

# Taaleri

## Laaja raportti

16.4.2023 15:15



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



**Kasper Mella**  
+358 45 6717 150  
kasper.mella@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Toiminnan ylösajo ja taseen siivous jatkuvat

Taaleri on edistynyt strategiassaan hyvin viimeisen kahden vuoden aikana. Lähivuosien fokus on edelleen Pääomarahastojen ylösajossa sekä taseen ylikapitalisaation purkamisessa. Pidämme myös hyvin mahdollisena, että yhtiö vauhdittaa Pääomarahastojen kasvua yrityskaupoilla. Lähivuosien tulos nojaa vahvasti kertatuottoihin, mutta myös jatkuvan toiminnan kannattavuuden pitäisi parantua selvästi 2026 kohti mentäessä. Osakkeen arvostus on linjassa kaikkien soveltamiemme arvostusmenetelmien kanssa ja pidämmekin osaketta oikein hinnoiteltuna. Näin ollen toistamme 11,0 euron tavoitehintamme ja vähennä-suosituksemme.

## Vaihtoehtoihin sijoitustuotteisiin keskittyvä tuotetalo

Taaleri on uusiutuvaan energiaan ja vaihtoehtoihin omaisuuslajeihin keskittynyt pääomarahastotalo, minkä lisäksi konserniin kuuluu myös Vakuutusosakeyhtiö Garantia. Yritysjärjestelyt ovat olleet historiassa keskeinen osa yhtiön tarinaa ja viimeinen isompi järjestely nähtiin maaliskuussa 2021 kun Taaleri myi Varainhoitoliiketoimintansa Aktialle. Varainhoitoliiketoiminnan myynnin jälkeen Taaleri muutti strategiaansa merkittävästi ja keskittyi 2021 lanseeratussa strategiassaan vaihtoehtoihin sijoitustuotteisiin ja impaktisijoittamiseen. 2021–2023 strategiakauden kulmakivet ovat olleet: kasvu vaihtoehtoisissa sijoitustuotteissa, fokus ja rönsyjen karsiminen sekä kulu- ja pääomatehokkuus. Aiemmasta poiketen strategia ei enää sisällä opportunistisia yritysjärjestelyjä ydinliiketoiminnan ulkopuolella. Garantia on muusta strategiasta varsin erillinen palanen, mistä kertoo myös sen luokittelu strategiseksi sijoitukseksi. Strategian toteutus on sujunut pääosin mallikkaasti ja Uusiutuvan energian sekä Bioteollisuuden ylösajo on sujunut hyvin. Myös tasetta on saatu siivottua. Ainoa merkittävä epäonnistuminen on ollut yhtiön kiinteistörahastoliiketoiminta, jota Taaleri ei ole kyennyt saamaan kasvuun. Vaikka tasetta onkin siivottu, on se edelleen selvästi ylikapitalisoitunut ja yhtiö etsii aktiivisesti yritysostokohteita kiihdyttääkseen pääomarahastojen kasvua. Lisäksi odotamme yhtiön jatkuvan taseen purkamista myös lisäosingoilla.

## Kertatuotot näyttelevät pääroolia lähivuosien tuloksessa, kestävä tulosparannus vie aikaa

Olemme tehneet ennusteisiimme paljon pieniä muutoksia, mutta iso kuva on säilynyt ennallaan. Odotamme yhä 2023 tuloksen painopisteen olevan vahvasti kertaluontoisiksi tulkittavissa tuotoissa (sijoitukset ja myyntivoitot). 2024–2026 jatkuviin palkkioihin pohjautuvan kannattavuuden pitäisi alkaa parantua selvästi, kun Pääomarahastot nousevat asteittain voitolle Energian vetämänä ja Garantian vakuutustekninen tulos kasvaa. Huomautamme kuitenkin, että pääomarahastojen jatkuviin palkkioihin pohjautuva kannattavuus on vaisulla tasolla myös 2024–2025 johtuen etenkin Muiden pääomarahastojen haasteista. Yhtiön arvon kannalta keskeiset ajurit seuraavalla strategiakaudella ovat näkemyksemme mukaan AUM:n ja jatkuvien palkkioiden kasvu, jatkuviin palkkioihin pohjautuvan kannattavuus, Garantian vakuutustekninen suorittaminen ja rahastojen performanssi.

## Osakkeen arvostus linjassa osien summan ja muiden arvostusmenetelmien kanssa

Keskitymme analyysissämme etenkin osien summaan, sillä se huomioi parhaiten Taalerin osissa olevan arvon ja liiketoimintojen erilaiset profiilit. Osien summan mukainen arvomme on hieman yli 11 euroa osakkeelta, mikä on linjassa tavoitehintamme kanssa. Emme pidä enää perusteltuna hinnoitella Taaleria alle sen osien summan, kun niissä olevan arvon purkautumiseen on selkeät askelmerkit ja yhtiö on sitoutunut arvon purkamiseen. Korkeampi osien summa vaatisi taakseen joko 1) Pääomarahastojen odotuksia parempaa tuloskehitystä, 2) rakennejärjestelyjä tai 3) Garantian nopeampaa kasvua. Verrokkianalyysi, absoluuttiset kertoimet sekä DCF-mallimme tukevat nykyistä tavoitehintamme, vaikka emme annakaan niille oleellista painoa.

## Suositus

### Vähennä

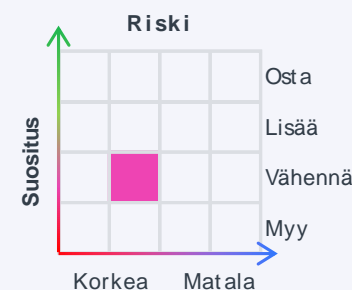
(aik. Vähennä)

11,00 EUR

(aik. 11,00 EUR)

### Osakekurssi:

10,42



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	63,2	66,2	72,7	60,6
<b>kasvu-%</b>	-9 %	5 %	10 %	-17 %
<b>EBIT oik.</b>	27,4	26,3	33,8	21,0
<b>EBIT-% oik.</b>	43,3 %	39,8 %	46,4 %	34,5 %
<b>Nettotulos</b>	20,6	19,3	25,9	15,9
<b>EPS (oik.)</b>	0,73	0,67	0,88	0,53

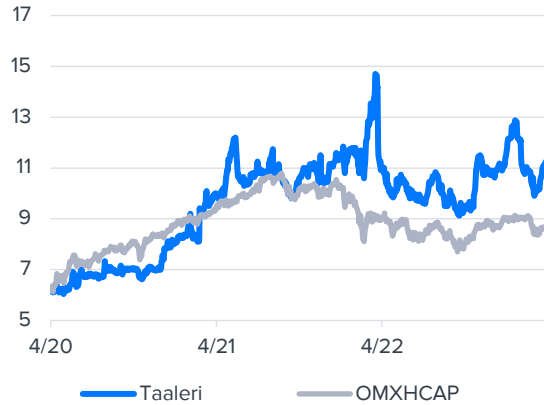
<b>P/E (oik.)</b>	17,6	16,8	12,8	21,0
<b>P/B</b>	1,8	1,6	1,6	1,6
<b>Osinkotuotto-%</b>	5,5 %	6,9 %	7,3 %	7,5 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	12,1	10,4	7,5	12,2
<b>EV/EBITDA</b>	11,6	10,2	7,4	11,8
<b>EV/Liikevaihto</b>	5,2	4,1	3,5	4,2

Lähde: Inderes

## Ohjeistus

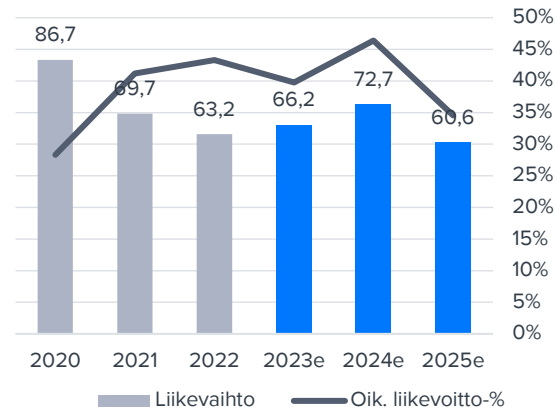
(Ei ohjeistusta)

## Osakekurssi



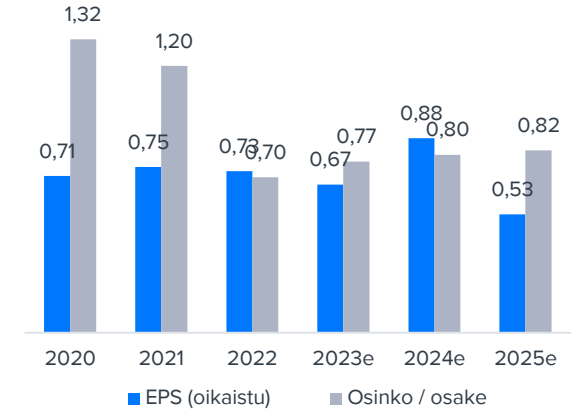
Lähde: Millstream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Energian skaalautuminen
- Muiden Pääomarahastojen ylösajo
- Garantian kannattava kasvu
- Taseen tehokkaampi käyttö
- Yritysjärjestelyt
- Rahastojen tuottopalkkiot



### Riskitekijät

- Rahastojen sijoitustoiminnassa onnistuminen
- Muiden pääomarahastojen ylösajon onnistuminen
- Kulujen skaalautuvuus ja kulutehokkuuden parantuminen
- Garantian takausriskit

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
<b>Osakekurssi</b>	10,4	10,4	10,4
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	29,0	29,6	29,9
<b>Markkina-arvo</b>	302	302	302
<b>Yritysarvo (EV)</b>	251	231	233
<b>P/E (oik.)</b>	15,7	11,9	19,6
<b>P/E</b>	15,7	11,9	19,6
<b>P/Kassavirta</b>	7,4	7,0	13,0
<b>P/B</b>	1,5	1,5	1,5
<b>P/S</b>	4,6	4,1	5,0
<b>EV/Liikevaihto</b>	3,8	3,2	3,8
<b>EV/EBITDA (oik.)</b>	9,3	6,8	10,7
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	9,5	6,8	11,1
<b>Osinko/tulos (%)</b>	115,6 %	91,4 %	153,9 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	7,4 %	7,8 %	8,1 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>6–7</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>8–10</b>
Segmentit: Pääomarahastot	<b>11–16</b>
Segmentit: Garantia	<b>17–21</b>
Segmentit: Muut	<b>22</b>
Toimiala	<b>23–27</b>
Sijoitus- ja riskiprofiili	<b>28–29</b>
Taloudellinen tilanne	<b>30–31</b>
Ennusteet	<b>32–37</b>
Arvonmääritys	<b>38–43</b>
Liitteet	<b>44–48</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>49</b>

# Taaleri lyhyesti

Taaleri on pohjoismainen pääomarahastoyhtiö, joka keskittyy uusiutuvaan energiaan ja muihin vaihtoehtoisin sijoituksiin.

**2007**

Perustamisvuosi

**2013/2016**

Listautuminen First Northiin/Helsingin pöörille

**61,0 MEUR**

Liikevaihto 2022

**27,4 MEUR (45 % lv:sta)**

Liikevoitto 2022

**2,5 mrd. euroa**

Hallinnoitavat varat 2022 lopussa

**106**

Henkilöstö 2022 lopussa

## Aktiivisia järjestelyjä (2013–2015)

Listautuminen First North-markkinapaikalle 4/2013

Finsilva-hankinta 6/2014

Garantian hankinta 3/2015

Pääomarahasto-liiketoiminnan voimakas kasvattaminen

Finsilva-osuuden myynti 4/2015

Lainaamon myynti Fellow Financelle, Taaleri vähemmistöomistajaksi 5/2015

## Energian perustaminen (2016–2020)

Pöörille 4/2016

Lopun Finsilva-osuuden myynti 3/2016

Energia-liiketoiminnan perustaminen 2016 ja ylösajo

Garantian vahva operatiivinen kehitys

RaVa-ryhmittymä aiheuttaa ongelmia pääomavaatimusten kanssa

Varainhoidon krooniset kannattavuushaasteet

## Nykyinen strategiakausi (2021–2023)

Varainhoitoliiketoiminnan myynti Aktialle 120 MEUR:n velattomalla kauppahinnalla 2021

Uusi strategia ja taloudelliset tavoitteet

Taalerista tulee uusiutuvaan energiaan ja vaihtoehtoisin sijoitustuotteisiin keskittynyt tuotetalo

RaVa-ryhmittymä lakkaa

Merkittävän ylikapitalisaation purkaminen voitonjaon kautta

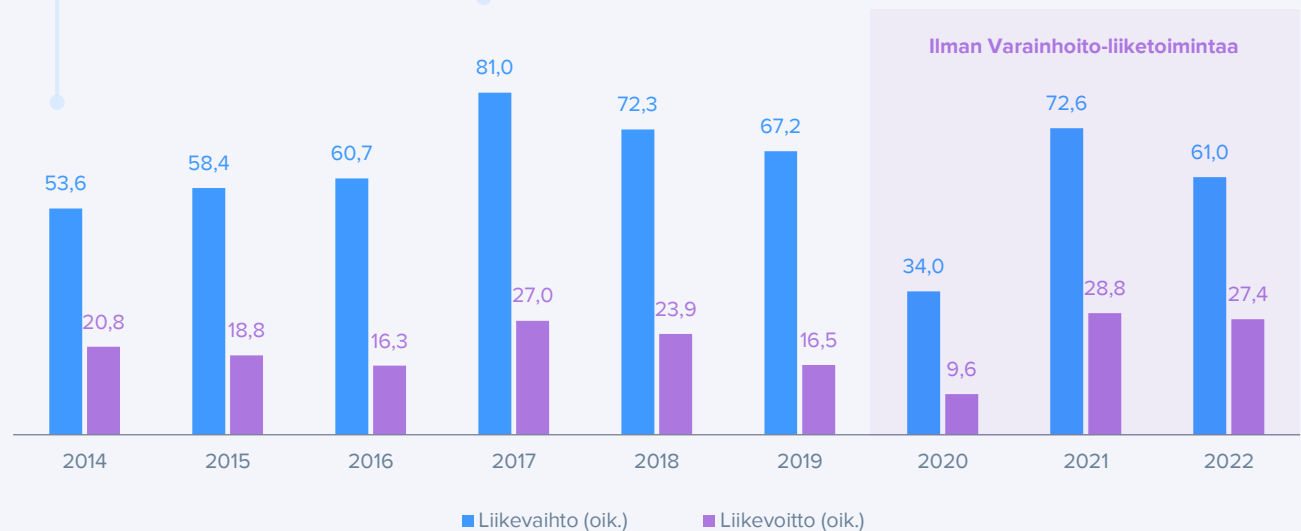
## Fokus skaalautumisessa (2024–)

Seuraavalla strategiakaudella Taalerin fokus tulee olemaan Pääomarahastotoiminnan skaalautumisessa sekä kannattavuusparannuksessa

Taseessa edelleen ylimääräistä pääomaa, jota tullaan purkamaan, kun sijoitussalkusta vapautuu pääomaa

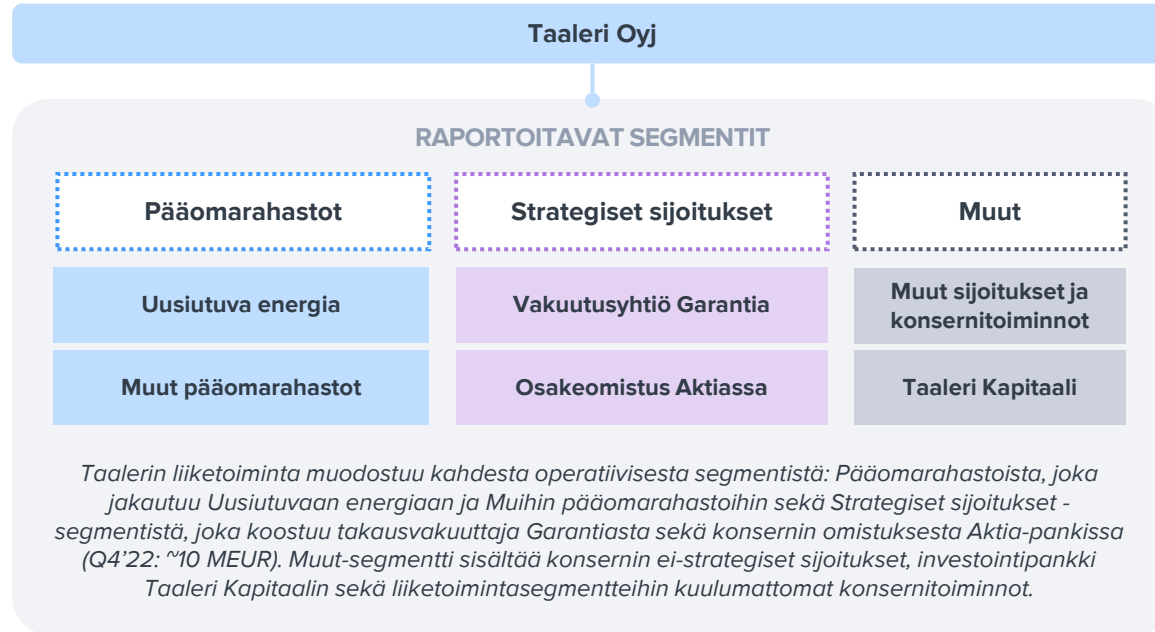
Yhtiö etsii aktiivisesti yritysostokohteita Pääomarahastojen kasvun kiihdyttämiseksi

Pitkällä aikavälillä pidämme edelleen todennäköisenä, ettei Garantia ole osa Taaleria



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

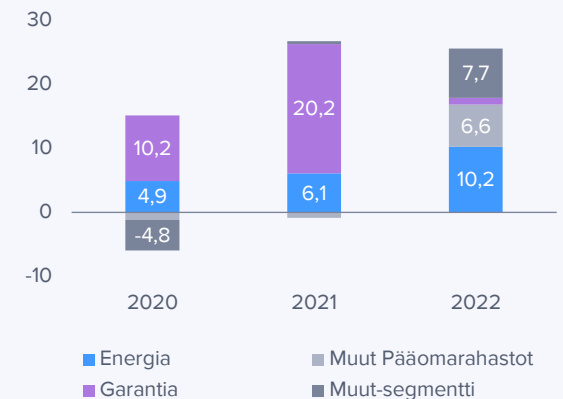
Taaleri on vuonna 2007 perustettu uusiutuvaan energiaan ja vaihtoehtoisiin omaisuuslajeihin keskittynyt pääomarahastotalo. Lisäksi konserniin kuuluu vakuutusyhtiö Garantia. Yritysjärjestelyt ovat olleet historiassa keskeinen osa Taalerin sijoittajatarinaa, ja viimeisin merkittävä järjestely nähtiin maaliskuussa 2021, kun konserni myi Varainhoitoliiketoimintansa Aktialle.



## TAALERI

Suurimmat osakkeenomistajat 3/2023	%
Veikko Laine Oy	11,46 %
Hermitage Oy Ab	10,30 %
Elomaa Juhani	6,33 %
Haaparinne Karri Erik	5,12 %
Vakuutusosakeyhtiö Henki-Fennia	5,08 %
Swiss Life Luxembourg S.A.	2,59 %
Mathur Ranjit	1,81 %
Lampinen Petri Juhani	1,65 %
AC Invest Five B.V.	1,41 %
Lombard International Assurance S.A	1,16 %
<b>10 suurinta omistajaa yhteensä</b>	<b>46,9 %</b>

### Liikevoitto segmenteittäin (MEUR)



# Keskeisimmät yritysjärjestelyt Taalerin historiassa

Yritysjärjestely	Vuosi	Järjestely lyhyesti	Vaikutus
	2015–2016 & 2022	<p>Taaleri hankki kesällä 2014 39,5 %:n omistuksen Finsilvasta 65 MEUR:lla. Osakkeet myytiin 2015–2016 Dasoksen pääomarahastolle sekä Eteralle. 2022 Taaleri kirjasi vielä +6 MEUR:n lisäkauppahinnan.</p>	Järjestelyn kokonaistuotto erinomainen, > 35 MEUR.
	2015	<p>Garantian hankinta työeläkeyhtiöltä edullisella 60 MEUR:n kauppahinnalla (P/E 8x ja P/B 0,7x).</p>	<p>Taaleri teki Garantiaan kaupan jälkeen 27 MEUR:n ylöskirjauksen ja yhtiön arvo on kasvanut tämän jälkeen Taalerin omistuksessa merkittävästi. Garantia on maksanut Taalerille 2015–2023 välillä osinkoja 58 MEUR. Kauppa on ollut Taalerille erinomainen.</p>
	2015 & 2018 & 2022	<p>Taaleri osti 2015 38,4 %:n osuuden Fellow Financesista ja nosti omistuksensa 45,7 %:iin vuonna 2018. 2022 Fellow Finance fuusioitui Evli Pankin kanssa ja vaihtoi nimensä Fellow Pankiksi.</p>	<p>FP:n kehitys on ollut IPO:n jälkeen hyvin heikkoa, mutta Taalerille sijoitus on silti ollut hyvä, sillä Taaleri myi merkittävästi omistustaan listautumisen yhteydessä.</p>
	2016	<p>Taalerin Pääomarahastot-liiketoiminnan vähemmistöjen (25 %) lunastus 12 MEUR:lla (EV 48 MEUR).</p>	<p>Kauppahinta vastasi matalaa 2015 EV/EBIT-kerrointa 7x, joka oli selvästi alle Taalerin oman arvostuksen.</p>
	2021	<p>Taaleri myi kroonisista kannattavuushaasteista kärsineen Varainhoitoliiketoimintansa Aktialle 120 MEUR:n velattomalla kauppahinnalla, mikä muutti liiketoimintarakennetta merkittävästi. Kaupan jälkeen Taaleri uudisti strategiansa ja siitä tuli käytännössä pääomarahastoihin keskittyvä tuotetalo.</p>	<p>Varainhoidon heikkoon tulokuntoon nähden kauppahinta oli hyvä, mutta täyteen tulospotentiaaliin nähden varsin edullinen (Aktian synergioilla EV/EBIT 7x). Olemme kuitenkin skeptisiä, että Taaleri olisi omin avuin saanut Varainhoidon tulospotentiaalin esiin.</p>

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

## Strategia

### Strategia on ensi kertaa yhtiön historiassa selkeä

Taaleri julkaisi Aktia-kaupan jälkeen kaudelle 2021–2023 päivitetyn strategian, jonka kulmakivet ovat:

- Kasvu vaihtoehtoisissa sijoitustuotteissa (AUM +3 mrd. euroa 2023 loppuun mennessä)
- Fokus ja rönsyjen karsiminen
- Kulutehokkuus
- Pääomatehokkuus

Strategiassa fokus on Pääomarahastojen kehityksessä eikä aiemmasta poiketen enää sisällä opportunistisia yritysjärjestelyjä ydinliiketoiminnan ulkopuolelle. Garantia on strategiasta varsin erillinen palanen, mistä kertoo myös sen luokittelu strategiseksi sijoitukseksi.

Näkemyksemme mukaan nykyinen strategiakausi on Taalerille eräänlainen rakennusvaihe, sillä yhtiö keskittyy Pääomarahastoliiketoimintansa ylösajoon. Keskiössä onkin ennen kaikkea liiketoiminnan kasvu kannattavuuden näytellessä sivuroolia.

### Strategian edistyminen

Taalerin nykyinen strategiakausi alkaa lähestyä loppuaan, ja näkemyksemme mukaan yhtiö on onnistunut strategian toteuttamisessa kohtuullisen hyvin. Kasvun osalta yhtiön AUM oli 2022 lopussa 2,5 miljardia euroa ja uuden SolarWind 3 -rahaston myötä 3 miljardin AUM-tavoite on saavutettavissa. Energian osalta yhtiö on mielestämme onnistunut erittäin hyvin, sillä rahastojen kehitys on ollut erinomaista ja uusmyynti on kehittynyt hyvin. Myös Bioteollisuuden lähtö on ollut lupaava ensimmäisen rahaston ylittäessä tavoitekokonsa kirkkaasti.

Vastaavasti Kiinteistöjen osalta yhtiöllä on ollut todella hankalaa ja omaisuusluokan kehitys on jäänyt odotuksista. Kiinteistöjen uusmyynti on ollut hyvin vaisua ja Taaleri on lanseerannut strategiakaudella vain yhden uuden rahaston (Asunto 8). Näkemyksemme mukaan keskeiset tekijät pettymyksen taustalla ovat olleet Aktia-yhteistyön odotuksia pienempi vaikutus uusmyyntiin sekä yhtiön kyvyttömyys luoda erottuvia tuotteita vahvasti kilpaillussa markkinassa. Aktia-yhteistyön odotuksia vaisumpi kehitys alleviivaa mielestämme tarvetta oman myyntivoiman kasvattamiseksi. Myös Infra-liiketoiminnan lanseerauksessa yhtiö epäonnistui ja pienimuotoiseksi jäänyt toiminta ajettiin alas 2022.

Pääomatehokkuuden osalta yhtiö on irtaantunut osasta ei-strategisia sijoituksiaan ja palauttanut ylimääräistä pääomaa omistajilleen. Yhtiön tase on edelleen reilusti ylikapitalisoitunut ja taseen purkamistalkoot tulevat jatkumaan myös seuraavalla strategiakaudella.

Varainhoidon myynnin jälkeen yhtiö on tehostanut toimintaansa ja parantanut kulutehokkuuttaan selvästi. Kulutaso on nyt mielestämme saatu oikealle tasolle, ja seuraava happotesti tulee olemaan kulutason skaalautumisen onnistuminen liikevaihdon lähtiessä selvään kasvuun tulevina vuosina. Taaleri on myös toteuttanut strategiaansa varsin kurinalaisesti, mikä ei ole historiassa ollut yhtiölle tyyppillistä.

