja 10 %:n painon kassavirtalaskemalle. Eri arvonnäilytysmenetelmien painotettu keskiarvo on 11,5 euroa, joka on myös tavoitehintamme. Nostamme samalla suosituksemme tasolle **Osta** (aik. lisää) laskeneen osakekurssin seurauksena.

Taalerin arvostusta tukevia tekijöitä ovat:

- Vahvat näytöt yritysjärjestelyistä
- Hyvät tulospäilymät
- Vahva positio toimialan keskeisissä trendeissä
- Garantian ja Fellow Financen yritysjärjestelypotentiaali

Vastaavasti arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Kypsä markkinatilanne ja korkeat omaisuusarvot
- 2018 selvästi laskeva tulos
- Historialliset haasteet kulujen kanssa



Arvostus 2/4

Osien summa

Arviomme Taalerin osien summasta on 345 MEUR tai 12,2 euroa. Olemme käsitelleet eri liiketoimintojen arvot auki niiden omissa kappaleissaan.

Varainhoito on Taalerin arvokkain osa 188 MEUR:n arvolla. Garantian arvo on ennusteissamme 165 MEUR. Nämä kaksi kattavat valtaosan Taalerin arvosta. Energian arvo 10 MEUR on vielä hyvin maltillinen ja se heijastelee yhtiön käynnissä olevaa ylösajovaihetta.

Konsernin omien sijoitusten arvo on laskelmiemme mukaan 45 MEUR ja tästä noin puolet koostuu Fellow Financesta. Konsernikulujen nettoarvo on -41 MEUR ja laskelmiemme mukaan yhtiöllä on tällä hetkellä nettovelkaa noin 22 MEUR.

Osake alle osien summan

Taaleria hinnoitellaan tällä hetkellä selvällä alennuksella suhteessa sen osien summaan. Arviomme mukaan tämä selittyy kahdella tekijällä 1) Fellow Finance ei näy täysimääräisesti yhtiön taseessa ja markkina ei anna sille oleellista arvoa 2) Garantian sijoitussalkku tuottaa alle Taalerilta vaadittavan pääoman kustannuksen (tarkempi selitys sivulla 21 ja 36) ja markkinat eivät ole valmiit hyväksymään Garantian sijoitussalkkua sen täydellä arvolla.

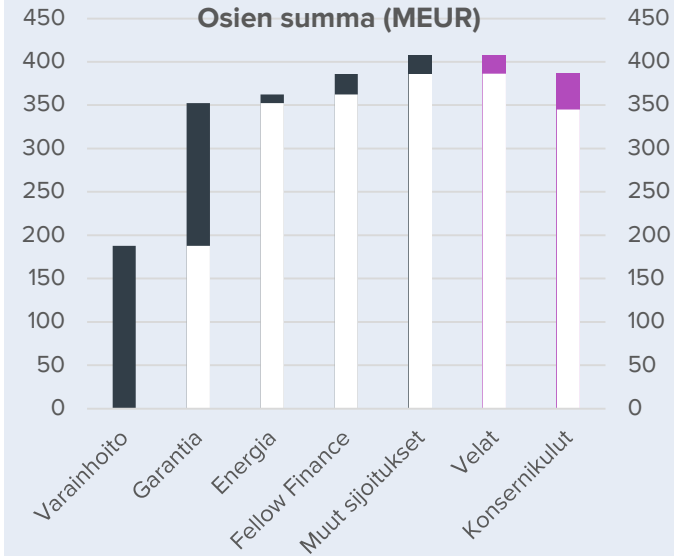
Fellow Financen osalta markkina tekee mielestämme selkeän hinnoitteluvirheen, mutta Garantian osalta sijoitussalkun arvottaminen matalammalla kertoimella on perusteltua.

