

# Taaleri

Yhtiöraportti

11/2019

# Via Dolorosan loppu häämöttää

Taalerin viime vuosien kehitys on ollut sijoittajille selkeää pettymys, mistä kertoo myös viiden vuoden pohjissa oleva osakekurssi. Yhtiön operatiivinen eteneminen on hautautunut Varainhoidon kannattavuushaasteiden sekä Garantian kasvaneiden pääomavaatimusten alle. Myös aiemmin osaketta ajaneet isot yritysjärjestelyt ovat loistaneet poissaolollaan. Näkemyksemme mukaan osakkeenomistajien kärsimys on tulossa päätökseensä ja yhtiön pitäisi H2'19:n aikana tehdä merkittävä tulosparannus. Myös lähivuosien tulosnäkyminen on parantunut ja odotamme yhtiöltä tervettä operatiivista tuloskasvua lähivuosilta. Osake on mielestämme nykyhinnalla aliarvostettu kaikilla soveltamillamme arvonmäärittämis menetelmillä ja pidämme osakkeen tuotto-odotusta nykykursilla hyvänä. Tarkistamme Taalerin tavoitehintamme 8,2 euroon (aik. 7,7 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme.

## Kotimainen sijoituspalveluyhtiö

Taalerin liiketoiminta jakautuu kolmeen operatiiviseen segmenttiin: Varainhoito, Rahoitus ja Energia. Lisäksi yhtiöllä on Tasesijoitukset-segmentti, joka sisältää konsernihallinnon kulut sekä konsernin omasta taseesta tehtävän sijoitustoiminnan. Varainhoito on konsernin ydin ja sen hallinnoitavat varat olivat H1'19:n lopussa 6,3 miljardia euroa. Varainhoito on keskittynyt varakkaisiin yksityishenkilöihin ja sen keskeisenä kilpailuetuna suhteessa sen verrokkeihin on pääomarahastot. Rahoitus-segmentti koostuu Garantiaista, jonka rooli konsernissa on kasvanut selvästi onnistuneen strategian toteutuksen seurauksena kohonneen arvon myötä. Energia-liiketoiminta on edelleen ylösajovaiheessa ja sen arvo on osakkeenomistajille vielä rajallinen. Energian pidemmän aikavälin potentiaali on kuitenkin merkittävä ja se on keskeisessä roolissa yhtiön strategiassa.

## Lähivuosien tulosnäkyminen on parantunut

Viimeinen vuosi on ollut Taalerille tuloksellisesti vaikea. Varainhoidon operatiivinen kannattavuus on laskenut ja merkittävistä kertatuotoista oikaistuna konsernin 12kk:n rullaava liikevoitto on heikoimmalla tasolla sitten vuoden 2015. Ennustamme yhtiön tuloksen parantuvan selvästi H2'19:n aikana johtuen Varainhoidon tulosparannuksesta, Garantian vahvoista sijoitustuotoista sekä Energian kertatuotosta. Energian kertatuoton mahdollisesta siirtymisestä johtuva tulosvaroitusriski ei muuta isoa kuvaa tuloksen tasokorjaukseen liittyen. Myös lähivuosien osalta tuloskasvunäkymä on parantunut ja parannus vaikuttaa olevan aiempaa tukevammalla pohjalla fokusoituneemman strategian toteutuksen myötä. Jatkossa tulos perustuukin yhä selvemmin jatkuviin palkkioihin. Kokonaisuutena ennustamme lähivuosien tuloskasvun olevan keskimäärin noin 10 %:n tasolla.

## Osakkeen tuotto-odotus on hyvä

Taalerin osaketta arvostettaessa annamme tällä hetkellä suurimman painoarvon tulospohjaiselle arvonmäärittämiselle. Vaikka pitkällä aikavälillä uskommekin edelleen, että Taalerissa oleva osien summa tulee todennäköisesti purkautumaan tavalla tai toisella, on epävarmuus yhtiön tulevia yritysjärjestelyjä, sekä etenkin Garantian mahdollista irtaantumista kohtaan kasvanut viimeisen 12kk:n aikana. Eri arvostusmenetelmien haarukka on 8 - 9,2 euroa (keskiarvo 8,6 euroa). Keskiarvoa matalampi tavoitehintamme heijastelee loppuvuoden tulosvaroitus- ja ennusteriskiä. Näkemyksemme mukaan Taaleri on nykyhinnalla aliarvostettu kaikilla soveltamillamme arvostusmenetelmillä ja pelkkä tuloskehitykseen, kertoimiin ja osinkoon nojaava tuotto-odotus on mielestämme hyvällä tasolla. Tähän päälle sijoittajat saavat merkittävänä optiona yhtiön osien summassa piilevän arvon.

## Analytytikot



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



**Matias Arola**  
+358 40 935 3632  
matias.arola@inderes.fi

## Suositus ja tavoitehintaa

### Lisää

(aik. Lisää)



**8,20 EUR**

(aik. 7,70 EUR)

Osakekurssi: 7,28 EUR  
Potentiaali: 12,6 %

### Ohjeistus

(Ennallaan)

Koko vuoden liikevoittoprosentti jää hieman viime vuodesta (2018: 33 %)

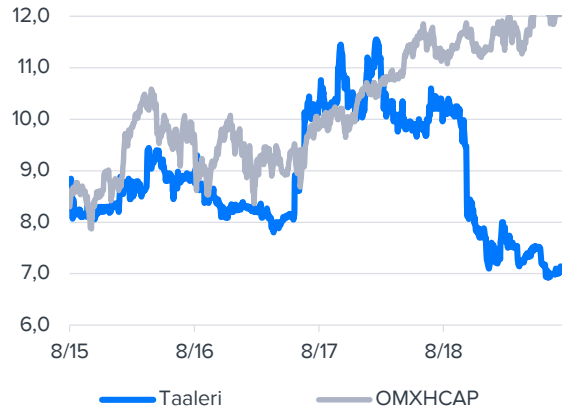
## Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Liikevaihto</b>	72,3	74,8	76,1	82,3
<b>kasvu-%</b>	-11 %	3 %	2 %	8 %
<b>EBIT oik.</b>	23,9	24,5	24,5	28,2
<b>EBIT-% oik.</b>	33,0 %	32,8 %	32,2 %	34,3 %
<b>Nettotulos</b>	21,6	18,9	19,0	22,1
<b>EPS (oik.)</b>	0,76	0,65	0,65	0,75

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

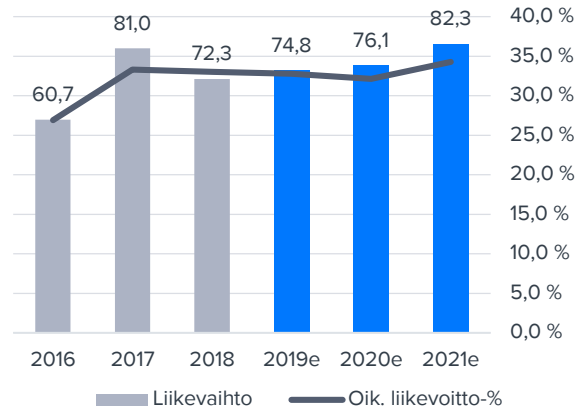
Lähde: Inderes

## Osakekurssi



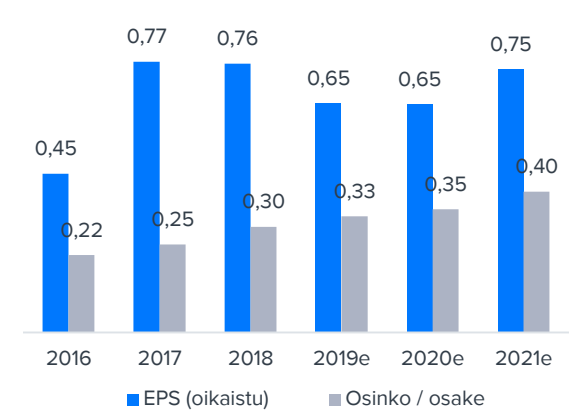
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

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



### Riskitekijät

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



### Arvostus

- Osien summa nykykurssia korkeampi
- Osien summan arvo Garantian vankina
- Tulos pohjaisesti arvostus matala absoluuttisesti ja suhteellisesti
- Operatiivisen suorituksen parantuessa odottamallamme tavalla, on osakkeen tuotto-odotus hyvä

MCAP

**211**

MEUR

EV

**213**

MEUR

Osinko-%

**4,5**

2019e

P/E (oik.)

**11,2**

2019e

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja sijoittajaprofiili	<b>5-11</b>
Varainhoito	<b>12-17</b>
Garantia	<b>18-22</b>
Energia	<b>23-26</b>
Tasesijoitukset	<b>27</b>
Toimiala	<b>28-35</b>
Taloudellinen tilanne	<b>36-37</b>
Ennusteet	<b>38-41</b>
Arvonmääritys	<b>41-45</b>
Taulukot & liitteet	<b>46-50</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>51</b>

# Taaleri lyhyesti

Taaleri on suomalainen finanssiryhmä, joka luokitellaan virallisesti rahoitus- ja vakuutusryhmittymäksi. Yhtiö tarjoaa varainhoito- ja rahoituspalveluja sijoittajille ja sen pääkohderyhmä ovat varakkaat yksityishenkilöt sekä instituutiot. Taaleri-konserni koostuu Varainhoito-, Rahoitus- ja Energia-segmenteistä sekä Tasesijoituksista.

**72,3 MEUR** (-11 % vs. 2017)

Liikevaihto 2018

**27 % 2013-2018**

Oman pääoman tuotto keskimäärin

**33,0 % (33,3 %)**

Oikaistu liikevoitto-% 2018 (2017)

**6 321 MEUR**

Hallinnoitava varallisuus H1'2019 lopussa

**~70 %**

Jatkuvien tuottojen osuus liikevaihdosta vuonna 2018\*

**185**

Henkilöstö keskimäärin H1'19

## 2013-2015

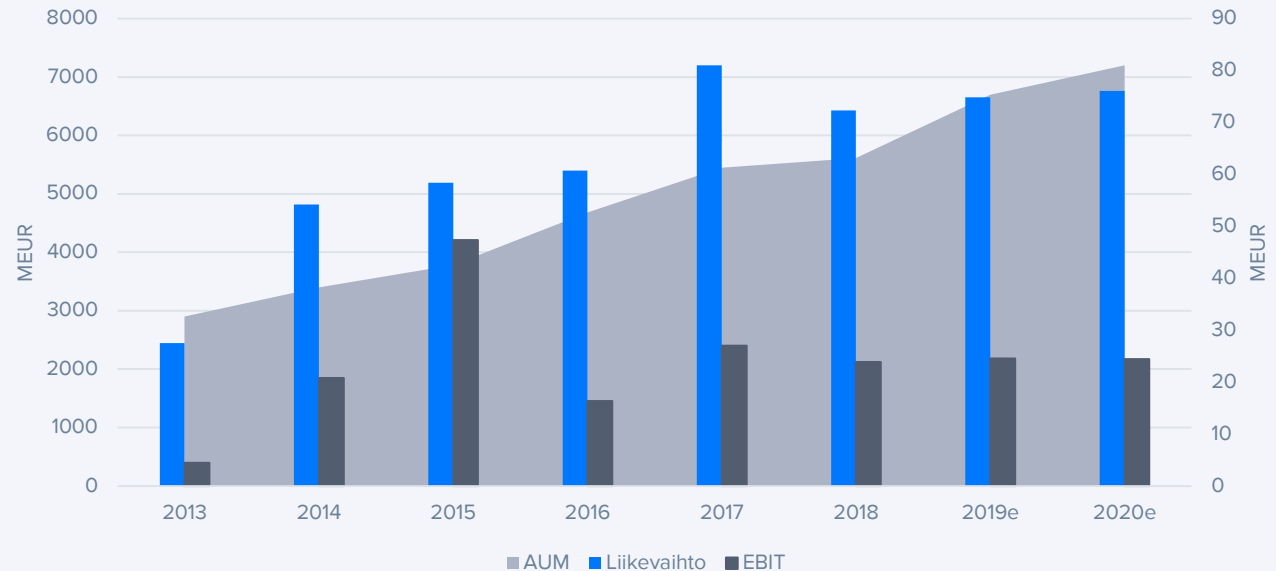
- Listautuminen First North-markkinapaikalle 4/2013
- Finsilva-hankinta 6/2014
- Garantian hankinta 3/2015
- Pääomarahastoliiketoiminnan voimakas kasvattaminen
- Finsilva-osuuden myynti 4/15
- Lainaamon myynti Fellow Financelle, Taaleri vähemmistöomistajaksi 5/15

## 2016-2018

- Helsingin pörssin päälistalle 4/2016
- Lopun Finsilva-osuuden myynti 3/16
- Energia-liiketoiminnan perustaminen 2016
- Garantian voimakas kasvu
- Varainhoidon krooniset kannattavuushaasteet
- Fellow Financen IPO 10/2018 ja osuuden kevennys

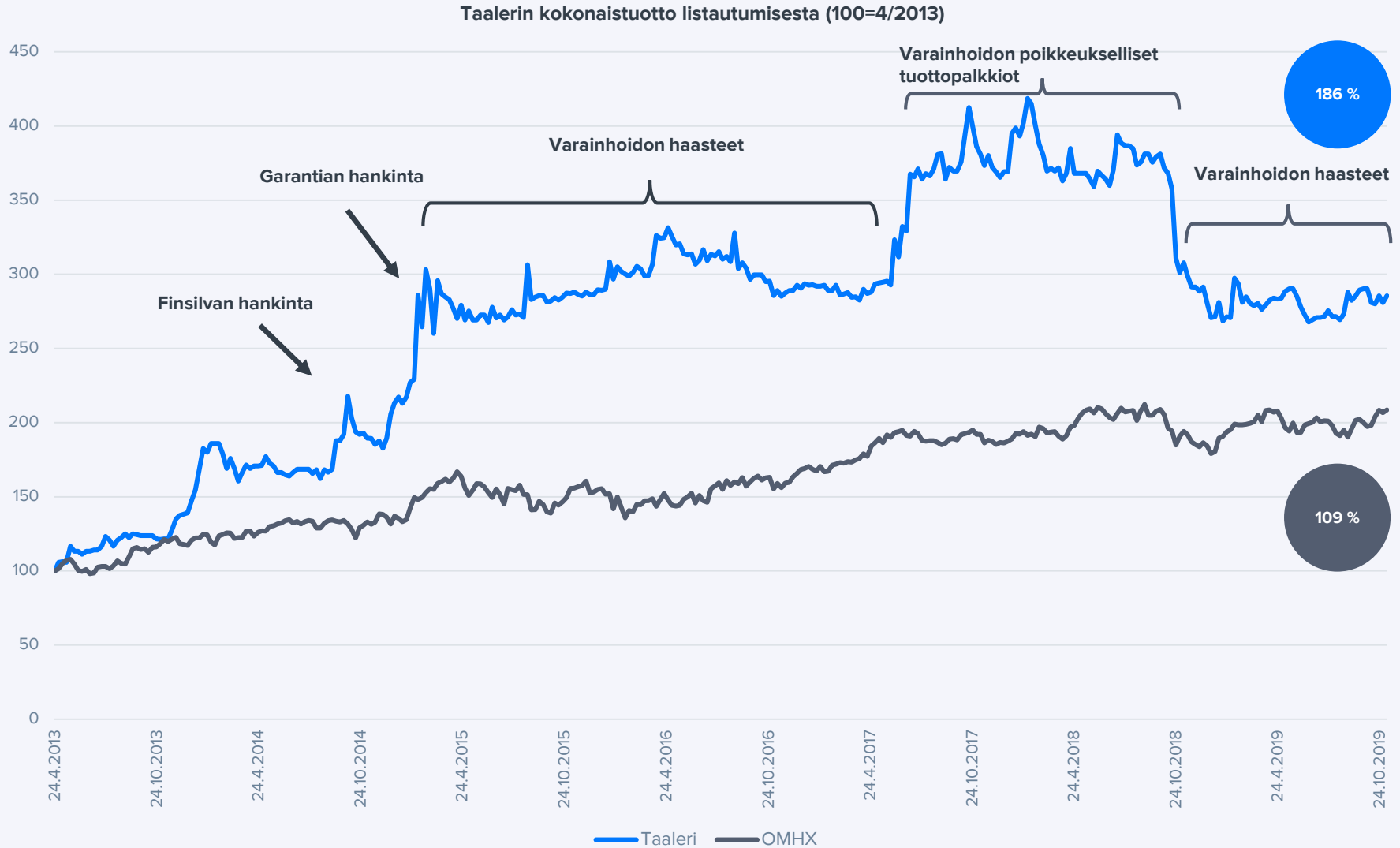
## 2019-

- Uusi toimitusjohtaja
- Varainhoidolle uusi johtaja 11/2019
- Varainhoidossa fokus jatkuviin tuottoihin perustuvaan kannattavuuteen
- Energian ylösajon kiihdytys
- Garantian kasvun jatkuminen
- Mahdollinen irtaantuminen Garantiasta ja uudet yritysjärjestelyt



\* Inderesin arvio

# Taalerin kehitys listautumisen jälkeen



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet

## Strategia

Taaleri ei ole julkisesti määrittänyt tarkkaa konsernitason strategiaa. Näkemyksemme mukaan konsernin strategian keskiössä on omistaja-arvon luominen. Viimevuosina yhtiö on nostanut tämän lisäksi myös yhä enemmän esiin omistaja-arvon luontia positiivisten sidosryhmävaikutusten kautta. Tällä tarkoitetaan mm. yhtiön toiminnasta syntyviä positiivisia vaikutuksia mm. kansantaloudelle tai ympäristölle. Taaleri kutsuu tätä impakti-sijoittamiseksi ja yleisempi nimi tälle toiminnalle on vastuullisuus tai ESG. ESG on suhteellisen lyhyessä ajassa noussut merkittäväksi finanssisektoria ohjaavaksi tekijäksi ja mielestämme Taaleri on positioitunut tähän hyvin.

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

Yritysjärjestelyiden osalta Taalerin lähestymistapa on ollut historiassa hyvin opportunistinen ja yhtiö on katsonut kohteita yli toimialarajojen. Yhtiö on onnistunut historiallisesti yritysjärjestelyissään erittäin hyvin ja listautumisen jälkeisestä markkina-arvon kasvusta merkittävä osa selittyy onnistuneilla

yritysjärjestelyillä. Näkemyksemme mukaan Taalerista on tullut uuden johdon myötä yritysostojen suhteen aiempaa selektiivisempi, mutta yritysjärjestelyillä on yhä rooli yhtiön strategiassa. Tarkastelemme Taalerin yritysjärjestelyitä tarkemmin seuraavilla sivulla.

Mielestämme Taalerin kannalta keskeisiä lähivuosien strategisia teemoja ovat:

- Uudet tuotelanseeraukset pääomarahastoissa
- Energia-segmentin ylösajo
- Tuotekokojen kasvattaminen
- Konsernin kulutehokkuuden parantaminen
- Pääomatehokkuuden parantaminen yritysjärjestelyillä (Garantia)

## Taloudelliset tavoitteet

Taalerin pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat:

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

Liikevoittomarginaalitavoite on mielestämme varsin konservatiivinen ja tarjoaa sijoittajalle vain rajallisesti indikaatiota yhtiön potentiaalia arvioitaessa. Näkemyksemme mukaan Taalerin liikevoittomarginaali yritysjärjestelyistä oikaistuna tulee lähivuosina olemaan 25-40 %:n välillä ja mielestämme 20 %:n taso on yhtiölle varsin vaatimaton.

Oman pääoman tuoton osalta 15 %:n taso on yhtiön historialliseen tasoon (2013-2018 27 %) nähden hyvin maltillinen. Garantian raskaat pääomavaatimukset painavat konsernin pääoman tuottoa selvästi ja näkemyksemme mukaan nykyisellä liiketoimintarakenteella 15 %:n pääoman tuotto kuvastaa varsin hyvin yhtiön tämän hetkistä operatiivista potentiaalia.

Vähintään 30 %:n omavaraisuusastetavoite on mielestämme niin ikään myös eräänlainen minimitalavoite. Taalerille omavaraisuusastetta relevantimpi vakavaraisuustunnusluku on Garantia-omistuksesta johtuen rahoitus- ja vakuutusryhmittymän (Rava) vakavaraisuussuhde. Taalerin Rava-laskennan mukainen vakavaraisuussuhde oli kesäkuun lopussa noin 195 %. Käsityksemme mukaan yhtiön oma mukavuusalue vakavaraisuussuhteelle on noin 150 %.

## Voitonjakopolitiikka

Taaleri pyrkii kasvattamaan jaettavan osingon määrää ja jakamaan vuosittain kilpailukykyisen osingon huomioiden yhtiön taloudellinen tilanne ja rahoitustilanne sekä sovellettavat vakavaraisuusvaatimukset. Voitonjakopolitiikkaa voidaan pitää suhteellisen epäselvänä ja ilman muutoksia Garantia-omistuksessa, tulee voitonjako olemaan riippuvainen tuloskehityksestä. Mikäli Garantia-omistuksessa tapahtuisi muutoksia, olisi Taaleri välittömästi selvästi ylikapitalisoitunut ja tämä mahdollistaisi myös merkittävän voitonjaon kasvattamisen.

# Yritysjärjestelyt

## Yritysjärjestelyt

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

### Finsilva oli puhdas finanssisijoitus

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

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

Kokonaisuutena Taaleri sai Finsilvasta osinkoja yhteensä laskelmiemme mukaan noin 7,5 MEUR

ja myyntivoittoa 23 MEUR. Näin ollen investoinnin kokonaistuotto kohoaa hieman yli 30 MEUR:oon ennen veroja tai noin 45 %:iin. Vuotuiseksi tuotoksi koko sijoitetulle pääomalle muodostuu noin 25 % ja oman pääoman tuotoksi merkittävästi korkeampi. Luvut ovat matalariskisestä metsäomaisuudesta poikkeuksellisen korkeita ja kauppa loi merkittävää omistaja-arvoa.

### Garantia oli strateginen sijoitus

Taaleri hankki Garantian 60 MEUR:lla työeläkeyhtiöltä maaliskuussa 2015. Lisäksi Taaleri sitoutui maksamaan vanhoille omistajille puolet mahdollisesta myyntivoitosta, jos se myy Garantian seuraavan kolmen vuoden aikana. Kauppa oli strateginen ja yhtiön on alusta asti ollut tarkoitus hakea aktiivisesti synergioita Garantian ja Varainhoidon välillä. Garantian hallinnointi on kuitenkin säilytetty itsenäisenä ja Taalerista riippumattomana.

Garantian ostohetkellä hinta suhteessa vuosien 2008-2014 keskimääräiseen voittoon ennen veroja (oikaistu tasoitusmäärän muutoksella) oli hieman alle 8x ja vuoden 2015 tuloksella 7x. Veroilla oikaistut vastaavat P/E-kertoimet ovat noin 10x ja 8x. Oikaistulla omalla pääomalla laskettu P/B oli kaupan toteutushetkellä 0,7x ja tämän seurauksena Garantian kauppahintaa voidaan pitää erittäin edullisena kaikista kulumista tarkasteltuna, josta kertoo myös yhtiön tekemä 27,3 MEUR:n ylöskirjaus. Suhteessa arvioimaamme käypään arvoon Taaleri sai Garantian yli 50 %:n alennuksella ja

mielestämme on selvää, että Garantia-kauppa loi merkittävää omistaja-arvoa jo ilman strategisia synergioita. Käsittelemme Garantiaa tarkemmin sivuilla 18-22.

### Fellow Finance

Taaleri osti keväällä 2015 38,4 %:n osuuden suomalaisesta vertaislainapalvelu Fellow Financesta. Järjestelyssä Taaleri sijoitti Fellow Financeen 2 MEUR ja luovutti Fellow Financelle Taalerin Lainaamo Oy:n koko osakekannan (Taalerin omistus Lainaamosta 75 %). Lainaamon noin 20 MEUR:n lainakanta oli tarkoitus konvertoida asteittain Fellow Financen lainakannaksi. Arviomme mukaan Fellow Financen valuaatio oli kaupassa 10-15 MEUR. Keväällä 2018 Taaleri nosti omistuksensa 45,7 %:iin aiemmin sovitun järjestelyn puitteissa.

Fellow Finance on kasvanut Taalerin omistusaikana vahvasti ja yhtiö otti kasvustrategiassaan uuden askeleen lokakuussa 2018 listautumalla First North-markkinapaikalle noin 55 MEUR:n markkina-arvolla. Listautumisannin yhteydessä Taaleri kevensi omistustaan hieman yli 6 MEUR:lla noin 26 %:iin.

Fellow Financen pörssitaival on alkanut kivikkoisesti ja osakekurssi on selvästi alle listautumishinnan. Pääsyitä Fellow Financen listautumisannin jälkeiseen heikkoon kehitykseen ovat olleet lainavolyymien odotettua vaisempi kehitys ja kannattavuutta rasittaneet kansainvälistymispanostukset. Fellow Financea on käsitelty tarkemmin Tasesijoituksia käsittelevässä osiossa sivulla 27.