Taaleri tulee lanseeraamaan päivitetyn strategiansa todennäköisesti H2'23 aikana nykyisen kauden tullessa päätökseen. Arviomme mukaan uusi strategia ei tule aiheuttamaan suurempia muutoksia ja fokus on edelleen Pääomarahastoliiketoiminnan kasvattamisessa sekä pääomatehokkuudessa.



### Inderesin kommentit Taalerin strategian etenemisestä

#### + Plussat

- Strategiaa on toteutettu kurinalaisesti
- Kulutaso on saatu järjkeväille tasolle
- Energian kehitys on ollut vakuuttavaa
- Yliomavaraista tasetta purettu selvästi
- Garantia on kehittynyt erittäin hyvin ja palauttaa Taalerille merkittäviä pääomia

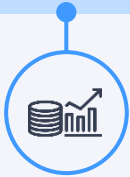
#### - Miinukset

- Aktian jakelu-yhteistyön tulokset ovat olleet vaisuja
- Oma jakeluvoima Energian ulkopuolella edelleen heikko
- Kiinteistöliiketoiminnan ylösajo on kehittynyt heikosti
- Vaikka pääomatehokkuus on parantunut, säilytase raskaana Garantian ollessa osa konsernia
- Yhtiön osilla ei oleellista strategista yhteensopivuutta ja ne olisivat todennäköisesti arvokkaammat erillisinä



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

## Taalerin nykyisen strategian kulmakivet



### Jatkuvien tuottojen ja hallinnoitavien varojen kasvu

- Uudet rahastot ja rahastojen kokoluokkien kasvu
- Oman jakelun rakentaminen ja jakeluyhteistyön kehittäminen Aktian kanssa



### Erinomaiset sijoitustuotot

- Arvonluontistrategioihin nojaavana managerina Taalerin on pakko pystyä tekemään rahastoillaan systemaattisesti hyviä tuottoja



### Taseen tehokkaampi käyttö

- Yhtiön tase on edelleen selvästi ylikapitalisoitunut ja sitä halutaan saada tehokkaampaan käyttöön
- Tasetta puretaan voitonjaon sekä mahdollisen M&A:n avulla



### Kulutehokkuuden parantaminen

- Kulutehokkuutta pitää pystyä edelleen parantamaan

## Inderesin kommentit Taalerin strategisista painopistealueista

- Taalerin tulee lanseerata jatkuvasti uusia tuotteita.
- Tuotteiden kokoluokkia pitää myös systemaattisesti pystyä kasvattamaan, jotta tuotekohtainen kannattavuus nousee hyvälle tasolle.
- Taalerin tulee vahvistaa omaa jakeluaan, sillä Aktia-yhteistyö ei ole toiminut odotetulla tavalla. Myös Aktia-yhteistyö olisi ensiarvoisen tärkeä saada toimimaan nykyistä paremmin.

- Polarisaatio hyvien ja huonojen managerien välillä tulee jatkumaan, ja Taalerin on pakko lunastaa paikkansa parhaiden managerien joukossa.
- Suurin todistustaakka yhtiöllä on Muissa pääomarahastoissa, jotka ovat pääosin vielä rakennusvaiheessa. Energian osalta yhtiöllä on jo vahva track-record.
- Hyvät tuotot tukevat liiketoiminnan kasvua tuotekokojen ja hinnoitteluvoiman kautta sekä tarjoavat merkittävää potentiaalia tuottosidonnaisiin palkkoihin.

- Taseen suhteen ollaan selvästi aiempaa kurinalaisempia, ja mikäli strategiaan sopivia M&A-kohteita ei löydy, tullaan ylimääräiset varat palauttamaan Taalerin omistajille.
- Taseen siivous tulee jatkumaan myös seuraavalla strategiakaudella, sillä ei-strategisia sijoituksia jää vielä reippaasti taseeseen 2023 jälkeen.

- Yhtiö on onnistunut parantamaan historiassa heikkoa kulutehokkuuttaan nykyisen strategiakauden aikana.
- Seuraavaksi kulutehokkuus pitää saada skaalautumaan liikevaihdon lähtiessä kasvuun.

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

## Taloudelliset tavoitteet

### Tavoitteet ovat realistiset

**Jatkuvien palkkioiden kasvutavoite** on Taalerin sijoitustarinan kannalta täysin keskeisessä roolissa, sillä liikevaihdon kasvu on edellytyksenä kannattavuuden parantumiselle. Pääomarahastojen osalta 15 %:n kasvu on mielestämme hyvin saavutettavissa, kunhan yhtiö 1) onnistuu tuomaan markkinalle uusia tuotteita, 2) tuotteiden laatu säilyy korkeana, 3) yhtiö vahvistaa jakeluvoimaansa ja 4) markkinatilanne säilyy vähintään kohtuullisena.

Garantian emme puolestaan usko yltävän konsernin 15 %:n kasvutavoitteeseen, sillä OP-yhteistyön tuoma kasvuloikka on arviomme mukaan suurilta osin saavutettu. Näin ollen kasvutavoitteen saavuttaminen lepää käytännössä Pääomarahastojen harteilla ja konsernitasolla 15 %:n vuotuinen kasvutavoite on haastava.

**Kannattavuustavoite** on mielestämme varsin vaatimaton, ja Garantian erinomainen kannattavuus (liikevoitto +60 %) huomioiden tavoitetason saavuttamiseen riittää käytännössä nollatulos muiden toimintojen osalta. Arviomme mukaan 25 %:n tavoite onkin eräänlainen minimitaso nykyisellä strategiakaudella, jossa fokus on uuden rakentamisessa ja taseen siivouksessa. 25 %:n taso on saavutettavissa pelkällä operatiivisella toiminnalla eikä se vaadi merkittäviä tuottosidonnaisia palkkioita tai sijoitustuottoja. Yhtiö onkin ylittänyt tavoitteensa kirkkaasti vuosina 2021 ja 2022 (todennäköisesti myös 2023) osalta ja näkemyksemme mukaan

yhtiön tulisi nostaa tavoitetasoa uudella strategiakaudella. Lisäksi yhtiön tulisi ohjeistaa segmenttikohtaisia kannattavuuksia, sillä konsernitason kannattavuus toimii mittarina sangen heikosti liiketoimintojen luonteiden ollessa hyvin erilaisia. Lisäksi IFRS 17 -muutos tulee kasvattamaan Garantian tuloksen volatilitteettia, mikä entisestään heikentää konsernitason kannattavuusmittarin käytettävyyttä.

**Oman pääoman tuoton** tavoite heijastelee yhtiön ylikapitalisoitunutta tasetta ja toisaalta Garantian paljon pääomaa sitovaa luonnetta. Mielestämme 15 %:n tason saavuttaminen kestävästi on realistinen vasta nykyisen strategiakauden jälkeen, ja tämä vaatii taakseen taseen merkittävää keventämistä sekä pääomarahastosegmentin kestäväää tulosparannusta. Huomautamme myös, että Garantian ollessa osana konsernia, ei yhtiön potentiaali ole juuri tätä korkeampi. Odotamme yhtiön toistavan 15 %:n tavoitteensa myös seuraavalla strategiakaudella ja pidämme tavoitetta konsernin kannalta käyttökelpoisena sen huomioidessa liiketoimintojen erilaiset luonteet.

**Osingonjakotavoite** on mielestämme perusteltu Taalerille myös seuraavalla strategiakaudella. Taseen tyhjennys on edelleen kesken ja Pääomarahastot ovat edelleen voimakkaan kasvun vaiheessa, mihin voi kuulua myös yrityskauppoja. Nykyinen voitonjakopolitiikka jättääkin Taalerille hyvin liikkumavaraa strategian toteutusta varten. Seuraavan strategiakauden jälkeen odotamme yhtiön voitonjakotavoitteen siirtyvän lähemmäs toimialan keskiarvoa (yleensä +70 %).



## Taloudelliset tavoitteet

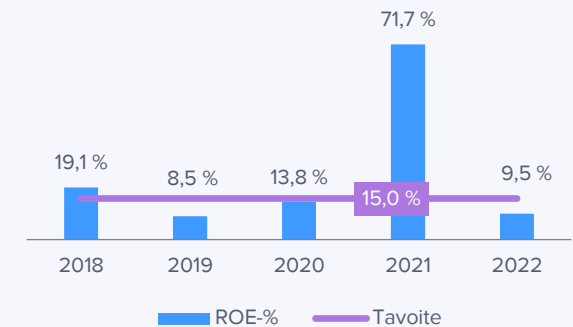
### Taalerin taloudelliset tavoitteet 2021–2023:

- Jatkuvien palkkioiden kasvu **> 15 % p.a.**
- Liikevoittomarginaali **> 25 %**
- Oman pääoman tuotto (ROE) **> 15 %**
- Vähintään **50 % tuloksesta jaetaan osinkona**, minkä lisäksi ylimääräinen pääoma palautetaan omistajille

### Inderesin ennusteet 2021–2023e:

- Pääomarahastojen jatkuvat palkkiot **+12 % p.a.**
- Garantian jatkuvat palkkiot **+2 % p.a.**
- Oikaistu liikevoittomarginaali keskimäärin **~45 %**
- Oikaistu ROE keskimäärin **11 %**
- Osingot yhteensä **2,7 euroa per osake**

### Oman pääoman tuotto



Huom: ROE eroaa hieman Taalerin raportoimista luvuista eri laskentamallin johdosta

# Pääomarahastot 1/4

## Konsernin ydinliiketoiminta

Varainhoidon myynnin jälkeen Taalerin Pääomarahastoliiketoiminta on keskittynyt puhtaasti vaihtoehtoisiin omaisuusluokkiin. Yhtiö fokusoi vaihtoehtoisissa sijoituksissa ns. impaktisijoituksiin, joilla tavoitellaan taloudellisen lisäarvon lisäksi myös positiivista vaikutusta ympäröivään yhteiskuntaan (mm. ilmastonmuutoksen torjunta).

Vuoden 2022 lopussa Taalerin hallinnoitavat pääomat olivat noin 2,5 mrd. euroa ja näistä saatavat jatkuvat palkkiot 21 MEUR. Hallinnoitavasta varallisuudesta saatava keskimääräinen palkkiotaso on terve noin 1%. Pääomarahastoliiketoiminnalle tyypillisesti kertatuottojen osuus voi olla hyvin merkittävä ja kertatuotot tulevat yleensä hyvin jälkipainotteisesti rahaston elinkaaren lopussa. 2022 Taaleri kirjasi tuottopalkkioita 19,4 MEUR pääosin vanhemmista rahastoistaan (suurimmat Tuuli 2 & 3 sekä Ficolo). Lisäksi Taaleri kirjaa segmentin liikevaihtoon myös näihin sijoitusalueisiin kuuluvat oman taseen sijoitusten tuotot. 2022 niitä kirjattiin 2,5 MEUR pääosin Fintoilista.

Taalerilla on kolme sijoitusalueita: Energia, Kiinteistöt ja Bioteollisuus. Lisäksi yhtiöllä on sekalainen joukko vanhoja rahastoja, joita kutsumme PE-rahastoiksi. PE-rahastot eivät ole enää yhtiön strategian keskiössä ja nämä rahastot tulevat ajan myötä poistumaan hallinnoitavasta varallisuudesta. Sijoitusalueista Energia on ylivoimaisesti suurin.

Taaleri itse jakaa raportoinnissaan rahastoliiketoimintansa Energiaan ja Muihin pääomarahastoihin (Bio, Kiinteistöt ja PE). Lisäksi Taaleri raportoi Pääomarahastojen alla niihin liittyvät strategiset sijoitukset (2022: 28 MEUR). Käytännössä nämä sijoitukset ovat sijoituksia joko yksittäisiin kohteisiin (esim. Teksasin tuulipuisto tai Fintoil) tai

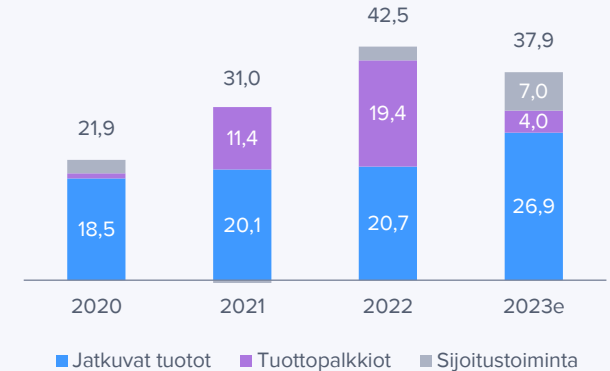
suoria sijoituksia yhtiön omiin rahastoihin. Näitä ei ole tarkoitus myydä ei-strategisten sijoitusten tapaan ja Taaleri tulee vastaavia sijoituksia tekemään myös jatkossa. Arviomme mukaan yhtiö tulee aktiivisesti tekemään suoria sijoituksia (esim. Fintoil) sekä laittamaan myös jatkossa omiin rahastoihinsa sijoitussitoumuksia, joiden määrä vastaa 1–2 % rahastoon kerättävistä pääomista.

Vaikka Energia ja Muut Pääomarahastot raportoidaan yhtenä segmenttinä, käsittelemme ne omissa analyysissämme erillisinä liiketoimintoina, sillä liiketoiminnoilla on hyvin vähän synergioita keskenään.

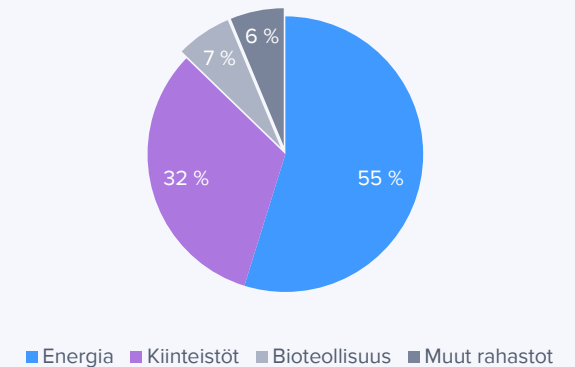
## Yhtiö tarvitsee lisää jakeluvoimaa

Aktia-kaupan yhteydessä Taaleri sopi Aktian kanssa strategisen yhteistyösopimuksen, jonka perusteella Aktia saa yksinoikeuden jaella Taalerin rahastoja yksityissijoittajille Suomessa. Arviomme mukaan Taalerin oma jakeluvoima on tällä hetkellä hyvin rajallinen. Tästä poikkeuksena on Energia, joka vastaa pitkälti omien tuotteidensa myynnistä pääkohderyhmän koostuessa isoista instituutioista (ns. Tier 1 -asiakkaat). Muiden Pääomarahastojen osalta pääkohderyhmä on arviomme mukaan pienemmät instituutiot ja etenkin yksityishenkilöt, ja näiden kohdalla Taaleri on hyvin riippuvainen Aktiasta. Aktia-yhteistyö ei ole näkemyksemme mukaan toiminut toivotulla tavalla ja siitä saadut tulokset ovat jääneet Bio 1 -rahastoa lukuun ottamatta vaisuiksi. Tämä on näkynyt etenkin kiinteistöliiketoiminnassa, jossa uusmyynti on ollut hyvin vaatimatonta. Taaleri on aloittanut oman jakelutoiminnan rakentamisen, mutta tämä on vielä alkuvaiheessa. Mielestämme suunta on kuitenkin oikea ja yhtiön tulisi vahvistaa omaa jakeluaan etenkin Tier 2/Tier 3 -tason instituutioihin.

## Palkkioiden jakauma (MEUR)



## AUM:n jakauma Q4'2022



# Pääomarahastot 2/4

## Uusiutuva energia

### Pääomarahastojen syömähämmas

Taaleri perusti Uusiutuva energia -sijoitusalueen 2016. Taaleri Energia kehittää, rakentaa, rahoittaa ja operoi energiahankkeita globaalisti. Sen fokus on täysin uusiutuvasa energiassa, etenkin aurinko- sekä tuulivoimassa, ja se työllistää 45 henkilöä. Taaleri omistaa Energiasta 79,2 % ja loppu omistuksesta on avainhenkilöillä. Omistusrakenne on tyypillinen vaihtoehtorahastojen hoitajalle.

Energian liikevaihto oli 25,8 MEUR vuonna 2022 ja näistä noin 60 % muodostui jatkuvista hallinnointipalkkioista. Loput noin 40 % koostui vanhojen tuulirahastojen tuottopalkkioista.

Energia hallinnoi tällä hetkellä neljää rahastoa (Aurinkotuuli 1, SolarWind 2, Tuulitehdas 2 ja Tuulitehdas 3). Lisäksi yhtiö hallinnoi yhtä tuulipuistomandaattia kansainväliselle sijoittajaryhmälle. Hallinnoitavaa varallisuutta sillä oli yhteensä noin 1,4 mrd. Luku sisältää myös vanhojen tuulirahastojen velkaosuudet.

Energia on ollut perustamisestaan asti ylösjavaiheessa ja jatkuviin palkkioihin perustuva liiketoiminta on ollut heikosti kannattavaa huomattavista etupainotteisista panostuksista johtuen. Vuoden 2022 lopulla yhtiö lanseerasi kauan odotetun SolarWind 3 -rahaston, jonka tulisi vihdoin nostaa segmentin jatkuviin tuloihin pohjautuva kannattavuus selvästi voitolliseksi. Huomautamme, että toimialalle tyypillisesti tuottosidonnaiset palkkiot näyttelevät merkittävää roolia tuloksen muodostumisessa. Sijoitustoiminnan onnistuessa ovat tuottopalkkiot kuitenkin luonteeltaan verrattain jatkuvia.

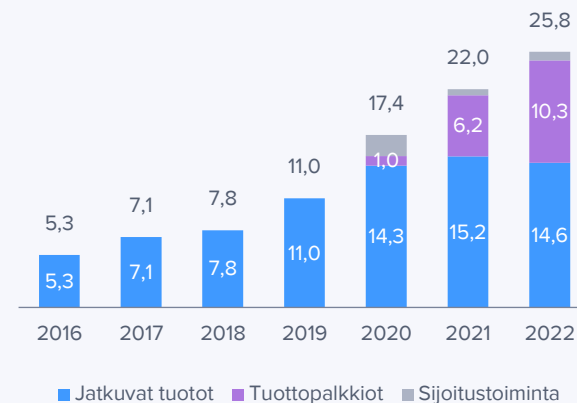
## Ennusteet

Energian osalta askelmerkit vuoteen 2023 ovat hyvin selkeät, sillä yhtiön täytyy onnistua SolarWind 3 -rahaston (SW3) uusmyynnissä ja todistaa liiketoimintansa skaalautuvuus. Yhtiö tulee tekemään SW3-rahaston ensimmäisen sulkemisen H1'23 aikana ja rahaston lopullinen tavoitekokoo on ~700 MEUR. Pidämme tavoitetta realistisena, sillä tiimin näytöt ovat vahvat ja uusiutuva energia on yksi tämän hetken kuumimmista sijoituskohteista. Odotamme yhtiön yltävän 250 MEUR:n uusmyyntiin ensimmäisen sulkemisen yhteydessä. Mielestämme suunnilleen tämän tason myynti vaaditaankin, jotta rahaston tavoitekokoa voidaan pitää realistisena.

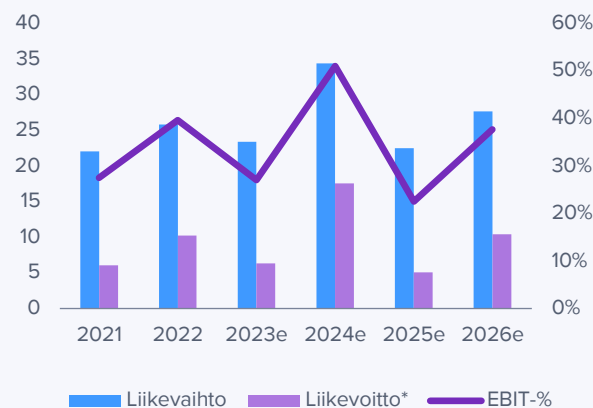
Yhtiön kulutason ei enää pitäisi oleellisesti nousta nykytasoltaan, sillä tiimi on nyt kasassa ja tarvittava liiketoimintainfra rakennettu. Tämän seurauksena SolarWind 3:n mukanaan tuoman kasvun pitäisi alkaa skaalautua myös tuloslaskelman alimmille riville, ja odotamme jatkuviin palkkioihin pohjautuvan kannattavuuden nousevan selvästi voitolliseksi 2023 alkaen. Huomautamme, että jatkuviin palkkioihin pohjautuva liikevoitto jää rahaston täyteen kokoluokkaan nousun jälkeen +20 %:iin. Taso on toki kohtuullinen, mutta SW4-rahaston myötä (2026–2027) tämän pitäisi nousta vielä huomattavasti (+30 %). Jatkuvan toiminnan kannattavuutta painavat alas irtautumiset vanhoista tuulirahastoista (nettoliikevaihto noin 2 MEUR).

Jatkuviin palkkioihin pohjautuvan selvän kannattavuusparannuksen lisäksi odotamme myös merkittäviä tuottosidonnaisia palkkioita lähivuosilta. 2023 odotamme irtaantumista Texasin tuulihankkeesta (4 MEUR) ja 2024 vanhoista tuulirahastoista (9 MEUR). 2026 yhtiön pitäisi myös alkaa kirjata ensimmäisiä tuottopalkkioita hyvin menestyneestä Aurinkotuuli 1 -rahastosta.

## Energian liikevaihdon kehitys (MEUR)



## Energian ennusteet



\* Konsernikulujen kohdistuksen jälkeen

# Pääomarahastot 3/4

## Muut pääomarahastot

### Kiinteistöt

Taaleri oli aikanaan kiinteistörahastojen edelläkävijä ja yhtiön ensimmäiset kiinteistörahastot on perustettu vuonna 2010. Yhtiö ehti luoda varsin kattavan suljettujen rahastojen tarjonnan vuosikymmenen alkupuolella, mutta vuosikymmenen puolivälin tienoilla yhtiö vähensi merkittävästi uusien rahastojen määrää ja keskittyi lähinnä yksittäisiin erikoistuotteisiin (mm. tonttirahastot, kiinteistökehitys, päiväkotirahasto). Arviomme mukaan tämän taustalla oli osin yhtiön vääräksi osoittautunut markkinanäkemyksensä sekä selkeän strategian puute.

Kiinteistöliiketoiminnan kokoluokka on supistunut selvästi viime vuosina, ja vaikka sen osuus Muiden pääomarahastojen palkkioista onkin selvästi suurin (vuonna 2022 arviolta +4 MEUR), on kokoluokka hyvin vaatimaton. Taalerilla on tällä hetkellä 8 omaa suljettua kiinteistörahastoa, 2 sen hallinnoimaa Aktian avointa rahastoa ja 2 sijoitusmandaattia. Näissä yhtiöllä on hallinnoitavaa varallisuutta yhteensä hieman yli 800 MEUR.

Taaleri nosti uudessa strategiassaan 2021 kiinteistöt keskeiseen rooliin, ja arviomme mukaan tarkoituksena on ollut nostaa tuotekohtaisia kokoluokkia selvästi. Etenkin avoimet rahastot (Aktia Asunnot+ ja Aktia Toimitilakiinteistöt) ovat strategiassa tärkeässä roolissa. Strategista tärkeyttä korostaa myös varsin iso 14 henkilön tiimi (sama määrä kuin eQ:lla, jolla pääomia lähes 4 miljardia).

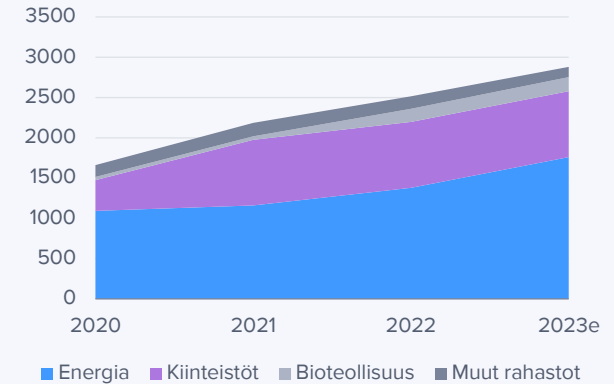
Kiinteistöjen osalta strategia on mielestämme epäonnistunut. AUM:n kasvu on jäänyt hyvin vaatimattomaksi, kun avoimien tuotteiden uusmyynti on ollut vaisua eikä uusia rahastoja ole lanseerattu odotetulla tavalla. Kiinteistötoiminnan kulurakenne

onkin tällä hetkellä väärällä pallokentällä suhteessa sen palkkioihin (tai hallinnoitavaan varallisuuteen), ja toiminta on väistämättä selvästi tappiollista.

Mielestämme Taalerin tulisivatkin kriittisesti tarkastella Kiinteistöjen roolia osana sen strategiaa. Meidän on toistaiseksi vaikea nähdä Taalerilla kilpailuetua suhteessa muihin kiinteistörahastotoimijoihin, eikä yhtiön track-record viime vuosilta ole kiinteistötuotteiden osalta kaksinen. Avoimien rahastojen osalta näkymä on mielestämme vaikea, koska myynti ei ole Aktian kautta lähtenyt vetämään ja markkinatilanne antaa vuosikymmenen kestäneiden juhlien jälkeen selkeää vastatuulta korkojen nousun myötä. Kilpailijoista erottautumisen vaikeudesta johtuen kiinteistöt ovatkin kaikista riippuvaisimpia Aktia-yhteistyön jakeluvoimasta. Lisäksi kiinteistöt sopivat suhteellisen huonosti impaktisijoittamiseen tähtäävään strategiaan.