Näkemyksemme mukaan osien summan mukainen arvo tulee todennäköisesti realisoitumaan vasta, kun yhtiö toteuttaa yritysjärjestelyitä näihin omaisuuseriin liittyen. Pidämme tätä kuitenkin

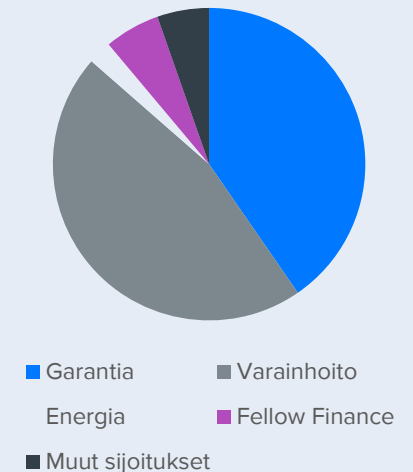
todennäköisenä keskipitkällä aikavälillä ja näin ollen mielestämme osien summa on edelleen järkevin ja relevantein tapa analysoida Taalerin arvoa.

DCF-arvonmääritys

DCF-laskelmassamme lähdemme oletuksesta, että Taalerin kasvu hidastuu selvästi vuoden 2021 jälkeen, mutta pysyy kuitenkin positiivisena. Operatiivinen kannattavuus paranee merkittävästi 2018-2019 aikana ennusteidemme mukaisesti ja kääntyy laskuun 2021 alkaen. Terminaalikannattavuutena olemme käyttäneet 28 %:n tasoa joka on linjassa yhtiön 2011-2017 saavuttaman keskimääräisen liikevoittomarginaalin kanssa. Soveltamamme WACC-% on 8,4 % on lähellä verrokkiryhmän keskiarvoa. DCF-laskelman mukainen arvo yhtiölle on 12,2 euroa. Tarkempi DCF-malli löytyy liitteestä.



Osien summan arvon jakautuminen



Arvostus 3/4

Verrokkianalyysi

Helsingin pörssi tarjoaa Taalerille poikkeuksellisen laadukkaan verrokkiryhmän finanssipalvelusektorilta. Vaikka verrokkiryhmän yksittäiset yhtiöt saattavatkin erota Taalerista merkittävästi, tarjoaa ryhmä kokonaisuutena mielestämme varsin hyvän vertailupohjan.

Suhteellista arvostusta haarukoitaessa annamme pääpainon P/E- ja EV/EBIT-kertoimille, osinkotuotolle ja P/B-luvulle. Verrokkeina olemme käyttäneet kaikkia pörssiin listattuja finanssipalveluyhtiöitä eli eQ:ta, Evliä, Titaniumia, Elite Alfred Bergiä, Titaniumia, United Bankersia CapMania ja Privanetia. Verrokkien joukko on varsin kirjava ja esim. CapMan ja Privanet ovat mielestämme käytännössä sijoitusyhtiötä. Parhaat verrokkit ovat eQ sekä Evli ja tarkastelemme näitä erillisesti.

Suhteessa laajaan verrokkiryhmään Taaleria hinnoitellaan lievällä preemiolla johtuen etenkin 2018 verrokkiryhmää selvästi korkeammista

tuloskertoimista ja verrokkeja selvästi matalammasta osinkotuotosta. Jos sovellamme Taaleriin sen laajan verrokkiryhmän mukaisia kertoimia saamme Taalerin arvoksi noin 8,0 euroa per osake. Mielestämme Taaleria tulee hinnoitella preemiolla suhteessa verrokkiryhmään johtuen 1) sen laadukkaasta AUM:sta 2) vahvasta track-recordista 3) matalammasta riippuvuudesta yleiseen markkinatilanteeseen (pääomarahastot ja Garantia). Kokonaisuutena emme anna laajalle verrokkiryhmälle oleellista painoa analyysissämme ja keskitymme peilaamaan Taalerin arvostusta Evliin, CapManiin ja eQ:hun, joiden profiili on lähempänä Taalerin omaa.

Lähimmät verrokkit

eQ ja Evli ovat listatuista varainhoitoyhtiöistä lähimpänä Taaleria. Kaikki kolme yhtiötä kilpailevat pitkälti samoista asiakkuuksista ja ovat myös liiketoimintarakenteeltaan verrokkiryhtiöistä lähimpänä toisiaan. CapManin olemme ottaneet ryhmään mukaan johtuen sen fokuksista pääomarahastoihin sekä sijoitusyhtiöprofiilista.