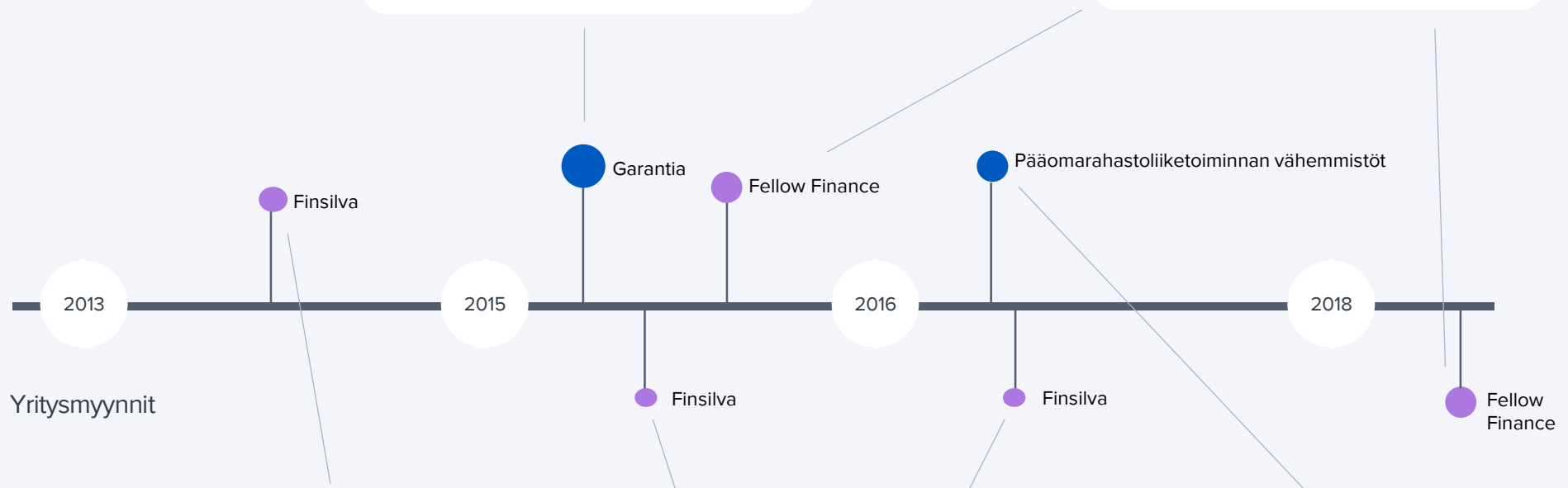


# Taalerin merkittävimmät yritysjärjestelyt 2014-2018

## Yritysosot

Garantian hankinta 60 MEUR:lla työeläkeyhtiöiltä 3/2015. Kauppahinta erittäin edullinen (oikaistut P/E-kertoimet noin 8x ja 10x, P/B 0,7x) ja Taaleri tekee 27,3 MEUR:n ylöskirjauksen.

Taaleri osti keväällä 2015 38,4 %:n osuuden suomalaisesta vertaislainapalvelu Fellow Financessta ja nosti omistuksensa 45,7 % keväällä 2018. Fellow Finance listautui 10/2018, jonka yhteydessä Taaleri kevensi omistustaan hieman yli 6 MEUR:lla.



## Yritysmyyntit

Taaleri hankki kesällä 2014 39,5 %:n omistuksen Finsilvasta (Suomen suurimpia metsänomistajia) edullisella 65 MEUR:n kauppahinnalla. Omistuksen arvoa ylöskirjattiin vuonna 2015 noin 14 MEUR:lla.

Taaleri myi keväällä 2015 puolet Finsilva-osakkeistaan Dasoksen pääomarahastolle. Kauppa tehtiin Taalerin 2014 tekemän ylöskirjauksen jälkeisellä tasearvolla. Loput Finsilva-osakkeet myytiin alkuvuonna 2016 48 MEUR:n kauppahinnalla Eteralle (myyntivoitto: 9 MEUR).

Taaleri lunasti keväällä 2016 Pääomarahastoliiketoiminnan vähemmistöomistajien (25 %) omistuksen 12 MEUR:lla (velaton arvo 48 MEUR). Kaupan vuoden 2015 EV/EBIT kerroin oli 7x (Taalerin vastaava kaupan toteutumishetkellä 10x).

● Strateginen sijoitus ● Finanssisijoitus

# Sijoitusprofiili

1.

**Varainhoidolla vahvat kasvunäkymät vaihtoehtoisissa sijoitusluokissa**

2.

**Jatkuvat kustannushaasteet varjostaneet muuten hyvää operatiivista kehitystä**

3.

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

4.

**Yritysjärjestelyiden track-record on vahva**

5.

**Yhtiön osissa merkittävää arvoa, mutta tämä hautautuu pääomavaatimusten ja kuluhaasteiden alle**

## Potentiaali



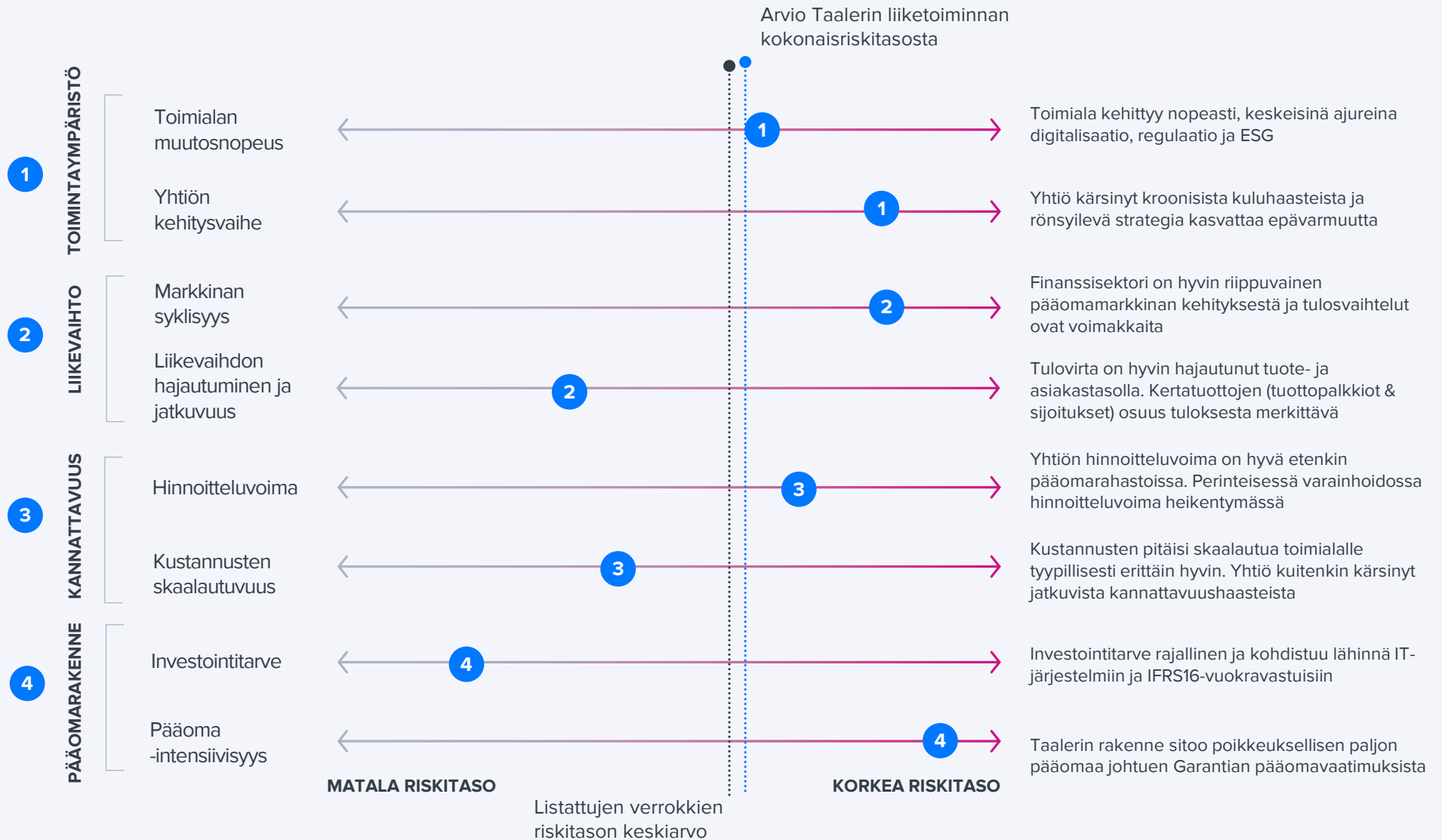
- Varainhoidon uudet tuotteet
- Garantian orgaaninen kasvu ja uudet jakelukumppanuudet
- Energian ylösajo sekä uudet tuotteet
- Kustannustehokkuuden ja liikevaihdon rakenteen parantuminen
- Yritysjärjestelyt ja osien summan purkaminen

## Riskit



- Kuluhaasteiden jatkuminen
- Regulaatio ja pääomavaatimusten kasvu
- Markkinatilanne
- Avainhenkilöihin ja kulttuuriin liittyvät riskit

# Taalerin liiketoimintamallin riskiprofiili



# Varainhoito 1/5

## Pääomarahastot Varainhoidon keskiössä

Taalerin Varainhoito on konsernin liiketoiminnan ydin. Varainhoitoliiketoiminta tarjoaa kattavat varainhoitopalvelut, jonka ytimessä ovat ETF-pohjainen varainhoito, informaatioetuuun perustuva sijoittaminen sekä erilaiset pääomarahastot. Taaleri raportoi osana Varainhoito-segmenttiä myös investointipankkitoiminnan (Taaleri Kapitaali) ja veroneuvonnan (Taaleri Veropalvelut), mutta niiden merkitys on segmentin lukuihin vähäinen.

Yhtiön ydinkohderyhmä on Varainhoidossa perinteisesti ollut varakkaat yksityishenkilöt. Instituutioiden puolella yhtiö on edelleen varsin pieni tekijä Suomessa. Instituutioiden rajallinen rooli on todennäköisesti hidastanut hieman yhtiön kasvua, mutta samalla se on parantanut yhtiön suhteellista tuottotasoa sen hallinnoitavasta varallisuudesta.

Taalerin hallinnoitava varallisuus oli H1'19:n lopussa noin 6,3 miljardia euroa ja listautumisen jälkeen vuotuinen kasvu on ollut hyvällä noin 14 %:n tasolla. Tästä pääomasta 945 MEUR oli sijoitettuna yhtiön **omiin sijoitusrahastoihin**. Sijoitusrahastojen keskimääräinen hallinnointipalkkio on arviomme mukaan jonkin verran alle prosentin tasolla ja lisäksi yhtiöllä on valtaosassa rahastojaan mukana myös tuottosidonnainen komponentti. Yhtiön sijoitusrahastojen palkkiotaso on viime vuosina heikentynyt hallinnoitavan varallisuuden mixistä johtuen. Taalerin kohdalla sijoittajan on hyvä tiedostaa, että yhtiö ei lähtökohtaisesti käytä täyden valtakirjan varainhoitosalkuissaan omia rahastojaan, vaan yhtiö käyttää pääasiassa ETF-instrumentteja ja pääomarahastoja. Näin ollen

sijoitusrahastopääomien merkitys on Taalerille pienempi kuin keskeisille verrokeille.

Yhtiölle strategisesti tärkeissä **pääomarahastoissa** oli H1'19:n lopussa 1238 MEUR. Pääomarahastot ovat kasvaneet viime vuodet voimakkaasti ja niiden merkitys Varainhoidon kilpailukyvyllä on kriittinen. Taaleri on ollut yksi ensimmäisistä toimijoista reaaliomaisuuteen sijoittavissa pääomarahastoissa ja yhtiöllä on selvästi muita kotimaisia toimijoita kattavampi valikoima tuotteita. Mielestämme Taalerin keskeinen erottava tekijä pääomarahastoissa suhteessa kilpailijoihin on sen toimintamalli, missä kohteita etsitään hyvin laajalla skaalalla ja sijoituspäätöksen edellytyksenä on löytää kohteen ympärille oikea henkilö/tiimi.

Taaleri on toteuttanut pääomarahastoista useita irtaantumisia historiansa aikana ja käsityksemme mukaan yhtiö pyrkii myös jatkossa toteuttamaan irtaantumisia (mm. Biotehdas, Asuntorahastoja ja Metsärahasto), mikäli tämä on asiakkaiden kannalta paras ratkaisu. Irtautuneiden rahastojen tuottotasot ovat olleet erinomaisia ja yhtiön track-record pääomarahastoissa on toistaiseksi erittäin vahva. Ainoa merkittävä epäonnistuminen on ollut vuosien 2017-2018 Geoenergia-rahasto.

Pääomarahastot ovatkin näkemyksemme mukaan yhtiön keskeinen kilpailuetu muuten varsin homogeenisessä varainhoitomarkkinassa. Arviomme mukaan pääomarahastojen keskimääräinen hallinnointipalkkio on hieman yli prosentin tasolla, johtuen yhtiön tuotteiden hyvästä track-recordista ja erottautumisesta. Pääomarahastoissa on mukana myös voimakas tuottosidonnainen komponentti, ja onnistunut

irtaantuminen voi tarjota yhtiölle merkittäviä kertaluontoisia tuottoja.

**Täyden valtakirjan varainhoitosalkuissa** oli H1'19:n lopussa 2074 MEUR. Laskelmiemme mukaan yhtiön keskimääräinen palkkiotuottotaso täyden valtakirjan salkuista on noin 0,7 %:n tasolla ja tätä voidaan pitää hyvänä tasona. Hyvää tasoa selittää näkemyksemme mukaan yhtiön asiakaskunnan painottuminen yksityishenkilöihin instituutioiden sijaan, jonka seurauksena yhtiö joutuu antamaan asiakkailleen selvästi keskeisiä kilpailijoitaan vähemmän alennuksia. Myös pääomarahastot tukevat yhtiön hinnoitteluvoimaa perinteisen varainhoidon puolella.

**Konsultatiivisessa varainhoidossa** oli H1'19:n lopussa 2064 MEUR. Tämä pitää sisällään mm. osake- ja korkosalkut, strukturoidut tuotteet ja raportointipalvelut. Palkkiotaso vaihtelee merkittävästi riippuen strukturoitujen tuotteiden myynnistä sekä yleisestä kaupankäyntiaktiiviteetista. Arviomme mukaan konsultatiivisen varainhoidon palkkiotaso on noin 0,2% ja se on laskenut viime vuosina johtuen strukturoitujen tuotteiden vaisusta myynnistä.

## Palkkiotuottojen jakauma

Taaleri ei julkista tarkempaa jakoa sen palkkiotuottojen välillä. Laskelmiemme mukaan täyden valtakirjan rooli jatkuvista palkkiotuotoista on merkittävin ja sen osuus niistä on noin 35 %. Pääomarahastojen osuus on noin 35 % ja sijoitusrahastojen noin 20 %. Noin 10 % tulee konsultatiivisesta varainhoidosta. Korostamme, että kyseessä ovat jatkuvat tuotot ja tuottosidonnaiset huomioiden pääomarahastojen merkitys on viime vuosina ollut kaikista suurin.

# Varainhoito 2/5

## Varainhoidon strategia

Taalerin strategiana on jatkaa Varainhoidon voimakasta kasvattamista myös jatkossa. Kasvun kulmakivinä ovat asiakaskentän laajentaminen sekä uudet tuotelanseeraukset.

Kasvua haetaan edelleen etenkin varakkaissa yksityishenkilöissä, jonka odotamme säilyvän yhtiön pääkohderyhmänä myös jatkossa. Yhtiö on lanseerannut hiljattain uuden Family Office-konseptin yli 10 MEUR:n sijoitusvarallisuuden perheille ja palvelu on käsityksemme mukaan saanut asiakkaiden keskuudessa hyvän vastaanoton.

Instituutioiden osalta yhtiö on lisännyt panostuksiaan selvästi, mutta kehitys on ollut käsityksemme mukaan vaisua. Näkemyksemme mukaan tähän vaikuttaa yhtiön omat hinnoittelupäätökset (pieni hintaelastisuus) ja toisaalta instituutioiden rajallinen kiinnostus ”eksoottisia” pääomarahastotuotteita kohtaan (pl. perinteiset kiinteistörahastot). Taalerilla ei myöskään ole ollut ongelmia uusien tuotelanseerauksien myynnissä nykyiselle asiakaskunnalleen ja näin ollen yhtiöllä ei ole ollut tarvetta hakea instituutioista ankkurisijoittajia esim. uusiin pääomarahastokohteisiin.

Energia-segmentin uusissa tuotteissa instituutioiden rooli tulee korostumaan johtuen niiden selvästi kasvavista kokoluokista. Solarwind II-rahastoon yhtiö on saanut mukaan useita merkittäviä instituutioita (mm. Euroopan investointipankki, Varma ja Ilmarinen) ja sijoittajakunta koostuukin pitkälti instituutioista.

Evervest-yrityskaupan myötä Taaleri pyrkii myös

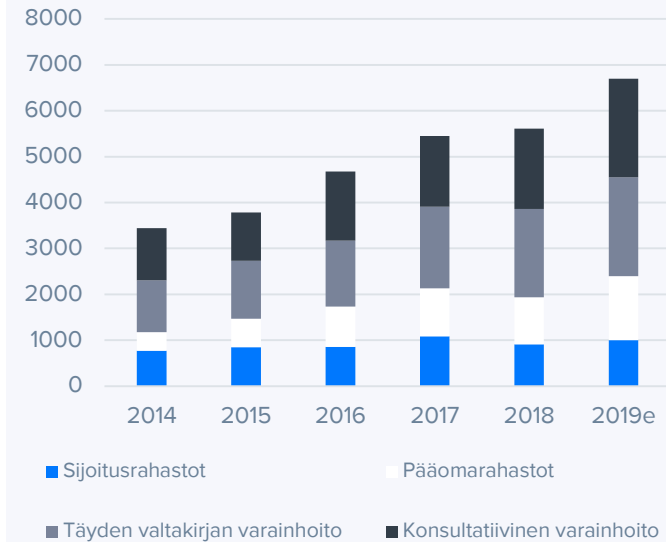
laajentamaan asiakaskuntaansa yksityishenkilöihin uudella digitaalisella palvelumallilla. Suhtaudumme tähän laajentumiseen varauksella johtuen Taalerin aiemmista epäonnistumisista tällä saralla (Projekti85 ja Vaurastajat). Tämän seurauksena emme ennusteissamme huomioi tätä laajentumista. Mielestämme olisi ensiarvoisen tärkeää, että yhtiöllä olisi kirkas go-to-market strategia ja, että tämä toteutetaan kustannustehokkaasti.

## Uudet tuotteet pitää tehdä kannattavasti

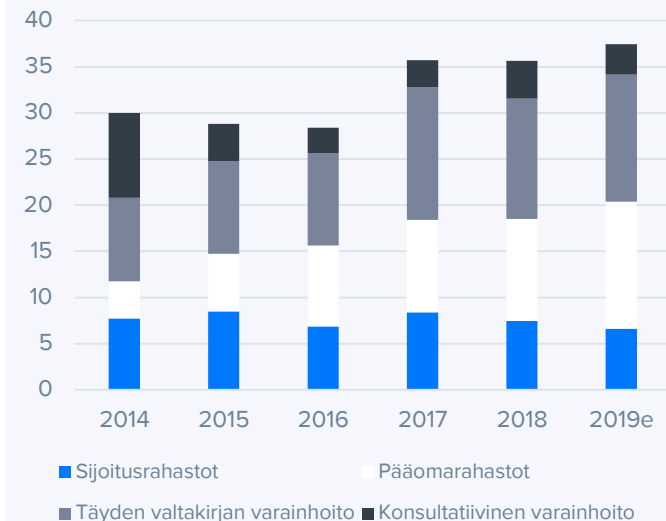
Näkemyksemme mukaan yhtiön keskeisenä kasvuajurina tulee myös jatkossa toimimaan uudet tuotelanseeraukset etenkin pääomarahastoissa. Uskomme, että uudet tuotteet tulevat kaikki tavalla tai toisella liittymään yhtiön Impakti-strategiaan ja aiemmasta poiketen ne tulevat todennäköisesti keskittymään kiinteistöihin, energiaan tai private equityyn. Yhtiö ei ole viime vuosina onnistunut täysimääräisesti hyödyntämään pääomarahaston tarjoamia mahdollisuuksia (mm. avoimet kiinteistörahastot) ja nyt ilmoitetut uudet avoimet pääomarahastot (kiinteistö sekä Taaleri vaihtoehtoiset) ovat mielestämme erittäin tervetullut lisä yhtiön tuotetarjontaan.

Aiemmasta poiketen yhtiön tulisi kiinnittää myös selvästi aiempaa enemmän huomiota tuotekohtaisiin kannattavuuksiin. Tässä keskiössä ovat tuotteiden kokoluokat sekä tuotteiden ylösajon nopeus. Mielestämme tuotekohtaisten kannattavuuksien nostaminen on keskeisessä roolissa yhtiön pyrkiessä parantamaan Varainhoidon rakenteellisesti heikkoa jatkuviin tuottoihin perustuvaa kannattavuutta.

## AUM kehitys



## Palkkiotuottojen kehitys (Inderes arvio)



# Varainhoito 3/5

## Varainhoidon kulurakenne

Varainhoidon kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin kiinteä ja henkilöstökulut ovat selvästi suurin kuluerä (2018: 28 % liikevaihdosta). Varainhoito työllisti 2018 lopussa 120 henkilöä. Henkilöstökulut jakautuvat kiinteisiin kuluihin ja bonusperusteisiin palkkioihin. Laskelmiemme mukaan Varainhoidon 14 MEUR:n henkilöstökulupotista noin 10-11 MEUR oli kiinteitä palkkakuluja ja noin 3-4 MEUR bonuksia. Kiinteiden palkkojen osalta palkkainflaatio on Taalerilla ollut varsin maltillista, mutta bonusten osalta varianssi on ollut todella suurta ja esimerkiksi vuoden 2017 kaltaista bonusohjelmaa ei voida pitää onnistuneena osakkeenomistajien näkökulmasta. Normalisoiduilla bonuskuluilla Taalerin henkilöstökulut ovat arviomme mukaan noin 120 TEUR/henkilö, joka on linjassa keskeisten verrokkien kanssa.

Muiden kulujen osuus oli vuonna 2018 noin 12 MEUR tai 24 % ja ne sisältävät mm. IT-kulut, vuokrat, markkinoinnin ja konsernikulujen allokoinnit. Kulutasoa ovat rasittaneet viime vuosina tietyt kertakulut sekä suhteellisen raskaat IT-hankkeet. Myös asiakaskunnan laajennuksiin liittyvät hankkeet ovat rasittaneet yhtiön kulutasoa.

Palkkiokulut ovat kolmas yhtiön merkittävä kuluerä ja niiden määrä vaihtelee vuosittain riippuen konsernin maksamista palkkionpalautuksista sekä ETF- ja säilytyspalkkioista. Nämä ovat pitkälti läpilaskutuseriä ja niillä ei ole oleellista merkitystä konsernin tulokseen. 2018 palkkionpalautukset olivat 5,5 MEUR (11 %/liikevaihto).

## Varainhoidon kannattavuus

Taalerin Varainhoidon raportoima kannattavuus on

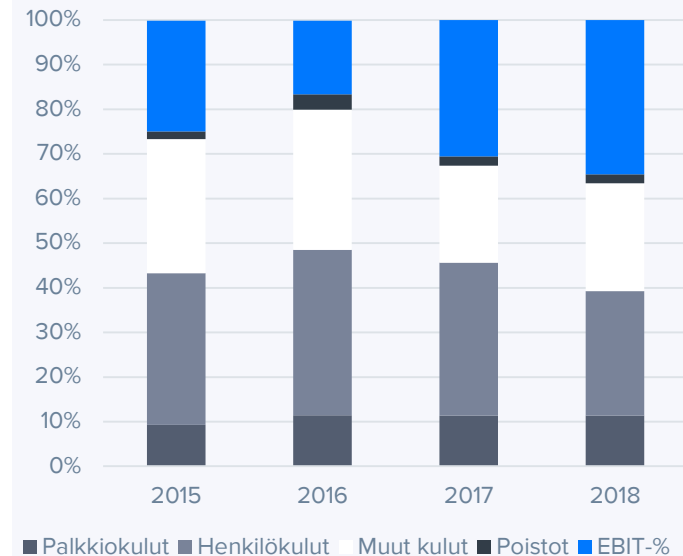
vuosien 2014-2018 välillä ollut terve 26 %. Tämä on kuitenkin ollut pitkälti tuottosidonnaisten sekä muiden kertatuottojen ansiota. Tuottopalkkioista sekä muista tuotoista oikaistuna kannattavuus on ollut jatkuvasti erittäin heikko ja vuosien 2014-2018 arvioimamme keskimääräinen liikevoitto on ollut vain hieman yli 2 MEUR (noin 8 %:n liikevoittomarginaali). Tämä on rajusti alle yhtiön potentiaalın sekä keskeisten verrokkien ja ongelmien pitkäkestoisuudesta johtuen niitä voidaan pitää rakenteellina. Näkemyksemme mukaan keskeiset asiat rakenteellisen kannattavuuden korjaamiseksi ovat mm:

- Tuotekokojen kasvu
- Liiketoiminnan yleinen kasvu
- Asiakaskohtainen kannattavuus
- IT-hankkeiden parempi johtaminen

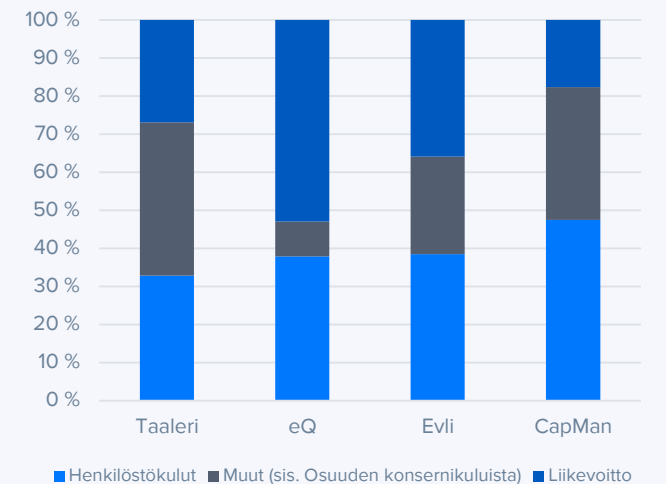
Taaleri on uuden johdon alaisuudessa siirtänyt painopisteen entistä määrätietoisemmin jatkuvien tuottojen kasvattamiseen ja jatkuviin tuottoihin perustuvan kannattavuuden parantamiseen. Pidämme kehityssuuntaa täysin oikeana, sillä jatkuvien tuottojen kasvu tulee parantamaan Varainhoidon tuloksen ennustettavuutta ja laskemaan sen riskitasoa.