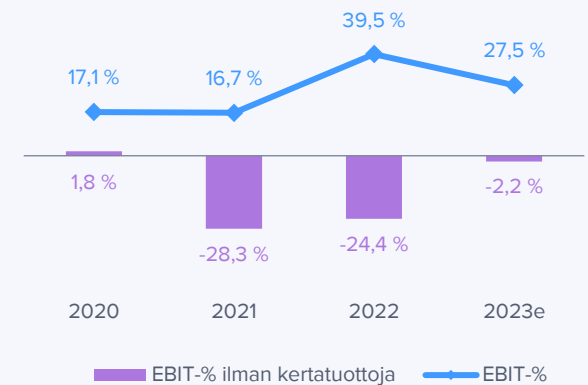
Mielestämme Taalerilla on Kiinteistöjen suhteen kaksi mahdollista reittiä, sillä nykyinen orgaaninen kasvupolku yhdessä selvästi haastavamman markkinatilanteen kanssa ei mielestämme ole enää järkevä vaihtoehto. Ensimmäinen looginen vaihtoehto on, että yhtiö myy toiminnon jollekin (todennäköisesti kotimaiselle) kiinteistövarainhoitajalle ja keskittyy jatkossa itse täysin uusiutuvaan energiaan (Energia + Bioteollisuus). Toinen vaihtoehto on, että yhtiö vahvistaisi Kiinteistötoimintaa yrityskaupalla, jonka myötä se saisi kasvatettua toiminnan kokoluokkaa sekä vahvistettua tuotetarjontaa. Ongelmana tässä on todennäköisesti kohteiden vähäinen määrä kotimaassa, minkä lisäksi pidämme huomattavia kiinteistörahastoinvestointeja kyseenalaisina, kun vaihtoehtona olisi näkymiltään houkuttelevampaan uusiutuvaan energiaan panostaminen.

Konsernin AUM:n kehitys\* (MEUR)



\* Myydyin Varainhoidon hallinnoitavat varat oikaistu pois

Pääomarahastojen kannattavuus



Kertatuotot = Tuottosidonnaiset palkkiot + sijoitustuotot

# Pääomarahastot 4/4

## Bioteollisuus

Bioteollisuus on mielestämme Muut pääomarahastot -segmentin kiinnostavin osio. Bioteollisuus on pääomarahastoluokkana edelleen varsin nuori ja Taalerilla on edellytykset olla segmentissä selkeä edelläkävijä. Kilpailun vähyydestä sekä kohteiden korkeammasta tuottoprofilista johtuen Taalerilla on segmentissä myös vahva hinnoitteluvoima.

Yhtiöllä on Bioteollisuudessa kaksi kanssasijoitushanketta (Fintoil ja Biohiili) sekä yksi rahasto. Bioteollisuus 1 -rahaston varainkeruu on edelleen käynnissä, mutta pidämme käytännössä varmana, että se saavuttaa 120 MEUR:n maksimikokonsa. Rahaston myynti on sujunut erittäin hyvin ja tässä myös Aktia-yhteistyö on näyttänyt potentiaaliaan.

Ensimmäisen rahaston sijoitusperiodi tulee kestämään 2–3 vuotta ja on sanomattakin selvää, että sen sijoitustoiminnassa onnistuminen on täysin kriittistä seuraavaa rahastoa ajatellen. Bioteollisuus 2 -rahasto on mielestämme mahdollista lanseerata 2025 alussa. Seuraavan rahaston kokoluokka voisi hyvin olla selvästi nykyistä suurempi – esimerkiksi 200–300 MEUR. Odotamme Taalerin tekevän Bioteollisuuden puitteissa uusia kanssasijoitushankkeita Fintoilin tapaan. Vaikka näiden merkitys onkin hallinnointipalkkioiden kannalta rajallinen, voi niillä olla onnistuessaan iso vaikutus sijoitustuottoihin sekä tuottopalkkioihin.

Muistutamme, että vaikka suhtaudummekin Bioon varsin positiivisesti, tulee merkittävään kokoluokkaan nousu viemään parhaassakin tapauksessa vuosia. Vertailun vuoksi esimerkiksi

Energian ylösajo skaalautuvaan vaiheeseen tulee lopulta viemään ~7–8 vuotta.

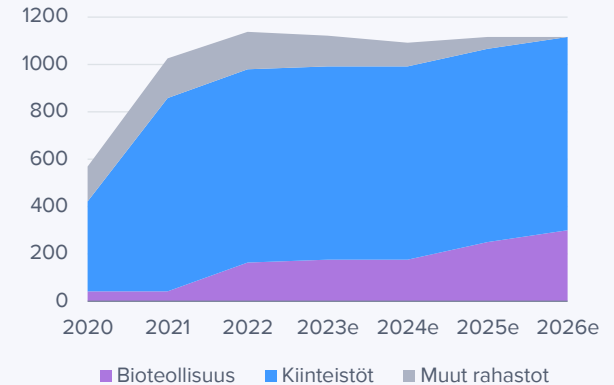
## Muiden pääomarahastojen ennusteet

Muut pääomarahastot on kaksijakoisessa tilanteessa. Kiinteistöjen osalta tilanne näyttää heikolta ja meidän on vaikea nähdä yhtiöllä järkevää reittiä liiketoiminnan kampeamiseksi reippaaseen kasvuun omin avuin. Bioteollisuuden osalta tilanne on hyvin kiinnostava, mutta sen ylösajo tulee viemään merkittävästi aikaa. Samalla vanhojen pääomarahastojen tuotot laskevat asteittain kohti nollaa. Tämän yhtälön seurauksena meidän on vaikea nähdä, että Muut pääomarahastot saataisiin riittävän nopeaan kasvuun, jotta jatkuvien palkkioiden mukainen liiketoiminta nousisi voitolliseksi edes keskipitkällä aikavälillä. Tämä on huomattava ongelma, johon yhtiön tulisi löytää pikaisesti ratkaisu.

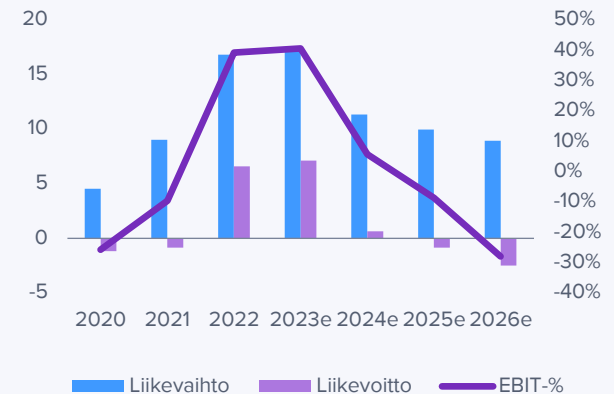
Lähivuosina yhtiö tulee arviomme mukaan kirjaamaan segmenttiin merkittäviä tuottopalkkioita muun muassa Metsä 3- ja Tonttirahastoista sekä Fintoilista. Näiden seurauksena raportoitu tulos näyttää siedettävältä. Tämä ei kuitenkaan muuta sitä tosiasiaa, että segmentin alla oleva liiketoiminta on selvästi tappiollista.

Suosittellemme sijoittajia keskittymään Muiden pääomarahastojen osalta toistaiseksi hallinnoitavan varallisuuden sekä jatkuvien palkkioiden kasvuun ja vasta myöhemmässä vaiheessa kulutehokkuuteen sekä jatkuvan toiminnan kannattavuuteen, sillä kertatuotoista tulevan liikevoiton arvo on isossa kuvassa sijoittajille varsin rajallinen.

AUM-ennusteet – Muut pääomarahastot (MEUR)



Muut pääomarahastot – tulosenusteet (MEUR)



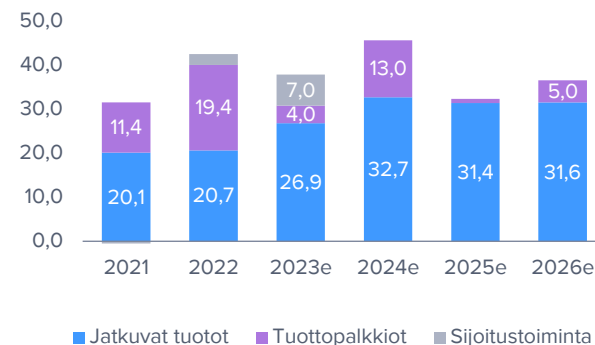
# Pääomarahastojen yhteenveto

Pääomarahastot	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Jatkuvat palkkiot	20,1	20,7	26,9	32,7	31,4	31,6
Tuottosidonnaiset	11,4	19,4	4,0	13,0	1,0	5,0
Sijoitustoiminta	-0,5	2,5	7,0	0,0	0,0	0,0
<b>Liikevaihto</b>	<b>31,0</b>	<b>42,5</b>	<b>37,9</b>	<b>45,7</b>	<b>32,4</b>	<b>36,6</b>
Palkkiokulut	-8,9	-8,3	-7,9	-6,0	-5,0	-4,0
Henkilöstökulut	-9,8	-10,0	-11,8	-13,3	-14,5	-15,3
Suorat kulut	-4,3	-5,2	-5,7	-6,2	-6,6	-7,3
Muut kulut	-0,6	-0,4	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2
<b>Liikevoitto</b>	<b>7,5</b>	<b>18,6</b>	<b>12,4</b>	<b>20,1</b>	<b>6,2</b>	<b>9,9</b>
<i>Liikevoitto-%</i>	24 %	44 %	33 %	44 %	19 %	27 %
Rahoituskulujen kohdennus	-2,3	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>5,2</b>	<b>16,8</b>	<b>10,4</b>	<b>18,2</b>	<b>4,2</b>	<b>7,9</b>
Kertatuotot	10,9	21,9	11,0	13,0	1,0	5,0
<b>Tulos ilman kertatuottoja</b>	<b>-5,7</b>	<b>-5,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>5,2</b>	<b>3,2</b>	<b>2,9</b>
<i>Liikevoitto ilman kertatuottoja-%</i>	-28 %	-24 %	-2 %	16 %	10 %	9 %
Henkilöstömäärä	67	72	80	85	90	92

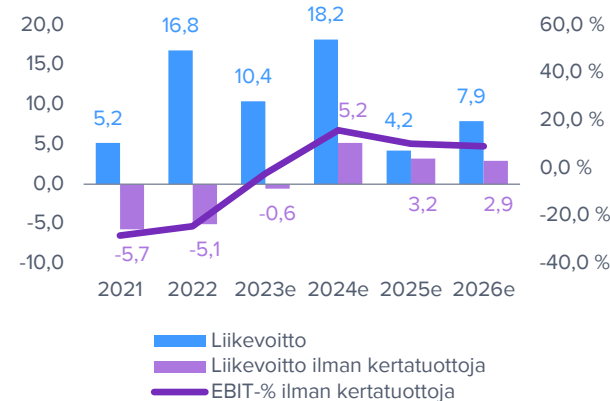
Hallinnoitava varallisuus (GAV)	2225	2516	2881	2551	2576	2676
Energia	1160	1379	1760	1460	1460	1560
Kiinteistö	816	816	816	816	816	816
Bio	42	163	175	175	250	300
Muut	167	158	130	100	50	0

Energia liikevaihto	22,0	25,8	23,4	34,4	22,5	27,6
Jatkuvat palkkiot	15,2	14,6	19,4	25,4	22,5	22,6
Tuottosidonnaiset	6,2	10,3	0,0	9,0	0,0	5,0
Sijoitustoiminta	0,6	0,9	4,0	0,0	0,0	0,0
<b>Muut Pääomarahastot liikevaihto</b>	<b>9,0</b>	<b>16,8</b>	<b>14,5</b>	<b>11,3</b>	<b>9,9</b>	<b>8,9</b>
Jatkuvat palkkiot	4,9	6,1	7,5	7,3	8,9	8,9
Tuottosidonnaiset	5,2	9,0	4,0	4,0	1,0	0,0
Sijoitustoiminta	-1,2	1,6	3,0	0,0	0,0	0,0
<b>Liikevoitto Energia</b>	<b>6,1</b>	<b>10,2</b>	<b>6,3</b>	<b>17,5</b>	<b>5,1</b>	<b>10,4</b>
Liikevoitto ilman kertatuottoja	-0,7	-1,0	2,3	8,5	5,1	5,4
<b>Liikevoitto Muut Pääomarahastot</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,7</b>
Liikevoitto ilman kertatuottoja	-5,0	-4,1	-2,9	-3,4	-1,9	-2,5

Pääomarahastojen liikevaihtoennusteet (MEUR)



Pääomarahastojen tulosennusteet (MEUR)



# Luettelo Taalerin rahastoista

Uusiutuva Energia	Perustettu	AUM	Vaihe	Voitonjakopotentiali*
Taaleri Tuulitehdas II Ky	2014		Sijoitettu	Merkittävä (osin jo tuloutettu)
Taaleri Tuulitehdas III Ky	2016		Sijoitettu	Merkittävä (osin jo tuloutettu)
Taaleri Aurinkotuuli Ky	2016		Sijoitettu	Merkittävä
Taaleri Tuulirahasto IV Ky (kanssasijoitus)	2019		Sijoitettu	Merkittävä
Taaleri Aurinkotuuli II Ky (syöttörahasto)	2019		Sijoitettu	–
Taaleri SolarWind II	2019		Sijoitettu	
Taaleri SolarWind III	2023		Varainkeruu	–
Mandaatit	2019–		Sijoitettu	Kohtuullinen
<b>Yhteensä</b>		<b>1379</b>		

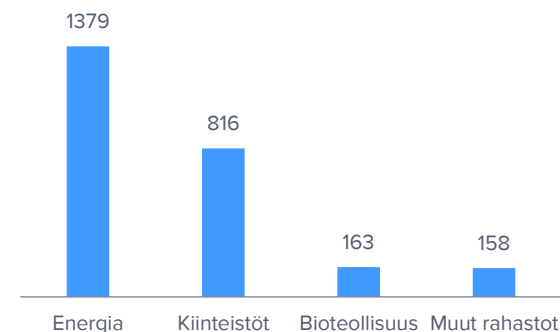
Kiinteistörahastot	Perustettu	AUM	Vaihe	Voitonjakopotentiali*
Taaleri Rauman Asuntorahasto IV Ky	2010		Sijoitettu	Ei
Taaleri Metsäraahasto III Ky	2014		Sijoitettu	Kohtuullinen
Taaleri Kiinteistökehitysrahasto Ky	2015		Sijoitettu	Ei
Taaleri Tonttirahasto I Ky	2015		Sijoitettu	Kohtuullinen
Taaleri Tonttirahasto II Ky	2016		Sijoitettu	Kohtuullinen
Taaleri Vuokrakoti Ky	2016		Sijoituskausi	Ei tuottopalkkiota
Taaleri Tallikiinteistöt Ky	2018		Sijoitettu	
Taaleri Asuntorahasto VIII Ky	2021		Varainkeruu	–
Mandaatit	2021–		Sijoitettu	Ei tuottopalkkiota
<b>Yhteensä</b>		<b>816</b>		

Bioteollisuus	Perustettu	AUM	Vaihe	Voitonjakopotentiali*
Taaleri Biojalostamo Ky	2020		Sijoitettu	Merkittävä
Joensuu Biocoal	2021		Sijoitettu	
Taaleri Bioteollisuus I	2021		Varainkeruu	–
<b>Yhteensä</b>		<b>163</b>		

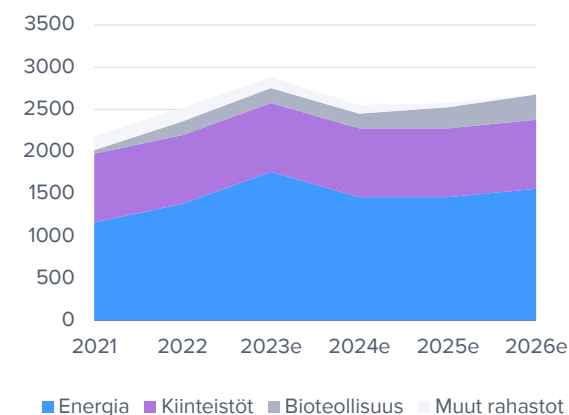
**Muut rahastot yhteensä** **158**

\* Inderesin arvio

Konsernin AUM Q4'22 (MEUR)



AUM-ennusteet (MEUR)





# Garantia 1/4

## Asuntolainatakaukset liiketoiminnan keskiössä

Garantia on vuonna 1993 perustettu takausvakuutuksiin erikoistunut vakuutusyhtiö, joka tarjoaa laajan valikoiman erilaisia takaustuotteita. Garantian tuotetarjonta yrityksille kattaa mm. lainatakaukset, sijoitustakaukset ja jäännösarvotakaukset. Garantian kuluttajaratkaisut kattavat puolestaan vuokratokaukset sekä yhteistyöpankkien kautta tarjottavat asuntolainatakaukset. Garantia vastaa myös työeläkeyhtiöiden kanssa tehdyn sopimuksen nojalla TyEL-viitekorkojen laskennasta. Vuoden 2022 lopussa Garantian takausvakuutuskaanta oli noin 1,9 mrd. euroa. Suurin osa kannasta koostuu kuluttajavastuista (2022: 72 %) ja näistä valtaosa puolestaan asuntolainatokaauksista.

Asuntolainatokaauksissa takauksen myöntämisestä ja käsittelystä vastaa yhteistyöpankki, mikä tekee liiketoiminnasta Garantian näkökulmasta hyvin skaalautuvaa. Garantia puolestaan määrittelee asuntolainatokausten riskitason ja hakijoiden kelpoisuusvaatimukset, joiden perusteella yhteistyöpankit takauksia myöntävät. Myöskään rahaa ei takauksen myöntämishetkellä siirry, joten takausvakuutusten kustannukset tulevat liiketoiminnan sitoman pääoman, pääoman kustannuksen sekä luottotappioiden muodossa. Asuntolainatokausten lisäksi Garantia myöntää kuluttaja-asiakkailleen vuokratokauksia, mutta näiden merkitys on käsityksemme mukaan pientä.

Garantian yritys vastuut koostuvat pääosin lainatokaauksista, joita asiakasyritykset käyttävät joko TyEL-lainan tai pankkilainan vakuutena. Näissä Garantian takausosuus on tyypillisesti 50–100 % velkarahoituksen määrästä. Tuotteen avulla asiakas saa rahoituksen yhdestä paikasta, ja lainan

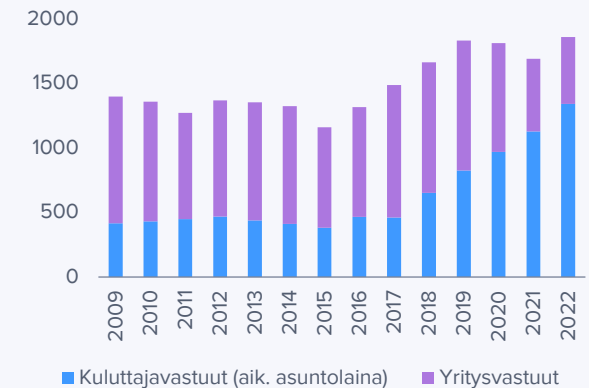
myöntävä pankki pystyy hajauttamaan omaa riskiään. Lainatokausten lisäksi Garantia tarjoaa yritysasiakkailleen mm. jäännösarvotokaauksia ja portfoliotokaauksia leasing-, osamaksurahoitus- sekä vuokratokauksille. Näiden myynti on kuitenkin ollut toistaiseksi arviomme mukaan vähäistä. Aiemmin myös erityisesti rakennustoimialalla käytettävät kaupalliset takaukset olivat merkittävä osa yhtiön liiketoimintaa, mutta näiden myöntäminen lopetettiin vuoden 2020 alussa.

## Sijoitustoiminta näyttelee merkittävää roolia

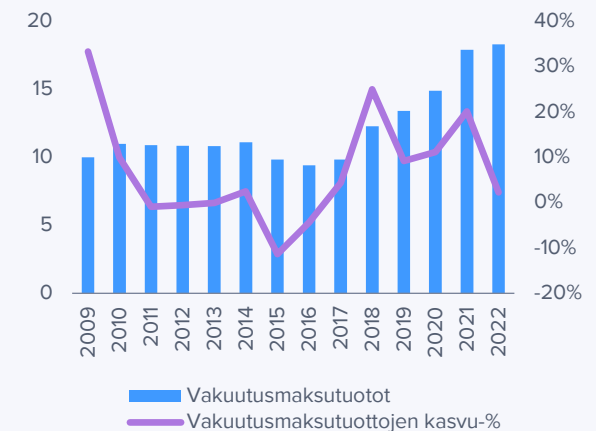
Vakuutusyhtiön liiketoimintamallin mukaisesti Garantia kerää asiakkailtaan vakuutusmaksuja, jotka se sijoittaa edelleen vakuutuksen voimassaoloaikana. Näin ollen yhtiön sijoitussalkku on kooltaan merkittävä – 2022 lopussa markkina-arvoltaan noin 155 MEUR. Garantia on sijoittajana hyvin konservatiivinen ja sen sijoitustoiminnan riskitaso on mielestämme rinnastettavissa muiden vakuutusyhtiöiden ja eläkeyhtiöiden vastaaviin. Nykyisestä salkusta (Q4'22) korkosijoituksissa oli 88,2 %, osakkeissa ja pääomarahastoissa 10,4 % ja kiinteistöissä 1,4 %. Historiallisesti osakesijoitusten osuus Garantian salkusta on ollut hieman alle 20 % ja korkosijoitusten vastaavasti hieman yli 80 %, joten nykyinen allokaatio on aavistuksen vahvemmin korkoihin painottunut, mikä selittyy laskeneilla osakekursseilla ja kasvaneella korkosijoitusten tuotto-odotuksella.

Historiallisesti (2008–2022) yhtiön sijoitussalkku on tuottanut noin 3,5 % käyvin arvoin laskettuna. Taso on absoluuttisesti melko matala ja heijastelee käytännössä korkoihin painottunutta allokaatiota ja maltillista riskitasoa. Arviomme mukaan nykyisen salkun rakenteellinen pitkän aikavälin keskimääräinen tuotto-odotus on noin 4–6 %.

Garantian takausvakuutuskaannan kehitys (MEUR)



Garantian vakuutusmaksutuottojen kehitys (MEUR)



# Garantia 2/4

## Historiallinen kehitys on ollut väkevää

Liiketoiminnan luonteesta johtuen Garantian taloudellista kehitystä tulee mielestämme tarkastella yli suhdannesyklin, sillä korvauskulut lainatakauksista ja asuntolainatakauksista korreloivat vahvasti asunto- ja työmarkkinoiden kehityksen kanssa. Heikkoina vuosina korvauskulut voivat nousta rajustikin (kuten finanssikriisin jälkeen 2009), kun taas seesteisinä ajanjaksoina nettokorvaukset voivat olla jopa negatiiviset. Näin ollen yksittäiset vuodet eivät välttämättä anna riittävän hyvää kuvaa liiketoiminnan tuottokyvystä pidemmällä aikavälillä. Historiallista tuloskehitystä tarkastellessa voidaan todeta, että yhtiön strategiset valinnat ovat osoittautuneet onnistuneiksi ja liiketoiminta on kehittynyt viime vuodet suotuisasti. Vakuutusyhtiöiden skaalalla Garantian kannattavuus onkin täysin omissa luokassaan.

Negatiivisia korvauskuluja syntyy, kun regressioikeuden (takaajalla on oikeus periä maksamansa summa takaisin velalliselta) nojalla takaisinperityt korvaukset ylittävät tarkastelujaksolla maksettujen uusien korvausten määrän. Garantian korvausvastuu taas syntyy välittömästi pankin ilmoittaessa lainan takaisinmaksun epäonnistuneen. Näin ollen erityisesti asuntolainatakausten kohdalla takaisinperintä on kohtalaisen tehokasta, kun lainan vakuutena olleet asunto-osakkeet tai kiinteistöt lopulta realisoidaan.

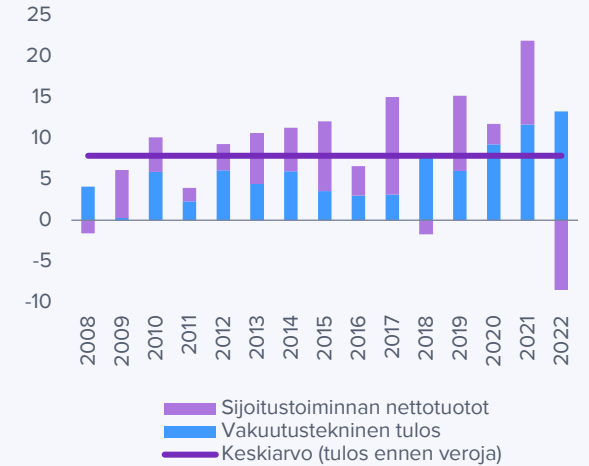
Historiallista kehitystä tarkasteltaessa on myös syytä erottaa toisistaan vakuutustekninen kannattavuus ja sijoitustoiminnan tulos. Garantian vakuutustekninen tulos (vakuutustoiminnan tuotot - vakuutustoiminnan kulut) on kehittynyt vahvasti erityisesti vuosina 2017–2022. Tämän taustalla on näkemysmme mukaan ollut erinomaisesti

onnistunut riskienhallinta sekä skaalautuvien asuntolainatakausten kasvun vanavedessä parantunut kulutehokkuus. Valtaosa Garantian kustannuksista on luonteeltaan kiinteitä, eikä esimerkiksi asuntolainatakausten kasvu vaikuta juurikaan operatiivisiin kuluihin. Liikekulujen suhde vakuutusmaksutuottoihin onkin laskenut 53 %:sta noin 26 %:iin vuosina 2016–2022. Tämän ja hyvin maltillisina pysyneiden korvauskulujen johdosta Garantian yhdistetty kulusuhde (liikekulujen ja korvausten suhde vakuutusmaksutuottoihin) oli viime tilikaudella huikea 23,9 %.