Soveltamalla Evlin, eQ:n ja CapManin kertoimia tasapainoilla, saamme Taalerin käyväksi arvoksi 11,6 euroa. Arvo on linjassa tavoitehintamme kanssa ja tukee näkemystämme Taalerin käyvästä arvosta.

	P/E (oik.)		EV/EBIT (oik.)		EV/S	P/B	Osinko	
	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2017	2018e	2019e
Evli	10,7	10,9	7,9	7,3	3,0	2,8	6,6 %	7,1 %
eQ	15,9	14,0	11,5	9,8	6,0	4,9	6,3 %	7,1 %
Taaleri	17,9	11,2	15,5	8,7	4,3	2,4	3,0 %	3,4 %
United Bankers	11,2	9,0	10,9	7,0	1,0	2,3	6,3 %	7,0 %
CapMan	14,9	9,4	12,4	8,1	6,4	1,7	7,6 %	9,0 %
Elite	12,0	9,0	14,3	9,2	2,3	2,0	3,7 %	5,1 %
Privanet	9,2	9,0	6,4	5,4	2,2	1,8	5,4 %	5,7 %
Titanium	9,0	11,0	6,7	8,5	3,7	4,0	8,3 %	8,9 %
Keskiarvo	12,6	10,4	10,7	8,0	3,6	2,7	5,9 %	6,7 %
Mediaani	11,6	10,2	11,2	8,3	3,4	2,4	6,3 %	7,1 %
Erotus% vrt. mediaani	54 %	10 %	38 %	5 %	28 %	2 %	-52 %	-52 %

	Lähimmät verrokkit mediaani (x)	laskennallinen arvo/osake (EUR)	Paino-arvo	Osuus Taalerin arvosta
P/E'18	13,8	7,7	25 %	1,9
P/E'19	11,4	10,2	25 %	2,6
P/B 17	5,1	19,1	25 %	4,8
Osinko-% 18	6,8 %	9,2	25 %	2,3
Taalerin käypä arvo (EUR)				11,6

Arvostus 4/4

Riskit

Näkemyksemme mukaan Taalerin keskeiset riskit ovat:

Nykyisen markkinatilanteen kestävyys:

Nykyinen historiallisen pitkä nousumarkkina alkaa väijäämättä olemaan loppupuolella. Taaleri on hyötynyt muiden finanssipalveluyhtiöiden tavoin voimakkaasti kohonneista omaisuusarvoista ja näkemyksemme mukaan heikentynyt markkinatilanne tulee painamaan yhtiön palkkiotuottoja (AUM laskee ja uuden pääoman kerääminen vaikeutuu). Myös Garantian sijoitussalkku tulee olemaan paineessa markkinatilanteen heikentyessä. Vaikka Taaleri onkin positioitunut markkinan laskuun monia sen verrokkeja paremmin suuren pääomarahastopainon ansiosta, ei tämä poista markkinan heikentymiseen liittyvää riskiä.

Avainhenkilöriskit: Taalerin liiketoiminta on toimialalle tyypillisesti varsin henkilökeskeistä. Yhtiön avainhenkilöt ovat pääosin sitoutettu yhtiöön osakeomistusten kautta ja historiallisesti avainhenkilöiden vaihtuvuus on ollut varsin pientä. Avainhenkilöiden osalta oleellinen riski liittyykin mielestämme motivaation säilyttämiseen, kun Taalerin erinomaisen taloudellisen menestyksen myötä taloudellinen motivaatio on väistämättä pienentynyt.

Kulttuurin ylläpitäminen: Näkemyksemme mukaan yksi Taalerin keskeisiä vahvuuksia on sen perustamisesta ollut yhtiön kulttuuri. Yhtiö on onnistunut luomaan varsin vahvan yrittäjähenkisen kulttuurin mikä on heijastunut

vahvana operatiivisena suorittamisena läpi yhtiön historian. Taalerin kokoluokan kasvaessa kulttuurin ylläpitäminen tulee arviomme mukaan yhä hankalammaksi johtuen kasvavasta henkilömäärästä ja siitä, että kaikki uudet henkilöt eivät ole enää sitoutettuja osakeomistuksen kautta.