Yhtiön rakenteellisen kannattavuustason pitäisi lähteä parantumaan selvästi H2'19:n alkaen ja mielestämme yhtiö on tehnyt viimeisen 12kk:n aikana paljon oikeita asioita tämän suhteen. Olemmekin varovaisen optimistisia rakenteellisen kannattavuuden korjaantumisesta, mutta jatkuvista pettymyksistä johtuen haluamme nähdä konkreettisia tuloksia.

## Varainhoidon kulurakenteen kehitys



## Verrokkien varainhoitojen kulurakenne



# Varainhoito 4/5

## Varainhoidon tulosestimateet

Varainhoidon H1'19 sujui heikosti ja liikevoitto jäi vain 2,0 MEUR:oon. Yhtiö ei kirjannut H1:lle merkittäviä kertatuottoja ja H1'19 kuvastaakin yhtiön normaalia suoritusta silloisella kulurakenteella. Taso on selvästi alle yhtiölle hyväksyttävän tason ja yhtiö toteuttikin alkuvuoden aikana kulusäästöjä. Alkuvuoden harvoja positiivisia asioita oli yhtiön vahva AUM:n kasvu. AUM:n kasvu ja merkittävien rahastojen (Aurinkotuuli 1 & Solarwind II) ylösajot luovat hyvän pohjan liikevaihdon selvälle kasvulle H2:lla. Kun tähän yhdistetään yhtiön toteuttamat kulusäästöt, on yhtiöllä hyvät edellytykset nostaa rakenteellista kannattavuutta merkittävästi H2'19 aikana. Ennustamme H2'19:n liikevaihdon kasvavan 25,7 MEUR:oon (H2'18: 19,1 MEUR) ja liikevoiton 9,6 MEUR:oon (H2'18: 2,7 MEUR). Liikevoitto pitää sisällään 5,6 MEUR:n edestä tuottopalkkioita pääsääntöisesti vanhoista Tuulirahastoista, jotka kirjataan aina vuoden lopussa.

## Vuonna 2020 parempaan suuntaan

2020 ennustamme Varainhoidon liikevaihdon kasvavan 9 %:lla 46,5 MEUR:oon (2019e: 42,8 MEUR). Liikevaihdon kasvua ajaa hallinnoitavan varallisuuden kasvu (AUM: +8 % 7200 MEUR). Uudet tuotteet sekä nykyisten pääomarahastojen ylösajo ovat keskeinen ajuri tämän takana. Ennustamme nojaa yhtiön nykyiseen asiakaskuntaan, eikä odota merkittäviä läpimurtoja instituutioiden tai yksityishenkilöiden puolella.

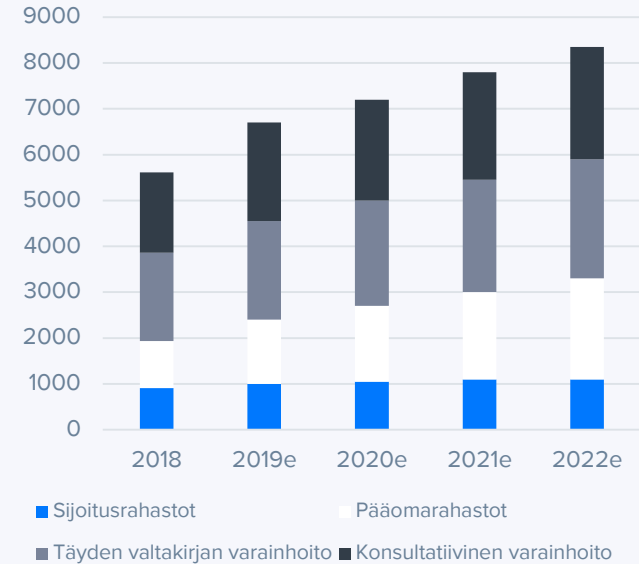
Ennustamme liikevoiton paranevan 14,2 MEUR:oon

(2019e: 11,5 MEUR). Liikevoiton merkittävän kasvun taustalla on liikevaihdon kasvu ja tämän myötä parantuva kulutehokkuus. Liikevoittoennuste sisältää tuottopalkkioita 5,3 MEUR, joista valtaosa tulee varsin hyvin ennustettavista vanhoista tuulirahastoista. Näin ollen liikevoitto perustuu valtaosin jatkuviin tuottoihin ja ennustamme jatkuviin tuottoihin pohjautuvan kannattavuuden kohoavan yhtiön historian parhaalle tasolle.

## Pitkän aikavälin ennusteet varovaisella tasolla

H2'19-2020 merkittävän tuloskasvun jälkeen hidastuu ennustamamme tuloskasvu merkittävästi. Vuodelle 2021 ennustamamme 16 MEUR:n liikevoittotaso on edelleen alle Taalerin vuosien 2017-2018 saavuttaman liikevoittotason ja näkemyksemme mukaan yhtiön pitäisi kyetä nykyisellä koneistollaan tätä korkeampaan kannattavuuteen. Ennustamme eivät myöskään huomioi mahdollisia irtaantumisia, joita pidämme keskipitkällä aikavälillä todennäköisinä. Jatkuvien pettymysten myötä haluamme ennusteisiimme selkeää turvamarginaalia. Mikäli yhtiö pystyy seuraavan 12kk:n aikana saamaan palkkiotuotonsa odotuksiemme mukaiselle kasvurallalle ja todistamaan parantaneensa kulujen hallintaa, on tulosestimateissamme selkeitä nousupaineita.

### AUM ennusteet



### Varainhoidon liikevaihto ja liikevoitto-%



# Varainhoito 5/5

## Varainhoidon arvo

Näkemyksemme mukaan Varainhoitosegmenttiä arvottaessa lähtökohtana tulee käyttää segmentin tulos pohjaista arvostusta. Lisäksi hahmottelemme arvostusta myös AUM-pohjaisesti, mutta pääpainon annamme tulos pohjaiselle arvostukselle.

Yhtiön normalisoitua tulosta hahmotellaksemme olemme käyttäneet vuosien 2018-2020e keskimääräistä liiketulosta (14,2 MEUR) ja normaalia 20 %:n veroastetta. Tämä tulostaso on täysin linjassa myös ensi vuoden tulosnusteamme kanssa. Olemme tyypillisesti hinnoitelleet varainhoitajia 9-13x EV/EBIT-kertoimella, joka on myös taso missä sektoria on yleisesti hinnoiteltu. Ottaen huomioon Taalerin jatkuvat haasteet sen kannattavuuden kanssa ja epävarmuus tulosparannukseen liittyen, tulee Varainhoitoa hinnoitella alennuksella sille normaalista hyväksyttävään arvostustasoon. Pidämme tällä hetkellä Taalerille hyväksyttävänä EV/EBIT-tasona 8x, joka on toimialalle suhteellisen matala. Kertoimessa on selkeää nousuvaraa, mikäli yhtiö pystyy H2:n aikana todistamaan Varainhoidon kestävä tulosparannuksen. Näkemyksemme Varainhoidon tulos pohjaisesta arvostuksesta on **114 MEUR**.

## Varainhoidon potentiaali merkittävästi korkeampi

Toisena arvonmääritysmallina olemme käyttäneet Taalerin hallinnoitavaa varallisuutta. Taalerin Varainhoidon liikevaihdosta valtaosa syntyy sen AUM:iin liittyvistä tuotteista ja palveluista ja näin ollen voimmekin käänteisesti laskea, kuinka paljon sijoittajat maksavat hallinnoitavan varallisuuden eri osa-alueista. Hallinnoitavan varallisuuden arvo vaihtelee merkittävästi riippuen sen tuottamasta palkkio tasosta sekä rahan pysyvyydestä. Korkeaa

palkkiovirtaa tuottava private equity - rahasto voidaan hinnoitella korkeallakin kertoimella, kun taas konsultatiivisessa varainhoidossa olevan transaktiovetoisen rahan kerroin jää matalaksi. Karkeana yleistyksenä voidaan todeta, että valtaosa hallinnoitavasta varallisuudesta hinnoitellaan 1-5 %:n arvoiseksi.

Taalerin arvokkainta AUM:ia on sen pääomarahastojen pääoma (H1'19: 1238 MEUR). Pääomarahastojen palkkiotaso on hyvä (~1 % sekä tuottosidonnainen palkkio) ja niiden ennustettavuus on poikkeuksellisen hyvä johtuen pitkistä sijoitussitoumuksista. Olemme soveltaneet pääomarahastoihin korkeaa 8 %:n kerrointa, joka heijastelee pääomien korkeaa laatua.

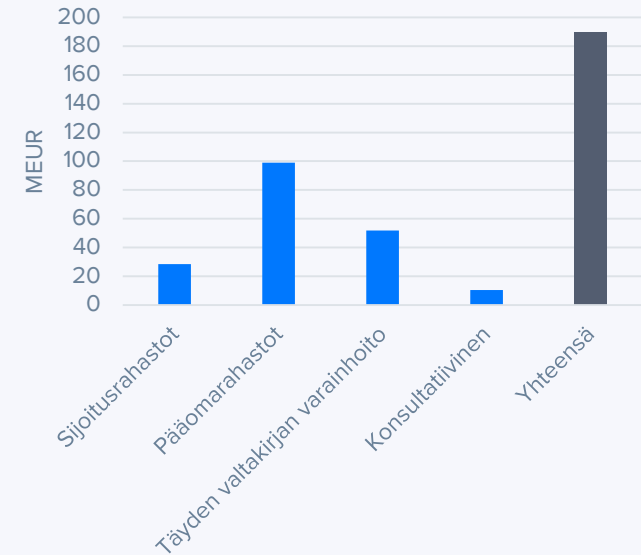
Osake- ja korkorahastoille (AUM 945 MEUR) olemme soveltaneet 3 %:n kerrointa. Taso on laskenut vuodentakaisesta (4 %) johtuen mixin heikentymisestä. Taso on linjassa yhtiön verrokeille soveltamiemme tasojen kanssa.

Täyden valtakirjan varainhoidon (2074 MEUR) olemme arvottaneet 2,5 %:lla (aik. 3 %). Taso on hieman verrokkeja korkeampi taso, mutta perusteltu johtuen yhtiön täyden valtakirjan terveestä palkkiorakenteesta.

Konsultatiivisen varainhoidon (2064 MEUR) olemme arvottaneet 0,5 %:n arvoiseksi (aik. 1 %) johtuen sen matalasta ja heikosti ennustettavasta tuottotasosta.

Yhteensä hallinnoitavan varallisuuden arvo on laskelmassamme **190 MEUR** ja merkittävästi tulos pohjaista arvonmääritystä korkeampi. Mielestämme AUM-pohjainen arvonmääritys antaa hyvän indikaation Varainhoidon potentiaalista, mikäli krooniset kannattavuusongelmat saadaan ratkaistua.

AUM-pohjainen arvonmääritys





# Varainhoito yhteenveto

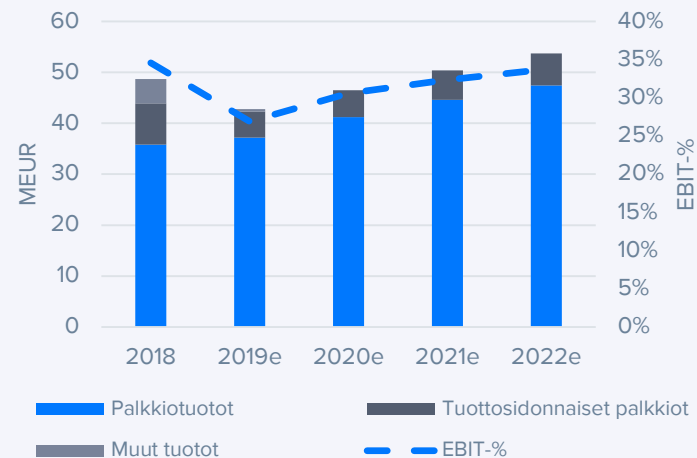
Varainhoito MEUR	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Palkkiotuotot	35,7	35,8	37,2	41,2	44,6	47,4
Tuottosidonnaiset palkkiot	15,8	8,1	5,1	5,3	5,8	6,3
Muut	3,1	4,8	0,5	0,0	0,0	0,0
<b>Liikevaihto</b>	<b>54,6</b>	<b>48,7</b>	<b>42,8</b>	<b>46,5</b>	<b>50,4</b>	<b>53,7</b>
Henkilöstökulut	-18,7	-13,6	-14,1	-14,5	-15,5	-16,3
Muut kulut	-13,0	-10,8	-12,4	-12,7	-13,3	-13,8
<b>EBIT</b>	<b>16,7</b>	<b>16,8</b>	<b>11,5</b>	<b>14,2</b>	<b>16,3</b>	<b>18,1</b>
EBIT-%	31 %	35 %	27 %	31 %	32 %	34 %
<b>Hallinnoitava varallisuus</b>	<b>5451</b>	<b>5612</b>	<b>6700</b>	<b>7200</b>	<b>7800</b>	<b>8350</b>
Rahastot	1083	911	1000	1050	1100	1100
Täyden valtakirjan varainhoito	1772	1922	2150	2300	2450	2600
Pääomarahastot (sis. Energia)	1052	1024	1400	1650	1900	2200
Muu varainhoito	1544	1754	2150	2200	2350	2450

## Palkkiotuottojen jakauma

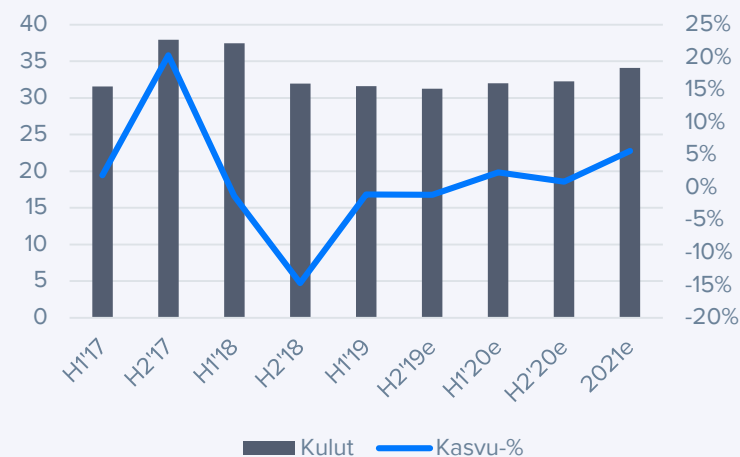
Sijoitusrahastot*	8,4	7,5	6,6	7,1	7,5	7,5
Pääomarahastot*	10,0	11,1	13,8	15,4	17,7	19,8
Täyden valtakirjan varainhoito*	14,4	13,0	13,8	14,7	15,4	16,1
Konsultatiivinen varainhoito*	2,9	4,1	3,3	4,0	4,0	4,0

\*merkityt ovat Inderesin ennusteita myös toteutuneiden vuosien osalta

### Varainhoidon liikevaihto ja liikevoitto-%



### Varainhoidon kulutaso (liukuva 12kk)



# Garantia 1/4

## Yhtiökuvaus

Garantia on vuonna 1993 perustettu takausvakuutuksiin erikoistunut vakuutusyhtiö, joka tarjoaa laajan valikoiman erilaisia takaustuotteita. Garantian tuotetarjonta kattaa yrityksille mm. lainatakaukset, kaupalliset takaukset, sijoitustakaukset ja jäännösarvotakaukset. Garantian kuluttajaratkaisut kattavat puolestaan vuokratkaukset sekä kumppaneiden kautta tarjottavat asuntolainatakaukset. Garantia vastaa myös työeläkeyhtiöiden kanssa tehdyn sopimuksen nojalla TyEL-viitekorkojen laskennasta.

Garantia on aktiivisesti mukana erilaisissa rahoitusjärjestelyissä ja pyrkii kehittämään jatkuvasti uusia tuotteita Garantian asiakkaiden muuttuviin tarpeisiin. Garantia työllisti 2018 lopussa 25 henkilöä.

Takausvakuutukset toimivat samalla tavoin kuin pankkitakaukset. Garantia ja asiakas tekevät sopimuksen, jonka nojalla Garantia sitoutuu asiakkaan puolesta vakuutettavan sitoumuksen mukaisten velvoitteiden hoitamiseen siltä varalta, että asiakas tulisi maksukyvyttömäksi tai ei pystyisi hoitamaan velvoitteitaan. Vakuutettava sitoumus voi olla esimerkiksi laina, urakka tai toimitussopimus. Garantian vakuutuskaanta oli H1'19:n lopussa noin 1645 MEUR.

Garantian oma varallisuus oli H2'19:n lopussa 105,6 MEUR ja yhtiötä koskeva vakavaraisuuspääomavaatimus 47 MEUR Finanssivalvonnan kesäkuussa 2019 asettaman lisäpääomavaateen (19,8 MEUR) jälkeen. Yhtiön tase onkin erittäin vahva solvenssisuhteen ollessa 225 %. Luottoluokittaja Standard & Poor's vahvisti

syyskuussa Garantian luottoluokituksen A- vakain näkymin. Garantian vakavaraisuutta ohjaava tekijä on arviomme mukaan S&P:n luottoluokitus. Käsitksemme mukaan Garantialla on vakavaraisuutensa suhteen edelleen selvää puskuria suhteessa S&P:n luottoluokitukseen.

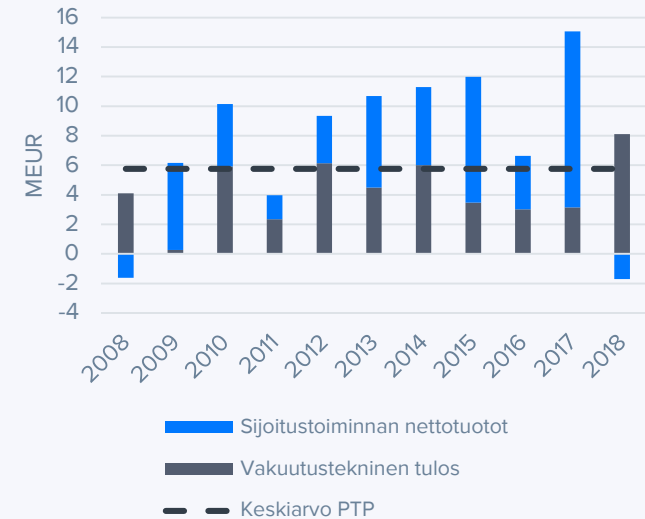
Garantian kannattavuus ja tulokseteko on ollut vahvaa läpi koko tarkastelujakson (2008-2018) ja yhtiön tasoitusmäärän muutoksella oikaistu voitto ennen veroja on ollut keskimäärin 8,1 MEUR vaihteluvälin ollessa 2,5-15,1 MEUR. Hyvän tuloskehityksen taustalla on ollut erinomainen vakuutustekninen suoritus ja sijoitussalkun kohtuullisen hyvä tuotto, jota on auttanut pääomamarkkinoiden erittäin vahva kehitys.

## Vahvaa kasvua viime vuodet

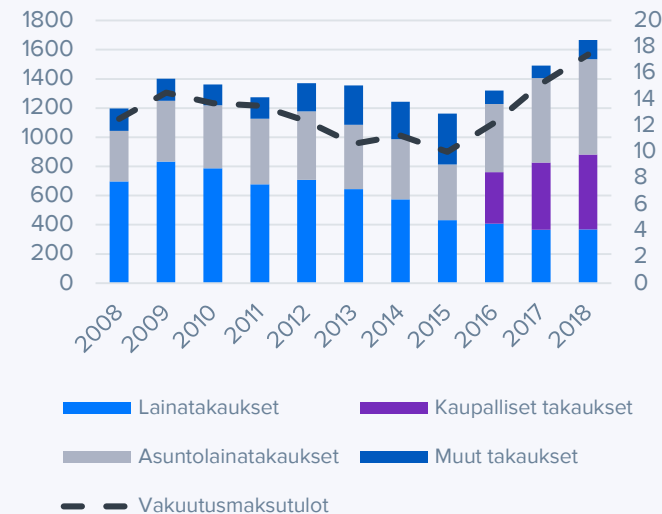
Garantian vakuutusmaksutulo on kääntynyt Taalerin omistusaikana selvään kasvuun. Näkemyksemme mukaan keskeisinä ajureina tässä ovat olleet merkittävät muutokset Garantian organisaatiossa, uusi kasvuun tähtäävä strategia, Garantian kulttuurin muuttaminen aiempaa aktiivisemmaksi sekä Suomen talouden viime vuosien suotuisa kehitys.

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

## Tuloskehitys 2008-2018



## Vakuutusmaksutulon ja vakuutuskaannan kehitys (MEUR)



# Garantia 2/4

Garantian liiketoiminta jakautuu vakuutus- ja sijoitustoimintaan.

## Vakuutustoiminta

Garantian kaikki vakuutusvastuut koostuvat vakuutuslajiin 15 luokitelluista takausvakuutuksista. Yhtiön päätuotteita ovat lainatakaukset ja asuntolainojen täytetakaukset. Muita tuotteita ovat mm. kaupalliset takaukset ja jäännösarvovakuutukset.

Garantian historiallinen vakuutustekninen suoritus on ollut erittäin vahva. Yhtiön vuosien 2008-2018 yhdistetty kulusuhde on ollut keskimäärin alle 60 % ja se ei ole kertaakaan noussut yli 100 %:n finanssikriisistä, eurokriisistä ja Suomen talouden surkeasta kehityksestä huolimatta. Vahvan vakuutusteknisen tuloksen taustalla on näkemysmme mukaan yhtiön erittäin tiukka ja onnistunut riskienhallinta, joka heijastuu korvauskulusuhteen erinomaisena kehityksenä (2008-2018 keskiarvo ~20 %). Yhtiön liikekulusuhde (2008-2018 keskiarvo ~38 %) on mielestämme puolestaan varsin korkea ja se heijastelee liiketoiminnan pientä kokoa ja suuren mittakaavan puutetta.

Garantian yhdistetty kulusuhde (33,9 %) oli vuonna 2018 erittäin matala, sillä yhtiön korvauskulut olivat viime vuonna poikkeuksellisesti positiiviset. Positiivisia korvauskuluja selittää se, että yritysainatakausten perusteella maksetuista korvauksista saadun takaisinperinnän määrä ylitti maksetut korvaukset, jonka lisäksi tunnettujen vahinkojen varauksen muutos alensi korvauskuluja.

Garantian tavoitteena on kasvattaa lähivuosina

takausvakuutuskantaa vähemmän pääomaa sitovissa takausratkaisuihin, kuten asuntolaina-, vastike-, vuokra- ja leasingtakauksissa. Garantia pyrkii myös kasvattamaan tuotetarjontaansa uusien jakelukumppanien avulla.

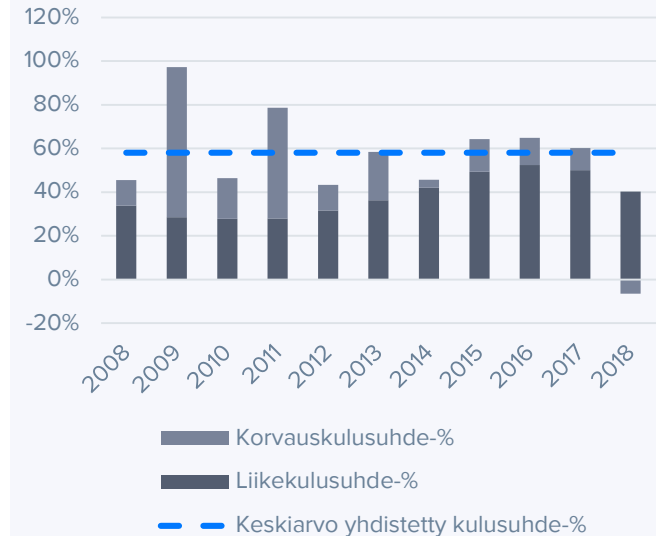
## Sijoitustoiminta

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

Garantian sijoitussalkun arvo oli H1'19:n lopussa 141 MEUR. Tästä osakkeissa oli 13 %, kiinteistöissä 1 % ja loput koroissa. Koroissa yhtiön salkun korkotuotto (running yield) on arviomme mukaan noin 3 %.

Garantia on onnistunut sijoitustoiminnassaan viime vuosina hyvin, vaikka yhtiön sijoitustoiminnan tuotot (käyvin arvoin) painuivatkin viime vuoden vaikeassa markkinaympäristössä 1,7 % (-1,9 MEUR) negatiiviseksi. Pidemmällä aikavälillä sijoitustoiminta on onnistunut hyvin salkun keskiarvotuoton ollessa vuosilta 2008-2018 4,3 %.

## Vakuutustekninen suorittaminen



## Sijoitustoiminnan tuotot



# Garantia 3/4

## Tulevaisuuden ennusteet

Ennustamme Garantian jatkavan tervettä kasvuaan myös lähivuosina. Kasvuvauhti tulee kuitenkin väistämättä asteittain hidastumaan, sillä yleinen talouskasvukuva on osoittanut heikkenemisen merkkejä ja rakentamisen suhdanne on kääntynyt Suomessa jo selvään laskuun.