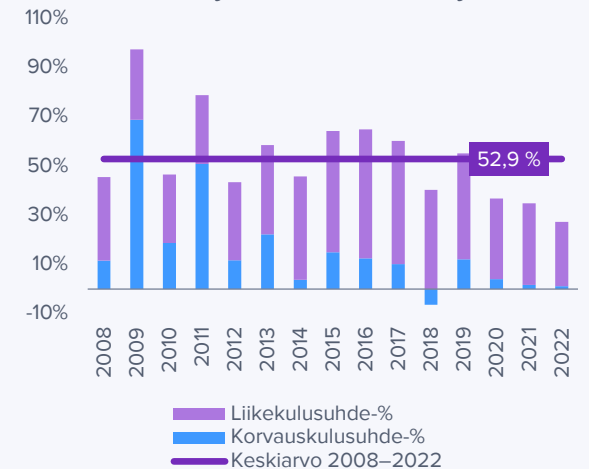
Vuonna 2019 Garantia teki strategisen päätöksen siirtää takaustoiminnan painopistettä yksittäisistä suurista yrityslainatakauksista kohti vähemmän pääomaa sitovia takauslajeja, kuten asuntolaina-, vastike-, vuokra- ja leasingtakauksia. Päätöksen seurauksena kuluttajavastuiden määrä ylitti yritysvastuiden määrän ensi kertaa yhtiön historiassa vuonna 2020. Saman vuoden alussa Garantia lopetti myös rakennusalan kaupallisten takauksien myöntämisen, mikä edesauttoi yritysasiakkaiden takausvastuiden laskua. Rakennusalan kaupalliset takaukset sisälsivät muun muassa asuntorakentamisessa käytettyjä rakennusaikaisia ja takuuajaisia takauksia. Käsitksemme mukaan yrityslainatakausten pääomavaatimukset voivat olla moninkertaiset asuntolainatakauksiin verrattuna, mikä suurilta osin perustelee suunnanmuutoksen.

Garantian suuresta taseesta johtuen myös sijoitussalkun merkitys tuloskehitykselle on huomattava ja sijoitustuottojen osuus liikevoitosta on ollut keskimäärin yli 40 % vuosina 2008–2022. Samalla sijoitustoiminnan tuottojen hajonta on ollut selvästi vakuutusteknistä tulosta suurempaa.

### Garantian tuloskehitys



### Yhdistetyn kulusuhteen kehitys



# Garantia 3/4

Markkinakorkojen lasku läpi 2010-luvun tuki korkoihin painottuneen sijoitussalkun tuottoja, mutta vuonna 2022 päinvastainen korkokehitys tarjosi sijoitustuotoille merkittävää vastatuulta.

IFRS-kirjanpitoikänsittely kuitenkin vaikeuttaa sijoitustuottojen tarkastelua, sillä näistä vain osa luetaan osaksi segmentin raportoitua tulosta. Käytännössä senioriehtoisten velkakirjojen, jotka muodostavat merkittävän osan yhtiön sijoitussalkusta, arvonmuutokset kirjataan suoraan omaan pääomaan muiden sijoitustuottojen vaikuttaessa liikevoittoon ja tilikauden tulokseen. Yhtiön raportoima sijoitusten tuotto-% käyvin arvoin kuitenkin huomioi kaikki taseen sijoitustuotot, joten sijoitustuottojen IFRS-käsittely koskettaa lähinnä raportoitun tuloksen tarkastelua.

## Vakavaraisuus vahvalla tasolla

Garantian solvenssisuhde oli 2022 lopussa 231 %. Vakuutusyhtiön solvenssisuhde kuvaa omien varojen suhdetta valvojan asettamaan minimipääomavaatimukseen. Garantian vakavaraisuutta ohjaa kuitenkin pitkälti S&P:n luottoluokitus, jonka yhtiö haluaa säilyttää nykyisellä erinomaisella tasolla (A-). Käsityksemme mukaan yhtiön mukavuusalue solvenssisuhteelle on noin 200–240 %, joten vakavaraisuus ei muodostu Garantian lähivuosien kasvulle ongelmaksi. Garantian taseessa ei myöskään ole juurikaan ylimääräistä pääomaa, joten käytännössä Taalerin saamat osingot muodostuvat jatkossa Garantian kirjanpidon tuloksesta.

Vahva luottoluokitus on yhtiölle keskeinen, sillä se mahdollistaa takausvakuutusliiketoiminnan harjoittamisen laskemalla Garantian vastapuoliriskiä pankkien ja muiden yhteistyökumppaneiden näkökulmasta. Osana

suurempaa vakuutuskonsernia nykyiseen luottoluokitukseen päästäisiin todennäköisesti nykyistä matalammallakin vakavaraisuudella, joten pääomatehokkuutta Taaleri ei ole kyennyt tasetta supistamalla tehostamaan. Garantian osingonmaksukyky on kuitenkin kohentunut asuntolainatakausten kasvun myötä, sillä näiden pääomavaatimukset ovat yrityslainavastuita matalammat.

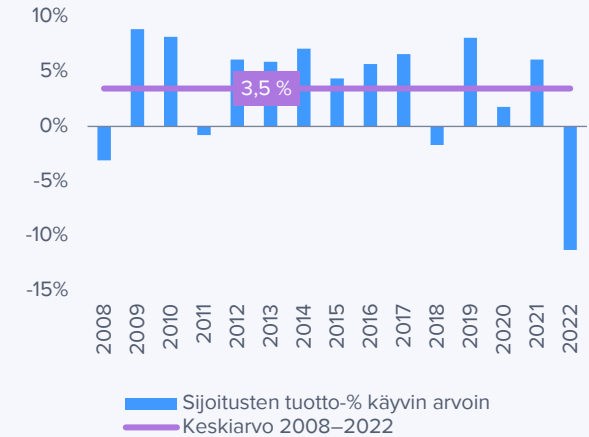
## Oman pääoman tuotto jäänyt keskinkertaiseksi

Garantian varallisuus koostuu käytännössä täysin yhtiön sijoitusomaisuudesta, jonka osuus taseen loppusummasta on lähes 98 %. Vakuutusyhtiön tapauksessa taseen osalta olennaista on kuitenkin tarkastella liiketoimintaa sitoutuneiden omien varojen määrää ja näiden tuoton kehitystä.

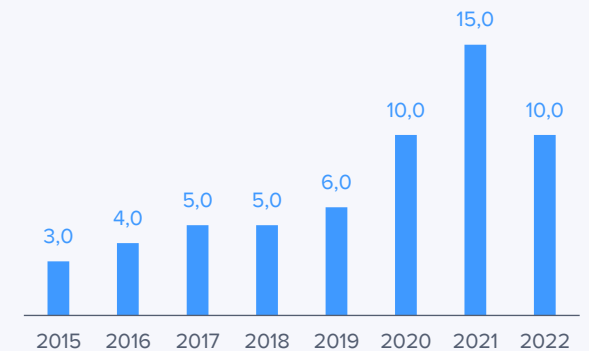
Garantian taseen omat varat olivat 2022 lopussa noin 106 MEUR. Huomautamme, että yhtiöstä ei ole saatavilla IFRS-kirjanpidon mukaista tase-erittelyä, joten tarkastelemme tässä yhteydessä Garantian julkaisemia Suomen kirjanpitosäädösten (FAS) mukaisia lukuja. Olemme laskeneet Garantian omiin varoihin oman pääoman sekä tasoitusmäärän, mikä karkeasti vastaa Solvenssi II -laskentaa. Huomautamme, että tasoitusmäärä on puhtaasti FAS-erä, ja tämä on konsernin IFRS-kirjanpidossa osa edellisten tilikausien voitto -riviä.

Taalerin omistusaikana (2015–2022) Garantian oman pääoman tuotto (ROE-%) on suuresta taseesta johtuen jäänyt keskimäärin 7,5 %:iin, kun huomioidaan sijoitustuotot käyvin arvoin. Taso on maltillinen ja alle yhtiölle soveltamamme pääoman kustannuksen. Pelkän vakuutusteknisen tuloksen pohjalta laskettu ROE oli samalla ajanjaksolla 5,6 %, mikä taas alleviivaa sijoitustuottojen merkitystä Garantian liiketoiminnalle ja pääoman tuotolle.

Sijoitustoiminnan tuotot



Garantian Taalerille maksamat osingot (MEUR)



# Garantia 4/4

## Garantian ennusteet

Yrityslainatakauksissa markkinan koko ei muodostu kasvun esteeksi, ja näissä tuotteissa Garantian kasvua ajaa käytännössä yhtiön oma riskinottohalukkuus. Käsitksemme mukaan nykyinen markkina ei kuitenkaan tarjoa erityisen houkuttelevia mahdollisuuksia yrityslainapuolella, jolloin näiden kasvu jää ennusteissamme lähivuosina maltillisiksi. Pidemmällä aikavälillä portfolio- ja vuokratakuuksilla on potentiaalia muodostua merkittäväksi liiketoiminnaksi, mutta toistaiseksi pidämme näiden onnistuneen ylösajon todennäköisyyttä riittävässä mittakaavassa kohtalaisen matalana. Omissa ennusteissamme yritysvastuiden kanta laskee kuluvana vuonna 490 MEUR:oon (2022: 519) ja tämän jälkeen kasvaa lähivuodet keskimäärin noin 4 %.

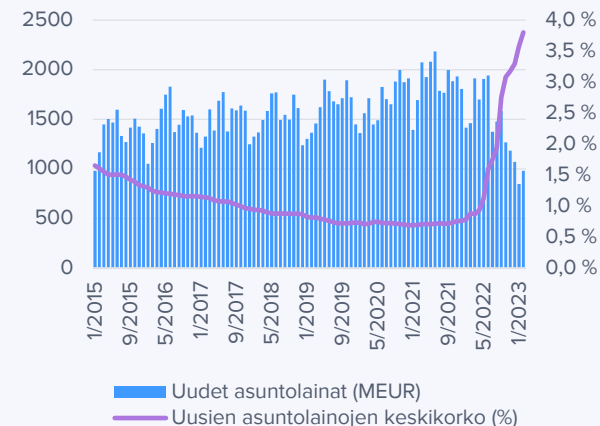
Suomen asuntolainatakauksen markkinasta Garantian osuus on arviomme mukaan jo noin 70 %, sillä merkittävistä asuntolainoista välittävistä pankeista ainoastaan Nordea ei hyödynnä Garantian takauksia (Nordean markkinaosuus ~30 %). Näin ollen liiketoiminnan kasvu vaatii käytännössä takausten käytön yleistymistä uusien asuntolainojen nostoissa.

Asuntolainatakauksissa asiakas maksaa takauksen hinnan (vakuutusmaksutulo) takauksen nostohetkellä. Omissa kirjanpidossaan Garantia kuitenkin jaksottaa maksun tasaosuuksin liikevaihtoonsa, mikä tasaa liikevaihdon (vakuutusmaksutuotot) vaihtelua eri raportointikausien välillä. Näin ollen uusien jakelusopimusten (kuten OP) koko vaikutus näkyy viiveellä. Vaikka odotamme uusien takausten myynnin laskevan yleisen lainamarkkinan mukana, kasvaa tämän dynamiikan nojalla liikevaihto ennusteissamme maltillisesti myös kuluvana

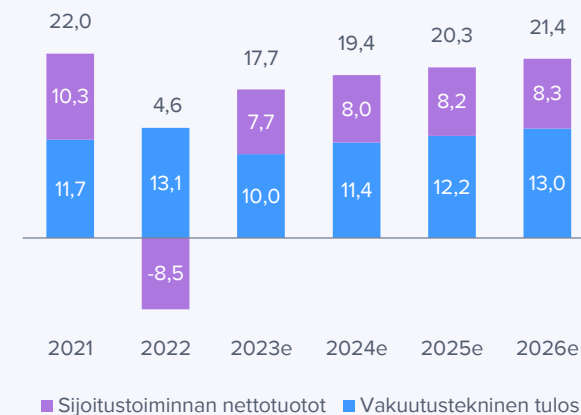
vuonna. Samalla uskomme uusien takausten laskun jäävän hieman asuntolainamarkkinan negatiivista kehitystä maltillisemmaksi, sillä käsityksemme mukaan korkojen nousu ja pankkien lainanannon kiristyminen ovat jonkin verran kasvattaneet tuotteen suosiota lainanhakijoiden ja yhteistyöpankkien keskuudessa. 2024 eteenpäin odotamme asuntolainamarkkinan piristymisen ja takausten suosion kasvun kasvattavan maksutuottoja keskimäärin noin 7 % vuositasolla. Kokonaisuutena odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan keskimäärin noin 5 % 2022–2026e.

Ennusteissamme liikevaihdon kasvu valuu viime vuosien tapaan tehokkaasti tulosriveille, sillä yhtiön skaalautuvassa liiketoimintamallissa liikekulut eivät ole juurikaan riippuvaisia asuntolainatakauksen määrästä, ja merkittävimmän muuttuvan kustannuserän muodostavat rahana maksettavat kannustinpalkkiot. Liikekulusuhteen odotamme nousevan 2022 poikkeuksellisen matalalta tasolta palkkakulujen normalisoitumisen myötä ja asettuvan kuluvana vuonna hieman yli 30 %:iin. Korvauskulusuhteen ennusteemme (10–15 %) on hieman alle yhtiön historiallisen keskiarvon, sillä pidämme nykyisen asuntolainoihin painottuvan takauskannan riskitasoa hieman historiallista kantaa matalampana. Näin ollen odotamme lähivuosien yhdistetyn kulusuhteen olevan viime vuosia korkeampi, mutta yhä erittäin vahva 41–47 %. Sijoitustuottojen (5 % p.a.) odotamme puolestaan vastaavan arviotamme salkun pitkän aikavälin rakenteellisesta tuottotasosta. Tarkemmat ennusteet löytyvät raportin seuraavalta sivulta. Huomautamme, että jatkossa Garantian liikevaihdon raportointi muuttuu olennaisesti IFRS 17 -standardin myötä. Tulokseen tai liiketoimintaan tällä ei kuitenkaan ole vaikutusta.

### Nostetut asuntolainat ja lainojen keskikorko

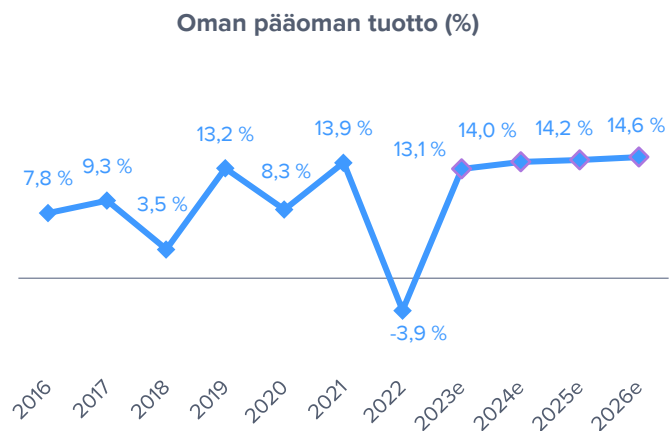


### Garantian tulosenusteet (MEUR)

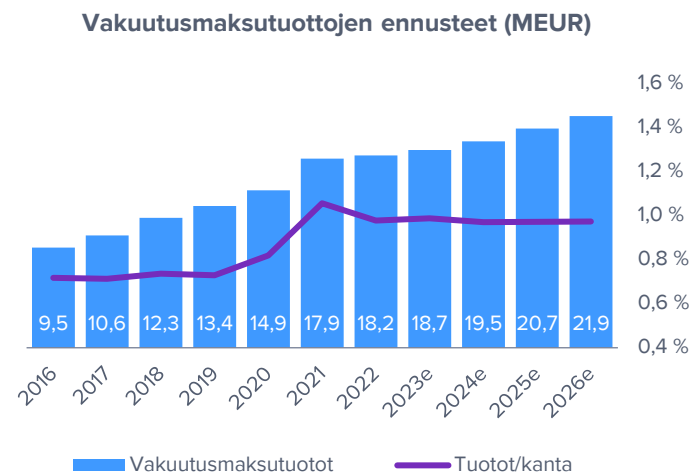


# Garantian yhteenveto

Garantia MEUR	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Vakuutusmaksutulot nettona</b>	<b>17,9</b>	<b>18,2</b>	18,7	19,5	20,7	21,9
Korvauskulut	-0,3	-0,3	-2,8	-2,0	-2,1	-2,2
<b>Takausvakuutustoiminnan nettotuotot</b>	<b>17,6</b>	<b>18,0</b>	<b>15,9</b>	<b>17,6</b>	<b>18,7</b>	<b>19,7</b>
Liikekulut	-5,9	-4,9	-5,9	-6,2	-6,5	-6,7
<b>Vakuutustekninen tulos</b>	<b>11,7</b>	<b>13,1</b>	<b>10,0</b>	<b>11,4</b>	<b>12,2</b>	<b>13,0</b>
Sijoitustoiminnan nettotuotot	10,3	-8,5	7,7	8,0	8,2	8,3
<b>Voitto ennen veroja</b>	<b>22,0</b>	<b>4,6</b>	<b>17,7</b>	<b>19,4</b>	<b>20,3</b>	<b>21,4</b>
<b>Raportoitu PTP (sis. yleiskustannukset)</b>	<b>20,2</b>	<b>2,7</b>	15,7	17,4	18,3	19,4
Raportoitu liikevaihto (sis. sijoitustuotot)	27,9	9,5	23,6	25,6	26,8	28,1
Osinko (MEUR)	15,0	10,0	11,0	12,0	13,0	15,0
Oman pääoman tuotto	15,9 %	-4,0 %	12,3 %	13,1 %	13,3 %	13,7 %
Vakuutuskanta MEUR	1695	1862	1893	2013	2133	2253
Korvauskulusuhde-%	1,7 %	1,6 %	15,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %
Liikekulusuhde-%	33,1 %	26,9 %	31,5 %	31,7 %	31,4 %	30,6 %
<b>Yhdistetty kulusuhde-%</b>	<b>34,8 %</b>	<b>28,6 %</b>	<b>46,5 %</b>	<b>41,7 %</b>	<b>41,4 %</b>	<b>40,6 %</b>
Sijoitussalkun tuotto-%	6,1 %	-12,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Sijoitussalkun arvo (MEUR)	170,0	155,0	160,7	163,6	166,3	168,8
Solvenssisuhde-%	219 %	231 %	234 %	228 %	218 %	212 %



ROE = (Tulos ennen veroja käyvin arvoin – laskennalliset verot) / omat varat keskimäärin



# Muut-segmentti

Taalerin Muut-segmentti pitää sisällään konsernin hallinnon, Taaleri Kapitaalın ja konsernin ei-strategiset sijoitukset. Segmentissä oli 2022 lopussa töissä 16 henkilöä ja sijoituksia noin 35 MEUR edestä (laskemme Aktian osakkeet tähän mukaan). Muut-segmentillä ei ole Taaleri Kapitaali pois lukien omaa liiketoimintaa ja sen liikevaihto syntyy pääosin kertatuotoista yritysjärjestelyihin sekä tasesijoituksiin liittyen.

## Kuluanalyysi

Varainhoidon myynnin jälkeen segmentti kävi läpi huomattavan kulusaneerauksen ja operatiivisten kulujen taso laski noin 7 MEUR:n tasolle. Taso on mielestämme kohtuullinen, kun huomioidaan konsernin nykyinen liiketoiminnan kokoluokka. Taso ei kuitenkaan voida suhteellisesti tai absoluuttisesti pitää erityisen tehokkaana ja mielestämme tämän kulutason pitäisi kyetä kantamaan selvästi nykyistä suurempi liiketoiminta.

## Sijoitukset

Taalerin omasta taseesta tehdyt merkittävimmät ei-strategiset sijoitukset ovat Fellow Pankki - osakeomistus (+5 MEUR) ja Kanadan asuntohankkeen laina (+10 MEUR). Lisäksi yhtiöllä on noin 10 MEUR:lla muita pienempiä sijoituksia. Yhtiöllä on myös 10 MEUR:n edestä Aktian osakkeita, jotka tulkitsemme strategiseksi sijoitukseksi (Aktia osingot ja arvomuutokset kirjataan Strategiset sijoitukset segmenttiin myös Taalerin omassa raportoinnissa).

Yhtiö on linjannut strategiassaan, että ei-strategisista sijoituksista tullaan irtautumaan lähivuosien aikana ja yhtiön omna tavoitteena on myydä enemmistö näistä nykyisen

strategiakauden aikana. Yhtiö on edistynyt irtautumisissaan nykyisen strategiakauden aikana, ja sijoitussalkun koko on laskenut samalla, kun se on tuottanut konsernille vahvaa kassavirtaa.

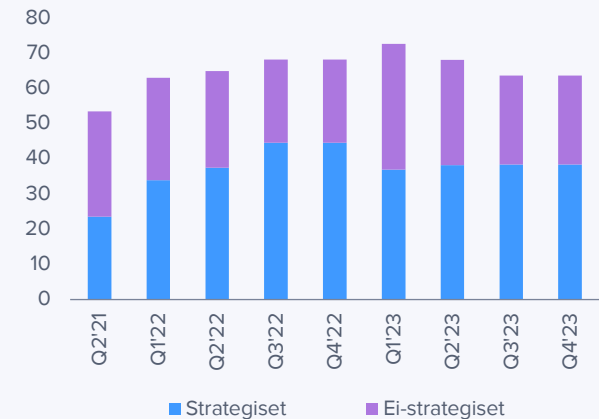
Huomautamme sijoittajille, että irtautumiset eivät ole pääosin Taalerin omassa käsissä, sillä se on valtaosassa hankkeista vähemmistösijoittajana. Lisäksi Taalerilla ei ole irtautumisten kanssa kiire, joten pidämmekin nykyistä strategiakautta turhan kunnianhimoisena aikatauluna. Arvioimme mukaan ei-strategiset sijoitukset on myyty kokonaan 2026 mennessä, eli seuraavan strategiakauden aikana.

## Tulevaisuuden ennusteet

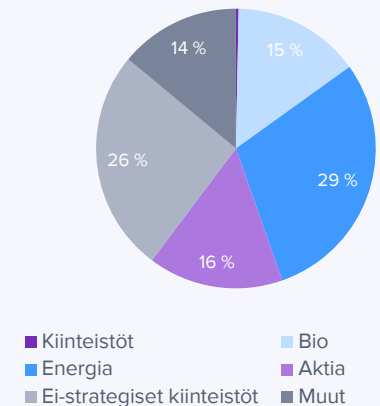
Lähivuosina Muut-segmentin liikevaihto tulee vaihtelevaan merkittävästi johtuen ei-strategisten sijoitusten myynneistä ja näistä syntyvistä myyntivoitoista. Myös Kapitaalın liikevaihto vaihtelee vuosittain merkittävästi, mutta arvioimme sen olevan keskimäärin 1,0-1,5 MEUR:n välillä. Näkemyksemme mukaan segmentin liikevaihtotasolla on Taalerin arvon kannalta hyvin rajallinen merkitys ja sijoittajien kannattaakin keskittyä Muut-segmentin osalta etenkin kulurakenteeseen, joka ei saisi juurikaan kasvaa nykyisestä.

Taaleri jyvittää omassa raportoinnissa konsernin kuluja noin 4 MEUR:lla/vuosi operatiivisille segmenteille ja tämän myötä Muut-segmentin kertatuotoista oikaistu liikevoitto on lähivuodet 2–3 MEUR tappiolla. Emme ole tunnistanee salkusta kohteita, jotka tarjoavat merkittävää potentiaalia ylöskirjauksille ja odotamme ei-strategisista sijoituksista vain marginaalisia myyntivoittoja lähivuosilta. Tulosta tärkeämpää on kuitenkin salkusta vapautuva kassavirta.

Sijoitussalkun kehitys (MEUR)



Sijoitussalkun jakauma (2022)

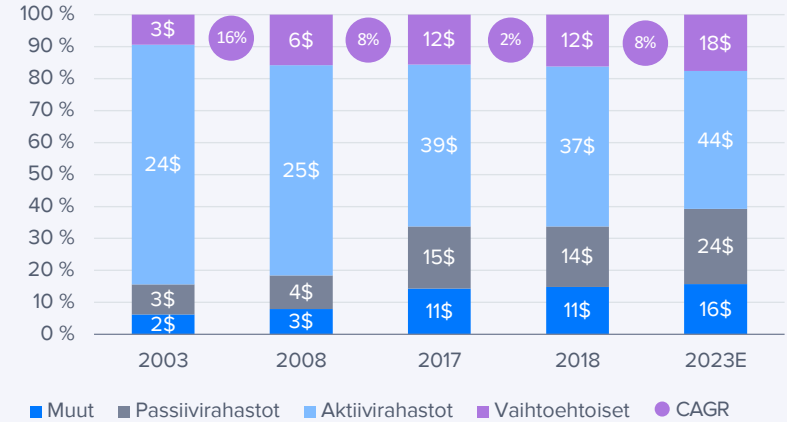


# Toimialan ajurit ja trendit

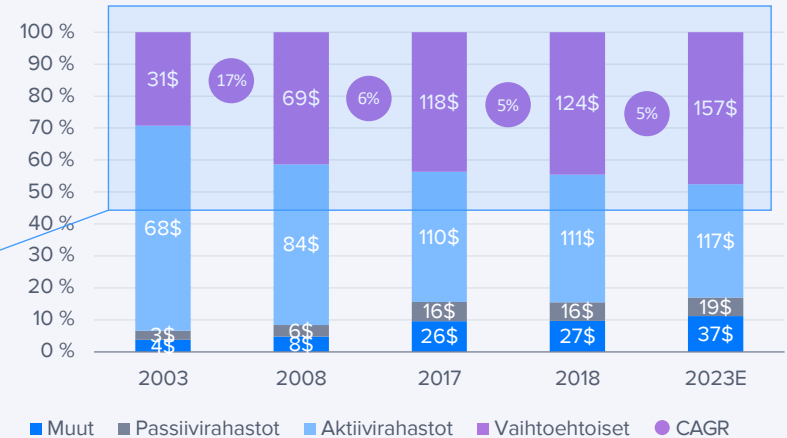
## Vaihtoehtoisten voittokulku



Globaali AUMin jakauma (biljoonaa USD)



Globaali liikevaihdon jakauma (mrd. USD)



Lähde: BCG Global Asset Management 2019

# Toimialan ajurit ja trendit



## Digitalisaatio

Digitalisaatio mahdollistaa uusien asiakasryhmien aiempaa tehokkaamman palvelun sekä merkittävän tehokkuusparannuksen yritysten sisäisissä operaatioissa.