Yritysjärjestelyt: Vaikka Taalerin track-record yritysjärjestelyistä on erittäin vakuuttava, liittyy niihin aina oleellista riskiä. Lähtökohtaisesti suurin yritysjärjestelyihin liittyvä riski kohdistuu mielestämme skenaarioon, jossa Taaleri osallistuisi toimialan konsolidaatioon ja se joutuisi integroimaan toisen toimijan itseensä. Näkemyksemme mukaan tämä olisi lähtökohtaisesti erittäin hankalaa johtuen toimijoiden erilaisista kulttuureista ja tilannetta hankaloittaisi se, ettei Taalerilla ole kokemusta vastaavasta operaatiosta aiemmin.

Kuluttehokkuus: Historiassa Taalerilla on ollut haasteita sen kuluttehokkuuden kanssa. Tästä osoituksena on vuosi 2016, jolloin liikevaihdon lievä notkahdus yhdistettynä heikkoon kulukontrolliin johti operatiivisen tuloksen selvään heikentymiseen. Taalerin kuluttehokkuus on näkemyksemme mukaan parantunut, mutta ottaen huomioon nykyiseen markkinatilanteen liittyvät riskit, tulisi yhtiön pyrkiä parantamaan kuluttehokkuuttaan jatkuvasti.

Varainhoidon palkkiotason kestävyys: Taalerin Varainhoidon suhteellinen palkkiotaso sen hallinnoitavasta varallisuudesta on erinomaisella tasolla ja sen keskeisiä verrokkeja korkeampi. Näkemyksemme mukaan tässä pääsyynä ovat 1) uniikit pääomarahastot 2) yhtiön hyvät

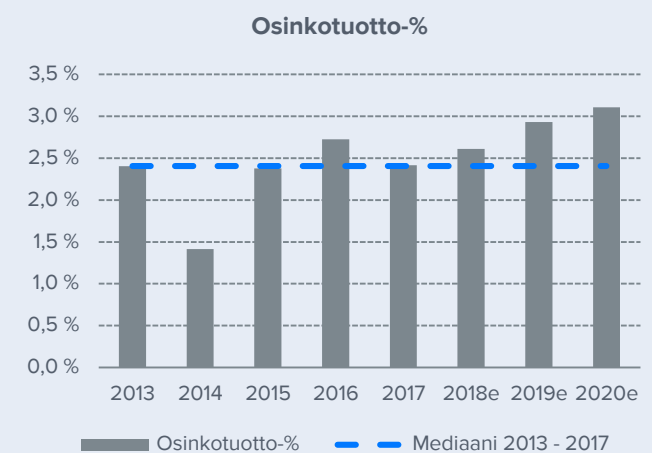
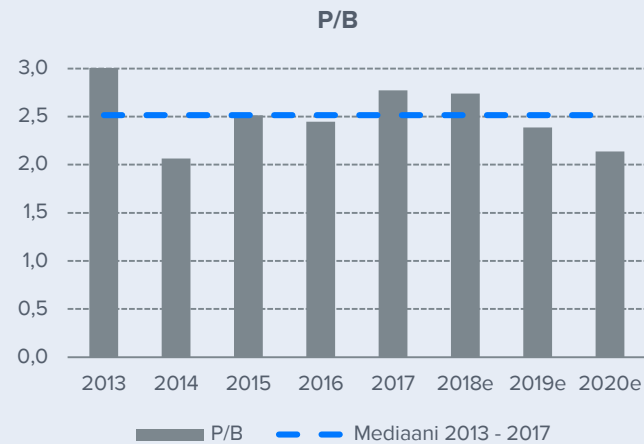
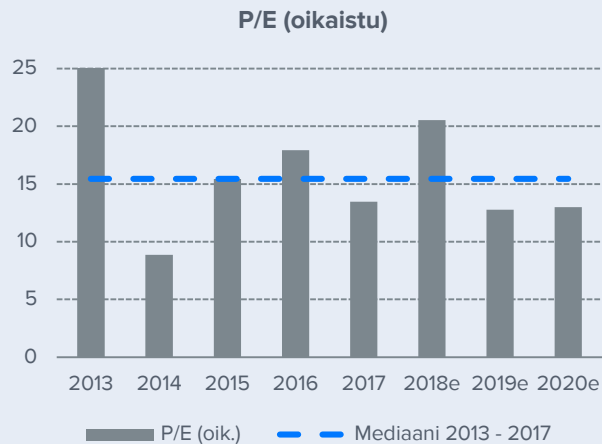
sijoitustuotot 3) asiakaskunnan keskittyminen yksityishenkilöihin. Nykyinen palkkiotaso on mielestämme kestävä, kunhan yhtiö kykenee ylläpitämään hyviä sijoitustuottoja ja lanseeraamaan jatkuvasti uusia uniikkeja pääomarahastotuotteita. Mikäli yhtiö epäonnistuisi näissä, kohtaisivat yhtiön hallinnointipalkkiot selkeää painetta alaspäin jolla olisi luonnollisesti negatiivinen vaikutus yhtiön arvoon.