Odotamme Garantian kasvattavan liiketoimintaansa vähemmän pääomaa sitovissa takauslajeissa, mikä tulee parantamaan tulevana vuosina yhtiön pääomatehokkuutta. Tällä strategisella valinnalla on myös lievä negatiivinen vaikutus kasvuennusteisiimme.

Ennustamme yhtiön vakuutusteknisen suorittamisen säilyvän erinomaisena ja odotamme korvauskulujen pysyvän lähivuosina noin 20 %:n tasolla. Liikekulusuhde jatkaa laskuaan vakuutusmaksutulon kasvun myötä ja tämän seurauksena yhdistetty kulusuhde laskee. Yhtiön olisi ensiarvoisen tärkeää säilyttää kulut nykytasolla (olettaen, että tuotetarjonta ei oleellisesti laajene ja kasvu kiihdy tämän myötä), sillä liikekulusuhteessa on edelleen merkittävää parantamisvaraa yhtiön pienestä koosta johtuen.

Sijoitustoiminnan osalta keskeisenä haasteena on sijoitussalkun laskeva korkotuotto, joka liiketoiminnalle tyypillisestä korkeasta korkopainosta johtuen tekee historiallisen kaltaisten sijoitustuottojen saavuttamisen entistä vaikeammaksi. Osakemarkkinoiden jo yli kymmenen vuotta jatkunut nousumarkkina tulee väistämättä johtamaan tilanteeseen, jossa osakkeiden lähivuosien tuotot tulevat jäämään

viimevuosien erinomaisista tuotoista. Näin ollen sijoitustoiminta tulee kohtaamaan painetta kahdelta rintamalta.

Kokonaisuutena ennustamme Garantian tuloksen (PTP) kasvavan kuluvana vuonna merkittävästi vertailukautta selvästi parempien sijoitustuottojen ansiosta. Vuosien 2020-2022 tulostaso tulee jäämään ennusteissamme selvästi vuoden 2019 tasoa alhaisemmaksi sijoitustuottojen saavuttamisen käydessä yhä haastavammaksi. Garantian tuloksen laatu parantuu lähivuosina selvästi tuloksen painopisteen siirtyessä volatiileista sijoitustuotoista ennustettavampaan ja jatkuvaan vakuutustekniseen tulokseen. Vakuutustekninen tulos on sijoittajalle huomattavasti sijoitustuottoja arvokkaampaa ja näin ollen Garantian arvo jatkaakin kasvuaan tuloksen mixin parantumisen myötä, vaikka itse tulos ei kasvakaan.

## Garantian arvo

Garantian arvonmäärityksemme on pohjautunut aiemmin yhtiön likvidiin sijoitussalkkuun. Likvidin sijoitusomaisuuden lisäksi olemme antaneet arvonmäärityksessämme arvon myös yhtiön hyvin kannattavalle vakuutusliiketoiminnalle.

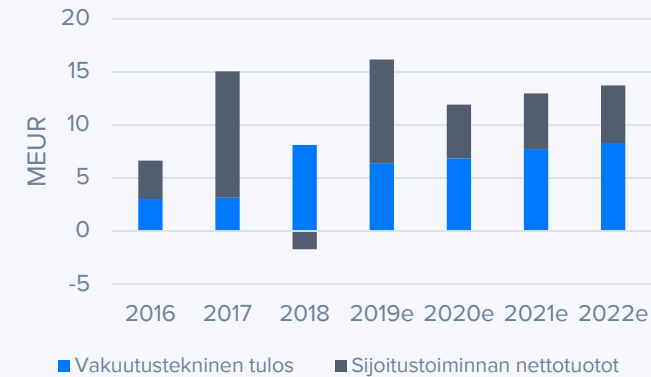
Lähtökohta on perustunut oletukseen, että mahdollisessa yritysjärjestelytilanteessa isomman taseen omaava teollinen ostaja kykenisi vakavaraisuusvaatimusten puitteissa nostamaan Garantian sijoitussalkun riskitasoa (korkopainon laskulla) tai purkamaan jollain muulla mekanismilla Garantian pääomia sitovan taseen.

## Rakentamisen suhdanne taittuu

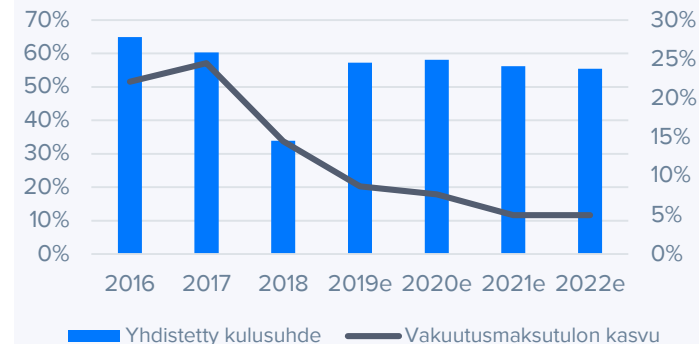


Lähde: Tilastokeskus

## Tuloskehitys 2016-2022e



## Yhdistetty kulusuhde ja vakuutusmaksutulon kasvu



# Garantia 4/4

Olemme olettaneet, että tällaisessa skenaariossa teollinen ostaja olisi valmis maksamaan Garantian sijoitussalkusta käyvän arvon (H1'19: veroveljoilla oikaistuna ~125 MEUR) ja maksamaan tämän lisäksi myös tietyn hinnan vakuutustoiminnoista (H1'19-yhtiöpäivitys: ~41 MEUR). Olettamamme on osoittautunut virheelliseksi, sillä pidämme hyvin todennäköisenä, että Taaleri olisi jo irtaantunut Garantiaa, mikäli ostaja hinnoittelisi Garantian yrityskauppatilanteessa edellä mainitulla tavalla.

Olemme ottaneet Garantian arvonmäärityksessämme lähtökohdaksi tulosperusteiset arvostuskertoimet ja olemme koostaneet tätä varten yhtiölle pohjoismaisista vahinkovakuuttajista koostuvan verrokkiryhmän. Verrokkiryhmä ei ole optimaalinen, mutta se antaa mielestämme riittävää indikaatiota yhtiölle hyväksyttävästä arvostustasosta. Käytämme arvonmäärityksessämme Garantian ensi vuoden yleiskustannukset huomioivaa tulosta (2020e: 11,5 MEUR). Taaleri laskuttaa Garantialta korko- ja yleiskuluja noin 2,5 MEUR:lla. Käsitksemme mukaan tästä noin 2 MEUR on lähinnä kirjanpitolaskennasta ja 0,5 MEUR liittyy operatiiviseen toimintaan (pääosin vuokrat). Näin ollen olemme vähentäneet tämän 0,5 MEUR käyttämästämme tulosennusteesta (PTP), jotta Garantian kulurakenne olisi mahdollisimman vertailukelpoinen. Vuoden 2020 tulos on myös 2019 tulosta realistisempi, sillä 2019 tulos on poikkeuksellisen hyvä erittäin vahvojen sijoitustuottojen ansiosta.

Näkemyksemme mukaan Garantiaa tulee

hinnoitella selvästi pohjoismaisia vahinkovakuuttajia matalimmilla arvostuskertoimilla sillä 1) yhtiö on kokoluokaltaan selvästi verrokkejaan pienempi, 2) Garantia on keskittynyt vain kapeaan vakuutuslajiin (takausvakuutukset) ja 3) yhtiön liiketoiminta on rajoittunut puhtaasti Suomeen.

Olemme soveltaneet verrokkiryhmän arvostustasoon (EV/EBIT 2020e: 16x) noin 30 %:n alennusta, mitä voidaan pitää mielestämme edellä mainitut tekijät huomioiden perusteltuna. Arvotamme Garantian laskelmissamme EV/EBIT-kertoimella 11x noin **128 MEUR:oon** (aik. 166 MEUR).

Verrokkiryhmän arvostus	Yritysarvo	EV/EBIT	
Yhtiö	MEUR	2019e	2020e
Gjensidige Forsikring ASA	8401	11,5	15,8
Protector Forsikring ASA	526	80,3	13,7
Topdanmark A/S	3901	15,8	15,2
Tryg A/S	8736	18,8	19,5
Sampo plc	22604	18,1	16,1
Storebrand ASA	5820	20,8	18,7
<b>Keskiarvo</b>		<b>27,6</b>	<b>16,5</b>
<b>Mediaani</b>		<b>18,4</b>	<b>15,9</b>

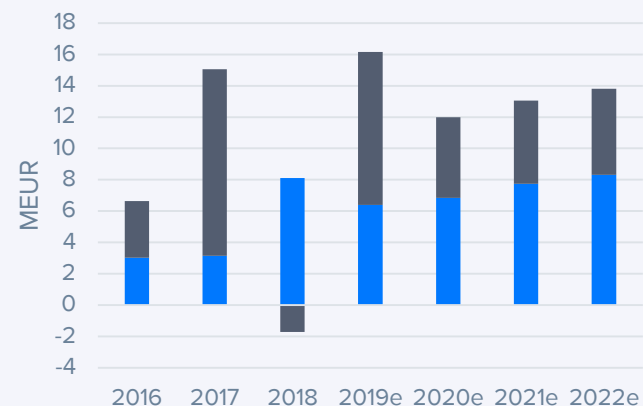
# Garantia yhteenveto

Garantia MEUR	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Vakuutusmaksutulot</b>	<b>15,2</b>	<b>17,4</b>	<b>18,9</b>	<b>20,4</b>	<b>21,4</b>	<b>22,4</b>
Jälleenvakuuttajien osuus	-1,0	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2
Vakuutusmaksuvastuun muutos	-4,3	-4,2	-3,2	-3,0	-2,5	-2,5
Korvauskulut	-1,1	0,8	-2,5	-3,3	-3,5	-3,7
Liikekulut	-5,6	-5,0	-6,0	-6,2	-6,4	-6,6
Vakuutustekninen tulos	3,2	8,1	6,4	6,8	7,7	8,3
Sijoitustoiminnan nettotuotot	11,9	-1,7	9,8	5,1	5,3	5,5
Voitto ennen veroja	15,1	6,4	16,2	12,0	13,0	13,8
<b>Raportoitu PTP (sis. yleiskustannukset)</b>	<b>13,9</b>	<b>3,6</b>	<b>13,5</b>	<b>9,6</b>	<b>10,6</b>	<b>11,4</b>
Raportoitu liikevaihto (sis. sijoitustuotot)**	21,2	12,5	22,2	18,2	19,4	20,4
Vakuutuskanta MEUR	1491	1666	1738	1805	1850	1896
Korvauskulusuhde-%	10 %	-6 %	17 %	20 %	20 %	20 %
Liikekulusuhde-%	50 %	40 %	40 %	38 %	36 %	35 %
<b>Yhdistetty kulusuhde-%</b>	<b>60 %</b>	<b>34 %</b>	<b>57 %</b>	<b>58 %</b>	<b>56 %</b>	<b>55 %</b>
Sijoitussalkun tuotto-%	6,6 %	-1,7 %	6,8 %	3,4 %	3,4 %	3,4 %
Running yield-% *	2,5 %	1,0 %	6,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Sijoitussalkku MEUR	134	134	146	151	156	162
Solvenssisuhde-%	394 %	233 %	211 %	198 %	180 %	170 %

\* merkityt ovat linderesin ennusteita myös toteutuneiden vuosien osalta

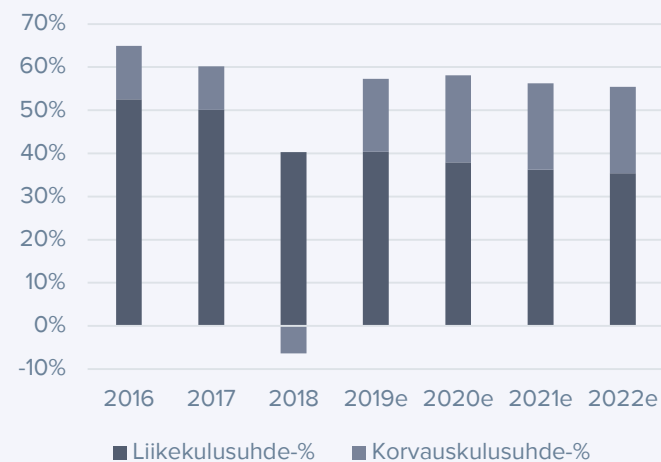
\*\* takausvakuutustoiminnan nettotuotot + sijoitustoiminnan nettotuotot

### Tulosennusteet



■ Vakuutustekninen tulos ■ Sijoitustoiminnan nettotuotot

### Vakuutustekninen suorittaminen



■ Liikekulusuhde-% ■ Korvauskulusuhde-%

# Energia 1/2

## Yhtiökuvaus

Taaleri perusti Energia-segmentin keväällä 2016. Taaleri Energia Oy kehittää, rakentaa, rahoittaa ja operoi energiahankkeita ja yhtiö pyrkii laajentamaan toimintaansa myös kansainvälisesti. Yhtiön fokus on uusiutuvassa energiassa ja etenkin aurinko- sekä tuulivoimassa. Vaikka yhtiö onkin varsin nuori, on yhtiöllä konkreettista ja merkittävää kokemusta uusiutuvan energian hankkeista Taalerin aiemmista rahastoista (tuulirahastot ja Biotehdas). Yhtiöllä on lyhyestä historiastaan huolimatta rakennettua ja kehitettyä tuulivoimakapasiteettia 312 MW:n edestä. Taaleri Energia työllistää tällä hetkellä noin 30 henkilöä. Taaleri omistaa Energiasta 78,6 % ja loput omistuksesta on Energian avainhenkilöillä.

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

Energia-segmentin ansainta muodostuu rahastojen hallinnointi- ja tuottopalkkioista sekä konserniyhtiö Taaleri Energia Operations Oy:n palveluliiketoiminnasta ja kehityshankkeiden myyntivoitoista.

## Ensimmäiset hankkeet

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

## Aurinkotuuli I

Taaleri Energian ensimmäinen rahasto AurinkoTuuli 1 perustettiin 2017. Rahaston oma pääoma on 87 MEUR ja velkavipu huomioiden rahaston lopullinen koko tulee olemaan noin 200 MEUR:n tuntumassa. Rahasto on sijoittanut neljään kohteeseen (Serbian, Vetlandan ja Mälajordin tuulipuistot sekä Jordanian aurinkoenergianhanke). Rahaston sijoitusaika päättyi tammikuussa 2019.

Näkemyksemme mukaan AurinkoTuuli 1-rahaston tärkein kontribuutio Taalerille on yhteistyö Abu Dhabin valtiollisen sijoitusyhtiö Masdarin kanssa. Masdar on maailman suurimpia sijoittajia ja Masdarin mukanaolo kasvattaa Taalerin uskottavuutta merkittävästi. Käsityksemme mukaan Masdar on varsin suurella todennäköisyydellä mukana myös Energian uusissa hankkeissa ja tämän pitäisi helpottaa varainkeruuta yhtiön uusiin rahastoihin/tuotteisiin. Kokonaisuutena AurinkoTuuli 1 on Taaleri Energialle tärkeä referenssi.

## Texasin tuulihanke

Taaleri Energia hankki alkuvuodesta 2018 oikeudet 336 megawatin tuulivoimahankkeeseen Texasissa Yhdysvalloissa. Hanke on hankittu Energian omaan taseeseen. Hankkeen kokonaisinvestointi tulee olemaan noin 300 MEUR ja on selvää, että Taaleri ei itse kykene tätä rahoittamaan. Energian tavoitteena onkin kehittää hanke investointivaiheeseen ja hankkia tämän jälkeen hankkeeseen ulkopuolisia sijoittajia.

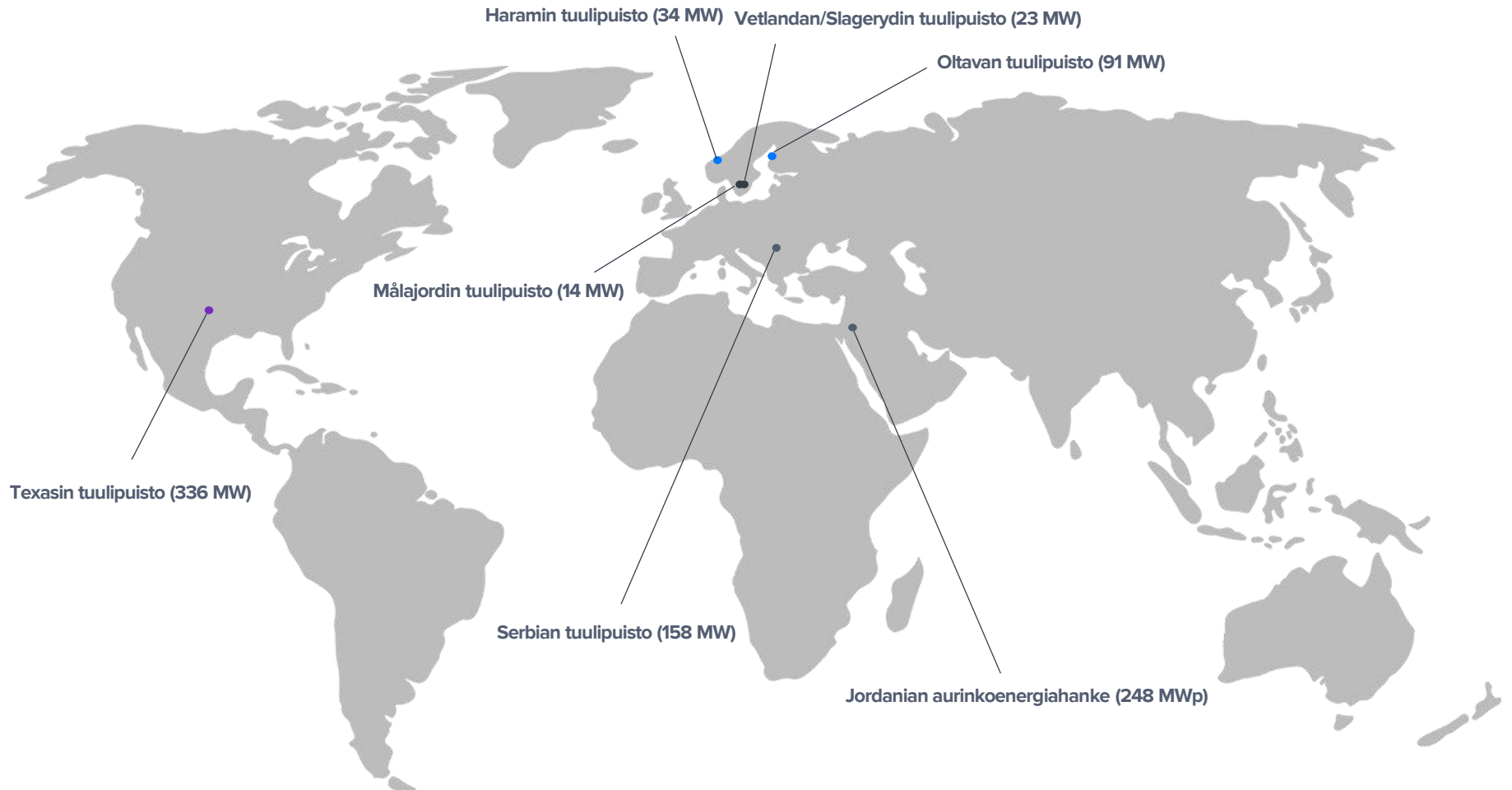
Käytännössä tämä voidaan tehdä joko rahastomuotoisesti tai mandaattipohjaisesti, missä Energia myy hankkeen uusille sijoittajille ja vastaa edelleen hankkeen toteuttamisesta.

Taalerin irtaantuminen Texasin hankkeesta on viivästynyt, sillä uuden turbiinotoimittajan valintaprosessi on kestänyt odotettua pidempään edellisen toimittajan ajaututtua maksukyvyttömäksi. Odotamme Taalerin irtautuvan Texasin tuulihankkeesta H2'19:n aikana ja kirjaavansa hankkeesta noin 5 MEUR:n myyntivoiton. On kuitenkin täysin mahdollista, että Texasin hankkeesta irtaantuminen siirtyy ensi vuodelle. Näkemyksemme mukaan on hyvin mahdollista, että hankkeen ostajana olisi Masdar sekä Taalerin Solarwind II-rahasto, sillä kohde sopsi erinomaisesti SolarWind II-rahastoon.

## Solarwind II

Taaleri aloitti varainkeruun Solarwind II-rahastoon keväällä 2019. Varainkeruu on sujunut hyvin ja rahasto keräsi ensimmäisellä varainhankintakierroksellaan 220 MEUR:n sijoitussitoumukset. Instituutiokiinnostus rahastoa kohtaan on ollut vahvaa ja rahasto on saanut sijoittajiksi mm. Euroopan Investointipankin, Varman ja Ilmarisen. Rahaston tavoite koko on 300 MEUR ja enimmäiskoko 400 MEUR. Arviomme mukaan rahasto tullaan keräämään täyteen ensi vuoden loppuun mennessä. Taalerilla on Aurinkotuuli I-rahaston jäljiltä vahva hankeputki ja arviomme mukaan Solarwind II-rahasto saadaan sijoitettua täyteen 2022 loppuun mennessä.

# Energian keskeisiä hankkeita



- Aurinkotuuli I-rahaston sijoituskohde
- Solarwind II-rahaston sijoituskohde
- Tasesijoitus



# Energia 2/2

## Strategia

Taaleri Energian strategiana on kasvattaa toimintaa nopeasti ja lyhyen aikavälin fokus on Aurinkotuuli 1 ja Solarwind II-rahastojen ylösajossa. Energia kykenee lähivuosina arviomme mukaan tekemään vain rajallisesti muita hankkeita (pl. Texas irtaantuminen), sillä yhtiön nykyiset resurssit ovat pitkälti sidottu rahastojen ylösajoon.

Sijoittajien on tärkeä huomioida, että Taaleri Energian rahastoissa asiakaskunta tulee koostumaan pääosin instituutioista ja tämä painaa rahastojen palkkiotasoa suhteessa Taaleri Varainhoidon rahastoihin. Taaleri Energialla tuottosidonnaiset palkkiot tulevat todennäköisesti myös olemaan hyvin merkittävässä roolissa, kuten myös muilla yhtiön pääomarahastoilla. Näitä joudutaan kuitenkin odottamaan rahastojen irtaantumisiin asti (2020-luvun lopulla).

## Tulevaisuuden ennusteet

Ennustamme Energian liikevaihdon kasvavan kuluvana vuonna merkittävästi (2019e: 9,2 MEUR) ja tuloksen nousevan ensi kertaa voitolliseksi (2019e: EBIT 2,8 MEUR) Texasin irtaantumisesta syntyvästä 5 MEUR:n myyntivoitosta johtuen.

Energian jatkuvat palkkiotuotot tekevät ennusteissamme vuonna 2020 selvän tasokorjauksen Aurinkotuuli 1- ja Solarwind II-rahastojen päästessä täyteen sijoituskapasiteettiinsa ja hallinnoitavan varallisuuden (AUM) noustessa 620 MEUR:oon. Hallinnointipalkkioiden ennustamme kasvavan vuonna 2020 7,7 MEUR:oon ja kertatuotoista oikaistun liikevoiton 2,5 MEUR:oon (2019e: kertatuotoista oikaistu EBIT -2,2 MEUR).

Odotamme Energian jatkuvien palkkiotuottojen

jatkavan vuosina 2021-2022 tervettä kasvuaan ja ennustamme yhtiön hallinnoitavan varallisuuden ylittävän 800 MEUR:n tavoitteen vuonna 2022. Hallinnoitavaa varallisuutta kasvattaa ennusteperiodilla pieni sijoitusmandaatti (2021 alkaen) ja Aurinkotuuli 3-rahasto, jonka varainkeruun odotamme alkavan vuonna 2022.

Sijoittajien kannalta olisi erittäin toivottavaa, että yhtiö pystyisi kiihdyttämään liiketoiminnan skaalautuvuutta toteuttamalla uusia hankkeita (mm. mandaatit tai yksittäiset kohdesijoitukset) nykyisten rahastohankkeiden lisäksi. Suhtaudumme tähän kuitenkin varauksella, sillä Solarwind II:n ylösajo rajoittaa yhtiön kykyä toteuttaa muita hankkeita.

## Energian arvo

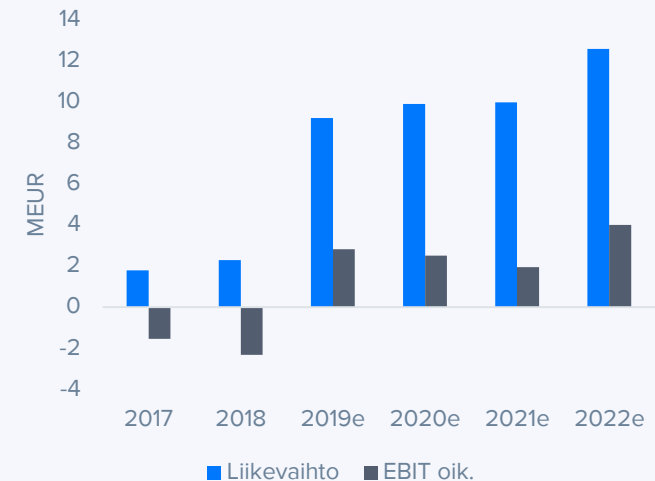
Olemme arvottaneet Taalerin omistuksen Energia-segmentissä 25 MEUR:oon. Tulospohjainen arvostus on linjassa eurooppalaisten tuulivoima- ja aurinkoenergiahankekehittäjien kanssa ja selvästi alle reaaliomaisuuteen keskittyneiden rahastonhoitajien, mitä voidaan pitää mielestämme perusteltuna Energian lyhyt historia ja selvästi pienempi kokoluokka huomioiden.