## Regulaation lisääntyminen

Regulaation lisääntyminen kasvattaa toimijoiden hallinnollista taakkaa ja hankaloittaa etenkin pienten toimijoiden asemaa. Pahimmin regulaatio iskee pienten toimijoiden lisäksi pankkeihin.



## Korkojen renessanssi

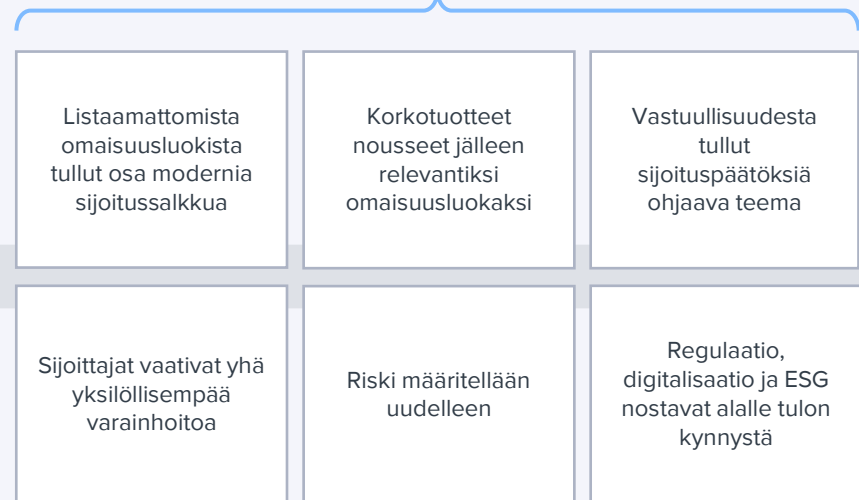
Lähes vuosikymmenen kestäneen matalien korkojen ajan jälkeen korot ovat nousseet voimakkaasti ja tämän myötä tehneet paluun relevantiksi omaisuusluokaksi.



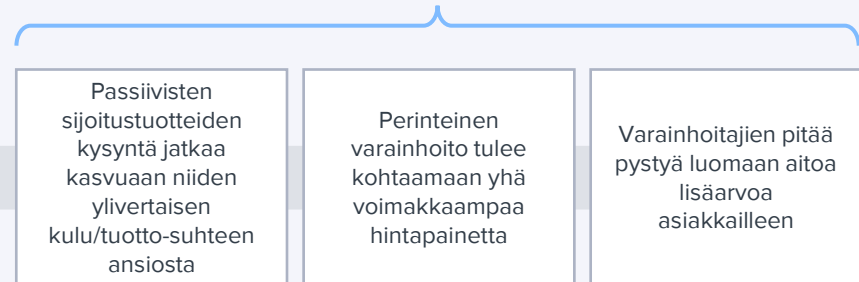
## Vastuullisuus (ESG)

Vastuullisuudesta on tullut keskeinen osa sijoitusprosessia, kun sijoittajat haluavat yhä voimakkaammin vaikuttaa pääomillaan. Vastuullisuudesta on jo muodostunut keskeinen sijoituspäätöksiä ohjaava teema sekä merkittävä standardi koko toimialalle.

## Sijoittajien muuttuvat tarpeet



## Sijoittajien vaatimustaso nousee



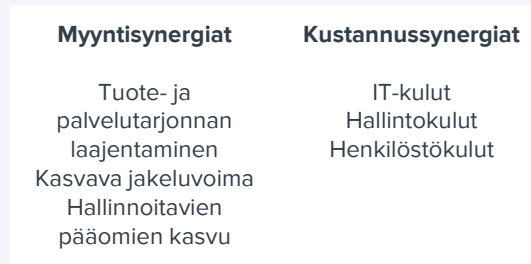


# Toimialalla odotettavissa konsolidaatiota

## Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä



## Konsolidaatioajurit



*Konsolidaatiolle on olemassa selvät ajurit ja konsolidaatiokehitys tulee näkemyksemme mukaan kiihtymään entisestään*

## Toteutuneita järjestelyjä



# Yhtiön positioituminen toimialan trendeihin

Skaala: ✓ — ✓✓✓

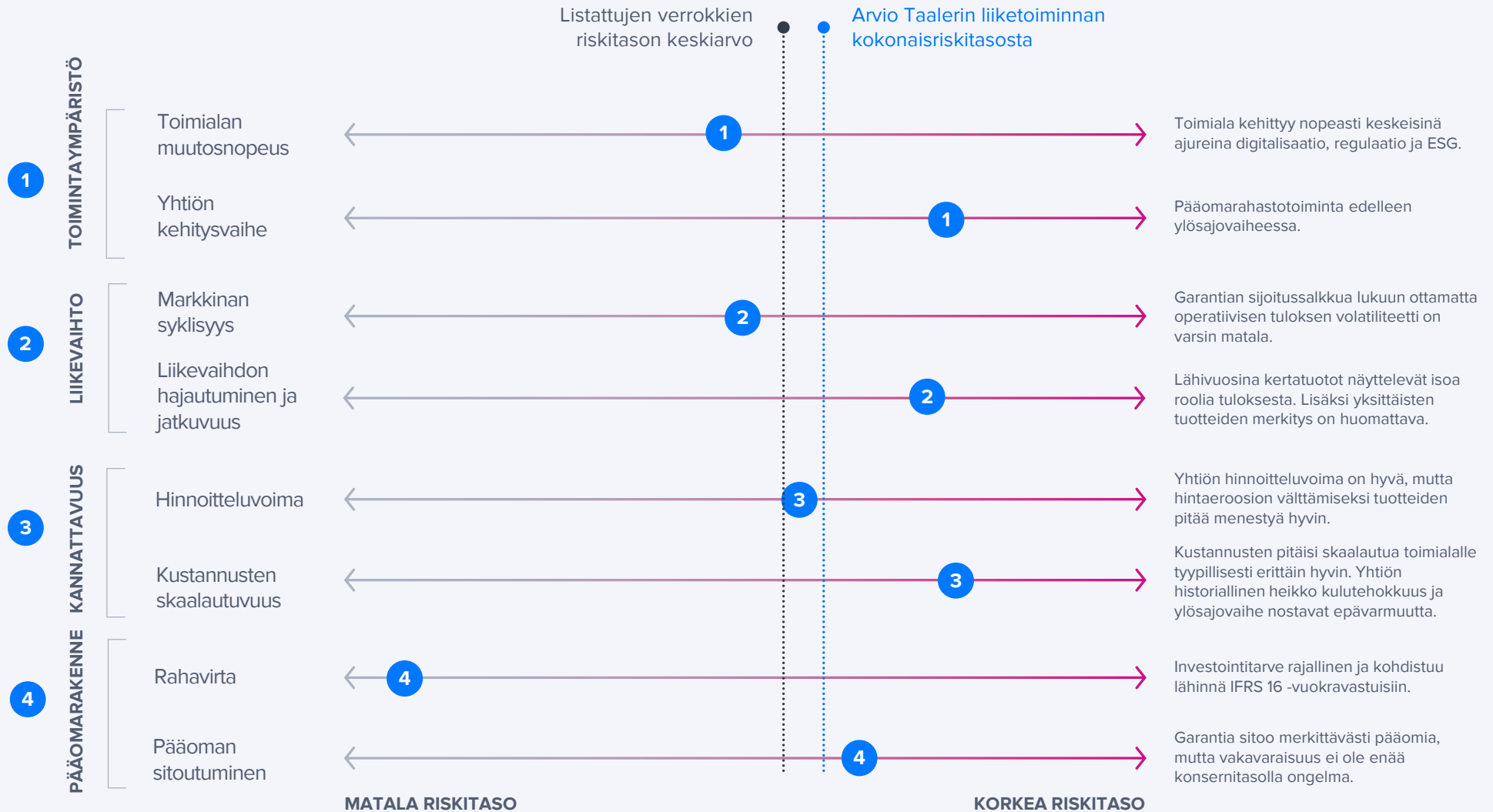
Trendi	Yhtiön asema	Kommentti
Regulaatio	✓✓✓	Varainhoidon myynnin jälkeen Taalerin vakavaraisuusasema on parantunut merkittävästi ja siihen liittyvä regulaatio ei ole enää ongelma. Yhtiön keskittyessä pelkästään rahastojen hoitamiseen on ydinliiketoimintaan liittyvä regulaatio myös aiempaa kevyempää.
Vaativuuden nousu	✓✓	Yhtiön track-record vaihtoehtoisista rahastoista on pääosin vahva etenkin Energian osalta. Muiden pääomarahastojen osalta yhtiöllä on kuitenkin vielä paljon todistettavaa ja esimerkiksi Bio lähtee liikkeelle käytännössä nolista track-recordin näkökulmasta tarkasteltuna.
Korkotason nousu	✓✓	Korkotason nousu aiheuttaa Taalerille haasteita Kiinteistörahastojen osalta, kun kysyntä niitä kohtaan väistämättä vähenee. Energian näkyminen ei korkotason muutoksella ole oleellista vaikutusta. Garantia taas hyötyy korkotason nousun myötä parantuvista sijoitustuottonäkymistä.
Digitalisaatio	✓✓	Taalerilla on historiassa ollut jatkuvia haasteita IT-järjestelmiensä kanssa ja nämä ovat olleet keskeinen selittävä tekijä heikon kulutehokkuuden taustalla. Varainhoito-kaupan jälkeen IT-järjestelmät eivät enää aiheuta ylimääräistä kulurasitetta ja uusi fokus huomioiden digitalisaatio on Taalerille selvästi keskimääräistä verrokkia vähemmän tärkeä aihealue.
Vaihtoehtoiset omaisuusluokat	✓✓	Yhtiön koko strategia nojaa täysin vaihtoehtoiseen omaisuusluokkiin ja viime vuosina parantuneen track-recordin myötä yhtiön positio listaamattomassa kentässä on kohentunut.
Hintatason jatkuva paine	✓✓✓	Taaleri ei ole kärsinyt oleellisesta hintapaineesta pääomarahastoissaan ja arviomme mukaan yhtiön hinnoitteluvoima on näissä hyvä (pl. kiinteistöt). Yhtiön tulee kuitenkin onnistua sijoitustoiminnassaan hyvin myös jatkossa ylläpitääkseen nykyisiä palkkiotasojaan.
Vastuullisuus	✓✓✓	Taaleri on ottanut vastuullisuuden (ESG) strategiansa kulmakiveksi ja ollut tässä edelläkävijänä. Yhtiön impaktisijoittamiseen nojaava strategia vastaa mielestämme erittäin hyvin kyseiseen trendiin ja pääomarahastot sekä etenkin Energia-liiketoiminta tarjoavat erinomaisia mahdollisuuksia trendistä hyötymiseksi.

# Yhteenveto listatuista verrokkiyhtiöistä

		TAALERI			CapMan		Aktia	ALEXANDRIA
MCAP (MEUR)	780	320	170	490	450	150	670	70
<b>Toteutunut kannattavuus</b>	EBIT viime vuosina +50%. Kannattavuus erinomaisella tasolla jo ilman tuottopalkkioita.	Garantian kannattavuus ollut erittäin hyvä, mutta pääomarahastojen kannattavuus on säilynyt heikkona etenkin jatkuvien tuottojen osalta.	EBIT-% (oik.) +50%. Kannattavuus erinomainen, tuotto- & transaktiopalkkioilla merkittävä rooli.	EBIT 30–40%. Kannattavuus erittäin hyvä ja perustuu pääosin jatkuviin tuottoihin.	Hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuus parantunut viime vuosina selvästi. Kulutehokkuudessa kuitenkin edelleen reilusti parannuspotentiaalia.	EBIT (oik.) +30%. Verrokkien tapaan kannattavuus nousi reilusti 2021. Tuloksen mix (jatkuvien tuottojen osuus) parantunut viime vuosina selvästi.	Oman pääoman tuotto ollut viime vuosina tyydyttävä.	Kannattavuus kohentunut liikevaihdon kasvun myötä selvästi, ja 2021 tulos oli ylivoimaisesti yhtiön historian paras. Strukturoitujen tuotteiden osuus liikevaihdosta edelleen dominoiva (> 50 %).
<b>Track-record</b>	Yhtiön organisen tuloskasvun track-record poikkeuksellisen vahva viime vuosilta. Omistaja-arvo kasvanut ripeästi.	Yhtiö on luonut merkittävästi omistaja-arvoa yritysjärjestelyillä. Operatiivinen tuloskehitys ollut vaisumpaa kuluhaasteista johtuen.	Track-record erittäin vahva johtuen Hoivarahaston poikkeuksellisen houkuttelevasta palkkiorakenteesta.	Tulos kasvanut selvästi kulutehokkuuden parantumisen ja erinomaisen uusmyynnin myötä.	Track-record nykyjohton (alkaen 2017) alaisuudessa on erittäin vahva.	Uusmyynti kehittynyt vahvasti ja kannattavuus parantunut selvästi. Strategian toimeenpano tehostunut merkittävästi.	Varainhoidon track-record hyvä. Perinteisessä pankkitoiminnassa kasvu ollut heikkoa ja kannattavuudessa haasteita. Taaleri-integraatioissa odotuksia enemmän haasteita.	Yhtiön historiallisesti vauhti kehitys ottanut selvän tasokorjauksen ylöspäin viimeisen kahden vuoden aikana.
<b>Vahvuudet / heikkoudet</b>	Vahva instituutiomyynti & erinomaiset tuotteet. Heikkoutena riippuvuus yksittäisistä tuotteista.	Pääomarahastojen vahva track-record. Kulukontrollissa haasteita.	Hoivarahasto on poikkeuksellisen hyvä tuote rahastonhoitajalle. Heikkoutena huomattava riippuvuus yksittäisestä rahastosta.	Erinomainen instituutiomyynti. KV-myynti sekä matala hintataso selkeitä vahvuuksia. Riippuvuus perinteisestä varainhoidosta keskeinen heikkous.	Vahvuutena positio vaihtoehtoisissa sijoituksissa. Heikkoutena hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin palkkioihin perustuva vauhti kannattavuus sekä tuloksen riippuvuus oman taseen tuotoista.	Vahvuuksina reaaliomaisuusluokkiin keskittyvä strategia ja laaja myyntivoima. Haasteina ollut tuotteiden vaihteleva laatu sekä SPL-fuusion jälkeinen kulutaso.	Taaleri-kaupan myötä yhtiöllä on erinomainen perinteinen varainhoito. Vaihtoehtoisten sijoitustuotteiden puuttuminen sekä kulutehokkuus keskeiset haasteet.	Vahvuutena laaja jakeluverkosto vähemmän kilpailussa yksityissijoittajien segmentissä. Heikkoudet liiketoiminnan verrokkeja heikompi skaalautuvuus sekä hintaeroosion riski.
<b>Strateginen suunta</b>	Jatkaa voimakasta kasvua kiinteistö ja PE-rahastoissa sekä ylläpitää poikkeuksellista kulutehokkuutta. Yritysjärjestelyt mahdollisia.	Jatkaa liiketoiminnan voimakasta organista ja epäorganista kasvua. Yritysjärjestelyt osana yhtiön tarinaa myös jatkossa.	Baltia-rahaston ylösajo ja tuotetarjonnan laajentaminen. Yritysosot hyvin mahdollisia.	Kasvu vaihtoehtoisissa sijoitustuotteissa sekä kansainvälisessä myynnissä. Yrityskaupat epätodennäköisiä.	Hallinnointiliiketoiminnan kannattavan kasvun jatkaminen. Yritysosot mahdollisia.	Fokus kasvussa ja jatkuviin tuottoissa. Kasvu reaaliomaisuustuotteissa ja pääomarahastoissa. Yritysosot todennäköisiä.	Yhtiö hakee voimakasta kasvua etenkin varainhoidossa, minkä avulla myös kannattavuuden pitäisi skaalautua.	Fokus jatkuvien tuottojen sekä asiakaskohtaisen kokoluokan kasvussa. Tässä rahastot sekä uusi varainhoitopalvelu keskiössä.

Lähde: Inderes / Refinitiv. Data kerätty 13.4.2023

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Sijoitusprofiili

1.

**Energiassa erinomaiset kasvunäkymät**

2.

**Garantia jauhaa konsernille vahvaa osinkovirtaa**

3.

**Tase selvästi ylikapitalisoitunut ja tätä puretaan osingoilla**

4.

**Yritysjärjestelyt hyvin mahdollisia**

5.

**Nykyrakenne sitoo paljon pääomaa ja painaa pääoman tuottoa**

## Potentiaali



- Energian skaalautuminen
- Muiden Pääomarahastojen ylösajo
- Garantian kannattava kasvu
- Taseen tehokkaampi käyttö
- Yritysjärjestelyt
- Rahastojen tuottopalkkiot

## Riskit



- Rahastojen sijoitustoiminnassa onnistuminen
- Muiden pääomarahastojen (etenkin kiinteistöjen) ylösajon onnistuminen
- Kulujen skaalautuvuus ja kulutehokkuuden parantuminen
- Garantian takausriskit

# Taloudellinen tilanne 1/2

## Yhtiö sitoo paljon pääomaa

Taalerin liiketoiminta sitoo muista listatuista varainhoitoyhtiöistä poiketen merkittävän määrän pääomaa. Tämä johtuu käytännössä täysin Garantian korkeista pääomavaatimuksista, sillä muiden liiketoimintojen osalta pääoman sitoutuminen rajoittuu lähinnä oman taseen sijoituksiin.

## Tase Varainhoito-kaupan jälkeen

Varainhoidon myynnin jälkeen Taalerin tase koki merkittävän muutoksen. Tase ylikapitalisoitui merkittävästi ja lisäksi yhtiö pääsi eroon katastrofaalisista RaVa-ryhmittymän mukaisista vakavaraisuussäädöksistä.

Yhtiö on pyrkinyt keventämään tasettaan viimeisen kahden vuoden aikana omistajilleen maksamin lisäosingoin, mutta erityisesti Pääomarahastojen vahvojen kertatuottojen johdosta taseen koko on laskenut vain maltillisesti noin 320 MEUR:sta nykyiseen 300 MEUR:oon. Tase onkin edelleen hyvin raskas ja kuvastaa yhtiön merkittävää ylipääomitusta sekä Garantian huomattavia pääomatarpeita.

Taseen vastaavaa-puolen merkittävin yksittäinen erä on Garantian sijoitusomaisuus, jonka arvo konsernitaseessa oli 2022 lopussa 154 MEUR (tasemallissamme kohta ”Sijoitukset”).

Toiseksi merkittävin erä on oman taseen sijoitukset, joita yhtiöllä oli 2022 lopussa 64 MEUR:lla. Kirjanpidollisista syistä johtuen 48 MEUR tästä näkyy sijoituksissa (tasemallissamme ”osakkuusyhtiöt”) ja loput ovat saamisissa sekä muissa varoissa (tasemallissamme ”saamiset ja

muut varat”). Sijoitukset jakautuvat 38 MEUR:n strategiaan ja 25 MEUR:n ei-strategiisiin sijoituksiin.

Sijoittajien on myös hyvä huomioida, että saamiset pitävät sisällään yhtiön 2021–2022 kirjaamat arviot vanhojen tuulirahastojen tuottopalkkioista (noin 14 MEUR), jotka realisoituvat kassavirtana yhtiön irtautuessa rahastoista. Käteistä yhtiöllä oli vuoden lopussa 47 MEUR.

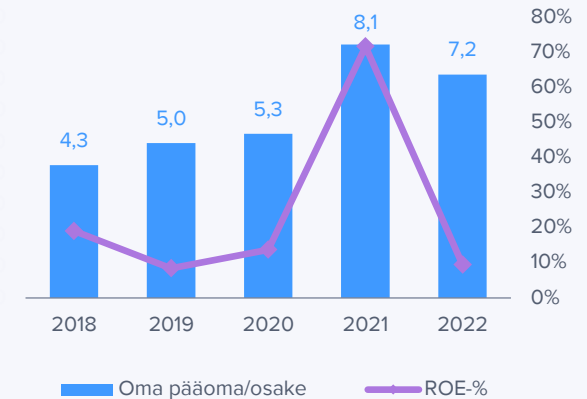
Muilta osin taseen omaisuuspuoli on hyvin kevyt, eikä siellä ole sijoittajan kannalta muita merkityksellisiä eriä.

Oma pääoma yhtiöllä oli 2022 lopussa noin 202 MEUR ja korollista velkaa noin 15 MEUR (Tier 2 -laina). Taalerin ei ole taloudellisesti järkevää maksaa Tier 2 -lainaansa pois ennen sen erääntymistä vuonna 2024, sillä lunastus johtaisi huomattaviin korvausmaksuihin lainan osuudenomistajille.

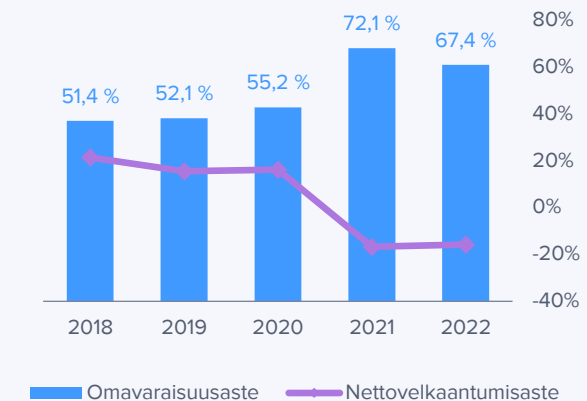
Korottomia velkoja yhtiöllä oli vuoden lopussa noin 83 MEUR:lla. Korottomista veloista 44 MEUR liittyy vakuutustoiminnan vastuovelkaan ja muut korottomat velat (36 MEUR) koostuvat pääasiassa Garantian laskennallisista verovelosta sekä liiketoimintaan liittyvistä normaaleista eristä.

Yhtiöllä ei luonnollisesti ole nettovelkaa ja nettovelkaantumisaste oli 2022 lopussa -26%. Omavaraisuusaste puolestaan huiteli lähes 70 %:ssa, mikä alleviivaa taseen selkeää ylikapitalisoitumista.

Oman pääoman ja ROE:n kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



# Taloudellinen tilanne 2/2

## Tase rajusti ylikapitalisoitunut

Vaikka Taaleri onkin hieman keventänyt tasettaan lisäosingoilla viimeisen kahden vuoden aikana, on tase edelleen selvästi ylikapitalisoitunut. Tilanne tämän suhteen tulee lähivuosina arviomme mukaan vain pahentumaan, kun sijoituksista purkautuu pääomia ja Garantia jakaa konsernille vahvaa osinkovirtaa.

Ennustemallimme mukaan Taalerilla on taseessaan 2024 lopussa lähes 80 MEUR käteistä (2023 tilikauden 22 MEUR:n osinko vähennetty tästä), jonka lisäksi sijoituksissa on edelleen kiinni noin 10 MEUR ei-strategisia sijoituksia. Tämä luku huomioi 15 MEUR:n Tier 2-lainan takaisinmaksun 2024 aikana. Yhtiö tarvitsee liiketoimintansa pyörittämiseen vain rajallisia pääomia, joten valtaosaa tästä pääomasta voidaan pitää ylimääräisenä.

## Tasetta pitää saada töihin

On selvää, että tämä pääoma on pakko saada töihin ja yhtiön johto onkin useaan otteeseen kommunikoinut hyvin selkeästi, että mikäli yhtiö ei rahalle löydä järkevää käyttöä, se tullaan jakamaan osakkeenomistajille.

Taaleri on [kertonut harvinaisen selvästi](#), että sen tahtotilana on kiihdyttää Pääomarahastojen kasvua yritystojen avulla. Yhtiö etsiikin aktiivisesti uusia kohteita, mutta aiemmasta Taalerista poiketen kohteiden suhteen ollaan erittäin valikoivia ja niiden pitää istua yhtiön strategiaan. Käytännössä Taaleri olisi arviomme mukaan kiinnostunut 1) laajentamaan nykyistä tuotetarjontaansa jo olemassa olevilla tuotteilla/tiimeillä ja/tai 2) kiihdyttämään kasvua olemassa olevissa tuotesegmenteissä (esim. kiinteistöissä)

laajentamalla asiakaskuntaa.