Arvostus yhteenveto

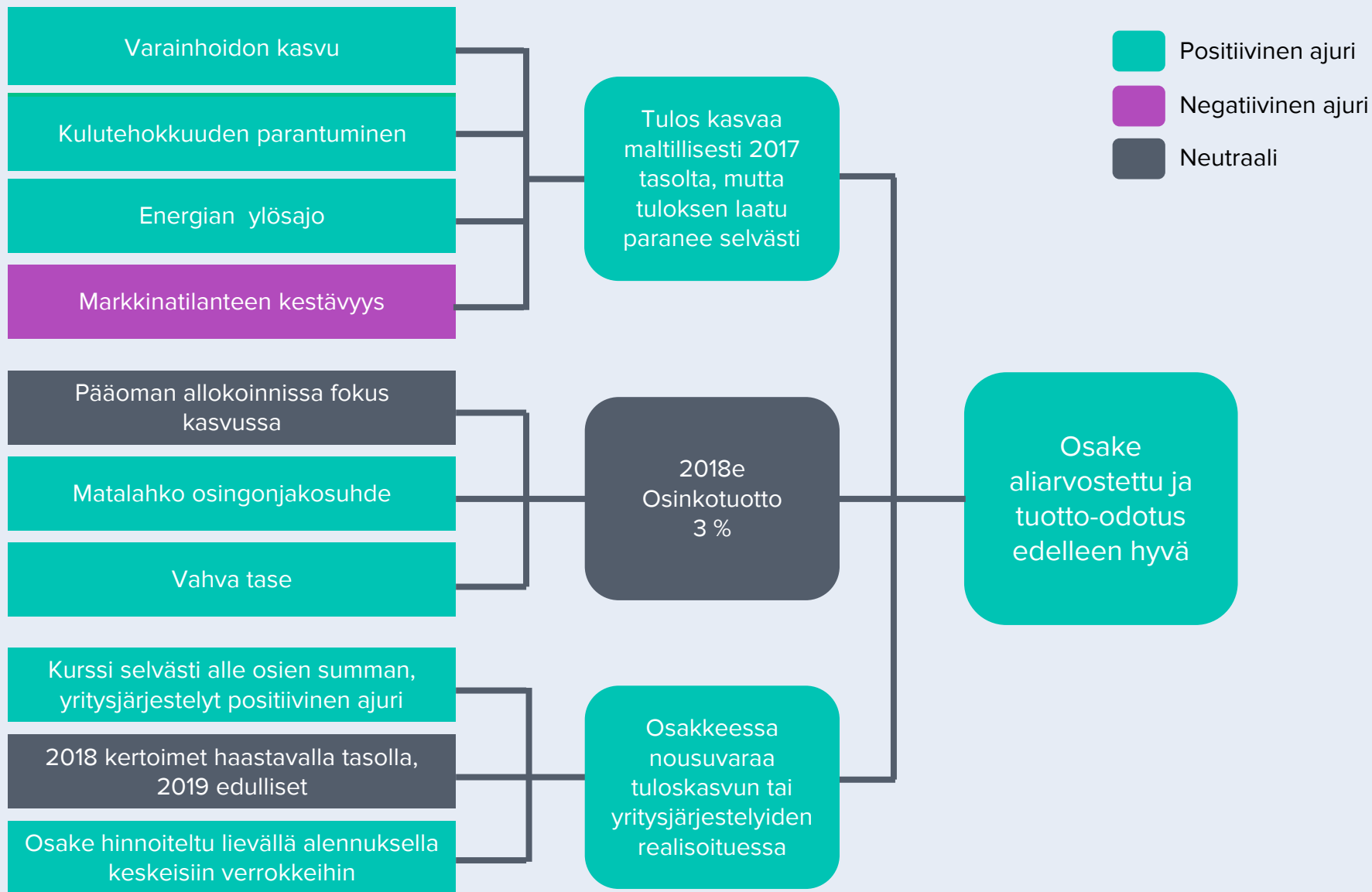
Kertoimet yhteenveto

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	4,58	6,36	8,42	8,07	10,35	9,72	9,72	9,72
Markkina-arvo	115	160	239	229	293	275	275	275
Yritysarvo (EV)	100	267	291	235	303	287	268	250
P/E (oik.)	36,5	8,9	15,4	17,9	13,5	17,3	10,8	11,0
P/B	5,2	2,1	2,5	2,4	2,8	2,3	2,0	1,8
P/S	4,2	3,0	4,1	3,8	3,6	4,0	3,1	3,1
EV/Liikevaihto	3,6	4,9	5,0	3,9	3,7	4,2	3,1	2,8
EV/EBITDA	20,1	12,4	13,9	13,2	10,7	14,2	7,4	7,3
EV/EBIT	22,2	12,8	14,5	14,4	11,2	15,1	8,4	8,1
Osinko/tulos (%)	87,6 %	12,5 %	13,3 %	48,8 %	32,5 %	53,5 %	36,6 %	39,6 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	1,4 %	2,4 %	2,7 %	2,4 %	3,1 %	3,5 %	3,7 %

Lähde: Inderes



Taalerin arvoajurit 2018-2020e



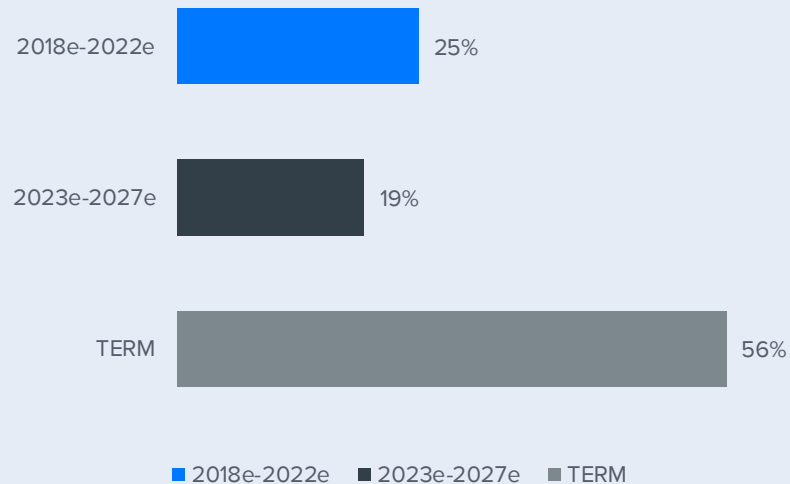
DCF-kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	27,0	19,1	31,9	30,9	37,2	35,0	30,8	31,5	30,2	30,9	31,7	
+ Kokonaispoistot	1,3	1,2	4,3	3,4	2,8	2,5	2,3	2,2	2,2	2,1	2,1	
- Maksetut verot	-7,3	-4,2	-6,4	-6,2	-7,4	-7,0	-6,2	-6,3	-6,0	-6,2	-6,3	
- 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	4,4	0,5	0,1	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	25,4	16,6	29,9	28,0	32,4	30,5	26,9	27,4	26,2	26,8	27,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	10,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-14,9	-17,4	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	20,8	-0,8	27,8	25,9	30,3	28,4	24,8	25,3	24,1	24,7	24,6	
+/- 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	20,8	-0,8	27,8	25,9	30,3	28,4	24,8	25,3	24,1	24,7	24,6	428,7
Diskontattu vapaa kassavirta		-0,8	24,6	21,2	22,8	19,7	15,9	15,0	13,2	12,4	11,4	199,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		354,8	355,5	330,9	309,7	286,9	267,2	251,3	236,3	223,2	210,7	199,3
Velaton arvo DCF		354,8										
- Korolliset velat		-62,7										
+ Rahavarat		41,2										
-Vähemmistöosuus		-1,1										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		345,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		12,19										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,4 %