Arvonmäärittämisemme on linjassa myös AUM-pohjaisen arvonnäytteen kanssa. Olemme soveltaneet Energian hallinnoitavaan varallisuuteen (2019e: 340 MEUR) 8 %:n kerrointa, mikä arvottaa segmentin hallinnoitavan varallisuuden noin 27 MEUR:oon. Hallinnoitavan varallisuuden laatu ja tuottotaso huomioiden kerrointa voidaan pitää mielestämme perusteltuna. Kerroin on myös linjassa Taalerin Varainhoidon pääomarahastoille soveltamamme kertoimen kanssa.

### Liikevaihto ja AUM ennusteet



### Liikevaihto ja kannattavuus



# Energia yhteenveto

Energia MEUR	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Hallinnointipalkkiot	0,1	0,4	2,2	7,7	7,6	10,1
TEO	1,7	1,9	2,0	2,2	2,4	2,5
Tuottosidonnaiset palkkiot	0,0	0,0	5,0	0,0	0,0	0,0
<b>Liikevaihto</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>	<b>9,2</b>	<b>9,9</b>	<b>10,0</b>	<b>12,6</b>
Henkilöstökulut	-1,8	-2,1	-2,2	-2,4	-2,6	-2,8
Muut kulut	-1,5	-2,6	-4,2	-5,0	-5,4	-5,8
<b>EBIT (oik.)</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>1,9</b>	<b>4,0</b>
AUM	275	275	340	620	720	970

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto	
Yhtiö		MEUR	MEUR	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e
ABO Wind AG	16,30	123	188	11,4	9,0	6,7	5,9	1,4	1,1
Acciona SA	93,95	5128	10718	16,3	16,1	8,5	8,5	1,5	1,4
Energiekontor AG	20,80	307	468	18,3	10,2	10,4	6,7	3,9	1,8
Eolus Vind AB (publ)	103,00	230	154	7,9	6,2	7,7	6,0	0,8	0,9
PNE AG	3,99	306	423	24,6	5,5	14,1	4,8	3,6	1,8
Scatec Solar ASA	109,00	1367	2371	23,8	12,4	16,5	8,7	13,1	7,1
Carlyle Group LP	29,57	9112	15825	20,0	15,5	26,0	18,3	8,5	6,7
EQT AB	106,15	9457	9326	39,0	27,6	34,8	25,3	15,5	12,3
Apollo Global Management Inc	43,06	8732	11933	12,6	11,0	10,6	8,3	6,4	4,8
3i Group PLC	1070,00	12010	12053	7,9	8,1	8,1	8,5	7,2	6,5
CapMan Oyj	2,08	320	325	14,8	10,4	13,5	9,8	7,4	6,1
Blackstone Group Inc	53,08	56348	71334	26,2	18,0	24,7	19,7	14,8	11,3
<b>Keskisarvo</b>				<b>18,6</b>	<b>12,5</b>	<b>15,1</b>	<b>10,9</b>	<b>7,0</b>	<b>5,2</b>
<b>Mediaani</b>				<b>17,3</b>	<b>10,7</b>	<b>12,1</b>	<b>8,5</b>	<b>6,8</b>	<b>5,5</b>

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

# Tasesijoitukset

Taalerin Tasesijoitukset-segmentti pitää sisällään konsernin hallinnon ja konsernin oman taseen sijoitustoiminnan. Segmentissä oli H1'19:n lopussa 18 henkilöä töissä ja konsernin oman taseen sijoitukset olivat 45,7 MEUR.

Tasesijoitukset-segmentillä ei ole omaa liiketoimintaa ja sen liikevaihto syntyy puhtaasti kertatuotoista yritysjärjestelyihin sekä tasesijoitusten tuottoihin liittyen. Segmentin operatiiviset kulut olivat 2018 noin 7 MEUR. Näistä kuluista 5,2 MEUR oli jyvitetty muille kolmelle segmentille konsernin yleiskuluina ja näistä oikaistuna segmentin raportoima liikevoitto oli 4,4 MEUR. Vuoden 2018 liikevoitto piti sisällään myyntivoiton Fellow Financen irtautumisesta ja laskelmiemme mukaan segmentin normalisoitu liiketappio ilman sijoitustuottoja on noin 3 MEUR.

## Sijoitukset

Taalerin omasta taseesta tehtävät sijoitukset pitävät sisällään seuraavat sijoitukset: Telakkarahasto, Fellow Finance (26 % omistus), Invesdor (noin 10 % omistus), Inderes (15 % omistus), Kanadan asuntohanke, Ficolo (noin 39 % omistus), Turun Toriparkki (48 % omistus), Munkkiniemi Group (47 %) ja Energialle annettu pääomalaina toiminnan ylösajoa ja Texasin hanketta varten. Taalerin tasesijoituksista ylivoimaisesti arvokkain on Fellow Finance.

Taaleri luokittelee Fellow Financen myytävissä olevaksi omaisuuseräksi ja Fellow Finance-omistus arvostetaan Taalerin taseessa markkina-arvoonsa. Taalerin Fellow Finance-omistuksen arvo oli H1'19-taseessa noin 13,2 MEUR. Fellow Financen voimakkaan kurssilaskun myötä Taaleri joutuu alaskirjaamaan omistustaan (Fellow

Financen osakekurssilla 5,00 euroa) laskelmiemme mukaan vuoden 2019 lopussa noin 4 MEUR. Arvonalennus ei ole kassavirtavaikutteinen, mutta se kirjataan Muut-segmentin H2'19-lukuihin tulosvaikutteisesti. Sijoittajan on hyvä huomata, että mikäli Fellow Financen markkina-arvo elpyy, tulee Taaleri ylöskirjaamaan omistustaan vastaavalla tavalla.

Muut oman taseen sijoitukset ovat pääosin kirjattu niiden käypään arvoon ja ilman Fellow Finanea ja Kanadan kiinteistökohtetta (myyty H1:n aikana) niiden arvo on laskelmiemme mukaan noin 27 MEUR. Kokonaisuutena Taalerin konsernin sijoitusten käypä arvo on (Fellow Financen arvonalentuminen huomioituna) laskelmissamme noin 36 MEUR.

## Tulevaisuuden ennusteet

Tasesijoitukset-segmentin osalta ennustamme liiketappion vaihtelevan vuosittain 0-2 MEUR:n välillä. Ennustemme pitävät sisällään marginaalisia tuottoja salkun sijoituksista sekä 2021-2022 kirjattava Finsilva-earnout (noin 2 MEUR).

Kokonaisuutena Muut-segmentin kulutaso on mielestämme varsin korkea ja näemmekin sen kulutehokkuudessa selvää parantamisen varaa keskipitkällä aikavälillä. Käytännössä tämä parantuminen tapahtuu muiden segmenttien liikevaihdon kasvun ja konsernikulujen onnistuneen hallinnan kautta.

## Segmentin arvo

Tasesijoitukset-segmentin arvo muodostuu sen sijoitussalkusta sekä konsernin kuluista. Konsernin kuluissa olemme huomioineet

vuotuisen liiketappion lisäksi Garantian osien summa laskelmastamme ”ylijääneen” 2 MEUR:n vuotuisen korkokustannuksen (kts. sivu 21). Konsernin kulujen nettoarvoksi olemme määrittäneet -40 MEUR (normalisoitu tulos + Garantian korkokustannukset diskontattuna konsernin pääoman tuottovaatimuksella).

Huomautamme, että laskelma huomioi konsernin sijoitustoiminnan vain negatiivisena kulueränä. Historiallisesti segmentti on toteuttanut Taalerin historian suurimmat yritysjärjestelyt ja luonut näillä merkittävää arvoa osakkeenomistajille. Uskomme, että segmentti tulee myös tulevaisuudessa toteuttamaan yritysjärjestelyjä, mutta nämä eivät luonnollisesti sisälly tulosennusteisiimme johtuen niihin liittyvästä epävarmuudesta. Näin ollen näemmekin Muut-segmentin arvon konsernille pitkällä aikavälillä positiivisena, vaikka tulos pohjainen valuaatio antaakin selvästi negatiivisen arvon.

# Varainhoitomarkkina Suomessa

## Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

Varainhoitomarkkinat ovat Suomessa verrattain nuoret ja esimerkiksi ensimmäiset sijoitusrahastot perustettiin vasta 1980-luvun lopulla. Viimeisen kolmen vuosikymmenen aikana varainhoitoliiketoiminta on kasvanut ripeästi kansantalouden kasvun ja kansalaisten vaurastumisen myötä. Historiallisesti suomalaisten kotitalouksien varallisuudesta valtaosa on ollut sidottuna asuntoihin ja asunto on edelleen kotitalouksilla ylivoimaisesti suurin varallisuuden muoto, vaikka muut sijoitusmuodot ovatkin yleistyneet. Pääomamarkkinoiden nuori ikä heijastuu Suomessa myös siten, että kotitalouksien asuntojen ulkopuolisesta sijoitusvarallisuudesta huomattava osa on edelleen pankkien käyttöileillä tehottomassa käytössä.

Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli vuoden 2018 kesällä arviomme mukaan noin 220 miljardia euroa. Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut noin 5 % vuodessa. Kasvua on selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen varainhoidon piiriin. Tästä 220 miljardista noin puolet on sijoitettu kotimaisiin sijoitusrahastoihin ja loput ovat konsultatiivisen tai täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä. Luonnollisesti myös merkittävä osa rahastopääomasta on erilaisten omaisuudenhoitosopimusten alaisuudessa.

## Pitkän aikavälin näkymä on hyvä

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

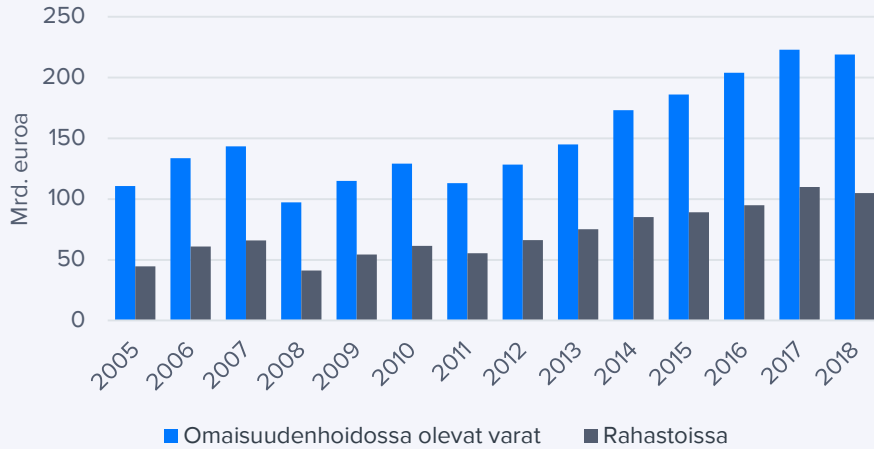
## Toimialalla takanaan vahvat vuodet

Vaikka itse Suomen talous on kehittynyt vaisusti, ovat sijoituspalveluyritykset päässeet nauttimaan erittäin hyvistä tuotoista viimeisten vuosien aikana. Keskuspankkien elvytys ja tästä johtuvat historiallisen matalat korot ovat olleet omiaan ajamaan pääomia korkeamman kustannustason tuotteisiin (mm. osakerahastot) ja toisaalta avanneet ovia vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kehitykselle. Lisäksi pääomamarkkinan

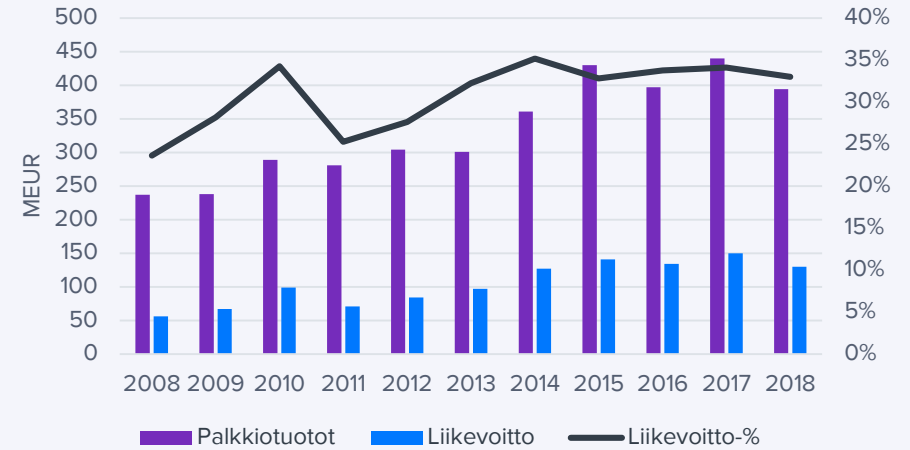
historiallisen vahva nousuputki on kasvattanut hallinnoitavan varallisuuden määrää ja kasvattanut tuottosidonnaisia palkkioita. Yritys- ja kiinteistöjärjestelyiden määrä on myös kasvanut selvästi johtuen likviditeetin hyvästä saatavuudesta ja matalasta korkotasosta. Alan toimijat ovatkin tällä hetkellä keskimäärin erittäin hyvin kannattavia. Toimialan lyhyen aikavälin näkymiä varjostaa makroympäristön heikentyminen ja tästä seurannut pääomamarkkinoiden epävarmuuden kasvu.

# Varainhoitomarkkina Suomessa

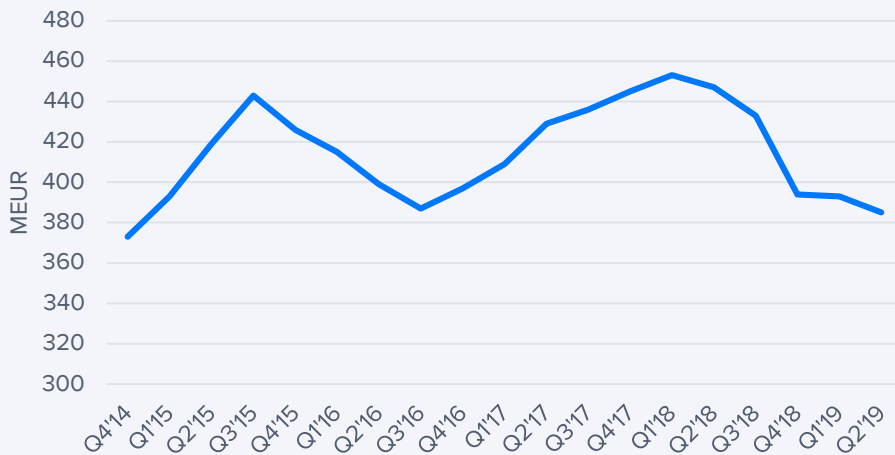
## Suomen omaisuudenhoitomarkkinan kehitys



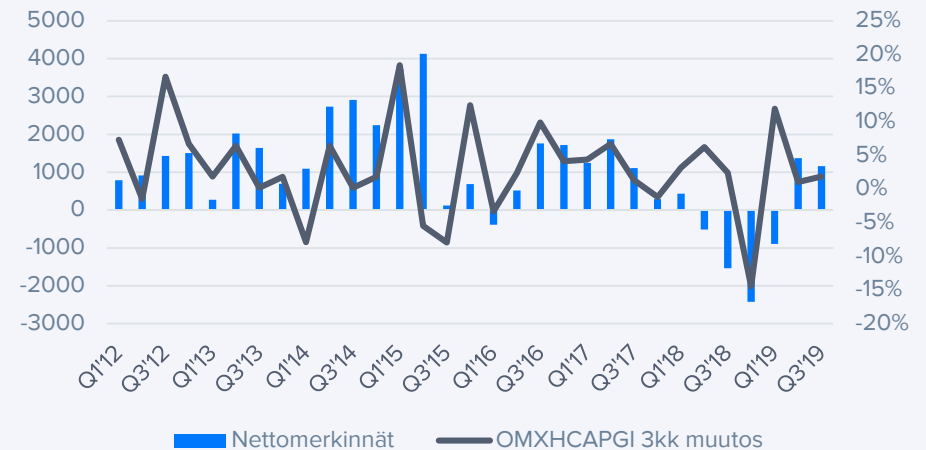
## Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



## Sijoituspalveluyhtiöiden palkkiotuotot (rullaava 12kk)



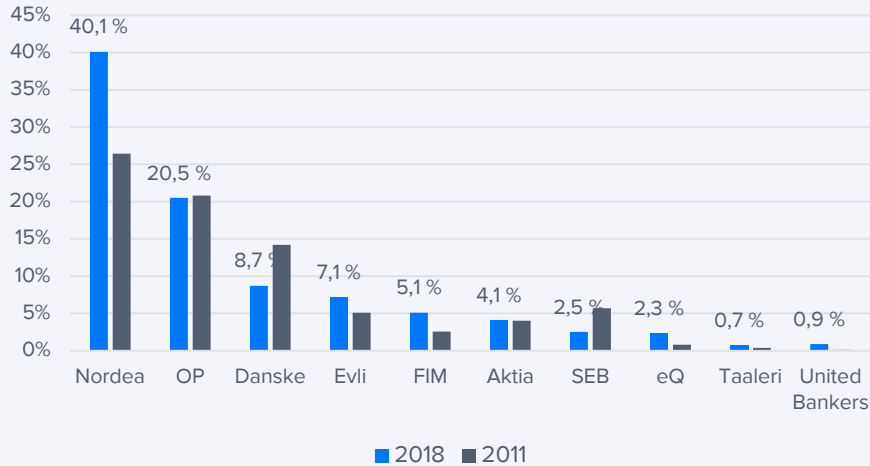
## Kotimaisten sijoitusrahastojen nettomerkinnyt ja OMXHCAPGI



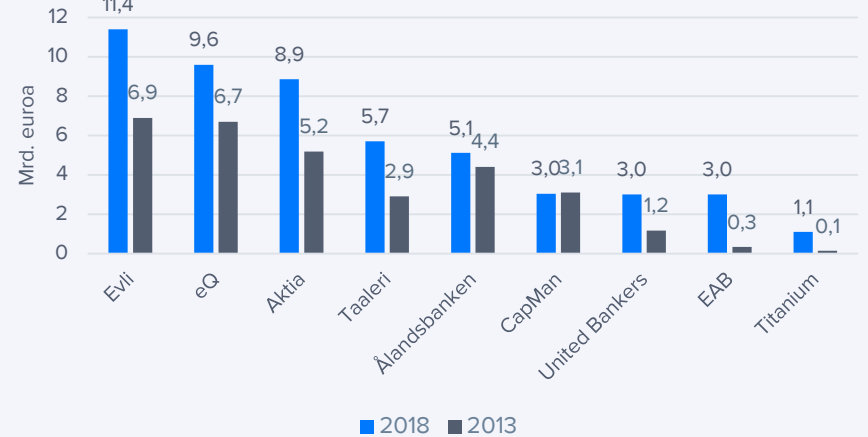
Lähde: Inderes, Tilastokeskus, Finanssivalvonta, Suomen Sijoitustutkimus, yhtiöt, Nasdaq

# Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä

Kotimaisten rahastoyhtiöiden markkinaosuudet



Listattujen suomalaisten pankkien ja varainhoitajien hallinnoima varallisuus



Kasvu ja kannattavuus



Jatkuvien tuottojen osuus liikevaihdosta ja AUM:n mix\*



# 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.



## Pysyvästi madaltunut korkotaso

Korkotaso on globaalisti madaltunut pysyvästi johtuen keskuspankkien toimista finanssi- ja eurokriisien jälkeen. Myös riskittömän koron käsite on muuttunut, kun aiemmin riskittömänä pidettyjen valtioiden velanhoitokykyä on alettu kyseenalaistaa.



## Vastuullisuus (ESG)

ESG on noussut merkittäväksi trendiksi, kun sijoittajat ovat alkaneet vaatia myös rahoitusalan yrityksiä ottamaan aiempaa enemmän kantaa ESG-teemoihin. Sijoittajan kannalta kyse on etenkin riskienhallinnasta, kun digitalisaation ja läpinäkyvyyden parantumisen seurauksena epäkohdat nousevat yhä herkemmin esiin.

## Sijoittajien muuttuvat tarpeet

Uudet omaisuusluokat täyttävät korkomarkkinan jättämää aukkoa

Reaaliomaisuustuotteiden määrä tulee kasvamaan merkittävästi

Tuotteiden pitää olla aiempaa läpinäkyvämpiä (ESG)

Sijoittajat vaativat yhä yksilöllisempää varainhoitoa

Riski määritellään uudelleen

Regulaatio, digitalisaatio ja ESG nostavat alalletulokynnystä

## Sijoittajien vaatimustaso nousee

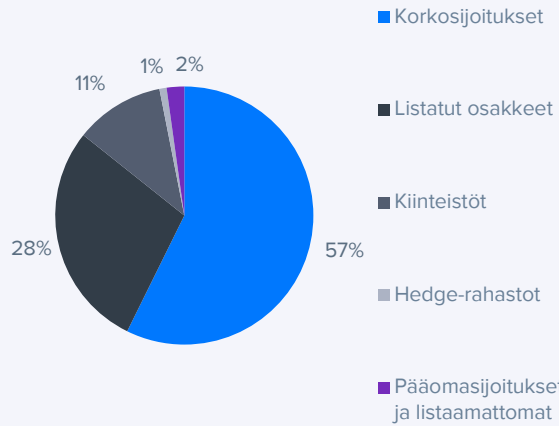
Passiivisten sijoitustuotteiden kysyntä jatkaa kasvuaan niiden ylivertaisen kulu/tuottosuhteen ansiosta

Perinteinen varainhoito tulee kohtaamaan yhä voimakkaampaa hintapainetta

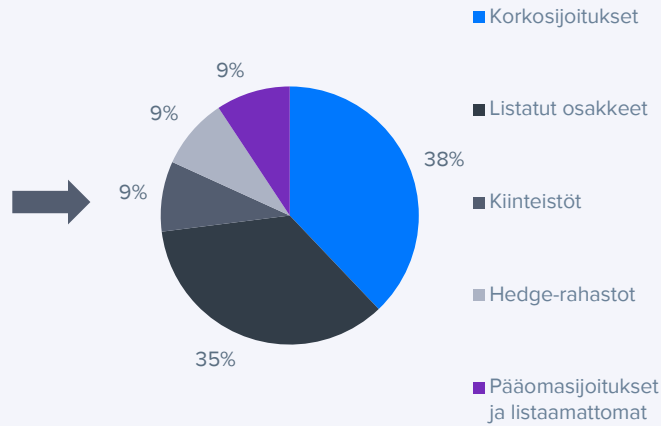
Varainhoitajien pitää pystyä luomaan aitoa lisäarvoa asiakkailleen

# Toimialan ajurit ja trendit

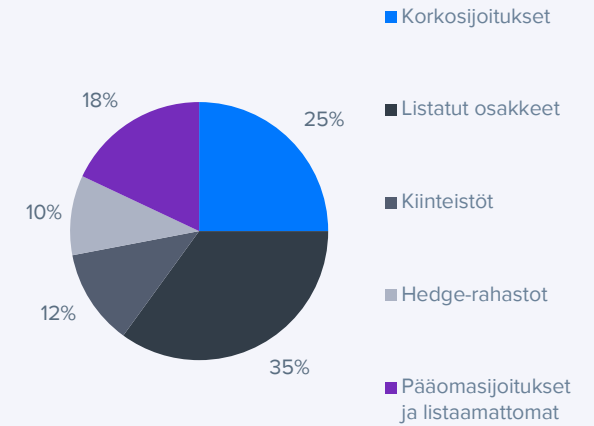
Työeläkelaitosten allokaatio 2004



Työeläkelaitosten allokaatio 2018

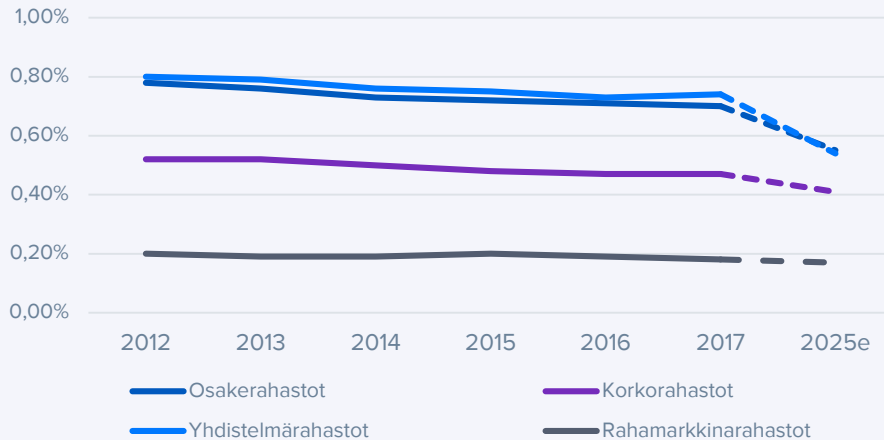


Havainnollistus työeläkelaitosten mahdollisesta allokaatiosta 2028\*

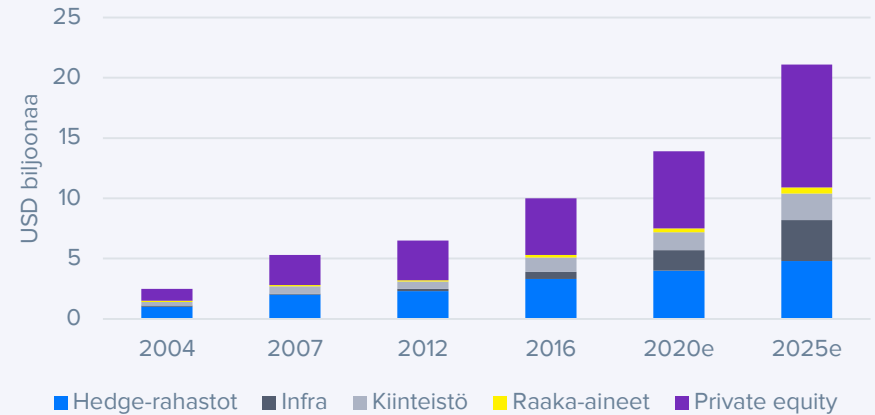


\* Inderesin arvio työeläkeyhtiöiden mahdollisesta allokaatiosta 2028 nykyisen korkoympäristön jatkuessa