Yhtiöllä olisi mahdollisuus toteuttaa isompikin järjestely, sillä ylimääräisen pääoman lisäksi taseessa olisi kohtuullisen hyvin velkakapasiteettia ja lisäksi yhtiön kannattaisi harkita oman osakkeen käyttöä vastapuolien sitouttamiseksi.

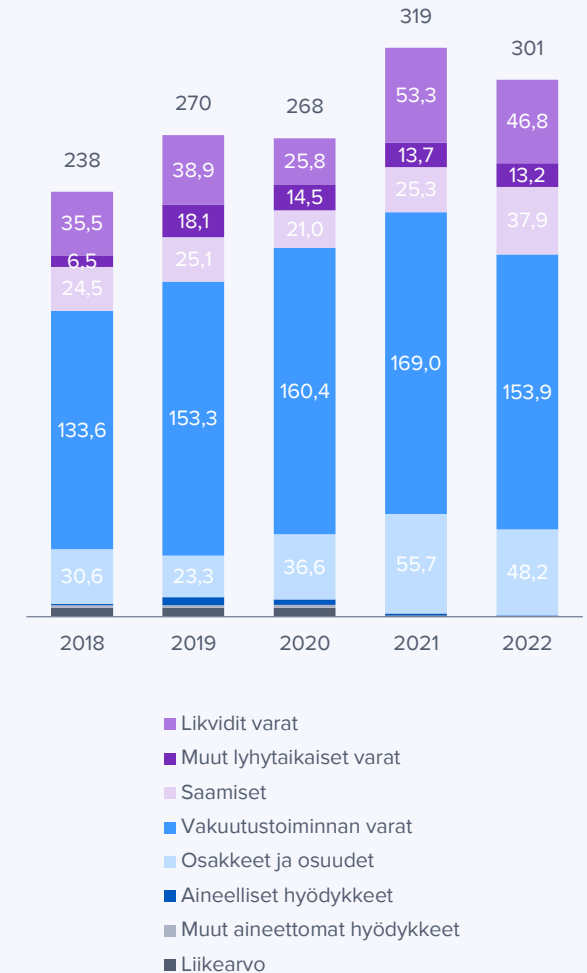
Suurimpana ongelmana Taalerilla järjestelyiden osalta on muiden finanssitalojen tapaan kohteiden puute. Suomen sijoituspalvelukentällä on tarjolla erittäin vähän laadukkaita vaihtoehtoisia tuotteisiin keskittyviä taloja ja ne muutamat talot (mm. Dasos Capital) ovat positionsa johdosta lähtökohtaisesti hyvin kalliita. Näemmekin aidon riskin sille, että Taaleri ei kykene allokoimaan pääomia järkevästi yrityskauppoihin.

Toinen polku laittaa pääoma töihin Pääomarahastoihin olisi kasvattaa omia suoria sijoituksia. Tämän näemme relevanttina etenkin Bioassa, missä Fintoilin tai Biohiilen tapaisilla kanssasijoitushankkeilla voidaan kasvattaa hallinnoitavaa varallisuutta ja luoda tiimille track-recordia.

Uskomme yhtiön indikoivan seuraavan strategiapäivityksen yhteydessä, että tase on tarkoitus saada normaaliin kokoluokkaan seuraavan strategiakauden aikana (2024-2026). Arviomme mukaan yhtiön taseen normaali koko nykyisen liiketoiminnan tarpeet huomioiden voisi olla hieman yli 200 MEUR.

Olemme lisäosinkoennusteissamme hyvin varovaisia ja odotamme yhtiöltä 0,30 euron lisäosinkoa per vuosi seuraavan kolmen vuoden ajalta. Huomautamme, että lisäosinkojen jälkeenkin yhtiön tase on edelleen reippaasti ylikapitalisoitunut.

## Konsernitaseen rakenne (MEUR)



# Ennusteet 1/4

## Ennusteidemme lähtökohdat

Arviomme mukaan markkinatilanne säilyy lähivuosina Taalerin kannalta vähintään kohtuullisena. Vaikka pääomamarkkinoiden tilanne onkin heikentynyt selvästi 2022 aikana talouden hidastumisen, geopolittisten jännitteiden kiristymisen sekä nousevien korkojen seurauksena, ei toimialan isoihin trendeihin ole näkemysksemme mukaan tulossa muutoksia.

Korkojen noususta huolimatta reaalkorko on pysynyt matalana, mikä pitää yllä kysyntää vaihtoehtoisia sijoitustuotteita kohtaan. Vaikka korkotuotteiden kohentuneet nimellistuotot tulevat todennäköisesti pysäyttämään korkoallokaatioissa pitkään jatkuneen laskun, emme usko tämän tapahtuvan vaihtoehtoisten tuotteiden kustannuksella, sillä vaihtoehtoista tuotteista on mielestämme tullut pysyvästi oleellinen osa modernia sijoitussalkkua. Mielestämme on kuitenkin selvää, että korkojen nousua jälleen relevantiksi omaisuusluokaksi tulee kilpailu vaihtoehtoisten tuotteiden välillä kiristymään.

Taaleri on Energian sekä Bion osalta positioitunut nykyiseen ympäristöön hyvin, mutta kiinteistöjen osalta tilanne on selvästi hankalampi. Garantia puolestaan hyötyy osittain korkojen noususta, sillä sen korkosijoituksiin painottuneen sijoitussalkun rakenteellinen tuottotaso tekee selvän tasokorjauksen ylöspäin. Toisaalta korkeammat korot ovat heikentäneet yhtiölle tärkeiden asuntolainojen kysyntää.

Olemme käsitelleet segmenttikohtaiset ennusteet segmenttien omissa kappaleissa ja tässä kappaleessa keskitymme ennusteiden yhteenvetoon konsernin näkökulmasta.

Koska Taaleri raportoi sijoitustuotot osana liikevaihtoa, suosittelemme sijoittajia keskittymään konsernitasolla pelkästään tulokseen ja liikevaihtoa tulee tarkastella operatiivisten segmenttien tasolla.

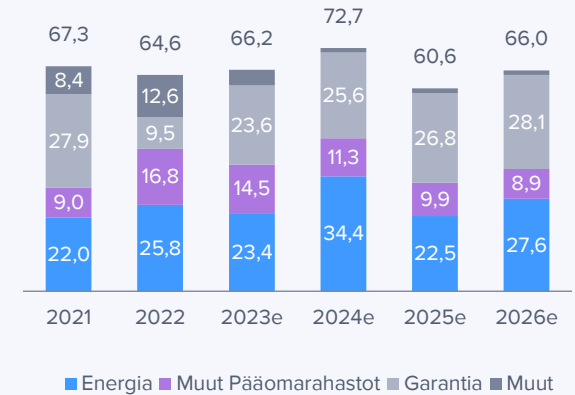
## Fokus operatiivisissa numeroissa

Koska Taaleri käy läpi merkittävää murrosta, eivät yhtiön raportoidut numerot anna mielestämme oikeaa kuvaa yhtiön arvon kehityksestä. Yhtiön tulos tulee lähivuodet saamaan merkittävää tukea taseen siivouksesta johtuvista kertatuotoista, jolloin tulos näyttää ”liian hyvältä”. Näiden tuottojen merkitys yhtiön arvoon on hyvin rajallinen ja suosittelemmekin sijoittajia keskittymään seuraaviin asioihin nykyisellä strategiakaudella:

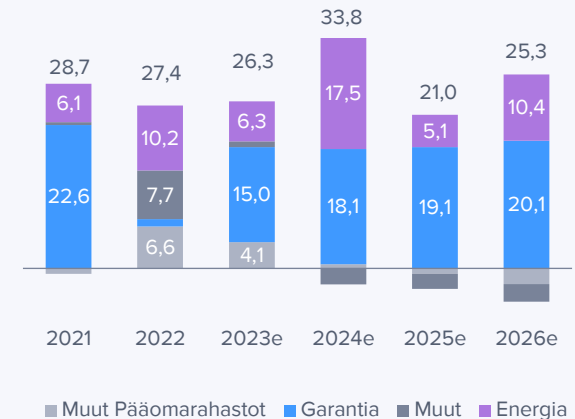
- 1) AUM:n ja jatkuvien palkkioiden kasvu
- 2) Jatkuviin palkkioihin pohjautuvan kannattavuuden kehitys
- 3) Garantian vakuutustekninen suorittaminen ja osingonmaksukyky
- 4) Rahastojen performanssi

Kokonaisuutena odotamme Taalerilta operatiivisesti nousujohteista tuloskehitystä Energian sekä Garantian vetämänä. Tulokasvun kulmakeroita rajoittavat kuitenkin Bion hidas ylösajo, Kiinteistöjen haasteet sekä Garantian hidastuva kasvu. 2026 ennustamamme noin 13 MEUR:n jatkuviin palkkioihin pohjautuva tulostaso ei mielestämme edelleenkään kerro Taalerin nykyisen liiketoiminnan tulospotentialista. Muiden pääomarahastojen ollessa edelleen tappiolla ja Energian jatkavan skaalautumistaan vielä seuraavallakin rahastolla (SolarWind 4).

## Liikevaihtoennusteet (MEUR)



## Liikevoittoennusteet (MEUR)





# Ennusteet 2/4

## Ennustemuutokset

Olemme tehneet ennusteisiimme paljon pieniä muutoksia ja konsernitasolla muutokset ovat merkittäviä (taulukko sivulla 36). Iso osa muutoksista selittyy kuitenkin kertatuottojen siirtymisellä segmentistä toiseen sekä kertatuottojen kokoluokan tarkistuksilla. Keskeiset muutokset ovat olleet aiempaa hieman varovaisempi näkemys Sijoitussalkun tuottoihin sekä vanhojen tuulirahastojen loppuihin tuottopalkkioihin. Myös operatiivisesti ennusteemme ovat laskeneet hieman johtuen selvästi aiempaa varovaisemmasta näkemyksestä Kiinteistöissä sekä yleisesti kohonneista kuluennusteista.

Garantian osalta olemme tarkistaneet lähivuosien vakuutusmaksutuottojen ennustettamme alaspäin selvästi heikentyneen asuntolainamarkkinan vanavedessä. Samalla olemme kuitenkin tarkistaneet ylöspäin arviotamme Garantian sijoitussalkun tuottotasosta korkotason nousun seurauksena, ja kokonaisuutena segmentin tulosennusteet ovat nousseet selvästi.

Konsernin osinkoennusteita olemme tarkistaneet ylöspäin huomattavasti, sillä odotamme nyt 0,30 euron lisäosinkoja myös vuosilta 2024 ja 2025. Huomautamme, että Taalerin tase on edelleen näidenkin lisäosinkojen jälkeen selvästi ylikapitalisoitunut, ja mikäli yhtiö ei löydä rahalle järkevää käyttöä yritysjärjestelyissä, on sillä varaa palauttaa vielä merkittäviä pääomia uuden strategiakauden lopulla 2026. Pidämme seuraavaa strategiakautta eräänlaisena perälautana, ja mikäli yhtiö ei saa pääomiaan töihin ennen tätä, tulemme näkemään suurempia pääomanpalautuksia

omistajille.

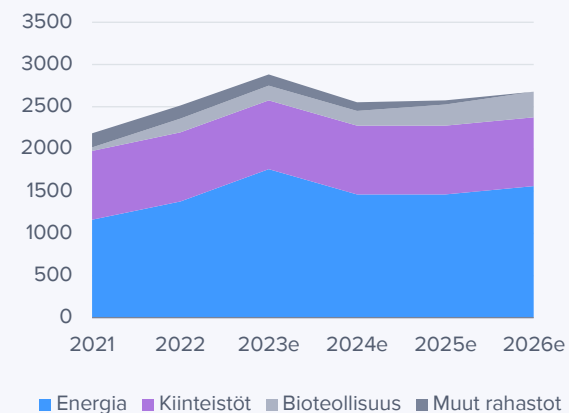
## 2023: Fokus Energian ylösajossa

Vuosi 2023 on Taalerin nykyisen strategiakauden viimeinen, ja sen osalta tärkeimpänä asiana on luonnollisesti Energia, jonka tulisi tehdä merkittävä kannattavuusparannus SolarWind 3 -rahaston ylösajon edetessä. SolarWind 3:n myynnin kehitys onkin Taalerille tärkein yksittäinen asia kuluvana vuonna. Lisäksi arviomme mukaan Energia irtaantuu Texasin tuulihankkeesta ja kirjaa tästä merkittävät kertatuotot (4 MEUR). Bion osalta fokus on ykkösrahaston sijoitustoiminnassa ja Kiinteistöjen osalta odotamme yhtiöltä strategisia linjauksia nykytilanteen ollessa mielestämme kestävä. Muut Pääomarahastot kirjaavat 2023 aikana merkittävät noin 7 MEUR:n sijoitustuotot ja tuottopalkkiot (Fintoil), mutta operatiivinen toiminta on selvästi tappiollista (-3 MEUR). Muun salkun osalta siivous jatkuu, ja merkittävimpana Kanadan asuntohankkeesta pitäisi vapautua noin 10 MEUR:n pääomat ja Toriparkista kohtuullinen myyntivoitto. Kanadan asuntohankkeesta ei tuloudu myyntivoittoa/-tappiota, koska kyseessä on laina.

Garantian tulos kasvaa ennusteissamme selvästi, mutta tämän taustalla ovat puhtaasti sijoitustuotot, jotka jäivät selvästi negatiivisiksi vuonna 2022.

Kokonaisuutena odotamme yhtiöltä hyvää noin 26 MEUR:n liiketulosta ja 0,67 euron osakekohtaista tulosta. Jatkuvien tuottojen osuus jää yhä hyvin vaatimattomaksi ja valtaosa tuloksesta syntyy kertatuotoista. Odotamme yhtiön korottavan perusosinkoaan kahdella sentillä 0,47 euroon ja jakavan lisäosinkoa 0,30 euroa, eli yhteensä 0,77 euroa osakkeelta.

AUM-ennusteet (MEUR)



# Ennusteet 3/4

## 2024: Strategian eteneminen jatkuu

2024 pitäisi sujua pitkälti samoilla askelmerkeillä kuin 2023. SolarWind 3 -rahaston myynti sekä ylösajo jatkuvat ja segmentin operatiivinen kannattavuus vahvistuu selvästi palkkiovirran kasvaessa. Odotamme Energian irtaantuvan myös vanhoista tuulirahastoistaan (Tuuli 2 ja 3) ja kirjaavan tästä merkittävän noin 9 MEUR:n tuottopalkkion. Huomautamme, että Tuulirahastoista on jo aiemmin kirjattu noin 14 MEUR:n palkkiot, jotka näkyvät taseessa saamisina. Nämä saamiset muuttuvat käteiseksi transaktion toteutumisen yhteydessä. Taalerin kannalta kauppahinnan lisäksi kiinnostavaa on se, saako yhtiö ostajalta mandaatin rahastojen hoitoon (samaan tapaan kuin Kiinteistö-sijoitusalue sai mandaatin Asuntorahasto 6:n hoitamisesta).

Bioteollisuus jatkaa sijoitustoimintaansa ja Taalerin pitäisi 2024 aikana antaa selkeä indikaatio siitä, että Bioteollisuus 2 -rahaston varainkeruu alkaa 2025 aikana. Kiinteistöjen osalta tilanne on hankala ja olemme ennusteissamme hyvin varovaisia. Muiden pääomarahastojen operatiivinen tulos pysyykin selvästi tappiollisena.

Garantia jatkaa ennusteissamme vahvaa noin 10 %:n tuloskasvuun maltillisesti kasvavien vakuutusmaksutuottojen sekä skaalautuvan liiketoimintamallinsa ansioista.

Kokonaisuutena odotamme yhtiöltä vahvaa noin 34 MEUR:n liiketulosta ja 0,88 euron osakekohtaista tulosta. Jatkuvan toiminnan kannattavuus paranee selvästi Energian vetämänä, mutta on edelleen selvästi pienempi osa tuloksesta. Odotamme yhtiön korottavan perusosinkoaan kahdella sentillä 0,50 euroon ja jakavan lisäosinkoa 0,30 euroa, eli

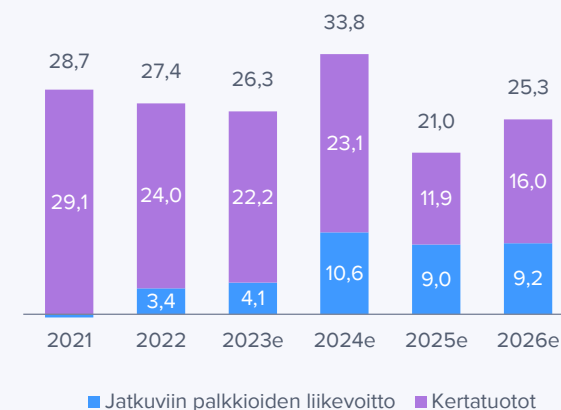
yhteensä 0,80 euroa osakkeelta.

## Pitkän aikavälin ennusteet

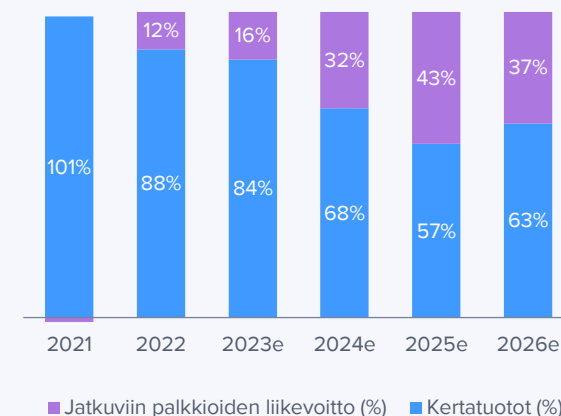
Odotamme yhtiön liiketoiminnan jatkavan vakaata edistymistään myös seuraavan strategiakauden jälkipuoliskon aikana (2025–2026). Bion pitäisi lähteä skaalautumaan toisen rahaston myötä ja Energian jatkaa vakaata edistymistään. Strategiakauden lopulla yhtiön pitäisi aloittaa varainkeruu Energian seuraavaan SW4 -rahastoonsa, jonka myötä toiminta skaalautuu vielä seuraavalle tasolle (jatkuva EBIT-% +30 %). Pääomarahastoissa murheenkryyninä jatkavat Kiinteistöt, joiden tilanne säilyy hankalana. Kiinteistöjen haasteista johtuen Muiden pääomarahastojen kannattavuus tuleekin pysymään ennusteissamme tappiollisena vielä seuraavankin strategiakauden lopussa. Tämä on luonnollisesti selkeä ongelma, ja mielestämme Taalerin tulisikin pohtia strategisia keinoja kehityksen kääntämiseksi. Todennäköisin vaihtoehto olisivat yrityskaupat, joilla yhtiö saisi lisää volyyymiä kattamaan korkeahkoa kiinteää kulutasoa. Garantia puolestaan jatkaa vakaata tuloskehitystä, mutta vakuutusmaksutuottojen kasvu maltillistuu asuntolainatakausten markkinan saturoituessa.

Normaalissa sijoitusympäristössä Garantian pitäisi yltää arviolta noin 20 MEUR:n liikevoittoon ja Muut-segmentin tappio on arviomme mukaan vuosittain noin 2–3 MEUR, kun osa kuluista jyvitetään operatiivisille liiketoimintasegmenteille. Näin ollen Taaleri-konsernin normaalin tuloskunnan pitäisi olla seuraavan strategiakauden päättyessä 2026 noin 25–30 MEUR tasolla edellyttäen, että yhtiö onnistuu strategiansa toteutuksessa.

### Liikevoiton jakauma (MEUR)



### Liikevoiton jakauma (%)



# Ennusteet 4/4

Kokonaisuutena jatkuvan toiminnan kannattavuus jatkaa parantumistaan, ja 2026 jatkuviin palkkioihin pohjautuvan liiketoiminnan tulos on noin 13 MEUR, joka on edelleen suhteellisen vaatimaton taso. Muut pääomarahastot -segmentin ollessa edelleen tappiolla. Lisäksi tuloksen ennustettavuus on tässä vaiheessa merkittävästi parempi. Seuraavan strategiakauden päättyessä yhtiön tuottosidonnaiset palkkiot tulevat täysin nykyisistä pääomarahastoista. Näiden normaalia tasoa on hankala arvioida, mutta näkemyksemme mukaan yhtiöllä on edellytykset +5 MEUR/vuosi tuottopalkkiovirtaan. Koska rahastojen määrä on varsin pieni, tulee tuottopalkkioiden taso heilumaan rajusti yksittäisten vuosien välillä, sillä yksittäisten rahastojen menestyksellä on huomattava vaikutus näiden määrään.

Vuosina 2024–2026 tulee Taalerin onnistua seuraavissa asioissa, jotta tulosennusteemme toteutuvat:

- 1) Uusien sijoitustuotteiden lanseeraaminen ja SolarWind 3 -rahaston myynnissä onnistuminen
- 2) Vahvoihin sijoitustuottoihin yltäminen
- 3) Kulutehokkuuden parantaminen ja kulutehokkuutta vaalivan kulttuurin rakentaminen

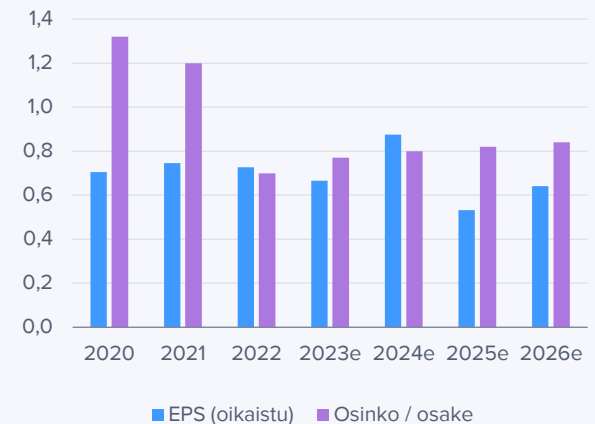
## Taseen siivous ohi seuraavan strategiakauden päättyessä

Taseen siivouksen pitäisi myös olla pitkälti ohi ja arviomme mukaan enemmistö ei-strategisista sijoituksista myytyinä vuoden 2026 loppuun mennessä. Lisäksi strategisten sijoitusten osalta

salkku on nykyistä fiksummassa asennossa ja huomattava osa pääomista sijoitettuna Taalerin omiin rahastoihin, Aktian osakkeisiin tai alkuvaiheen kanssasijoitushankkeisiin. Samalla ajanjaksolla odotamme yhtiön sijoitussalkun koon laskevan nykyisestä 64 MEUR:sta noin 25 MEUR:oon.

Koska Taaleri on varsin selvästi korvamerkinnyt merkittävän osan ylimääräisestä pääomastaan yritysjärjestelyihin, on yhtiöllä ennustemallissamme lähes 75 MEUR:n nettokassa vuoden 2026 lopulla. Mielestämme on selvää, että mikäli yhtiö ei ole seuraavalla strategiakaudella löytänyt järkeviä yritysjärjestelykohteita koko summalle, tullaan tämä pääoma huomattavilta osin palauttamaan yhtiön omistajille. Arviomme mukaan Taalerin pitäisi normaalioloissa kyetä liiketoimintansa pyörittämiseen noin 20–30 MEUR:n kassalla ja tarvittaessa käyttää likviditeettinsä hallintaan velkainstrumentteja (kuten esimerkiksi lähin verrokki CapMan tekee).