Rahavirran jakauma jaksoittain



Tuloslaskelma ja tase

(MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	58,4	60,7	81,0	69,1	87,4	88,7
Kulut	-10	-43	-53	-49	-51	-54
EBITDA	48,2	17,7	28,3	20,3	36,2	34,2
Poistot	-0,9	-1,4	-1,3	-1,2	-4,3	-3,4
Liikevoitto	47,4	16,3	27,0	19,1	31,9	30,9
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>27,3</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>20,1</i>	<i>16,3</i>	<i>27,0</i>	<i>19,1</i>	<i>31,9</i>	<i>30,9</i>
Rahoituserät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,6	1,0	0,8	1,0
Voitto ennen veroja	47,4	16,3	27,6	20,1	32,7	31,9
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-3,0	-3,6	-5,8	-4,2	-6,4	-6,2
Vähemmistöosuus	-1,6	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,1
Nettotulos	42,8	12,8	21,8	15,9	26,0	25,6
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>15,5</i>	<i>12,8</i>	<i>21,8</i>	<i>15,9</i>	<i>26,0</i>	<i>25,6</i>
Satunnaiset erät	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	42,4	12,8	21,8	15,9	26,0	25,6
<i>Osaakohtainen tulos</i>	<i>1,51</i>	<i>0,45</i>	<i>0,77</i>	<i>0,56</i>	<i>0,90</i>	<i>0,88</i>
Osaakohtainen tulos (oikaistu)	0,55	0,45	0,77	0,56	0,90	0,88

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	170	143	180	196	194
Liikearvo	1	1	1	1	1
Aineettomat oikeudet	2	2	2	11	8
Käyttöomaisuus	1	1	0	0	0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	48	12	33	33	33
Muut sijoitukset	114	123	132	140	140
Muut pitkäaikaiset varat	5	5	10	10	10
Laskennalliset verosaamiset	0	1	1	1	1
Vaihtuvat vastaavat	47	70	50	39	54
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	5	5	5	5	5
Myyntisaamiset	14	3	3	3	3
Likvidit varat	28	62	41	31	46
Taseen loppusumma	217	213	229	235	247

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	95	93	106	119	136
Osakepääoma	0	0	0	0	0
Kertyneet voittovarot	62	59	74	83	100
Omat osakkeet	-5	-2	-4	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	38	36	36	36	36
Muu oma pääoma	0	0	0	0	0
Vähemmistöosuus	2	0	0	0	1
Pitkäaikaiset velat	106	95	95	94	90
Laskennalliset verovelat	18	17	16	16	16
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	75	65	55	54	50
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	13	14	24	24	24
Lyhytaikaiset velat	14	24	28	21	20
Lainat rahoituslaitoksilta	0	9	8	1	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset velat	14	15	20	20	20
Taseen loppusumma	217	213	229	235	247