Aktiivisten sijoitusrahastojen palkkiotasot globaalisti



Vaihteoiset omaisuusluokat 2004-2025e



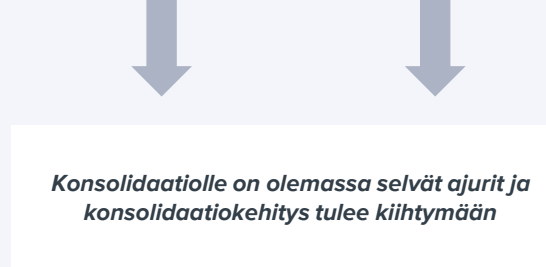
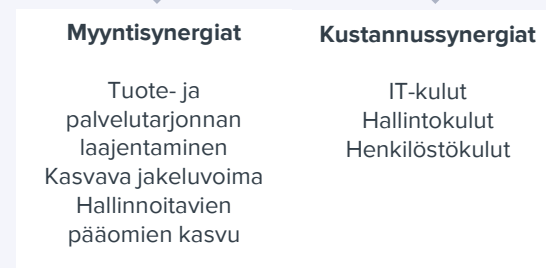


# Toimialalla odotettavissa konsolidaatiota

## Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä



## Konsolidaatioajurit



## Toteutuneita järjestelyjä



# Yhtiön positioituminen toimialan trendeihin

Skaala: ✓ — ✓ ✓ ✓

Trendi	Yhtiön asema	Kommentti
Regulaatio	✓ ✓ ✓	Taaleri on saanut järjestelmänsä siihen pisteeseen, jossa uudistunut regulaatio ei enää aiheuta sille ylimääräistä taakkaa.
Vaatimustason nousu	✓ ✓	Taalerin lähtökohtana varainhoidossa on keskittyä tuotteisiin jossa sillä on kilpailuetua. Tämä on mielestämme oikea lähtökohta ja nämä tuotteet vastaavat hyvin jatkuvasti nousevaan vaatimustasoon. Täyden valtakirjan varainhoidon osalta näemme, että yhtiöllä tulee olla yhä hankalampaa perustella nykyistä varsin korkeaa palkkiotasoaan, ilman että salkunhoidon näkemyksellisyys ja lisäarvo parantuvat nykyisestä.
Matala korkotaso	✓ ✓	Matala korkotaso on kasvattanut vaihtoehtoisten tuotteiden kysyntää. Viimevuosina Taaleri ei ole kuitenkaan kyennyt täysimääräisesti hyödyntämään erittäin matalaa korkotasoa, joka näkyy passiivisuutena esimerkiksi kiinteistöpuolella. Tässä taustalla on arviomme mukaan yhtiön haluttomuus tinkiä tuottovaatimuksistaan, mikä on estänyt matalan korkotason täysimääräisen hyödyntämisen.
Digitalisaatio	✓ ✓	Yhtiö on investoinut merkittävästi IT-järjestelmiinsä ja yhtiön strategian yhtenä kulmakivenä on digitalisaation tarjoamien mahdollisuuksien hyödyntäminen. Yhtiön IT-järjestelmät ovat vihdoin hyvässä kunnossa ja raskaan investointivaiheen jälkeen yhtiö alkaa vihdoin saada näistä selkeitä hyötyjä. Yhtiön IT-resurssit ovat kuitenkin varsin suuret verrattuna yhtiön verrokkeihin ja ilman onnistumista asiakaskunnan laajentamisessa (digitaalinen varainhoito), voidaan IT:n tuotto-/panossuhdetta pitää edelleen heikkona.
Vaihtoehtoiset omaisuusluokat	✓ ✓ ✓	Taaleri oli yksi ensimmäisistä toimijoista tällä kentällä ja innovatiivinen sekä rohkea lähestymistapa on mahdollistanut toimialan laajimman vaihtoehtoisen tuoteportfolion.
Hintatason jatkuva paine	✓ ✓	Taalerin tuotteiden hintataso on suhteellisen korkea ja etenkin täyden valtakirjan varainhoidossa yhtiön palkkiotaso tulee todennäköisesti kohtaamaan selkeää painetta tulevina vuosina. Pääomarahastoissa yhtiöllä on hinnoitteluvoimaa, mutta myös täällä hintapaine kasvaa yhtiön panostaessa instituutioihin.
Vastuullisuus	✓ ✓ ✓	Taaleri on ottanut vastuullisuuden (ESG) strategiansa kulmakiveksi ja Taaleri on ollut tässä edelläkävijänä. Yhtiön impaktisijoittamiseen nojaava strategia vastaa mielestämme erittäin hyvin tähän trendiin ja pääomarahastot sekä etenkin Energia-liiketoiminta tarjoavat erinomaisia konkreettisia mahdollisuuksia hyötyä tästä trendistä.

# Yhteenvedo listatuista verrokkiyhtiöistä

	eQ	Taaleri	Titanium	Evli	EAB Group	CapMan	United Bankers	Aktia	Privanet
<b>MCAP (MEUR)</b>	<b>450</b>	<b>210</b>	<b>90</b>	<b>220</b>	<b>40</b>	<b>300</b>	<b>90</b>	<b>600</b>	<b>15</b>
<b>Osakkeen kokonaistuotto</b>	2011 alkaen osakkeen kokonaistuotto noin 1300%. IRR 40%.	2013 IPO:n jälkeen kokonaistuotto yli 300%. Anneista oikaistuna IRR +20%.	2017 listautumisen jälkeen kokonaistuotto 70%. IRR +30%.	2015 IPO:n jälkeen kokonaistuotto +50%. IRR 15%.	2015 listautumisen jälkeen kokonaistuotto noin -35 %, IRR noin -10 %.	2013 alkaen kokonaistuotto +170%. IRR +25%.	2014 listautumisen jälkeen tuotto ~40%. IRR alle 10%.	2009 IPO:n jälkeen kokonaistuotto ~180%. IRR +10 %.	2016 listautumisen jälkeen kokonaistuotto noin -80 %, IRR noin -30 %.
<b>Toteutunut kannattavuus</b>	EBIT +50%. Kannattavuus erinomaisella tasolla jo ilman tuottopalkkioita	EBIT +30%. Kannattavuus vahva, mutta tuottopalkkioiden/ myyntivoittojen merkitys suuri	EBIT-% (oik.) +50%. Kannattavuus erinomainen, tuotto & transaktiopalkkioilla merkittävä rooli	EBIT noin 30%. Kannattavuus erittäin hyvä ja perustuu käytännössä täysin jatkuviin tuottoihin.	EBIT-% 2018 vaisu 9 %. Track-record on kannattavuuden osalta heikko	Konsermitasolla kannattavuus erittäin hyvä sijoitustuottojen ansiosta. Hallinnointiliiketoiminnan kannattavuus edelleen vaatimaton (EBIT +10%)	EBIT (oik.) 20%. Kannattavuus kohtalainen, mix parantunut selvästi.	Oman pääoman tuotto ollut viimevuosina tyydyttävä noin ~8% (oik.).	2018 tulos painui rumasti tappiolle myös käyttökate tasolla.
<b>Track-record</b>	2014-2018 EPS CAGR-% +20%. Yhtiön organaisen kasvun track-record poikkeuksellisen vahva viime vuosilta. Omistaja-arvo kasvanut ripeästi.	2014-2018 EPS +4,0e. Yhtiö luonut merkittävästi omistaja-arvoa yritysjärjestelyillä. Operatiivinen tuloskehitys ollut vaihtelevampaa johtuen kuluaasteista.	14-18 EBIT (oik. CAGR-%) 45 %. Track-record erittäin vahva johtuen Hoivarahaston poikkeuksellisen houkuttelevasta palkkiorakenteesta.	2015-2018 EPS CAGR 12%. Tulos kasvanut selvästi kulutehokkuuden parantumisen ja erinomaisen uusmyynnin myötä.	Yhtiö on kasvanut ripeästi, mutta kannattavuus on jatkuvasti ollut heikko. Epäselvää onko kasvu ollut kannattavaa.	Yhtiön tulos nousut uudelle tasolle 2013 jälkeen ja yhtiön track-record uuden CEO:n alaisuudessa on erittäin vahva.	Uusmyynti kehittynyt vahvasta, mutta tulos jäänyt odotuksista. Strategia ollut oikea, mutta eteneminen ollut odotuksia hitaampaa.	Varainhoidon track-record vahva. Perinteisessä pankkitoiminnassa kasvu ollut heikkoa ja kannattavuudessa haasteita.	Yhtiö on ajautunut kriisitilään surkeiden (omien) sijoitusten ja selkeiden virheiden takia. Tämä näkyy myös hinnoittelussa.
<b>Vahvuudet / heikkoudet</b>	Vahva instituutiomyynti & erinomaiset tuotteet. Heikkoutena riippuvuus kiinteistörahastoista.	HNW asiakaskunta joka mahdollistaa terveen hinnoittelun. Pääomarahastojen vahva track-record. Kulukontrollissa haasteita.	Hoivarahasto on poikkeuksellisen hyvä tuote rahastonhoitajalle. Heikkoutena riippuvuus yhdestä rahastosta.	Erinomainen instituutiomyynti. KV-myynti sekä matala hintataso selkeitä vahvuuksia. Riippuvuus korkorahastoista sekä kulutehokkuus heikkouksia.	Vahva myynti retail-asiakkaille, mutta heikompi positio instituutioissa. Tuotteiden laatu ei vastaa korkeaa hintatasoa.	Vahvuutena positio PE-kentässä. Heikkoutena hallinnointiliiketoiminnan vaisu kannattavuus sekä riippuvuus oman taseen tuotoista.	Vahvuuksina reaaliomaisuusstrategia ja laaja myyntivoima. Tuotteiden vaihteleva laatu sekä SPL-fuusion jälkeinen kulutuso.	EM-korkotuotteet menestyneet erinomaisesti. Uusmyynti ollut vahvaa. Riippuvuus korkorahastoista ja kulutehokkuudessa parantamisen varaa.	Around- ja Realinvest-joukkorahoitusaloissa on potentiaalia ja yhtiöllä on myyntivoimaa, mutta maine on heikko ja yhtiö on tehnyt karkeita virheitä omissa sijoituksissa.
<b>Strateginen suunta</b>	Jatkaa voimakasta kasvua kiinteistö ja PE-rahastoissa sekä ylläpitää poikkeuksellista kulutehokkuutta. Yritysosot mahdollisia.	Jatkaa liiketoiminnan voimakasta organista ja epäorganista kasvua. Varainhoidossa fokus pääomarahastoissa. Yritysjärjestelyt osana yhtiön tarinaa myös jatkossa.	Jatkaa hoivarahaston voimakasta kasvua ja tuoda markkinoille uusia tuotteita.	Varainhoidon pääomien kasvattaminen, myynnin fokus yhä enemmän kansainvälisillä markkinoilla. Kulutehokkuutta pyritään parantamaan edelleen. Yrityskaupat epätodennäköisiä.	Jatkaa voimakasta kasvuaan varainhoidossa. Kannattavuuden parannus yhä selvemmin fokuksessa mm. kulutehokkuuden ja uusmyynnin myötä.	Hallinnointiliiketoiminnan kasvu uusien tuotteiden avulla sekä hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuden selkeä parannus kasvun ja kulutehokkuuden kautta. Yritysosot mahdollisia.	Voimakkaan kasvun jatkaminen ja SPL:n integraatio. Kasvua reaaliomaisuustuotteissa ja pääomarahastoissa. Yritysosot todennäköisiä.	Uudessa strategiassa yhtiö hakee kasvua erityisesti varainhoidossa ja uusista asiakkaista Suomen kasvukeskuksissa.	Fokus yhä selvemmin joukkorahoitusliiketoiminnassa. Oman taseen rooli pienenee.

# Taloudellinen tilanne

## Finanssipalveluyhtiöksi poikkeuksellisen raskas tase

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

## Tase koostuu valtaosin likvidistä sijoitusomaisuudesta

Taalerin taseen loppusumma oli kesäkuun 2019 lopussa 242 MEUR. Taseesta yli puolet on sidottuna Garantian sijoitussalkkuun, jonka määrä oli H1'19:n lopussa 142 MEUR. Taseen muu sijoitusomaisuus koostuu myytäviksi luokitelluista Fellow Financen osakkeista (~13,3 MEUR), osakkeista ja osuuksista (~9 MEUR) ja osakkuusyhtiösijoituksista (~6 MEUR). Käteisiä varoja Taalerilla oli H1'19:n lopussa noin 21 MEUR.

Taseen muu varallisuus koostuu pääasiassa liiketoimintaan liittyvistä omaisuuseristä kuten siirtosaamisista, maksetuista ennakoista ja myytyihin hankkeisiin liittyvistä saamisista (~30 MEUR). Kiinteää ja aineetonta omaisuutta (~12 MEUR) yhtiöllä on taseessaan vain rajallisesti ja se koostuu pääosin IT-investoinneista sekä liikearvosta.

Taalerin oma pääoma oli H1'19:n lopussa 119 MEUR (ei huomioi H2'19:n aikana liikkeeseen laskettua hybridilainaa). Korollista velkaa yhtiöllä on taseessa noin 61 MEUR, joka koostuu pidemmän maturiteetin velkakirjoista ja pankkilainoista. Taalerin taseasema on vahva, sillä yhtiön nettovelkaantumisaste oli H1'19:n lopussa 39% ja omavaraisuusaste 49%.

Korottomia velkoja yhtiöllä oli taseessaan H1'19:n lopussa 63 MEUR. Korottomista veloista 28 MEUR liittyy vakuustustoiminnan vastuovelkaan ja muut korottomat velat (35 MEUR) koostuvat pääasiassa Garantian laskennallisista verovelloista.

Taalerin tase tulee vahvistumaan selvästi H2:n aikana, kun yhtiö tekee hyvän tuloksen ja pääomaa vapautuu merkittävästi sijoituksista (Kanadan asuntohanke sekä Texasin hanke). Myös 15 MEUR:n hybridilaina parantaa raportoituja vakavaraisuuslukuja. Arviomme mukaan yhtiön nettovelkaantumisaste tulee vuoden vaiheessa olemaan lähellä nolaa.

## Rava-ryhmittymän mukainen vakavaraisuus

Taaleri luokitellaan muista listautuista finanssipalveluyhtiöistä poiketen rahoitus ja vakuutusryhmittymäksi (Rava). Rava-yhtiön pääomavaatimukset poikkeavat selvästi muista finanssipalveluyhtiöistä. Taalerin Rava-laskennan mukaiset omat varat olivat H1'19:n lopussa 112,8 MEUR minimivaatimuksen ollessa 58 MEUR. Taalerin vakavaraisuussuhdeluku (Solvenssi II ja Basel 3) oli H1'19:n lopussa 195 % vähimmäisvaatimuksen ollessa 100 %. Käsitteemme mukaan yhtiön oma mukavuusalue vakavaraisuussuhteelle on noin 150 %. Näin ollen yhtiöllä on kohtuullisen hyvin pääomapuskuria suhteessa Rava-laskennan vaatimuksiin.

## Rahoitussektorin vakavaraisuus

Taalerilla on tällä hetkellä voimassa Finanssivalvonnan 31.1.2019 uudelleenmyöntämä poikkeuslupa sen Rahoitussektorin

vakavaraisuutta koskien. Poikkeuslupa on voimassa 31.12.2020 asti ja yhtiö ei tule käsityksemme mukaan hakemaan sille enää jatkoa. Poikkeuslupa koskee Garantian 60 MEUR:n kauppahinnan sekä Garantian kerryttämän tulosvaikutuksen kirjaamista. Yksinkertaistettuna Taalerin pitäisi ilman k.o. lupaa vähentää Garantian hankinnasta maksettu kauppahinta ydinpääomasta missä Garantian omaa pääomaa ei tule huomioida ja lisäksi poistaa Garantian kerryttämä tulosvaikutus konserniin. Tulkinta on mielestämme erikoinen, sillä Garantian omaisuus on pääosin likvidiä sijoitusvarallisuutta.

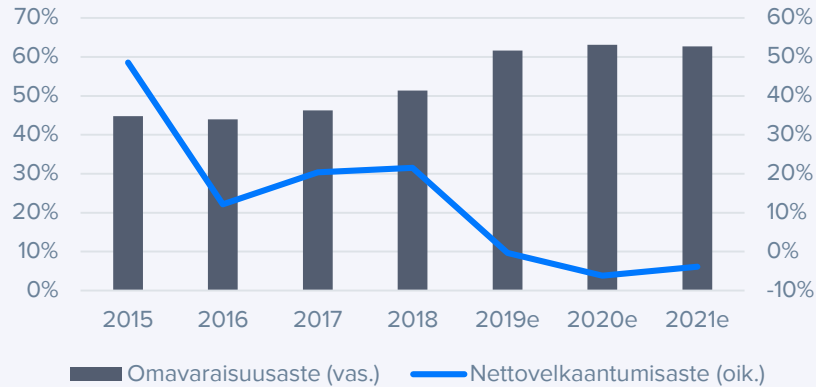
Poikkeuslupa huomioiden Taalerin CET1-vakavaraisuus on vahva 29 %. Ilman poikkeuslupaa Taalerin CET1-vakavaraisuus olisi selvästi heikompi, mutta laskelmiemme mukaan kuitenkin yli regulaation asettaman 8 %:n minimivaatimuksen syyskuussa liikkeeseen laskettu 15 MEUR:n Tier II-laina (hybridi) huomioiden. Liikkumavara on kuitenkin varsin ohut, kun huomioidaan Taalerin tuloksen volatilitteetti. Näin ollen näemmekin, että CET1-vakavaraisuus rajoittaa Taalerin liikkumavaraa voitonjaon sekä yritysjärjestelyiden osalta.

## Garantian pääomavaatimukset ovat yhtiölle ongelma

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

# Taloudellinen tilanne

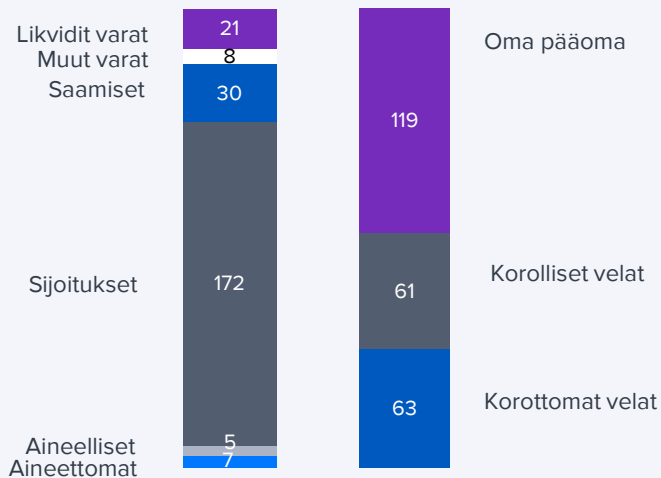
## Taseen tunnuslukujen kehitys



## Oma pääoma ja ROE



## Taserakenne, H1'19



## Rava-vakavaraisuus 2015-H1'19



# Ennusteet konsernitasolla 1/2

Olemme käsitelleet segmentikohtaiset ennusteet segmenttien omista kappaleissa ja tässä kappaleessa keskitymme ennusteiden yhteenvedoon konsernin näkökulmasta.

## Vuosi 2019: kaksijakoista kehitystä

Taalerin alkuvuosi sujui kaksijakoisesti. Yhtiön H1-tulos oli linjassa odotuksien kanssa, mutta tämä johtui pitkälti vahvoista sijoitustuotoista. Varainhoidon operatiivinen suoritus oli odotuksia heikompi johtuen kuluhaasteista ja odotuksia heikommasta liikevaihdosta. Yhtiö toteutti alkuvuonna uusia kustannussäästöjä ja lisäksi yhtiö keräsi tärkeisiin tuotteisiin merkittäviä pääomia katsauskauden loppupuolella.

Loppuvuoden osalta odotamme Taalerilta selkeää tulosparannusta. Tulosparannuksen pääajurina toimii Varainhoito, jossa kasvu, alkuvuoden kulusäästöt ja pääomarahastojen tuottopalkkiot nostavat kannattavuutta merkittävästi. Myös Garantia jatkaa erinomaista tuloskehitystään hyvän vakuutusteknisen suorittamisen sekä vahvojen sijoitustuottojen ansiosta. Yhtiö tulee kirjaamaan H2-tulokseensa noin 4 MEUR:n alaskirjauksen Fellow Financesta. Energiassa odotamme edelleen yhtiön kirjaavan merkittävän myyntivoiton Teksasin tuulihankkeesta (5 MEUR).

Kokonaisuutena ennustamme Taalerin H2-liikevoiton paranevan 18,1 MEUR:oon ja koko vuoden liikevoiton olevan 24,5 MEUR. Ennustemme on linjassa Taalerin tulosohjeistuksen kanssa (koko vuoden liikevoittoprosentti jää hieman viimevuodesta. 2018: 33 %). Harha-askeliin ei kuitenkaan ole varaa ja jos esimerkiksi Teksasin hankkeen tuloutus siirtyisi ensi vuodelle, joutuisi Taaleri tarkistamaan

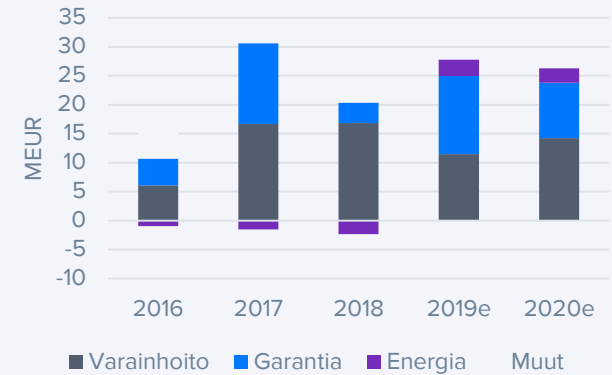
ohjeistustaan todennäköisesti alaspäin. Vaikka ohjeistuksen tarkistaminen olisikin lähinnä symbolinen asia, olisi se jälleen ikävä lisä yhtiön jo valmiiksi heikkoon sijoittajasentimenttiin.

## Vuosien 2020-2021 ennusteet: tuloksen pitää parantua

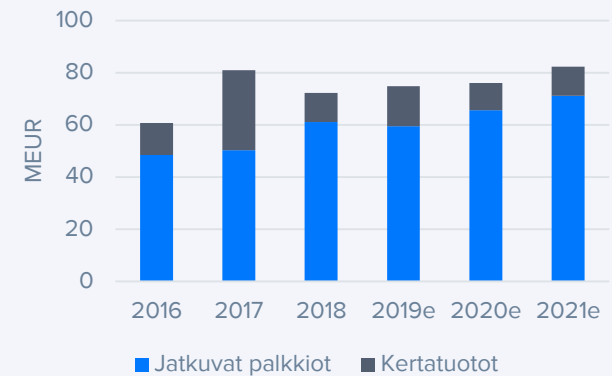
Odotamme Taalerin jatkuviin tuottoihin perustuvan kannattavuuden parantuvan vuosina 2020-2021 selvästi. Kannattavuusparannuksen keskeisinä ajureina toimivat Varainhoidon parantuva tulostaso sekä Energian ylösajo. Garantian tulos laskee johtuen vuoden 2019 poikkeuksellisen vahvoista sijoitustuotoista.

Kokonaisuutena ennustamme konsernin liikevoiton olevan vuonna 2020 24,5 MEUR (2019e: EBIT ilman Texasin myyntivoittoa 19,5 MEUR) ja vuonna 2021 28,2 MEUR. Tuloksen laatu paranee vuosina 2020-2021 merkittävästi, kun kertatuottojen (sijoitukset sekä tuottopalkkiot) osuus laskee ja tuloksesta valtaosa muodostuu jatkuvista tuotoista. Jatkovien tuottojen osuuden nousu parantaa tuloksen ennustettavuutta ja nostaa samalla hyväksyttävää arvostustasoa. Kannattavuusparannukselle on mielestämme hyvin selkeät askelmerkit, mutta jatkuvien pettymyksen johdosta ennusteriskit ovat edelleen kohollaan.

## Liikevoiton jakautuminen



## Jatkuvat vs. kertatuotot\*



\*Kertatuotot sisältävät Garantian sijoitustuotot, konsernin oman taseen sijoitustuotot, Varainhoidon muut tuotot sekä kaikki tuottopalkkiot

# Ennusteet konsernitasolla 2/2

## Pääoman tuotto jää suhteellisen vaisuksi

Vaikka ennustammekin Taalerille selkeää tulosparannusta lähivuosille, tulee sen pääoman tuotto jäämään suhteellisen vaisuksi. Pääoman tuotto ylittää 2019-2022e välisellä ennusteperiodillamme vain kerran yhtiön tavoitteleman 15 %:n tason. Tässä taustalla ovat Garantian pääomavaatimukset sekä yhtiön omat tasesijoitukset, joihin emme odota muutoksia.