## EPS ja osakekohtainen osinko



## Sijoitussalkun kehitys (MEUR)



# Ennustemuutokset

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
<b>Liikevaihto</b>	<b>76,3</b>	<b>66,2</b>	<b>-13 %</b>	<b>60,0</b>	<b>72,7</b>	<b>21 %</b>	<b>62,3</b>	<b>60,6</b>	<b>-3 %</b>
Strategiset sijoitukset	21,0	23,6	12 %	23,9	25,6	7 %	26,8	26,8	0 %
Tasesijoitukset	7,0	4,7	-33 %	2,5	1,4	-44 %	2,5	1,4	-44 %
Pääomarahastot	50,3	37,9	-25 %	38,7	45,7	18 %	32,0	32,4	1 %
<b>Käyttökate</b>	<b>39,8</b>	<b>26,9</b>	<b>-32 %</b>	<b>26,1</b>	<b>34,2</b>	<b>31 %</b>	<b>22,8</b>	<b>21,7</b>	<b>-5 %</b>
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>36,9</b>	<b>26,3</b>	<b>-29 %</b>	<b>20,3</b>	<b>33,8</b>	<b>66 %</b>	<b>22,9</b>	<b>21,0</b>	<b>-9 %</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>36,9</b>	<b>26,3</b>	<b>-29 %</b>	<b>20,3</b>	<b>33,8</b>	<b>66 %</b>	<b>22,9</b>	<b>21,0</b>	<b>-9 %</b>
Strategiset sijoitukset	13,5	15,0	11 %	16,4	18,1	11 %	19,1	19,1	0 %
Tasesijoitukset	3,9	0,9	-77 %	-0,8	-2,6	221 %	-0,8	-2,4	196 %
Pääomarahastot	21,8	10,4	-52 %	10,1	18,2	80 %	3,9	4,2	8 %
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>36,1</b>	<b>25,5</b>	<b>-29 %</b>	<b>20,1</b>	<b>33,4</b>	<b>66 %</b>	<b>22,9</b>	<b>21,0</b>	<b>-9 %</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,95</b>	<b>0,67</b>	<b>-30 %</b>	<b>0,51</b>	<b>0,88</b>	<b>72 %</b>	<b>0,59</b>	<b>0,53</b>	<b>-10 %</b>
Osinko / osake	0,80	0,77	-4 %	0,55	0,80	45 %	0,60	0,82	37 %

Lähde: Inderes

# Ennusteiden yhteenveto

Konsernitason ennusteet	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Segmenttien yhteenlaskettu liikevaihto</b>	<b>67,3</b>	<b>64,6</b>	<b>66,2</b>	<b>72,7</b>	<b>60,6</b>	<b>66,0</b>
Pääomarahastot	31,0	42,5	37,9	45,7	32,4	36,6
<i>Energia</i>	22,0	25,8	23,4	34,4	22,5	27,6
<i>Muut Pääomarahastot</i>	9,0	16,8	14,5	11,3	9,9	8,9
Garantia	27,9	9,5	23,6	25,6	26,8	28,1
<i>Takausvakuutustoiminnan nettotuotot</i>	17,6	18,0	15,9	17,6	18,7	19,7
<i>Sijoitustuotot</i>	10,3	-8,5	7,7	8,0	8,2	8,3
Muut-segmentti	8,4	12,6	4,7	1,4	1,4	1,4
<b>Liikevoitto (raportoitu)</b>	<b>143,6</b>	<b>27,4</b>	<b>26,3</b>	<b>33,8</b>	<b>21,0</b>	<b>25,3</b>
Pääomarahastot	5,2	16,8	10,4	18,2	4,2	7,9
<i>Energia</i>	6,1	10,2	6,3	17,5	5,1	10,4
<i>Muut Pääomarahastot</i>	-0,9	6,6	4,1	0,6	-0,9	-2,5
Strategiset sijoitukset	22,6	1,2	15,0	18,1	19,1	20,1
Muut-segmentti	0,4	7,7	0,9	-2,6	-2,4	-2,8
Kertaerät	114,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>28,7</b>	<b>27,4</b>	<b>26,3</b>	<b>33,8</b>	<b>21,0</b>	<b>25,3</b>
<i>EBIT-% ilman kertaeriä</i>	43 %	42 %	40 %	46 %	35 %	38 %
Verot	-5,2	-5,1	-5,1	-6,7	-4,2	-5,1
Vähemmistöt	0,0	-0,7	-1,1	-0,8	-0,9	-0,9
<b>Nettotulos</b>	<b>136,0</b>	<b>20,6</b>	<b>19,3</b>	<b>25,9</b>	<b>15,9</b>	<b>19,3</b>
EPS (raportoitu)	4,80	0,73	0,67	0,88	0,53	0,64
EPS (oikaistu)	0,75	0,73	0,67	0,88	0,53	0,64
Osinko	1,20	0,70	0,77	0,80	0,82	0,84
<b>Segmenttien ennusteet*</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
<b>Pääomarahastot</b>	<b>5,2</b>	<b>16,8</b>	<b>10,4</b>	<b>18,2</b>	<b>4,2</b>	<b>7,9</b>
<i>Liikevoitto ilman kertatuottoja</i>	-5,7	-5,1	-0,6	5,2	3,2	2,9
<i>Kertatuotot</i>	10,9	21,9	11,0	13,0	1,0	5,0
<b>Garantia</b>	<b>22,0</b>	<b>4,6</b>	<b>17,7</b>	<b>19,4</b>	<b>20,3</b>	<b>21,4</b>
<i>Vakuustekninen tulos</i>	11,7	13,1	10,0	11,4	12,2	13,0
<i>Sijoitustuotot</i>	10,3	-8,5	7,7	8,0	8,2	8,3
<i>Korkokulujen kohdistus</i>	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
<b>Muut-segmentti</b>	<b>-1,0</b>	<b>5,5</b>	<b>-2,5</b>	<b>-5,9</b>	<b>-6,3</b>	<b>-6,7</b>
<i>Liikevoitto ilman kertatuottoja</i>	-6,4	-4,7	-5,3	-5,9	-6,3	-6,7
<i>Kertatuotot</i>	5,4	10,2	2,8	0,0	0,0	0,0

\* Segmenttien liikevoitot eivät sisällä konsernikulujen allokoiteja, vaan nämä näkyvät Muut-segmentissä

# Arvonmääritys 1/6

## Yhteenveto arvostuksesta

Olemme haarukoineet Taalerin käypää arvoa osien summan, suhteellisen ja absoluuttisen arvostuksen sekä kassavirtalaskelman kautta. Keskitymme analyysissämme etenkin osien summaan, sillä se huomioi parhaiten Taalerin osissa olevan arvon ja liiketoimintojen erilaiset profiilit. Emme myöskään näe Taalerin osissa sellaista piiloarvoa, jonka realisoituminen ei olisi lähivuosien aikana realistista, nyt kun Garantia on saatu käännettyä osinkoyhtiöksi ja yhtiö laittaa tasetaan aktiivisesti töihin.

Osien summan mukainen arvomme on noin 11 euroa osakkeelta, mikä on linjassa tavoitehintamme kanssa. Emme pidä enää perusteltuna hinnoitella Taaleria alle sen osien summan, sillä näissä olevan arvon purkautumiseen on selkeät askelmerkit ja yhtiö on sitoutunut arvon purkamiseen. Verrokkianalyysi, absoluuttiset kertoimet sekä DCF-malli tukevat nykyistä tavoitehintaamme.

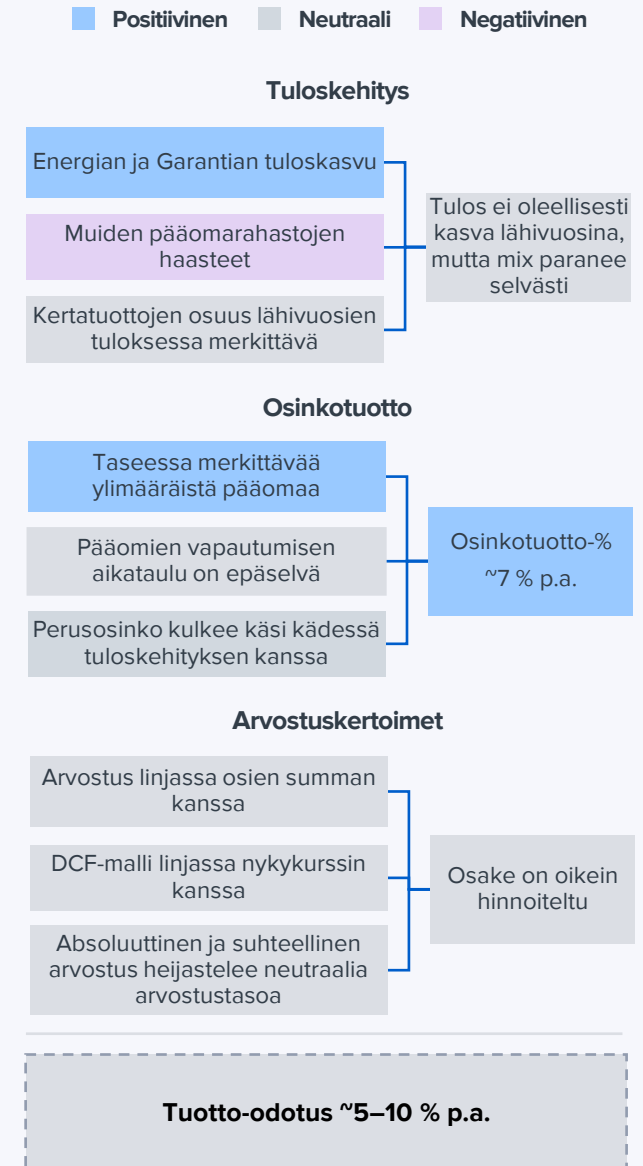
Näkemyksemme mukaan Taalerin osake onkin oikein hinnoiteltu ja toistamme vähennä-suosituksemme. Korkeampi osakekurssi vaatisi taakseen 1) Pääomarahastojen odotettua parempaa kehitystä etenkin Muissa pääomarahastoissa, 2) onnistuneita yrityskauppoja tai 3) tuottopalkkioiden sekä taseen tuottojen odotettua vahvempaa kehitystä.

## Pääomarahastot ja Garantia eivät kuulu samaan kotiin

Pitkässä juoksussa on mielestämme edelleen täysin selvää, että Taalerin nykyisten osien (Pääomarahastot ja Garantia) ei ole optimaalista kuulua samaan konserniin johtuen niiden täysin erilaisista profiileista ja olemattomista synergieoista. Mielestämme Garantiasta irtaantuminen tavalla tai toisella olisikin loogisin askel purkaa nykyinen konsernirakenne. Yksi hyvä tapa tähän voisi olla Garantian listaaminen pörssiin osittaisjakautumisella. Garantia olisi itsenäisenä riittävän kokoinen pörssiin ja mielestämme sen liiketoiminnan korkea laatu pääsisi paremmin oikeuksiinsa itsenäisenä yhtiönä kuin osana Taaleri-konsernia, jossa Garantialla ei ole selkeää roolia osana strategiaa. Toisaalta on selvää, että mahdollisen irtaantumisen myötä Pääomarahastoliiketoiminnan kulurakenne olisi aivan liian raskas, kun segmentti joutuisi kantamaan kaikkia konsernikuluja harteillaan. Ongelma poistuisi, mikäli Taaleri taas kykenisi kasvattamaan Pääomarahastoliiketoimintaansa yritysostoilla. Tällöin jakautumisen toteuttamatta jättämiselle olisi entistä vaikeampi keksiä järkeviä perusteluita. Pidämme kuitenkin Garantian irrottamista lähivuosina epätodennäköisenä, sillä huomattavista konsernikuluista johtuen sen merkitys konsernin tulokselle on toistaiseksi liian korkea.

Mikäli Taaleri irtaantuisi Garantiasta, tulisi Taalerista itsestään erittäin kiinnostava pelinappula kotimaisessa varainhoitosektorin konsolidaatioissa, sillä etenkin Energia sopisi erittäin hyvin useammalle eri yhtiölle (mm. CapManille).

## Osaketuoton ajurit



# Arvonmääritys 2/6

## Energian arvo

Energian kehitys on viime vuosina ollut pääosin hyvin vakuuttavaa. Riskitaso on myös tullut alas toiminnan ylösajon edetessä ja näkyvyyden parantuessa. Ainoa haaste sijoittajan näkökulmasta on ollut segmentin kulutaso, joka on jatkuvasti kasvanut odotuksiamme nopeammin. Tästä johtuen myös odotuksemme segmentin kannattavuuspotentiaalista ovat laskeneet.

Koska lähivuosien ennusteisiimme liittyvä riskitaso on mielestämme varsin maltillinen, olemme valmiit katsomaan Energiassa yhä enemmän pitkän aikavälin potentiaalia. Vuoden 2025 tulosennusteet antavat mielestämme hyvän kuvan Energian pitkän aikavälin potentiaalista, sillä 2025 yhtiön kannattavuus on jo järkevällä tasolla toiminnan skaalautuessa ensimmäistä kertaa uuden rahaston myötä.

Mielestämme Energian arvoa haarukoidessa on hyvä erottaa toisistaan jatkuviin palkkioihin pohjautuva kannattavuus sekä kertatuotot. Soveltamalla 2025 kertatuotoista ja konsernin rahoituskuluista (nämä huomioidaan osana konsernin kuluja) oikaistua liikevoittoa (6,4 MEUR) sekä 12x EV/EBIT-kerrointa (varainhoitajille hyväksymämme 10–14x haarukan keskikohta) saamme jatkuvan toiminnan arvoksi 75 MEUR. Olemme arvioineet Energian kykenevän noin 5 MEUR:n vuotuisen tuottopalkkioon (taso vaihtelee merkittävästi yksittäisten vuosien välillä) ja soveltamalla tähän 6x EV/EBIT-kerrointa saadaan tuottopalkkioiden arvoksi 30 MEUR.

Nämä yhteensä ovat 118 MEUR, josta Taalerin 79,6 %:n omistusosuus on noin **84 MEUR**.

Arvo ei ole erityisen vaativa suhteessa Energian pitkän aikavälin näkymiin tai hintoihin, joilla vihreään energiaan erikoistuneita rahastomanagereita hinnoitellaan. Näemme kuitenkin edelleen selkeän riskin sille, että Energian kannattavuus ilman kertatuottoja jää vaisuksi myös SolarWind III - rahaston jälkeen, mikä olisi selkeä ongelma Taalerin nykyomistajille. Hypoteettisessa tilanteessa, jossa Taaleri päättäisi myydä Energian, olisi nykyinen hintalappu todennäköisesti alakanttiin, kun huomioidaan sektorin tulikuumat fundamentit. Kuitenkin Taalerin nykyomistajien tulee nojata arvonmäärityksessään Energian kassavirtoihin, joihin liittyy edelleen paljon epävarmuutta etenkin normaalin kannattavuustason osalta.

Soveltamamme arvostus on myös alle verrokkiryhmän (2023e mediaani EV/EBIT 14x), mutta pidämme tätä perusteltuna Taaleri Energian selvästi pienempi kokoluokka ja ylösajon keskeneräisyys huomioiden. Verrokkiryhmän valuaatio antaa kuitenkin kohtalaista indikaatiota Energian hyväksyttävistä arvostuskertoimista.

Hallinnoitavan varallisuuden näkökulmasta 118 MEUR:n arvo taas on varsin korkea suhteessa lähivuosien noin 1,5 miljardin euron rahastopääomiin (~8 % AUM:sta). Mielestämme tämä on kuitenkin perusteltavissa AUM:n erittäin korkealla laadulla.

## Energian verrokkiryhmä

## EV/EBIT

Yhtiö	2023e	2024e
ABO Wind AG	20,6x	18,4x
Acciona SA	13,0x	13,8x
Energiekontor AG	15,2x	13,2x
Eolus Vind AB (publ)	7,8x	5,0x
PNE AG	48,0x	31,9x
Carlyle Group LP	12,3x	8,3x
EQT AB	17,2x	14,4x
3i Group PLC	4,0x	6,3x
CapMan Oyj	11,0x	9,7x
Blackstone Group Inc	17,4x	13,5x
<b>Keskiarvo</b>	<b>16,6x</b>	<b>13,5x</b>
<b>Mediaani</b>	<b>14,1x</b>	<b>13,4x</b>

Lähde: Refinitiv

# Arvonmääritys 3/6

## Garantian arvo

Garantian arvonmäärityksessä lähdemme oletuksesta, että yhtiö on Taalerille ikuinen omistus, sillä RaVa-ryhmittymän purkautumisen myötä konsernin näkökulmasta kohtuuttoman korkeat pääomavaatimukset eivät enää rasita Taalerin pääomien tuottopotentiaalia. Näin ollen emme huomioi mahdollisen yritysoston ja tähän liittyvien teollisten synergioiden (kuten matalampi vakavaraisuusvaatimus) tarjoamaa preemiopotentiaalia Garantian arvonmäärityksessä.

Arvonmääritysmenetelminä käytämme pääoman tuoton huomioivia tasepohjaisia hinnoittelukertoimia sekä osinkojen nykyarvomallia (DDM). Pidämme Garantian tapauksessa DDM-mallia hyvinkin käyttökelpoisena, sillä oletamme yhtiön jakavan jatkossa lähes koko verojen jälkeisen tuloksensa Taalerille osinkoina.

Soveltamillamme arvonmääritysmenetelmillä saamme Garantian osakekannan arvoksi 180 MEUR (aik. 166 MEUR).

## Garantian DDM-malli

Odotamme Garantian jakaman osinkopotin kasvavan tasaisesti vuoden 2022 10 MEUR:sta 15 MEUR:oon vuonna 2026. Olemme asettaneet terminaalijakson kasvutekijän 1,5 %:iin, sillä oletamme pitkällä aikavälillä lainatakausten kysynnän pysyvän jotakuinkin vakaana ja asuntojen hintojen nousun kasvattavan maltillisesti Garantian arvon kannalta tärkeimpien asuntolainojen ja takausten keskokoa.

Garantian arvonmäärityksessä olemme soveltaneet Taalerille arvioimaamme 9,4 %:n oman

pääoman kustannusta. Näiden oletusten lopputulemana DDM-mallimme indikoi Garantian osakekannan arvoksi noin 180 MEUR. DDM-mallimme mukainen arvo on siten noussut aiemmasta 166 MEUR:sta pääasiassa terminaalikasvuoletuksen noston myötä (aiemmin 0 %), sillä luottamuksemme vakuutusteknisen tuloksen hyvään kehitykseen ja osinkovirran pitkän aikavälin kasvuun on vahvistunut. Huomautamme, että muutoksesta huolimatta maksutuottojen sekä erityisesti korvauskulusuhteen ennusteemme ovat yhä melko varovaiset.

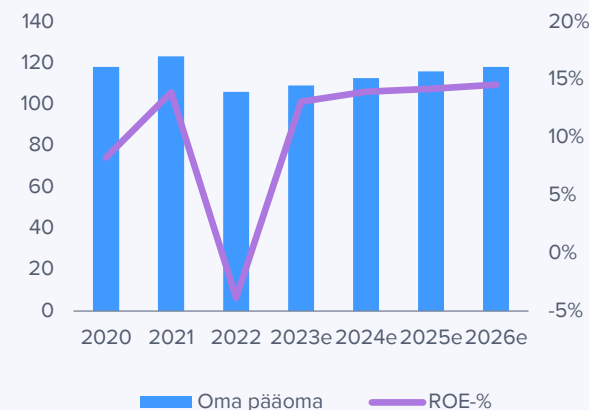
Ennustamallamme tuloskehityksellä ja voitonjakopolitiikalla Garantian solvenssisuhde asettuu ennustejaksollamme 210–230 %:n väliin, mikä vastaa arvioitamme yhtiön mukavuusalueesta.

## Garantian tasepohjaiset kertoimet

Tasepohjaisessa tarkastelussa keskitymme Garantian liiketoimintaan sitoutuneen oman pääoman ja markkinahinnan suhteuttavan P/B-luvun tarkasteluun. Olemme perustaneet Garantialle hyväksymämme kerroinhaarukan yhtiölle arvioimaamme pitkän aikavälin oman pääoman tuottokykyyn, riskitasoon sekä tuloskasvuun.

Soveltamalla Garantialle arvioimaamme 12–15% oman pääoman tuottoa, 9,4 %:n tuottovaatimusta sekä 1,5 %:n kasvutekijää P/B-luvun hyväksyttäväksi tasoksi saamme 1,5–1,9x, jonka mukainen osakekannan arvo asettuu puolestaan 160–200 MEUR:oon. Haarukan keskikohta vastaa siten DDM-mallimme indikoimaa arvoa keskeisten oletusten samankaltaisuudesta johtuen.

## Garantian oman pääoman kehitys



\*Garantian oma pääoma: Taseen oma pääoma (FAS) + tasoitusmäärä

## Garantian tasepohjaisen arvon herkkyyshanalyysi (MEUR)

		Oman pääoman tuotto (ROE)				
		11,0 %	12,0 %	13,0 %	14,0 %	15,0 %
Tuottovaatimus	7,4 %	197	215	233	250	268
	8,4 %	168	184	199	214	230
	9,4 %	147	161	174	187	201
	10,4 %	131	143	154	166	178
	11,4 %	118	128	139	150	160



# Arvonmääritys 4/6

## Muiden Pääomarahastojen arvo

Muiden Pääomarahastojen arvonmääritys on tällä hetkellä hyvin hankalaa, sillä liiketoiminta on rakennusvaiheessa ja myös pidemmän aikavälin tulostenusteemme ovat tappiollisia Kiinteistöjen heikoista näkymistä johtuen.

Näkemyksemme mukaan järjevin tapa Muut Pääomarahastot -segmentin arvottamiseksi on AUM-pohjainen arvonmääritys. Segmentin hallinnoitava varallisuus on tällä hetkellä noin 1100 MEUR, mutta sen laatu on pääosin varsin heikkoa, sillä rahastoista huomattava osa on iältään vanhoja ja lähestymässä irtaantumisvaihetta. Tämä heijastuu myös AUM:n tuottotasoon, joka on vaatimaton (~0,5 %).

Olemme antaneet Muille pääomarahastoille arvoksi 15 MEUR, mikä on hyvin vaatimaton taso suhteessa sen hallinnoitaviin varoihin. Mielestämme pelkän Bioliiketoiminnan arvo on itsessään jo 15 MEUR, ja mahdollisessa yrityskauppatilanteessa olisi ostaja varmasti valmis maksamaan selvästi arviotamme korkeamman hinnan koko Muut pääomarahastot -liiketoiminnasta. Mielestämme hyvin matala arvo on kuitenkin perusteltu, sillä toiminta pysyy ennusteissamme tappiollisena myös pitkällä aikavälillä. On selvää, että arvossa olisi merkittävää nousuvaraa, mikäli yhtiöllä olisi esittää uskottava tietäkartta toiminnan kääntämiseksi voitolliseksi.

## Muut-segmentin arvo

Tasesijoitukset-segmentin arvo muodostuu sen sijoitussalkusta sekä konsernikuluista. Konsernikuluissa emme ole huomioineet segmenteille tehtäviä kulujuvityksiä, sillä

mielestämme tämä antaa paremman kuvan eri segmenttien arvoista.

Konsernikulujen nettoarvoksi olemme määrittäneet -65 MEUR (normalisoitu kulurasite / konsernin pääoman tuottovaatimus). Summa on noussut selvästi aiemmasta 45 MEUR:n arviosta konsernin normalisoidun kulutason ollessa aiempia odotuksiamme korkeampi.

Yhtiön sijoitussalkun koko oli 2022 lopussa 64 MEUR. Olemme lisänneet tähän summaan 14 MEUR:n tuottopalkkiosaamiset, jotka yhtiöllä on taseessaan sen vanhoista tuulirahastoista.

## DCF-arvonmääritys

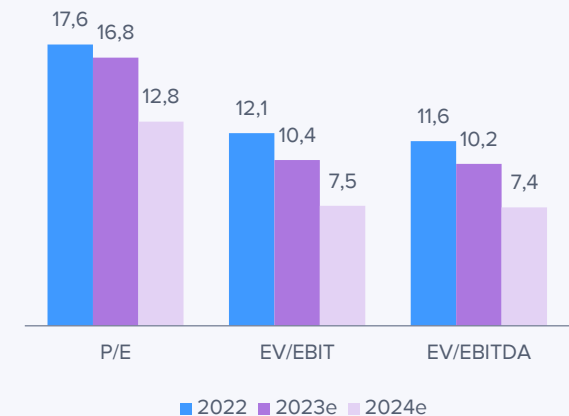
DCF-malli sopii tällä hetkellä Taalerille erittäin huonosti, sillä yhtiö käy läpi merkittävää muutosta ja yhtiön tase hakee edelleen muotoaan. Lisäksi kertatuotot ja taseen muutokset heiluttavat kassavirtaa huomattavasti. Lisäksi malli huomioi huonosti yhtiön suuren sijoitussalkun. Näin ollen emme anna analysissämme oleellista painoa DCF-mallillemme, ja sen antamaan arvoon tulee suhtautua lähinnä muita arvostusmenetelmiä tukevana.

Lähdemme DCF-mallissamme oletuksesta, että 2026 jälkeen kannattavuus kääntyy varovaiseen laskuun. Terminaalikannattavuutena olemme käyttäneet 35 %:n tasoa, joka on yhtiön nykyrakenteella suhteellisen varovainen (Garantian EBIT-% +60%), mutta pidämme tätä perusteltuna johtuen Pääomarahastojen ylösajosta ja tähän liittyvästä epävarmuudesta. Soveltamamme pääoman kustannus on 9,4 % ja linjassa toimialan muiden yhtiöiden kanssa. Kassavirtamallimme antaa Taalerin arvoksi noin 11,0e/osake.

## Verrokkien oman pääoman kustannus



## Arvostuskertoimet



# Arvonmääritys 5/6

## Osien summa

Näkemyksemme mukaan osien summa tarjoaa hyvän lähtökohdan Taalerin arvostukselle, sillä menetelmä huomioi parhaiten konsernin osissa olevan arvon ja liiketoimintojen erilaiset profiilit. Taalerin arvoa ajavat segmenttien operatiivinen kehitys, sillä Garantia jakaa pääosan tuloksestaan konsernille osinkoina ja Pääomarahastoliiketoiminnan ylösajo alkaa realisoitua myös numeroihin. Muut pääomarahastot ovat konsernin ainoa osa, jossa näemme selkeää piiloarvoa. Tämän realisoitumisen polkuun liittyy kuitenkin yhä epäselvyyttä, sillä ennusteillamme segmentin tulos on tappiolla myös strategiakauden lopussa.

Garantian arvo on laskelmissamme 180 MEUR, Energian vähemmistöt huomioiden 84 MEUR, Muiden Pääomarahastojen 15 MEUR, konsernin sijoitusten noin 78 MEUR ja konsernikulujen nykyarvo noin -65 MEUR. Lisäksi yhtiöllä on arviomme mukaan noin 12 MEUR:n nettokassa, joka huomioi irronneen osingon.

Osien summa -laskelmamme antaa Taalerin arvoksi noin 300 MEUR tai 10,7 euroa/osake. Osien summa on linjassa tavoitehintamme kanssa, sillä emme enää pidä perusteltuna hinnoitella Taaleria alle sen osien summan, kun näissä olevan arvon purkautumiseen on selkeät askelmerkit. Korkeampi osien summa vaatisi siten taakseen joko 1) Pääomarahastojen odotuksia parempaa tuloskehitystä, 2) rakennejärjestelyjä tai 3) Garantian nopeampaa kasvua.

## Arvostuskertoimet

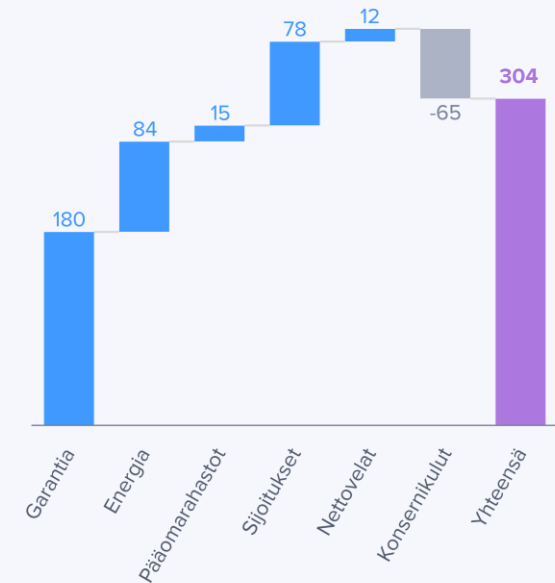
Tulospohjaisten kertoimien käytettävyys on lähivuosien osalta heikko, sillä Pääomarahastoliiketoiminta on vielä rakennus-/ylösajovaiheessa. Lisäksi yhtiön tuotoissa tulee lähivuosina olemaan merkittävästi kertatuottoja vanhojen rahastojen tuottopalkkioista sekä sijoitusten irtaantumista johtuen. Yhtiön tase on myös rajusti ylikapitalisoitunut ja tuloskertoimissa katse onkin syytä kääntää EV-pohjaisiin kertoimiin.

2023–2024 ennusteillamme EV/EBIT-kertoimet ovat 7–10x tuntumassa, mitä ei voida pitää erityisen vaativana tasona. 2023–2024 tulos tulee kuitenkin valtaosin kertatuotoista ja 2025 pitkälti jatkuviin tuottoihin nojaavalla tuloksella EV/EBIT on korkeahko 12x. Taalerin osinkotuotto on lähivuodet vahvalla tasolla kertaosingoista johtuen (~7%). Alla oleva perusosinko on terveellä ~4%:n tasolla.

P/B-kerroin on mielestämme Taalerille edelleen hyvin relevantti johtuen yhtiön ylikapitalisaatiosta ja Garantian isoista pääomavaatimuksista. Yhtiön omana tavoitteena on saavuttaa yli 15%:n oman pääoman tuotto ja suhteessa tähän nykyinen P/B 1,6x tarkoittaisi noin 10x P/E-kerrointa. Emme pidä 15%:n tasoa realistisena lähivuosina johtuen ylikapitalisaatiosta, mutta pitkällä aikavälillä taso on realistinen, kun tasetta saadaan töihin ja pääomarahastojen ylösajo etenee.

Kokonaisuutena kertoimet tukevat näkemystämme osakkeen neutraalista hinnoittelusta.

Konsernin osien summa -laskelma (MEUR)



# Arvonmääritys 6/6

## Verrokkiryhmä

Taalerille on tarjolla Helsingin pörssissä poikkeuksellisen laaja ja laadukas verrokkiryhmä. Kotimaisina verrokkeina olemme käyttäneet kaikkia pörssiin listattuja varainhoitajia eli Evliä, eQ:ta, Alexandriaa, CapMania, United Bankersia, Titaniumia ja Aktiaa. Lisäksi olemme ottaneet Oma Säästöpankin mukaan verrokkiryhmään, vaikka se ei olekaan varainhoitaja.

Suhteellista arvostusta haarukoidessa annamme pääpainon tulos pohjaisille P/E- ja EV/EBIT-kertoimille sekä osinkotuotolle. Yhtiöiden poikkeavista kirjanpito käytännöistä (osa FAS-kirjanpidossa) johtuen emme käytä EV/EBITDA-kerrointa. FAS-yhtiöiden osalta liikearvopoistot on oikaistu kaikilta yhtiöiltä vertailtavuuden parantamiseksi.

Suhteessa verrokkiryhmään Taaleria hinnoitellaan varsin hyvin linjassa sen verrokkien kanssa. P/E-kertoimilla arvostuksessa on havaittavissa kohtuullista preemiota, mutta ylivahvan taseen huomioivilla EV-pohjaisilla kertoimilla arvostus on linjassa verrokkeihin. Myös osinkotuotolla mitattuna arvostus on hyvin linjassa verrokkiryhmän kanssa.

Huomautamme kuitenkin, että Taalerin tulos pohjaiset kertoimet eivät ole lähivuosien osalta erityisen käyttökelpoisia, sillä tulos on pitkälti kertatuottojen varassa. Näin ollen verrokkien arvostus toimii lähinnä indikaatiivisena menetelmänä.

Kokonaisuutena Taalerin verrokkiryhmän arvostus antaa indikaatiota osakkeen lyhyen aikavälin neutraalista hinnoittelusta ja nykyisissä kertoimissa

on vaikea nähdä oleellista nousuvaraa. Näin ollen tuotto-odotus nojaakin yhä vahvemmin tuloskasvuun ja ennen kaikkea jatkuviin palkkoihin pohjautuvaan kestävään tulosparannukseen.

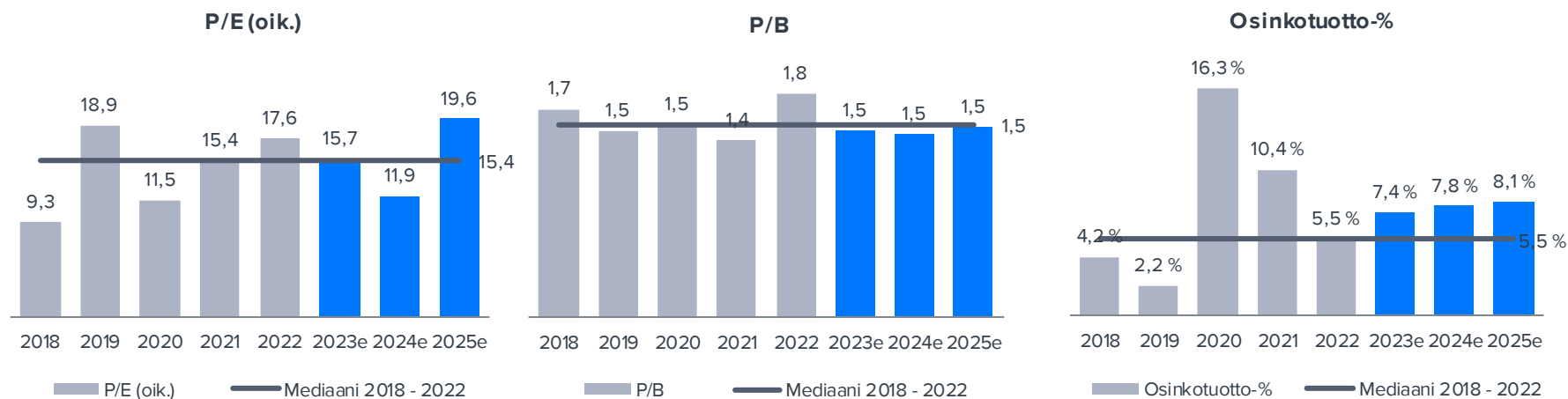
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo		Yritysarvo		EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Aktia	667										8,5	7,4	7,1	8,8	0,9
Alexandria	70	54	7,4	5,3	5,4	4,3	1,3	1,1	13,4	9,6	6,0	7,8	2,3		
CapMan	455	510	11,5	10,3	11,2	10,0	6,7	6,3	13,8	12,4	6,3	6,6	3,0		
Evli	483	416	9,2	7,6	8,1	6,8	3,7	3,3	15,4	11,9	8,6	10,3	3,5		
eQ	790	736	14,2	11,3	13,9	11,1	8,6	7,2	19,2	15,4	5,3	6,7	8,6		
Oma Säästöpankki	668								8,1	7,2	2,7	3,2	1,2		
Titanium	174	153	8,2	7,5	8,0	7,3	4,9	4,5	11,8	10,8	8,3	8,9	6,3		
United Bankers	153	140	8,0	7,2	7,2	6,4	2,7	2,4	11,5	10,9	7,0	7,7	2,8		
<b>Taaleri (Inderes)</b>	<b>302</b>	<b>251</b>	<b>9,5</b>	<b>6,8</b>	<b>9,3</b>	<b>6,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,2</b>	<b>15,7</b>	<b>11,9</b>	<b>7,4</b>	<b>7,8</b>	<b>1,5</b>		
<b>Keskisarvo</b>			<b>9,8</b>	<b>8,2</b>	<b>8,9</b>	<b>7,6</b>	<b>4,6</b>	<b>4,1</b>	<b>12,7</b>	<b>10,7</b>	<b>6,4</b>	<b>7,5</b>	<b>3,6</b>		
<b>Mediaani</b>			<b>8,7</b>	<b>7,5</b>	<b>8,0</b>	<b>7,0</b>	<b>4,3</b>	<b>3,9</b>	<b>12,6</b>	<b>10,8</b>	<b>6,6</b>	<b>7,8</b>	<b>2,9</b>		
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>10 %</b>	<b>-9 %</b>	<b>16 %</b>	<b>-4 %</b>	<b>-12 %</b>	<b>-18 %</b>	<b>24 %</b>	<b>10 %</b>	<b>11 %</b>	<b>1 %</b>	<b>-48 %</b>		

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	7,10	7,40	8,12	11,5	12,8	10,4	10,4	10,4	10,4
Osakemäärä, milj. kpl	28,4	28,4	28,4	28,4	28,4	29,0	29,6	29,9	30,2
Markkina-arvo	201	210	230	326	363	302	302	302	302
Yritysarvo (EV)	230	231	274	308	331	251	231	233	235
P/E (oik.)	9,3	18,9	11,5	15,4	17,6	15,7	11,9	19,6	16,3
P/E	9,3	18,9	11,5	2,4	17,6	15,7	11,9	19,6	16,3
P/Kassavirta	neg.	neg.	9,7	2,9	6,3	7,4	7,0	13,0	12,4
P/B	1,7	1,5	1,5	1,4	1,8	1,5	1,5	1,5	1,6
P/S	2,8	3,1	2,7	4,7	5,7	4,6	4,1	5,0	4,6
EV/Liikevaihto	3,2	3,4	3,2	4,4	5,2	3,8	3,2	3,8	3,6
EV/EBITDA (oik.)	9,2	12,1	10,1	2,1	11,6	9,3	6,8	10,7	9,0
EV/EBIT (oik.)	9,6	14,0	11,2	10,7	12,1	9,5	6,8	11,1	9,3
Osinko/tulos (%)	39,3 %	40,9 %	187,2 %	25,0 %	96,3 %	115,6 %	91,4 %	153,9 %	131,1 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	2,2 %	16,3 %	10,4 %	5,5 %	7,4 %	7,8 %	8,1 %	8,4 %

Lähde: Inderes



# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	<b>69,7</b>	<b>7,2</b>	<b>11,8</b>	<b>26,9</b>	<b>17,3</b>	<b>63,2</b>	<b>11,5</b>	<b>12,7</b>	<b>12,9</b>	<b>29,1</b>	<b>66,2</b>	<b>72,7</b>	<b>60,6</b>	<b>66,0</b>
Strategiset sijoitukset	30,3	0,2	-1,1	6,1	2,9	8,1	5,7	5,7	5,9	6,3	23,6	25,6	26,8	28,1
Tasesijoitukset	8,4	1,7	7,1	8,3	-4,5	12,6	0,3	0,5	0,5	3,4	4,7	1,4	1,4	1,4
Pääomarahastot	31,0	5,3	5,8	12,6	18,9	42,6	5,5	6,5	6,5	19,4	37,9	45,7	32,4	36,6
<b>Käyttökate</b>	<b>144</b>	<b>-0,4</b>	<b>3,0</b>	<b>18,7</b>	<b>7,4</b>	<b>28,6</b>	<b>2,2</b>	<b>3,1</b>	<b>3,9</b>	<b>17,8</b>	<b>26,9</b>	<b>34,2</b>	<b>21,7</b>	<b>26,1</b>
Poistot ja arvonalennukset	-0,8	-0,2	-0,6	-0,2	-0,2	-1,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,6	-0,4	-0,7	-0,9
<b>Liikevoitto ilman kertaerää</b>	<b>28,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>2,4</b>	<b>18,5</b>	<b>7,1</b>	<b>27,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,9</b>	<b>3,7</b>	<b>17,7</b>	<b>26,3</b>	<b>33,8</b>	<b>21,0</b>	<b>25,3</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>144</b>	<b>-0,6</b>	<b>2,4</b>	<b>18,5</b>	<b>7,1</b>	<b>27,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,9</b>	<b>3,7</b>	<b>17,7</b>	<b>26,3</b>	<b>33,8</b>	<b>21,0</b>	<b>25,3</b>
Strategiset sijoitukset	22,6	-1,4	-2,8	4,4	1,1	1,3	3,4	3,9	4,1	3,7	15,0	18,1	19,1	20,1
Tasesijoitukset	3,0	1,4	6,3	7,5	-5,9	9,3	-0,4	-0,6	-0,5	2,3	0,9	-2,6	-2,4	-2,8
Pääomarahastot	5,2	-0,6	-1,1	6,6	11,9	16,8	-1,0	-0,3	0,1	11,6	10,4	18,2	4,2	7,9
Nettorahoituskulut	-2,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-1,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,4	0,0	0,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>141</b>	<b>-0,9</b>	<b>2,2</b>	<b>18,3</b>	<b>6,9</b>	<b>26,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,7</b>	<b>3,5</b>	<b>17,5</b>	<b>25,5</b>	<b>33,4</b>	<b>21,0</b>	<b>25,3</b>
Verot	-5,2	-0,3	-2,1	-2,9	0,3	-5,1	-0,4	-0,5	-0,7	-3,5	-5,1	-6,7	-4,2	-5,1
Vähemmistöosuudet	0,0	-0,3	0,0	-0,3	-0,1	-0,7	0,1	-0,1	-0,2	-1,0	-1,1	-0,8	-0,9	-0,9
<b>Nettotulos</b>	<b>136</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,0</b>	<b>15,1</b>	<b>7,1</b>	<b>20,6</b>	<b>1,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>	<b>13,0</b>	<b>19,3</b>	<b>25,9</b>	<b>15,9</b>	<b>19,3</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,75</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,00</b>	<b>0,53</b>	<b>0,25</b>	<b>0,73</b>	<b>0,05</b>	<b>0,07</b>	<b>0,09</b>	<b>0,45</b>	<b>0,67</b>	<b>0,88</b>	<b>0,53</b>	<b>0,64</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>4,80</b>	<b>-0,05</b>	<b>0,00</b>	<b>0,53</b>	<b>0,25</b>	<b>0,73</b>	<b>0,05</b>	<b>0,07</b>	<b>0,09</b>	<b>0,45</b>	<b>0,67</b>	<b>0,88</b>	<b>0,53</b>	<b>0,64</b>

Tunnusluvut	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23e	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	-19,6 %	-47,6 %	-17,4 %	118,8 %	-41,2 %	-9,3 %	61,3 %	6,8 %	-52,1 %	68,0 %	4,6 %	9,9 %	-16,6 %	8,9 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	17,1 %	-111,3 %	-68,1 %	325,0 %	-35,6 %	-4,7 %	-411,0 %	21,7 %	-79,9 %	147,3 %	-3,9 %	28,3 %	-37,9 %	20,6 %
<b>Käyttökate-%</b>	207,2 %	-6,2 %	25,2 %	69,4 %	42,6 %	45,2 %	18,7 %	24,4 %	30,0 %	61,3 %	40,7 %	47,0 %	35,7 %	39,6 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	41,2 %	-9,0 %	20,3 %	68,6 %	41,3 %	43,3 %	17,4 %	23,2 %	28,8 %	60,8 %	39,8 %	46,4 %	34,5 %	38,3 %
<b>Nettotulos-%</b>	195,1 %	-21,5 %	0,1 %	56,0 %	40,9 %	32,6 %	13,2 %	16,9 %	20,6 %	44,6 %	29,1 %	35,6 %	26,2 %	29,3 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>229</b>	<b>206</b>	<b>201</b>	<b>194</b>	<b>189</b>
Liikearvo	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	1,1	0,4	0,8	1,4	1,7
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	55,7	48,2	43,0	35,0	30,0
Muut sijoitukset	169	154	154	154	154
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	2,3	3,2	3,2	3,2	3,2
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>89,8</b>	<b>94,8</b>	<b>100</b>	<b>97,0</b>	<b>94,9</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	13,7	13,2	13,2	13,2	13,2
Myyntisaamiset	22,9	34,8	19,8	10,9	9,1
Likvidit varat	53,3	46,8	67,2	72,9	72,6
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>319</b>	<b>301</b>	<b>301</b>	<b>291</b>	<b>284</b>

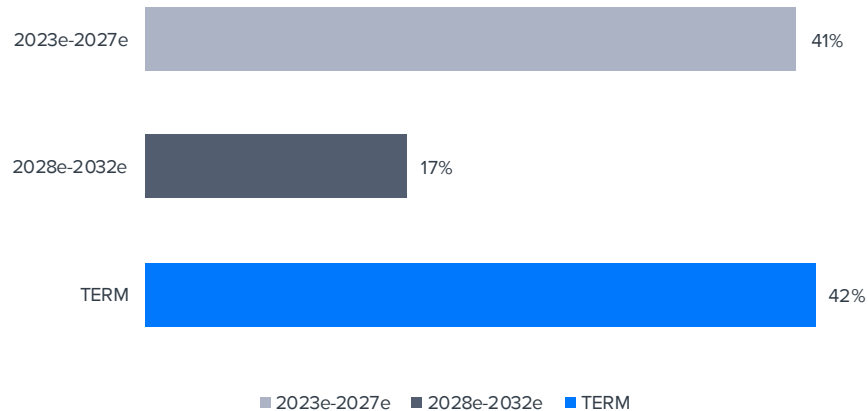
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>230</b>	<b>203</b>	<b>203</b>	<b>208</b>	<b>201</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	213	184	184	187	179
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8
Muu oma pääoma	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	-0,7	-0,4	0,7	1,6	2,4
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>49,6</b>	<b>54,1</b>	<b>54,3</b>	<b>39,3</b>	<b>39,3</b>
Laskennalliset verovelat	16,6	17,5	17,5	17,5	17,5
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	14,9	14,9	15,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	18,1	21,8	21,8	21,8	21,8
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>39,4</b>	<b>44,0</b>	<b>44,0</b>	<b>44,0</b>	<b>44,0</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset velat	39,4	44,0	44,0	44,0	44,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>319</b>	<b>301</b>	<b>301</b>	<b>291</b>	<b>284</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-9,3 %	4,6 %	9,9 %	-16,6 %	8,9 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	43,3 %	39,8 %	46,4 %	34,5 %	38,3 %	40,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>27,4</b>	<b>26,3</b>	<b>33,8</b>	<b>21,0</b>	<b>25,3</b>	<b>27,1</b>	<b>24,3</b>	<b>24,9</b>	<b>25,5</b>	<b>26,1</b>	<b>26,8</b>	
+ Kokonaispoistot	1,2	0,6	0,4	0,7	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
- Maksetut verot	-5,0	-5,1	-6,7	-4,2	-5,1	-5,4	-4,9	-5,0	-5,1	-5,2	-5,4	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,1	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	-6,8	14,9	8,9	1,8	-0,8	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>16,5</b>	<b>36,6</b>	<b>36,4</b>	<b>19,3</b>	<b>20,3</b>	<b>22,3</b>	<b>20,1</b>	<b>20,6</b>	<b>21,1</b>	<b>21,6</b>	<b>22,2</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	3,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	15,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,3	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>35,2</b>	<b>35,6</b>	<b>35,4</b>	<b>18,3</b>	<b>19,3</b>	<b>21,3</b>	<b>19,1</b>	<b>19,6</b>	<b>20,1</b>	<b>20,6</b>	<b>20,9</b>	
+/- Muut	22,6	5,2	8,0	5,0	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	57,7	40,7	43,4	23,3	24,3	21,3	19,1	19,6	20,1	20,6	20,9	308
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>38,2</b>	<b>37,1</b>	<b>18,2</b>	<b>17,4</b>	<b>13,9</b>	<b>11,4</b>	<b>10,7</b>	<b>10,0</b>	<b>9,4</b>	<b>8,7</b>	<b>128</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		304	265	228	210	193	179	167	157	146	137	128
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>304</b>										
- Korolliset velat		-14,9										
+ Rahavarat		46,8										
-Vähemmistöosuus		-1,1										
-Osinko/pääomapalautus		-19,8										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>315</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>10,9</b>										

## Rahavirranjakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,4 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,4 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	86,7	69,7	63,2	<b>66,2</b>	<b>72,7</b>	EPS (raportoitu)	0,71	4,80	0,73	<b>0,67</b>	<b>0,88</b>
Käyttökate	27,0	144,4	28,6	<b>26,9</b>	<b>34,2</b>	EPS (oikaistu)	0,71	0,75	0,73	<b>0,67</b>	<b>0,88</b>
Liikevoitto	24,5	143,6	27,4	<b>26,3</b>	<b>33,8</b>	Operat. kassavirta / osake	1,14	5,00	0,58	<b>1,26</b>	<b>1,23</b>
Voitto ennen veroja	24,5	141,3	26,4	<b>25,5</b>	<b>33,4</b>	Vapaa kassavirta / osake	0,84	3,90	2,04	<b>1,41</b>	<b>1,47</b>
Nettovoitto	20,0	136,0	20,6	<b>19,3</b>	<b>25,9</b>	Omapääoma / osake	5,26	8,13	7,16	<b>7,00</b>	<b>6,97</b>
Kertaluontoiset erät	0,0	114,9	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	1,32	1,20	0,70	<b>0,77</b>	<b>0,80</b>
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	268,0	318,7	300,8	<b>301,5</b>	<b>290,9</b>	Liikevaihdon kasvu-%	29 %	-20 %	-9 %	<b>5 %</b>	<b>10 %</b>
Oma pääoma	148,1	229,8	202,7	<b>203,3</b>	<b>207,6</b>	Käyttökateen kasvu-%	41 %	434 %	-80 %	<b>-6 %</b>	<b>27 %</b>
Liikearvo	5,1	0,7	0,3	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	49 %	17 %	-5 %	<b>-4 %</b>	<b>28 %</b>
Nettovelat	24,1	-38,4	-31,9	<b>-52,2</b>	<b>-72,9</b>	EPS oik. kasvu-%	80 %	6 %	-2 %	<b>-8 %</b>	<b>31 %</b>
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	31,2 %	207,2 %	45,2 %	<b>40,7 %</b>	<b>47,0 %</b>
Käyttökate	27,0	144,4	28,6	<b>26,9</b>	<b>34,2</b>	Oik. Liikevoitto-%	28,3 %	41,2 %	43,3 %	<b>39,8 %</b>	<b>46,4 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	9,5	2,0	-6,8	<b>14,9</b>	<b>8,9</b>	Liikevoitto-%	28,3 %	206,0 %	43,3 %	<b>39,8 %</b>	<b>46,4 %</b>
Operatiivinen kassavirta	32,5	141,6	16,5	<b>36,6</b>	<b>36,4</b>	ROE-%	13,8 %	71,7 %	9,5 %	<b>9,5 %</b>	<b>12,7 %</b>
Investoinnit	-8,3	-1,5	15,0	<b>-1,0</b>	<b>-1,0</b>	ROI-%	12,3 %	64,9 %	11,8 %	<b>12,1 %</b>	<b>15,9 %</b>
Vapaa kassavirta	23,7	110,6	57,7	<b>40,7</b>	<b>43,4</b>	Omavaraisuusaste	55,2 %	72,1 %	67,4 %	<b>67,4 %</b>	<b>71,4 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	16,3 %	-16,7 %	-15,8 %	<b>-25,7 %</b>	<b>-35,1 %</b>
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	3,2	4,4	5,2	<b>3,8</b>	<b>3,2</b>						
EV/EBITDA (oik.)	10,1	2,1	11,6	<b>9,3</b>	<b>6,8</b>						
EV/EBIT (oik.)	11,2	10,7	12,1	<b>9,5</b>	<b>6,8</b>						
P/E (oik.)	11,5	15,4	17,6	<b>15,7</b>	<b>11,9</b>						
P/B	1,5	1,4	1,8	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>						
Osinkotuotto-%	16,3 %	10,4 %	5,5 %	<b>7,4 %</b>	<b>7,8 %</b>						

Lähde: Inderes



# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

## Suositushistoria (>12 kk)

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämät 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 neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytiikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
24/03/2020	Vähennä	6,50 €	6,42 €
20/04/2020	Vähennä	6,50 €	6,30 €
22/06/2020	Lisää	7,50 €	6,72 €
14/08/2020	Lisää	8,00 €	7,34 €
22/12/2020	Lisää	8,50 €	7,40 €
19/02/2021	Lisää	9,50 €	8,54 €
11/03/2021	Lisää	10,00 €	9,42 €
24/03/2021	Lisää	11,00 €	9,60 €
10/05/2021	Lisää	11,50 €	10,65 €
24/05/2021	Lisää	12,50 €	11,65 €
01/06/2021	Lisää	11,50 €	11,20 €
20/08/2021	Lisää	11,50 €	10,85 €
08/11/2021	Lisää	11,50 €	10,95 €
02/12/2021	Vähennä	11,50 €	11,50 €
17/02/2022	Vähennä	12,00 €	11,80 €
02/05/2022	Vähennä	11,00 €	10,38 €
09/05/2022	Lisää	11,00 €	9,92 €
22/08/2022	Lisää	11,00 €	10,16 €
31/10/2022	Lisää	11,00 €	9,35 €
07/11/2022	Lisää	11,00 €	9,91 €
07/02/2023	Myy	11,00 €	12,82 €
17/02/2023	Vähennä	11,00 €	11,34 €
17/04/2023	Vähennä	11,00 €	10,42 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyritysten tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

### Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen  
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen  
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**