

Taaleri

Laaja raportti

17.1.2025 8:30



Kasper Mellas
+358 45 6717 150
kasper.mellas@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Pääomien allokointi ratkaisee paljon

Taalerin lähivuosien painopiste on Pääomarahastojen ylösajossa sekä oman taseen bioteollisuusinvestoinneissa. Konsernin tulos sen sijaan nojaa yhä vahvasti kertatuottoihin, mutta myös jatkuvan toiminnan kannattavuuden pitäisi parantua asteittain uusien rahastolanseerausten ja hallinnoitavien varojen kasvaessa. Osakkeen arvostus on selvästi alle konsernin osien arvon, joten näemme tuotto-odotuksen houkuttelevana väisusta lähivuosien tuloskasvunäkymästä huolimatta. Arvon purkautuminen on kuitenkin arviomme mukaan alisteinen yleisen riskinottohalukkuuden paluulle markkinalla selkeiden lyhyen aikavälin tuloskasvuajureiden puuttuessa. Laskemmekin tavoitehintamme 9,0 euroon osakkeelta (aik. 9,5€) ja toistamme lisää-suosituksen.

Vaihtoehtoisia sijoitustuotteita ja vakuustointia

Taaleri on vaihtoehtoisii omaisuuslajeihin keskittynyt pääomarahastotalo, jonka tärkeimpiä tuotealueita ovat uusiutuvan energian ja bioteollisuuden rahastot. Lisäksi konserniin kuuluu vakuutusyhtiö Garantia. Rahastojen ja vakuustointiminnan ohella Taaleri harjoittaa merkittävää sijoitustoimintaa omasta taseestaan. Yhtiön sijoittajatarina on elänyt viime vuosien aikana ja erityisesti yritysjärjestelyt ovat historiassa näytelleet olennaista roolia. Viimeisin isompi järjestely nähtiin vuonna 2021, kun Taaleri myi varainhoitoliiketoimintansa Aktialle. Kaupan jälkeen yhtiö muutti strategiaansa merkittävästi ja keskittyi vaihtoehtoisii sijoitustuotteisiin ja impaktisijoittamiseen. Tuoreimmassa strategiapäivityksessään Taaleri otti askeleen sijoitusyhtiömäisempään liiketoimintamalliin, sillä yhtiö aikoo allokoida lähivuosina merkittäviä pääomia teollisen kokoluokan bioteollisuusinvestointeihin. Tämän myötä tasesijoitusten rooli liiketoiminnassa kasvaa entisestään, mikä on myös nostanut yhtiön riskiprofiilia. Myös voitonjako tulee jäämään lähivuosina historiallisia tasoja vaatimattommaksi kasvavien tasesijoitusten vuoksi.

Kertatuotot näyttelevät keskeistä roolia lähivuosien tuloksessa

Lähivuosina Taalerin operatiivisten liiketoimintojen vakaa kehitys saa ennusteissamme tukea kertaluonteisiksi tulkittavista tuotoista (myyntivoitot ja sijoitukset). Pääomarahastojen kannattavuuden odotamme parantuvan hiljalleen hallinnoitavan varallisuuden kasvun mukana, mutta kertatuottojen ajoittuminen ja määrä heiluttavat jonkin verran vuositason tuloslukuja. Samalla varainkeruumarkkinan vaikeutuminen hidastaa hallinnoitavien varojen kasvua, mutta pidämme haasteita pääosin väliaikaisina. Pidämme lisäksi hyvin mahdollisena, että yhtiö vauhdittaa Pääomarahastojen kasvua yrityskaupoilla. Ensimmäisiä tuloksia bioteollisuusinvestointien onnistumisesta saadaan puolestaan odotella lähemmäs vuosikymmenen vaihdetta. Garantian odotamme palaavan vakaaseen kasvuun muun markkinan mukana asuntomarkkinan hiljalleen pirstyessä.

Osakkeen arvostus on liiketoimintojen arvoon nähden matala

Keskitymme analyysissämme etenkin osien summaan, sillä se huomioi parhaiten Taalerin osissa olevan arvon ja liiketoimintojen erilaiset profiilit. Osien summa -laskelmamme mukainen arvo on noin 10 euroa osakkeelta, mikä on selvästi yli nykyisen kurssitason. Valtaosa arvosta muodostuu edelleen vakuutusyhtiö Garantiasta, ja loppuosa on käytännössä jakautunut energiarahastoliiketoiminnan sekä tasesijoitusten välille. Osake onkin maltillisesti hinnoiteltu, mitä positiivinen suosituksemme heijastelee. Myös rohkeampi näkemys olisi perusteltavissa, mutta tuotto-odotuksen näkökulmasta näemme haasteena aikajänteen, joka hyvinkin saattaa venyä useamman vuoden mittaiseksi yleisen osakemarkkinasentimentin vaikuttaessa sijoittajien riskinottohalukkuuteen. Kuitenkin myös hieman pidemmällä horisontilla purkautuva arvo muodostaa houkuttelevan vuotuisen tuotto-odotuksen. Tätä odotellessa terveellä tasolla oleva osinkotuotto (6–7 %) tarjoaa vakaata maata sijoittajan jalkojen alle.

Suositus

Lisää

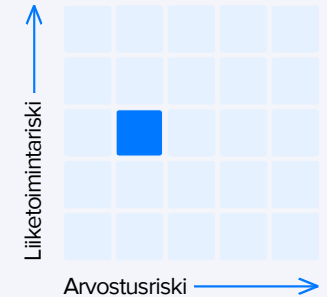
(aik. Lisää)

9,00 EUR

(aik. 9,50 EUR)

Osakekurssi:

7,72



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	65,6	63,9	70,0	62,7
kasvu-%	4 %	-3 %	10 %	-10 %
EBIT oik.	31,9	32,0	38,2	29,6
EBIT-% oik.	48,6 %	50,0 %	54,5 %	47,3 %
Nettotulos	22,9	23,3	28,0	22,3
EPS (oik.)	0,81	0,82	0,97	0,77

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

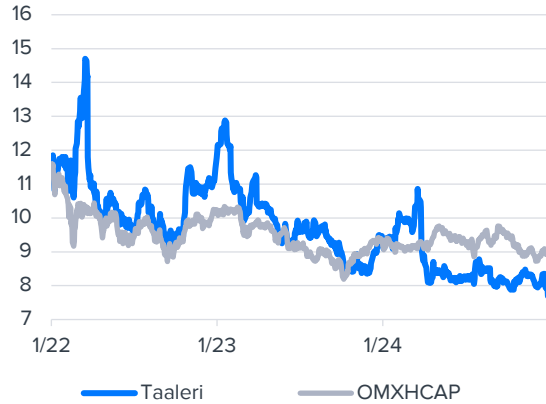
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

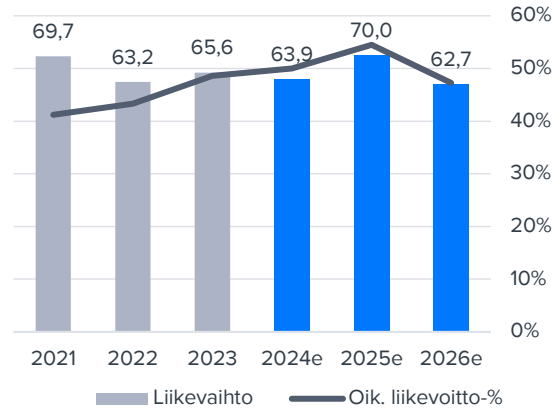
Ei ohjeistusta.

Osakekurssi



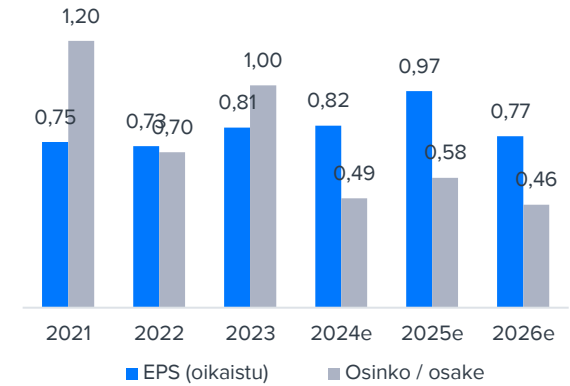
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	7,72	7,72	7,72
Osakemäärä, milj. kpl	28,5	28,7	28,9
Markkina-arvo	220	220	220
Yritysarvo (EV)	227	206	215
P/E (oik.)	9,4	7,9	10,0
P/E	9,4	7,9	10,0
P/B	1,1	1,0	1,0
P/S	3,4	3,1	3,5
EV/Liikevaihto	3,6	2,9	3,4
EV/EBITDA	6,9	5,3	7,1
EV/EBIT (oik.)	7,1	5,4	7,2
Osinko/tulos (%)	60,0 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	6,4 %	7,6 %	6,1 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5–7
Segmentit: Pääomarahastot	8–17
Segmentit: Garantia	18–24
Segmentit: Muut	25
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	26–28
Varainhoitomarkkina	29–37
Sijoitus- ja riskiprofiili	38–39
Taloudellinen tilanne	40
Ennusteet	41–43
Arvonmääritys	44–49
Liitteet	50–56
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	57

Taaleri lyhyesti

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

2007

Perustamisvuosi

2013/2016

Listautuminen First Northiin/Helsingin pörsillälle

65,6 MEUR

Liikevaihto 2023

31,9 MEUR (49 % lv:sta)

Liikevoitto 2023

2,6 mrd. euroa

Hallinnoitavat varat 2023 lopussa

118

Henkilöstö (FTE) 2023 lopussa

Aktiivisia järjestelyjä (2013–2015)

Listautuminen First North -markkinapaikalle 4/2013.

Finsilva-hankinta 6/2014.

Garantian hankinta 3/2015.

Pääomarahasto-liiketoiminnan voimakas kasvattaminen.

Finsilva-osuuden myynti 4/2015.

Lainaaamon myynti Fellow Financelle, Taaleri vähemmistö-omistajaksi 5/2015.

Energian perustaminen (2016–2020)

Helsingin pörsin pörsillälle 4/2016.

Lopun Finsilva-osuuden myynti 3/2016.

Energia-liiketoiminnan perustaminen 2016 ja ylösajo.

Garantian vahva operatiivinen kehitys.

RaVa-ryhmittymä aiheuttaa ongelmia pääomavaatimusten kanssa.

Varainhoidon krooniset kannattavuushaasteet.

Fokus pääomarahastoissa (2021–2023)

Varainhoitoliiketoiminnan myynti Aktialle vuonna 2021.

Uuden strategian myötä Taalerista tulee uusiutuvaan energiaan ja vaihtoehtoisin sijoitustuotteisiin keskittynyt tuotetalo.

Voitonjako on runsasta, kun taseessa olevaa ylimääräistä pääomaa puretaan.

Garantian voimakas kasvu asuntolainatakausten hyvän kysynnän avittamana.

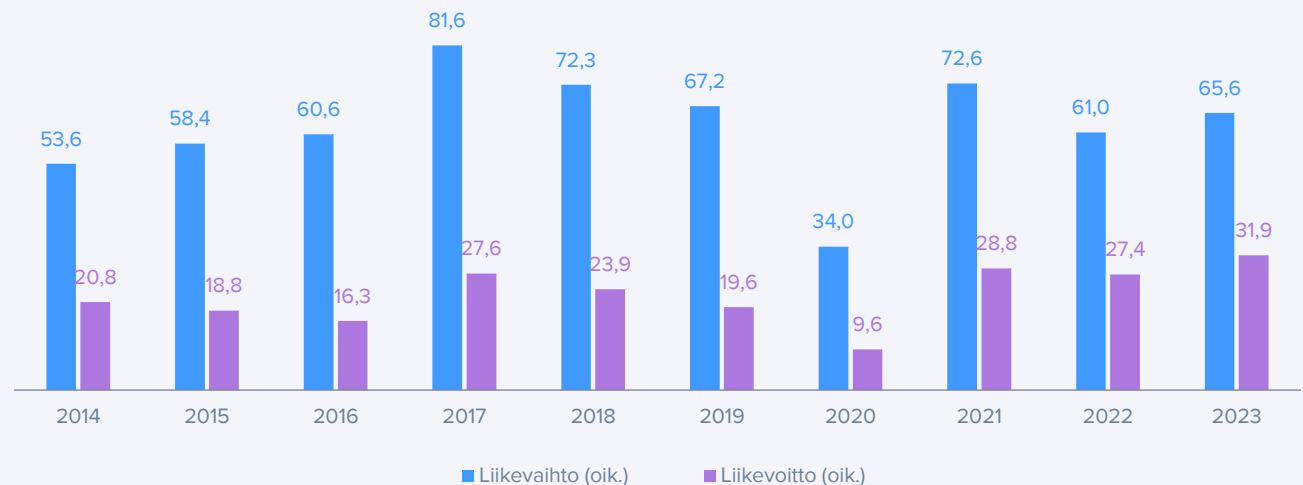
Investointeja ja kasvua (2024–2026)

Uusimman SolarWind 3 -rahaston ansiosta Energian kannattavuus nousee jo kohtalaisen hyvälle tasolle.

Muiden pääomarahastojen tulos on yhä sijoitustuottojen varassa. Kasvua haetaan uusista rahastotuotteista. Lisäksi Taaleri etsii aktiivisesti yritysostokohteita kasvun kiihdyttämiseksi erityisesti kiinteistöissä.

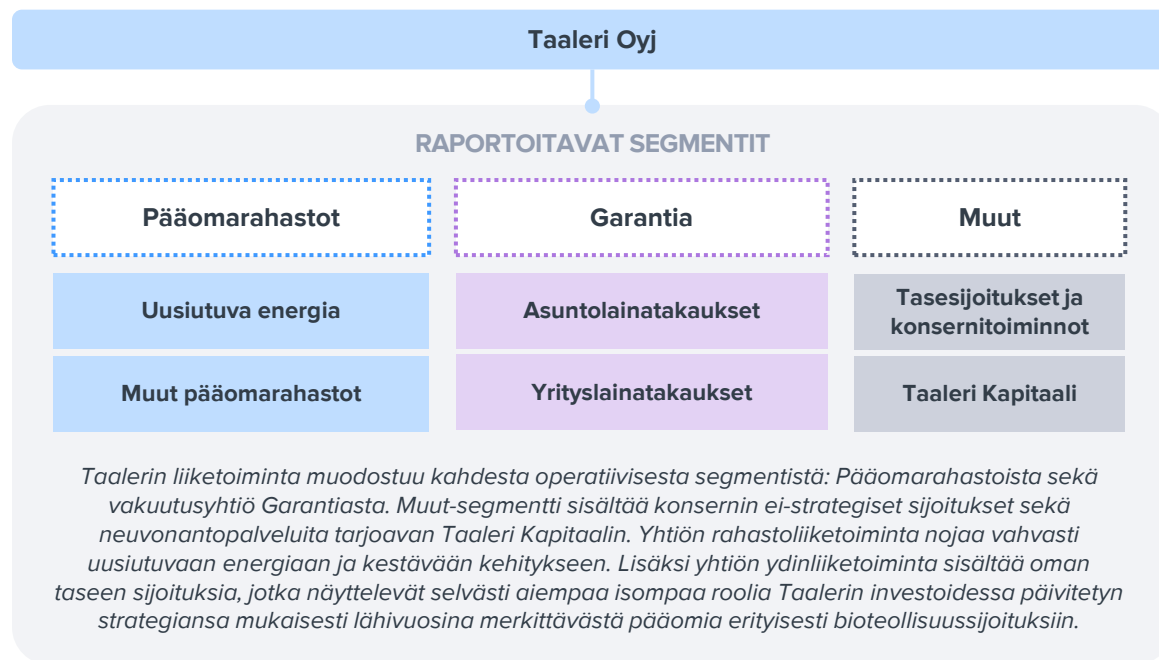
Strategiapäivityksen myötä liiketoiminta muuttuu askeleen sijoitusyhtiön suuntaan. Jatkossa omasta taseesta tehtävät bioteollisuusinvestoinnit ovat keskeinen osa liiketoimintaa.

Garantia jatkaa itsenäisenä toimijana ja mahdollistaa sijoitussalkun kasvun vakaalla osingonmaksulla.



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Taaleri on vuonna 2007 perustettu uusiutuvaan energiaan ja vaihtoehtoihin omaisuuslajeihin keskittynyt pääomarahastotalo. Lisäksi konserniin kuuluu vakuutusyhtiö Garantia. Rahastojen ja vakuutustoiminnan lisäksi Taaleri harjoittaa sijoitustoimintaa omasta taseestaan.



Pääomarahastoliiketoiminnassa Taalerin hallinnoitava varallisuus oli vuoden 2023 lopussa 2,6 mrd. euroa. Suurin osa tästä (~1,7 mrd. euroa) oli sijoitettu yhtiön uusiutuvan energian rahastoihin.



Pääomarahastojen asiakaskunta koostuu pääosin suurista instituutiosijoittajista. Rahastotuotteiden jakelu yksityissijoittajasegmenttiin on järjestetty yhteistyökumppani Aktian kautta.

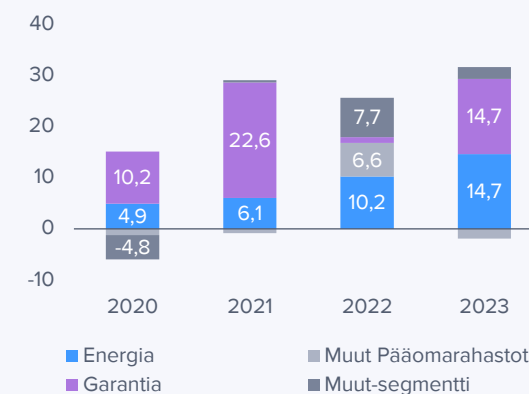


Takausvakuuttaja Garantian tärkein yksittäinen tuote on asuntolainatakaukset. Liiketoiminta on hyvin skaalautuvaa, ja segmentin osuus konsernin liikevoitosta on ollut viime vuosina huomattava.

TAALERI

Suurimmat osakkeenomistajat 11/2024	%
Veikko Laine Oy	11,52 %
Hermitage Oy Ab	10,36 %
Elomaa Juhani	5,96 %
Haaparinne Karri Erik	5,14 %
Vakuutusosakeyhtiö Henki-Fennia	4,58 %
Swiss Life Luxembourg S.A.	1,83 %
Lampinen Petri Juhani	1,43 %
Ahlström Invest B.V	1,42 %
Neva-Aho Ronnie Juhani	1,06 %
Lehto Vesa Matti	1,06 %
10 suurinta omistajaa yhteensä	44,37 %

Liikevoitto segmenteittäin (MEUR)



Keskeisimmät yritysjärjestelyt Taalerin historiassa

Yritysjärjestely	Vuosi	Järjestely lyhyesti	Vaikutus
	2015–2016 & 2022	<p>Taaleri hankki kesällä 2014 39,5 %:n omistuksen Finsilvasta 65 MEUR:lla. Osakkeet myytiin 2015–2016 Dasoksen pääomarahastolle sekä Eteralle. 2022 Taaleri kirjasi vielä +6 MEUR:n lisäkauppahinnan.</p>	Järjestelyn kokonaistuotto erinomainen, > 35 MEUR.
	2015	<p>Garantian hankinta työeläkeyhtiöiltä edullisella 60 MEUR:n kauppahinnalla (P/E 8x ja P/B 0,7x).</p>	<p>Taaleri teki Garantiaan kaupan jälkeen 27 MEUR:n ylöskirjauksen ja yhtiön arvo on kasvanut tämän jälkeen Taalerin omistuksessa merkittävästi. Garantia on maksanut Taalerille 2015–2023 välillä osinkoja 78 MEUR. Kauppa on ollut Taalerille erinomainen.</p>
	2015 & 2018 & 2022	<p>Taaleri osti vuonna 2015 38,4 %:n osuuden Fellow Financesista ja vuonna 2018 nosti omistuksensa 45,7 %:iin. Vuonna 2022 Fellow Finance fuusioitui Evli Pankin kanssa ja vaihtoi nimensä Fellow Pankiksi.</p>	<p>Kehitys on ollut IPO:n jälkeen heikkoa, mutta Taalerille sijoitus on silti ollut hyvä, sillä Taaleri myi merkittävästi omistustaan listautumisen yhteydessä. Kurssilaskun myötä sijoituksen tuotto on kuitenkin laskenut vuosien varrella selvästi.</p>
	2016	<p>Taalerin Pääomarahastot-liiketoiminnan vähemmistöjen (25 %) lunastus 12 MEUR:lla (EV 48 MEUR).</p>	<p>Kauppahinta vastasi matalaa 2015 EV/EBIT-kerrointa 7x, joka oli selvästi alle Taalerin oman arvostuksen.</p>
	2021	<p>Taaleri myi kroonisista kannattavuushaasteista kärsineen Varainhoitoliiketoimintansa Aktialle 120 MEUR:n velattomalla kauppahinnalla, mikä muutti liiketoimintarakennetta merkittävästi. Kaupan jälkeen Taaleri uudisti strategiansa ja siitä tuli käytännössä pääomarahastoihin keskittyvä tuotetalo.</p>	<p>Varainhoidon heikkoon tulostukseen nähden kauppahinta oli hyvä, joten pidämme kauppaa Taalerin kannalta onnistuneena. Olemmekin skeptisiä, että Taaleri olisi omin avuin saanut Varainhoidon tulospotentialiin esiin.</p>

Pääomarahastot 1/7

Pääomarahastot muodostavat strategian ytimen

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

Taalerilla on kolme sijoitusaluetta: Uusiutuva energia, Kiinteistöt ja Bioteollisuus. Lisäksi yhtiöllä on sekalainen joukko vanhoja pääomarahastoja, jotka eivät ole enää yhtiön strategian keskiössä. Näin ollen kyseiset rahastot tulevat ajan myötä poistumaan hallinnoitavasta varallisuudesta. Nykyiselläänkin näiden osuus hallinnoitavista varoista on enää vain noin 5 %. Sijoitusalueista Energia on ylivoimaisesti suurin. Valtaosa asiakkaiden pääomista on suljetuissa vaihtoehtorahastoissa, joiden toiminta-aika on tyypillisesti noin 10 vuotta.

Taaleri itse jakaa raportoinnissaan rahastoliiketoimintansa Energiaan ja Muihin pääomarahastoihin (Bio, Kiinteistöt ja muut rahastot). Lisäksi Taaleri raportoi Pääomarahastojen alla niihin liittyvien strategisten sijoitusten tuotot. Käytännössä nämä sijoitukset ovat sijoituksia joko yksittäisiin kohteisiin (esim. Texasin tuulipuisto tai Fintoil) tai suoria sijoituksia yhtiön omiin rahastoihin. Näitä ei ole tarkoitus myydä lähivuosina ei-strategisten sijoitusten tapaan ja Taaleri tulee vastaavia sijoituksia tekemään myös jatkossa. Arviomme mukaan yhtiö tulee jatkossa laittamaan omiin rahastoihinsa sijoitussitoumuksia, joiden määrä vastaa 0–2 % rahastoon kerättävistä pääomista. Lisäksi odotamme yhtiön tekevän reilusti suoria sijoituksia erityisesti bioteollisuusinvestointeihin nykyisen strategian mukaisesti.

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

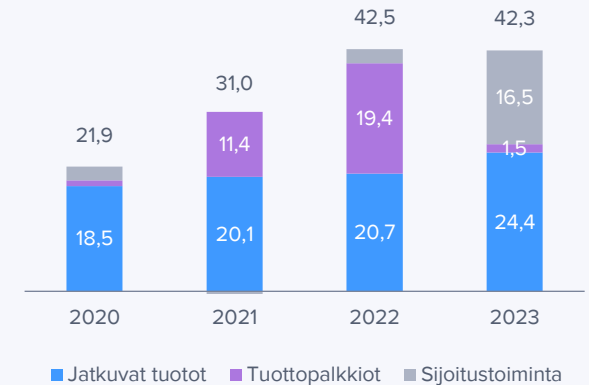
Kertatuotot muodostavat ison osan ansainnasta

Vuoden 2023 lopussa Taalerin hallinnoitavat pääomat olivat noin 2,6 mrd. euroa (Q3'24: 2,6 mrd.) ja näistä saatavat jatkuvat palkkiot noin 24,4 MEUR. Hallinnoitavasta varallisuudesta saatava keskimääräinen palkkiotaso on laskelmiemme mukaan terve noin 1%. Yhtiön omien rahastojen palkkiotasot ovat tätä korkeampia, mutta sijoitusmandaattien maltillinen hinnoittelu laskee yhtiötason lukua.

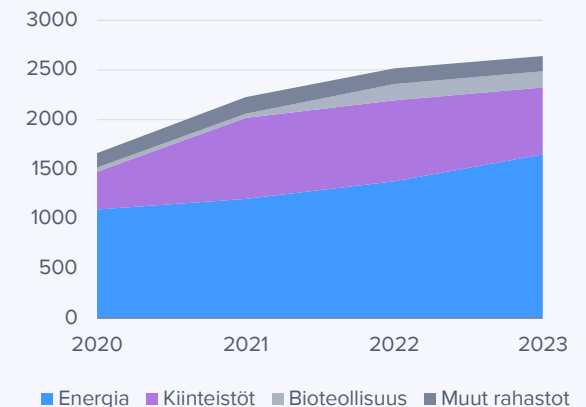
Pääomarahastoliiketoiminnalle tyypilliseen tapaan kertatuottojen osuus on merkittävä ja kertatuotot tulevat yleensä hyvin jälkipainotteisesti rahaston elinkaaren lopussa. Pääomarahastojen kertatuotot koostuvat pääosin rahastojen tuottopalkkioista sekä sijoitustuotoista, joita Taaleri kirjaa oman taseen strategisista sijoituksistaan. Vuonna 2023 Taaleri kirjasi tuottopalkkioita 1,5 MEUR ja sijoitustuottoja 13,5 MEUR. Valtaosa sijoitustuotoista tuli uusiutuvan energian hankesalkun mynnistä yhtiön tuoreimmalle aurinkotuulirahastolle (SolarWind 3).

Segmentin sisällä kannattavuus taas vaihtelee omaisuuslajien välillä reilusti. Energian jatkuviin palkkioihin perustuva liiketoiminta on nykyisillä volyymeillä jo selvästi voitollista, mutta Muiden pääomarahastojen liiketoiminnan tappiollisuus painaa vielä koko segmentin lukuja. Pääomarahastojen liikevoitto on kuitenkin ollut viime vuodet varsin korkealla tasolla puhtaasti merkittävän kokoisten kertatuottojen ansiosta.

Palkkioiden jakauma (MEUR)



Hallinnoitavien varojen kehitys* (MEUR)



* Myydyin Varainhoidon hallinnoitavat varat oikaistu pois

Pääomarahastot 2/7

Oma myyntikoneisto on vasta rakenteilla

Arviomme mukaan Taalerin oma jakeluvoima on tällä hetkellä rajallinen, sillä konsernin oma myyntikoneisto on vasta rakennusvaiheessa. Pääosan rahastomyynnistä hoitavat siten sijoitusalueiden tiimit. Myös Aktialla on olennainen rooli uusien rahastojen jakelussa, sillä pankki vastaa Taalerin myynnistä erityisesti pienille instituutioille sekä yksityisasiakkaille Suomessa. Strateginen yhteistyösopimus solmittiin samassa yhteydessä, kun Taalerin varainhoitoliiketoiminta myytiin Aktialle vuonna 2021. Tämän perusteella Aktia sai yksinoikeuden jaella Taalerin rahastoja yksityissijoittajille Suomessa.

Yhteistyö ei lähtenyt liikkeelle toivotulla tavalla, mikä on näkynyt erityisesti kotimaisiin asiakkuuksiin keskittyneen kiinteistöliiketoiminnan vaatimattomana uusmyyntinä. Viime aikoina yhteistyö on kuitenkin ottanut kierroksia ylöspäin, sillä tuoreimmissa rahastolanseerauksissa (Bioteollisuus 1 ja SolarWind 3) Aktian myyntimäärät olivat jo varsin huomattavia. Esimerkiksi SolarWind 3:n ensimmäisessä sulkemisessa Aktian osuus myynnistä oli yli puolet. Tämä antoi ensimmäisiä väläyksiä yhteistyön potentiaalista.

Taaleri on kuitenkin aloittanut myös oman myyntitoimintonsa rakentamisen. Vaikka tämä on vasta alkuvaiheessa, on suunta mielestämme oikea. Vaikka Energian myynti onkin toiminut varsin hyvin ilman konsernitason myyntiorganisaatiota, tulee tarve omalle jakelulle olemaan jatkossa aiempaa suurempi, kun asiakaskuntaa pyritään yhä laajentamaan ja rahastokokoja kasvattamaan nykytasolta.

Energian pääkohderyhmän muodostavat suuret kotimaiset ja kansainväliset instituutioasiakkaat (ns.

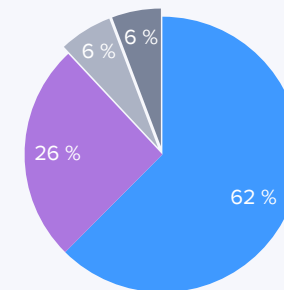
Tier 1 ja Tier 2). Arviomme mukaan karkeasti puolet Energian uusmyynnistä tulee Suomen ulkopuolelta. Kansainväliset asiakkaat ovatkin käsityksemme mukaan rahastojen kasvun tärkein lähde. Muiden Pääomarahastojen keskeistä asiakaskuntaa taas ovat pienemmät kotimaiset instituutiot sekä yksityishenkilöt, joiden kohdalla Taaleri on siis hyvin riippuvainen Aktiasta. Myös muiden pääomarahastojen osalta Taaleri pyrkii kasvattamaan kansainvälisten asiakkaiden sekä oman jakelunsa osuutta. Aktian lisäksi Taaleri käyttää neuvonantajia SolarWind 3:n myynnissä etenkin Aasiassa. Yhtiö on myös puhunut muiden jakeluyhteistöiden mahdollisuudesta muun muassa strategiapäivityksensä yhteydessä.

Hallinnointipalkkiot eivät heilu markkinan mukana

Varainhoitoliiketoiminnan myynnin jälkeen Taalerilla ei ole lainkaan perinteistä rahastopääomaa. Näin ollen hallinnointipalkkiot heiluvat vain hyvin maltillisesti rahastojen arvojen mukana. Immuuni yhtiö ei sykleille kuitenkaan ole, vaan varainhoitomarkkinan syklisyys näkyy Taalerin liiketoiminnassa ennen kaikkea uusmyynnin sekä kertaluonteisten palkkioiden (tuottosidonnaiset palkkiot ja sijoitustoiminnan tuotot) kautta. Esimerkiksi koko vaihtoehtomarkkinana kiusannut uusmyynnin jäähtyminen on heijastunut myös Taalerin myyntilukuihin, kun sekä Energian että Bioteollisuuden uusiempien rahastojen varainkeruuprosessit ovat edenneet odotuksiamme hitaammin.

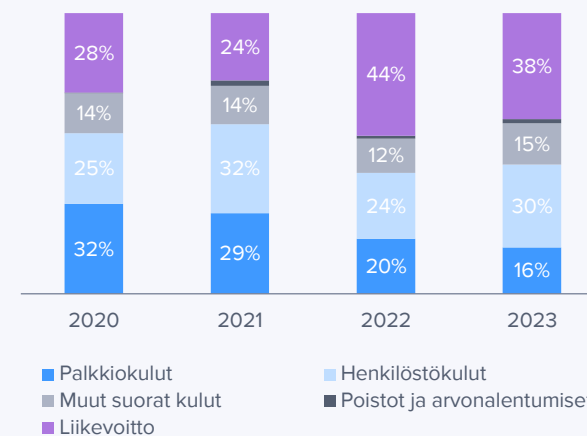
Pitkittyessään heikko markkinatilanne vaikuttaisi myös Taalerin tuottosidonnaisten palkkioiden määrään, mikäli irtaantumsvaiheessa olevista rahastoista saatavat hinnat jäisivät ennakoitua matalammiksi.

AUM:n jakauma (2023)



■ Energia ■ Kiinteistöt ■ Bioteollisuus ■ Muut rahastot

Pääomarahastojen kulurakenne (%-osuus liikevaihdosta)



■ Palkkiokulut ■ Henkilöstökulut
■ Muut suorat kulut ■ Poistot ja arvonalentumiset
■ Liikevoitto

Pääomarahastot 3/7

Uusiutuva energia

Pääomarahastojen syömähänne

Taaleri Energia on suomalainen uusiutuvan energian hankekehittäjä ja rahastonhoitaja, jonka tuuli- ja aurinkoenergiaan keskittyvä sijoitustiimi on Euroopan suurimpia. Taaleri Energian projektit sijoittuvat ympäri maailmaa, ja esimerkiksi uusimman aurinkotuulirahaston kohdemarkkinoita ovat Pohjoismaiden lisäksi Baltia, Puola, Kaakkois-Eurooppa, Espanja ja Texas.

Tuuli- ja aurinkovoiman kysyntää ajaa erityisesti tarve puhtaammille energiaratkaisuille. Uusiutuvan energian osuuden Euroopan sähkötuotannosta odotetaan kasvavan ripeästi myös seuraavien vuosikymmenien aikana, mikä vaatii reilusti yksityistä pääomaa – esimerkiksi rahastomuotoisena. Taalerin vahvuusiksi luemme erityisesti hankekehitysosaamisen sekä laajan hankekehitysportfolioon, joka mahdollistaa rahastojen ripeän ylösajon. Lisäksi nämä tuovat uskottavuutta rahaston markkinointivaiheessa.

Taaleri perusti Uusiutuva energia -sijoitusalueen vuonna 2016. Taaleri Energia kehittää, rakentaa, rahoittaa ja operoi energiahankkeita globaalisti. Sen fokus on täysin uusiutuvassa energiassa, etenkin aurinko- sekä tuulivoimassa, ja se työllisti 46 henkilöä vuonna 2023. Energiantuotannon lisäksi Taaleri Energian rahastot sijoittavat sähkön varastointilaitoksiin. Taaleri omistaa Energiasta 76,2 % ja loppu omistuksesta on avainhenkilöillä. Omistusrakenne on tyypillinen vaihtoehtorahastojen hoitajalle.

Tuorein rahasto nosti liiketoiminnan kannattavaksi

Energian liikevaihto oli 35,4 MEUR vuonna 2023 ja tästä yli 50 % muodostui jatkuvista

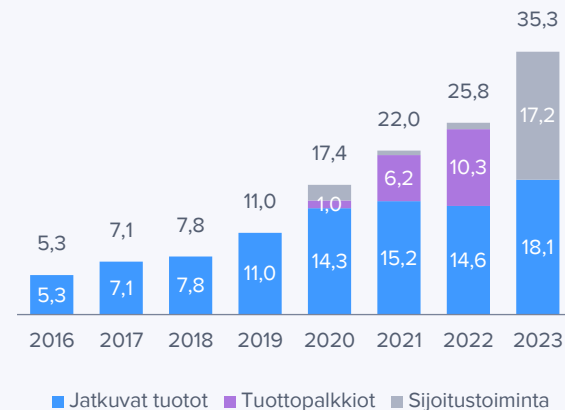
hallinnointipalkkioista. Loppuosa koostui sijoitustoiminnan tuotoista. Sijoitustuottoja Energia kirjasi muun muassa hankekehityksestä sekä sijoitusten arvonnousuista. Huomautamme, että toimialalle tyypillisesti myös tuottosidonnaiset palkkiot näyttelevät merkittävää roolia tuloksen muodostumisessa.

Energia hallinnoi tällä hetkellä viittä erillistä rahastoa (SolarWind 1, SolarWind 2, SolarWind 3, Tuulitehdas 2 ja Tuulitehdas 3). Näistä kaksi on irtaantumisvaiheessa. Arviomme mukaan aktiivisessa toiminnassa voi samanaikaisesti olla 3–4 rahastoa. Lisäksi Energia hallinnoi yhtä tuulipuistomandaattia kansainväliselle sijoittajaryhmälle. Hallinnoitavaa varallisuutta sillä oli yhteensä noin 1,7 mrd. euroa Q3'24 lopussa. Luku sisältää palkkiota tuottavan varallisuuden eli myös vanhojen tuulirahastojen velkaosuudet.

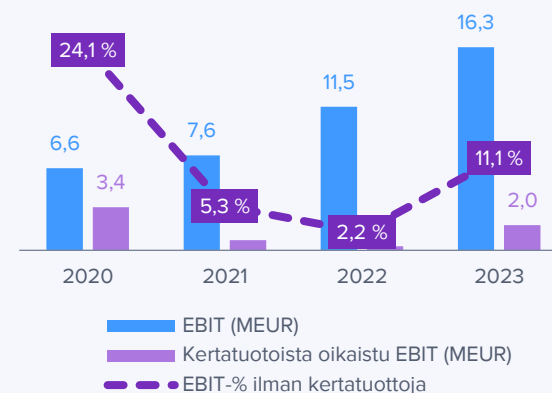
Energia on ollut perustamisestaan asti ylösajovaiheessa ja jatkuviin palkkioihin perustuva liiketoiminta on ollut heikosti kannattavaa huomattavista etupainotteisista panostuksista johtuen. Vuoden 2022 lopulla yhtiö kuitenkin lanseerasi kauan odotetun SolarWind 3 -rahaston, joka nosti segmentin jatkuviin tuloihin pohjautuvan kannattavuuden selvästi voitolliseksi vuoden 2023 lopulla.

Selvän kannattavuusparannuksen myötä arvioimme Energian jatkuviin palkkioihin perustuvan liikevoittomarginaalin olevan noin 25 % nykyisellä rahastovalikoimalla. Tästä tason pitäisi vielä nousta seuraavan aurinkotuulirahaston myötä, mikäli tämän kokoluokkaa saadaan jälleen kasvatettua edeltäjästään. Arvio perustuu siihen, että hankkeiden kokoja on mahdollista kasvattaa ilman merkittäviä henkilöstölisäyksiä.

Energian liikevaihdon kehitys (MEUR)



Energian kannattavuuskehitys



Kertatuotot = Tuottosidonnaiset palkkiot + sijoitustuotot

Pääomarahastot 4/7

Energian ennusteet

Lyhyellä aikavälillä varainkeruu uusiutuvan energian rahastoihin on hidastunut selvästi. Tähän on osaltaan vaikuttanut myös heikentynyt tuottonäkymä korkojen sekä rakennuskustannusten nousua reilusti viime vuosien aikana. Tämän takia odotamme uusimman SolarWind 3 -rahaston kokoluokan asettuvan lopulta noin 600 MEUR:oon. Tämä tarkoittaisi, että rahasto jäisi 700 MEUR:n tavoitekoostaan, mutta kasvaisi kuitenkin edeltäjänsä nähden erinomaiset yli 80 %. Rahaston viimeisen sulkemisen odotamme tapahtuvan ensi kesään mennessä.

Lähivuosina hallinnointipalkkioiden kasvu on puhtaasti auki olevan rahaston harteilla, sillä seuraavaa rahastoa saadaan odottaa näillä näkymin vuoteen 2027. Samalla vanhojen tuulirahastojen myynti rokottaa hieman hallinnointipalkkioita. Tästä johtuen odotamme Energian jatkuvien palkkioiden kasvavan vain nimellisesti vuosina 2024–2026. Ensi vuodesta pitäisi kuitenkin tulla palkkiotuottojen osalta tavanomaista parempi, sillä SolarWind 3 -rahaston sääntöjen mukaan ensimmäisen sulkemisen jälkeen rahastoon mukaan tulevat sijoittajat maksavat takautuvasti hallinnointipalkkioita koko rahaston toiminnan ajalta.

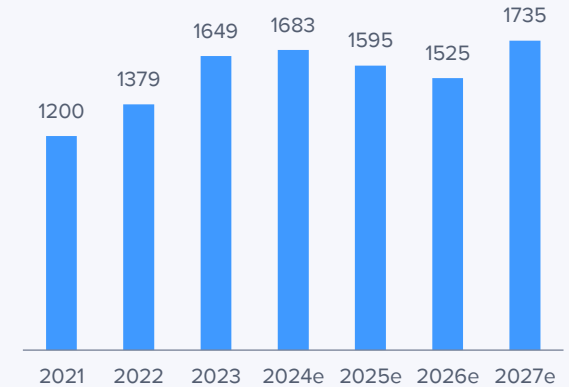
Segmentin kulutaso kasvaa ennusteissamme selvästi historiallista tahtia maltillisemmin, sillä tiimi on nyt kasassa ja tarvittava liiketoimintainfra rakennettu. Tämän seurauksena myös jatkuviin palkkioihin perustuvan kannattavuuden pitäisi skaalautua. Tästä ensimmäinen todiste saatiin uusimman rahaston myötä, kun vuoden 2023 aikana Energian jatkuviin palkkioihin perustuva kannattavuus kääntyi selvästi voitolliseksi. Kannattavuustrendin arviointia vaikeuttavat hieman

rahastolanseerausten mukana heiluvat henkilöstön bonuspalkkiot, mutta näistä oikaistuna arvioimme segmentin liikevoittomarginaalin asettuvan noin 25 %:iin rahaston viimeisen sulkemisen jälkeen. Vuosina 2024 ja 2025 tason pitäisi ylittyä, kun 2024 muuttuvat palkkiot ovat tavanomaista matalammalla ja 2025 liikevaihto saa kertaluonteista tukea takautuvasti maksettavista palkkioista. Seuraavaa tasonnousua taas on syytä odottaa vasta SolarWind 4 -rahaston myötä. Tämän jälkeen segmentin kannattavuustason tulisi lähennellä jo täyttä potentiaalia, jonka arvioimme olevan selvästi yli 30 %.

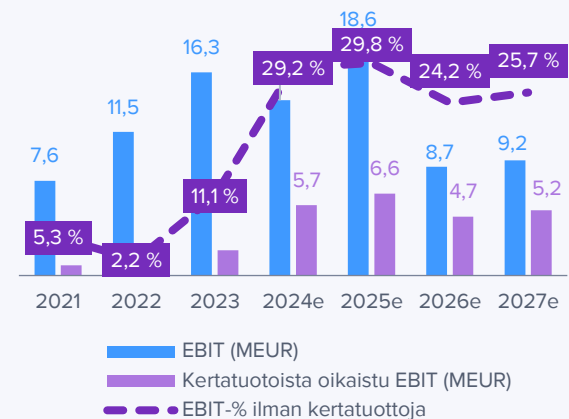
Jatkuviin palkkioihin pohjautuvan kannattavuusparannuksen lisäksi odotamme lähivuosilta merkittäviä tuottosidonnaisia palkkioita. Vuonna 2025 odotamme irtaantumista Texasin tuulihankkeesta (4 MEUR) ja vanhoista tuulirahastoista (8 MEUR).

Vuodesta 2026 lähtien yhtiön pitäisi myös alkaa kirjata ensimmäisiä tuottopalkkioita hyvin menestyneestä Aurinkotuuli 1 -rahastosta. Pidemmällä aikavälillä juuri rahastojen tuottotasot ovat pääomarahastoliiketoiminnan kasvun kannalta keskeisessä roolissa, sillä kilpailun kiristyessä tulee polarisaatio hyvien ja huonojen rahastoyhtiöiden välillä syvenemään. Näin ollen rahastojen tuottotasojen ja Taalerin kirjaamien tuottopalkkioiden kehityksen seuraaminen on sijoittajalle tärkeää. Tuottosidonnaisia palkkioita Taaleri alkaa jaksottaa, kun niiden syntymistä voidaan pitää todennäköisenä ja realisoitumiseen on aikaa alle kaksi vuotta. Ennen tuottosidonnaisten realisoitumista kirjataan etupainotteisesti 50–70 % näiden arvioidusta kokonaismäärästä (diskontattuna raportointitieteen).

Energian AUM-ennusteet (MEUR)



Energian liikevoittoennusteet



Pääomarahastot 5/7

Muut pääomarahastot

Kiinteistöt

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

Kiinteistöliiketoiminnan kehitys oli viime strategiakaudella hyvin heikkoa osittain johtuen haastavasta markkinatilanteesta. Kiinteistöjen kokoluokka onkin selvästi supistunut, ja vaikka sen osuus Muiden pääomarahastojen jatkuvista palkkioista onkin selvästi suurin, on kokoluokka liiketoiminnan henkilöstömäärään nähden vaatimaton. Näin ollen liiketoiminta on nykyvolyyymeilla arviomme mukaan selvästi tappiollista.

Taaleri hallinnoi tällä hetkellä kuutta omaa suljettua rahastoa, kahta Aktian avointa rahastoa sekä yhtä sijoitusmandaattia. Kiinteistörahastoissa Taalerilla on hallinnoitavaa varallisuutta yhteensä noin 677 MEUR.

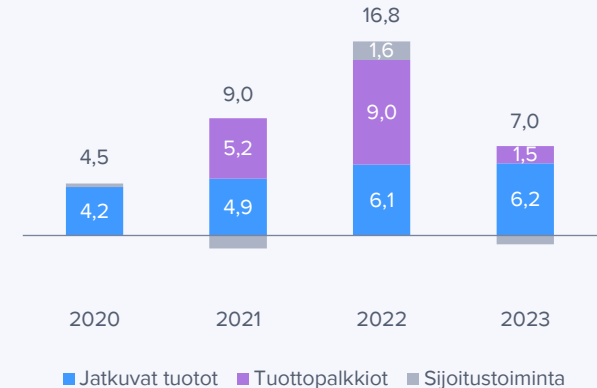
Kiinteistöjen osalta Taalerin strategia ja sen toteutus on mielestämme epäonnistunut. AUM:n kasvu on jäänyt hyvin vaatimattomaksi, kun avoimien tuotteiden uusmyynti on ollut vaisua eikä uusia rahastoja ole lanseerattu odotetulla tavalla.

Kiinteistötoiminnan kulurakenne onkin tällä hetkellä väärällä pallokentällä suhteessa sen palkkioihin (tai hallinnoitavaan varallisuuteen). Taalerin uuden strategiakauden suurin yllätys olikin yhtiön halu panostaa voimakkaasti kiinteistöliiketoimintaan. Strategista tärkeyttä korostaa myös varsin iso 13 henkilön tiimi ja lisäksi uutta vauhtia haetaan liiketoiminnan vetäjän vaihdolla. Lisäksi Taaleri on kertonut halustaan kasvattaa liiketoimintaa myös yritysjärjestelyillä ja näkee selvästi nykyisen poikkeuksellisen heikon syklin vaiheen tarjoavan kiinnostavia mahdollisuuksia.

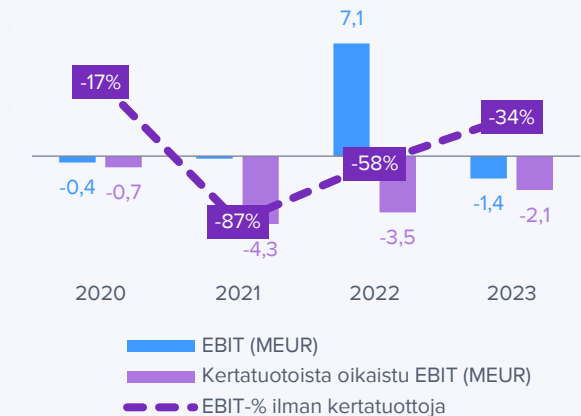
Suhtaudumme kuitenkin yhä selvällä varauksella kiinteistöjen orgaanisiin kasvunäkymiin. Markkina on lyhyellä aikavälillä poikkeuksellisen vaikea, eikä yhtiön track-record viime vuosilta ole kiinteistötuotteiden osalta kaksinen. Toistaiseksi meidän onkin vaikea nähdä Taalerilla kilpailuetua suhteessa muihin kiinteistörahastotoimijoihin. Kilpailijoista erottautumisen vaikeudesta johtuen kiinteistöt ovatkin kaikista riippuvaisimpia Aktia-yhteistyön jakeluvoimasta.

Kiinteistöliiketoiminnan kasvattamiseen yritysjärjestelyin suhtaudumme puolestaan kaksijakoisesti. Nykymarkkina tarjoaa varmasti kiinnostavia mahdollisuuksia yritysjärjestelyihin järkevillä arvostuksilla, jonka myötä Taaleri saisi kasvatettua toiminnan kokoluokkaa sekä vahvistettua tuotetarjontaa. Ongelmana tässä on todennäköisesti kohteinen vähäinen määrä kotimaassa. Toisaalta yhtiön ydinosaaminen on niin ikään kiinteistötuotteiden ulkopuolella, joten resurssien keskittämiseksi ydintoimintoihin (Energia ja Bio) olisikin helppo keksiä perustelut.

Muiden pääomarahastojen liikevaihdon kehitys (MEUR)



Muiden pääomarahastojen kannattavuuskehitys



Kertatuotot = Tuottosidonnaiset palkkiot + sijoitustuotot

Pääomarahastot 6/7

Bioteollisuus

Bioteollisuus on pääomarahastoluokkana edelleen varsin nuori ja Taalerilla on edellytykset olla segmentissä selkeä edelläkävijä. Kilpailun vähyydestä sekä kohteiden korkeammasta tuottoprofilista johtuen Taalerilla on segmentissä myös vahva hinnoitteluvoima. Bioteollisuudella tarkoitetaan tuotantoa, jossa hyödynnetään biopohjaisia tai kiertotaloudesta tulevia raaka-aineita. Taaleri Bioteollisuuden sijoitukset sisältävät sekä toimialan kasvuyhtiöitä että teollisen mittakaavan sijoituksia. Hallintoitavaa varallisuutta sijoitusalueella on 164 MEUR (tilanne Q3'24).

Yhtiöllä on Bioteollisuudessa kaksi kanssasijoitushanketta (Fintoil sekä Joensuu Biocoal) sekä yksi rahasto (Bioteollisuus 1), jonka varainkeruu päättyi kesällä 2024 107 MEUR:n kokoisena. Pidämme kokoluokkaa varsin hyvänä uuden sijoitusalueen ensimmäiseksi rahastoksi. Ensimmäisen rahaston sijoitusperiodi tulee kestämään arviolta vielä 2–3 vuotta.

Taaleri on aiemmin kertonut pyrkivänsä lanseeraamaan lähivuosina useita uusia Bioteollisuuden rahastoja. Alustavaan varainkeruuvaiheeseen siirtynyt venture capital -rahaston lanseeraus päätettiin kuitenkin lopulta perua, sillä kysyntä ei arviomme mukaan ollut riittävää. Tähän vaikuttanee suurilta osin varainkeruumarkkinan yleinen hitaus. Näin ollen arvioimme sijoitusalueen seuraavan rahaston olevan Bioteollisuus 2, joka vastaa strategialtaan pääpiirteittäin edeltäjänsä. Seuraavan rahaston kokoluokka voisi arviomme mukaan hyvin olla selvästi edellistä suurempi – esimerkiksi 200–300 MEUR. On kuitenkin selvää, että ensimmäisen

rahaston sijoitustoiminnassa onnistuminen on tämän kannalta kriittisessä roolissa.

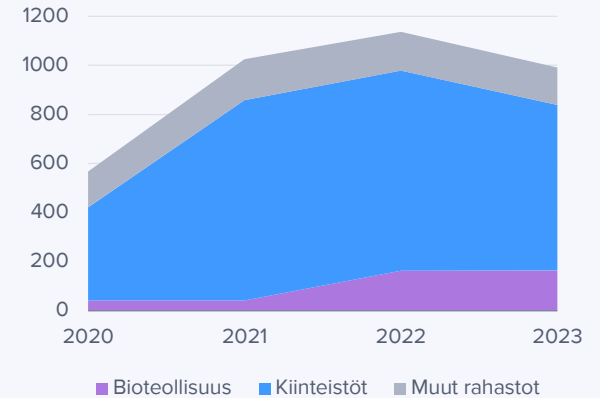
Lisäksi odotamme Taalerin tekevän Bioteollisuuden puitteissa uusia kanssasijoitushankkeita Fintoilin tapaan. Vaikka näiden merkitys onkin hallinnointipalkkioiden kannalta rajallinen, voi niillä olla onnistuessaan iso vaikutus sijoitustuottoihin sekä tuottopalkkioihin.

Bioteollisuus sisältää myös reilusti omasta taseesta toteutettavaa sijoitustoimintaa. Tällä hetkellä segmentin alla on neljä merkittävän kokoista sijoitusta, joiden kehitys vaikuttaa jo nyt segmentin lukuihin. Lukujen tulkintaa vaikeuttaa, että osakkuusyhtiöt raportoidaan osana jatkuvia tuottoja, kun taas muiden strategisten sijoitusten kehitys sisältyy segmentin sijoitustuottoihin.

Sijoitusten määrä tulee lähivuosina kasvamaan reilusti, sillä Taaleri kertoi päivitettyssä strategiassaan pyrkivänsä kasvattamaan suorien teollisten sijoitustensa määrän vähintään 100 MEUR:oon vuoden 2026 loppuun mennessä. Valtaosin nämä suuntautuvat bioteollisuuteen ja voivat sisältää enemmistö- tai vähemmistösijoituksia. Tämä tarkoittaa sitä, että sijoitustuottojen merkitys on segmentille jatkossa hyvin suuri jatkuviin palkkioihin perustuvan kannattavuuden ollessa ennusteissamme tappiolla vielä useita vuosia.

Muistutamme, että vaikka suhtaudummekin Bioteollisuuden pidemmän aikavälin kysyntänäkymään varsin positiivisesti, tulee merkittävään kokoluokkaan nousu viemään parhaassakin tapauksessa vuosia. Vertailun vuoksi esimerkiksi Energian ylösajo tulokseltaan selvästi positiiviseksi vei lopulta noin 7–8 vuotta.

Muiden pääomarahastojen AUM-kehitys (MEUR)



Listaamattoman suljetun rahaston tyypillinen elinkaari



*Havainnollistus tilanteesta, jossa rahaston tuotto ylittää aitakoron

Pääomarahastot 7/7

Muiden pääomarahastojen ennusteet

Muun vaihtoehtoisten sijoitusten tapaan myös bioteollisuusrahastojen sekä erityisesti kiinteistörahastojen varainkeruumarkkina on ollut viime vuodet haastava. Tämän johdosta Taaleri muun muassa päätti lopettaa uuden bioteollisuuden venture capital -rahaston valmistelut sekä siirsi uuden kiinteistörahaston lanseeraamisen ensi vuoteen. Arviomme mukaan varainkeruumarkkinalla tilanne on asteittain normalisoitumassa kuluvan vuoden loppupuolelta lähtien. Keskeisenä pullonkaulana on ollut transaktiomarkkinan jäätymisen, jonka vuoksi pääomaa on jumiutunut vanhoihin rahastoihin. Tämä on taas laskenut uusiin sitoumuksiin käytettävissä olevia varoja samalla, kun monissa omaisuuslajeissa sijoittajien allokaatiot ovat nousseet tavoitetasoa korkeammiksi. Myös korkotason nousun myötä sumentuneella tuottonäkymällä on todennäköisesti ollut vaikutusta.

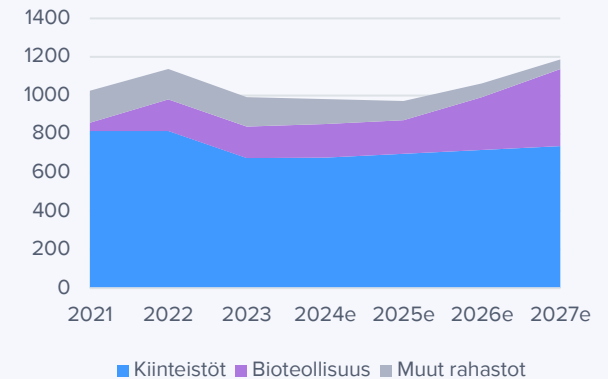
Seuraavan edeltäjänsä suuremman bioteollisuusrahaston lanseerausta odotamme vuodelle 2026. Kiinteistöjen osalta odotamme selvästi tätä maltillisempaa kehitystä, sillä olemme varsin skeptisiä kiinteistöjen merkittävän kasvuloikan suhteen. Taaleri on toki kertonut, että sen tahtotilana on kiihdyttää kiinteistöliiketoiminnan kasvua yritysostoin. Näitä emme ole kuitenkaan ennusteisiimme sisällyttäneet. Käytännössä Taaleri olisi arviomme mukaan kiinnostunut ennen kaikkea laajentamaan nykyistä tuotetarjontaansa jo olemassa olevilla tuotteilla tai tiimeillä. Tämä voisi toimia myös väylänä kansainvälistymiselle.

Hallinnoitavien varojen kasvun myötä myös jatkuvien palkkioiden pitäisi kasvaa merkittävästi lähivuosina. Toiminnan ylösajo vaatii kuitenkin yhä

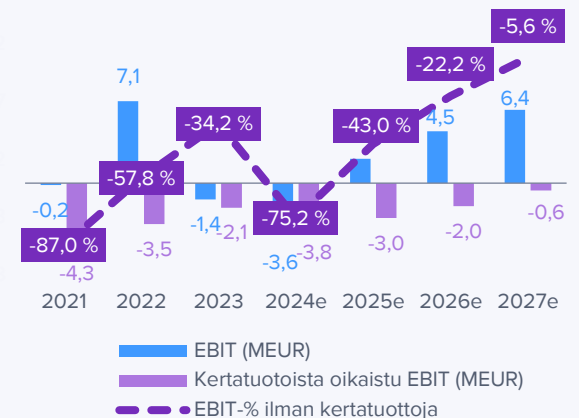
kasvupanostuksia muun muassa henkilöstöön, joten Muiden pääomarahastojen tulos on ennusteissamme tappiollista vielä tavoitekauden lopulla. Liiketoiminnan kampeaminen selvästi voitolliseksi vie siten vielä useita vuosia. Suosittelemmekin sijoittajia keskittymään Muiden pääomarahastojen osalta toistaiseksi hallinnoitavan varallisuuden sekä jatkuvien palkkioiden kasvuun ja vasta myöhemmässä vaiheessa kulutehokkuuteen sekä jatkuvan toiminnan kannattavuuteen.

Lähivuosina segmentin tulos on siten kertatuottojen varassa. Arviomme mukaan tuottosidonnaisia palkkioita kirjataan muun muassa Tonttirahastosta sekä Fintoilista. Lisäksi odotamme Taalerin kirjaavan uusista bioteollisuus- ja kiinteistösijoituksistaan käyvän arvon muutoksia vuodesta 2026 alkaen, ja näiden keskimääräisen tason tulisi kasvaa sijoitussalkun koon mukana. Toki on syytä huomioida, että näiden kirjanpitokäsittelystä ei tässä vaiheessa ole varmuutta. Voikin olla, että osa sijoituksista luetaan osakkuusyhtiöiksi, jolloin vain Taalerin osuus näiden raportoidusta tuloksesta kirjataan tuloslaskelmaan. Tämän tulosvaikutus olisi selvästi negatiivinen suhteessa nykyisiin ennusteisiimme (liiketoimintojen tulostasoa on oletustasi alkuun matala), vaikka luonnollisesti arvonluontiin tällä ei olisi vaikutusta. Kertatuotot huomioiden odotamme segmentiltä lähivuosina jo varsin kelvollista tulosta, vaikka on huomioitava, että erityisesti sijoitustuottojen määrään ja ajoitukseen liittyy merkittävää epävarmuutta.

Muiden pääomarahastojen AUM-ennusteet (MEUR)



Muiden pääomarahastojen liikevoittoennusteet



Pääomarahastojen yhteenveto

Pääomarahastot	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Jatkuvat palkkiot	20,1	20,7	24,4	24,5	29,0	28,5	31,7
Tuottosidonnaiset	11,4	19,4	1,5	0,0	10,0	5,5	4,0
Sijoitustoiminta	-0,5	2,5	13,5	8,6	7,1	5,0	7,0
Liikevaihto	31,1	42,6	39,4	33,1	46,2	39,0	42,7
Palkkiokulut	-8,9	-8,3	-6,5	-5,9	-5,7	-5,1	-4,6
Henkilöstökulut	-9,8	-10,0	-11,6	-11,3	-14,0	-14,7	-16,2
Muut suorat kulut	-4,3	-5,2	-5,8	-5,3	-5,5	-5,8	-6,0
Muut kulut	-0,6	-0,4	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Liikevoitto	7,5	18,6	14,9	10,5	20,7	13,2	15,6
<i>Liikevoitto-%</i>	24 %	44 %	38 %	32 %	45 %	34 %	37 %
Kertatuotot	10,9	21,9	15,0	8,6	17,1	10,5	11,0
Liikevoitto ilman kertatuottoja	-3,5	-3,2	-0,1	1,8	3,6	2,7	4,6
<i>Liikevoitto ilman kertatuottoja-%</i>	-17 %	-16 %	0 %	8 %	12 %	10 %	15 %
Henkilöstömäärä	67	72	78	91	97	103	109
Hallinnoitava varallisuus (GAV)	2225	2516	2640	2665	2567	2587	2922
Uusiutuva energia	1200	1379	1649	1683	1595	1525	1735
Kiinteistö	816	816	675	677	697	717	737
Bioteollisuus	42	163	164	175	175	275	400
Muut	167	158	152	130	100	70	50

Luettelo Taalerin rahastoista

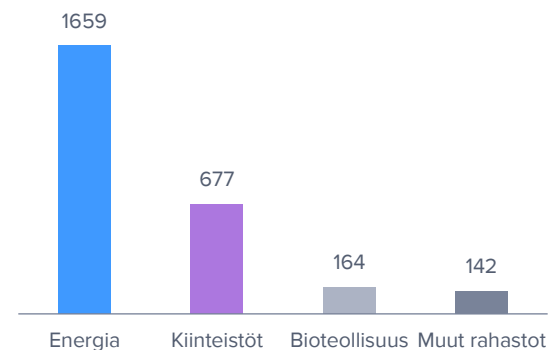
Uusiutuva Energia	Perustettu	AUM (Q3'24)	Vaihe	Tuottopalkkiorakenne
Taaleri Tuulitehdas II Ky	2014	319	Sijoitettu	On (osin jo tuloutettu)
Taaleri Tuulitehdas III Ky	2016	52	Sijoitettu	On (osin jo tuloutettu)
Taaleri Aurinkotuuli Ky	2016	169	Sijoitettu	On
Taaleri Tuulirahasto IV Ky (kanssasijoitus)	2019	204	Sijoitettu	On
Taaleri Aurinkotuuli II Ky (syöttörahassto)	2019	185	Sijoitettu	Ei tuottopalkkiota
Taaleri SolarWind II	2019	290	Sijoitettu	On
Taaleri SolarWind III	2023	386	Varainkeruu	On
Mandaatit	2019–	54	Sijoitettu	On
Yhteensä (MEUR)		1659		

Kiinteistörahastot	Perustettu	AUM	Vaihe	Tuottopalkkiorakenne
Taaleri Kiinteistökehitysrahasto Ky	2015	11	Sijoitettu	On
Taaleri Tonttirahasto I Ky	2015	36	Sijoitettu	Ei tuottopalkkiota
Taaleri Tonttirahasto II Ky	2016	2	Sijoitettu	Ei tuottopalkkiota
Taaleri Vuokrakoti Ky	2016	171	Sijoitettu	Ei tuottopalkkiota
Taaleri Tallikiinteistöt Ky	2018	42	Sijoitettu	On
Taaleri Asuntorahasto VIII Ky	2021	92	Sijoituskausi	On
Mandaatit	2021–	325	Sijoituskausi	Ei tuottopalkkiota
Yhteensä (MEUR)		677		

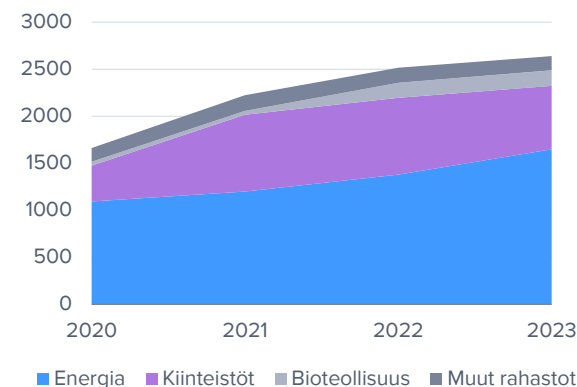
Bioteollisuus	Perustettu	AUM	Vaihe	Tuottopalkkiorakenne
Taaleri Biojalostamo Ky (kanssasijoitus)	2020	42	Sijoitettu	On
Joensuu Biocoal (kanssasijoitus)	2021	16	Sijoituskausi	On
Taaleri Bioteollisuus I Ky	2021	107	Sijoituskausi	On
Yhteensä (MEUR)		164		

Muut rahastot yhteensä (MEUR) 142
Hallinnoitavat varat yhteensä (MEUR) 2643

Konsernin AUM Q3'24 (MEUR)



Konsernin AUM:n kehitys* (MEUR)



* Myydyn Varainhoidon hallinnoitavat varat oikaistu pois

Garantia 1/6

Asuntolainatakaukset liiketoiminnan keskiössä

Garantia on vuonna 1993 perustettu takausvakuutuksiin erikoistunut vakuutusyhtiö, joka tarjoaa laajan valikoiman erilaisia takaustuotteita.

Yritysvastuut koostuvat yrityksille ja yhteisöille myönnettävistä yrityslainatakauksista, kaupallisista takauksista ja muista yritystoimintaan liittyvistä takauksista. Garantian kuluttajaratkaisut kattavat puolestaan vuokratokaukset sekä yhteistyöpankkien kautta tarjottavat asuntolainatakaukset. Garantia vastaa myös työeläkeyhtiöiden kanssa tehdyn sopimuksen nojalla TyEL-viitekorkojen laskennasta. Vuoden 2023 lopussa Garantian takausvakuutuskaanta oli noin 1,7 mrd. euroa. Suurin osa kannasta koostuu kuluttajavastuista (~80 %) ja näistä valtaosa asuntolainatakauksista, mikä tekee näistä yhtiölle selvästi tärkeimmän tuotealueen.

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

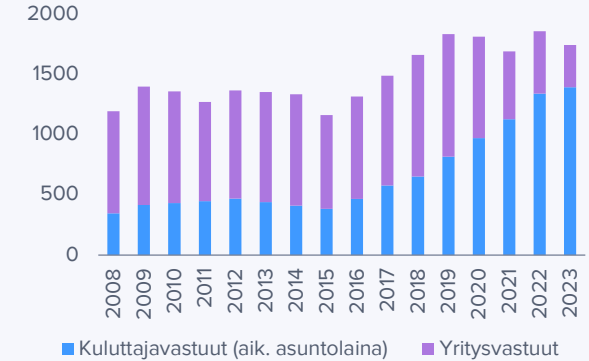
Garantian yritysvastuut koostuvat pääosin lainatakauksista, joita asiakasyritykset käyttävät joko TyEL-lainan tai pankkilainan vakuutena. Näissä Garantian takausosuus on tyypillisesti 50–100 %

velkarahoituksen määrästä. Tuotteen avulla asiakas saa rahoituksen yhdestä paikasta, ja lainan myöntävä pankki pystyy hajauttamaan omaa riskiään. Lainatakausten lisäksi Garantia tarjoaa yritysasiakkailleen mm. kaupallisia takauksia ja muita yritystoimintaan liittyviä takauksia. Näiden myynti on kuitenkin ollut toistaiseksi arviomme mukaan vähäistä. Aiemmin myös erityisesti rakennustoimialalla käytettävät kaupalliset takaukset olivat merkittävä osa yhtiön liiketoimintaa, mutta näiden myöntäminen lopetettiin vuoden 2020 alussa.

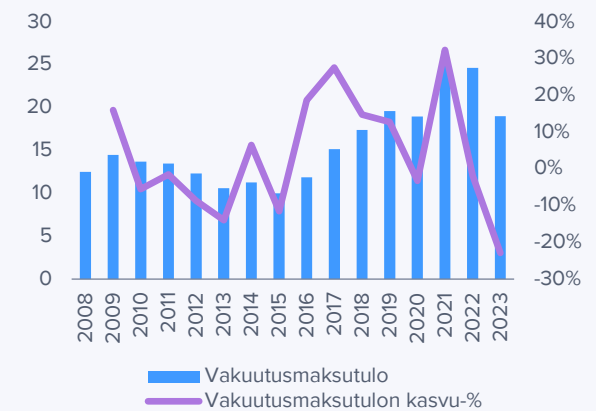
Yrityslainatakaukset voivat tarjota kasvua

Tulevaisuudessa arvioimme yrityslainatakausten roolin nousevan nykyistä suurempaan rooliin, sillä Garantia on kertonut suunnitelmistaan laajentaa yritystakausten liiketoimintaansa kattamaan myös muut Pohjoismaat. Tässä keskeisenä ajurina on vuonna 2025 voimaan astuva Basel IV -pankkisääntely, joka nostaa korkean luottoluokituksen ja matalan riskin pääomavaatimuksia pankeille. Tämä taas tekee kyseisestä luotonannosta aiempaa vähemmän kannattavaa, minkä pitäisi johtaa luottoriskin jakamiseen vakuutussektorin kanssa, sillä vakuutusyhtiöitä vastaava muutos ei koske. Näin ollen pankit voivat yhä pitää suurten asiakkuuksien kannattavat oheispalvelut (mm. varainhoito, maksuliikenne) ja ulkoistaa osan luotonannon riskistä ja pääomakustannuksesta kolmansille osapuolille. Tämä voi tarjota Garantialle kasvumahdollisuuksia, joskin kilpailua segmentissä löytyy jo runsain mitoin. Samalla pääomavaatimukset ovat asuntolainatakauksia korkeammat, joten arviomme mukaan näiden kannattavuuspotentiaali on kuluttajatakauksia matalampi.

Garantian takausvakuutuskaannan kehitys (MEUR)



Garantian vakuutusmaksutulon* kehitys (MEUR)



***Vakuutusmaksutuloon** luetaan tilikaudelle kuuluvat vakuutusmaksut riippumatta siitä, onko niitä maksettu tai laskutettu. **Vakuutusmaksutuotolla** (vakuutusyhtiön liikevaihto) taas tarkoitetaan tilikaudelle jaksotettua vakuutusmaksutuloa. Esimerkiksi kymmenen vuoden vakuutus sopimuksesta ensimmäiselle vuodelle kirjataan liikevaihtona 10 % vakuutusmaksutulosta. Vakuutusmaksutuotot ovat IFRS 17 mukainen termi, joten lukuja ei ole saatavilla ennen vuotta 2022.

Garantia 2/6

Markkina rajoittaa asuntolainatakauksien kasvua

Uusien asuntolainojen nostot ovat olleet Suomessa vuosittain keskimäärin noin 19 mrd. euroa (2010–2023). Keskimääräinen takauksen osuus lainasummasta on arviomme mukaan noin 10–20 %. Suomalaisen pankkien julkaisemien lukujen perusteella taas arvioimme, että karkeasti noin joka kuudes asuntolainan nostaja käyttää takaustuotetta. Näin ollen uusien takausten vuosittaisen markkinan kooksi saadaan karkeasti noin 400–600 MEUR. Tästä Garantian yhteistyöpankkien osuus on noin 56 %, mikä on myös arviomme yhtiön markkinaosuudesta.

Lyhyellä aikavälillä markkinan kasvu korreloi uusien asuntolainojen nostojen kanssa. Pidemmällä aikavälillä lainatakausten suosio puolestaan määrittää markkinan suuntaa. Näistä jälkimmäinen on jatkossa selvästi tärkeämmässä roolissa, sillä markkinaosuuden nostamisen nykytasolta näemme varsin haasteellisenä. Edellisestä päivityksestämme Garantian markkinaosuus on itse asiassa laskenut, sillä Danske Bank ei enää lukeudu yhteistyöpankkien joukkoon. Vaikka kilpailu on asteen kiristynyt viime vuosien aikana, on paine arviomme mukaan yhä rajallista, sillä vastaavaa tuotetta tarjoavia tahoja on vain muutama. Lisäksi takaustuotteen tarjoajan vaihdosta aiheutuu kustannuksia, mikä tukee Garantian asemaa yhteistyöpankkien suuntaan.

Lisäksi markkina on viime vuosina ollut laskusuunnassa, kun asuntolainojen kysyntä on laskenut selvästi korkotason nousun seurauksena. Tämä on osunut erityisesti Garantian vakuutusmaksutuloon, sillä jaksotuskäytännöistä johtuen vaikutus liikevaihtoon on ollut maltillinen. Pidämme kuitenkin tilannetta väliaikaisena, ja

muutaman vuoden tähtäimellä markkinan pitäisi normalisoitua sekä palata maltilliseen kasvuun. Keskeisenä pidemmän aikavälin markkinakasvua ja takausten suosiota ajavana tekijänä näemme muutokset asuntojen vakuusarvoissa, sillä esimerkiksi pienten kaupunkien asunnot eivät enää kelpaa pankeille vakuutena aiempaan tapaan.

Yrityslainatakausten puolella markkinan koko taas ei muodostu esteeksi, sillä tämä on moninkertainen Suomen asuntolainatakausmarkkina verrattuna. Markkinan pitäisi lisäksi kasvaa lähivuosina reilusti Basel-säännösten muutoksista johtuen. Yritysassiakkaiden lainatakauksissa kilpailua kuitenkin löytyy reilusti, emmekä näe Garantialla olennaisia kilpailuetuja. Näin ollen pidämme näiden tarjoamaa potentiaalia nykytiedoilla rajallisena.

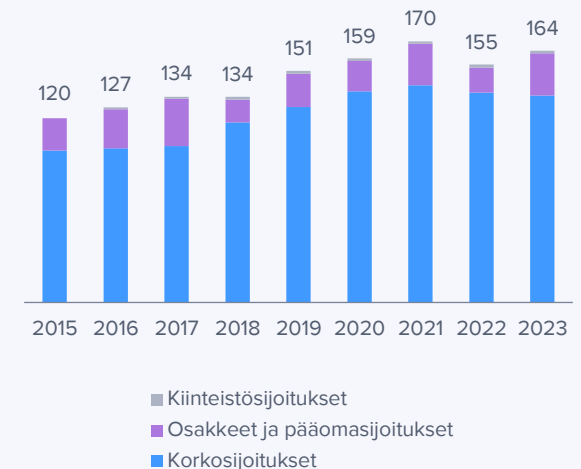
Sijoitustoiminta näyttelee merkittävää roolia

Garantia kerää asiakkailtaan vakuutusmaksuja, jotka se sijoittaa edelleen vakuutuksen voimassaoloaikana. Näin ollen yhtiön sijoitussalkku on kooltaan merkittävä – Q3'24 lopussa markkina-arvoltaan noin 162 MEUR. Garantian sijoitustoiminta on varsin konservatiivista ja sen riskitaso on rinnastettavissa muihin vakuutusyhtiöihin. Nykyisestä salkusta (Q4'23) korkosijoituksissa oli 86,6 %, osakkeissa ja pääomarahastoissa 12,0 % ja kiinteistöissä 1,4 %. Historiallisesti osakesijoitusten osuus Garantian salkusta on ollut hieman alle 20 % ja korkosijoitusten hieman yli 80 %, joten nykyinen allokaatio on aavistuksen vahvemmin korkoihin painottunut, mikä selittyy korkotuotteiden nousseilla tuottotasolla. Historiallisesti (2008–2023) yhtiön sijoitussalkku on tuottanut noin 3,5 % käyvin arvoin laskettuna. Taso on absoluuttisesti melko matala ja heijastelee käytännössä korkoihin painottunutta allokaatiota ja maltillista riskitasoa.

Oman pääoman tuotto (%)



Sijoitussalkun jakauma (MEUR)



Garantia 3/6

Historiallinen kehitys on ollut väkevää

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

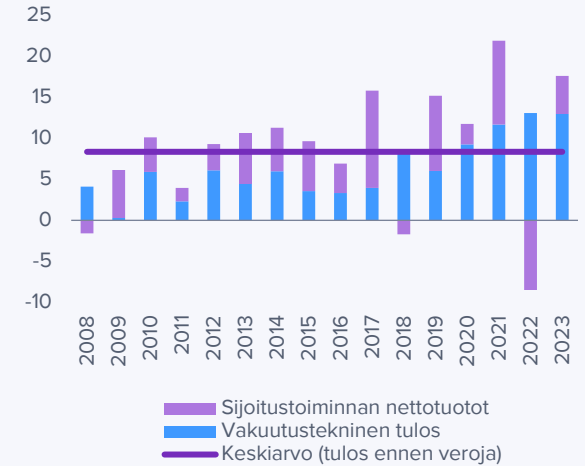
Negatiivisia korvauskuluja syntyy, kun regressioikeuden (takaajalla on oikeus periä maksamansa summa takaisin velalliselta) nojalla takaisinperityt korvaukset ylittävät tarkastelujaksolla maksettujen uusien korvausten määrän. Garantian korvausvastuu taas syntyy välittömästi pankin ilmoittaessa lainan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

Historiallista kehitystä tarkasteltaessa on myös syytä erottaa toisistaan vakuutustoiminnan kannattavuus ja sijoitustoiminnan tulos. Garantian vakuutuspalvelutulos (vakuutustoiminnan tuotot - vakuutustoiminnan kulut) on kehittynyt vahvasti

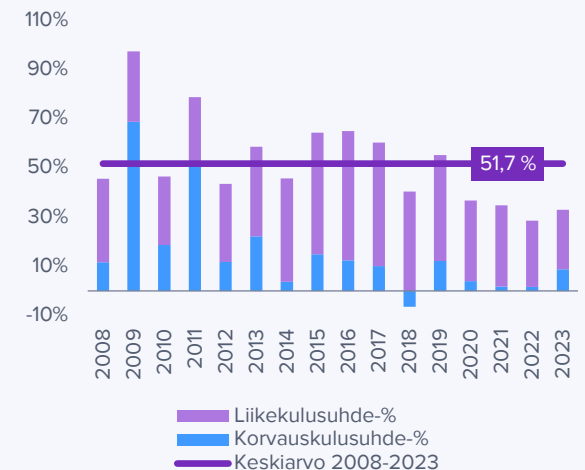
erityisesti vuosina 2017–2023. Tämän taustalla on näkemyksemme mukaan ollut erinomaisesti onnistunut riskienhallinta sekä skaalautuvien asuntolainatakausten kasvun vanavedessä parantunut kulutehokkuus. Valtaosa Garantian kustannuksista on luonteeltaan kiinteitä, eikä esimerkiksi asuntolainatakausten kasvu vaikuta juurikaan operatiivisiin kuluihin. Liikekulujen suhde vakuutusmaksutuottoihin (tai vakuutusmaksutuloon ennen vuotta 2022) onkin laskenut 53 %:sta noin 24 %:iin vuosina 2016–2023. Tämän ja hyvin maltillisina pysyneiden korvauskulujen johdosta Garantian yhdistetty kulusuhde (liikekulujen ja korvausten suhde vakuutusmaksutuottoihin) on ollut vahvalla laskutrendillä. Viime tilikaudella luku oli 32,9 %.

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

Garantian tuloskehitys



Yhdistetyn kulusuhteen kehitys



Garantia 4/6

Garantian suuresta taseesta johtuen myös sijoitussalkun merkitys tuloskehitykselle on huomattava ja sijoitustuottojen osuus liikevoitosta on ollut keskimäärin noin 40 % vuosina 2008–2023. Samalla sijoitustoiminnan tuottojen hajonta on ollut selvästi vakuutusteknistä tulosta suurempaa. Sijoitussalkun painoutuessa vahvasti korkoinstrumentteihin heijastuvat erityisesti muutokset korkotasossa myös lyhyen aikavälin tulokseen. Pidemmällä aikavälillä näiden vaikutus kuitenkin tasoittuu.

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

Vakavaraisuus on vahvalla tasolla

Garantian solvenssisuhde oli Q3'24 lopussa 281 %. Vakuutusyhtiön solvenssisuhde kuvaa omien varojen suhdetta valvojan asettamaan minimipääomavaatimukseen. Garantian vakavaraisuutta ohjaa kuitenkin pitkälti S&P:n luottoluokitus, jonka yhtiö haluaa säilyttää nykyisellä erinomaisella tasolla (A-). Käsityksemme mukaan yhtiön mukavuusalue solvenssi-suhteelle on noin 200–240 %, joten vakavaraisuus ei

muodostu Garantian lähivuosien kasvulle ongelmaksi. Samalla tämä myös tarkoittaa, ettei Garantian taseessa ole olennaisesti ylimääräisiä pääomia. Näin ollen Taalerin saamat osingot muodostuvat jatkossa Garantian tilikauden tuloksesta.

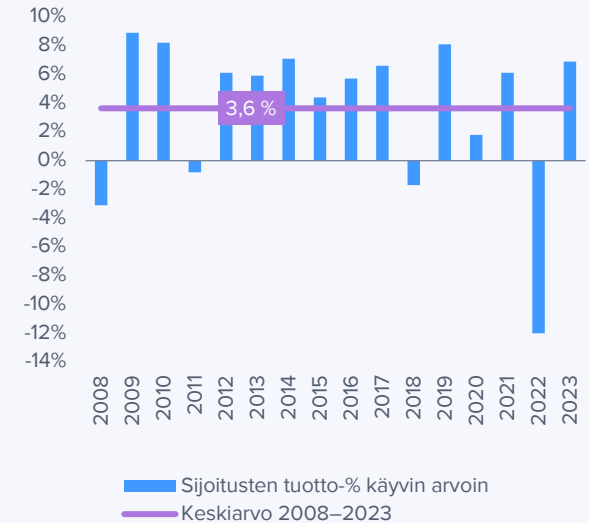
Vahva luottoluokitus on yhtiölle keskeinen, sillä se mahdollistaa takausvakuutusliiketoiminnan harjoittamisen laskemalla Garantian vastapuoliriskiä pankkien ja muiden yhteistyökumppaneiden näkökulmasta. Osana suurempaa vakuutuskonsernia nykyiseen luottoluokitukseen päästäisiin todennäköisesti nykyistä matalammallakin vakavaraisuudella, joten pääomatehokkuutta Taaleri ei omistajana pysty olennaisesti parantamaan. Garantian osingonmaksukyky on kuitenkin kohentunut asuntolainatakausten kasvun myötä, sillä näiden pääomavaatimukset ovat yrityslainavastuita matalammat.

Oman pääoman tuotto jäänyt keskinkertaiseksi

Garantian varallisuus koostuu käytännössä täysin yhtiön sijoitusomaisuudesta, jonka osuus taseen loppusummasta on noin 96 %. Vakuutusyhtiön tapauksessa taseen osalta olennaista on kuitenkin tarkastella liiketoimintaan sitoutuneiden omien varojen määrää ja näille saatavaa tuottoa.

Garantian IFRS-taseen omat varat olivat Q3'24 lopussa noin 116 MEUR. Garantian oma pääoma saadaan laskettua riittävällä tarkkuudella vähentämällä Taalerin konsernitaseen vakuutustoiminnan varoista vakuutustoiminnan velat.

Sijoitustoiminnan tuotot



Garantian Taalerille maksamat osingot (MEUR)



Garantia 5/6

Taalerin omistusaikana (2015–2023) Garantian oman pääoman tuotto (ROE-%) on suuresta taseesta johtuen jäänyt keskimäärin noin 8 %:iin, kun huomioidaan sijoitustuotot käyvin arvo-in. Taso on maltillinen ja alle yhtiölle soveltamamme pääoman kustannuksen. Pelkän vakuutusteknisen tuloksen pohjalta laskettu ROE oli samalla ajanjaksolla alle 6 %, mikä taas alleviivaa sijoitustuottojen merkitystä Garantian liiketoiminnalle ja pääoman tuotolle. Vakuutusyhtiön tapauksessa tyypillistä onkin, että vahvaan pääoman tuottoon tarvitaan kummankin sylinterin työntöapua.

Garantian ennusteet

Garantian vakuutusmaksutuottojen ennusteissamme erittelemme toisistaan pääosin asuntolainatakauksista koostuvat kuluttajavastuut ja pääosin yrityslainatakauksista koostuvat yritys vastuut. Asuntolainatakauksissa markkinan koko jarruttaa jo Garantian kasvua, sillä käytännössä kaikilla suomalaisilla pankeilla on käytössään joko yhtiön tai sen kilpailijan tuote. Näin ollen kehitys on pitkälti markkinak kasvun varassa.

Odotamme asuntolainamarkkinan piristyvän asteittain kuluvan vuoden aikana, mikä tukee myös Garantian takauskannan kehitystä. Vaikka asuntolainatakauksissa asiakas maksaa takauksen hinnan (vakuutusmaksutulo) takauksen nostohetkellä, jaksottaa Garantia omassa kirjanpidossaan maksun tasaosuusiksi liikevaihtoonsa, mikä tasaa liikevaihdon (vakuutusmaksutuotot) vaihtelua eri raportointikausien välillä. Näin ollen liikevaihdossa takauskannan kasvu alkaa näkyä kunnolla vasta vuoden 2026 puolella kuluttajatakausten jaksotuskäytännöistä johtuen. Tämän jälkeen

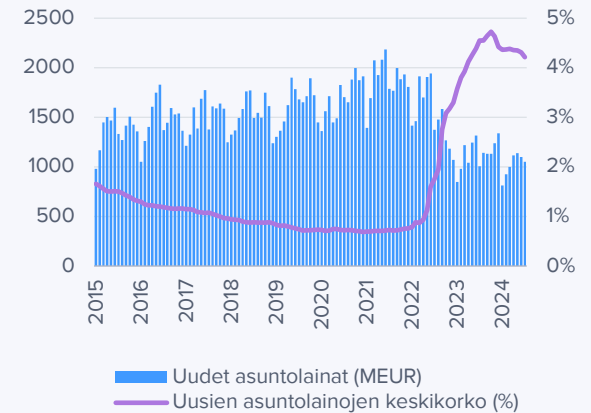
arvioimme kasvun jatkuvan maltillisena muun markkinan mukana. Markkinan kasvua ajavat sekä takausten yleistävä käyttö sekä asuntojen hintojen nousu, mikä kasvattaa keskimääräisen takauksen kokoa.

Arviomme mukaan Garantian asuntolainatakaukset heiluvat yleistä lainakysyntää vähemmän, sillä taloustilanteen heikentyminen ja tähän yhdistetty luottoriskien kasvu saavat pankit tyypillisesti kiristämään luotonannon kriteerejään. Tämän taas pitäisi lisätä takausten suosiota. Dynamiikka toimii myös toiseen suuntaan, jolloin yleinen optimistisuus vähentää tarvetta vakuuksien käytölle.

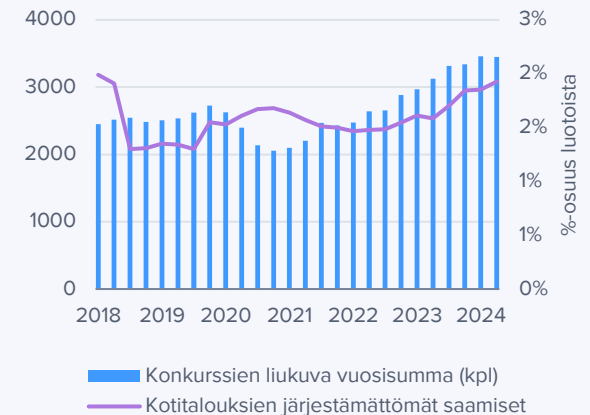
Yrityslainatakauksissa markkinan koko taas ei muodostu kasvun esteeksi, ja näissä tuotteissa Garantian kasvua ajaa käytännössä yhtiön oma riskinottohalukkuus. Arviomme mukaan Garantian riskienhallinta on varsin konservatiivista, joten odotamme yhtiön käynnistelevän toimintaa varovaisesti. Odotamme kuitenkin prosentuaalisen kasvun olevan voimakkaampaa yrityslainatakauksissa, mutta tämä selittyy asuntolainatakauksia matalammilla kantaluvuilla. Odotammekin asuntolainatakausten ajavan yhä euromääräistä kasvua. Portfolio- ja vuokratakausten kehitys on ollut vaisua, joten näiden tuotteiden osalta odotuksemme ovat hyvin vaatimattomat ja pidämme näiden onnistuneen ylösajon todennäköisyyttä riittävässä mittakaavassa kohtalaisen matalana.

Ennusteissamme odotamme Garantian vakuutusmaksutuottojen kasvavan lähivuosina keskimäärin noin 4 %. Asuntolainatakausten kasvuodotuksia laskee hieman Danske-yhteistyön päättyminen.

Uudet asuntolainat ja lainojen keskiporkko



Kotitalouksien järjestämättömien saamisten ja konkurssimäärien kehitys



Garantia 6/6

Garantian digitaalisiin jakelukanaviin pohjautuvassa liiketoimintamallissa kannattavuus skaalautuu varsin hyvin, sillä operatiivisten kustannusten kehitys ei ole olennaisessa määrin riippuvaista takauskannan kehityksestä, ja merkittävimmän muuttuvan kustannuserän muodostavat rahana maksettavat kannustinpalkkiot. Tämä onkin näkynyt vahvan kasvun mukana laskeneessa liikekulusuhteessa (liikekulut/vakuutusmaksutuotot). Emme kuitenkaan odota enää tulevaisuudessa merkittävää tehostumista, sillä korkeaksi nousut markkinaosuus asuntolainatakauksissa rajoittaa kasvunäkymää. Samalla liikekulut kasvavat yleisen kustannusinflaation mukana.

Operatiivisten kulujen ohella vakuutuskorvausten määrällä on olennainen vaikutus vakuutusyhtiön kannattavuuteen. Garantialla takausten painopiste on vuosien varrella siirtynyt vahvemmin asuntolainatakauksiin, joten historialliset korvausmäärät eivät välttämättä anna hyvää kuvaa nykyisen portfolion riskitasosta. Korvauskulusuhteen ennusteemme (~10 %) jääkin alle yhtiön historiallisen keskiarvon, sillä arvioimme mukaan yhtiön harjoittama asuntolainatakaustoiminta on riskiprofiililtaan varsin konservatiivista. Heikentyneestä taloustilanteesta huolimatta emme odota merkittävää kasvua lyhyelläkään aikavälillä, sillä konkurssimäärät ovat pysyneet maltillisina eikä dramaattista heikentymistä ole näkyvissä myöskään työttömyysasteessa.

Yrityslainatakausten kasvusuunnitelmien taas arvioimme painottuvan maltillisen riskitason luottoihin, mikä niin ikään pitää ennusteissamme

vahinkomäärät kurissa. Huomautamme kuitenkin, että korvausten ennustaminen on hyvin haasteellista ja poikkeamat ennusteisiimme tulevat todennäköisesti olemaan vuositasolla merkittäviä myös jatkossa.

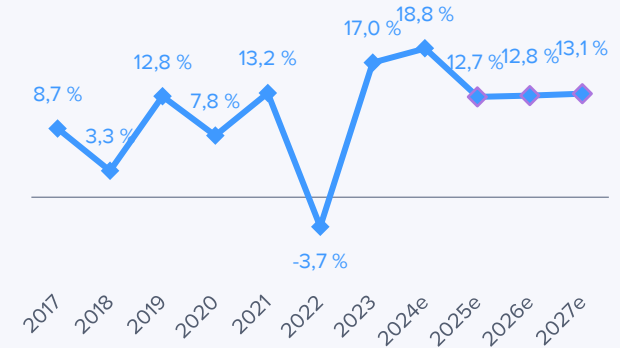
Kokonaisuutena odotamme lähivuosien yhdistetyn kulusuhteen asettuvan erittäin vahvalle noin 30 %:n tasolle. Näin ollen vakuutuspalvelutulos kasvaa vakaasti takauskannan mukana. Tarkemmat ennusteemme löytyvät raportin seuraavalta sivulta.

Sijoitustuottojen (~5 % p.a.) ennusteemme vastaa arviotamme salkun pitkän aikavälin rakenteellisesta tuottotasosta.

Oman pääoman tuotto on vakuutusyhtiölle keskeinen tunnusluku. Historiassa taso on jäänyt vaatimattomaksi erityisesti korkeiden pääomavaatimusten ja tähän suhteutettuna maltillisen vakuustustoiminnan tuloksen takia. Viime vuosina kannattavuus on kuitenkin parantunut, joten ennusteemme odottavat Garantialta oman pääoman tuoton asettuvan pidemmällä aikavälillä noin 13 %:iin. Tämä ylittää soveltamamme tuottovaateen, joten arvioimme liiketoiminnan ja sen kasvun olevan arvoa luovaa. Toki tason saavuttaminen vaatii sijoitustoiminnan tuotoilta vetoapua.

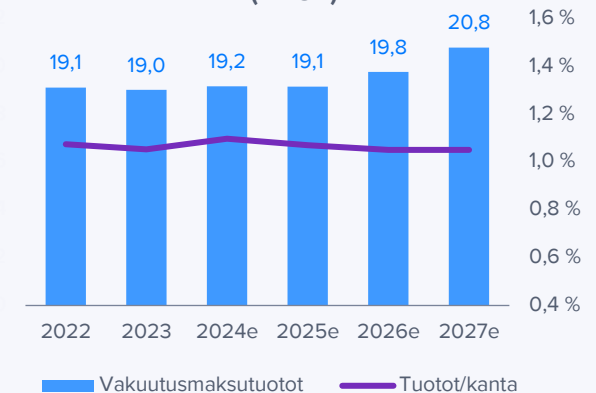
Garantian voitonjakosuhteen odotamme olevan noin 80–90 % riippuen muun muassa yrityslainatakausten kasvuvauhdista. Näin ollen yhtiön pitäisi tarjota Taaleri-konsernille noin 14–15 MEUR:n vuotuista osinkovirtaa muun muassa bioteollisuussijoituksiin allokoitavaksi.

Oman pääoman tuotto (%)



ROE = (Tulos ennen veroja käyvin arvo - laskennalliset verot) / omat varat keskimäärin

Vakuutusmaksutuottojen* ennusteet (MEUR)



*IFRS 17 -muutoksesta johtuen vakuutusmaksutuottoja ei ole saatavilla ennen vuotta 2022.

Garantian yhteenveto

Garantia MEUR	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Vakuutusmaksutuotot	25,1	19,1	19,0	19,2	19,1	19,8	20,8
Korvauskulut	-	-0,4	-0,9	-0,6	-1,5	-1,6	-1,7
Liikekulut	-	-3,9	-4,1	-4,0	-4,2	-4,3	-4,5
Nettotuotot jälleenvakuutusopimuksista	-	-0,7	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Vakuutuspalvelutulos	11,7	14,1	13,6	14,1	13,0	13,4	14,3
Rahoitustuotot ja -kulut	-	-0,4	0,0	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4
Sijoitustoiminnan nettotuotot	10,3	-8,5	4,7	11,3	8,0	8,4	8,5
Liikevaihto	-	5,3	18,3	24,9	20,8	21,4	22,3
Henkilöstökulut	-	0,0	-1,4	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2
Muut kulut	-	-0,6	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto	22,0	4,6	16,8	24,0	19,8	20,3	21,1
Tulos sijoitusten käyvin arvo	19,2	-5,5	23,6	28,1	19,8	20,3	21,1
Osinko (MEUR)	15,0	10,0	15,0	14,0	14,0	14,0	14,0
Oman pääoman tuotto	13,2 %	-3,7 %	17,0 %	18,8 %	12,7 %	12,8 %	13,1 %
Vakuutuskanta MEUR	1695	1862	1749	1744	1834	1929	2029
Korvauskulusuhde-%	1,7 %	2,1 %	4,5 %	3,2 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %
Liikekulusuhde-%	33,1 %	20,6 %	21,5 %	21,1 %	21,9 %	21,9 %	21,4 %
Jälleenvakuutusuhde-%	-	3,5 %	2,7 %	1,9 %	2,1 %	2,0 %	1,9 %
Yhdistetty kulusuhde-%	34,8 %	26,2 %	28,7 %	26,2 %	32,0 %	31,9 %	31,4 %
Sijoitussalkun tuotto-%	6,1 %	-12,0 %	6,9 %	9,9 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Sijoitussalkun arvo (MEUR)	170,0	155,0	164,0	165,6	167,4	169,7	172,6
Solvenssisuhde-%	219 %	231 %	246 %	241 %	229 %	226 %	224 %

Huom: Osa Garantian sijoitustuotoista kirjataan suoraan omaan pääomaan, mutta ennusteissa kaikki sijoitustuotot on sisällytetty tuloslaskelmalle selkeyden vuoksi.

Muut-segmentti

Taalerin Muut-segmentti pitää sisällään konsernin hallinnon, neuvonantopalveluita tarjoavan Taaleri Kapitaalın ja konsernin ei-strategiset sijoitukset. Segmentissä oli Q3'24 lopussa töissä 20 henkilöä.

Muut-segmenttiin ei kuulu Taaleri Kapitaalın lisäksi muuta operatiivista toimintaa, vaan sen liikevaihto syntyy pääosin ei-strategisten tasesijoituksien tuotoista sekä kassavarojen korkotuotoista.

Kulut sisältävät pääosin hallintokuluja

Muut-segmentin kulut sisältävät sen osan konsernin hallinnollisista kuluista, joita ei allokoida operatiivisille segmenteille. Varainhoidon myynnin jälkeen segmentti kävi läpi huomattavan kulusaneerauksen ja operatiivisten kulujen taso laski nykyiselle noin 5–6 MEUR:n tasolle. Taso on mielestämme kohtuullinen, kun huomioidaan konsernin nykyinen liiketoiminnan kokoluokka. Kulurakennetta ei kuitenkaan voida pitää erityisen tehokkaana, joten mielestämme nykyisen kulukuorman pitäisi kyetä kantamaan selvästi nykyistä suurempi liiketoiminta.

Ei-strategisten sijoitusten määrä laskee

Taalerilla on taseessaan 23,8 MEUR:n edestä ei-strategisia sijoituksia (Q3'24). Näistä merkittävimmät ovat Alisa Pankki -osakeomistus (2,8 MEUR), Aktia pankin osakkeet (5,3 MEUR), Kanadan asuntohankkeen laina (2,2 MEUR), kiinteistökehittäjä Sepos Oy:n velka ja osakeomistus (2,8 MEUR) sekä Turun Toriparkki (8,8 MEUR). Lisäksi yhtiöllä on noin 1,9 MEUR:lla muita pienempiä ei-strategisia sijoituksia.

Taaleri on linjannut strategiassaan, että ei-strategisista sijoituksista tullaan irtautumaan lähivuosien aikana. Yhtiö onkin edistynyt

irtaantumisissaan nykyisen strategiakauden aikana, ja sijoitussalkun koko on laskenut selvästi vuoden 2020 tasosta. Arviomme mukaan valtaosa ei-strategisista sijoituksista on myyty vuoden 2027 loppuun mennessä. Arviomme mukaan irtaantumisista saatavat kassavarat tullaan pääosin käyttämään strategisten bioteollisuussijoitusten rahoittamiseen voitonjaon sijaan. Huomautamme kuitenkin, että irtaantumiset eivät ole pääosin Taalerin omista käsissä, sillä se on valtaosassa hankkeista vähemmistösjoittajana.

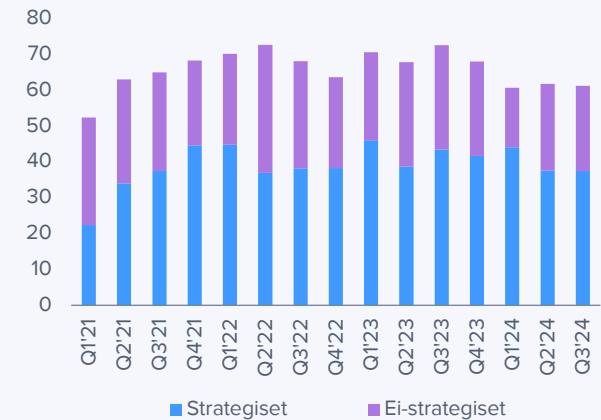
Segmentin ennusteet

Lähivuosina Muut-segmentin liikevaihtoa voivat heiluttaa ei-strategisten sijoitusten myynneistä syntyvät tuotot. Myös Kapitaalın liikevaihto vaihtelee vuosittain merkittävästi, mutta arvioimme sen olevan keskimäärin noin 1 MEUR:n luokkaa. Kassavaroille saatavat tuotot puolestaan laskevat hiljalleen korkotason mukana. Muut-segmentin liikevaihtotasolla on kuitenkin Taalerin arvon kannalta hyvin rajallinen merkitys ja sijoittajien kannattaakin keskittyä segmentin osalta etenkin kulurakenteen kehitykseen.

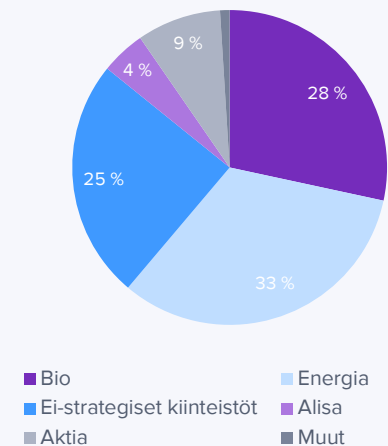
Ennusteissamme operatiiviset kulut ovat lähivuosina noin 5–6 MEUR ja kertatuotoista oikaistu liiketulos siten keskimäärin noin 4 MEUR tappiollinen.

Sijoitussalkusta emme ole tunnistaneeet kohteita, jotka tarjoavat mielestämme merkittävää potentiaalia ylöskirjauksille, joten odotamme ei-strategisista sijoituksista vain marginaalisia myyntivoittoja lähivuosilta. Tulosta tärkeämpää on kuitenkin salkusta vapautuva kassavirta, jota allokoidaan suoriin bioteollisuussijoituksiin.

Sijoitussalkun kehitys (MEUR)



Sijoitussalkun jakauma (Q3'24)



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Strategia

Taaleri järjesti vuoden 2023 lopussa pääomamarkkinapäivän ja julkaisi kaudelle 2024–2026 päivitetyn strategian, jonka kulmakivet ovat:

- Hallinnoitavien varojen voimakas kasvattaminen
- Sijoittajakunnan laajentaminen vahvemmin Suomen ulkopuolelle
- Suorat teolliset tasesijoitukset.

Strategiakaudella fokus on Pääomarahastojen kasvun kiihdyttämisessä ja kansainvälistämisessä. Pääoman allokoitisuusunnitelmissa nähtiin strategiapäivityksessä selkeä muutos, sillä yhtiö tulee lähivuosina investoimaan merkittävästi pääomia omasta taseesta tehtäviin sijoituksiin. Taalerin sijoitusprofiili kokikin selkeän muutoksen kohti sijoitusyhtiömäisempää rakennetta. Kun aiemmin yhtiön sijoittajatarina nojasi meidän papereissamme pääomarahastojen kasvuun, sijoituksista vapautuvien pääomien palauttamiseen ja Garantian mahdolliseen irtautumiseen, nojaa tarina nyt Pääomarahastojen kasvuun, kasvavaan sijoitussalkkuun sekä Garantian pitkäaikaiseen omistamiseen. Etenkin sijoitussalkun kasvu nostaa yhtiön riskiprofiilia varsin selvästi, mutta kolikon kääntopuolena myös tuottopotentiali nousee.

Tasesijoitukset näyttelevät merkittävää roolia

Taaleri tavoittelee hallinnoitavien varojen kasvua 2,6 mrd. eurosta (2023) 4 mrd. euroon vuoden 2026 loppuun mennessä. Kasvuun vaadittavasta pääomasta merkittävä osa on tarkoitus kerätä kansainvälisiltä sijoittajilta. Uusiutuvan Energian osalta ei odotuksiemme mukaisesti ole suurta kasvua odotuksissa, sillä strategiakauden fokus on

SolarWind 3 -rahaston ylösajossa. Näin ollen strategiakauden kunnianhimoinen kasvutavoite on tarkoitus saavuttaa pääosin kiinteistö- ja bioteollisuustuotteilla. Erityisesti kiinteistörahastoilla on strategiassa aiempaa suurempi rooli, sillä Taaleri haluaa kasvattaa liiketoimintaa myös yritysjärjestelyillä ja näkee nykyisen heikon syklin vaiheen tarjoavan kiinnostavia yritysostomahdollisuuksia.

Johdon kommenttien perusteella Garantia nähdään osana Taaleria myös tulevaisuudessa. Käsityksemme mukaan tämä tarkoittaa sitä, että Garantiasta voitaisiin irtaantua, jos riittävän houkutteleva tarjous saadaan, mutta aktiivisia suunnitelmia ei ole toimenpidelistalla. Garantian strategian osalta yllätys oli, että yhtiö lähtee hakemaan kasvua Suomen rajojen ulkopuolelta pohjoismaiselta yrityslainatakausten markkinalta.

Lisäksi Taalerin tavoitteena on kasvattaa konsernin suorien teollisten sijoitusten määrää vähintään 100 MEUR:oon vuoden 2026 loppuun mennessä. Tähän tarvittava pääoma on jo karkeasti kasassa (kassa ja sijoitukset), mikä käytännössä tarkoittaa, että kaikki nykyiset taseen pääomat kanavoidaan uusiin teollisiin sijoituksiin eikä ylimääräistä pääomaa taseessa enää ole. Kun tähän päälle lisätään halu kasvattaa Pääomarahastoja yrityskaupoilla, tarkoittaa tämä selkeästi sitä, ettei ylimääräistä voitonjakoa ole strategiakaudella enää luvassa. Taaleri on myös nostanut esiin velkavivun mahdollisuuden. Oletamme tämän kuitenkin koskevan lähinnä tilannetta, jossa sijoitussalkun tavoitekokoon yltäminen olisi muutoin haastavaa. Sijoitussalkun kasvattamisesta merkittävässä osin velkarahalla emme puolestaan pitäisi perusteltuna, sillä vaikka tämä tukeekin oman pääoman tuottoa, kasvattaa se samalla tasesijoituksiin liittyvää riskiä.

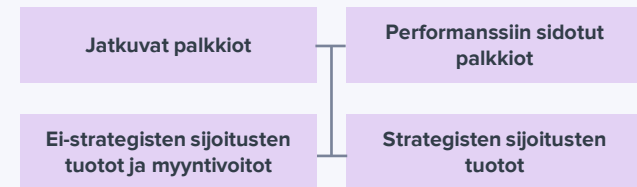
TAALERI

Strategiakauden keskeiset tavoitteet



Sijoitussalkun kasvattaminen voidaan myös nähdä strategisena liikkeenä, sillä hyvin onnistuessaan sijoitustoiminta pönkittää bioteollisuustiimin uskottavuutta, mikä puolestaan kirittää uusien rahastojen uusmyyntiä.

Liiketoiminnan tuottolähteet



Omistaja-arvon luonti

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Taloudelliset tavoitteet

Jatkuvien tuottojen ja tuottopalkkioiden kasvutavoite on pääomarahastojen osalta keskeinen. Pääomarahastoliiketoiminnan ollessa vielä ylösajovaiheessa pitäisi liikevaihdon kasvaa selvästi kuluja nopeammin. Tuloksen skaalautuminen vaatii siten ennen kaikkea palkkioiden kasvua. Tavoiteltu 15 %:n kasvu on mielestämme saavutettavissa, kunhan yhtiö 1) onnistuu tuomaan markkinalle uusia tuotteita, 2) tuotteiden laatu säilyy korkeana, 3) yhtiö vahvistaa jakeluvoimaansa ja 4) yleinen markkinatilanne virkoo viime vuosien apatiasta. Omat ennusteemme ovat kuitenkin tämän alapuolella, sillä suhtaudumme yhtiötä varovaisemmin Muiden pääomarahastojen kasvunäkymiin. Erityisesti suunnitteilla olleen bioteollisuuden VC-rahaston peruutuminen sekä uuden kiinteistörahaston lanseerauksen siirtyminen ensi vuoteen saavat kasvutavoitteen näyttämään tässä kohtaa turhan optimistiselta ilman yritysostoja. Tuottopalkkioiden ottaminen tavoitteeseen mukaan taas on toimialan kontekstissa varsin poikkeuksellista ja mielestämme alleviivaa tuottopalkkioiden merkitystä yhtiön tulevien vuosien kehityksessä. Valtaosa lähivuosille ennustamastamme kasvusta tuleekin tästä erästä.

Hallinnoitavan varallisuuden (AUM)

kasvattaminen 4 mrd. euroon on luontainen seuraus tuottojen kasvutavoitteesta. Myös tämän suhteen olemme varsin epäileväisiä, joskin ennusteemme odottavat hallinnoitavilta pääomilta varsin hyvää kasvua. Tavoitteen saavuttamisen keskeisenä haasteena näemme tavoitekaudelle osuvat vanhojen tuulirahastojen myynnit, jotka

rokottavat hallinnoitavia varoja. Pidämmekin AUM-tavoitteen saavuttamista lähtökohtaisesti alisteisena yritysostoille.

Oman pääoman tuotto on mielestämme konsernitason tavoitteista keskeisin, sillä erityisesti uuden investointipainotteisen strategian puitteissa pääoman tuottoon keskittyvien mittareiden tulisi olla keskeisiä toimintaa ohjaavia kriteerejä. Pääomarahastojen osalta tämä ei ole niin keskeisessä roolissa, sillä hallinnoitavien varojen voimakas kasvu luo papereissamme väistämättä arvoa. Bioteollisuussijoitusten tuotto määrittääkin pitkälti muun liiketoiminnan pääoman tuoton tasoa erityisesti tavoitekauden loppupäässä, kun sijoituksiin on tavoitetilassa allkoitu reilusti uutta pääomaa.

Strategiapäivityksen yhteydessä Taaleri totesi erikseen, että Garantian oman pääoman tuoton tavoite on yli 10 %, mikä on tervetullut selkeytys aiempaan. Garantian tavoitteiden sitomista sijoitetun pääoman tuottoon pidämme niin ikään järkevänä, sillä vakuutustoiminnassa kasvua olisi mahdollista hakea hyvinkin voimakkaasti kannattavuuden kustannuksella.

Osingonjakotavoite on mielestämme kohtalaisen hyvin linjassa yhtiön valitsemaan strategiaan, joskin nykyisellä sijoitussalkun kasvuun tähtäävällä strategialla maltillisempikin voitonjakopolitiikka olisi perusteltua. Joka tapauksessa voitonjako tulee jäämään lähivuosina historiallisia tasoja vaatimattomammaksi kasvavista tasesijoituksista johtuen. Omat ennusteemme odottavat noin 60 %:n voitonjakosuhdetta yhtiön tavoitetason ollessa yli 50 % tilikauden tuloksesta.



Taloudelliset tavoitteet

Taalerin taloudelliset tavoitteet 2024–2026:

- Jatkuvien tuottojen ja tuottopalkkioiden kasvu **> 15 % p.a.**
- Pääomarahastoliiketoiminnan ja sijoitustoiminnan oman pääoman tuotto (ROE) **> 15 % p.a.**
- Garantian oman pääoman tuotto (ROE) **> 10 %**
- Vähintään **50 %** tuloksesta jaetaan osinkona

Inderesin ennusteet 2024–2026e:

- Pääomarahastojen jatkuvat palkkiot **~12 % p.a.**
- Konsernin ROE keskimäärin **12 %**
- Garantian ROE keskimäärin **15 %**
- Voitonjakosuhte **60 % tilikauden tuloksesta**

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Taalerin nykyisen strategian kulmakivet ja yhteys arvonluontiin

Rahastojen erinomaiset tuotot



Jakelun ja myynnin tehostaminen



Kulutehokkuuden parantaminen



Onnistunut oman taseen sijoitustoiminta



Arvoajuri 1: Hallinnointiliiketoiminnan ja Garantian kannattava kasvu

- Polarisaatio hyvien ja huonojen managerien välillä tulee jatkumaan, ja Taalerin on pakko lunastaa paikkansa parhaiden managerien joukossa. Näin ollen sen hallinnoimien rahastojen tuotot ovat keskeinen menestystekijä. Hyvät tuotot tukevat liiketoiminnan kasvua tuotekokojen kasvun ja hinnoitteluvoiman kautta sekä tarjoavat merkittävää potentiaalia tuottosidonnaisiin palkkioihin.
- Suurin todistustaakka yhtiöllä on Muissa pääomarahastoissa, jotka ovat pääosin vielä rakennusvaiheessa. Energian osalta yhtiöllä on jo vahva tuottohistoria, ja käsityksemme mukaan kaikki tähän mennessä perustetut rahastot ovat yli aitakoron. Rahastojen tuottojen merkityksen takia henkilöstö tulee nähdä keskeisenä kilpailutekijänä.
- Taalerin tulee lanseerata jatkuvasti uusia tuotteita hallinnoitavien varojen ja palkkiotuottojen kasvattamiseksi. Tuotteiden kokoluokkia pitää myös systemaattisesti pystyä kasvattamaan, jotta tuotekohtainen kannattavuus nousee hyvälle tasolle. Tämä johtuu siitä, että henkilöstötarpeen pitäisi sijoitusalueen kypsässä vaiheessa kasvaa hallinnoitavia varoja ja palkkiotuottoja hitaammin.
- Keskeinen riski liittyy henkilöstöön ja sen pysyvyyteen, sillä ihmiset ovat pääomasijoittamisessa keskeinen kilpailutekijä. Tämä tuo luonnollisesti henkilöstölle neuvotteluvoimaa. Suljettujen rahastojen palkkiorakenteet kuitenkin sitouttavat henkilöstöä ja laskevat osaamisen menettämiseen ja merkittävään palkkainflaatioon liittyvää riskiä.
- Taalerin tulee myös vahvistaa omaa jakeluaan, sillä kotimaan myynnissä riippuvuus Aktiasta on toistaiseksi liian korkea. Omalla myyntitiimillä on myös mahdollista tukea kansainvälistä myyntiä.
- Garantia toimii jo hyvin tehokkaasti, ja yhtiön liiketoimintamalli on varsin skaalautuva. Korkea markkinaosuus Suomessa kuitenkin rajoittaa kasvumahdollisuuksia kärkituote asuntolainatakauksissa.

Arvoajuri 2: Pääoman tuottava allokointi

- Taalerin allokoimassa pääomia oman taseen sijoitustoimintaan, kasvaa näiden onnistumisen merkitys myös osakkeenomistajan näkökulmasta.
- Vaikka yhtiön historialliset näytöt pääoman allokoinnista ovatkin hyvät, on koko bioteollisuusliiketoiminta kohtalaisen tuore. Näin ollen sijoittaja lopulta luottaa henkilöstön sijoitusosaamiseen, sillä sijoitustiimi, konsernin johto sekä hallitus vastaavat viimekädessä sijoituskohteiden kartoituksesta ja pääoman allokoituspäätöksistä.
- Sijoitusten riskit ovat joka tapauksessa hallinnointiliiketoimintaa korkeammat, mikä nostaa Taalerin konsernitason tuottovaatimusta sekä samalla tuottopotentiaalia.
- Tältä osin Taaleri muistuttaakin aiempaa vahvemmin sijoitusyhtiötä, kun huomattava osa arvosta on sitoutunut sijoituksiin mukaan lukien vakuutusyhtiö Garantia.

Varainhoitomarkkina 1/7

Markkina on kasvanut voimakkaasti

Listaamattomien omaisuuslajien markkina on kasvanut viimeisen 20 vuoden aikana räjähdysmäisesti, sillä markkinan koko on yli kymmenkertaistunut vuodesta 1999. Globaali vaihtoehtosijoitusten datapalvelu Preqin arvioi listaamattomien omaisuuslajien globaalin markkinakoon olleen kesäkuussa 2023 noin 13 100 miljardia dollaria. Vaikka listaamattomien kasvu on ollut viimeisen kahden vuosikymmenen ajan poikkeuksellisen ripeää, odotetaan kasvun jatkuvan vahvana myös tulevaisuudessa.

Pääomia listaamattomiin omaisuuslajeihin on ohjannut aiemmin vallinnut nollakorkoympäristö sekä sijoittajien halu hakea osakemarkkinoiden kanssa korreloimattomia tuotonlähteitä. Vaikka tämä trendi tulee ainakin väliaikaisesti heikentymään johtuen korkotuottojen paluusta, ovat vaihtoehtoiset vakiinnuttamassa paikkansa yhtenä sijoitussalkun tukijalkana. Vuonna 2023 jo noin 27 % kansainvälisten instituutiosijoittajien pääomista muodostui listaamattomista omaisuuslajeista, kun vielä 10 vuotta sitten osuus oli noin 10 %-yksikköä matalampi (lähde: CEM Benchmarking).

Energiamurrosta ja kestävää kehitystä edistävät sijoitukset ovat kasvattaneet suosiotaan

Energiamurrosta ja kestävää kehitystä edistävät sijoitukset ovat kasvattaneet suosiota sijoittajien keskuudessa viimeisen vuosikymmenen aikana. Markkinan kasvua tuki muiden vaihtoehtoisten sijoituskohteiden tapaan historiallisen alhainen korkotaso, jonka myötä niistä tuli aikaisempaa houkuttelevampia sijoituskohteita. Myös EU:n kestävä rahoituksen sääntely on ohjannut sekä sijoittajia että finanssialan toimijoita kestäviin

listaamattomiin sijoituksiin. Arviomme mukaan Taalerin tarjoamat vaikuttavuuteen pyrkivät uusiutuvan energian ja bioteollisuuden sijoitustuotteet vastaavat juuri tähän kysyntään.

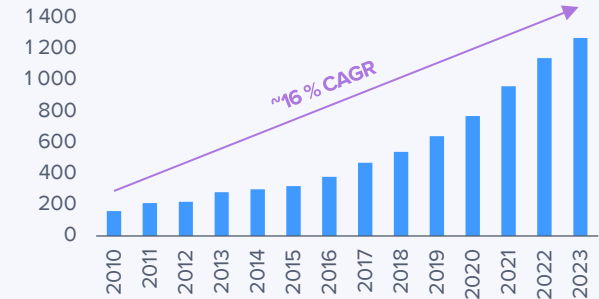
Uusiutuvan energian markkina

Infrastruktuuriin kuten uusiutuvaan energiaan sijoitettujen varojen määrä on Preqinin mukaan kasvanut noin 16 %:n vuosivauhtia 2010–2023 aikana. Taustalla ovat erityisesti laskeneet tuotantokustannukset sekä edelleen kasvava tarve uusiutuville energiaratkaisuille. Poikkeuksellisen vilkkaan vuosikymmenen jälkeen korkea inflaatio ja nousseet pääomakustannukset hidastivat kuitenkin infrastruktuurisijoitusten varainkeruuta ja nostivat rakentamisen kustannuksia. Markkinalla on kuitenkin näkynyt hiljalleen piristymisen merkkejä ja Preqin arvioikin pääomien kasvavan vuosittain keskimäärin yli 7 % seuraavan viiden vuoden aikana.

Bioteollisuuden markkina

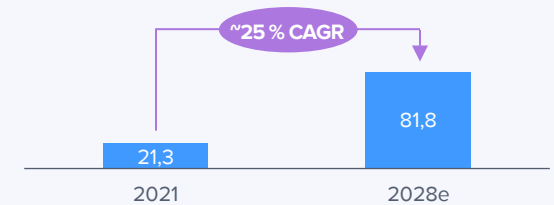
Bioteollisuus on vielä suhteellisen uusi, mutta kasvava markkina, joka auttaa ratkaisemaan globaaleja kestävyysongelmia mm. biomateriaalien ja kiertotalouden ratkaisujen avulla. Talouden yleisestä epävarmuudesta ja heikentyneestä tilanteesta huolimatta markkinan kehitysnäkymät ovat pysyneet hyvinä. Taaleri totesikin viime vuonna järjestämässään CMD:ssä, että esimerkiksi biomateriaalien markkinan odotetaan kasvavan vuosittain ~25 % ja kiertotalouden markkinan ~8 % seuraavan viiden vuoden aikana. Vaikka makrotalous voikin heikentyessään pitää sijoittajakysynnän vaisuna erityisesti lyhyellä aikavälillä, näemme energiamurrosta ja kestävää kehitystä edistävät sijoitukset aiempaa suurempana osana sijoitusallokaatiota.

Hallinnoitavat varat infrastruktuurisijoituksissa (mrd. dollaria)

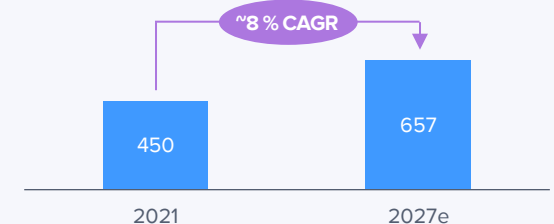


Lähde: Preqin

Biopohjaisten materiaalien markkina (mrd. dollaria)



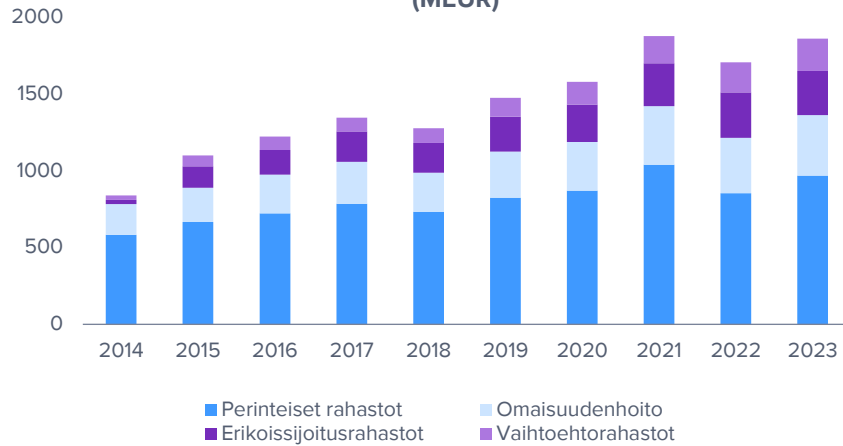
Kiertotalouden markkina (MUSD)



Lähde: Taaleri CMD 2023

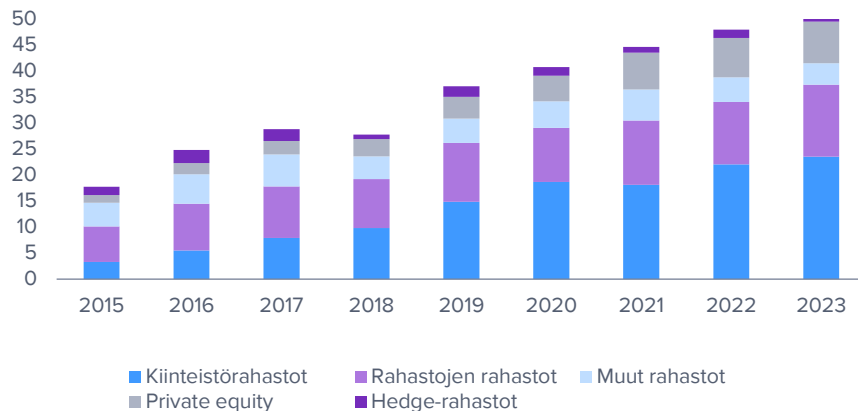
Varainhoitomarkkina 2/7

Kotimaisen varainhoitomarkkinan liikevaihdon kehitys (MEUR)



Lähde: Inderesin arvio

Kotimaisten vaihtoehtorahastojen ja erikoissijoitusrahastojen pääomat (mrd. euroa)



Varainhoitomarkkinan ajurit



Lähde: Finanssivalvonta / Suomen Sijoitustutkimus

Varainhoitomarkkina 3/7 – toimialan trendit

Vastuullisuus (ESG)



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

Korkojen renessanssi



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

Digitalisaatio



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

Regulaation lisääntyminen

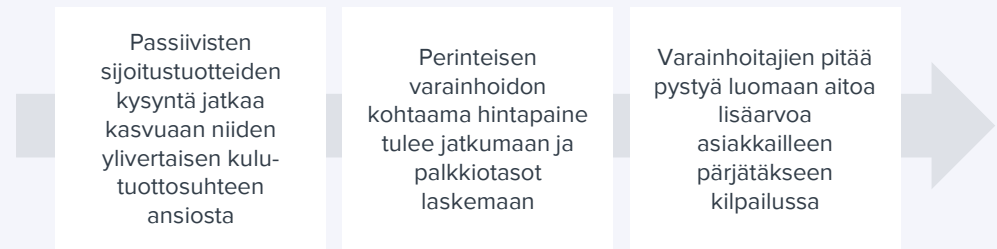


Regulaation lisääntyminen kasvattaa toimijoiden hallinnollista taakkaa ja hankaloittaa etenkin pienten toimijoiden asemaa. Pahimmin regulaatio iskee pienten toimijoiden lisäksi pankkeihin.

Sijoittajien muuttuvat tarpeet



Sijoittajien vaatimustaso nousee

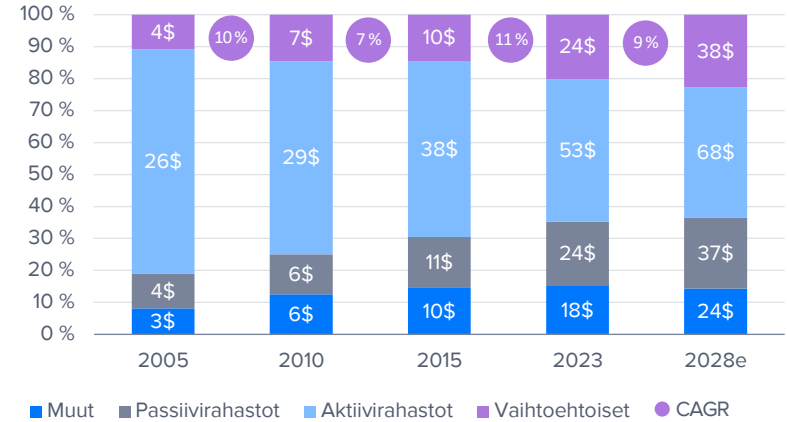


Varainhoitomarkkina 4/7 – toimialan trendit

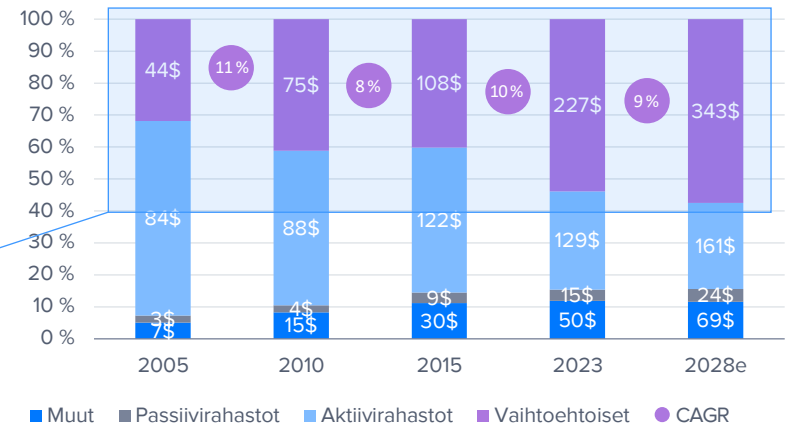
Vaihtoehtoisten voittokulku



Globaali AUMin jakauma (biljoonaa USD)



Globaali liikevaihdon jakauma (mrd. USD)



Lähde: BCG Global Asset Management 2024

Varainhoitomarkkina 5/7 – toimialan trendit

Sijoitustuotot kriittisessä roolissa

Suomen eläkejärjestelmässä sijoitusvarallisuudella on merkittävä rooli ja järjestelmän kestävyys on suurelta osin eläkevarojen pitkän aikavälin tuottojen varassa. Eläketurvakeskuksen laskelmien mukaan yksityisen sektorin työeläkemaksut saadaan pidettyä kurissa 2050-luvulle asti, mikäli laskelmien taustalla olevat oletukset (reaalituotto 2,5 prosenttia vuodessa vuoteen 2028 asti ja sen jälkeen 3,5 prosenttia vuodessa) pitävät paikkansa.

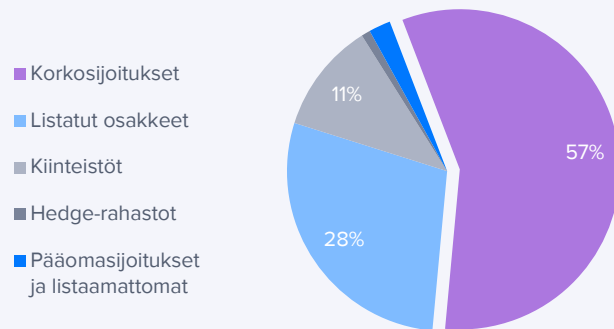
Kasvava riskinotto

Korkojen laskun myötä eläkeyhtiöiden on täytynyt enenevässä määrin pyrkiä hakeutumaan perinteisten sijoituskohteiden ulkopuolelle ja kohdata toisenlaisia ja aiempaa suurempia riskejä. Tämä on laskenut korkosijoitusten osuutta sijoitussalkussa merkittävästi.

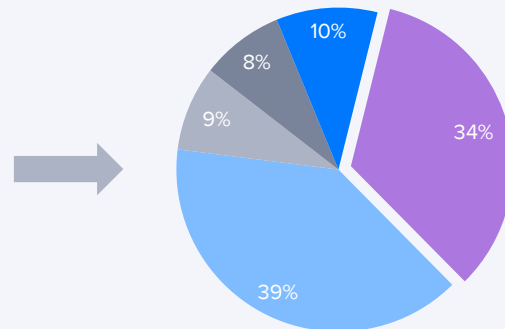
Kestävyysvaje uhkaa

Reaalisen korkotason lasku vaikuttaa olevan pysyväluonteisempi kuin vielä muutama vuosi sitten uskottiin. Samalla väestö ikääntyy, mikä edelleen kasvattaa painetta eläkemaksujen nostoon. Viimeaikaisen kehityksen ja keskustelun perusteella osakkeiden ja vaihtoehtoisten sijoitusten osuus eläkeyhtiöiden salkuissa tuleekin yhä kasvamaan yhtenä keinona vastata näihin haasteisiin.

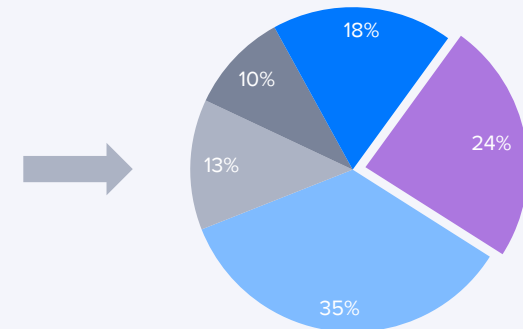
Työeläkelaitosten allokaatio 2004



Työeläkelaitosten allokaatio 2019

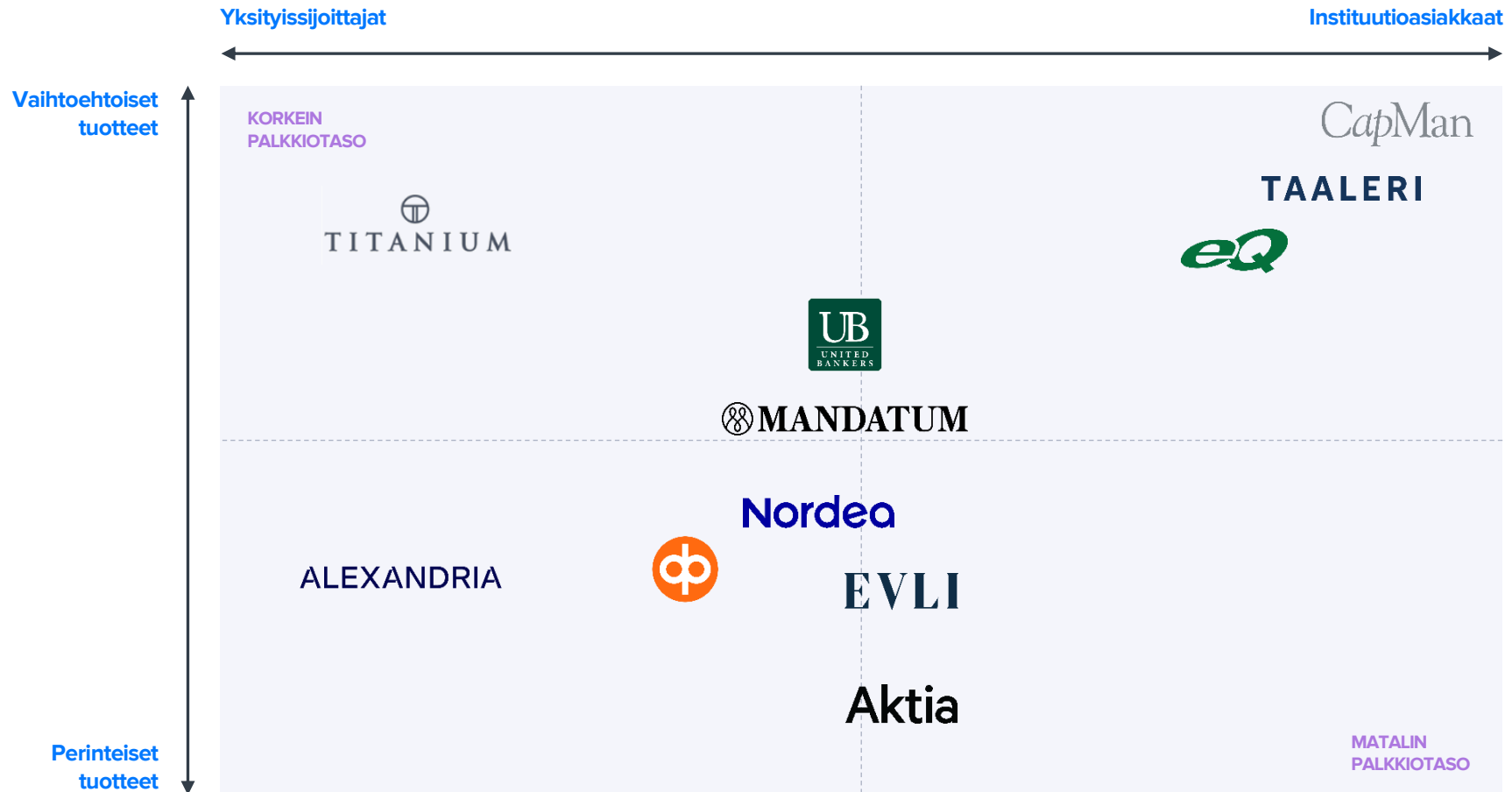


Havainnollistus työeläkelaitosten mahdollisesta allokaatiosta 2029*



Varainhoitomarkkina 6/7 – toimialan trendit

Suomen varainhoitomarkkinan rakenne asiakaskoon ja tuotekohtaisen asemitumisen perusteella



Varainhoitomarkkina 7/7 – toimialalla odotettavissa konsolidaatiota

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä

Pankit

Nordea  PANKKI

ÅLANDSBANKEN SEB Aktia

Danske Bank 

Keskisuuret sijoituspalveluyhtiöt

MANDATUM EVLI CapMan

LÄHITAPIOLA  TAALERI

TITANIUM  ALEXANDRIA

Pienet sijoituspalveluyhtiöt

ICECAPITAL FINLANDIA

FOURTON FONDITA

 PYN ELITE  DASOS CAPITAL

Konsolidaatioajurit

Trendit

Digitalisaatio Regulaatio

Korkotuottojen paluu Vaihtoehtoiset omaisuusluokat

Vastuullisuus (ESG)

Myyntisynergiat **Kustannussynergiat**

Tuote- ja palvelutarjonnan laajentaminen IT-kulut

Kasvava jakeluvoima Hallintokulut

Hallinnoitavien pääomien kasvu Henkilöstökulut

Konsolidaatiolle on olemassa selvät ajurit ja konsolidaatiokehitys tulee näkemyksemme mukaan jatkumaan aktiivisena

Toteutuneita järjestelyjä

  KJK Capital

CapMan  

ELITE 

TITANIUM 

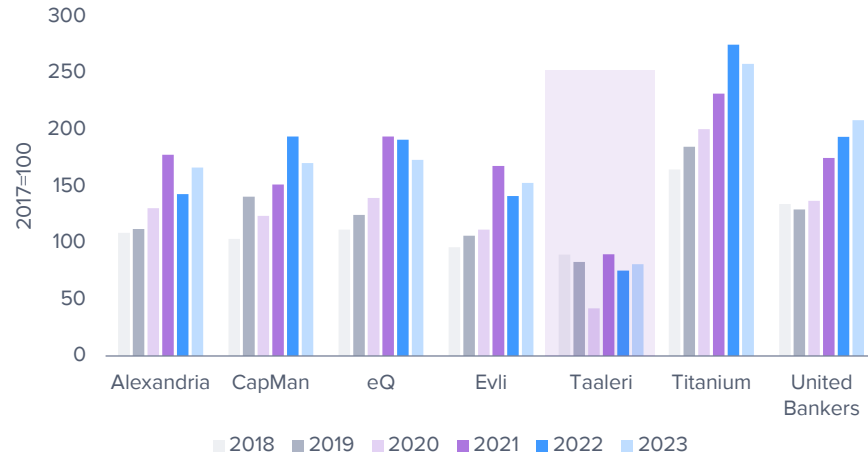
TAALERI 

Aktia 

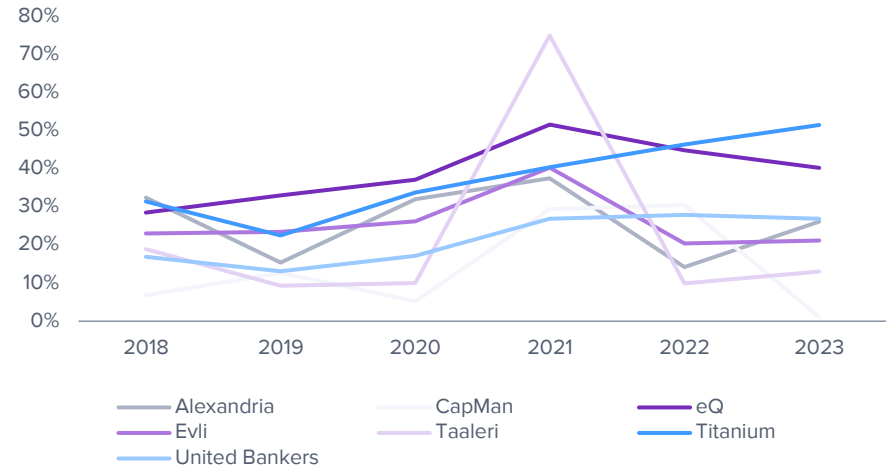
  

Taaleri suhteessa kotimaisiin verrokkeihin 1/2

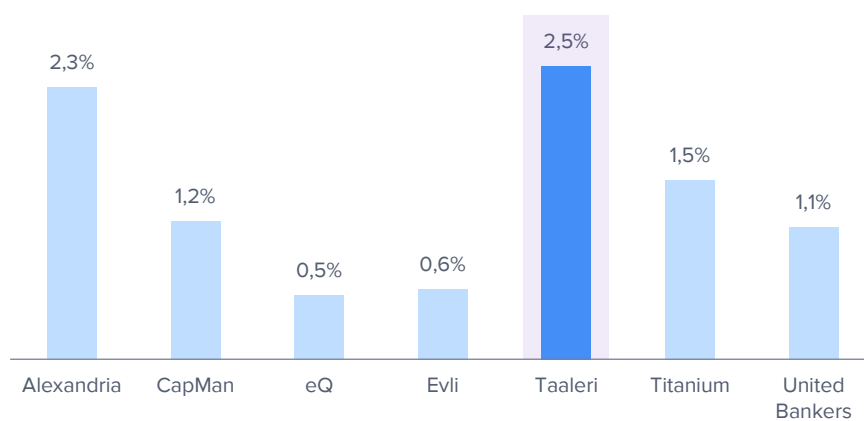
Liiketoiminnan tuottojen kehitys indeksoituna



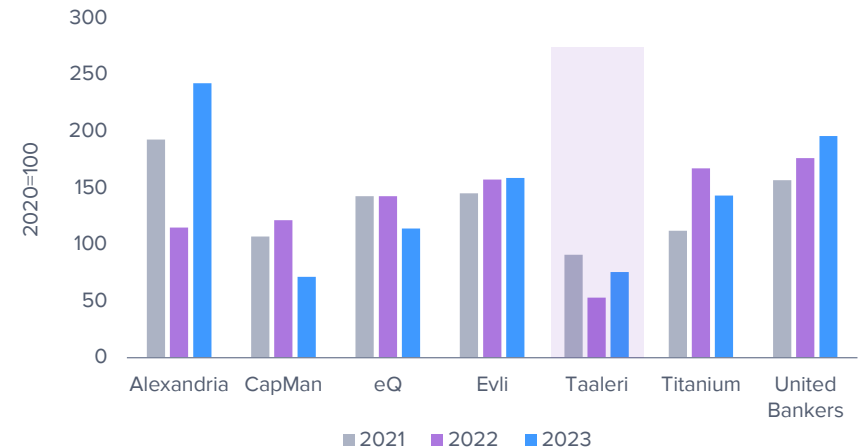
Oman pääoman tuotto (ROE)



Liikevaihto/AUM-% (2023)

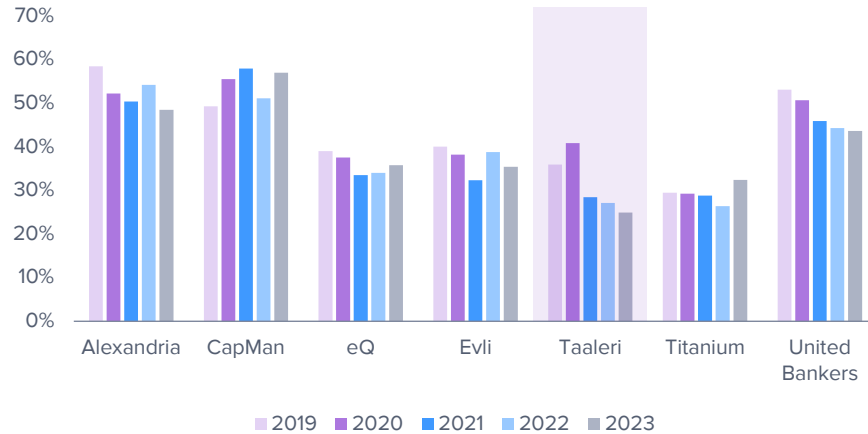


Osinko per osake kehitys indeksoituna

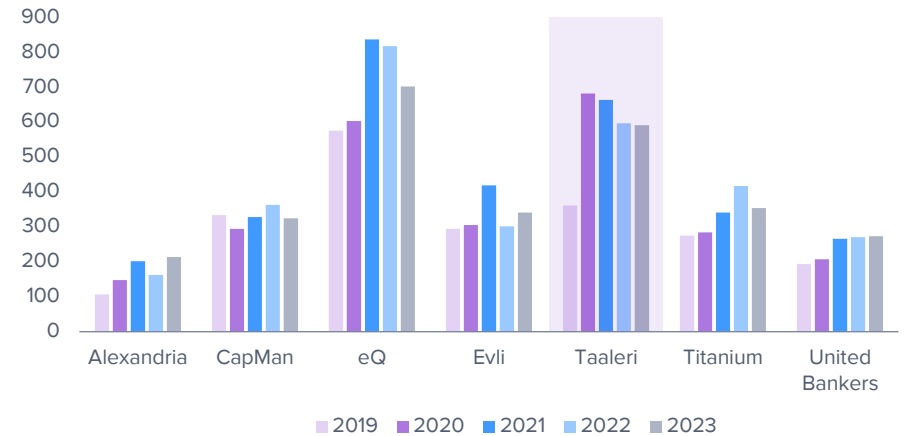


Taaleri suhteessa kotimaisiin verrokkeihin 2/2

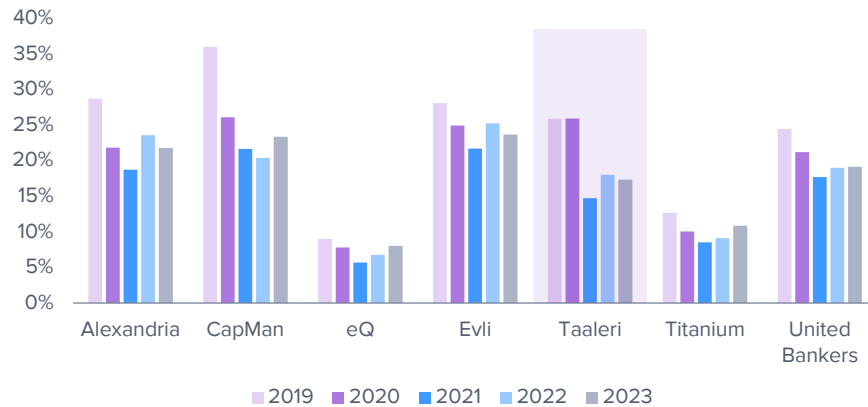
Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



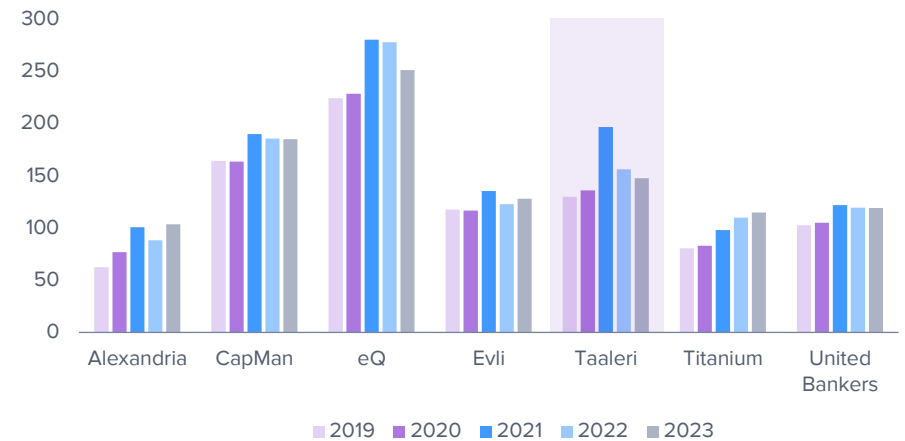
Liikevaihto per työntekijä (TEUR)



Hallintokulut, muut kulut ja poistot suhteessa liikevaihtoon (konserni)



Henkilöstökulut per työntekijä (TEUR)



Inderesin huomiot:

- Liikevaihto per työntekijä laskettu keskimääräisellä henkilöstömäärällä.
- Asiamiehet laskettu henkilöstöön ja henkilöstökuluihin mukaan.
- Taalerin 2019–2021 luvuista oikaistu pois myyty Varainhoitoliiketoiminta.

Sijoitusprofiili

1.

Uusiutuvassa energiassa kasvunäkymä on erinomainen

2.

Muut pääomarahastot ovat yhä vahvasti ylösajovaiheessa, mikä laskee konsernin kannattavuutta

3.

Kertatuottojen osuus konsernin tuloksesta on huomattava

4.

Garantia jauhaa konsernille vahvaa ja tasaista osinkovirtaa

5.

Lähivuosina pääomia allokoidaan reilusti bioteollisuussijoituksiin, joiden tuotot ovat pitkällä tulevaisuudessa

Potentiaali



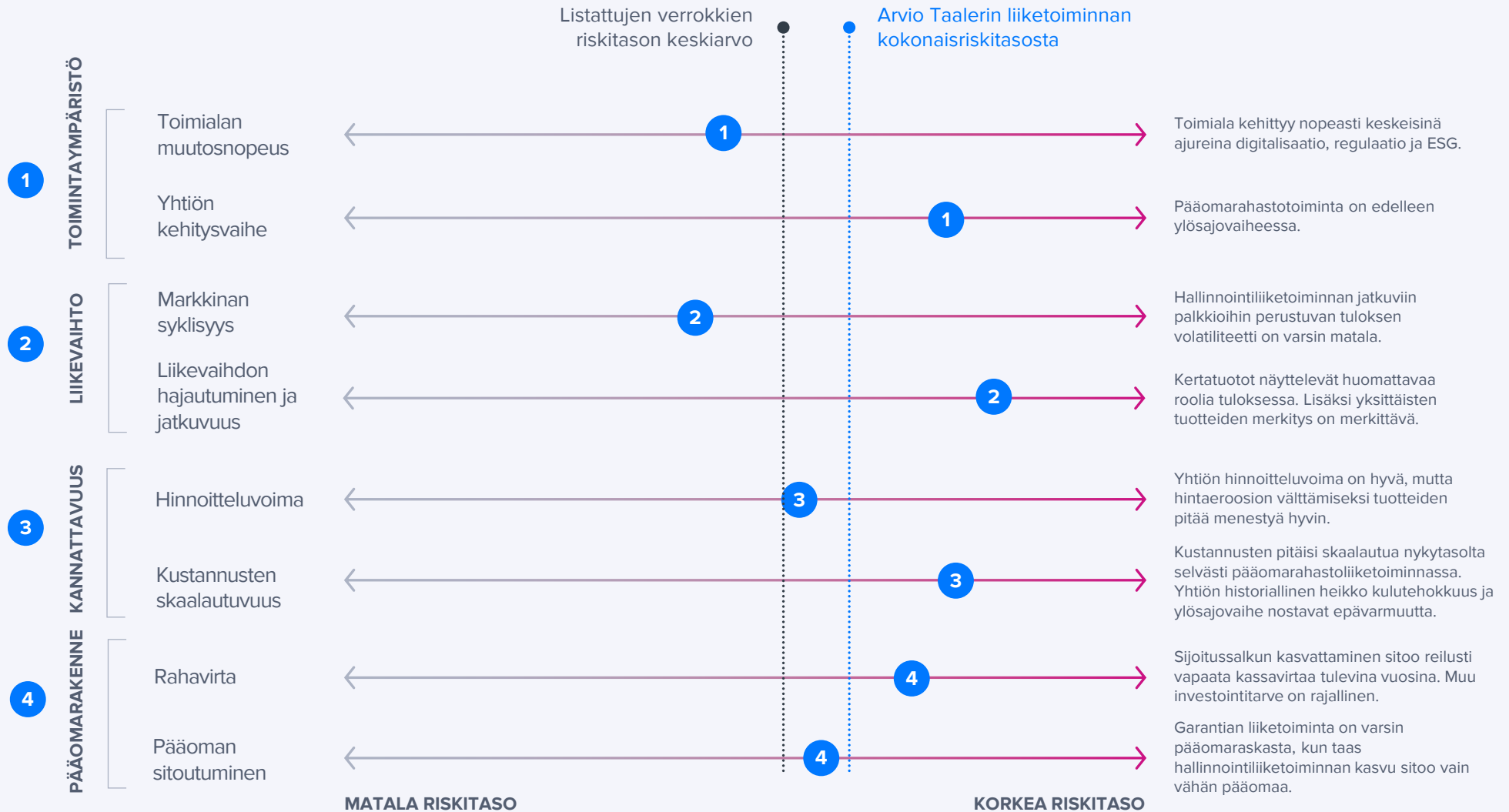
- Energian skaalautuminen
- Muiden Pääomarahastojen ylösajo
- Garantian kannattava kasvu
- Taseen bioteollisuussijoitukset
- Yritysjärjestelyt
- Rahastojen tuottopalkkiot

Riskit



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

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Taloudellinen tilanne

Vakuustointiminta tekee taseesta raskaan

Taalerin liiketoiminta sitoo varainhoitoyhtiöksi verrattain paljon pääomaa. Tämä selittyy sekä yhtiön merkittävän kokoisella sijoitussalkulla että tytäryhtiö Garantialla, jonka pääomavaatimukset tekevät sen taseesta varsin raskaan vakuutusyhtiölle tyypilliseen tapaan. Taalerin tase on erilaisista liiketoiminnoista johtuen myös tyypillistä varainhoitoyhtiötä mutkikkaampi.

Taseen vastaavaa-puolen merkittävin yksittäinen erä on Garantian sijoitusomaisuus, jonka arvo konsernitaseessa oli Q3'24 lopussa 160 MEUR. Nämä ovat sitoutuneet konsernin vakuustointimintaan, joten kyse on vahvasti operatiivisesta erästä, mikä erottaa nämä konsernin muusta sijoitustoiminnasta.

Toiseksi merkittävin erä on oman taseen sijoitukset, joita yhtiöllä oli Q3'24 lopussa 62 MEUR:lla. Kirjanpidossa erä on jakautunut omistusyhteisyrityksiin, osakkeisiin ja osuuksiin sekä saamisiin yleisöltä ja julkisyhteisöiltä. Taaleri itse jaottelee sijoitusomaisuutensa strategiaan (38 MEUR) ja ei-strategiaan sijoituksiin (24 MEUR).

Sijoittajien on myös hyvä huomioida, että saamiset pitävät sisällään yhtiön 2021–2022 kirjaamat arviot vanhojen tuulirahastojen tuottopalkkioista (noin 14 MEUR), jotka realisoituvat kassavirtana yhtiön irtautuessa rahastoista lähivuosien aikana. Käteistä tai vastaavia likvidejä varoja yhtiöllä oli noin 29 MEUR.

Muilta osin taseen omaisuuspuoli on hyvin kevyt ja koostuu lähinnä käyttöpääomaan kuuluvista saamisista sekä muusta varallisuudesta. Aineettomien ja aineellisten omaisuserien määrä on niin ikään hyvin maltillinen.

Vakavaraisuus on vahvalla tasolla

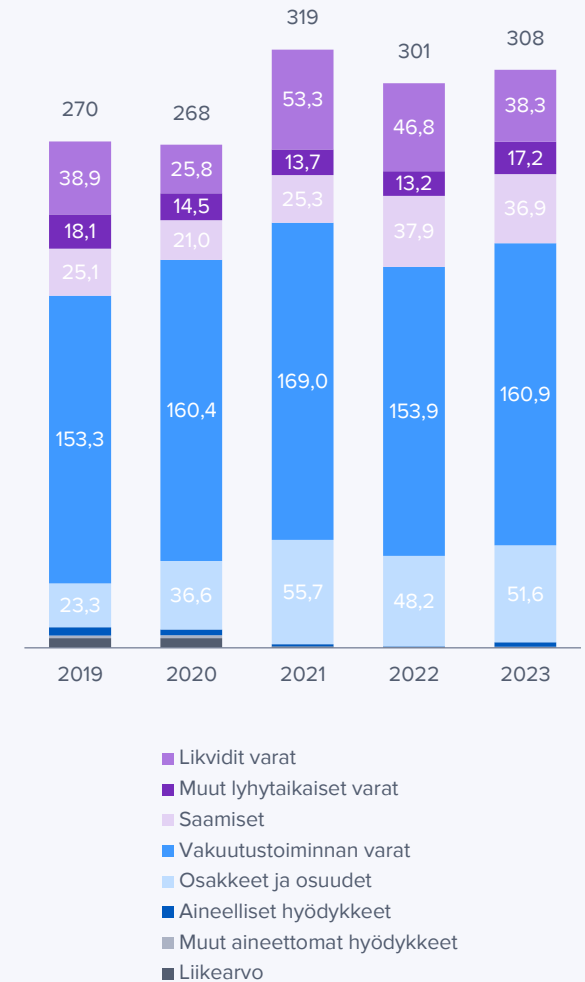
Omaa pääoma Taalerilla oli Q3'24 lopussa noin 207 MEUR ja korollista velkaa noin 15 MEUR (Tier 2 -laina). Lainansa Taaleri kuitenkin lunasti pois viime vuoden lokakuussa, joten tällä hetkellä yhtiöllä ei ole taseessaan lainkaan korollista velkaa. Yhtiön taseasema on siten hyvin vahva omavaraisuusasteen ollessa lähes 70 % ja nettovelkaantumisasteen ollessa negatiivinen. Olennaisesti ylipääomittuna emme kuitenkaan tasetta enää pidä vuolaan voitonjaon ja strategiapäivityksen jäljiltä.

Vakuustointimintaan liittyvää korotonta velkaa Taalerilla oli taseessaan noin 43 MEUR ja muita korottomia velkoja noin 35 MEUR:lla. Muut korottomat velat koostuvat pääasiassa Garantian laskennallisista verovelosta sekä liiketoimintaan liittyvistä normaaleista käyttöpääoman eristä.

Tase kasvaa strategiakaudella

Yhtiön nykyisen strategian puitteissa odotamme taseen sijoitussalkun kasvavan nykytasoltaan Taalerin allokoidessa pääomia uusiin bioteollisuusinvestointeihin. Osa tästä rahoitetaan olemassa olevien ei-strategisten sijoitusten myynnillä, joten taseen kokoa tämän ei pitäisi dramaattisesti kasvattaa. Strategiakauden lopussa odotamme taseen kuitenkin olevan nykyistä suurempi ja painottuvan vahvemmin konsernin strategiaan sijoituksiin. Tässä on syytä huomioida, että vahvasta vakavaraisuudesta johtuen Taalerilla on reilusti velkakapasiteettia. Näin ollen sijoitussalkun kasvua on mahdollista tukea velkavipua hyödyntämällä, mikäli tuloskehitys (kertatuotot keskeisimpänä ennusteriskinä) osoittautuisi ennakoitua vaisummaksi.

Konsernitaseen rakenne, varat (MEUR)



Ennusteet 1/2

Olemme käsitelleet segmenttikohtaiset ennusteet segmenttien omissa kappaleissa ja tässä kappaleessa keskitymme konsernitason ennusteiden yhteenvedoon. Koska Taaleri raportoi sijoitustuotot osana liikevaihtoa, suosittelemme sijoittajia keskittymään konsernitasolla pelkästään tulokseen, ja liikevaihtoa tulee tarkastella lähinnä operatiivisten segmenttien tasolla.

Ennusteemme lähtevät oletuksesta, että yleinen varainkeruumarkkina helpottuu asteittain vuoden 2025 aikana. Kiinteistöjen puolella kasvuodotuksemme ovat varsin maltilliset, joten lähivuosina konserni hallinnoitavien varojen kasvu on pääosin bioteollisuuden harteilla. Seuraava uusiutuvan energian rahasto ajoittuu ennusteissamme vuoteen 2027. Pääomarahastoliiketoiminnan liikevaihto- ja tuloskasvuennusteemme perustuu siten vahvasti sijoitustuottojen ja tuottosidonnaisten palkkioiden kasvuun.

Garantian takaustuotteiden kysynnän odotamme niin ikään piristyvän vuodesta 2025 alkaen, ja tästä eteenpäin liiketoiminnan pitäisi kasvaa vakaasti yksinumeroisilla kasvuprosenteilla. Sijoitustuotot muodostavat kuitenkin tulosta heiluttavan komponentin myös tulevaisuudessa.

Fokus operatiivisissa numeroissa

Konsernitason sijoitustuotoilla tulee olemaan aiempaa suurempi merkitys tulevaisuudessa. Bioteollisuussalkun rakentaminen vie kuitenkin aikaa, joten odotamme näkevämme irtaantumisten tuomia ensimmäisiä konkreettisia tuloksia sijoitustoiminnan onnistumisesta vasta lähempänä vuosikymmenen vaihdetta.

Sijoitustuottojen vaikeasti ennustettavasta

luonteesta johtuen sijoittajan tuleekin kiinnittää huomioita liikevoiton kehityksen ohella pääomarahastojen jatkuvien palkkioiden mukaisen kannattavuuden kehitykseen sekä Garantian vakuutustoiminnan tulokseen, sillä nämä ovat lähivuosina konsernin arvon kehityksen kannalta keskeisimmät tunnusluvut.

Ennustemuutokset

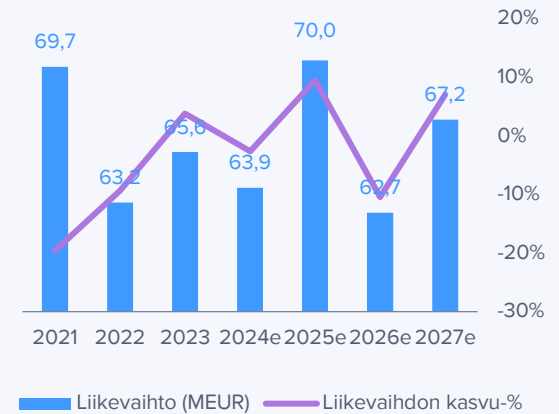
Olemme tehneet laajan raportin yhteydessä joitakin muutoksia lähivuosien ennusteisiimme. Vuoden 2024 tulosennusteemme laski selvästi, kun SolarWind 3 -rahaston loput sulkemiset siirtyivät vuoteen 2025. Tällä oli puolestaan positiivinen vaikutus ensi vuoden pääomarahastojen ennusteisiimme. Laskimme kuitenkin arviotamme rahaston lopullisesta kokoluokasta 600 MEUR:oon aiemmasta 650 MEUR:sta. Vuoden 2024 osinkoennusteemme laski tulosennusteen mukana.

Tarkistimme samalla ylöspäin Muiden pääomarahastojen kuluennusteitamme sekä laskimme maltillisesti jatkuvien tuottojen ennusteitamme, minkä seurauksena vuoden 2025 tulosennusteemme säilyi kohtalaisen ennallaan edellisvuodelta siirtyneistä kertapalkkioista huolimatta. Muilta osin ennustemuutokset jäivät varsin rajallisiksi.

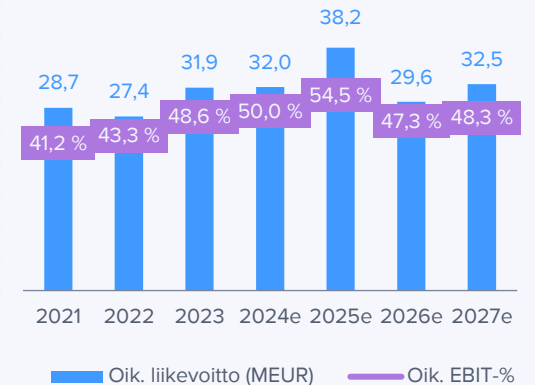
2024–2025: Kertatuotoista vahvaa tulosta

Vuodelta 2024 odotamme Taalerilta vahvaa tulosta. Tulos tulee pitkälti sijoitustoiminnasta, sillä pääomarahastot kirjasi merkittävät kertatuotot hankesalkun myynnistä, minkä lisäksi Garantian sijoitusvuodesta on muodostumassa vahva. Ennusteemme Taalerin 2024-liikevoitoksi on 32,0 MEUR ja osakekohtaiseksi tulokseksi 0,82 euroa.

Konsernitason liikevaihdon ennusteet



Konsernitason kannattavuusennusteet



Ennusteet 2/2

Vuodesta 2025 odotamme niin ikään tuloksellisesti vahvaa, kun operatiivisten segmenttien vakaa kehitys saa tukea Energian tuottosidonnaisista palkkioista. Näitä odotamme yhtiön kirjaavan yhteensä noin 12 MEUR vanhojen tuulirahastojen myynneistä sekä Texasin tuulipuistosta irtaantumisesta. Vuoden 2025 liikevoittoennusteemme on 38,2 MEUR ja osakekohtaisen tuloksen ennusteemme 0,97 euroa.

2026–2027: Tuloksen laatu paranee asteittain

Ennusteissamme Taalerin konsernitason tulos laskee hieman vuonna 2026, mikä johtuu laskevista kertatuotoista. Pääomarahastojen kannattavuuden odotamme kuitenkin hiljalleen parantuvan hallinnoitavan varallisuuden kasvun mukana. Näin ollen tuloksen laatu on asteen parempi, kun pääomarahastojen jatkuvien palkkioiden mukainen kannattavuus on jo selvästi positiivinen. Samalla Aurinkotuuli 1-rahastosta pitäisi alkaa hiljalleen tuloutua tuottosidonnaisia palkkioita.

Vuosina 2026–2027 odotamme näkevämme myös ensimmäisiä sijoitustuottoja uusista bioteollisuusinvestoinneista. Huomautamme kuitenkin, että tuottosidonnaisten palkkioiden ja sijoitustuottojen ennustaminen on hyvin haastavaa, joten vuositason poikkeamat tulevat varmasti olemaan merkittäviä. Tässä suosittellemmekin seuraamaan näiden keskimääräistä tasoa, jonka tulisi hiljalleen kasvaa sijoitussalkun ja hallinnoitavien varojen kasvun mukana.

Garantian tuloskasvun odotamme jatkuvan

vakaana mutta maltillisena muun markkinan mukana.

Pitkän aikavälin ennusteet

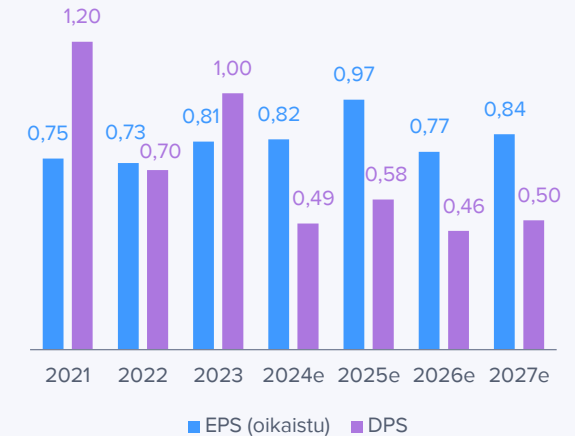
Hieman pidemmällä aikavälillä Taalerin tuloskehitys määräytyy tutuista komponenteista. Odotamme hallinnoitavien varojen jatkavan vakaata kehitystä, joskin SolarWind 4 -rahaston myötä aurinkotuulirahaston luontaisen maksimikoon pitäisi tulla hiljalleen vastaan, mikä rajoittaa ennusteissamme pitkän aikavälin kasvuoletuksia.

Vaikka hallinnoitavan varallisuuden kasvun pitäisikin nostaa jatkuvien palkkioiden mukaista tulosta, tulee sijoitustuottojen merkitys olemaan hyvin suurta myös jatkossa. Tämä alleviivaa Taalerin kohtalaisen korkeaa riskiprofilia.

Voitonjakoennusteet

Taalerin nykyisenä voitonjakopolitiikkana on jakaa vähintään puolet tilikauden tuloksesta osinkoina. Kovin paljon tätä korkeampi voitonjako ei ole mahdollista, mikäli yhtiö aikoo saavuttaa tavoittelemansa 100 MEUR:n strategisten sijoitusten salkun tavoitekauden loppuun mennessä. Omissa ennusteissamme olemme asettaneet voitonjakosuhteen 60 %:iin.

Osakekohtainen tulos ja osinko



Ennustemuutokset

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	69,4	63,9	-8 %	68,7	70,0	2 %	61,7	62,7	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	37,2	32,0	-14 %	37,6	38,2	1 %	29,7	29,6	0 %
Liikevoitto	37,2	32,0	-14 %	37,6	38,2	1 %	29,7	29,6	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,95	0,82	-13 %	0,93	0,97	4 %	0,75	0,77	3 %
Osakekohtainen osinko	0,57	0,49	-13 %	0,56	0,58	4 %	0,45	0,46	3 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/6

Arvostuksen yhteenveto

Olemme haarukoineet Taalerin käypää arvoa osien summan, kertoimien sekä kassavirtalaskelman kautta. Keskityimme analyysissämme etenkin osien summaan, sillä se huomioi parhaiten Taalerin liiketoimintojen toisistaan poikkeavat kasvu-, kannattavuus- ja riskiprofiilit. Tasekertoimet sekä kassavirtamalli (DCF) tarjoavat tukea analyysille. Verrokkianalyysi sopii puolestaan Taalerille heikosti, joten olemme soveltaneet menetelmää vain Energian arvon tarkasteluun.

Osien summan mukainen arvomme on noin 10,2 euroa osakkeelta, mikä vastaa yhtiön osakkeelle hyväksymämme käyvän arvon haarukan keskikohtaa (9–11€).

Valtaosa arvosta on sitoutunut vakuutusyhtiö Garantiaan, ja loppuosa arvosta on käytännössä jakautunut Energian sekä taseen sijoitusomaisuuden välillä. Kokonaisuutena pidämme osaketta tällä hetkellä houkuttelevasti hinnoiteltuna, sillä osakekurssi on selvästi alle osien summa -laskelmamme mukaisen arvon.

Arvon purkautumisessa voi kestää

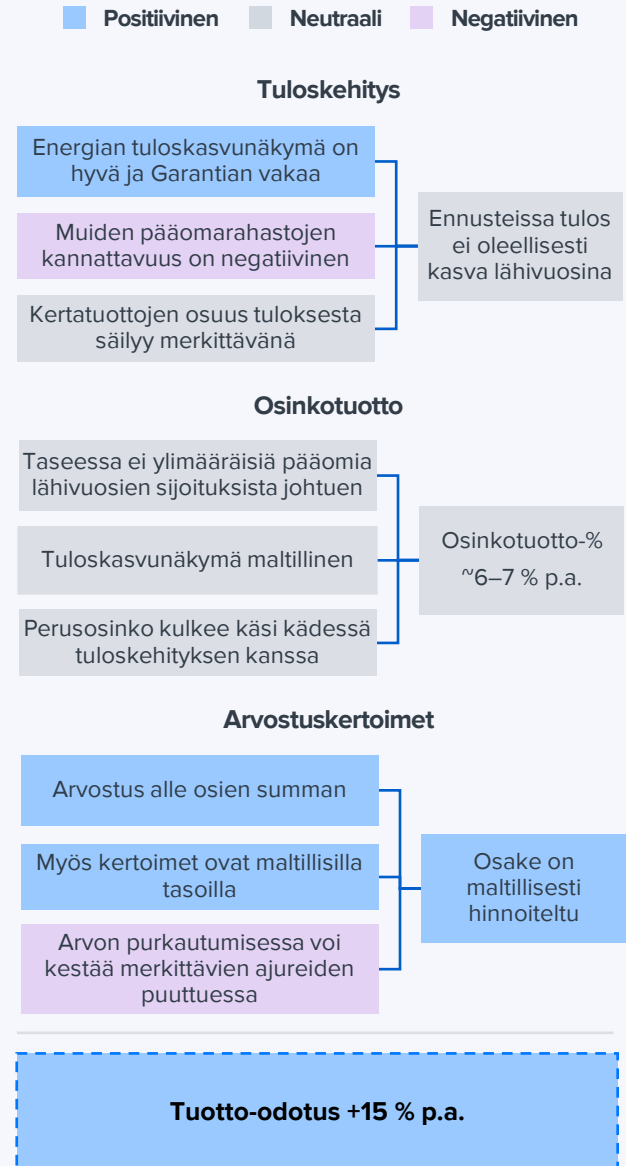
Osien summan purkautumisen aikajännettä on kuitenkin haastava haarukoida, ja se riippuu arviomme mukaan yhtiön tuloskehityksen ohella yleisen osakemarkkinasentimentin kehityksestä. Operatiivisista tekijöistä näemme keskeisinä pääomarahastoliiketoiminnan hallinnoitavan varallisuuden kasvunäkymän sekä lähivuosina toteutettavat bioteollisuusinvestoinnit. Bioteollisuusinvestointien ja muiden tasesijoitusten

osuus yhtiön arvosta on kuitenkin nykyrakenteella maltillinen, joten arvioimme nykyisen vaatimattoman kurssitason heijastelevan pääosin markkinoiden skeptisyyttä rahastoliiketoiminnan ja vakuutustoiminnan kehitystä kohtaa. Näiden aikajänne on selvästi bioteollisuusinvestointien arvonluontia lyhyempi, joten arvon purkautumiselle lähivuosina ei mielestämme ole olennaisia esteitä erityisesti, jos riskinottohalukkuus osakemarkkinoilla piristyy nykytasolta.

Suhtaudumme kuitenkin hieman skeptisesti arvon realisoitumiseen 12 kuukauden tähtäimellä merkittävien tulosajurien puuttuessa, mikä vie osakkeen tuotto-odotukselta parhaan terän ja perustelee alle osien summan jäävän tavoitehintamme. Esimerkiksi Energiassa jatkuviin palkkioihin perustuvan tulostason merkittävä nousu vaatii seuraavan ison rahaston perustamista, sillä varainkeruuvaiheessa oleva SolarWind 3 ei vielä ennusteissamme johda segmentin täyteen tulospotentiaaliin. Tämä on kuitenkin ajankohtaista aikaisintaan vuoden 2027 alkupuolella. Tällä välillä kannattavuuden ja tuloksen keskeiset ajurit ovat Garantian kehitys, taseen sijoitustuotot sekä vanhoista tuulirahastoista saatavat tuottopalkkiot.

Joka tapauksessa osakekurssin nousu vastaa huomattavaa osaa tuotto-odotuksesta, joten sijoittajan kannalta aikajänteen arvioiminen on olennaista. Mikäli tämä tapahtuisi kolmen vuoden sisällä, olisi vuotuinen tuotto-odotus yhä houkutteleva noin 16 %. Arvon purkautumista odotellessa terveellä tasolla oleva osinkotuotto (6–7 %) tarjoaa vakaata maata sijoittajan jalkojen alle. Kärsivällisyyttä osakkeen kyydissä joka tapauksessa vaaditaan.

Osaketuoton ajurit



Arvonmääritys 2/6

Uusiutuvan energian arvo

Taaleri Energian kehitys on viime vuosina ollut varsin vakuuttavaa. Riskitaso on myös tullut alas toiminnan ylösajon edetessä, sillä jatkuviin palkkioihin perustuva kannattavuus on kääntynyt selvästi positiiviseksi tuoreimman rahastolanseerauksen jäljiltä. Jatkossa segmentin kasvu tulee ennen kaikkea rahastokokojen kasvusta, sillä arviomme mukaan nykyistä suurempaa määrää rahastoja ei ole mahdollista samanaikaisesti pyörittää, sillä tyypillisesti rahastojen sääntöjen mukaan edellinen rahasto täytyy olla pääosin sijoitettuna ennen seuraavan varainkeruun käynnistämistä. Näin ollen lähivuosien liikevoittoennusteemme vastaa käsitystämme Energian nykyisen liiketoiminnan ja rahastovalikoiman kannattavuusprofillista.

Mielestämme Energian arvoa haarukoidessa on perusteltua erottaa toisistaan jatkuviin palkkioihin pohjautuva kannattavuus sekä tuottosidonnaisista palkkioista kotiutuvat kertatuotot. Sijoitustuottoja emme käsittele osien summa -analyysissämme osana Energiaa, sillä nämä näkyvät Taalerin taseessa. Näin ollen nämä myös arvostetaan osana konsernin tasesijoituksia.

Vuosien 2024 ja 2025 kertatuotoista oikaistu liikevoiton ennusteemme on poikkeuksellisen korkea (käsitelty tarkemmin Energian ennusteissa), joten sovellamme arvomäärityksessämme lähivuosille arvioimaamme normalisoitua noin 5 MEUR:n tasoa. Kertomalla tämä Energialle hyväksymällämme 14x EV/EBIT-kertoimella saamme Energian jatkuvan toiminnan arvoksi noin 70 MEUR. Tuloskasvunäkymään suhteutettuna

kerroin voisi olla korkeampikin, mutta Energian yhä varhainen kehitysvaihe ja tästä johtuva korkeampi tuottovaatimus vaikuttaa toistaiseksi laskevasti hyväksytyyn tasoon. Lisäksi Energian liiketoiminta on keskittynyt vain yhteen omaisuuslajiin ja sijoitustiimiin, mikä mielestämme kasvattaa riskitasoa. Soveltamamme arvostus on myös linjassa verrokkiryhmän (2024–2025e mediaani EV/EBIT 13x).

Tämän lisäksi olemme arvioineet Energian kykenevän noin 4 MEUR:n vuotuisen tuottopalkkiotasoon. Tämän nykyarvo on 10 %:n tuottovaatimuksella ja verot huomioiden 32 MEUR. Emme ole valmiita hinnoittelemaan tuottopalkkioihin olennaista kasvua, mikä on oletuksena varsin konservatiivinen suhteessa Energian hallinnoitavan varallisuuden kasvunäkymään. Toistaiseksi pidämme varovaisuutta perusteltuna, sillä yhtiön näytöt onnistuneista irtaantumisista ovat vielä vajavaiset.

Näistä saamme Energian arvoksi yhteensä reilu 100 MEUR, josta Taalerin 76,2 %:n omistusosuus on noin 85 MEUR. Huomautamme, että vähemmistöomistus kohdistuu vain jatkuvan liiketoimintaan, sillä ennustamamme tuottopalkkiot kuuluvat kokonaisuudessaan Taalerille (tiimin osuutta ei kirjata tuloslaskelmalle).

Hallinnoitavan varallisuuden näkökulmasta arvo taas on kohtalaisen korkea suhteessa nykyisiin noin 1,6 miljardin euron rahastopääomiin (~6 % AUM:sta). Mielestämme tämä on kuitenkin perusteltavissa hallinnoitavan varallisuuden korkealla laadulla, eli pysyvyydellä ja terveellä palkkiotasolla.

Energian verrokkiryhmä

EV/EBIT

Yhtiö	2024e	2025e
3i Group Plc	8,6x	7,4x
Antin Infrastructure Partners	10,3x	11,4x
Bridge Investment Group Inc	6,8x	5,1x
Bridgepoint Group PLC	20,5x	17,7x
CapMan Oyj	16,0x	10,9x
GCM Grosvenor Inc	13,7x	12,0x
Hamilton Lane Inc	36,3x	26,5x
StepStone Group Inc	38,7x	23,7x
Keskiarvo	18,9x	14,3x
Mediaani	14,8x	11,7x

Lähde: Refinitiv

Arvonmääritys 3/6

Muiden pääomarahastojen arvo

Muiden Pääomarahastojen arvonmääritys on tällä hetkellä hyvin hankalaa, sillä liiketoiminta on rakennusvaiheessa ja ennusteemme odottavat jatkuvan liiketoiminnan osalta tappiollista tulosta vielä useita vuosia. Tästä johtuen järkevimpänä menetelmänä Muut Pääomarahastot -segmentin arvottamiseksi pidämme AUM-pohjaista arvonmääritystä. Segmentin hallinnoitava varallisuus on tällä hetkellä 983 MEUR, mutta sen laatu on pääosin vielä varsin heikkoa, sillä rahastoista osa on iältään vanhoja ja lähestymässä irtaantumisvaihetta. Lisäksi mandaattien osuus pääomista on huomattava. Tämä heijastuu AUM:n nykyiseen tuottotasoon, joka on vaatimaton (~0,5 %).

Muiden pääomarahastojen arvokkain osa on Bioteollisuus, josta vähemmistöomistajat omistavat 25 %. Bioteollisuuden hinnoittelimme 4 %:n AUM-kertoimella (vrt. Energian 6 %). Maltillisemman palkkiotason ja heikomman kasvunäkymän muun hallinnoitavan varallisuuden arvoksi olemme valmiit hyväksymään vaatimattoman 1 %:n tason, sillä mielestämme Taalerilla ei ole esittävä uskottavaa tiekarttaa esimerkiksi kiinteistöliiketoiminnan kääntämiseksi voitolliseksi. Näin ollen Muiden pääomarahastojen arvoksi saadaan kokonaisuudessaan 12 MEUR. On selvää, että arvossa olisi merkittävää nousuvaraa, mikäli segmentin kasvu- ja kannattavuuskehitys osoittautuisi jo keskipitkällä aikavälillä odotuksiamme ruusuisemmaksi. Mielestämme matala arvo on kuitenkin tässä vaiheessa perusteltu, sillä toiminta pysyy ennusteissamme tappiollisena vielä vuosia.

Huomautamme, että Energian tapaan Muiden pääomarahastojen sijoitustoiminnan arvo käsitellään osana konsernin tasesijoituksia.

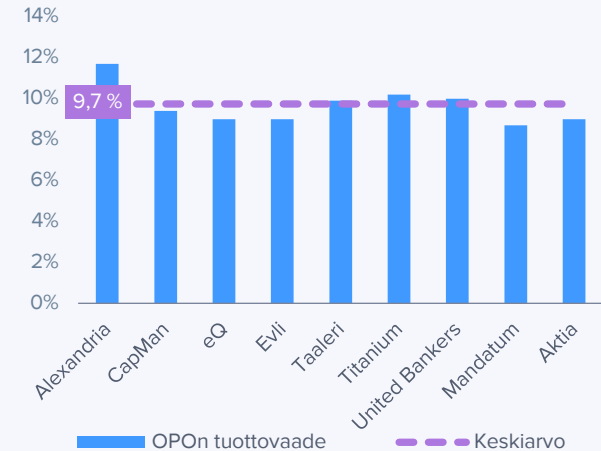
Muiden erien arvo

Konsernikulujen nykyarvo on laskelmissamme noin -67 MEUR. Konsernikulujen arvotuksessa olemme käyttäneet ensi vuoden ennustettamme sekä 3 %:n kasvutekijää. Konsernikuluina huomioidaan vain se osa, jota ei ole jyvitetty segmenteille. Tämä antaa mielestämme paremman kuvan arvon jakautumisesta Taalerin eri osien välillä, vaikka haasteena on luonnollisesti se, että jako on hyvin keinotekoinen. Kaikki kulut tulevat kuitenkin arvonmäärityksessä huomioiduksi, joten lopputuloksen kannalta tällä ei ole merkitystä.

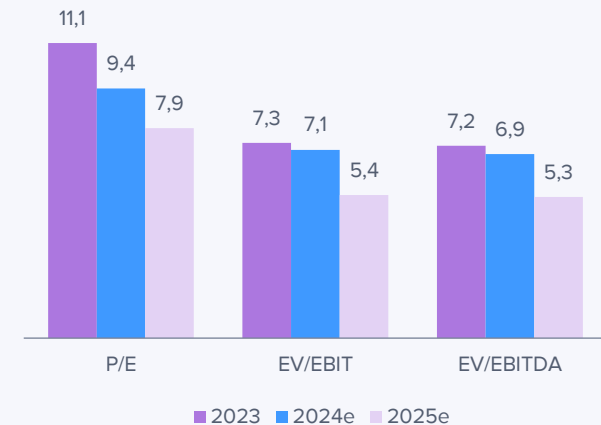
Lisäksi Taalerilla on reilusti tasesijoituksia, jotka olemme arvottaneet näiden omaisuuserien tasearvoon. Keskeinen oletuksemme on, että sijoitussalkun tuotto vastaa pitkässä juoksussa suunnilleen sen tuottovaatimusta. Verovelat huomioiden sijoitussalkun arvoksi saadaan siten 60 MEUR. Lisäksi olemme huomioineet omaisuuserissä noin 14 MEUR:n tuottopalkkiosaamiset, jotka yhtiöllä on taseessaan sen vanhoista tuulirahastoista.

Nettokassaa yhtiöllä oli Q3'24:n lopussa 14 MEUR. Nettokassa muodostui noin 15 MEUR:n korollisista veloista sekä noin 29 MEUR:n kassavarajoista. Huomautamme, että viimeisimmän tulosraportin jälkeen Taaleri on maksanut pois korolliset velkansa. Tämä toteutettiin käsityksemme mukaan kassavarajoista, joten nettovelan määrään toimenpiteellä ei ole merkitystä.

Verrokkien oman pääoman kustannus



Arvostuskertoimet



Arvonmääritys 4/6

Garantian arvo

Garantian arvo muodostuu sen tuottamasta osinkovirrasta, sillä arviomme mukaan yhtiön taseessa ei ole näiden lisäksi olennaisesti ylimääräisiä pääomia jaettavaksi. Arvonmääritysmenetelminä käytämme pääoman tuoton huomioivia tasepohjaisia hinnoittelukertoimia sekä osinkojen nykyarvomallia (DDM). Pidämme Garantian tapauksessa DDM-mallia hyvinkin käyttökelpoisena, sillä oletamme yhtiön jakavan jatkossa lähes koko verojen jälkeisen tuloksensa Taalerille osinkoina.

Soveltamillamme arvonmääritysmenetelmillä saamme Garantian osakekannan arvoksi 170 MEUR.

Garantian DDM-malli

Odotamme Garantian jakaman osinkopotin kasvavan tasaisesti vuodelle 2024 ennustamastamme 14 MEUR:sta 15 MEUR:oon vuonna 2028. Olemme asettaneet terminaalijakson kasvutekijän 1,5 %:iin, sillä oletamme pitkällä aikavälillä lainatakausten kysynnän pysyvän jotakuinkin vakaana ja asuntojen hintojen nousun kasvattavan maltillisesti Garantian arvon kannalta tärkeimpien asuntolainojen ja takausten keskikokoa. Näiltä osin oletuksemme ovat siis kohtalaisen varovaiset, mutta pidämme tätä perusteltuna, sillä erityisesti kilpailun kiristyminen muodostaa keskeisen epävarmuustekijän.

Garantian arvonmäärityksessä olemme

soveltaneet 10 %:n oman pääoman kustannusta. Tuottovaatimusta nostaa erityisesti yhtiön pieni koko sekä historiassa reilusti heiluneet korvausmäärät. Oletusten lopputulemana DDM-mallimme indikoi Garantian osakekannan arvoksi noin 176 MEUR.

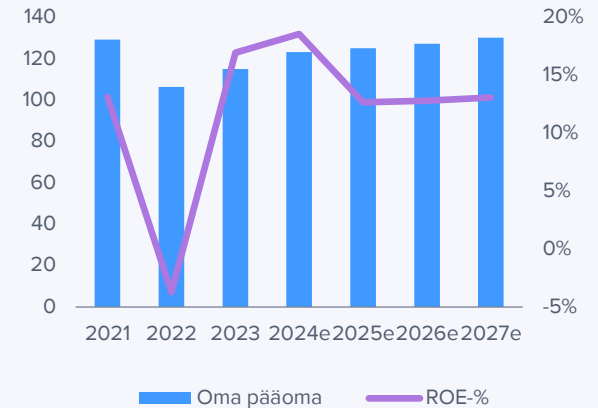
Ennustamallamme tuloskehityksellä ja voitonjakopolitiikalla Garantian vakavaraisuutta mittaava Solvenssi 2 -suhde asettuu ennustejaksollamme 220–230 %:n välimaastoon, mikä vastaa arvioitamme yhtiön mukavuusalueesta.

Garantian tasepohjaiset kertoimet

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

Soveltamalla Garantialle arvioimaamme 12–13 % oman pääoman tuottoa, 10 %:n tuottovaatimusta sekä terminaalijakson 1,5 %:n kasvutekijää P/B-luvun hyväksyttäväksi tasoksi saadaan 1,4–1,5x, jonka mukainen osakekannan arvo asettuu 164–177 MEUR:oon. Haarukan keskikohta vastaa siten DDM-mallimme indikoimaa arvoa keskeisten oletusten samankaltaisuudesta johtuen.

Garantian oman pääoman kehitys



*Garantian oma pääöma: Vakuutustoiminnan varat - vakuutustoiminnan velat

Garantian tasepohjaisen arvon herkkyyksianalyysi (MEUR)

		Oman pääoman tuotto-% (ROE)				
		10,0 %	11,0 %	12,0 %	13,0 %	14,0 %
Tuottovaatimus	9,0 %	155	170	186	201	217
	9,5 %	145	160	174	189	203
	10,0 %	137	150	164	177	191
	10,5 %	129	142	155	168	180
	11,0 %	122	134	147	159	171

Arvonmääritys 5/6

Osien summan yhteenveto

Osien summa -laskelmamme antaa Taalerin arvoksi noin **290 MEUR** tai 10,2 euroa per osake. Tämä ylittää selvästi nykyisen osakekurssin, mitä arviomme mukaan selittää erityisesti heikko osakemarkkinasentimentti ja sijoittajien skeptisyys yhtiön sijoitustoiminnan arvonluontimahdollisuuksia ja operatiivisten liiketoimintojen kasvunäkymiä kohtaan. Uskomme tämän aikanaan korjaantuvan, joten nykyinen kurssitaso näyttäytyy tuotto-odotuksen kannalta houkuttelevana. Korkeampi osien summa vaatisi puolestaan taakseen joko 1) Pääomarahastojen odotuksia parempaa tuloskehitystä, 2) arvoa luovia rakennejärjestelyjä (mm. liiketoimintojen myynnit korkeaan hintaan), 3) bioteollisuusinvestoinneissa onnistumista tai 4) Garantian nopeampaa kasvua.

Muut pääomarahastot taas on konsernin ainoa osa, jossa näemme mahdollisuuden olennaiselle piiloarvolle. Tämän realisoinnin polkuun liittyy kuitenkin yhä epäselvyyttä, sillä ennusteillamme segmentin tulos on tappiolla myös strategiakauden lopussa. Konsernitason tämä merkitys jää kuitenkin hyvin maltilliseksi, sillä osien summan mukaisesta arvosta Muiden pääomarahastojen osuus on alle 5 %.

Pääomien allokointi määrittää paljon

Strategiapäivityksen myötä suurin muutos viimeisen kahden vuoden aikana on tapahtunut yhtiön sijoitussalkussa, joka muuttuu tulevina vuosina nykyistä suuremmaksi sekä merkittävästi riskisemmäksi, kun iso osa taseesta allokoidaan

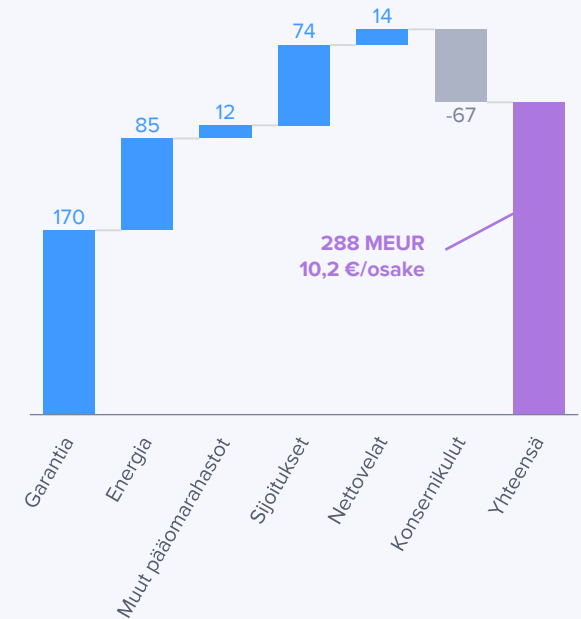
korkean riskin sekä korkean tuotto-odotuksen bioteollisuusinvestointeihin. Näin ollen Taalerin liiketoimintamalli muistuttaa aiempaa vahvemmin sijoitusyhtiötä.

Yhtiön sijoitustarina tiivistyykin yhä voimakkaammin yhtiön johdon kykyyn allokoida tasesijoituksia onnistuneesti. Muistutamme sijoittajia siitä, että Taalerin historialliset näytöt pääoman allokaatiosta ovat itseasiassa varsin hyvät. Merkittävimpinä onnistumisina voidaan nostaa Finsilva, Garantia ja Ficolo. Bioteollisuudessa yhtiöllä on kertynyt merkittävää osaamista ja ajoitus on mielestämme optimaalinen, sillä markkina on vasta syntymässä. Sijoittajien on kuitenkin tärkeä ymmärtää, että bioteollisuusinvestointien riskitaso on merkittävästi Taalerin nykyistä salkkua korkeampi johtuen mm. niiden suuremmasta kokoluokasta sekä teknologiariskistä. Vastapuolena on luonnollisesti korkeampi tuottopotentiali.

Kassavirtamalli (DCF)

DCF-malli ei ole Taalerille optimaalinen, sillä kertatuotot heiluttavat kassavirtaa reilusti ja operatiivisten liiketoimintojen kasvunäkymät ja riskiprofiilit poikkeavat toisistaan selvästi. Näin ollen emme anna analyysissämme oleellista painoa DCF-mallillemme, ja sen antamaan arvoon tulee suhtautua lähinnä muita arvostusmenetelmiä tukevana.

Konsernin osien summa -laskelma (MEUR)



Arvonmääritys 6/6

Lähdemme DCF-mallissamme oletuksesta, että 2027 jälkeen tulos vakiintuu noin 35 MEUR:oon. Terminaalikannattavuutena olemme käyttäneet 45 %:n liikevoittomarginaalia, joka on yhtiön nykyrakenteella suhteellisen varovainen, mutta pidämme tätä perusteltuna johtuen Pääomarahastojen ylösajon keskeneräisyydestä ja tähän liittyvästä epävarmuudesta. Kassavirtamallimme antaa Taalerin arvoksi osien summa -laskelman tapaan noin 10 euroa osakkeelta.

Arvostuskertoimet

Vuosien 2024–2025 tulosennusteillamme P/E-kertoimet ovat 8–9x, jota ei voida pitää vaativana tasona. Tässä on kuitenkin huomioitava, että tulos tulee valtaosin vaikeammin ennustettavista kertatuotoista. Lisäksi Taalerin osinkotuotto on lähivuodet kohtalaisen hyvällä noin 6–7 %:n tasolla.

P/B-kerroin on mielestämme Taalerille edelleen kohtalaisen relevantti johtuen pääomaraskaan Garantian suuresta painosta sekä tasesijoitusten merkittävästä osuudesta. Ennusteillamme Taalerin oman pääoman tuotto asettuu lähivuosina noin 12 %:iin, mihin suhteutettuna nykyistä tasepohjaista hinnoittelua P/B 1,1x ei voida pitää korkeana.

Kokonaisuutena kertoimet tukevat näkemystämme osakkeen houkuttelevasta hinnoittelusta. Huomautamme kuitenkin, että tulospohjaisten kertoimien käytettävyyttä heikentävät pääomarahastoliiketoiminnan ylösajon

keskeneräisyys sekä kertatuottojen merkittävä osuus tuloksesta.

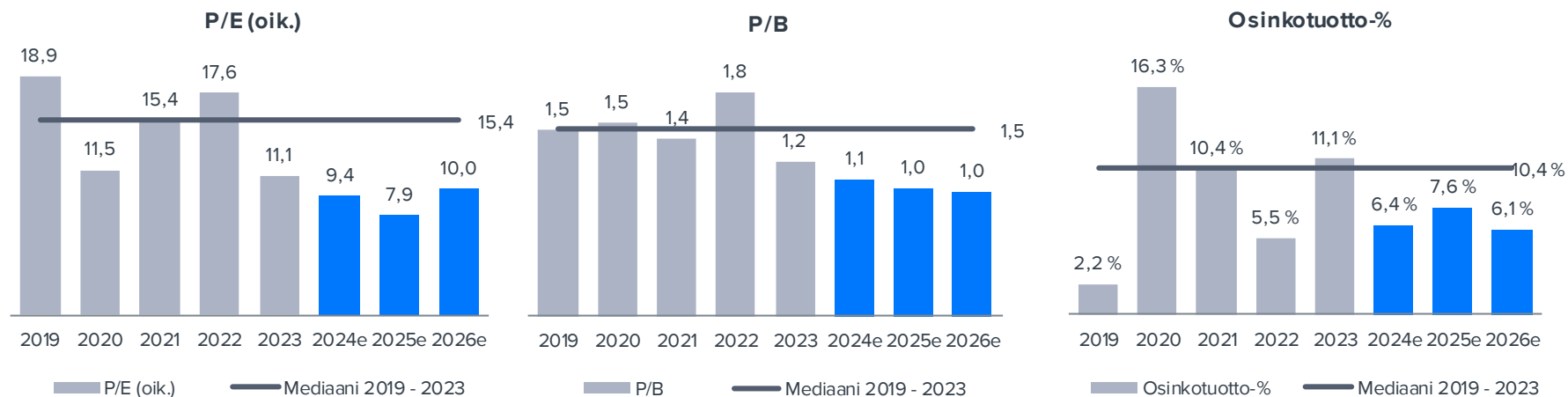
Verrokkiryhmä ei ole optimaalinen

Kotimaisina verrokkeina olemme käyttäneet kaikkia pörssiin listattuja varainhoitajia. Keskimääräinen vertailtavuus Taalerin ja verrokkiryhmän välillä ei kuitenkaan ole kaksinen, sillä pörssin muut varainhoitajat toimivat pääosin eri markkinoilla. Vaihtelua löytyy myös liiketoimintamallien välillä. Keskeisenä erona ovat Taalerin laajamuotoinen sijoitustoiminta sekä vakuutusyhtiö Garantia, joka vastaa suuresta osasta arvoa eikä ole profiililtaan verrattavissa varainhoitajiin. Taalerin tulospohjaisten kertoimien tulkintaa vaikeuttaa lisäksi vuosittain heiluvien kertatuottojen korkea osuus tuloksesta. Tämän vuoksi verrokkianalyysi soveltuu paremmin konsernin eri osien, erityisesti Energian, arvostuksen tarkasteluun.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	7,40	8,12	11,5	12,8	8,99	7,72	7,72	7,72	7,72
Osakemäärä, milj. kpl	28,4	28,4	28,4	28,4	28,3	28,5	28,7	28,9	29,1
Markkina-arvo	210	230	326	363	254	220	220	220	220
Yritysarvo (EV)	246	289	308	331	234	227	206	215	226
P/E (oik.)	18,9	11,5	15,4	17,6	11,1	9,4	7,9	10,0	9,2
P/E	18,9	11,5	2,4	17,6	11,1	9,4	7,9	10,0	9,2
P/B	1,5	1,5	1,4	1,8	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9
P/S	3,1	2,7	4,7	5,7	3,9	3,4	3,1	3,5	3,3
EV/Liikevaihto	3,7	3,3	4,4	5,2	3,6	3,6	2,9	3,4	3,4
EV/EBITDA	12,8	10,7	2,1	11,6	7,2	6,9	5,3	7,1	6,8
EV/EBIT (oik.)	14,9	11,8	10,7	12,1	7,3	7,1	5,4	7,2	7,0
Osinko/tulos (%)	40,9 %	187,2 %	25,0 %	96,3 %	123,3 %	60,0 %	60,0 %	60,0 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	2,2 %	16,3 %	10,4 %	5,5 %	11,1 %	6,4 %	7,6 %	6,1 %	6,7 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Aktia	695								7,7	8,0	8,5	8,1	0,9
Alexandria	93	86	8,2	7,7	6,8	6,4	1,8	1,7	12,0	11,3	7,2	7,3	2,7
CapMan	309	298	9,3	7,7	8,9	7,3	4,5	4,1	15,1	11,8	8,1	8,5	1,6
Evi	492	503	11,2	10,1	10,1	9,2	4,6	4,3	14,7	13,2	8,1	8,8	3,5
eQ	502	460	10,3	8,9	10,0	8,7	5,9	5,2	14,1	12,4	7,3	8,3	6,2
Titanium	88	76	7,9	6,3	7,2	5,9	3,2	2,9	11,6	9,4	9,6	11,6	4,9
United Bankers	197	170	8,7	8,8	7,7	7,7	2,8	2,7	13,5	13,8	6,4	6,6	3,3
Taaleri (Inderes)	220	227	7,1	5,4	6,9	5,3	3,6	2,9	9,4	7,9	6,4	7,6	1,1
Keskiarvo			9,3	8,2	8,5	7,5	3,8	3,5	12,7	11,4	7,9	8,5	3,3
Mediaani			9,0	8,2	8,3	7,5	3,9	3,5	13,5	11,8	8,1	8,3	3,3
Erotus-% vrt. mediaani			-21 %	-34 %	-16 %	-29 %	-8 %	-15 %	-30 %	-33 %	-21 %	-8 %	-66 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	63,2	10,1	23,8	13,5	18,2	65,6	17,2	12,6	22,2	11,9	63,9	70,0	62,7	67,2
Pääomarahastot	42,6	5,2	16,1	8,4	12,7	42,3	6,7	6,4	14,4	6,8	34,3	46,2	39,0	42,7
Garantia	8,1	4,1	5,4	3,9	4,5	17,9	9,3	4,1	6,8	4,4	24,6	20,8	21,4	22,3
Muut	12,6	-0,1	4,8	0,8	0,5	6,1	1,1	1,3	0,4	0,8	3,6	3,1	2,3	2,2
Käyttökate	28,6	1,7	17,8	5,9	7,0	32,4	9,8	4,6	14,9	3,4	32,7	38,7	30,3	33,2
Poistot ja arvonalennukset	-1,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,8	-0,5	-0,6	-0,7
Liikevoitto ilman kertaerää	27,4	1,6	17,7	5,7	6,9	31,9	9,6	4,4	14,7	3,3	32,0	38,2	29,6	32,5
Liikevoitto	27,4	1,6	17,7	5,7	6,9	31,9	9,6	4,4	14,7	3,3	32,0	38,2	29,6	32,5
Pääomarahastot	16,8	-1,2	8,6	3,5	4,0	14,9	0,5	0,3	9,2	-0,1	9,9	21,2	13,2	15,6
Garantia	1,3	3,3	4,6	4,7	4,0	16,5	9,1	4,1	6,3	4,2	23,7	19,8	20,3	21,1
Muut	9,3	-0,5	4,6	-2,4	-1,1	0,5	0,0	0,0	-0,9	-0,8	-1,7	-2,8	-3,9	-4,3
Nettorahoituskulut	-1,0	-0,3	-0,5	-0,2	-0,2	-1,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,4	-0,3	-0,3
Tulos ennen veroja	26,4	1,3	17,2	5,5	6,6	30,7	9,4	4,2	14,5	3,1	31,1	37,8	29,3	32,2
Verot	-5,1	-0,7	-1,3	-0,6	-1,7	-4,2	-1,9	-0,8	-1,4	-0,6	-4,6	-7,6	-5,9	-6,4
Vähemmistöosuudet	-0,7	-0,1	-2,2	-0,3	-0,9	-3,6	-0,1	-0,3	-2,2	-0,5	-3,2	-2,3	-1,2	-1,3
Nettotulos	20,6	0,5	13,8	4,6	4,0	22,9	7,4	3,1	10,9	1,9	23,3	28,0	22,3	24,4
EPS (oikaistu)	0,73	0,02	0,49	0,16	0,14	0,81	0,26	0,11	0,39	0,07	0,82	0,97	0,77	0,84
EPS (raportoitu)	0,73	0,02	0,49	0,16	0,14	0,81	0,26	0,11	0,39	0,07	0,82	0,97	0,77	0,84

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-9,3 %	41,8 %	100,9 %	-50,0 %	5,3 %	3,8 %	69,1 %	-46,9 %	65,1 %	-34,6 %	-2,6 %	9,5 %	-10,4 %	7,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-4,7 %	-341,0 %	634,2 %	-68,9 %	-3,7 %	16,5 %	517,1 %	-75,1 %	155,8 %	-52,5 %	0,3 %	19,3 %	-22,3 %	9,5 %
Käyttökate-%	45,2 %	16,8 %	74,8 %	43,8 %	38,2 %	49,3 %	57,4 %	36,4 %	67,1 %	28,4 %	51,2 %	55,2 %	48,3 %	49,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	43,3 %	15,3 %	74,4 %	42,7 %	37,8 %	48,6 %	56,0 %	34,9 %	66,1 %	27,5 %	50,0 %	54,5 %	47,3 %	48,3 %
Nettotulos-%	32,6 %	5,1 %	57,8 %	34,4 %	22,2 %	35,0 %	43,2 %	24,6 %	49,2 %	16,0 %	36,5 %	39,9 %	35,5 %	36,4 %

Lähde: Inderes

Huom: Konsernin liikevaihto eroaa historiatietojen osalta hieman segmenttien yhteenlasketusta liikevaihdosta yhtiön tekemien eliminointien takia. Nämä sisältävät segmenteille kohdistetun osakkuusyhtiön tuloksen sekä joitain läpikulkueria.

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	206	221	231	239	256
Liikearvo	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Käyttöomaisuus	0,4	2,4	2,6	3,2	3,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	48,2	51,6	61,5	69,0	86,0
Muut sijoitukset	154	161	161	161	161
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	3,2	5,1	5,1	5,1	5,1
Vaihtuvat vastaavat	94,8	87,3	60,6	68,6	57,9
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	13,2	17,2	17,2	17,2	17,2
Myyntisaamiset	34,8	31,8	30,7	17,5	15,7
Likvidit varat	46,8	38,3	12,8	34,0	25,0
Taseen loppusumma	301	308	291	307	314

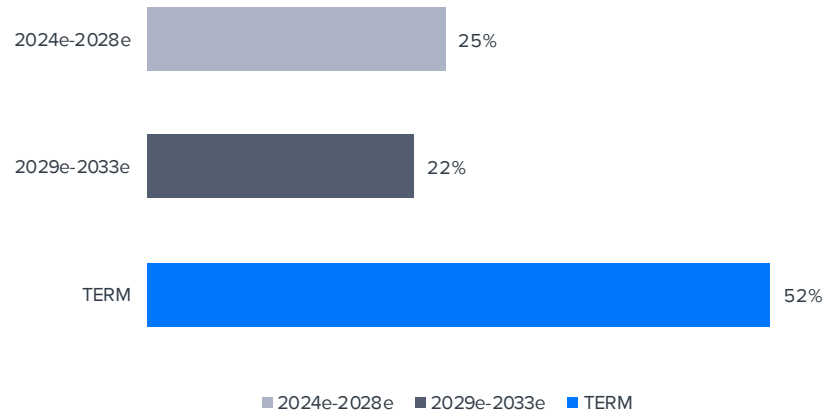
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	203	209	207	223	230
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	184	187	182	196	202
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	-0,4	2,5	5,7	7,9	9,1
Pitkäaikaiset velat	54,1	53,6	38,9	38,7	38,7
Laskennalliset verovelat	17,5	16,5	16,5	16,5	16,5
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	14,9	14,9	0,2	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	21,8	22,2	22,2	22,2	22,2
Lyhytaikaiset velat	44,0	45,6	45,6	45,6	45,6
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset velat	44,0	45,6	45,6	45,6	45,6
Taseen loppusumma	301	308	291	307	314

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	3,8 %	-2,6 %	9,5 %	-10,4 %	7,1 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	48,6 %	50,0 %	54,5 %	47,3 %	48,3 %	48,0 %	47,0 %	46,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %
Liikevoitto	31,9	32,0	38,2	29,6	32,5	33,2	33,5	33,8	34,0	34,9	35,7	
+ Kokonaispoistot	0,5	0,8	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	
- Maksetut verot	-7,1	-4,6	-7,6	-5,9	-6,4	-6,6	-6,6	-6,7	-6,7	-6,9	-7,1	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,6	1,1	13,2	1,8	-1,1	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	
Operatiivinen kassavirta	25,8	29,1	44,2	26,2	25,6	26,9	27,2	27,4	27,7	28,5	29,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-9,7	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	16,5	28,1	43,2	25,1	24,4	25,7	25,9	26,1	26,3	27,1	27,9	
+/- Muut	-10,4	-9,9	-7,5	-17,0	-22,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	6,1	18,2	35,7	8,1	2,4	25,7	25,9	26,1	26,3	27,1	27,9	379
Diskontattu vapaa kassavirta		18,3	32,6	6,7	1,8	17,6	16,1	14,8	13,5	12,7	11,8	161
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		307	289	256	249	248	230	214	199	185	173	161
Velaton arvo DCF		307										
- Korolliset velat		-14,9										
+ Rahavarat		38,3										
-Vähemmistöosuus		-20,0										
-Osinko/pääomapalautus		-28,3										
Oman pääoman arvo DCF		282										
Oman pääoman arvo DCF per osake		9,9										

Rahavirranjakauma jaksottain



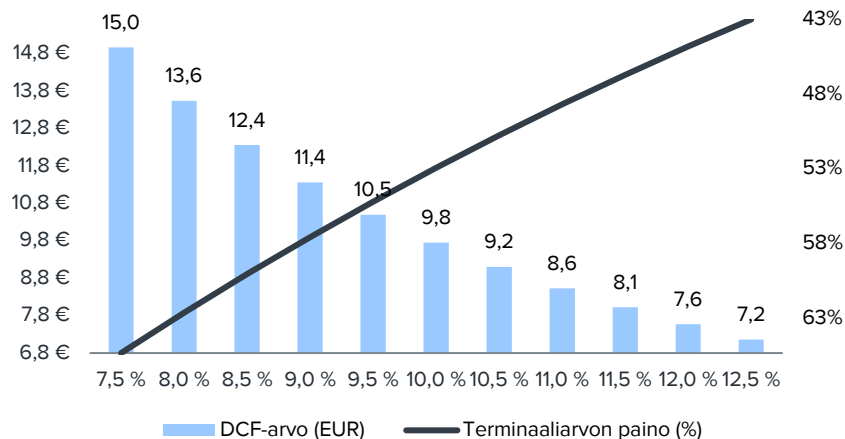
Pääoman kustannus (WACC)

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

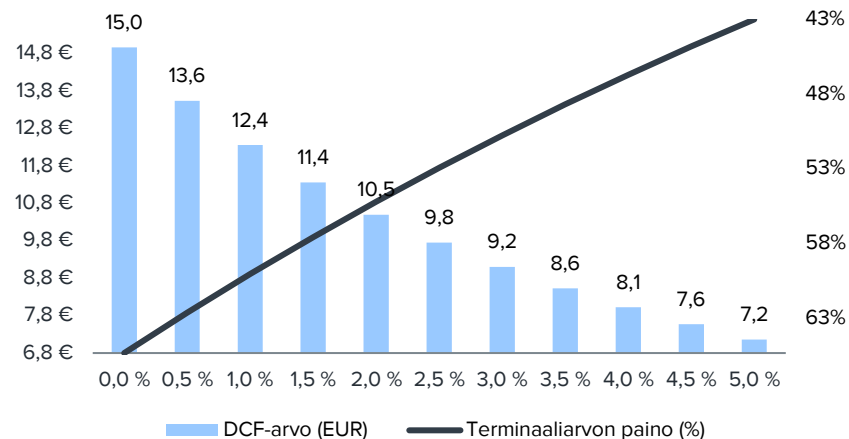
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

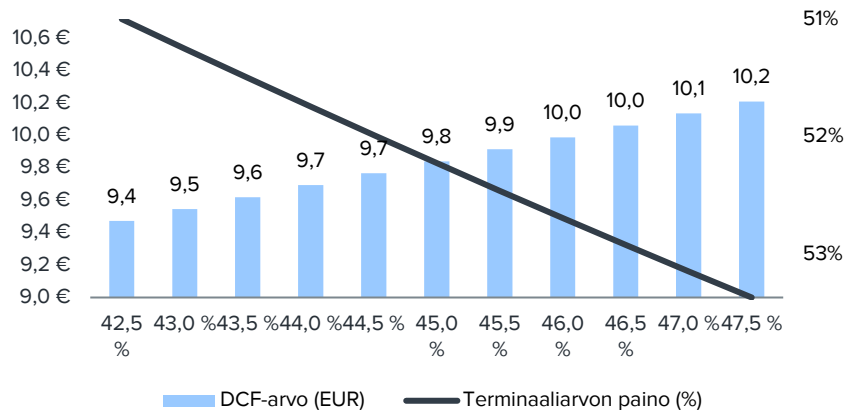
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



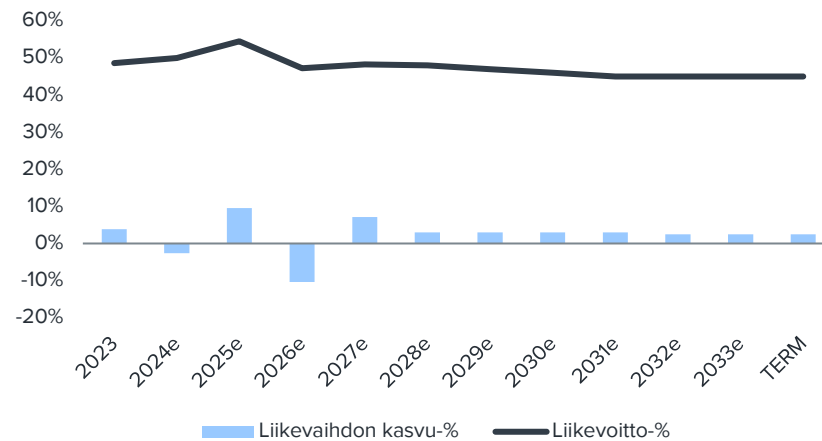
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	69,7	63,2	65,6	63,9	70,0	EPS (raportoitu)	4,80	0,73	0,81	0,82	0,97
Käyttökate	144,4	28,6	32,4	32,7	38,7	EPS (oikaistu)	0,75	0,73	0,81	0,82	0,97
Liikevoitto	143,6	27,4	31,9	32,0	38,2	Operat. kassavirta / osake	5,00	0,58	0,91	1,02	1,54
Voitto ennen veroja	141,3	26,4	30,7	31,1	37,8	Vapaa kassavirta / osake	3,90	2,04	0,21	0,64	1,24
Nettovoitto	136,0	20,6	22,9	23,3	28,0	Omapääoma / osake	8,13	7,16	7,28	7,06	7,50
Kertaluontoiset erät	114,9	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	1,20	0,70	1,00	0,49	0,58
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	318,7	300,8	307,9	291,4	307,4	Liikevaihdon kasvu-%	-20 %	-9 %	4 %	-3 %	10 %
Oma pääoma	229,8	202,7	208,7	206,9	223,1	Käyttökateen kasvu-%	434 %	-80 %	13 %	1 %	18 %
Liikearvo	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	Liikevoiton oik. kasvu-%	17 %	-5 %	16 %	0 %	19 %
Nettovelat	-38,4	-31,9	-23,4	-12,6	-34,0	EPS oik. kasvu-%	6 %	-2 %	11 %	1 %	19 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	207,2 %	45,2 %	49,3 %	51,2 %	55,2 %
Käyttökate	144,4	28,6	32,4	32,7	38,7	Oik. Liikevoitto-%	41,2 %	43,3 %	48,6 %	50,0 %	54,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	2,0	-6,8	0,6	1,1	13,2	Liikevoitto-%	206,0 %	43,3 %	48,6 %	50,0 %	54,5 %
Operatiivinen kassavirta	141,6	16,5	25,8	29,1	44,2	ROE-%	71,7 %	9,5 %	11,2 %	11,5 %	13,4 %
Investoinnit	-1,5	15,0	-9,7	-1,0	-1,1	ROI-%	64,9 %	11,8 %	14,5 %	14,9 %	17,7 %
Vapaa kassavirta	110,6	57,7	6,1	18,2	35,7	Omavaraisuusaste	72,1 %	67,4 %	67,8 %	71,0 %	72,6 %
						Nettovelkaantumisaste	-16,7 %	-15,8 %	-11,2 %	-6,1 %	-15,2 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	4,4	5,2	3,6	3,6	2,9						
EV/EBITDA	2,1	11,6	7,2	6,9	5,3						
EV/EBIT (oik.)	10,7	12,1	7,3	7,1	5,4						
P/E (oik.)	15,4	17,6	11,1	9,4	7,9						
P/B	1,4	1,8	1,2	1,1	1,0						
Osinkotuotto-%	10,4 %	5,5 %	11,1 %	6,4 %	7,6 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
10/05/2021	Lisää	11,50 €	10,65 €
24/05/2021	Lisää	12,50 €	11,65 €
01/06/2021	Lisää	11,50 €	11,20 €
20/08/2021	Lisää	11,50 €	10,85 €
08/11/2021	Lisää	11,50 €	10,95 €
02/12/2021	Vähennä	11,50 €	11,50 €
17/02/2022	Vähennä	12,00 €	11,80 €
02/05/2022	Vähennä	11,00 €	10,38 €
09/05/2022	Lisää	11,00 €	9,92 €
22/08/2022	Lisää	11,00 €	10,16 €
31/10/2022	Lisää	11,00 €	9,35 €
07/11/2022	Lisää	11,00 €	9,91 €
07/02/2023	Myy	11,00 €	12,82 €
17/02/2023	Vähennä	11,00 €	11,34 €
17/04/2023	Vähennä	11,00 €	10,42 €
04/05/2023	Vähennä	11,00 €	10,40 €
14/08/2023	Lisää	11,00 €	9,42 €
17/08/2023	Lisää	11,00 €	9,65 €
02/11/2023	Lisää	10,00 €	8,50 €
30/11/2023	Lisää	10,00 €	8,63 €
12/02/2024	Lisää	10,00 €	9,16 €
15/02/2024	Vähennä	10,00 €	9,70 €
08/05/2024	Vähennä	9,50 €	8,70 €
21/08/2024	Lisää	9,50 €	8,34 €
06/11/2024	Lisää	9,50 €	8,18 €
17/01/2025	Lisää	9,00 €	7,72 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**