Näkemyksemme mukaan yhtiön pääoman tuotto on selvästi alle yhtiön potentiaalain sekä keskeisten verrokkien. Tämä on mielestämme selkeä ongelma ja yhtiön pääomatehokkuus on nykyrakenteella kaukana optimaalisesta. Ongelmien keskiössä on luonnollisesti Garantia, jonka tulostasoa suhteessa sen sidottuun pääomaan jää hyvästä tulostasosta huolimatta vaatimattomaksi. Tarkastelemme Garantiaa ja yhtiön pääomarakennetta tarkemmin osien summa -analyysissämme seuraavassa kappaleessa.

Yhtiön epäedullinen pääomarakenne näkyy myös voitonjaossa. Odotamme Taalerin jatkavan osinkonsa tasaista kasvattamista tulevina vuosina ja ennustamme osingon kasvavan lähivuosina noin 10 %:n vuosivauhtia. Taalerilla kuitenkin olisi taseensa puolesta varaa merkittävästi suurempaan voitonjakoon, mutta vakavaraisuus rajoittaa Garantiaa johtuen yhtiön voitonjakoa. Käytännössä yhtiö voisi arviomme mukaan jakaa valtaosan tuloksestaan ulos ilman vakavaraisuushaasteita, sillä yhtiöllä olisi riittävää sotakassaa myös yritysjärjestelyjä silmällä pitäen. Kuitenkin vakavaraisuusvaatimuksista johtuen yhtiö joutuu edelleen lähivuosina vahvistamaan vakavaraisuuttaan tulo- ja osinkojen lisäksi

vakavaraisuus rajoittaa merkittävästi yhtiön kykyä toteuttaa yritysjärjestelyjä.

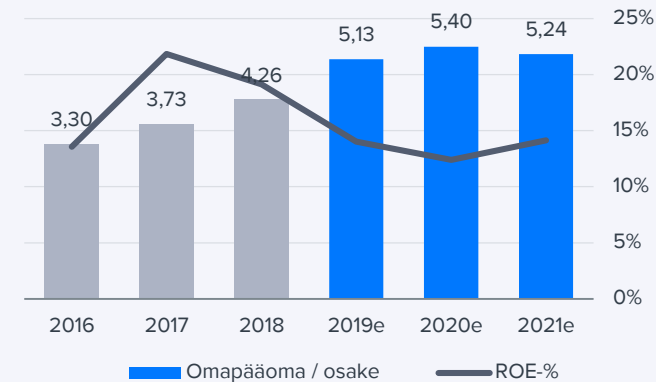
## Yritysjärjestelyiden rooli yhtiön strategiassa epäselvä

Yritysjärjestelyt ovat historiassa näyttäneet merkittävää roolia Taalerin strategiassa ja kasvussa. Yhtiön listautumisen jälkeisestä arvonnousta valtaosa on syntynyt yritysjärjestelyillä. Yhtiön suhtautuminen yritysjärjestelyihin on historiassa ollut hyvin opportunistinen, mikä näkyy sijoitusten laajana kirjona.

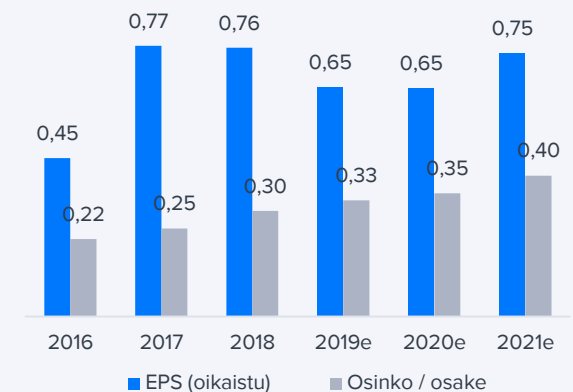
Arviomme mukaan Taaleri on uuden johdon alaisuudessa pyrkinyt muun fokuusoittamisen lisäksi fokusoimaan myös sijoitustoimintaansa. Käsittelemme mukaan yhtiö etsii edelleen aktiivisesti yritysjärjestelymahdollisuuksia, mutta näiden tulee yhä selvemmin liittyä yhtiön päivitettyyn strategiaan. Tämän seurauksena pidämme myös aiempaa todennäköisempänä, että Taaleri osallistuisi toimialan konsolidaatioon.

Koska yritysjärjestelyt tulevat todennäköisesti näyttämään pienempää osaa yhtiön sijoitustarinassa tulevaisuudessa, tulisi tämän heijastua myös yhtiön pääomarakenteessa. Etenkin skenaariossa, jossa yhtiö vapauttaisi pääomia Garantiaa, tulisi sen harkita pääoman palautuksia omistajille, mikäli sillä ei olisi pääomalle selkeitä käyttökohteita. Mielestämme taseen vielä nykyistä suurempi ylikapitalisointi ei olisi vakavaraisuusvaatimusten helpottaessa osakkeenomistajien etujen mukaista. Pidämme mahdollisena, että pidemmällä aikavälillä Taaleri liittyy muiden finanssipalveluyhtiöiden joukkoon jakaen valtaosan tuloksestaan osinkoina.

## Oma pääoma / osake ja ROE-%

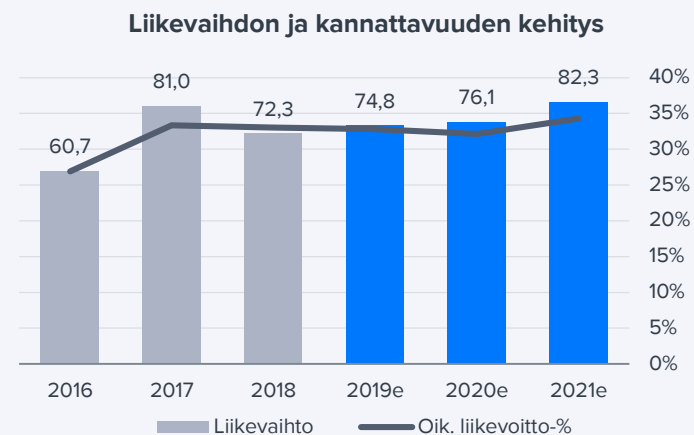
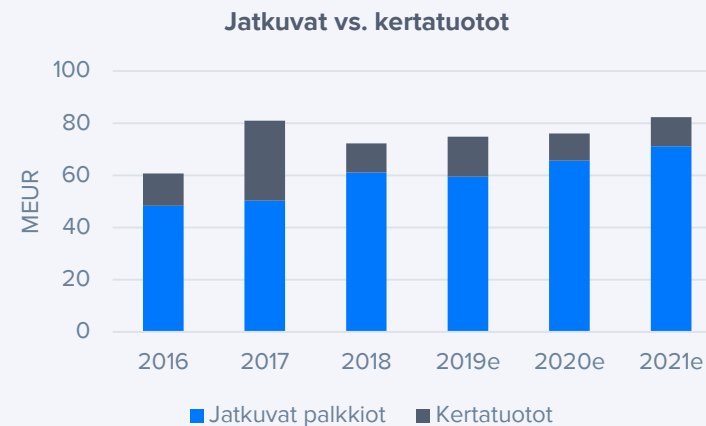


## Osakekohtainen tulos ja osinko



# Ennusteet konsernitasolla

Konserni (MEUR)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Liikevaihto</b>	<b>60,7</b>	<b>81,0</b>	<b>72,3</b>	<b>74,8</b>	<b>76,1</b>	<b>82,3</b>
Varainhoito	37,1	54,6	48,7	42,9	46,5	50,4
Garantia	12,3	21,2	12,5	22,2	18,2	19,4
Energia	0,3	1,8	2,3	9,2	9,9	10,0
Tasesijoitukset	11,0	3,4	8,8	0,6	1,5	2,5
<b>Liikevoitto</b>	<b>16,3</b>	<b>27,0</b>	<b>23,9</b>	<b>24,5</b>	<b>24,5</b>	<b>28,2</b>
Varainhoito	6,2	16,6	16,8	11,6	14,2	16,3
Garantia	4,6	13,9	4,9	13,4	9,6	10,6
Energia	-0,9	-1,5	-2,3	2,8	2,5	1,9
Tasesijoitukset	6,4	-2,0	4,4	-3,4	-1,9	-0,7
<b>Voitto ennen veroja</b>	<b>16,3</b>	<b>27,6</b>	<b>23,9</b>	<b>24,5</b>	<b>24,5</b>	<b>28,2</b>
Vähemmistöt	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,6	-0,5
<b>Nettotulos</b>	<b>12,8</b>	<b>21,8</b>	<b>21,6</b>	<b>18,9</b>	<b>19,0</b>	<b>22,1</b>
EPS (EUR)	0,45	0,77	0,76	0,65	0,65	0,75
Osinko (EUR)	0,22	0,25	0,30	0,33	0,35	0,40
ROE-%	14 %	22 %	19 %	14 %	12 %	14 %
Oma pääoma/osake	3,30	3,73	4,26	5,13	5,40	5,24
Liikevaihdon kasvu-%	4 %	33 %	-11 %	3 %	2 %	8 %
EBIT-%	27 %	33 %	33 %	33 %	32 %	34 %
Jatkuvat palkkiot	48,4	50,3	61,1	59,5	65,6	71,2
Kertatuotot	12,3	30,8	11,2	15,4	10,4	11,1





# Arvonmääritys ja suositus 1/5

## Sijoittajien kärsivällisyyttä koeteltu

Taalerin viime vuosien kehitys on ollut sijoittajille selkeää pettymys, mistä kertoo myös viiden vuoden pohjissa oleva osakekurssi. Yhtiön operatiivinen eteneminen on hautautunut Varainhoidon kannattavuushaasteiden sekä Garantian kasvaneiden pääomavaatimusten alle. Myös isot yritysjärjestelyt ovat loistaneet poissaolollaan. Vaikka yhtiön tulos onkin viime vuosina ollut absoluuttisesti vahva, on se tullut pääsääntöisesti kertatuotoista jatkuviin palkkioihin nojaavan kannattavuuden ollessa heikolla tasolla. Näkemyksemme mukaan osakkeenomistajien kärsimys on tulossa päätökseensä ja yhtiön pitäisi H2'19:n aikana tehdä merkittävä tulosparannus. Myös lähivuosien tulosnäkökulma on parantunut ja odotamme yhtiöltä tervettä operatiivista tuloskasvua.

## Yhteenveto arvonmäärityksestä

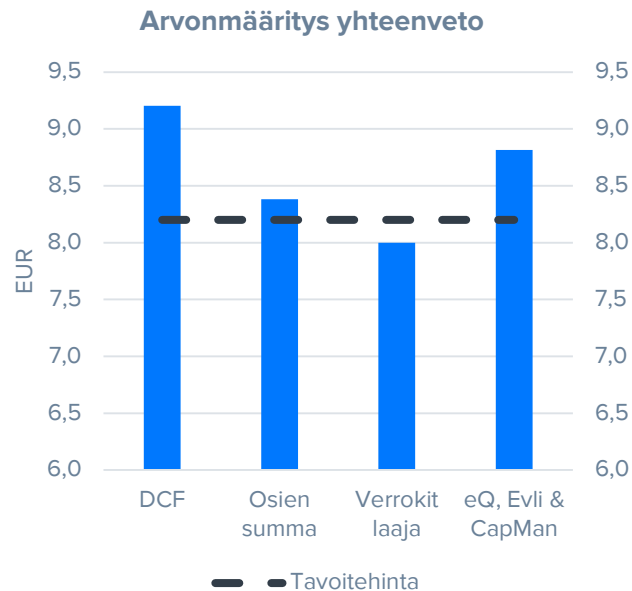
Taalerin osaketta arvostettaessa annamme tällä hetkellä suurimman painoarvon kassavirta- ja tulos pohjaiselle arvonmääritykselle (verrokut + DCF). Vaikka pitkällä aikavälillä uskomme edelleen, että Taalerissa oleva osien summa tulee todennäköisesti purkautumaan tavalla tai toisella, on epävarmuus yhtiön tulevia yritysjärjestelyjä sekä etenkin Garantian mahdollista irtaantumista kohtaan kasvanut viimeisen 12kk:n aikana. Näin ollen emme enää ole valmiit katsomaan vain pidemmän aikavälin osien summassa piilevää potentiaalia, vaan pidämme perusteltuna antaa tulos pohjaiselle arvonmääritykselle aiempaa suuremman painon.

Neljän eri arvostusmenetelmän (DCF, osien summa, verrokut laaja ja lähimmät verrokut) haarukka on 8 - 9,2 euroa (keskiarvo 8,6 euroa).

Asetamme tavoitehintamme 8,2 euroon (aik. 7,7 euroa) heijastellen loppuvuoden tulosvaroitus- ja ennusteriskiä. Olemme käsitelleet kaikki arvostusmenetelmät tarkemmin seuraavilla sivuilla.

Näkemyksemme mukaan Taaleri on nykyhinnalla aliarvostettu kaikilla soveltamillamme arvostusmenetelmillä ja pelkkä tuloskehitykseen, kertoihin ja osinkoon nojaava tuotto-odotus (graafi sivun oikeassa laidassa) on mielestämme hyvällä tasolla. Tähän päälle sijoittajat saavat merkittävänä optiona yhtiön osien summassa piilevän arvon.

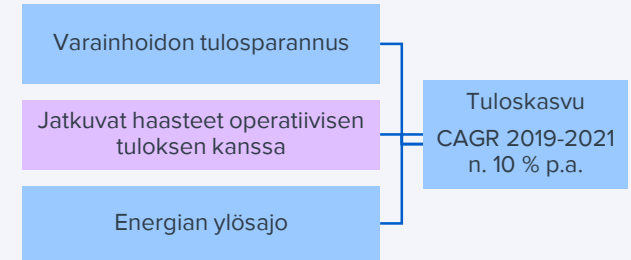
Kokonaisuutena osakkeen tuotto/riski-suhde on parantunut selvästi syksyn aikana, kun merkit tulosparannuksen realisoitumisesta ovat vahvistuneet. Toistamme lisää-suosituksemme.



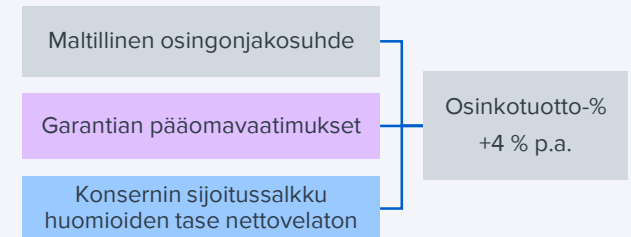
## Osaketuoton ajurit 2019-2021

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

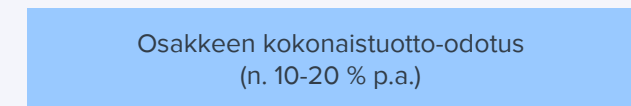
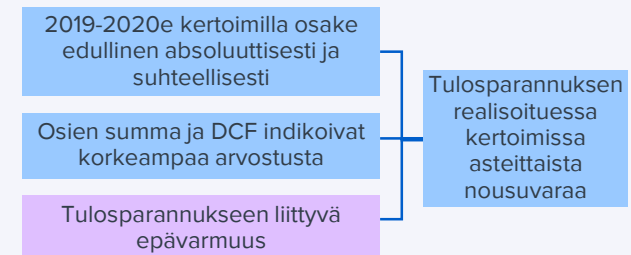
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



# Arvonmääritys ja suositus 2/5

## Osien summa

Olemme tarkistaneet näkemystämme Taalerin osien summasta 243 MEUR:oon tai 8,4 euroon per osake (aik. 286 MEUR tai 10,1 euroa per osake). Olemme käsitelleet tarkemmin Taalerin eri liiketoimintojen arvot niiden omissa kappaleissaan.

Osien summan arvon laskun taustalla on Garantia, jonka arvo on päivitetystä laskelmassamme 128 MEUR. (aik. 166 MEUR). Vaikka olemme tarkistaneet näkemystämme Garantian käyvästä arvosta selvästi alaspäin, säilyy se yhä konsernin arvokkaimpana osana.

Varainhoidon arvo on säilynyt laskelmissamme pitkälti ennallaan 114 MEUR:ssa (aik. 113 MEUR).

Energian arvo on noussut laskelmissamme 25 MEUR:oon (aik. 20 MEUR). Nousua selittää lievästi kohonnut tulosennusteet ja hyväksyvämmä arvostustason nousu (EV/EBIT 8x -> EV/EBIT 10x).

Sijoitusten arvo on laskenut osien summa - laskelmassamme 36 MEUR:oon (aik. 47 MEUR). Laskun taustalla on ennustamamme Fellow Financen alaskirjaus ja Kanadan kiinteistöhankeesta tapahtunut irtautuminen.

Konsernikulut ovat nousseet laskelmassamme 40 MEUR:oon (aik. 20 MEUR). Kasvaneet konsernikulut johtuvat puhtaasti Garantian rahoituskulujen allokoinnista Tasesijoitukset-segmentille (kts. sivu 27). Nettovelat ovat osien summa- laskelmassamme noin 20 MEUR (aik. 40 MEUR) sisältäen syksyn hybridilainan.

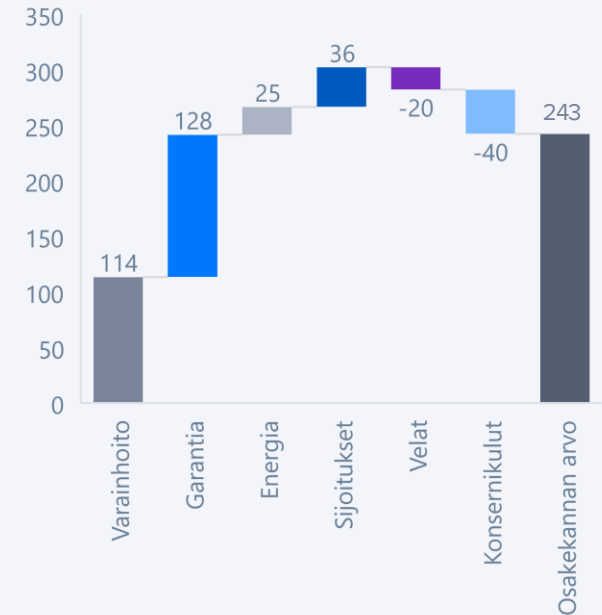
## Osissa merkittävää piiloarvoa

Näkemyksemme mukaan Taalerin osissa on merkittävästi enemmän potentiaalia mitä nykyinen osien summa laskelmamme näyttää. Garantian osalta käypä arvo voi oikealle ostajalle olla selvästi korkeampi (sivu 21) ja Varainhoidon kannattavuuden korjaantuessa lähelle verrokkien tasoja, olisi sen arvossa merkittävää potentiaalia ylöspäin (sivu 16). Energian arvossa on myös 3-5v tähtäimellä merkittävää nousuvaraa yhtiön kasvustrategian edetessä.

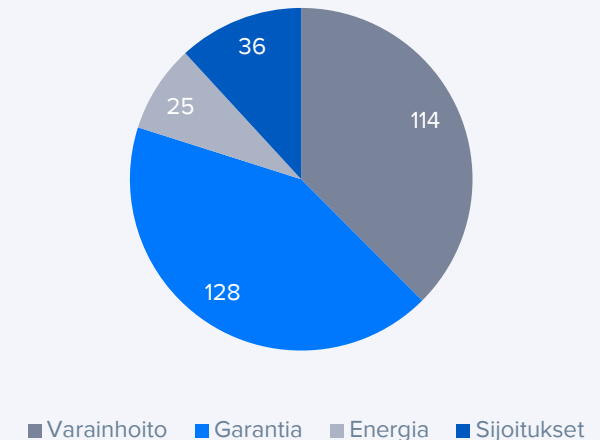
Näemmekin hyvin realistisen skenaarion siihen, että Taalerin osien summa on 1-3v päästä merkittävästi nykyistä korkeampi. Tämän keskeisiä ajureita ovat:

- Varainhoidon tulosparannus
- Energian ylösajon jatkuminen
- Garantiasta irtautuminen

Osien summa (MEUR)



Osien summan arvon jakautuminen



# Arvonmääritys ja suositus 3/5

## Osien summa Garantian vankina

Taalerin osien summan kannalta keskeinen haaste on edelleen Garantia. Garantia sitoo merkittäviä pääomia ja suhteessa tähän pääomaan sen pääoman tuotto jää Taalerille liian matalaksi. Näkemyksemme mukaan Garantista irtaantumisen lähellä 128 MEUR:n käyvän arvon arviotamme olisi merkittävä positiivinen vaikutus kurssiin.

Mikäli irtaantuminen tapahtuisi alkuvuodesta 2020 osien summan mukaisella hinnalla (128 MEUR), olisi Taalerin nettokassa laskelmiemme mukaan noin 114 MEUR ja konsernin tasesijoitukset huomioiden noin 150 MEUR. Nykyisestä noin 215 MEUR:n markkina-arvosta olisi perusteltavissa likvidillä rahoitusomaisuudella yli kaksi kolmasosaa. Toisinpäin käännettynä Energialle, Varainhoidolle sekä konsernihallinnolle jäisi arvoksi alle 70 MEUR. Tämä on selvästi alle arviomme näiden segmenttien osien summasta (noin 100 MEUR) tai niiden pitkän aikavälin potentiaalista. 2020 tuloksella laskettu EV/EBIT olisi jäljellä oleville liiketoiminnoille alle 5x, eli selvästi alle niiden käyvän arvon.

Osien summan arvon purkautumisen lisäksi Garantista irtaantuminen ratkaisisi myös Taalerin vakavaraisuutta koskevat haasteet. Taalerin tase on jo nyt erittäin vahva, mutta Garantian rajujen vakavaraisuusvaatimusten johdosta Taalerin vakavaraisuus on vain välttävä (sivu 36). Garantian irtaantumisen jälkeen yhtiön vakavaraisuus mitattaisiin jatkossa vain ydinpääoman (CET1) kautta. Laskelmiemme mukaan Taalerin CET1-suhde olisi Garantista irtaantumisen jälkeen yli 80 %, kun viranomaisten minivaatimus olisi käsityksemme mukaan 8 %.

## Aika Garantian jälkeen

Garantiasta irtaantumisen myötä Taaleri olisi rajusti ylikapitalisoitunut ja fokus siirtyisi välittömästi rahojen käyttöön. Näkemyksemme mukaan Taalerilla olisi rahoille kolme mahdollista käyttötarkoitusta:

- 1) Palauttaa rahaa osakkeenomistajille
- 2) Toimialan konsolidaatio
- 3) Muut investoinnit

Todennäköisimpänä skenaariona pidämme tilannetta, jossa Taaleri jakaisi osan pääomasta omistajilleen ja jättäisi itselleen merkittävän kassan yritysjärjestelyjä (kohdat 2 ja 3) varten. Pääoman palautuksessa yhtiön pitäisi myös harkita omien osakkeiden ostoja kurssin ollessa alle osien summan.

Mielestämme todennäköisyys Taalerin osallistumiselle toimialan konsolidaatioon on kasvanut viime vuosina ja esimerkiksi CapManin kanssa Taaleri muodostaisi ainakin paperilla erittäin mielenkiintoisen kokonaisuuden. Myös energialiiketoiminnassa tehtävät yritysjärjestelyt liiketoiminnan kokoluokan kasvattamiseksi ovat mielestämme hyvin mahdollisia sekä loogisia.

Muiden investointien osalta omien rahastosijoitusten kasvattaminen olisi mielestämme perusteltua sekä loogista. Yhtiön aiempaa terävemmän fokuksen johdosta pidämme täysin uusille toimialoille laajentumista epätodennäköisenä.

## DCF-arvonmääritys

DCF-laskelmissamme lähdemme oletuksesta, että Taalerin kasvu hidastuu selvästi vuoden 2022 jälkeen. Operatiivinen kannattavuus paranee 2020-2022 aikana ja kääntyy laskuun 2023 alkaen. Terminaalikannattavuutena olemme käyttäneet 26 %:n tasoa joka on linjassa yhtiön historiallisen operatiivisen marginaalin kanssa. Soveltamamme WACC-% on 9,2 % (pääoman kustannus 10,2 %) on lievästi verrokkiryhmän keskiarvon yläpuolella. DCF-laskelman mukainen arvo yhtiölle on 9,2 euroa. Tarkempi DCF-malli löytyy liitteestä.

DCF-malli antaa mielestämme varsin hyvän kuvan nykymuotoisen Taalerin pitkän aikavälin potentiaalista. DCF-malli huomioi Garantian ison sijoitussalkun vain sen tuottamien kassavirtojen pohjalta ja näin ollen laskennallisesti DCF-malli antaa Garantian sijoitusomaisuudelle selvästi sen tasearvoa pienemmän arvon (diskonttokorko merkittävästi salkun tuottoa korkeampi). Tämä on mielestämme täysin perusteltua, sillä Garantian pysyessä osana Taaleria, jää Garantian sijoitussalkun käypä arvo selvästi alle sen tasearvon Taalerin osakkeenomistajien näkökulmasta.

# Arvonmääritys ja suositus 4/5

## Verrokkianalyysi

Taalerille on tarjolla Helsingin pörssissä poikkeuksellisen laaja ja laadukas verrokkiryhmä. Nämä yhtiöt kilpailevat pitkälti samoista osaajista sekä asiakkaista ja yhtiöiden tuotetarjonnat ovat suhteellisen lähellä toisiaan.

Verrokkeina olemme käyttäneet kaikkia pörssiin listattuja finanssipalveluyhtiöitä eli Evliä, eQ:ta, CapMania, EAB Groupia, Titaniumia, United Bankersia ja Privanetia. Parhaat verrokkit ovat eQ, Evli sekä CapMan ja tarkastelemme näitä erillisesti.

Taaleria hinnoitellaan tulos pohjaisesti selvällä alennuksella suhteessa verrokkiryhmään. Tulos pohjaisissa kertoimissa keskitymme P/E-kertoimiin, sillä IFRS16 heikentää tuloslaskelman ylempien rivien vertailtavuutta.

Osinkotuotolla mitattuna Taaleri hinnoitellaan puolestaan selvällä preemiolla johtuen Taalerin vertailuryhmää selvästi maltillisemmasta osingonjakopolitiikasta. Tase pohjaisesti Taaleria hinnoitellaan noin 50 % alle vertailuryhmän. Verrokkiryhmän relevantteja kertoimia soveltamalla tasaisilla painoilla olisi Taalerin käypä arvo per osake noin **8,0 euroa**.

Kokonaisuutena emme anna laajalle verrokkiryhmälle oleellista painoa analyysissämme ja keskitymme peilaamaan Taalerin arvostusta Evliin, CapManiin ja eQ:hun, joiden profiili on lähempänä Taalerin omaa.

## Keskeiset verrokkiyhtiöt

eQ ja Evli ovat listatuista varainhoitoyhtiöistä lähimpänä Taaleria. Kaikki kolme yhtiötä kilpailevat pitkälti samoista asiakkuuksista ja ovat myös liiketoimintarakenteeltaan verrokkiyhtiöistä lähimpänä

toisiaan. CapManin olemme ottaneet ryhmään mukaan johtuen sen fokuksesta pääomarahastoihin sekä sijoitusyhtiöprofiilista.

Olemme soveltaneet Taaleriin Evlin, eQ:n ja CapManin P/E- ja EV/EBIT-kertoimia sekä osinkotuottoa tasapainoilla (33 %). Näkemyksemme mukaan markkina hinnoittelee finanssipalveluyhtiöitä pääosin tuloksen sekä osingon pohjalta ja soveltamamme painoarvot heijastelevat myös tätä. Keskeisten verrokkiyhtiöiden arvostuskertoimien painotettu keskiarvo indikoi Taalerin käyväksi arvoksi **8,81 euroa**. Lyhyellä aikavälillä selkeä alennus keskeisiin verrokkeihin on mielestämme perusteltu johtuen heikommasta operatiivisesta suorittamisesta. Yhtiön suorittamisen parantuessa, tulisi tämän alennuksen asteittain supistua.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	EV/EBIT		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Evli	10,0	9,0	13,2	11,7	7,2	7,6	2,8
EAB Group		29,5		31,3	0,9	2,4	1,8
CapMan	14,8	10,4	19,9	13,1	6,3	6,9	2,7
eQ	17,0	13,2	21,7	17,0	5,0	6,0	7,3
United Bankers	27,2	17,8	16,5	12,7	5,4	6,5	2,8
Titanium	11,2	8,7	12,1	10,7	8,1	8,7	4,3
Privanet		15,7		10,2			0,7
<b>Taaleri (Inderes)</b>	<b>8,7</b>	<b>8,4</b>	<b>11,2</b>	<b>11,2</b>	<b>4,5</b>	<b>4,9</b>	<b>1,4</b>
<b>Keskiarvo</b>	<b>16,0</b>	<b>14,9</b>	<b>16,7</b>	<b>15,2</b>	<b>5,5</b>	<b>6,3</b>	<b>3,2</b>
<b>Mediaani</b>	<b>14,8</b>	<b>13,2</b>	<b>16,5</b>	<b>12,7</b>	<b>5,8</b>	<b>6,7</b>	<b>2,8</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>	<b>-41 %</b>	<b>-37 %</b>	<b>-32 %</b>	<b>-12 %</b>	<b>-22 %</b>	<b>-27 %</b>	<b>-48 %</b>

Arvostuskerroin	Keskeisten verrokkien keskiarvo	Osakkeen arvo	Painoarvo
EV/EBIT 2019-2020e	12,4	10,63	33 %
P/E 2019-2020e	16,1	10,46	33 %
Osinko 2019e	6,2 %	5,35	33 %
<b>Painotettu keskiarvo</b>		<b>8,81</b>	<b>100 %</b>

# Arvonmääritys ja suositus yhteenveto 5/5

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Evli	8,98	216	221	10,0	9,0	8,6	7,8	3,0	2,8	13,2	11,7	7,2	7,6	2,8
EAB Group	2,66	37	44		29,5	22,1	9,8	3,0	2,2		31,3	0,9	2,4	1,8
CapMan	2,08	320	325	14,8	10,4	13,5	9,8	7,4	6,1	19,9	13,1	6,3	6,9	2,7
eQ	12,35	459	450	17,0	13,2	16,4	12,8	8,8	7,2	21,7	17,0	5,0	6,0	7,3
United Bankers	8,40	88	92	27,2	17,8	13,2	10,3	2,7	2,5	16,5	12,7	5,4	6,5	2,8
Titanium	9,18	92	78	11,2	8,7	7,8	7,1	4,4	3,9	12,1	10,7	8,1	8,7	4,3
Privanet	0,51	10	16		15,7		15,7	2,2	2,2		10,2			0,7
<b>Taaleri (Inderes)</b>	<b>7,28</b>	<b>211</b>	<b>213</b>	<b>8,7</b>	<b>8,4</b>	<b>7,9</b>	<b>7,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>11,2</b>	<b>11,2</b>	<b>4,5</b>	<b>4,9</b>	<b>1,4</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>16,0</b>	<b>14,9</b>	<b>13,6</b>	<b>10,5</b>	<b>4,5</b>	<b>3,8</b>	<b>16,7</b>	<b>15,2</b>	<b>5,5</b>	<b>6,3</b>	<b>3,2</b>
<b>Mediaani</b>				<b>14,8</b>	<b>13,2</b>	<b>13,4</b>	<b>9,8</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>16,5</b>	<b>12,7</b>	<b>5,8</b>	<b>6,7</b>	<b>2,8</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-41 %</b>	<b>-37 %</b>	<b>-41 %</b>	<b>-23 %</b>	<b>-6 %</b>	<b>-5 %</b>	<b>-32 %</b>	<b>-12 %</b>	<b>-22 %</b>	<b>-27 %</b>	<b>-48 %</b>

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

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	<b>38,9</b>	<b>42,1</b>	<b>81,0</b>	<b>35,5</b>	<b>36,8</b>	<b>72,3</b>	<b>30,9</b>	<b>44,0</b>	<b>74,8</b>	<b>76,1</b>	<b>82,3</b>	<b>89,2</b>
Varainhoito	23,9	30,7	54,6	29,7	19,0	48,7	17,2	25,7	42,9	46,5	50,4	53,7
Rahoitus	11,7	9,5	21,2	6,2	6,3	12,5	10,4	11,7	22,2	18,2	19,4	20,4
Tasesijoitukset	2,6	0,9	3,4	-1,5	10,3	8,8	1,8	-1,2	0,6	1,5	2,5	2,5
Energia	0,8	1,0	1,8	1,1	1,2	2,3	1,4	7,8	9,2	9,9	10,0	12,6
<b>Käyttökate</b>	<b>16,2</b>	<b>12,1</b>	<b>28,3</b>	<b>13,0</b>	<b>12,1</b>	<b>25,1</b>	<b>7,7</b>	<b>19,3</b>	<b>27,0</b>	<b>27,1</b>	<b>30,8</b>	<b>35,9</b>
Poistot ja arvonalennukset	-0,6	-0,7	-1,3	-0,6	-0,6	-1,2	-1,3	-1,2	-2,5	-2,6	-2,6	-2,9
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>15,6</b>	<b>11,4</b>	<b>27,0</b>	<b>12,4</b>	<b>11,5</b>	<b>23,9</b>	<b>6,4</b>	<b>18,1</b>	<b>24,5</b>	<b>24,5</b>	<b>28,2</b>	<b>33,1</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>15,6</b>	<b>11,4</b>	<b>27,0</b>	<b>12,4</b>	<b>11,5</b>	<b>23,9</b>	<b>6,4</b>	<b>18,1</b>	<b>24,5</b>	<b>24,5</b>	<b>28,2</b>	<b>33,1</b>
Varainhoito	7,9	8,8	16,6	14,1	2,7	16,8	2,0	9,6	11,6	14,2	16,3	18,1
Rahoitus	7,9	6,0	13,9	2,4	2,5	4,9	6,1	7,3	13,4	9,6	10,6	11,4
Tasesijoitukset	0,5	-2,5	-2,0	-3,3	7,7	4,4	-0,1	-3,3	-3,4	-1,9	-0,7	-0,5
Energia	-0,7	-0,9	-1,5	-0,9	-1,4	-2,3	-1,6	4,5	2,8	2,5	1,9	4,0
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>15,8</b>	<b>11,8</b>	<b>27,6</b>	<b>12,4</b>	<b>11,5</b>	<b>23,9</b>	<b>6,4</b>	<b>18,1</b>	<b>24,5</b>	<b>24,5</b>	<b>28,2</b>	<b>33,1</b>
Verot	-3,1	-2,8	-5,8	-3,0	0,7	-2,3	-1,5	-3,6	-5,2	-4,9	-5,6	-6,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,3	0,0	0,2	-0,7	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5
<b>Nettotulos</b>	<b>12,7</b>	<b>9,0</b>	<b>21,8</b>	<b>9,1</b>	<b>12,5</b>	<b>21,6</b>	<b>5,1</b>	<b>13,8</b>	<b>18,9</b>	<b>19,0</b>	<b>22,1</b>	<b>25,9</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,45</b>	<b>0,32</b>	<b>0,77</b>	<b>0,32</b>	<b>0,44</b>	<b>0,76</b>	<b>0,17</b>	<b>0,48</b>	<b>0,65</b>	<b>0,65</b>	<b>0,75</b>	<b>0,86</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,45</b>	<b>0,32</b>	<b>0,77</b>	<b>0,32</b>	<b>0,44</b>	<b>0,76</b>	<b>0,17</b>	<b>0,48</b>	<b>0,65</b>	<b>0,65</b>	<b>0,75</b>	<b>0,86</b>

Tunnusluvut	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>			33,5 %	-8,8 %	-12,5 %	-10,7 %	-13,1 %	19,5 %	3,5 %	1,7 %	8,2 %	8,4 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	33,0 %	147,3 %	65,3 %	-20,7 %	1,1 %	-11,5 %	-48,2 %	57,4 %	2,7 %	-0,3 %	15,4 %	17,1 %
<b>Käyttökate-%</b>	41,5 %	28,8 %	34,9 %	36,6 %	32,9 %	34,7 %	25,0 %	44,0 %	36,1 %	35,6 %	37,5 %	40,3 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	40,1 %	27,1 %	33,3 %	34,9 %	31,3 %	33,0 %	20,8 %	41,2 %	32,8 %	32,2 %	34,3 %	37,1 %
<b>Nettotulos-%</b>	32,7 %	21,4 %	26,9 %	25,7 %	34,0 %	29,9 %	16,4 %	31,4 %	25,2 %	24,9 %	26,8 %	29,1 %

Lähde: Inderes

# Tase

## Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>173</b>	<b>174</b>	<b>178</b>	<b>179</b>	<b>179</b>
Liikearvo	0,6	5,1	5,1	5,1	5,1
Aineettomat hyödykkeet	1,6	1,5	2,0	2,4	2,9
Käyttöomaisuus	0,4	0,7	5,0	5,1	5,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	33,5	30,6	30,0	30,0	30,0
Muut sijoitukset	136	134	134	134	134
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	1,1	2,3	2,3	2,3	2,3
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>56,6</b>	<b>64,2</b>	<b>66,5</b>	<b>76,0</b>	<b>72,7</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	10,1	6,5	20,0	20,0	20,0
Myyntisaamiset	5,3	22,2	6,0	6,1	6,6
Likvidit varat	41,2	35,5	40,5	49,9	46,1
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>229</b>	<b>238</b>	<b>244</b>	<b>254</b>	<b>252</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Oma pääoma</b>	<b>106</b>	<b>122</b>	<b>151</b>	<b>161</b>	<b>158</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	74,0	87,2	97,5	107	119
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	15,0	15,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	35,8	35,8	35,8	35,8	35,8
Muu oma pääoma	-4,3	-2,4	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,4	1,7	2,2	2,8	3,3
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>94,9</b>	<b>85,3</b>	<b>70,5</b>	<b>70,5</b>	<b>70,5</b>
Laskennalliset verovelat	15,9	14,6	14,6	14,6	14,6
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	54,8	54,8	40,0	40,0	40,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	24,3	15,9	15,9	15,9	15,9
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>28,3</b>	<b>30,3</b>	<b>23,3</b>	<b>23,3</b>	<b>23,3</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	8,0	7,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset velat	20,3	23,3	23,3	23,3	23,3
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>229</b>	<b>238</b>	<b>244</b>	<b>254</b>	<b>252</b>

# Kassavirtamalli

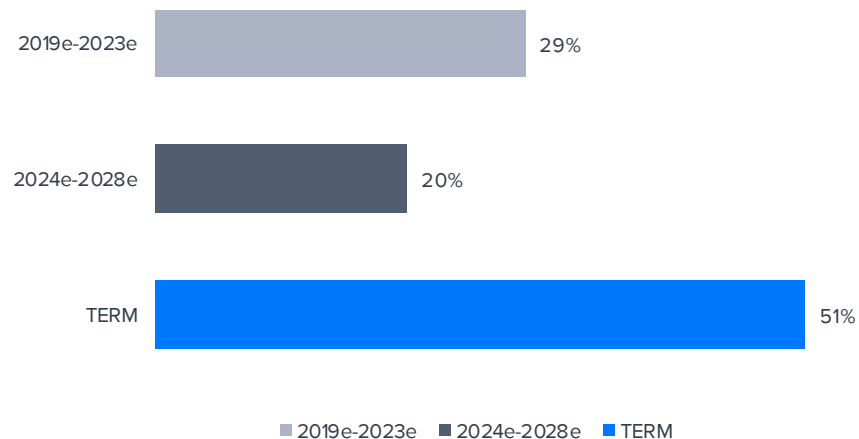
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>23,9</b>	<b>24,5</b>	<b>24,5</b>	<b>28,2</b>	<b>33,1</b>	<b>30,9</b>	<b>29,5</b>	<b>28,6</b>	<b>27,4</b>	<b>28,1</b>	<b>28,8</b>	
+ Kokonaispoistot	1,2	2,5	2,6	2,6	2,9	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5	3,5	
- Maksetut verot	-4,7	-5,2	-4,9	-5,6	-6,6	-6,2	-5,9	-5,7	-5,5	-5,6	-5,8	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutokset	-10,3	2,7	-0,1	-0,5	-0,6	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>10,1</b>	<b>24,6</b>	<b>22,1</b>	<b>24,7</b>	<b>28,8</b>	<b>27,4</b>	<b>26,4</b>	<b>25,9</b>	<b>25,1</b>	<b>25,7</b>	<b>26,3</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-8,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-3,9	-7,3	-3,1	-3,2	-3,3	-3,4	-3,4	-3,6	-3,6	-3,6	-3,9	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-2,3</b>	<b>17,3</b>	<b>19,0</b>	<b>21,5</b>	<b>25,5</b>	<b>24,0</b>	<b>23,0</b>	<b>22,3</b>	<b>21,5</b>	<b>22,1</b>	<b>22,5</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-2,3	17,3	19,0	21,5	25,5	24,0	23,0	22,3	21,5	22,1	22,5	345
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>17,1</b>	<b>17,2</b>	<b>17,9</b>	<b>19,4</b>	<b>16,8</b>	<b>14,7</b>	<b>13,1</b>	<b>11,5</b>	<b>10,9</b>	<b>10,1</b>	<b>156</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		304	287	270	252	233	216	201	188	177	166	156
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>304</b>										
- Korolliset velat		-61,8										
+ Rahavarat		35,5										
-Vähemmistöosuus		-3,1										
-Osinko/pääomapalautus		-8,5										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>266</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>9,2</b>										

## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,50 %
Riskitön korko	3,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>10,2 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,2 %</b>

Lähde: Inderes

## Rahavirranjakauma jaksoittain





# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	60,7	81,0	72,3	<b>74,8</b>	<b>76,1</b>	EPS (raportoitu)	0,45	0,77	0,76	<b>0,65</b>	<b>0,65</b>
Käyttökate	17,7	28,3	25,1	<b>27,0</b>	<b>27,1</b>	EPS (oikaistu)	0,45	0,77	0,76	<b>0,65</b>	<b>0,65</b>
Liikevoitto	16,3	27,0	23,9	<b>24,5</b>	<b>24,5</b>	Operat. kassavirta / osake	0,88	0,66	0,35	<b>0,85</b>	<b>0,75</b>
Voitto ennen veroja	16,3	27,6	23,9	<b>24,5</b>	<b>24,5</b>	Vapaa kassavirta / osake	0,85	0,73	-0,08	<b>0,60</b>	<b>0,65</b>
Nettovoitto	12,8	21,8	21,6	<b>18,9</b>	<b>19,0</b>	Omapääoma / osake	3,30	3,73	4,26	<b>5,13</b>	<b>5,40</b>
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,22	0,25	0,30	<b>0,33</b>	<b>0,35</b>
<b>Tase</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Taseen loppusumma	213,3	229,3	238,0	<b>244,5</b>	<b>254,5</b>	Liikevaihdon kasvu-%	4 %	33 %	-11 %	<b>3 %</b>	<b>2 %</b>
Oma pääoma	93,9	106,1	122,4	<b>150,7</b>	<b>160,7</b>	Käyttökateen kasvu-%	-63 %	60 %	-11 %	<b>8 %</b>	<b>0 %</b>
Liikearvo	0,6	0,6	5,1	<b>5,1</b>	<b>5,1</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	-19 %	65 %	-12 %	<b>3 %</b>	<b>0 %</b>
Nettovelat	11,4	21,6	26,3	<b>-0,5</b>	<b>-9,9</b>	EPS oik. kasvu-%	-17 %	71 %	-1 %	<b>-15 %</b>	<b>0 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	Käyttökate-%	29,2 %	34,9 %	34,7 %	<b>36,1 %</b>	<b>35,6 %</b>
Käyttökate	17,7	28,3	25,1	<b>27,0</b>	<b>27,1</b>	Oik. Liikevoitto-%	26,9 %	33,3 %	33,0 %	<b>32,8 %</b>	<b>32,2 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	12,1	-2,4	-10,3	<b>2,7</b>	<b>-0,1</b>	Liikevoitto-%	26,9 %	33,3 %	33,0 %	<b>32,8 %</b>	<b>32,2 %</b>
Operatiivinen kassavirta	25,0	18,5	10,1	<b>24,6</b>	<b>22,1</b>	ROE-%	13,6 %	21,8 %	19,1 %	<b>14,0 %</b>	<b>12,4 %</b>
Investoinnit	-10,8	-8,1	-3,9	<b>-7,3</b>	<b>-3,1</b>	ROI-%	9,6 %	16,4 %	13,5 %	<b>13,1 %</b>	<b>12,5 %</b>
Vapaa kassavirta	24,0	20,8	-2,3	<b>17,3</b>	<b>19,0</b>	Omavaraisuusaste	44,0 %	46,3 %	51,4 %	<b>61,6 %</b>	<b>63,1 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	12,2 %	20,3 %	21,5 %	<b>-0,3 %</b>	<b>-6,2 %</b>
<b>Suurimmat omistajat</b>						<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
						EV/Liikevaihto	3,9	3,7	3,2	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>
						EV/EBITDA (oik.)	13,2	10,7	9,2	<b>7,9</b>	<b>7,6</b>
						EV/EBIT (oik.)	14,4	11,2	9,6	<b>8,7</b>	<b>8,4</b>
						P/E (oik.)	17,9	13,5	9,3	<b>11,2</b>	<b>11,2</b>
						P/B	2,4	2,8	1,7	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>
						Osinkotuotto-%	2,7 %	2,4 %	4,2 %	<b>4,5 %</b>	<b>4,9 %</b>

Lähde: Inderes

# Liite: Energia-segmentin verrokkiryhmän lyhyt esittely

Tässä kappaleessa esitetyt tiedot on kerätty julkisista lähteistä hyödyntäen muun muassa Thomson Reutersin tietokantaa. Informaatio on pyritty tiivistämään minimiin, jotta sijoittajat saisivat kuitenkin kohtuullisen käsityksen verrokkiryhmän sisällöstä ja sen verrannollisuudesta Energia-segmentin liiketoimintaan.

## **ABO Wind**

ABO Wind on saksalainen tuulivoimahankkeiden kehittäjä, jolla on tuulivoimahankkeita Saksassa, Ranskassa, Espanjassa, Irlannissa ja Bulgariassa. Yhtiön projektiportfolio koostuu 400 tuuliturbiinista, jonka kokonaiskapasiteetti on yli 700 megawattia.

## **Acciona**

Acciona on espanjalainen uusiutuviin energialähteisiin keskittynyt yhtiö, jonka liiketoiminta jakautuu Energia- ja Infrastruktuuri-segmentteihin. Energia-segmentti käsittää mm. uusiutuvan energian tuotannon, jakelun, kaupallistamisen sekä tuulivoimapuistojen rakentamisen. Infrastruktuuri-segmentti pitää sisällään infrarakentamisen ja rakennussunnittelun, vedenkäsittelyn sekä voimalaitos- ja palveluliiketoiminnan.

## **Energiekontor**

Energiekontor on saksalainen tuulipuisto-operaattori ja tuuli- ja aurinkoenergiahankkeiden kehittäjä. Energiekontorin omistamien tuulipuistojen kokonaiskapasiteetti on 268 megawattia.

## **Eolus Vind**

Ruotsalainen Eolus Vind kehittää ja hallinnoi tuulivoimahankkeita ja tarjoaa teknisiä ja hallinnollisia konsultointipalveluita. Yhtiöllä on Ruotsin lisäksi liiketoimintaa myös Virossa, Suomessa, Latviassa, Norjassa ja Yhdysvalloissa.

## **PNE**

PNE on saksalainen tuulipuisto-operaattori ja tuulivoimahankkeiden kehittäjä, jolla on liiketoimintaa Euroopassa, Etelä-Afrikassa, Yhdysvalloissa ja Kanadassa.

## **Scatec Solar**

Scatec Solar on norjalainen aurinkoenergian tuottaja ja hankekehittäjä, jolla on projekteja Aasiassa, Lähi-idässä, Euroopassa sekä Etelä- ja Pohjois-Amerikassa.

## **Carlyle Group L.P.**

Carlyle Group L.P. on vuonna 1987 perustettu vaihtoehtoisiin omaisuusluokkiin keskittynyt varainhoitaja. Yhtiöllä on hallinnoitavaa varallisuutta noin 222 miljardia dollaria ja yhtiön palveluksessa on yli 1775 työntekijää.

## **EQT**

EQT on ruotsalainen pääomasijoittaja, joka listautui Tukholman pörssiin syyskuussa 2019. Yhtiön hallinnoitava varallisuus on noin 41 miljardia euroa.

## **Apollo Global Management**

Apollo Global Management on yhdysvaltalainen listaamattomiin osake- ja velkasijoituksiin sekä kiinteistöihin keskittynyt varainhoitaja. Yhtiöllä on hallinnoitavaa varallisuutta noin 323 miljardia dollaria.

## **3i Group**

3i Group on vuonna 1945 perustettu private equity- ja infrastruktuurikenttään keskittynyt pääomasijoittaja. Yhtiö on keskittynyt sijoitustoiminnassaan pääasiassa Pohjois-Eurooppaan ja Yhdysvaltoihin ja sillä on hallinnoitavaa varallisuutta noin 9,6 miljardia puntaa.

## **Blackstone**

Blackstone on yhdysvaltalainen pääomasijoittaja, joka on keskittynyt mm. private equity-, credit-, kiinteistö-, infrastruktuuri-tuotealueisiin. Blackstonen palveluksessa on yli 2500 työntekijää ja yhtiöllä on hallinnoitavaa varallisuutta noin 554 miljardia dollaria.

## **CapMan**

CapMan on Helsingin pörssiin listattu pääomasijoittaja, joka on keskittynyt listaamattomiin yrityksiin, kiinteistöihin ja infrastruktuurikohteisiin. Yhtiöllä on hallinnoitavaa varallisuutta noin 3,2 miljardia euroa.

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

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

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
10.3.2015	Lisää	9,00 €	7,70 €
11.6.2015	Lisää	9,00 €	7,70 €
20.8.2015	Lisää	10,00 €	8,90 €
11.1.2016	Lisää	10,00 €	8,42 €
25.2.2016	Lisää	10,00 €	8,72 €
30.3.2016	Osta	11,00 €	9,05 €
30.5.2016	Osta	11,00 €	9,30 €
26.8.2016	Lisää	10,00 €	8,85 €
16.9.2016	Lisää	10,00 €	8,70 €
28.2.2017	Lisää	9,00 €	8,07 €
26.5.2017	Lisää	9,00 €	8,15 €
4.7.2017	Osta	11,00 €	9,30 €
22.8.2017	Lisää	11,80 €	10,70 €
12.10.2017	Lisää	11,80 €	10,40 €
16.2.2018	Lisää	11,80 €	10,72 €
29.6.2018	Osta	11,50 €	9,72 €
16.8.2018	Osta	11,80 €	10,25 €
11.10.2018	Osta	11,50 €	9,80 €
24.10.2018	Vähennä	9,50 €	9,10 €
20.12.2018	Vähennä	8,00 €	7,54 €
15.2.2019	Lisää	8,50 €	7,68 €
20.6.2019	Lisää	7,70 €	6,90 €
16.8.2019	Lisää	7,70 €	6,70 €
29.11.2019	Lisää	8,20 €	7,28 €



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

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

**Palkittua analyysiä osoitteessa [www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)**

## Palkinnot



**2015, 2018**  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2014, 2016, 2017**  
Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018**  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2012, 2016, 2018**  
Suositustarkkuus



**2012, 2016, 2017, 2018**  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2017**  
Suositustarkkuus



**2017**  
Suositustarkkuus



**2018**  
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu  
kaikille.**