Kvartaaliennusteet

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	H1'17	H2'17	2017	H1'18e	H2'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	60,7	38,9	42,1	81,0	30,5	38,6	69,1	87,4	88,7
Varainhoito	37,1	23,9	30,7	54,6	23,4	27,8	51,2	60,5	59,4
Rahoitus	12,3	11,7	9,5	21,2	7,7	8,5	16,3	18,0	20,2
Muu	11,0	2,6	0,9	3,4	-1,8	0,8	-1,0	1,5	2,0
Energia	0,3	0,8	1,0	1,8	1,1	1,5	2,6	7,4	7,1
Käyttökate	17,7	16,2	12,1	28,3	7,2	13,1	20,3	36,2	34,2
Poistot ja arvonalennukset	-1,4	-0,6	-0,7	-1,3	-0,6	-0,6	-1,2	-4,3	-3,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	16,3	15,6	11,4	27,0	6,6	12,5	19,1	31,9	30,9
Liikevoitto	16,3	15,6	11,4	27,0	6,6	12,5	19,1	31,9	30,9
Varainhoito	6,2	7,9	8,8	16,6	7,1	9,9	17,1	23,4	20,2
Rahoitus	4,6	7,9	6,0	13,9	3,5	4,3	7,9	9,2	12,0
Muu	6,4	0,5	-2,5	-2,0	-3,4	-1,0	-4,5	-2,4	-2,1
Energia	-0,9	-0,7	-0,9	-1,5	-0,7	-0,7	-1,4	1,7	0,8
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	16,3	15,8	11,8	27,6	7,0	13,1	20,1	32,7	31,9
Verot	-3,6	-3,1	-2,8	-5,8	-1,5	-2,8	-4,2	-6,4	-6,2
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,1
Nettotulos	12,8	12,7	9,0	21,8	5,5	10,4	15,9	26,0	25,6
EPS (oikaistu)	0,45	0,45	0,32	0,77	0,19	0,37	0,77	0,56	0,90
EPS (raportoitu)	0,66	0,51	0,36	1,55	0,19	0,37	0,56	0,92	0,88
Tunnusluvut	2016	H1'17	H2'17	2017	H1'18e	H2'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	4,0 %	15,5 %	55,9 %	33,5 %	-21,7 %	-8,3 %	-14,7 %	26,5 %	1,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-18,6 %	33,0 %	147,3 %	65,3 %	-58,0 %	9,8 %	-29,3 %	67,3 %	-3,3 %
Käyttökate-%	29,2 %	41,5 %	28,8 %	34,9 %	23,5 %	34,0 %	29,3 %	41,4 %	38,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	26,9 %	40,1 %	27,1 %	33,3 %	21,5 %	32,4 %	27,6 %	36,5 %	34,8 %
Nettotulos-%	21,0 %	32,7 %	21,4 %	26,9 %	18,0 %	26,8 %	23,0 %	29,8 %	28,8 %

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 esittäjensä 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 esittäjensä 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 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 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 prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten 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) 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 nousuvara 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 laiteen analytiikan palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Analyytikko Sauli Vilénillä on 5.7.2017 saadun ilmoituksen mukaan yli 50.000 euron omistus kohdeyhtiössä Taaleri Oyj

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 sijoittajailaisuusien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa tutkimuksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositushistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
23/08/2013	Vähennä	3,50 €	3,70 €
30/08/2013	Vähennä	3,50 €	3,70 €
20/11/2013	Lisää	4,00 €	3,80 €
20/01/2014	Vähennä	5,00 €	5,40 €
28/02/2014	Lisää	5,50 €	5,10 €
25/08/2014	Lisää	5,50 €	4,90 €
30/09/2014	Lisää	6,00 €	5,80 €
15/12/2014	Lisää	6,50 €	5,90 €
19/02/2015	Vähennä	8,50 €	9,02 €
10/03/2015	Lisää	9,00 €	7,70 €
11/06/2015	Lisää	9,00 €	7,70 €
20/08/2015	Lisää	10,00 €	8,90 €
11/01/2016	Lisää	10,00 €	8,42 €
25/02/2016	Lisää	10,00 €	8,72 €
30/03/2016	Osta	11,00 €	9,05 €
30/05/2016	Osta	11,00 €	9,30 €
26/08/2016	Lisää	10,00 €	8,85 €
16/09/2016	Lisää	10,00 €	8,70 €
28/02/2017	Lisää	9,00 €	8,07 €
26/05/2017	Lisää	9,00 €	8,15 €
04/07/2017	Osta	11,00 €	9,30 €
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 €	9,75 €

Inderes



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 100 kotimaista pörssi-yhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi