

Taaleritehdas

Sijoitustutkimus

3/2015

inde
res.

TÄRKEITÄ TIETOJA LUKIJALLE

Inderes Oy ("Inderes") on laatinut tämän luottamuksellisen tutkimuksen Taaleritehdas Oyj:stä ("Yhtiö"), ja tutkimus on laadittu vain rajoitettua joukkoa varten taustatiedoksi. Tätä tutkimusta ei missään tapauksessa ole tarkoitettu annettavaksi yleisölle Suomessa tai missään muualla eikä julkistettavaksi millään tavoin.

Tämä tutkimus on tarkoitettu käytettäväksi ainoastaan taustatietoa varten, eikä sitä tule pitää Yhtiön, sen osakkeiden tai muiden arvopaperien markkinointina Suomessa tai missään muussakaan maassa. Yhtiö ei ole tehnyt päätöstä listautumisesta, eikä ole varmuutta siitä, että listautuminen toteutuu. Mahdolliseen listautumiseen liittyvä materiaali, mukaan lukien virallinen esite, laaditaan ja julkaistaan myöhemmin, jos listautuminen toteutuu.

Inderes on laatinut tämän tutkimuksen riippumattomana asiantuntijana. Yhtiö ei ota kantaa tutkimuksen sisältämiin tietoihin eikä ota vastuuta niiden oikeellisuudesta tai mahdollisista puutteista taikka Inderesin niiden perusteella tekemistä johtopäätöksistä.

Tässä tutkimuksessa ei pyritä antamaan kokonaiskuvaa tai sijoitusta varten riittäviä tietoja Yhtiöstä, eikä siinä olevien tietojen perusteella voida tehdä sijoituspäätöksiä. Annettavat tiedot voivat muuttua tai niitä voidaan muuttaa ilman, että lukija saa tästä erillistä ilmoitusta. Mahdollista sijoitusta suunnittelevan tahon on itse selvitettävä ja arvioitava Yhtiöön liittyviä tietoja sekä hankittava omalla kustannuksellaan omat oikeudelliset, taloudelliset, verotukselliset ja muut neuvot mahdollista sijoitusta varten.

Tämä tutkimus saattaa sisältää tulevaisuutta koskevia lausumia, arvioita ja laskelmia Yhtiöstä ja markkinoista, joilla Yhtiö toimii. Tällaiset lausumat, arviot ja laskelmat heijastavat niitä varten tehtyjä oletuksia, jotka voivat pitää paikkansa tai osoittautua virheellisiksi. Tulevaisuutta koskevat lausumat, arviot ja laskelmat sisältävät tunnettuja ja tuntemattomia riskejä, epävarmuustekijöitä sekä muita tärkeitä tekijöitä, joiden johdosta Yhtiön todellinen tulos, toiminta ja saavutukset tai toimialan kehitys voivat poiketa olennaisesti tällaisissa tulevaisuutta koskevissa lausumissa, arvioissa ja laskelmissa nimenomaisesti tai välillisesti esitetystä seikoista. Yhtiö ei anna vakuutuksia tai sitoumuksia tällaisista lausumista, arvioista ja laskelmista.

Yhtiö ei ole sitoutunut toteuttamaan listautumista tai mitään muutakaan Yhtiötä koskevaa järjestelyä. Yhtiötä koskevista hankkeista voidaan luopua ilman ennakoilmoitusta ja ilman, että lukijalle annetaan mitään tietoa luopumisesta.

Tämä tutkimus ei ole arvopaperimarkkina- (746/2012) tarkoitettu esite tai markkinointimateriaali. Tutkimus ei sisällä tarjousta, tarjouspyyntöä tai sijoitusneuvoja Yhtiön osakkeiden tai muiden arvopaperien hankkimisesta tai merkitsemisestä. Sovellettavaan lainsäädäntöön saattaa sisältyä tämän tutkimuksen vastaanottamista koskevia rajoituksia. Tutkimuksen vastaanottaja voi saada tiedon tutkimuksesta ja vastaanottaa sen vain sillä ehdolla, että tämä on mahdollista sovellettavan lain mukaan ilman minkäänlaisia viranomaisyhdyntöjä, rekisteröintejä tai muita muodollisuuksia.

Tämä tutkimus on luottamuksellinen ja tarkoitettu ainoastaan vastaanottajalle. Tätä tutkimusta tai sen sisältämiä tietoja ei saa kopioida tai antaa eteenpäin millään tavalla ilman Yhtiön nimenomaista suostumusta. Tämän tutkimuksen sisältämä tieto ei ole tarkoitettu julkistettavaksi tai levitettäväksi kokonaan tai osittain, suoraan tai välillisesti Yhdysvalloissa, Kanadassa, Australiassa, Hongkongissa, Etelä-Afrikassa, Singaporessa tai Japanissa. Tämä tutkimus ei ole tarjous Taaleritehdas Oyj:n osakkeiden myymiseksi Yhdysvaltoihin tai Yhdysvalloissa, eikä osakkeita saa tarjota tai myydä Yhdysvalloissa, ellei niitä ole rekisteröity Yhdysvaltain vuoden 1933 arvopaperilain (muutoksineen) tai minkään Yhdysvaltain osavaltion tai muun alueen soveltuvien arvopaperilakien tai niiden nojalla annettujen säännösten ja määräysten mukaisesti tai ellei rekisteröintivelvollisuudesta ole poikkeusta.

Uusi Taaleritehdas

Taaleritehdas siirtyy Garantian myötä uuteen kokoluokkaan ja myös yhtiön sijoitusprofiili muuttuu selvästi. Pidämme Garantia-kauppaa erinomaisena järjestelynä ja se luo mielestämme selkeästi omistaja-arvoa. Konsernin tulos tulee pysymään lähivuosina kasvu-uralla ja pidämme osakeannin hinnoittelua houkuttelevana suhteessa yhtiön tulokasvunäkymiin.

Uuteen kokoluokkaan

Garantia-järjestelyn myötä Taaleritehtaasta tulee finanssiryhmä ja se siirtyy uuteen kokoluokkaan. Yhtiön IFRS tase kasvaa 152 MEUR:sta 237 MEUR:oon ja nettovelkaantumisaste nousee noin 140 %:iin. Myös yhtiön tulostaso nousee selvästi aiemmasta ja ennusteemme vuoden 2015 liikevaihdolle ja voitolle ennen veroja ovat 58,7 MEUR ja 17,7 MEUR. Kokonaisuutena pidämme Garantia-kauppaa Taaleritehtaan kannalta erinomaisena. Kauppahinta on mielestämme selvästi alle Garantian todellisen arvon ja Garantia-ostos tarjoaa konsernille mielenkiintoisia strategisia vaihtoehtoja liiketoiminnan tulevaa kehitystä varten.

Tuloskasvu jatkuu

Taaleritehtaan tuloskasvu tulee päivitettyjen ennusteidemme valossa jatkamaan kasvuaan lähivuosina. Yhtiön tuloskasvun ajureina toimivat Pääomarahastot ja Lainaamon kasvu. Ennustamme konsernin voiton ennen veroja (IFRS) kasvavan 2014-2018 välillä noin 18 % vuodessa. Ennusteemme eivät huomioi mahdollisia irtaantumisia Pääomarahastoista tai tulevia yritysjärjestelyjä.

Sijoitustehtaan rooli kasvaa, yhtiöprofiili muuttuu

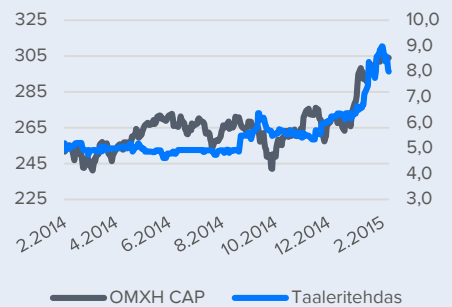
Uskomme että lähivuosina Taaleritehdas tulee aktivoitumaan selvästi omassa sijoitustoiminnassaan ja yhtiön sijoitusyhtiö Sijoitustehdas tulee toteuttamaan sijoituksia sekä täysin itsenäisesti että kanssasijoittamisen -konseptilla. Nämä sijoitukset tulevat olemaan keskeisessä roolissa yhtiön lähivuosien omistaja-arvon kehityksen kannalta. Näin ollen yhtiön omistaminen vaatiikin sijoittajilta vahvaa luottamusta yhtiön johtoon ja sen kykyyn toteuttaa onnistuneita yritysjärjestelyjä. Sen lisäksi että yhtiöstä tulee entistä selvemmin sijoitusyhtiö, tulee sen sijoittajaprofiili muuttumaan myös merkittävästi. Garantian myötä Taaleritehtaan tulos on entistä herkempi pääomamarkkinoiden kehitykselle ja yhtiöllä on myös vuoden 2014 yritysjärjestelyjen seurauksena merkittävästi velkaa taseessaan. Lisäksi Garantian vakuudeton vakuutuskanta (hieman yli 50 % koko kannasta) altistaa yhtiötä uusille riskeille, mikäli Garantia epäonnistuu riskien hallinnassaan.

Tuloskasvu tarjoaa edelleen nousuvaraa

Taaleritehdas tarjoaa osakeannissa enintään 3,2 miljoonaa osaketta hintaan 7,25 euroa per osake. Antihinta hinnoittelee yhtiön markkina-arvon 182 MEUR:oon. Antihinnalla lasketut keskeiset arvostuskertoimet ovat mielestämme houkuttelevalla tasolla 2015 ja 2016 P/E-kertoimien ollessa 14x ja 12,5x. Nämä ovat selvästi yhtiön verrokkiryhmän ja muun pörssin alapuolella.

Analyttikko

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



Antihinta per osake

7,25 EUR

MCAP antihinnalla

182 MEUR

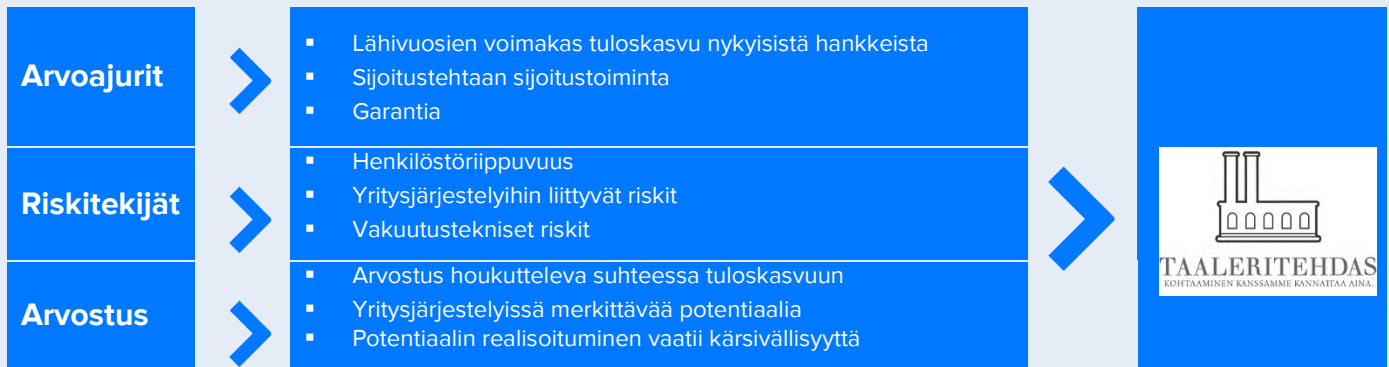
Avainluvut

Avainluvut	2014	2015e	2016e
Liikevaihto	41,5	58,7	62,5
-Kasvu-%	50,9 %	41,4 %	6,6 %
EBIT	7,6	15,4	18,8
-EBIT -%	18,3 %	26,3 %	30,0 %
Tulos ennen veroja	7,6	17,7	21,4
Nettotulos	5,0	13,9	16,8
EPS	0,19	0,51	0,58
Osinko	0,09	0,18	0,25
-Osinkosuhte-%	47 %	35 %	43 %
P/E	33,0	14,2	12,5
P/B	2,1	2,3	2,0
P/S	3,9	3,5	3,3
Osinkotuotto-%	1,4 %	2,5 %	3,4 %

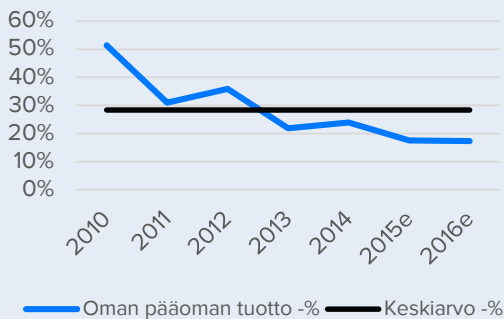
Lähde Inderes
*Laskettu 7,25 euron osakekursilla

Taaleritehdas yhteenveto

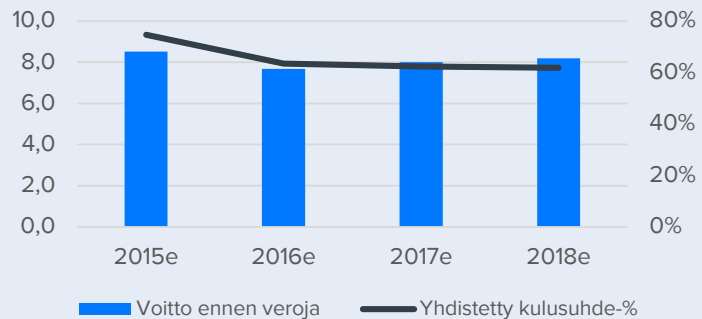
Sijoitusnäkemys



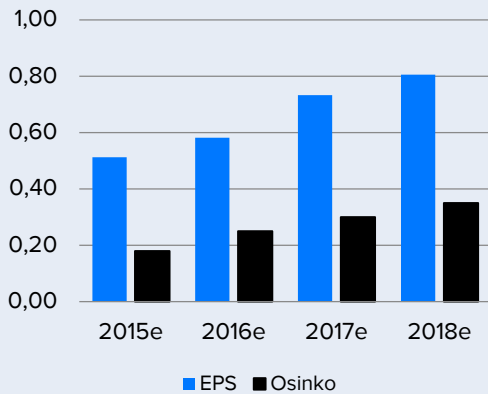
Taaleritehdas ROE-% 2010-2016e



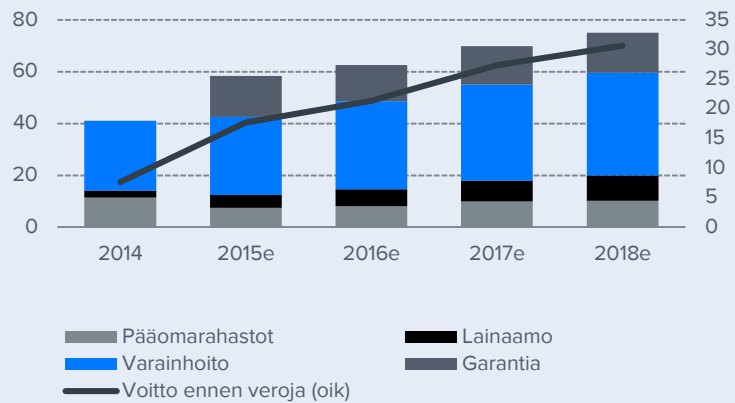
Garantian tuloseennusteet 2015-2018e



Konserni EPS ja osinko 2015-2018e



Taaleritehtaan tuloseennusteet 2015-2018e



Lähde: Inderes & Taaleritehdas

Arvostus 2015e (antihinnalla)



Sisällysluettelo

Taaleritehdas yhteenveto.....	4
Yhtiökuvaus & Garantia-kauppa.....	6
Toimiala ja kilpailijat.....	10
Varainhoitoliiketoiminta.....	15
Pääomarahastot.....	18
Lainaamo.....	22
Sijoitustehdas.....	23
Garantia.....	25
Strategia, kilpailuedut ja riskit.....	28
Taloudellinen tilanne.....	30
2014 pro forma tuloslaskelma.....	31
Taserakenne ja rahoitusasema.....	32
Tulevaisuuden ennusteet.....	33
Osakkeen hinnoittelu & osakeanti.....	35
Tuloslaskelma & tase.....	37
Vastuuvapauslauseke.....	38

Yhtiökuvaus & Garantia-kauppa

Garantia-kaupan myötä Taaleritehdas siirtyy seuraavaan kokoluokkaan ja siitä tulee riippumaton finanssiryhmä. Yhtiön liiketoiminta jaetaan jatkossa kolmeen segmenttiin: Sijoitus, Rahoitus ja Vakuutus. Konsernin pro forma liikevaihto oli 71,7 MEUR vuonna 2014 ja pro forma liikevoitto 29,6 MEUR.

Yhtiökuvaus

Erlainen sijoituspalveluyhtiö

Taaleritehdas on vuonna 2007 perustettu suomalainen sijoitusyhtiö, joka tarjoaa myös sijoituspalveluja osana varainhoitoa. Yhtiö tarjoaa varainhoitopalveluita ja pääomarahastotuotteita varakkaille yksityishenkilöille sekä instituutioille. Yhtiö on kasvanut nopeasti vaihtelevissa markkina-olosuhteissa ja vakiinnuttanut paikkansa Suomen varainhoitokentässä. Garantia-kaupan jälkeen Taaleritehtaasta tulee riippumaton finanssiryhmä.

Konsernirakenne

Taaleritehdas koostuu emoyhtiö Taaleritehdas Oyj:stä sekä neljästä tytäryhtiöstä, jotka ovat Taaleritehtaan Varainhoito Oy, Taaleritehtaan Pääomarahastot Oy, erikoisrahoitusyhtiö Lainaamo ja sijoitusyhtiö Sijoitustehdas Oy. Emoyhtiö omistaa Varainhoidon ja Sijoitusyhtiön kokonaan sekä 75 %:n osuuden pääomarahastoista ja 70 %:n osuuden Lainaamosta. Kaupan jälkeen Garantiasta tulee Taaleritehtaan kokonaan omistama tytäryhtiö.

Tämän lisäksi Taaleritehtaan Varainhoito Oy:llä on neljä tytäryhtiötä: Taaleritehtaan Rahastoyhtiö Oy, Vakuutusvahti Oy, Taaleritehtaan Holvi Oy ja Taaleri Porföy Yönetimi A.S. Taaleritehtaan Varainhoito Oy omistaa Rahastoyhtiön kokonaan, Vakuutusvahdista 70 %, Holvista 75 % ja Turkin varainhoitoliiketoimintaan keskittyvästä Taaleri Porföy Yönetimi A.S:sta 77 %.

Taaleritehtaan pääomarahastot Oy:ssä, Lainaamossa, Vakuutusvahdissa ja Taaleri Porföy Yönetimi A.S:ssä Taaleritehtaan lisäksi omistajina on toimiva johto, jota Taaleritehdas pyrkii sitouttamaan yrittäjälähtöisesti merkittäville omistusosuuksilla.

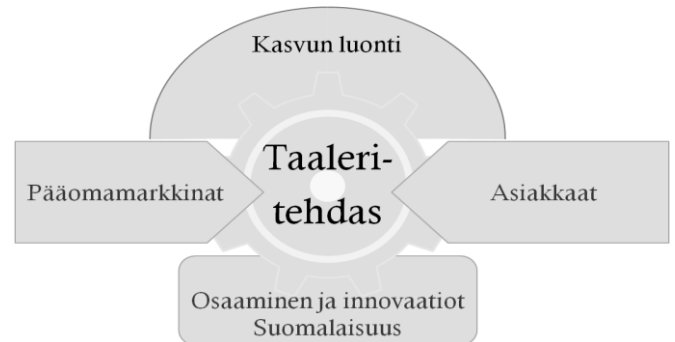
Garantia-kaupan jälkeen Taaleritehdas tulee organisoimaan rakenteensa uusiksi ja yhtiö raportoi kaupan toteutumisen jälkeen kolme segmenttiä: Sijoitus, Rahoitus ja Vakuutus. Sijoitus-liiketoiminnan alla ovat Varainhoito, Pääomarahastot ja Sijoitustehdas ja se on näin ollen ylivoimaisesti konsernin suurin yksittäinen segmentti. Rahoituksen alle siirtyy Lainaamo ja Vakuutus-liiketoiminta kattaa Garantian ja Vakuutusvahdin. Garantiaa tullaan jatkossa johtamaan itsenäisenä tytäryhtiönä ja uusi konsernirakenne vaikuttaa tätä ajatellen järkevältä. Tarkempi organisaatiokaavio löytyy sivulta 9.

Pääomamarkkinan pelinrakentaja

Taaleritehtaan visiona on yhdistää yksityinen pääoma, ideat sekä yrittäjyys ja luoda tämän avulla kasvua. Taaleritehdas onkin toteuttanut visiotaan aktiivisesti koko olemassaolonsa aikana ja tuonut jatkuvasti uusia innovatiivisia tuotteita ja palveluita markkinoille.

Taaleritehtaan missiona on edistää suomalaista omistajuutta ja pääomamarkkinoiden toimintaa yhdessä asiakkaiden kanssa. Taaleritehdas haluaa tarjota varakkaille ja vaurastuville suomalaisille mahdollisuuden osallistua pääomamarkkinoiden kehittämiseen ja tehdä omistajuudesta arvon ja ylpeyden aiheen.

Taaleritehtaan rooli pääomamarkkinoilla



Lähde: Taaleritehdas

Osakesarjat

Taaleritehtaalla on käytössä A- ja B -osakesarjat. A-osake on äänivaltainen ja yhdellä A-osakkeella saa 20 ääntä, kun yhdellä B-osakkeella saa yhden äänen. Vain B-osakkeet ovat listattuina ja A-osakkeiden omistus keskittyy yhtiön nykyiselle johdolle ja hallitukselle. Uskomme, että Taaleritehdas tulee luopumaan kahden osakesarjan käytöstä, kun yhtiö siirtyy pörssin päälistalle. Arviomme mukaan tämä siirtymä tulee tapahtumaan vuoden 2015 loppupuolella. Pidämme kahden osakesarjan poistumista positiivisena asiana, sillä kahden osakesarjan ylläpitäminen sotii yhtiön osakkaiden tasavertaista kohtelua vastaan.

Pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet

Taaleritehtaan pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat:

- 15 %:n liikevoittomarginaali
- Vähintään 30 %:n omavaraisuusaste

Liikevoittomarginaalitavoite on mielestämme erittäin alhainen ja tarjoaa sijoittajalle vain vähän suuntaan yhtiön potentiaalia arvioitaessa. Näkemyksemme mukaan uuden Taaleritehtaan liikevoittomarginaali tulee lähivuosina vaihtelevaan 25-35 %:N välillä ja 15 %:n taso olisi yhtiölle selkeä pettymys. Uskomme, että 15 %:n tasoa voidaan pitää eräänlaisena minimitavoitteena, johon yhtiön pitäisi päästä myös vaikeassa markkinatilanteessa.

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

Taaleritehdas pyrkii myös vuosittain jakamaan kilpailukykyisen osingon yhtiön taloudellinen ja rahoitustilanne huomioiden. Tämä osingonjakopolitiikka on mielestämme hyvin väljä ja kuvastaa Taaleritehtaan halua säilyttää riittävä liikkumavara sijoitustoimintansa osalta. Uskomme, että yhtiön tavoitteena on noin 50 %:n voitonjakosuhte pitkillä aikavälillä.

Garantia-kauppa & osakeanti

Garantia-kauppa

Taaleritehdas kertoi joulukuussa 2014 ostavansa vakuutusosakeyhtiö Garantian 60 MEUR:lla. Myyjinä toimivat Garantian vanhat omistajat Varma, Ilmarinen, Elo, Etera, Veritas, Veho Group ja Pensions-Alandia. Ennen kaupan voimaantuloa Taaleritehdas ja myyjät ovat sopineet, että myyjät saavat pääomanpalautuksena Garantiasta 10 MEUR. Tämän lisäksi osapuolet ovat sopineet, että mikäli Taaleritehdas myy tai muuten realisoi Garantian kolmen vuoden kuluessa kaupan voimaantulosta Taaleritehdas-konsernin ulkopuoliselle taholle, maksaa Taaleritehdas myyjille lisäkauppahintana puolet Taaleritehtaalle mahdollisesta syntyvästä taloudellisesta edusta.

Kauppa vaatii toteutuakseen finanssivalvonnan luvan ja sen arvioidaan astuvan voimaan lopullisesti vuoden 2015 ensimmäisen neljänneksen aikana. Olemme käsitelleet Garantian liiketoimintaa tarkemmin kappaleessa ”Garantia” sivulla 25.

Taaleritehdas rahoittaa Garantia-kaupan osin kassavaroillaan (2014 nettokassa 31,5 MEUR), velalla ja osakeannilla (arvioitu koko 19 MEUR).

Seuraavaan kokoluokkaan

Kaupan myötä Taaleritehdas siirtyy täysin uuteen kokoluokkaan ja yhtiön tase kasvaa 152 MEUR:sta 237 MEUR:oon (pro forma 31.12.2014). Tarkempi analyysi pro forma taseesta ja tuloslaskelmasta sivuilla 31-32.

Järjestelyn jälkeen Garantia tulee olemaan Taaleritehtaan kokonaan omistama tytäryhtiö, jota tullaan johtamaan itsenäisesti. Näin ollen Garantia tulee vastaamaan jatkossa omasta riskienhallinnastaan ja sijoituspolitiikastaan. Garantian hallituksen enemmistön on jatkossa tarkoitus koostua konsernista riippumattomista henkilöistä, joilla on kokemusta luottoriskien hallinnasta ja vakuutustoiminnasta.

Koska Garantia tullaan säilyttämään itsenäisenä yhtiönä, emme odota järjestelyn tuovan lyhyellä aikavälillä kustannussynergiota vaan kaupan hyödyt tulevat muualta.

Strateginen kauppa

Garantia-kauppa oli Taaleritehtaan kannalta strateginen ja sen keskeiset syyt ovat näkemyksemme mukaan:

- Laajentuminen uudelle toimialalle ja uuteen asiakaskenttään. Garantian kautta Taaleritehtaan liiketoiminta laajenee uudelle liiketoiminta-alueelle (vakuutus) ja laajentaa yhtiön asiakaskentän yritysiksi (valtaosa Garantian asiakkaista on yrityksiä).
- Synergiat tarkoittavat Garantian tapauksessa ennen kaikkea erilaisia tuote- ja palvelusynergioita, kun Taaleritehdas voi Garantian myötä jatkojalostaa omia tuotteitaan entistä paremmin. Esimerkiksi strukturoiduissa tuotteissa voidaan jatkossa asiakkaille tarjota uudenlaisia pääomaturvattuja tuotteita. Kustannussynergioita ei arviomme mukaan synny.
- Edullinen kauppahinta. Garantia-kauppa oli mielestämme edullinen ja Taaleritehdas sai sen selvästi alle sen todellisen arvon. Jo ilman synergioita tai strategisia hyötyjä kauppa luo selvästi omistaja-arvoa.
- Taseen kasvattaminen. Taaleritehdas ostaa Garantian selvästi alle sen oman pääoman arvon ja yhtiö kirjaa kaupasta negatiivista liikearvoa (käytännössä lisää omaa pääomaa) 24,4 MEUR. Yhtiön oma pääoma vahvistuu kaupassa näin ollen selvästi ja sen myötä yhtiö saa merkittävää liikkumavaraa tulevaisuuden yrityskauppoja ajatellen. Garantia on myös näkemyksemme mukaan ylikapitalisoitunut ja keskipitkällä aikavälillä Taaleritehdas pystyy arviomme mukaan irrottamaan Garantiasta ylimääräistä pääomaa konsernin muuhun käyttöön.

Garantia on Taaleritehtaalle pitkäaikainen omistus emmekä pidä realistisena skenaariona, että Taaleritehdas luopuisi Garantiasta seuraavan kolmen vuoden aikana. Näin ollen sijoittajat voivat jättää myyjien lisäkauppahintaoption vähälle huomiolle.

Garantia-kaupan arvostus

Lähtökohtaisesti pidämme Taaleritehtaan Garantiasta maksamaa 60 MEUR:n kauppahintaa edullisena. Garantian sijoitusvarallisuus oli vuoden 2014 lopussa noin 100 MEUR (oikaistu 10 MEUR:n lisäkauppahinnalla). Taaleritehtaalle syntyy Garantia-kaupasta pitkäaikaista verovelkaa noin 16 MEUR ja yhtiön yhtiön Garantia-kaupasta kirjaama oma pääoma on noin 84 MEUR. Näin ollen Taaleritehdas maksoi Garantiasta selvästi alle sen tasearvon ja P/B-kerroin oli noin 0,7x. Mielestämme Garantian arvoa määriteltäessä lähtökohtana voidaan käyttää yhtiön tasearvoa, mihin tuleva preemio tai alennus määräytyy vakuutustoiminnan kannattavuuden perusteella. Mikäli vakuutustoiminta tekee tappiota ja tuhoaa omaa pääomaa on selkeä alennus perusteltua ja vastaavasti vakuutusteknisesti kannattavasta liiketoiminnasta on perusteltua maksaa preemio suhteessa omaan pääomaan.

Garantian vakuutustekninen tulos on historiallisesti ollut erittäin hyvä ja 2008-2014 välillä keskimääräinen yhdistetty kulusuhde on ollut noin 60 %. Näin ollen Garantian käypä arvo on mielestämme yli sen nykyisen oman pääoman. Arvioimme Garantian käyvän arvon olevan noin 105 MEUR. Arvioimme heijastelee 25 %:n preemiota suhteessa yhtiön omaan pääomaan, mitä pidämme perusteltuna yhtiön erinomaisen vakuutusteknisen historian vuoksi. Arvoon negatiivisesti vaikuttavat tekijät ovat yhtiön selkeän strategisen suunnan puute ja sijoitussalkun laskevat korkotuotot.

Myös tulos pohjaisesti Garantia-kauppa vaikuttaa edulliselta. Hintaa suhteessa vuosien 2008-2014 keskimääräiseen voittoon ennen veroja (oikaistu tasoitusmäärän muutoksella) on hieman alle 8x ja vuoden 2014 tuloksella hieman yli 5x. Veroilla oikaistut vastaavat P/E-kertoimet ovat noin 10x ja 6x. Garantian verrokkiryhmän 2014 tuloksesta laskettu P/E-kerroin on 13x ja P/B-luku 1,3x. Vertailuryhmän kertoimilla laskettu Garantian arvo on hieman ennustettamme korkeampi. Mielestämme alennus suhteessa verrokkiryhmään on kuitenkin perusteltu johtuen yhtiön pienestä koosta. Tarkempi analyysi Garantian tuloskehityksestä löytyy sivulta 25.

Osakeanti

Taaleritehdas järjestää Garantia-kauppaa varten osakeannin, jossa merkittäväksi tulee 3 200 000 osaketta. Osakkeiden merkintähinta on 7,25 euroa, joka tarkoittaa noin 182 MEUR:n markkina-arvoa ennen osakeantia.

Osakkeiden merkintä alkaa 2.3.2015 kello 9.30 ja päättyy viimeistään 13.3.2015 kello 16.30. Tarjottavien osakkeiden enimmäismäärä vastaa noin 13 % Taaleritehtaan olemassa olevista osakkeista ja 11 % yhtiön kaikista osakkeista mikäli osakeanti merkitään täysimääräisesti. Mikäli antivaltuus käytetään täysimääräisesti, kerää Taaleritehdas sillä nettona noin 23 MEUR (annin kulut 0,2 MEUR). Yhtiö itse käyttää antiesitteessään annin kokonaan 19 MEUR ja näin ollen

olemme myös omissa ennusteissamme lähteneet siitä, että annin koko on 19 MEUR.

Pidämme osakeantia järkevänä tapana rahoittaa Garantia-kauppa. Vaikka Taaleritehdas voisi arviomme mukaan rahoittaa kaupan myös puhtaasti omasta taseestaan, nostaisi tämä yhtiön taseen velkaantuneisuutta ja vähentäisi taloudellista liikkumavaraa selvästi. Yhtiö olisi myös arviomme mukaan voinut myydä omistamansa Finsilva Oyj:n osuuden, mutta emme pidä tätä järkevänä ratkaisuna ottaen huomioon Garantia-kaupan kireän aikataulun ja Finsilva-osuuden heikon likviditeetin.

Osakeanti tulee arviomme mukaan parantamaan Taaleritehtaan likviditeettiä selvästi ja odotamme yhtiöön liittyvän likviditeettiriskin pienentyvän osakeannin myötä.

Erinomainen kauppa

Kokonaisuutena pidämme Taaleritehtaan Garantia-kauppaa erinomaisena. Yhtiö onnistui hankkimaan Garantian selvästi alle sen todellisen arvon ja näin ollen kauppaa voidaan pitää hyvänä jo ilman strategisia synergioita. Näemme kaupassa lisäksi selkeitä strategisia hyötyjä, joten omistajien näkökulmasta kauppa on järkevä myös strategisessa mielessä.

Sijoittajien on kuitenkin tärkeää tunnistaa Garantiaan liittyvät riskit ja sen vaikutus Taaleritehtaan riskiprofiiliin. Kaupan toteutumisen jälkeen Taaleritehtaalla on merkittävästi velkaa (nettovelkaantumistaso noin 140 %) ja Garantia kasvattaa yhtiön tuloksen herkkyyttä pääomamarkkinoiden kehitykselle. Suurin riski liittyy Garantian vakuutuskantaan (2014: 1,3 miljardia), josta hieman yli puolet on suojaamatonta. Mikäli Garantia epäonnistuu sen riskienhallinnassa, saattaa vakuutusmaksusta syntyä merkittäviä tappioita mitä yhtiö ei kykene paikkaamaan vakuutusteknisellä tuloksellaan. Historiallisesti Garantia on kuitenkin onnistunut riskienhallinnassaan erinomaisesti.

Taaleritehtaan organisaatorakenne (uusi)



Lähde: Taaleritehdas

Toimiala ja kilpailijat

Suomen talouden heikot näkymät heijastuvat myös rahoitusmarkkinoihin. Uutta varallisuutta ei synny ja näin ollen alan yhtiöiden kasvu riippuu varallisuusarvojen noususta tai markkinaosuuksien voittamisesta. Toimialan keskeiset trendit tukevat osittain pieniä ja erikoistuneita toimijoita, minkä seurauksena isot pankit ovat viime vuosien aikana menettäneet markkinaosuuksiaan. Varainhoitotoimialalla on lähivuosina odotettavissa konsolidaatiota, kun kasvava regulaatio, hidas kasvu ja kiistattomat synergiaedut ajavat toimijoita neuvottelupöytiin.

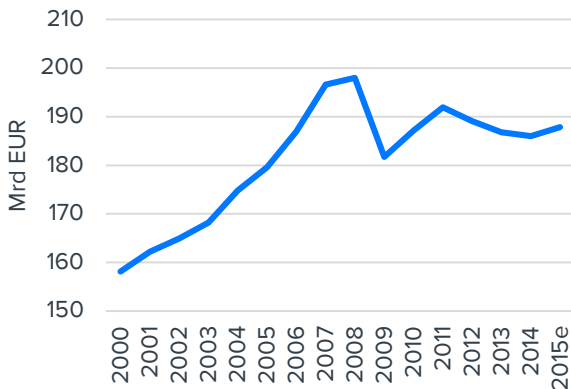
Toimiala

Suomen taloudessa heikot näkymät

Suomen yleinen talouskehitys on ollut heikkoa vuoden 2008 finanssikriisistä alkaen. Suomen bruttokansantuotteen ennustetaan kuluvana vuonna pysyvän vuoden 2013 tasolla ja vuoden 2008 taso tullaan saavuttamaan eri tutkimuslaitosten arvioiden mukaan vasta kuluva vuosikymmenen loppupuolella.

Suomen talouden keskeisiä ongelmia ovat korkea ja jäykkä kustannusrakenne, valtion ylisuuri rooli, teollisuuden rakennemuutos ja investointien puute. Lisäksi Suomen tärkeiden vientimarkkinoiden Euroopan ja Venäjän talousongelmat heikentävät Suomen talousnäkymiä entisestään. Kokonaisuutena ongelmat ovat pitkälti rakenteellisia ja näkemyksemme mukaan Suomen taloudella ei ole edellytyksiä ripeään kasvuun ilman rakenteita korjaavia toimenpiteitä.

Suomen bruttokansantuotteen kehitys 2000-2015e



Lähde: Tilastokeskus, Suomen Pankki & Inderes

Vuoden 2015 osalta ennustelaitokset odottavat Suomen talouden kasvavan viennin vetämänä noin 1%:n. Työttömyys tulee pysyttelemään nykyisellä korkealla tasolla (yli 8 %) johtuen talouden heikosta kasvusta, valtion toimintojen supistamisesta ja teollisuuden jatkuvasta rakennemuutoksesta.

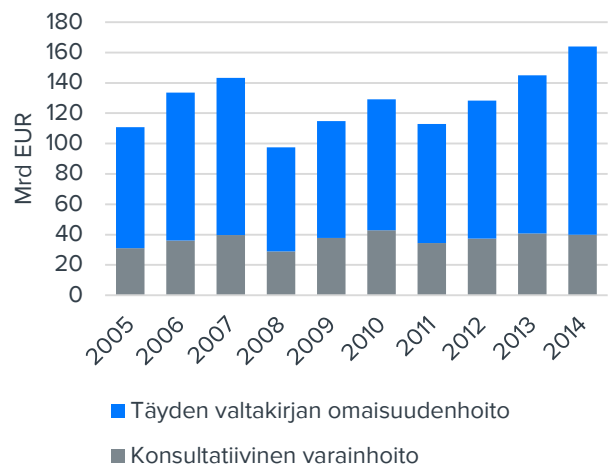
Heikko talous painaa varainhoitomarkkinaa

Varainhoitomarkkinat ovat kokonaisuutena Suomessa verrattain nuoret ja esimerkiksi ensimmäiset sijoitusrahastot perustettiin vasta 1980-luvun lopulla. Viimeisen kolmen vuosikymmenen aikana varainhoitoliiketoiminta on kasvanut ripeästi kansantalouden kasvun ja kansalaisten vaurastumisen myötä.

Historiallisesti suomalaisten kotitalouksien varallisuudesta valtaosa on ollut sidottuna asuntoihin ja asunto on edelleen kotitalouksilla ylivoimaisesti suurin varallisuuden muoto, vaikka muut sijoitusmuodot ovatkin yleistyneet. Markkinoiden nuori ikä heijastuu Suomessa myös siten, että kotitalouksien asuntojen ulkopuolisesta sijoitusvarallisuudesta huomattava osa on edelleen pankkien käyttötileillä. Kotimainen omaisuudenhoitomarkkina kärsi pahoin vuoden 2008 finanssikriisistä ja markkina saavuttaa vuoden 2008 koon vasta kuluvana vuonna.

Omaisuudenhoitomarkkinan kasvu on viime vuosina perustunut pitkälti omaisuusarvojen nousuun, sillä heikosta taloustilanteesta johtuen uutta varallisuutta on syntynyt Suomessa vain rajallisesti.

Suomen omaisuudenhoitomarkkina 2007-2014

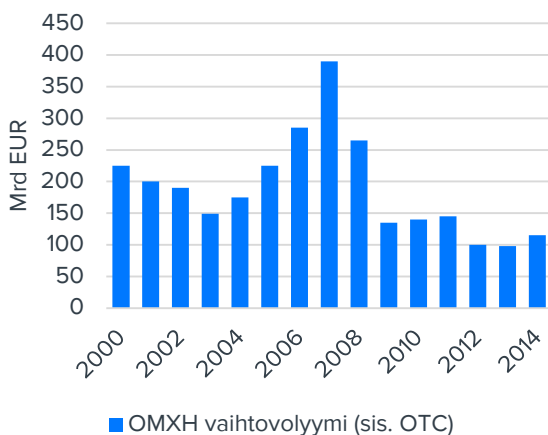


Lähde: Inderes, Finanssivalvonta & Suomen Pankki

Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli vuoden 2013 lopussa 144,9 miljardia euroa. Alkuvuoden vahvan markkinakehityksen myötä markkina tulee kasvamaan vuonna 2014 selvästi. Arviomme mukaan vuoden 2014 lopussa omaisuudenhoitomarkkinan koko tulee olemaan noin 165 miljardia euroa. Tästä 165 miljardista noin 70 miljardia on sijoitettu kotimaisiin sijoitusrahastoihin.

Johtuen Suomen talouden heikoista näkymistä uskomme, että uutta varallisuutta syntyy lähivuosina Suomeen melko vähän. Näin ollen varainhoitomarkkinan kasvu tulee myös jatkossa perustumaan varallisuusarvojen kasvuun. Pitkällä aikavälillä Suomen omaisuudenhoitomarkkina tulee saamaan merkittävää tukea rakenteellisesta muutoksesta, kun suurten ikäluokkien keräämä varallisuus alkaa siirtyä seuraavalle sukupolvelle. Tämä varallisuuden äkillinen kasvu tulee arviomme mukaan väistämättä johtamaan varainhoitomarkkinan kasvuun. Tämä rakenteellinen muutos tapahtuu kuitenkin vasta tulevien vuosikymmenten aikana, eikä näin ollen vaikuta alan lyhyen aikavälin näkymiin.

Helsingin pörssin vaihtovolyymi 2000-2014



Lähde: Inderes, Nasdaq & Suomen Pankki

Helsingin pörssin vaihtovolyymi on ollut finanssikriisin jälkeen rajussa laskussa. Laskun taustalla ovat näkemyksemme mukaan Helsingin pörssin kiinnostavuuden vähentyminen ulkomaisten sijoittajien silmissä, Nokian romahdus, Suomen talouden ongelmat ja vaihtoehtoisten markkinapaikkojen kasvu. Pörssin vaihtovolyymi oli vuonna 2013 noin 70 % vuoden 2007 tason alapuolella. Vuonna 2014 pörssin vaihtovolyymi kasvoi noin 15 % ja listautumismarkkinalla oli nähtävissä selkeää piristymistä, kun korkorahan virtaus osakkeisiin jatkui ja kohonneet arvostustasot tekivät pörssin entistä houkuttelevamman rahoitusvaihtoehdon yrityksille. Välityspalkkioiden hintataso on ollut paineessa etenkin online-välittäjien mukanaan tuoman kilpailupaineen myötä. Näiden tekijöiden johdosta pankkiiriliikkeiden välitystoiminnat ovat olleet puristuksessa. Välitystoimintoja on supistettu tai lakkautettu ja välitystoiminnat ovat hakeneet uusia tulovirtoja perinteisen osakevälityksen hiipussa.

Toimialan trendit

Varainhoitotoimialalla keskeisiä trendejä ovat tällä hetkellä näkemyksemme mukaan:

- Kasvava regulaatio. Regulaation lisääntyminen kasvattaa toimijoiden hallinnollista taakkaa ja hankaloittaa etenkin pienten toimijoiden asemaa.
- Sijoittajat ovat entistä vaativampia. Perinteiset, eri markkinaindekseihin sidotut tai niitä mukailevat näennäisen aktiiviset sijoitustuotteet ovat menettämässä jalansijaa. Sijoittajat pyrkivät etsimään joko täysin passiivisia kustannustehokkaita tuotteita tai oikeasti näkemystä ottavia tuotteita.
- Uudet tuotteet valtaavat alaa perinteisiltä tuotteilta. Perinteiset rahastotuotteet ovat myös menettäneet asemiaan, kun esimerkiksi pörssilistatut indeksiosuudet (ETF:t) ovat vallanneet alaa. Myös finanssi-instrumenttien määrän kasvu on mahdollistanut täysin uudentyyppisten tuotteiden rakentamisen (strukturoidut tuotteet).
- Matala korkotaso nostaa kysyntää "real yield" -tuotteita kohtaan. "Real yield" -tuotteita ovat mm. erilaiset reaaliomaisuuteen sijoittavat rahastot kuten esimerkiksi asuntorahastot, tuulivoimarahastot ja infrastruktuurirahastot. Nämä rahastot tarjoavat sijoittajille tasaista ja vakaata korkotuottoon verrattavaa tuottoa.
- Digitalisaatio mahdollistaa uusien asiakasryhmien palvelemisen kustannustehokkaasti. Digitaalisen jakelun myötä aiemmin selvästi alipalvellusta segmentistä (varallisuusluokka 50-100 TEUR) on tullut erittäin houkutteleva kohderyhmä eri toimijoiden silmissä. Aiemmin tämä ryhmä on jäänyt pitkälti yksityispankkipalveluiden ulkopuolelle ja joutunut samalla tyytymään pankkien "peruspalveluun". Tämän kohderyhmän palveleminen ja saavuttaminen on korkealla useiden eri kokoluokan toimijoiden agendalla.

Odotettavissa konsolidaatiota

Suomessa toimi vuoden 2013 lopussa 53 Finanssivalvonnan toimiluvan saanutta sijoituspalveluyritystä. Näissä yrityksissä työskenteli vuoden 2013 lopussa 994 ihmistä (2012 lopussa 1155). Vaikka Suomen heikko taloustilanne heijastuu myös sijoituspalveluyrityksiin, on toimialan yritysten keskimääräinen kannattavuus pysynyt kohtuullisella tasolla. Voitollisen liiketuloksen teki yli 70 % sijoituspalveluyrityksistä vuonna 2013.

Varainhoitotoimialan heikko kasvu yhdessä lisääntyvän sääntelyn kanssa on vauhdittanut alan konsolidaatiota, jolla toimijat ovat pyrkineet tehostamaan toimintojaan sekä saavuttamaan suurempia mittakaavaetuja.

Varainhoitoliiketoiminnassa liiketoimintojen synergiat ovat ilmeisiä ja hallinnoitavan varallisuuden määrän rajukaan kasvu ei kasvata henkilöstöä merkittävästi. Finanssialalla onkin nähty merkittävästi konsolidaatiota viime vuosien

aikana, mistä esimerkkejä tästä ovat mm. S-Pankin FIM-hankinta, United Bankersin Aventus-liiketoimintakauppa, eQ:n IceCapital-osto, Elite Pankkiiriliikkeen Eufex-osto ja Taaleritehtaan Garantia-kauppa.

Suomen sijoituspalvelukentällä toimivat pelurit voidaan jakaa kolmeen ryhmään:

- **Pankit:** Pankkien toiminnoille keskeisiä nimittäjiä ovat laaja kivijalkaan pohjautuva jakeluverkosto ja operoiminen kaikilla sijoituspalvelutoiminnan kentillä.
- **Keskisuuret sijoituspalveluyhtiöt:** joilla valtaosalla on omaisuudenhoidon lisäksi myös muuta liiketoimintaa (esim. pankki, välitys tai investointipankki). Tähän ryhmään kuuluvat mm. eQ, Evli, Taaleritehdas, CapMan, Alfred Berg, Seligson ja United Bankers.
- **Pienet sijoituspalveluyhtiöt:** jotka pääsääntöisesti keskittyvät omaisuuden tai rahastonhoitoon. Tähän ryhmään kuuluvat mm. Alexandria, Fondita, Fourton, PYN, Finlandia ja Elite.

Konsolidaation näkökulmasta uskomme, että pankit ovat pitkälti tämän pelin ulkopuolella. Perustamme arviomme siihen, että pankkien asemat ovat verrattain sementoituneet ja ne kykenevät selviytymään kasvavasta regulaatiosta suuren kokoluokkansa turvin. Niiden järjestelmät ja kulttuurit sopivat keskimäärin heikosti yhteen pienempien toimijoiden kanssa. Pankkien osalta oma pudotuspeli tullaan käymään konttoriverkoston karsimisen ja digitalisoitumisen kautta. Heikoimmassa asemassa ovat arviomme mukaan paikallispankit, joiden jakeluverkostoon liittyvät kiinteät kulut ovat korkeat ja niillä on suurimpia haasteita kasvavien regulaatiopaineiden kanssa. Nämä pankit tulevat lähes väistämättä ajautumaan jollain aikavälillä osaksi suurempia kokonaisuuksia kilpailukyvyyn säilyttämiseksi.

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

Ostajan näkökulmasta yritysoston taustalla on käytännössä kolme mahdollista ajuria: 1) ostaja haluaa kasvattaa hallinnoitavia pääomiaan ja saada synergiaa kulupuolelta tai 2) ostaja haluaa laajentaa tuotevalikoimaansa ja palveluasiakaskenttäänsä entistä paremmin tai 3) ostaja haluaa laajentaa jakeluverkostoaan uusiin kohderyhmiin/maantieteellisille alueille. Uskomme, että konsolidaatiossa etenkin pienet ja fokuoituneet toimijat tulevat olemaan yritysjärjestelyjen kohteina, sillä niihin kasvava byrokratia ja sääntely iskevät kovimmin ja niiden integrointi osaksi suurempaa kokonaisuutta on melko kivutonta. Etenkin tiettyihin pääomarahastosegmenttiin keskittyneet varainhoitotalot ovat mielestämme potentiaalisia ostokohteita johtuen pääomarahastojen kasvavasta kiinnostuksesta. Keskisuurista toimijoista Alfred Berg on mielestämme selkeä yritysjärjestelykohde jollekin

keskisuurelle pelurille, sillä yhtiön liiketoiminta on tappiollista ja vahva brändi tarjoaa selkeitä kehittämismahdollisuuksia.

Suurimpana jarruna yritysjärjestelyille pidämme arvostustasoja ja kulttuurieroja. Rahoituslalla tyypillisesti ostaja sekä myyjä ovat keskimääräistä paremmin perillä kohteen käyvästä arvosta ja näin ollen molempien kannalta tyydyttävän ratkaisun löytyminen on usein hankalaa. Valtaosalla sijoituspalveluyhtiöitä on oma kulttuuri, joka etenkin pienempien yhtiöiden tapauksessa kulminoituu yhtiön pääomistajaan/perustajaan. Kulttuurien yhteensovittaminen on keskimäärin hyvin hankalaa ja näin ollen avainhenkilöiden pysyvyyteen liittyy aina järjestelyissä selkeitä riskejä.

Uskomme kuitenkin, että keskipitkällä aikavälillä konsolidaatio tulee lisääntymään merkittävästi ja sijoituspalveluyritysten määrä tulee lähivuosien aikana laskemaan selvästi nykyisestä 53:sta. Alan kohonneista arvostustasoista ja hyvästä tuloskehityksestä johtuen pidämme kuitenkin mahdollisena, että seuraavaa suurempaa konsolidaatioaaltoa joudutaan odottamaan seuraavaan matalasuuhdanteeseen (pörssin kääntyminen laskuun) asti.

Taaleritehtaan osalta pidämme konsolidaatioon osallistumista epätodennäköisenä ainakin isompien järjestelyjen osalta. Emme usko yhtiön pääomistajien olevan kiinnostuneita myymään omia omistuksiaan ja vastaavasti pidämme kulttuurillisia eroja muihin taloihin nähden liian suurina, että fuusiossa olisi järkeä. Pienemmät yhtiön tuotetarjontaa täydentävät yritysostot ovat mielestämme mahdollisia, mutta uskomme nykyisten arvostustasojen toimivan jarruna myös Taaleritehtaalle.

Kilpailijat ja vertailuyhtiöt

Keskisuuret pelurit ovat kasvaneet isojen kustannuksella

Näkemyksemme mukaan Taaleritehtaan keskeisiä verrokkeja ovat keskisuuret Evli, United Bankers, Seligson ja eQ. Hallinnoitavalla varallisuudella mitattuna eQ on vertailuryhmän suurin toimija 7,5 miljardin euron varallisuudella. Rahastopääomilla mitattuna Evli on kuitenkin vertailuryhmän ylivoimaisesti suurin toimija yli 4,1 miljardin rahastopääomalla. Sijoittajan kannalta rahastopääomat ovat hallinnoitavaa varallisuutta parempi mittari, koska niistä saatavat hallinnointipalkkiot ovat keskimäärin selvästi hallinnoitavasta varallisuudesta perittäviä hallinnointipalkkioita korkeampia.

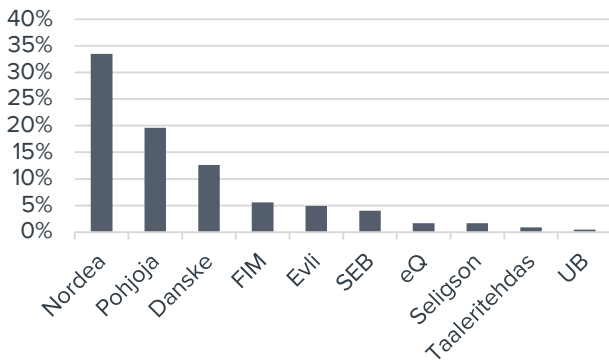
Kilpailijoiden liiketoiminnot

	United Bankers	Taaleritehdas	Evli	eQ	Seligson
Investointipankki	Kyllä	Ei	Kyllä	Kyllä	Ei
Omaisuudenhoito	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Rahastoyhtiö	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Välitys	Kyllä	Sisäinen	Kyllä	Ei	Ei
Pankkitoiminta	Ei	Ei	Kyllä	Ei	Ei
Strukturoidut tuotteet	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Ei
Private equity	Kyllä	Kyllä	Ei	Kyllä	Ei

Lähde: Inderes, United Bankers, Evli, Seligson, eQ & Taaleritehdas

Taaleritehtaan kilpailijakenttää analysoitaessa pitää sijoittajan huomioida koko varainhoitomarkkina ja kaikki sen toimijat, eikä rajata tarkastelua vain keskisuuriin sijoituspalveluyhtiöihin. Kolme suurinta pankkia (Danske, Nordea ja Pohjola) hallitsevat edelleen valtaosaa Suomen rahastopääomasta (markkinaosuus noin 65 %) ja näin ollen ne ovat kilpailijanäkökulmasta Taaleritehtaan keskeisiä kilpailijoita.

Rahastopääomien markkinaosuudet Suomessa



Lähde: Inderes, Sijoitustutkimus, FiVa

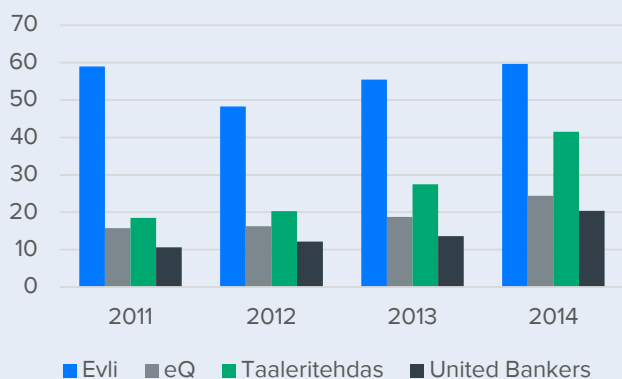
Kokonaisuutena keskisuuret omaisuudenhoitotalot ovat kaikki onnistuneet kasvattamaan hallinnoitavaa varallisuuttaan yleistä markkinakehitystä nopeammin. Taustalla on mielestämme alan trendit, jotka tukevat ketteriä ja innovatiivisia toimijoita. Häviäjänä tässä kehityksessä ovat olleet etenkin suuret pankit, jotka kaikki ovat menettäneet markkinaosuuksiaan viimeisen viiden vuoden aikana. Sijoittajan on kuitenkin tärkeä ymmärtää, että näiden viiden keskisuuren omaisuudenhoitotalon yhdistetty markkinaosuus Suomen rahastopääomista on edelleen noin 10 % ja näin ollen markkinoiden isossa kuvassa ei ole tapahtunut merkittäviä muutoksia.

Uskomme, että keskisuuret pelurit tulevat jatkamaan markkinaosuuksiensa kasvattamista isojen pankkien kustannuksella myös jatkossa. Markkinan isoon kuvaan tällä tulee kuitenkin olemaan vain rajallisia vaikutuksia ja uskomme suurien pelureiden jatkavan dominointiaan myös

jatkossa, suuren jakeluverkostonsa ja näkyvyytensä turvin. Pidemmällä aikavälillä (+10 vuotta) digitalisoituminen tulee mullistamaan alan jakelun, mikä saattaa mahdollistaa suuremmat muutokset alan toimijoiden voimasuhteissa.

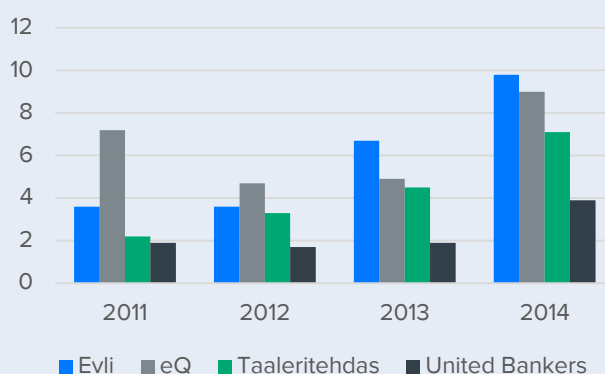
Toimialan yhteenveto

Verrokkien palkkiottojen kehitys 2010-2014



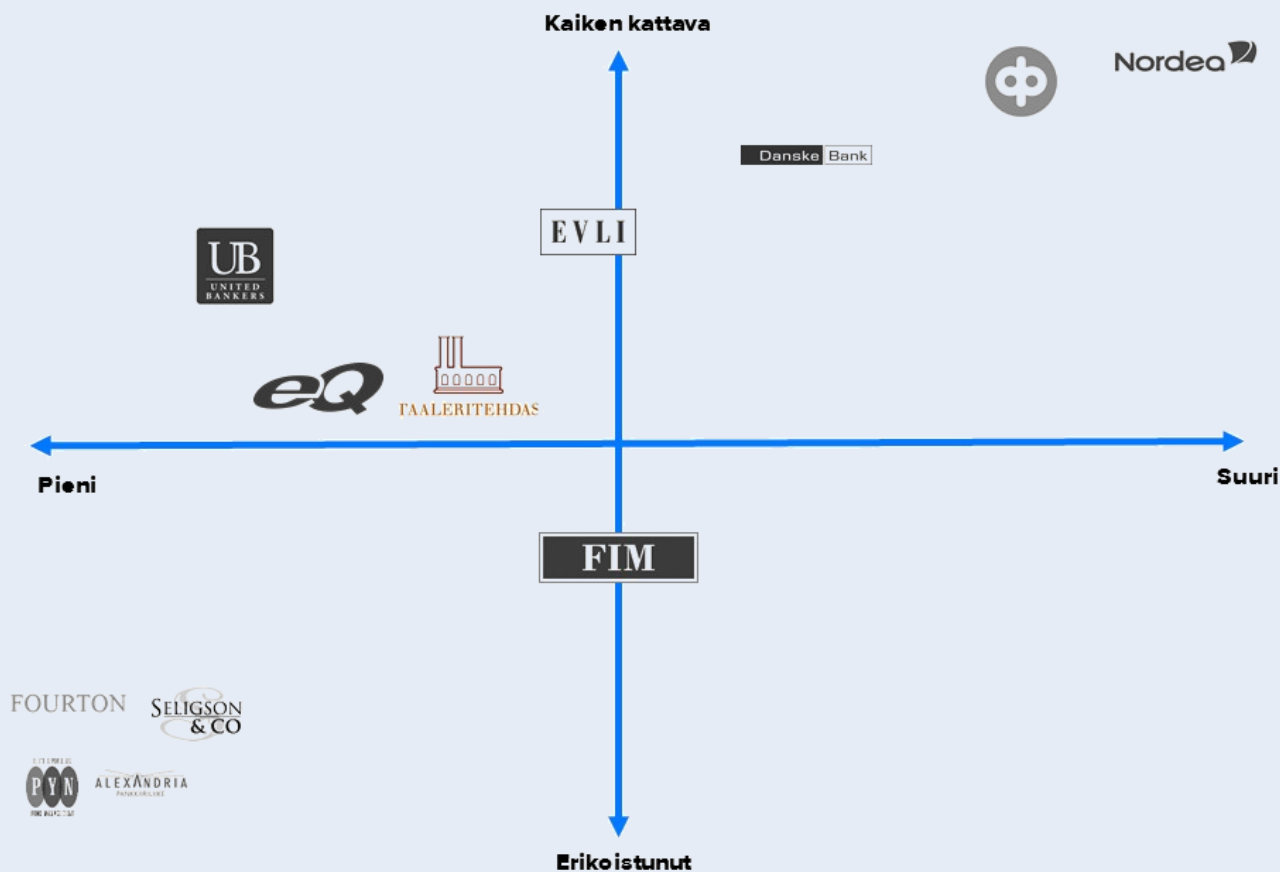
Lähde: Evli, eQ, Taaleritehdas, UB, Inderes

Verrokkien liikevoittojen kehitys 2010-2014



Lähde: Evli, eQ, Taaleritehdas, UB, Inderes

Toimialamatriisi



Lähde: Inderes

Varainhoitoliiketoiminta

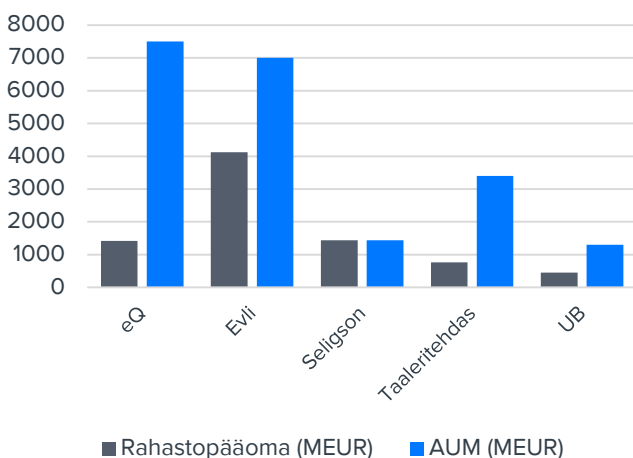
Taaleritehtaan Varainhoitoliiketoiminta on onnistunut vakiinnuttamaan asemansa Suomen varainhoitokentässä vaikeassa markkinatilanteessa. Odotamme Varainhoitoliiketoiminnan jatkavan selvästi markkinakasvua nopeampaa kasvua, mutta kasvun kulmakertoimen hidastuvan historialliselta erittäin jyrkältä urlalta. Kasvun moottorina toimii markkinaosuuksien voittaminen kotimaassa ja Turkin varainhoidon ylösajo.

Taaleritehdas on kasvanut ripeästi vaikeassa markkinaympäristössä

Taaleritehtaan Varainhoito on yhtiön nykyisen liiketoiminnan ydin. Varainhoitoliiketoiminta tarjoaa kattavat varainhoitopalvelut, jonka ytimessä on ETF-pohjainen varainhoito ja informaatioetuun perustuva sijoittaminen.

Varainhoitoliiketoiminta on melko vakaata ja nykyisellä mittakaavalla jo hyvin kannattavaa. Yhtiön hoidossa oleva varallisuus on kasvanut nopeasti sen perustamisen jälkeen ja 2014 lopussa hallintoitava varallisuus oli noin 3,4 miljardia euroa. Yhtiön omien rahastojen pääoma oli vuoden 2014 lopussa 770 MEUR ja asiakasmäärä noin 3000. Yhtiön varainhoito on profiloitunut ennen kaikkea varakkaimpien yksityishenkilöiden palvelemiseen ja asiakaskunta painottuikin yksityishenkilöihin instituutioiden sijaan. Nykyisellä erittäin kapeaan segmenttiin keskittyvällä varainhoitoliiketoiminnalla on mielestämme enää rajallisesti kasvuvaraa ja odotamme kasvun hidastuvan tältä osin selvästi. Tästä saatiin osoitus vuoden 2014 jälkipuoliskolla, kun varainhoidon kasvu kääntyi lievästi negatiiviseksi. Taaleritehdas on kasvattanut panostuksiaan instituutiomyyntiin ja uskomme, että yhtiö pyrkii jatkossa myös entistä voimakkaammin instituutiopuolelle kasvunsa ylläpitämiseksi. Yksityisistä varainhoitotaloista Taaleritehdas on tällä hetkellä kolmanneksi suurin eQ:n ja Evlin jälkeen.

Verrokkien rahastopääomat ja AUM



Lähde: Finanssivalvonta, Sijoitustutkimus, eQ, Evli, Taaleritehdas, Seligson, United Bankers

Projekti85 on mielenkiintoinen mahdollisuus

Taaleritehdas lanseerasi keväällä 2014 Projekti85-nimisen hankkeen, jonka tavoitteena on laajentaa yhtiön asiakaspohjaa varakkaiden yksityishenkilöiden ulkopuolelle. Projekti85:den kohderyhmässä ovat kaikki yli 100 000 euron sijoitusvarallisuuden omaavat henkilöt ja näin ollen kohderyhmä on moninkertainen suhteessa yhtiön vanhaan kohderyhmään. Projekti85-hankkeen asiakasrajapinta nojaa vahvasti digitaaliseen jakelukanavaan, jonka kautta suurtakin asiakasmassaa voidaan palvella kustannustehokkaasti. Digitaalisen jakelukanavan hyödyntäminen on tällä hetkellä lähes kaikkien finanssisektorin toimijoiden strategian keskiössä, sillä se mahdollistaa täysin uuden asiakassegmentin palvelemisen kannattavasti. Projekti85:n lopullinen palvelumalli on edelleen hämärän peitossa, mutta uskomme, että sen keskiössä on Taaleritehtaan uusi IT-järjestelmä, joka arviomme mukaan mahdollistaa asiakkaiden omatoimisen sijoitustuotteiden ostamisen ja myymisen.

Kokonaisuutena emme huomioi Projekti85-hanketta ennusteissamme merkittävästi, sillä se on edelleen ylösajovaiheessa. Pitkällä aikavälillä pidämme Projekti85-hanketta mielenkiintoisena mahdollisuutena ja mikäli yhtiö onnistuu luomaan tähän toimivan palvelukonseptin, voi Projekti85 olla tulevaisuudessa merkittävä ajuri yhtiön hallintoitavan varallisuuden kasvulle.

Asteittainen kansainvälistyminen

Helmikuussa 2013 Taaleritehdas ilmoitti aloittavansa asteittaisen kansainvälistymisen laajentamalla toimintaansa Turkkiin. Yhtiön tavoitteena on hyödyntää maan hyvin varhaisessa kehitysvaiheessa olevien varainhoitomarkkinoiden kasvupotentiaalia monistamalla Suomessa hyväksi todetut toimintamallit varainhoidossa Turkissa.

Taaleritehdas perustelee Turkkiin laajentumistaan markkinapotentiaalin lisäksi sillä, että Istanbulista on kehittymässä yksi keskeinen globaali finanssikeskus Lontoon, Frankfurtin ja New Yorkin rinnalle. Lisäksi yhtiön henkilöstössä on vahvaa osaamista Turkin markkinasta ja kulttuurista.

Turkin varainhoitomarkkinan riskiprofiili on useita muita kehittyviä markkinoita pienempi, sillä sääntely ja lainsäädäntö ovat jo melko lähellä länsimaista tasoa. Käsitteemme mukaan tämä oli myös yksi syy laajenemiselle Turkkiin esimerkiksi naapurimaamme Venäjän sijaan. Yhtiön tavoitteena on saavuttaa Turkissa positiivinen tulos kolmantena toimintavuotena. Arviomme mukaan ajoituksen onnistuminen tulee olemaan kriittistä Turkin liiketoiminnassa, sillä maahan on vasta nyt syntymässä varainhoitomarkkinat ja Taaleritehdas on markkinoilla ensimmäisten ulkomaisten toimijoiden joukossa. Pidemmällä aikavälillä Taaleritehdas harkitsee Turkissa myös pääomarahastoliiketoimintaa. Yhtiöllä on Turkin toimipisteessä tällä hetkellä 7 henkilöä ja yhtiö on solminut ensimmäiset asiakassuhteensa maassa.

Olemme hyvin konservatiivisia ennusteissamme Turkin laajentumisen osalta. Maan epävakaa poliittinen tilanne tulee todennäköisesti hidastamaan liiketoiminnan ylösajoa jonkin verran ja samalla vaikuttaa negatiivisesti liiketoiminnan riskiprofiiliin. Odotamme liikevaihdon kasvavan 4 MEUR:n tasolle vuoteen 2018 mennessä (aikaisemmin 5 MEUR 2017). Ennustelaskun taustalla on vuoden 2014 odotettua hitaampi kehitys ja lainsäädännölliset muutokset, jotka hidastavat toiminnan ylösajoa. Vertailun vuoksi voidaan todeta, että Taaleritehdas saavutti ensimmäisen kuuden toimintavuotensa aikana noin 16 MEUR:n liikevaihdon kotimaassa. On kuitenkin tärkeä muistaa, että yhtiöllä oli kotimaan liiketoiminnassa huomattavasti paremmat lähtökohdat ja perustajien mukanaan tuomaa asiakaskuntaa. Odotamme Turkin toiminnan ylösajon rasittavan yhtiön tulosta jonkin verran vuonna 2015, mutta vuonna 2016 tulosvaikutuksen pitäisi olla nollan tuntumassa.

Kokonaisuutena Turkin laajentuminen on yhtiölle mielenkiintoinen mahdollisuus, sillä onnistuessaan se pystyy nostamaan yhtiön varainhoidon liikevaihdon täysin eri tasolle kuin mitä se on tällä hetkellä. Haluamme kuitenkin nähdä liiketoiminnan positiivista kehitystä ennen kuin olemme valmiit nostamaan ennusteitamme merkittävästi nykytasolta.

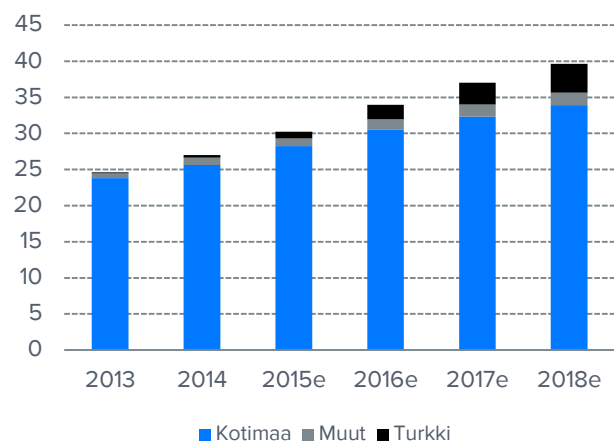
Taaleritehdas on myös todennut yhtiön olevan kiinnostunut jatkamaan kansainvälistymistään Turkin laajentumisen jälkeen. Yhtiön mukaan Turkki toimii porttina suunnitelmalle lähteä tavoittelemaan asiakkaita Lähi-idästä. Arviomme mukaan laajentuminen uudelle markkinalle voi tapahtua vasta, kun Turkin liiketoiminta on saatu jaloilleen, joten emme odota uusia avauksia ennen vuotta 2016.

Kasvu jatkuu, mutta hitaammalla kulmakertoimella

Kokonaisuutena odotamme Taaleritehtaan Varainhoidon kasvun jatkuvan, mutta aiempaa hitaammalla kulmakertoimella. Ennustamme vuosien 2014-2018 välisen liikevaihdon kasvun olevan noin 10 % vuodessa. Sijoittajien on tärkeä muistaa, että kotimaan varainhoitomarkkina ei tule tällä ajanjaksolla juurikaan kasvamaan ja näin ollen Taaleritehtaan kasvu kotimaassa nojaa markkinaosuuksien voittamiseen ja uusiin asiakassegmentteihin laajentumiseen. Ennusteitamme nopeampi kasvu vaatisi taakseen konkreettisia näyttöjä Turkin asiakashankinnan onnistumisesta, lisätietoja Projekti85 toimintamalliin ja -suunnitelmaan liittyen tai konkreettisia näyttöjä instituutiopuolella onnistumisista.

Korostamme, että Varainhoito on jo nykyisellään erittäin kannattavaa. Sillä on myös riittävä varallisuusmassa hoidettavanaan, mikä mahdollistaa kannattavuuden ylläpitämisen.

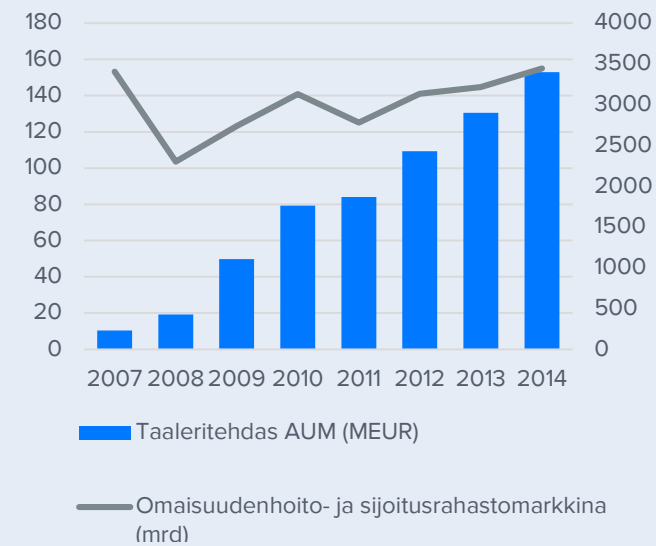
Varainhoidon liikevaihdon kehitys



Lähde: Inderes & Taaleritehdas

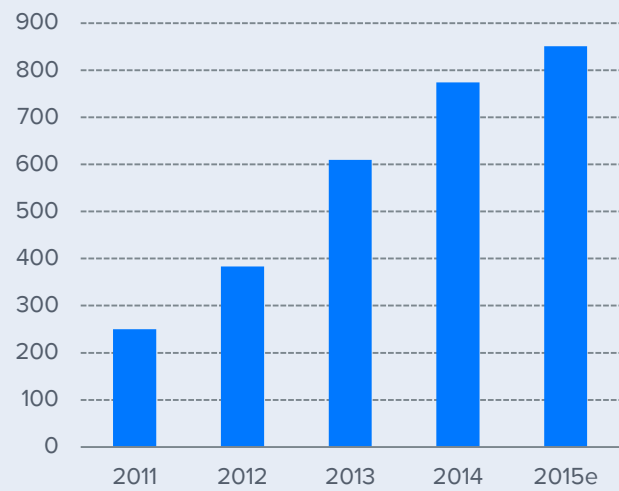
Varainhoidon yhteenveto

Taaleritehtaan kehitys suhteessa markkinaan



Lähde: Taaleritehdas

Omien rahastojen pääoma



Lähde: Taaleritehdas & Inderes

Pääomarahastot

Pääomarahastot alkoivat vuoden 2014 aikana lunastaa niille ladattuja kovia tulosodotuksia, kun hankkeiden ylösajo eteni odotetusti ja osasta asuntorahastoja irtaannuttiin onnistuneesti. Odotamme Pääomarahastojen voimakkaan tuloskasvun jatkuvan myös lähivuosina, kun merkittävät hankkeet alkavat tuottaa tuottopalkkioita ja Sijoitustehtaan kautta tullaan perustamaan uusia rahastoja kanssasijoittamisen -konseptilla.

Uudenlainen toimintamalli

Taaleritehtaan pääomarahastojen toimintamalli poikkeaa selvästi markkinoiden yleisistä toimintamalleista ja tavoista.

Tyypillisesti pääomasijoitusmarkkinoilla pääomasijoitusyhtiö kerää sijoittajilta varoja rahastoonsa ja tämän jälkeen rahasto sijoittaa varoja rahaston mandaatin mukaisesti. Perinteisessä toimintamallissa sijoittajat eivät yleensä tiedä, mihin kohteisiin rahasto tulee varoja lopulta sijoittamaan.

Taaleritehtaan tavoite on muuttaa pääomarahastojen perinteistä toimintamallia. Yhtiön toimintamallissa rahasto sijoittaa ennalta määriteltyn kohteeseen mandaattinsa mukaisesti. Sijoittajat voivat näin itse päättää rahojensa hajautuksesta eri sijoituskohteiden välillä. Kokonaisuutena tämä lisää sijoittajan kannalta läpinäkyvyyttä huomattavasti.

Historiallisesti pääomasijoitusmarkkinat ovat myös olleet instituutioiden dominoimia ja yksityishenkilöillä on ollut hyvin rajalliset mahdollisuudet osallistua pääomasijoitusmarkkinoille korkeiden minimisijoitusvaatimuksien takia. Taaleritehtaan tavoitteena on myös tämän asian muuttaminen ja yhtiön asiakkailta on mahdollisuus sijoittaa pääomarahastoihin melko pienillä kertasijoituksilla.

Taaleritehdas omistaa Pääomarahastoista 75 % ja Taaleritehtaan ylimmällä johdolla sekä Pääomarahastojen johdolla on 25 %:n omistus.

Ansaintamallissa merkittävää vipua

Taaleritehtaan ansaintamalli pääomarahastoissa perustuu kahteen komponenttiin. Yhtiö kerää rahastoista kiinteän hallinnointipalkkion, joka on yleensä kiinteä prosenttiosuus joko omasta tai kokonaispääomasta.

Hallinnointipalkkioiden osalta on tärkeää ymmärtää, että palkkiot ovat kiinteitä, eivätkä riipu rahastojen menestyksestä. Näin ollen ennustamiimme tulovirtoihin liittyy tuottopalkkioiden osalta vain hyvin pientä lähinnä rahastohankkeiden ylösajoon liittyvää riskiä. Pääomarahastoista mielenkiintoisen tekee sen tulonmuodostuksen toinen komponentti eli tuottopalkkiot. Tuottopalkkioiden taso määräytyy rahaston tuoton perusteella. Tätä havainnollistamme seuraavalla esimerkillä. Esimerkiksi Rahasto X:n tuottolupaus asiakkaille on 5 % ja Taaleritehdas saa lupauksen ylimenevästä tuotosta 20 %:n

osuuden. Jos tuotto nousee 10 %:iin, saa Taaleritehdas ylimenevästä 5 % osuudesta 20 % eli tässä tapauksessa yhden (1) prosenttiyksikön.

Tuottopalkkioiden osalta sijoittajien on tärkeää ymmärtää, että ne riippuvat täysin rahaston menestyksestä ja ovat näin ollen hyvin herkkiä jo pienille muutoksille rahastojen tuotoissa. Tuottopalkkioiden kasvu ei myöskään kasvata yhtiön kuluja ja näin ollen tuottopalkkiot valuvat suoraan liikevoittoon.

Taaleritehdas voi myös ansaita kertaluonteisia tuottoja myymällä pääomarahastojaan. Esimerkiksi jos yhtiö päättäisi myydä 100 MEUR:n rahaston 120 MEUR:lla, laskettaisiin tästä 20 MEUR:n voitosta Taaleritehtaan saama osuus samalla kaavalla kuin tuottopalkkioista.

Nykyinen portfolio

Taaleritehtaalla on tällä hetkellä 12 aktiivista pääomarahastoa. Nämä hankkeet ja niiden perustiedot näkyvät taulukossa sivulla 21.

Nykyisten hankkeiden lisäksi Taaleritehdas on ilmoittanut tavoittelevansa vähintään yhden uuden rahaston lanseerausta per vuosi. Uskomme, että lähivuosina uusia rahastoja tullaan perustamaan 1-2 per vuosi. Pidämme tätä tasoa realistisena ja järkevänä, sillä hankkeiden suunnittelu vie huomattavan paljon aikaa ja resursseja. Taaleritehtaan on erittäin tärkeää säilyttää hyvä track-record sen Pääomarahastoissa, sillä rahastohankkeiden epäonnistumiset heijastuisivat negatiivisesti sen asiakkaiden luottamukseen, mikä vaikeuttaisi uusien rahastojen varainhankintaa. Ennustemme 1-2 uudesta rahastosta ei pidä sisällään mahdollisia Sijoitustehtaan kautta tulevia kanssasijoittamisen -konseptilla toimivia rahastoja.

Irtautumisten jälkeen yhtiöllä on vielä jäljellä yksi merkittävä asuntorahasto (VI) ja kolme pientä konsernin kannalta merkityksetöntä rahastoa (Pori, II ja V). Asuntorahasto VI nousee vuoden 2015 aikana täyteen potentiaaliinsa ja uskomme, että Taaleritehdas tulee vuosien 2015-2016 aikana irtaantumaan myös tästä rahastosta. Lyhyellä aikavälillä emme pidä todennäköisenä, että Taaleritehdas perustaisi uusia asuntorahastoja Suomeen johtuen asuntomarkkinan heikosta tuottopotentialista suhteessa viiden vuoden takaiseen aikaan.

Tuulitehdas on Taaleritehtaan toiseksi suurin rahasto ja sen koko on noin 200 MEUR. Tuulitehtaan suhteen näkyvyys on verrattain hyvä, sillä valtion tariffien ansiosta tuulivoimaloiden tuottaman energian hinta on ennalta määrätty. Näin ollen ainoat kysymykset liittyvät tuulipuistojen rakentamisaikatauluun ja lopullisiin tuotantomääriin. Aikataulun osalta yhtiö on noin vuoden alkuperäistä aikataulua jäljessä, mutta valmiiden voimaloiden tuottamat tuotantomäärät ovat olleet yhtiön omia ennusteita parempia, mitä voidaan pitää rohkaisevana tekijänä. Tuulivoimaloiden huolto ja kunnossapito on ulkoistettu laitteiden toimittajalle ja näin ollen yhtiön riski on rajattu myös tältä osin. Odotamme Tuulitehtaan nousevan täyteen tuotantoon vuoden 2015 puolivälissä ja alkavan ansaita yhtiölle merkittäviä hallinnointi- ja tuottopalkkioita tästä eteenpäin.

Tuulitehdas II -rahasto on edelleen varainkeruu vaiheessa ja yhtiö on jo ilmoittanut merkittävistä rakennushankkeista rahaston osalta. Uskomme rahaston lopullisen kokoluokan olevan hieman Tuulitehdas I -rahastoa suurempi ja sen alkavan tuottaa hallinnointipalkkioita vuodesta 2017 alkaen.

Tuottopalkkioista suurimmassa roolissa on Biotehdas. Rahasto on kooltaan selvästi Tuulitehdasta pienempi, mutta rahaston kohteiden tuottopotentiaali on selvästi tuulivoimaloita suurempi. Biotehtaan hankkeet ovat noin vuoden alkuperäisestä aikataulusta jäljessä, mutta valmiista laitoksista saadut tulokset ovat olleet yhtiön omien tavoitteiden mukaisia. Ennustamme Biotehtaan nousevan täyteen tuotantopotentiaaliinsa vuoden 2015 lopussa ja alkavan siten tuottaa merkittäviä hallinnointi- ja tuottopalkkioita yhtiölle vuodesta 2016 alkaen.

Biotehtaan kassavirroista osa on suojattu pitkien sopimusten avulla esimerkiksi paikallisten jätehoitotoimijoiden kanssa. Suurin osa kassavirroista riippuu kuitenkin jätteenkäsittelymaksuista, joiden osalta näkyvyys pitkälle tulevaisuuteen on heikko. Lisäksi Biotehtaan kassavirrat voivat olla alttiita erilaisille lakimuutoksille, sillä ala ja siihen liittyvä lainsäädäntö ovat jatkuvasti muutoksien kohteena. Haluamme korostaa, että olemme Biotehtaan suhteen ennusteissamme verrattain varovaisia, sillä verkoston rakentaminen on edelleen kesken ja näin ollen tuleviin kassavirtoihin liittyy edelleen epävarmuutta.

Pitkällä aikavälillä Biotehdas-rahastoon liittyy myös mielenkiintoinen optio rahaston omistamaan teknologiayhtiö Watreciin. Biotehtaan kaikki laitokset ovat Watrecin toimittamia ja näemme teknologiassa selkeää vientipotentiaalia. Yhtiö on voimakkaan kasvun vaiheessa ja vuoden 2014 liikevaihto oli 16 MEUR ja arvioimme sen kannattavuuden olevan hyvällä tasolla (EBIT-% +10 %). Uskomme, että Biotehdas tulee todennäköisesti myymään Watrecin, kunhan se saa omat laitoksensa valmiiksi. Emme huomioi Watreciä arvostuksissamme johtuen sen tulevaisuuteen liittyvästä epävarmuudesta.

Metsärahastoja Taaleritehdas on perustanut kolme (I, II ja III). Metsä I -rahaston osalta tuottopalkkiot tulevat olemaan hyvin maltilliset johtuen tuottotavoitteen ja tuottolupauksen pienestä erosta ja poikkeavasta palkkiorakenteesta. Metsä III -rahasto on vasta aloitusvaiheessa ja myös sen merkitys tulee jäämään yhtiön kannalta melko pieneksi Metsä I -rahaston tapaan.

Ylivoimaisesti mielenkiintoisin metsärahastoista on Metsä II -rahasto. Metsä II -rahasto omistaa 39,5 % Finsilva Oy:stä, jonka Taaleritehdas osti kesällä 2014. Finsilva omistuksesta maksettiin 65 MEUR ja sen tasearvo on tällä hetkellä 79 MEUR. Uskomme, että tämä 79 MEUR on verrattain varovainen valuaatio ja alueen toteutuneiden puukauppatilastojen perusteella pidämme käypänä arvoa 80-100 MEUR:a. Taaleritehdas omistaa rahaston toistaiseksi kokonaan itse, mutta uskomme, että seuraavan 12 kuukauden aikana yhtiö tulee muuttamaan rahaston omistusmuotoa. Vaihtoehtoja ovat arviomme mukaan sen suora myyminen kolmannelle osapuolelle tai muuntaminen perinteiseksi pääomarahastoksi. Molemmissa tapauksissa Taaleritehdas tulee arviomme mukaan kirjaamaan järjestelystä merkittävän myyntivoiton.

Afriikka-kiinteistörahasto on yhtiön kannalta mielenkiintoinen avaus. Afriikka-kiinteistörahasto alkaa arviomme mukaan tuottamaan hallinnointipalkkioita 2015 alkaen, mutta tuottopalkkioita emme rahastolta lähivuosina odota. Uskomme, että tuottopalkkioiden sijaan rahaston suurin tuottopotentiaali piilee irtautumisissa, joiden odotamme tapahtuvan aikaisintaan 2017. Johtuen erittäin korkeasta tuottotavoitteesta ja riskiprofilista, on tuottopotentiaali rahaston onnistuessa merkittävä.

Taaleritehtaan ovitehdas on ensimmäinen pääomarahasto, joka yhdistää Taaleritehtaan sijoitusyhtiön Sijoitustehtaan ja Pääomarahastot. Kerromme järjestelystä tarkemmin sivulla 24. Vaikka rahaston merkitys Taaleritehtaan sijoittajien kannalta on pieni, uskomme, että järjestely tulee olemaan suunnannäyttäjänä Taaleritehtaan tulevien järjestelyjen osalta. Uskomme yhtiön tekevän vastaavanlaisia järjestelyjä myös jatkossa, missä Sijoitustehdas ensin ostaa kohteen omaan taseeseensa ja myy siitä sitten enemmistön muille sijoittajille Taaleritehtaan mallin mukaisesti.

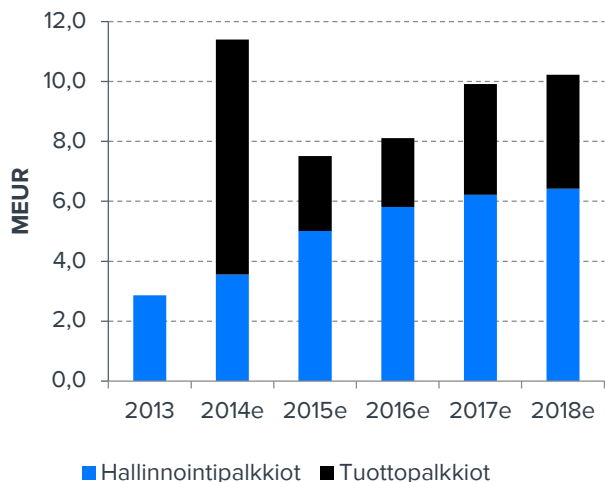
Horisontissa voimakasta kasvua

Vuoden 2014 aikana Taaleritehtaan Pääomarahastot alkoivat lunastaa niille asetettuja kovia odotuksia ja asuntorahastojen irtaantumisten seurauksena se ansaitsi ensimmäistä kertaa merkittäviä palkkiotuottoja. Vuoden 2014 vahva kehitys kasvattaa luottamustamme Pääomarahastojen tulevaa kehitystä kohtaan ja laskee samalla niiden riskiprofilia, sillä esimerkiksi Bio- ja Tuulitehdas ovat molemmat merkittävästi lähempänä täyttä tuotantokapasiteettiaan kuin mitä ne olivat vuosi sitten.

Vaikka Pääomarahastojen luvut näyttävät Taaleritehtaan konsernin osalta vaatimattomilta, on sijoittajien tärkeä ymmärtää, että tämä kasvu ei kasvata yhtiön kuluja

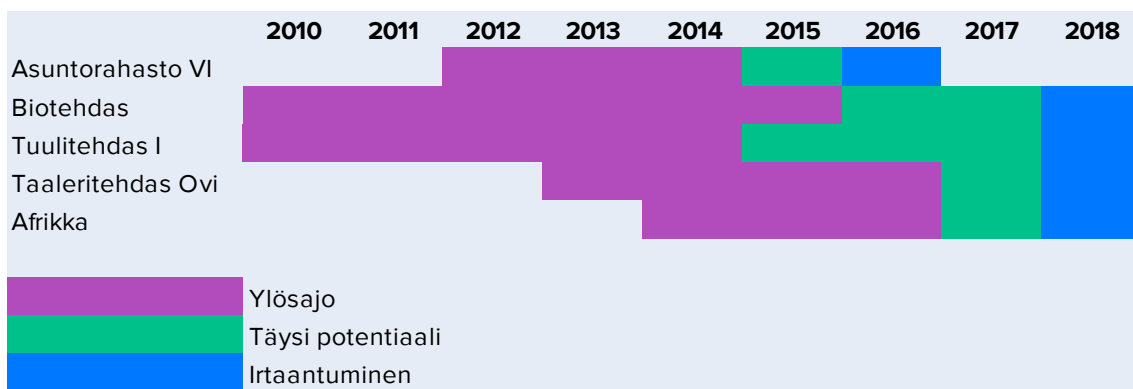
käytännössä lainkaan ja näin ollen menee lähes täysimääräisesti yhtiön liikevoittoon. Tämän vuoksi Pääomarahastojen merkitys yhtiön lähivuosien tuloskasvulle on merkittävä.

Pääomarahastojen tuloseennusteet 13-18e



Lähde: Inderes & Taaleritehdas

Korostamme, että ennustemme eivät ota huomioon mahdollisia ja jopa todennäköisiä irtaantumisia. Irttaantumiset tulevat aiheuttamaan vuoden 2014 tapaan merkittäviä kertaluonteisia tuottoja myös tulevaisuudessa, mutta niiden mallintaminen ei mielestämme ole tässä vaiheessa mahdollista, sillä tarkemmat suunnitelmat ja aikataulut rahastojen osalta ovat edelleen epäselviä. Alla olevassa kuviossa olemme pyrkineet havainnollistamaan yhtiön kannalta keskeisten rahastojen mahdollisia irtaantumisaikatauluja.



Pääomarahastot yhteenveto

Taaleritehtaan pääomarahastot

Hanke	Perustettu	Sijoituskohte	Rahaston koko
Taaleritehtaan Asuntorahasto I-VI	2010-2012	Rakennuttaa ja omistaa yli 1000 vuokra-asuntoa kasvukeskuksissa	n. 130 MEUR (100M irtaannuttu)
Taaleritehtaan Tuulitehdas	2011	Rakennuttaa merkittävän määrän tuulivoimaa Suomeen	n. 200 MEUR
Taaleritehtaan Porin Kiinteistörahasto	2011	Rakentaa Satakunnan osuuskaupalle kauppakeskuksen	n. 9,5 MEUR
Taaleritehtaan Oaktree syöttörahasto	2011	Oaktree kiinteistörahasto (USA)	n. 2,0 MUSD
Taaleritehtaan Biotehdas	2012	Rakentaa valtakunnallisen biokaasulaitosverkosto	n. 90 MEUR
Taaleritehtaan Metsä I	2012	Omistaa yhteismetsän kautta kotimaista talousmetsää	n. 40 MEUR
Taaleritehtaan ovitehdas	2013	Matti-Ovi ja Fenestran sisäoviliiketoiminta	n. 10 MEUR
Taaleritehtaan Afrikka	2014	Rakennuttaa asuin- ja toimitilakiinteistöjä useaan maahan Afrikassa	n. 50 MUSD
Taaleritehdas Tuulitehdas II	2014	Rakennuttaa merkittävän määrän tuulivoimaa Suomeen	Varainkeruu kesken
Taaleritehdas Metsä II	2014	39,5 %:n omistus Finsilva Oy:ssä	Tase-arvo noin 80 MEUR

Lähde: Inderes & Taaleritehdas

Lainaamo

Erikoisrahoitusyhtiö Lainaamo on asteittain siirtymässä uuteen vaiheeseen, kun yhtiön ylösajon riskisin vaihe alkaa olla takanapäin. Tämän myötä myös markkinat voivat asteittain kääntää katseensa liiketoiminnan potentiaaliin ja tulevaisuuden strategiaan mahdollisuuksiin.

Kulutusluotoista yritysrahoitukseen

Lainaamo on kesällä 2013 perustettu erikoisrahoitusyhtiö. Lainaamon tarkoituksena on tarjota aluksi kuluttajille suunnattuja lainoja ja myöhemmin laajentua myös yritysrahoitukseen. Aluksi Lainaamo tarjoaa kuluttajille vakuudettomia kulutusluottoja aina 15 000 euroon asti. Yhtiöllä ei ole fyysistä jakeluverkostoa, vaan jakelu toteutetaan täysin verkon yli. Yhtiö toiminnan ytimessä onkin kustannustehokkuus ja oma IT-järjestelmä.

Näkemyksemme mukaan Lainaamo on strateginen hanke, jonka pitkän tähtäimen tarkoitus on mahdollistaa Taaleritehtaan mukanaolo yritysrahoitusmarkkinoilla. Uskomme nykyisen kulutusluottoliiketoiminnan toimivan ainoastaan ponnahduslautana yhtiölle sen aikaa, että se saa luotua taustalleen riittävän lainakannan.

Perinteinen pankkirahoitus on tällä hetkellä selvässä laskutrendissä, kun pankit joutuvat sääntelyn puitteissa vahvistamaan taseitaan ja tiukentamaan riskienhallintaansa. Suomen rahoitusmarkkinat ovat historiallisesti nojanneet käytännössä täysin pankkeihin ja yritysrahoitusmarkkinat ovat kokonaisuutena olleet hyvin alikehittyneet. Näin ollen Taaleritehdas näkee yritysrahoituspuolella selkeän markkinaraon, kun pankit rajoittavat luotonantoon riskienhallinnan ja kasvavan regulaation vuoksi.

Kuolemanlaakso takana

Uuden kulutusluottoliiketoiminnan ylösajossa ensimmäiset kvartaalit ovat aina kaikista vaikeimmat ja liiketoiminnan riskiprofiili on korkeimmillaan. Tämä johtuu siitä, että yhtiölle ei ole ehtinyt kertyä asiakaskantaa ja yleensä uusi toimija myös houkuttaa kaikista heikoimmat asiakkaat itselleen. Lainaamo on ensimmäisen toimintavuotensa aikana kasvattanut lainakantansa noin 15 MEUR:oon ja uskomme, että yhtiön riskiprofiilin huippu on nyt takanapäin. Yhtiön ymmärrys sisään tulevien hakemusten suhteen on parantunut selvästi ja asiakasrekisteri on ehtinyt kasvaa kohtuullisen suureksi. Lainaamon tulos nousi H2'14 aikana voitolliseksi ja luottotappiot laskivat normalisoidulle tasolle (Inderes arvio: 5 % luottokannasta). Vuoteen 2015 lähdeessä Lainaamon riskiprofiili onkin mielestämme jo selvästi aikaisempaa matalampi ja markkinoilla katseet voidaan asteittain kääntää yhtiön tulospotentiaaliin.

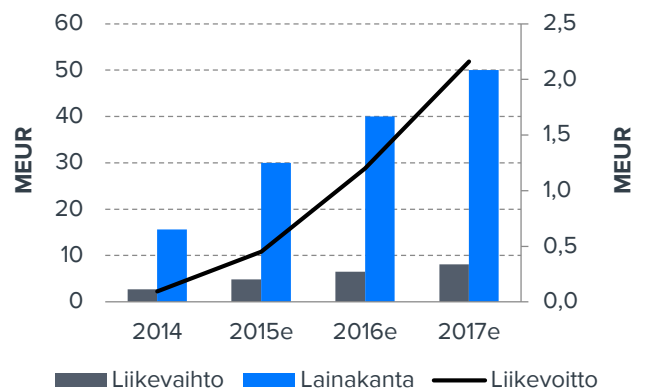
Kasvun kulmakerroin kysymysmerkinä

Suurin kysymys Lainaamossa liittyy tällä hetkellä sen lainakannan kasvun kulmakertoimeen. Lainaamo on H2'14:lla todistanut, että se kykenee pyörittämään kulutusluottoliiketoimintaa, minkä jälkeen markkinoiden katseet tulee siirtää asteittain liiketoiminnan tuottopotentiaaliin. Lainakannan kasvattaminen sitoo kuitenkin Taaleritehtaan omia pääomia ja yhtiöllä on menossa useita muitakin pääomaa vaativia hankkeita. Näin ollen Taaleritehtaan oma tase saattaa muodostua Lainaamon kasvun jarruksi seuraavan 12 kuukauden aikana. Pidämme mahdollisena, että Taaleritehdas etsii Lainaamolle muita pääomittamisratkaisuja, joiden avulla se kykenisi kasvamaan ilman Taaleritehtaan taseen rajoitteita.

Odotamme liiketoiminnan olevan selvästi voitollinen vuodesta 2015 alkaen ja 2015 tuloksen olevan noin 0,5 MEUR. Lainakannan ennustamme kasvavan 30 MEUR:oon. Vuosien 2016-2017 osalta odotamme kannattavuuden jatkavan parantumistaan ja lainakannan jatkavan kasvuaan noin 10 MEUR:illa per vuosi. Lainakannan kasvu painottuu ennusteissamme entistä voimakkaammin yritysrahoitukseen. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä olisi potentiaalia kasvattaa lainakantaansa selvästi nopeammin, mutta ennusteiden nosto vaatisi taakseen rahoituskysymyksen ratkaisemisen.

Uskomme, että Lainaamon rooli tulee korostumaan Garantia-järjestelyn myötä, sillä se tarjoaa yhtiölle mahdollisuuden luoda uudenlaisia rahoitusinstrumentteja yritysrahoitukseen.

Lainaamon tulosennusteet



Lähde: Inderes

Sijoitustehdas

Taaleritehtaan sijoitusyhtiö Sijoitustehdas tulee olemaan merkittävässä roolissa yhtiön matkassa varainhoitoyhtiöstä sijoitusyhtiöksi. Uskomme, että yhtiö tulee aktivoitumaan Sijoitustehtaan osalta selvästi ja sijoitustoiminnassa onnistumisella tulee olemaan merkittävä vaikutus yhtiön omistaja-arvon kehityksen.

Sijoitusyhtiön rooli kasvaa

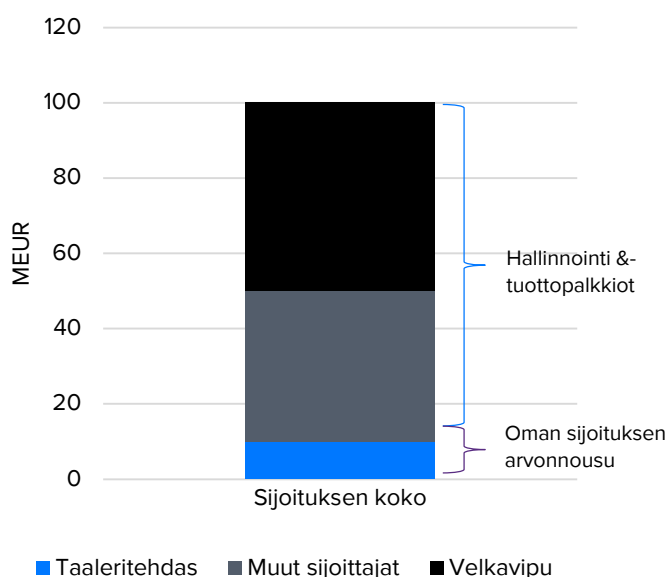
Taaleritehdas perusti kesällä 2013 oman sijoitusyhtiö Sijoitustehtaan. Sijoitustehtaan tarkoituksena on tehdä itse suoria sijoituksia kohdeyrityksiin ja hankkia kohteita pääomarahastoille kanssasijoittamisen -mallia varten. Sijoitustehtaalla on yhtiön liiketoimintaportfoliossa tärkeä strateginen rooli ja uskomme, että yhtiö tulee aktivoitumaan Sijoitustehtaan puitteissa selvästi, kun vuoden 2014 aikana toteutetut yritysjärjestelyt ovat kasvattaneet yhtiön taseen uuteen kokoluokkaan.

Taaleritehtaalla ei ole Sijoitustehtaansa toiminnassa ennalta määritettyjä sijoituskriteerejä ja uskomme yhtiön sijoitusfilosofian olevan hyvin avoin ja opportunistinen. Tärkeimpänä kantavana ajatuksena tulee kuitenkin olemaan konsernin omistaja-arvon kasvattaminen. Arviomme mukaan Taaleritehtaan itsensä kannalta optimaalinen sijoitus olisi kohde, jossa on hyvä liiketoimintamalli, osaava johto ja puute pääomasta. Tässä tapauksessa Taaleritehtaan kontribuutio rajoittuu pitkälti pääomittamiseen ja omistamiseen.

Kanssasijoittaminen

Kanssasijoittaminen on Taaleritehtaan kehittämä uusi omistamisen malli. Kanssasijoittamisessa Taaleritehdas hankkii omistukseensa kohteen, josta se pitää itse vähemmistön (alle 20 %) ja myy enemmistön (esim. 80 %) asiakkailleen tai muille sijoittajille. Esimerkkinä tästä mallista toimii Mattiovi, jota käsittelemme tarkemmin seuraavalla sivulla. Kanssasijoittaminen on Taaleritehtaan omistajien kannalta erinomainen kaikilta osin. Ensinnäkin sen ansaintapotentiaali on huomattavasti normaalia sijoitustoimintaa suurempi, koska Taaleritehdas saa tästä asiakkaiden tai sijoittajien omistamasta 80 %:n osuudesta hallinnointipalkkiot ja mahdolliset tuottopalkkiot oman sijoitusosuuden arvonnousun lisäksi. Toiseksi Taaleritehdas pystyy osallistumaan selvästi omaa sijoituskapasiteettiaan suurempiin järjestelyihin Kanssasijoittamisen kautta.

Kanssasijoittamisen -konsepti

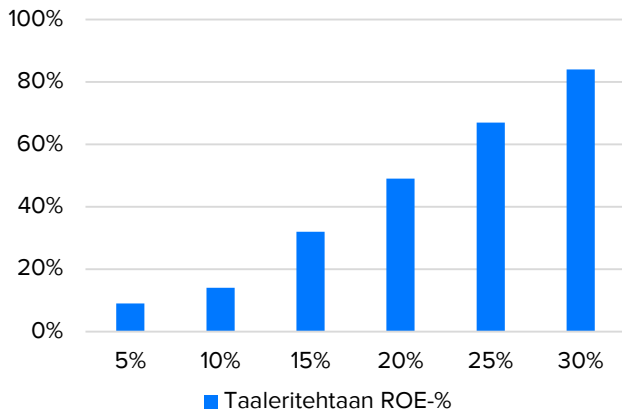


Lähde: Inderes

Yllä olevassa kuviossa on havainnollistettu kanssasijoittamisen vipua Taaleritehtaalle. Esimerkissä yhtiö itse sijoittaa 10 MEUR ja kerää 40 MEUR muilta sijoittajilta. Tämän jälkeen yhtiö hakee 50 MEUR velkaa (100 %:n velkasuhde on edelleen hyvin kohtuullinen pääomasijoittamisessa). Näin Taaleritehdas kykenee toteuttamaan 100 MEUR:n transaktion sijoittamalla vain 10 MEUR omaa pääomaa. Malli rajaa myös Taaleritehtaan riskiä selvästi, sillä Taaleritehtaan tappiot ovat rajattu omaan sijoitukseen (esimerkissä 10 MEUR). Omia tappioita suurempana riskinä pidämmekin asiakkaiden luottamuksen heikentymistä, joka vaikeuttaisi varainhankintaa uusiin kohteisiin ja vaikuttaisi negatiivisesti yhtiön hallinnoitavaan varallisuuteen.

Seuraavassa olevassa graafissa olemme hahmotelleet kanssasijoittamisen tuottopotentialia Taaleritehtaalle. Mallin oletuksena on ajatus siitä, että Taaleritehdas sijoittaa esimerkin mukaisesti 100 MEUR Kanssasijoittamisen -mallilla. Taaleritehdas saa 1 % hallinnointipalkkion tästä 40 MEUR sijoittajilta keräämästään pääomasta ja 25 % yli 10 %:n menevästä tuotosta. Mallin vipuvaikutus Taaleritehtaan näkökulmasta on valtava ja jos kohde tuottaa esimerkiksi 20 %:n oman pääoman tuottoa, olisi Taaleritehtaan 10 MEUR:n sijoituksen pääoman tuotto lähes 50 %.

Sijoitustehtaan tulosvipu



Lähde: Inderes

Mattiovi järjestely

Taaleritehtaan ensimmäinen virallinen kansasijoittamishanke toteutettiin Mattiovi järjestelyssä. Syksyllä 2013 Taaleritehdas osti sisäovivalmistaja Mattiovi Oy:n Panostajalta. Paria kuukautta myöhemmin yhtiö osti Fenestran sisäoviliiketoiminnan. Taaleritehdas yhdisti tämän jälkeen Fenestran liiketoiminnat Mattioveen ja muodosti Mattiovesta oman pääomarahastonsa Taaleritehtaan Ovi Ky:n. Taaleritehdas myi uudesta Mattiovesta 60 % omistajilleen, piti itse 20 % omistusosuuden ja 20 % omistus säilyi yhtiön toimivalla johdolla kannusteena. Järjestely oli kokonaisuutena pieni, arviomme mukaan alle 10 MEUR (Taaleritehtaan osuus alle 2 MEUR), ja näin ollen sen merkitys Taaleritehtaan näkökulmasta on tulosmielessä rajallinen. Järjestely on kuitenkin hyvä esimerkki Kansasijoittamisen -konseptista ja uskomme, että Taaleritehdas tulee tekemään vastaavanlaisia järjestelyjä lähitulevaisuudessa lisää.

Mattiovi on luonteeltaan käännetyhtiö ja liiketoiminta on tällä hetkellä selvästi tappiollista Fenestran toimintojen vuoksi. Uskomme, että käännetyhtiöihin sijoittaminen ei ole yhtiön sijoitustoiminnan ytimessä ja pidämme tältä osin sijoitusta harvinaisena yhtiön kannalta. Vuodet 2014-2015 tulevat Mattioven osalta sujumaan tuloskäänteen merkeissä ja vasta vuonna 2016-2017 tullaan näkemään mikä liiketoiminnan todellinen tuloskunto on. Parhaassakin skenaariossa Taaleritehtaan saamat hallinnointipalkkiot tulevat jäämään vähäisiksi ja mahdollinen omistaja-arvo luodaan liiketoiminnasta irtaantumisen kautta.

Finsilva Oy:n osakkeiden osto

Kesällä 2014 Taaleritehdas teki historiansa merkittävimmän hankinnan, kun Taaleritehdas Metsärahassto II Ky osti Suomi-

yhtiöltä 39,5 %:n omistusosuuden Finsilva Oy:n osakkeista. Finsilva omistaa noin 135 000 hehtaaria metsää Keski-Suomessa ja Pirkanmaalla. Sen liikevaihto on viime vuosina ollut noin 18 MEUR ja liikevoittomarginaali noin 70 %. Näin ollen Taaleritehtaan rahaston laskennallinen osuus yhtiön liiketuloksesta on noin 5 MEUR. Kauppahinta oli noin 65 MEUR, josta Taaleritehdas on sijoittanut omaa pääomaa noin 5 MEUR ja loput noin 60 MEUR on vierasta pääomaa. Koska Taaleritehtaan Finsilva-osakkeisiin sijoittaman pääoman tuotto on laskelmiemme mukaan noin 20 % vuosien 2015 ja 2016 osalta, ei yhtiöllä ole kiirettä myydä omistusta. Uskomme, että Taaleritehdas tulee vuoden 2015 aikana ottamaan seuraavan askeleen Finsilva omistuksensa kanssa. Yhtiö voi arviomme mukaan myydä sen suoraan eteenpäin (arviomme omaisuuserän käyvästä arvosta 80-100 MEUR) tai se voi ottaa rahastoon muita sijoittajia kanssasijoittamisen -konseptinsa mukaisesti.

Kokonaisuutena kauppa on Taaleritehtaan kannalta erinomainen ja yhtiö onnistui ostamaan 80-100 MEUR omaisuuserän 65 MEUR:lla eli selkeään alihintaan.

Sijoitustoiminta on paljon vartija

Uskomme, että Taaleritehdas tulee aktivoitumaan sijoitustoiminnassaan merkittävästi tulevien vuosien aikana. Vuoden 2014 aikana toteutettujen järjestelyjen myötä yhtiön tase ja oma pääoma ovat kasvaneet täysin uuteen kokoluokkaan ja se mahdollistaa yhtiölle merkittävän operatiivisen liikkumavaran yritysostokentällä. Odotamme yhtiöltä useampia kanssasijoittamis-konseptilla toteutettuja sijoituksia kuluvana vuonna.

Tulevat yritysjärjestelyt ovat yhtiön omistaja-arvon kehityksen kannalta keskeisiä kahdesta syystä. Ensinnäkin, emme ota sijoitustoimintaa ennusteissamme huomioon lainkaan, sillä tulevia kohteita on mahdoton arvioida etukäteen. Toiseksi Kanssasijoittamisen -mallin vuoksi sijoitustoiminnassa on erittäin voimakas tulosvipu yhtiön kannalta. Näin ollen onnistuneet järjestelyt aiheuttavat tulosennusteisiin merkittävää vipua.

Luonnollisesti järjestelyjen kokoluokan kasvu vaikuttaa yhtiön riskiprofiiliin, sillä yksittäisillä epäonnistuneella järjestelyllä on merkittävä negatiivinen vaikutus yhtiön tulokseen. Näin ollen Taaleritehtaan sijoittajilta vaaditaan luottamusta yhtiön johtoon, avainhenkilöihin sekä heidän kykyyn allokoida pääomaa tuottavasti. Vuoden 2014 erinomaiset yrityskaupat ovat kasvattaneet tätä luottamusta selvästi.

Garantia

Garantia on historiallisesti tehnyt erittäin hyvää vakuutusteknistä tulosta, mikä heijastelee yhtiön vahvaa riskienhallintaa. Strategisen suunnan puutteen ja erittäin konservatiivisen riskien hallinnan vuoksi yhtiön kasvu on kuitenkin viime vuosina jäänyt olemattomaksi. Taaleritehdas ostaa erittäin hyvässä kunnossa olevan luottovakuuttajan ja uskomme, että uuden omistajan alaisuudessa Garantia tulee hakemaan aiempaa voimakkaammin kasvua.

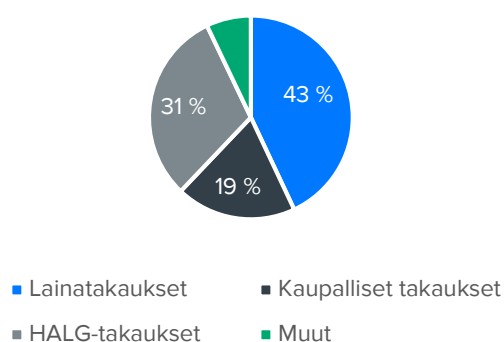
Yhtiökuvaus

Garantia on vuonna 1993 perustettu takausvakuutusyhtiö, joka tarjoaa laajan valikoiman takaustuotteita. Garantian päätuote on yritysten pitkäaikaiselle lainalle myönnettävä takaus. Muita tuotteita ovat mm. pääomalainatakaus, rahastotakaus sekä toimitus- ja urakkatakaukset. Garantia on aktiivisesti mukana erilaisissa rahoitusjärjestelyissä ja pyrkii kehittämään jatkuvasti uusia tuotteita Garantian asiakkaiden muuttuviin tarpeisiin.

Takausvakuutukset toimivat samalla tavoin kuin pankkitakaukset. Garantia ja asiakas tekevät sopimuksen, jonka nojalla Garantia sitoutuu asiakkaan puolesta vakuutettavan sitoumuksen mukaisten velvoitteiden hoitamiseen siltä varalta, että asiakas tulisi maksukyvyttömäksi tai ei pystyisi hoitamaan velvoitteitaan. Vakuutettava sitoumus voi olla esimerkiksi laina-, urakka tai toimitussopimus.

Garantian vakuutuskanta oli vuoden 2014 lopussa noin 1338 MEUR ja se jakaantui alla olevan graafin mukaisesti.

Vakuutuskannan jakauma 2014



Lähde: Garantia

Yhtiö on jälleenvakuuttanut noin 25 % vakuutuskannastaan ja noin 20 %:lla on reaali- ja vakuutus. Kannasta hieman yli 50 % on vakuudetonta.

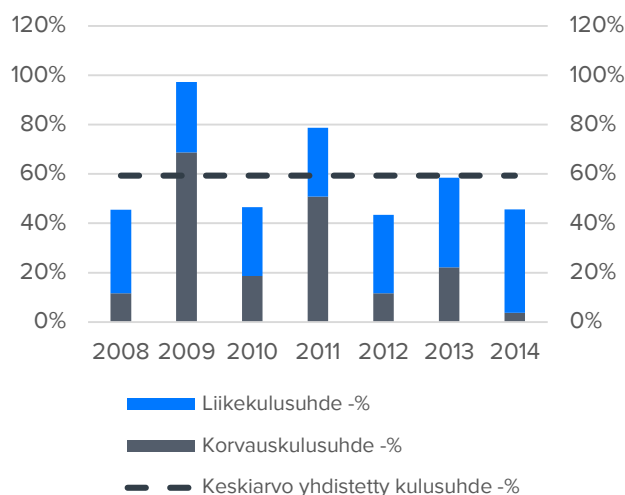
Garantian liiketoiminta jakaantuu vakuutustoimintaan ja sijoitustoimintaan. Käsittelemme molempia liiketoimintoja omia kappaleinaan.

Vakuutustoiminta

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

Garantian historiallinen vakuutustekninen suoritus on ollut erittäin vahva. Yhtiön vuosien 2008-2014 yhdistetty kulusuhde on ollut keskimäärin noin 60 % ja se ei ole kertaakaan painunut yli 100 %:n finanssikriisistä ja Suomen talouden surkeasta kehityksestä huolimatta. Vahvan vakuutusteknisen tuloksen taustalla on näkemysmme mukaan yhtiön erittäin tiukka ja onnistunut riskienhallinta, joka heijastuu korvauskulusuhteen erinomaisena kehityksenä (2008-2014 keskiarvo 20 %). Yhtiön liikekulusuhde (2008-2014 keskiarvo noin 40 %) on mielestämme varsin korkea ja se heijastelee liiketoiminnan pientä kokoa ja skaalan puutetta.

Vakuutustekninen kehitys 2008-2014



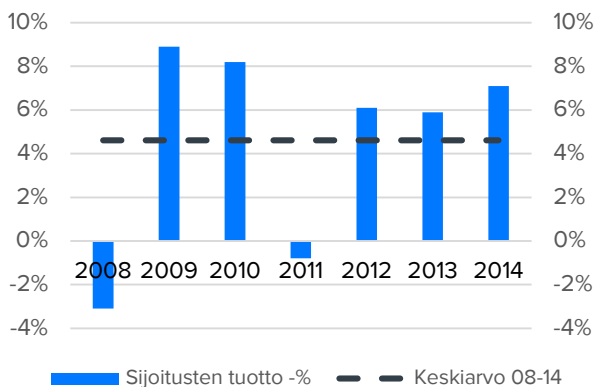
Lähde: Garantia

Sijoitustoiminta

Garantia pyrkii sijoitustoiminnassaan vakaaseen ja tasaisesti kehittyvään varallisuuden kasvuun tavoittelemalla parasta mahdollista tuottoa valitun riskitason puitteissa. Riskien pienentämiseksi sijoitukset hajautetaan tehokkaasti. Riskikeskittymien välttämiseksi sijoituskohteet valitaan siten, että korrelaatio vakuutustoiminnan riskien kanssa on mahdollisimman pieni. Sijoitustoimintaa ohjataan ja hoidetaan määrämutoisen sijoitusprosessin avulla. Sen mukaisesti Garantian hallitus vuosittain vahvistaa yhtiön sijoitusstrategian ja seuraavan vuoden sijoitussuunnitelman. Sijoitussuunnitelma laaditaan voimassa olevien määräysten mukaisesti ja se määrittelee pääperiaatteet ja tavoitteet Garantian sijoitustoiminnalle. Sijoitussuunnitelmassa päätetyllä strategisella allokaatiolla tarkoitetaan sijoitusomaisuuden keskimääräistä jakautumista eri omaisuusluokkiin. Perusallokaatioissa osakesijoitusten osuus on 20 % ja korkosijoitusten 80 %.

Vuonna 2014 Garantian korkosijoitusten osuus Garantian allokaatioissa oli 75,5 %, osakkeiden 22,5 % ja kiinteistöjen 2 %. Garantian sijoitusomaisuuden markkina-arvo oli vuoden 2014 lopussa noin 120 MEUR ja vanhoille omistajille maksettavan 10 MEUR:n pääoman palautuksen jälkeen noin 110 MEUR.

Sijoitustoiminnan tuotto 2008-2014



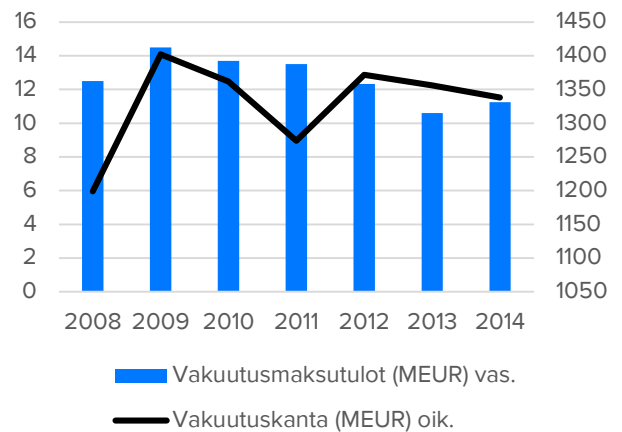
Lähde: Garantia

Historiallisesti Garantia on onnistunut sijoitustoiminnassaan varsin hyvin. Vuosien 2008-2014 välillä keskimääräinen vuosituotto on ollut noin 4,6 %, jota voidaan pitää varsin hyvänä suhteessa yhtiön matalaan riskiprofiiliin. Yhtiön sijoitustoimintaa on näkemyksemme mukaan hoidettu hyvin maltillisella riskillä ja yhtiön erittäin vahva tase olisi mahdollistanut selvästi voimakkaamman riskin ottamisen.

Historiallinen kehitys

Garantian hyvin onnistuneen riskienhallinnan käänköpuolena on ollut maksutulon vaisu kehitys. Garantian vakuutusmaksutulot ovat pysyneet vuoden 2008-2014 välillä muuttumattomina ja myös lainakanta on polkenut paikallaan. Uskomme, että tämä selittyy osin yhtiön erittäin konservatiivisella riskienhallinnalla. Riskienhallinnan lisäksi uskomme, että toisena syynä yhtiön vaisuun kasvuun on ollut omistajien yhteisen tahtotilan puute emmekä usko, että vanhoilla omistajilla on ollut kiinnostusta kasvattaa liiketoimintaa merkittävästi.

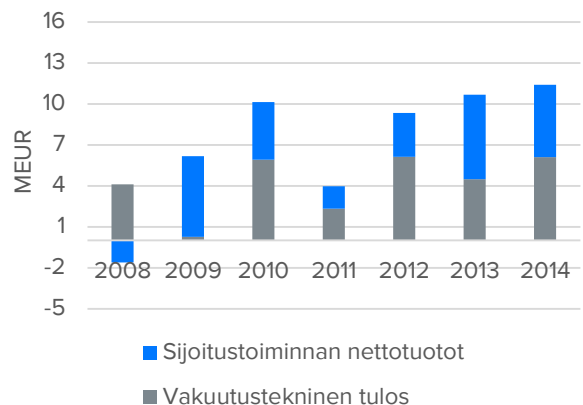
Vakuutuskannan ja maksutulon kehitys



Lähde: Garantia

Garantian kannattavuus ja tulokseteko on ollut vahvaa läpi koko tarkastelujakson ja yhtiön tasoitusmäärän muutoksella oikaistu voitto ennen veroja on ollut keskimäärin 7,7 MEUR vaihteluvälin ollessa 2,5-11,4 MEUR. Hyvän tuloskehityksen taustalla on ollut erinomainen vakuutustekninen suoritus ja sijoitussalkun hyvä tuotto, jota on auttanut pääomamarkkinoiden erittäin vahva kehitys viime vuosina.

Garantian oikaistu tuloskehitys (PTP)



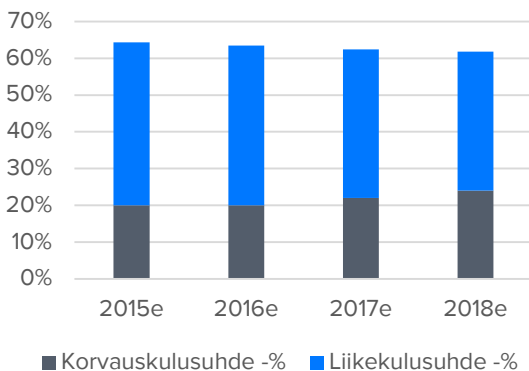
Lähde: Garantia

Tulevaisuuden ennusteet

Taaleritehdas on kertonut, että Garantiaa tullaan johtamaan itsenäisenä yhtiönä ja sen toimintamalleihin ei tulla tekemään merkittäviä muutoksia. Uskomme kuitenkin, että Taaleritehtaalla on selkeä intressi kasvattaa Garantian liiketoimintaa selvästi nykyisestä.

Vuosi 2015 tulee todennäköisesti menemään toiminnan haltuunotossa ja uuden strategian luomisessa. Ennustamme Garantian vuoden 2015 vakuutusmaksutulojen jäävän vuoden 2014 tasolle ja kääntyvän asteittain kasvuun vuodesta 2016 alkaen. Johtuen strategian puutteesta ja heikosta näkyvyydestä olemme ennusteissamme varovaisia ja odotamme vain varovaista kasvua. Vakuutustekninen tulos tulee ennusteissamme pysymään erinomaisella tasolla johtuen tiukasta riskienhallinnasta. Odotamme korvauskulusuhteen pysyvän historiallisella noin 20 %:n tasolla ja liikekulusuhteen olevan noin 40 %. Vaikka liikekulusuhde laskee katsauskauden loppua kohden uskomme, että kasvu vaatii myös riskitason nostoa ja näin ollen korvauskulusuhde nousee hieman.

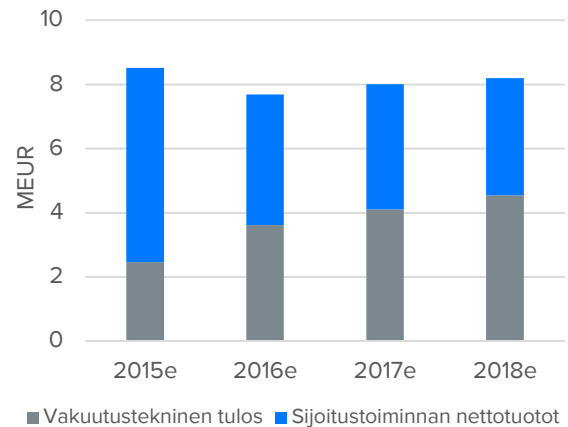
Vakuutustekninen tuloskehitys 15-18e



Lähde: Inderes

Sijoitustoiminnan osalta keskeisenä haasteena on sijoitussalkun laskeva korkotuotto, joka liiketoiminnalle tyypillisestä korkeasta korkopainosta johtuen tekee historiallisen kaltaisten sijoitustuottojen saavuttamisen entistä vaikeammaksi. Lisäksi osakemarkkinoiden jo lähes kuusi vuotta jatkunut nousumarkkina tulee väistämättä johtamaan tilanteeseen, jossa osakkeiden lähivuosien tuotot tulevat jäämään viimevuosien erinomaisista tuotoista. Näin ollen sijoitustoiminta tulee kohtaamaan painetta kahdelta rintamalta. Arviomme mukaan yhtiön korkosalkun juokseva tuotto on tällä hetkellä noin 3 % ja korkosalkun duraatio on noin 5 vuotta. Korkosalkun tuottotaso on olosuhteisiin nähden varsin hyvä, mutta se tulee laskemaan lähivuosina selvästi. Vuoden 2015 tulosta tukee osakemarkkinoiden erinomainen alkuvuosi, joka luo hyvät lähtökohdat erinomaisille sijoitustuotoille koko vuoden osalta.

Garantian ennustettu tuloskehitys 15-18e



Lähde: Inderes

Ennustamme Garantian vuoden 2015 voiton ennen veroja olevan hieman alle 9 MEUR. Tästä vakuutustekninen tulos on arviomme mukaan noin 2,5 MEUR ja sijoitustuotot noin 6 MEUR. Tulosta rasittavat noin 1 MEUR:n kertaerät liittyen toteutettavaan järjestelyyn. Vuosien 2016-2018 väliillä odotamme voiton ennen veroja olevan noin 8 MEUR:n tuntumassa. Vakuutusmaksutulojen kasvu ja hyvä vakuutustekninen suorittaminen riittävät paikkaamaan sijoitustuottojen jättämän aukon yhtiön tuloksessa.

Kokonaisuutena ennusteemme ovat varsin neutraalilla tasolla ja ne heijastelevat Garantian strategisen suunnan puutetta ja haasteita sijoitustuottojen puolella.

Luottoluokitus

Garantialla on luottoluokittaja Standard & Poor'sin myöntämä luottoluokitus A-. Taaleritehtaan Garantia-kaupan jälkeen S&P ilmoitti asettaneensa Garantian luottoluokituksen tarkkailulistalle negatiivisilla näkymillä. Pidämme todennäköisenä, että Garantian luottoluokitus tulee laskemaan nykytasolta, sillä omistajana eläkeyhtiöt ovat huomattavasti Taaleritehdasta vakavaraisempia. Luottoluokituksen laskulla on tiettyjä negatiivisia vaikutuksia Garantian liiketoimintaan esimerkiksi pankkien tai vakuutusyhtiöiden kanssa tehtävien takausten kautta, sekä mahdollisesti negatiivinen vaikutus jälleenvakuutuksen hintaan. Isossa kuvassa emme kuitenkaan pidä tätä merkittävänä riskinä ja uskomme, että Taaleritehdas on valmistautunut ja huomionnut luottoluokituksen laskun kauppaa tehdessään.

Strategia, kilpailuedut ja riskit

Taaleritehtaan strategian keskiössä on omistaja-arvon kasvattaminen ja uudenlaisen omistamisen kulttuurin luominen Suomeen. Jokaiselle nykyisistä liiketoimintayksiköistä on strateginen rooli yhtiön portfolioissa. Yhtiön keskeiset riskit ja kilpailuedut liittyvät sen henkilöstöön.

Strategia

Taaleritehtaan strategia on kokonaisuutena vaikeasti hahmotettavissa, sillä se käsittää useita toisistaan poikkeavia liiketoimintasegmenttejä. Uskomme että yhtiön strategian keskiössä on omistaja-arvon kasvattaminen ja uudenlaisen varainhoitopalvelukonseptin tarjoaminen yhä laajemmalle sijoitusjoukolle. Käytännössä tämä tarkoittaa esimerkiksi pääomarahastotuotteiden tarjoamista suurille massoille kansasijoittamisen -konseptin kautta. Taaleritehtaan strategian kulmakivinä ovat yhtiön mukaan pääomamarkkinoiden muutosten hyödyntäminen, innovatiivisten sijoitustuotteiden jatkuva kehitys, nykyisen asiakaskunnan laajentaminen, asteittainen kansainvälistyminen ja nykyisten toimintojen skaalautuminen. Yhtiön painopiste tulee myös jatkossa olemaan kannattavassa kasvussa, mutta uskomme Sijoitustehtaan roolin ja yritysjärjestelyjen merkityksen kasvavan aikaisemmasta. Uskomme, että yhtiön strategiaa on helpompi ymmärtää eri liiketoimintayksiköiden strategisten roolien kautta.

Liiketoimintayksiköiden strategiset roolit

Taaleritehdas on historiansa aikana panostanut vahvasti varainhoidon ja rahastoliiketoiminnan kasvuun ja onnistunut saavuttamaan siinä kannattavan liiketoiminnan edellyttämän kriittisen massan ja markkina-aseman. Nykyinen varainhoitoliiketoiminta on hyvin kannattavaa ja tarjoaa yhtiölle tulorahoitusta laajentumishankkeisiin. Varainhoidon hallinnoitavan varallisuuden määrä tulee kasvamaan tulevaisuudessa, mutta kulmakerroin tulee loiventumaan johtuen kasvaneesta markkina-asemasta.

Varainhoidon strateginen rooli on yhtiön portfolioissa mielestämme selkeä. Ensinnäkin se tarjoaa yhtiölle vahvaa ja vakaata tulovirtaa, jota yhtiö voi käyttää muiden kasvuhankkeidensa rahoittamiseen. Toiseksi, se tarjoaa yhtiölle rajapinnan asiakkaisiin, joille se kykenee tarjoamaan myös muita palvelujaan (muun muassa Sijoitustehtaan kansasijoittaminen). Historiallisesti nämä palvelut ovat keskittyneet pitkälti Pääomarahastoihin, mutta tulevaisuudessa uskomme, että myös Sijoitustehtaan kautta tehtävät kansasijoitukset tulevat näyttämään merkittävää roolia tässä kehityksessä. Projekti85 liittyy luonnollisesti asiakasmäärän kasvattamiseen, jonka myötä Taaleritehdas saa uutta rajapintaa myydä muita sijoitustuotteitaan.

Pääomarahastoliiketoiminnassa Taaleritehdas aikoo jatkaa uusien innovatiivisten sijoitustuotteiden lanseerauksia nykyisten Tuulitehtaan, Biotehtaan, Metsärahaoston ja Asuntorahastojen rinnalle. Näissä liiketoiminnoissa yhtiön kantavana ideana on löytää kohteita, jotka tuottavat vakaata rahavirtaa ja tukevat suomalaista omistajuutta. Lisäksi hankkeissa on oleellista oikeiden yrittäjähenkisten vetäjien valinta. Uskomme nykyisten kehitysvaiheessaan vielä hyvin alkuvaiheessa olevien pääomarahastojen toimivan merkittävänä tuloskasvuajurina yhtiölle lähivuosina.

Lainaamon osalta strateginen rooli on arviomme mukaan vielä epäselvä. Garantian hankinta mahdollistaa Lainaamon hyödyntämisen yritysrahoitukseen ja uudenlaisten yritysrahoitustuotteiden luonnin. Uskomme Lainaamon roolin selkiytyvän, kun yhtiö saa Lainaamon tulevaisuuden kasvurahoituksen turvattua.

Sijoitustehtaalla tulee olemaan keskeinen strateginen rooli Taaleritehtaan tulevaisuuden kehityksen kannalta. Yksinkertaistettuna Sijoitustehdas etsii sijoituskohteita, joihin se sijoittaa kansasijoittamisen avulla. Kansasijoittamisen -konsepti tarjoaa asiakkaille pääsyn omaa varallisuusluokkaa suurempiin yritysjärjestelyihin ja selvästi läpinäkyvämmän mahdollisuuden seurata kohdeyrityksen kehitystä kuin perinteisissä pääomarahastoissa. Taaleritehtaan osalta konsepti mahdollistaa taas selvästi paremman tuottopotentialin kuin perinteinen pääomasijoittaminen.

Garantiaa tullaan myös jatkossa johtamaan itsenäisenä yhtiönä eikä sitä ole tarkoitus sulauttaa Taaleritehtaaseen. Uskomme, että Garantian strateginen rooli on laajentaa yhtiön asiakaskuntaa ja liiketoimintaa sekä avata yhtiölle uudenlaisia mahdollisuuksia tuotekehityksen osalta (sivulla 7 tarkempi analyysi aiheesta).

Kilpailuedut

Taaleritehtaan kilpailuedut perustuvat näkemyksemme mukaan ennen kaikkea henkilöstöön. Varainhoitoliiketoiminta on asiakasrajapinnan osalta hyvin henkilöriippuvaista ja näin ollen henkilöstön matala vaihtuvuus on alalla erittäin tärkeää. Historiallisesti Taaleritehtaan henkilöstövaihtuvuus on ollut erittäin matala. Uskomme, että tämän taustalla on yhtiön perinteisestä pankkiiriliikemaailmasta poikkeava yrityskulttuuri ja henkilöstön aktiivinen sitouttaminen Taaleritehtaan omien osakkeiden kautta.

Yhtiön siirtyessä varainhoitoyhtiöstä sijoitusyhtiöksi korostuu ylimmän johdon rooli entisestään, kun yksittäisillä sijoituspäätöksillä saattaa olla merkittävä vaikutus yhtiön arvoon. Historiallisen track-recordin perusteella yhtiön johdon osaaminen voidaan laskea Taaleritehtaan kilpailueduksi.

Riskit

Tiivistämme Taaleritehtaan omistamiseen liittyvät riskit seuraaviin tekijöihin:

Henkilöstö: Yhtiön liiketoiminnan menestys on vahvasti sidoksissa sen työntekijöiden osaamiseen ja osaavien työntekijöiden saatavuuteen. Etenkin pääomarahastojen ja useiden meneillään olevien kasvuhankkeiden kehitys tulee olemaan riippuvaisia hankkeista vastuussa olevista avainhenkilöistä. Historiallisesti henkilöstövaihtuvuus on ollut hyvin vähäinen ja tämä tukee käsitystämme yhtiön vahvasta yrityskulttuurista sekä työntekijöiden sitoutumisesta osakeomistusten kautta.

Kulutusluottoliiketoiminnan luottotappiot:

Kulutusluottoliiketoiminnan myötä Taaleritehtaan riskiprofiili muuttuu selvästi, kun yhtiö alkaa kantaa myös taseriskiä. Kulutusluottoliiketoiminnassa riskienhallinta nousee merkittävään rooliin, sillä jo kohtalaiset luottotappiot tuhoavat pääomaa todella nopeasti johtuen lainakannan suuresta koosta suhteessa muuhun omaan pääomaan.

Vakavaraisuusriskit: Laki rahoitus ja vakuutusryhmittymien valvonnasta asettaa Taaleritehtaan omien varojen vähimmäismäärän, jolla asetetaan yhtiön vakavaraisuudelle rajat. Taaleritehdas ei kerro tarkkoja lukuja sen päivitetystä vakavaraisuudesta, vaan toteaa sen pääomien ylittävän omien varojen vähimmäismäärän. Omien laskelmiemme ja arvioidemme perusteella yhtiöllä on pääomia merkittävästi vähimmäismäärää enemmän.

Kasvun hallinta: Taaleritehtaalla on meneillään useita merkittäviä kasvuhankkeita (mm. Lainaamon ylösajo, Turkin ylösajo, Garantia-kauppa, Projekti85 ja Pääomarahastot) ja näiden projektien samanaikaiseen kasvun hallintaan liittyy selkeitä riskejä. Pahimpana riskinä tässä pidämme sitä, että yhtiön kasvu ei pysy hallinnassa ja projektien kustannukset karkaavat käsistä ja kasvu alkaa rönsyillä.

Sääntely: Toimialan sääntely tulee todennäköisesti kasvamaan lähivuosina sekä Suomen että Euroopan Unionin tasolla. Sääntelyn lisääntyminen tulee heijastumaan kasvavina kustannuksina ja mahdollisesti nousevina pääomavaatimuksina. On myös mahdollista, että alalle kohdistetaan uusia veroja johtuen kasvavasta poliittisesta paineesta sekä alan epäsuosiosta.

Maineriski: Toimialalle tyypillisesti maine ja asiakasmielikuva ovat erittäin tärkeitä. Maineriski voi näkemyksemme mukaan realisoitua esimerkiksi tilanteessa, jossa yhtiön pääomarahastohanke epäonnistuu.

Heikko likviditeetti: Taaleritehtaan osakkeen likviditeetti on heikko johtuen vapaasti vaihdettavissa olevien osakkeiden pienestä määrästä. Korostamme, että yhtiön sijoittaminen kannattaa tehdä ensisijaisesti pitkäjänteisesti heikosta likviditeetistä sekä yhtiön liiketoiminnan luonteesta johtuen.

Garantian vakuutustekninen riski: Garantian vakuutuskanta oli vuoden 2014 lopussa noin 1,3 miljardia euroa. Tästä kannasta hieman yli puolet on suojaamatonta ja näin ollen siihen liittyy potentiaalista riskiä, mikäli yhtiön riskienhallinta on epäonnistunut. Vaikka summat ovat yhtiön omaan pääomaan suhteutettuna suuria, tulee sijoittajien huomioida Garantian historiallisesti erittäin hyvin onnistunut riskienhallinta.

Rahoitusmarkkinoiden heilahtelut: Taaleritehtaan tuloksesta merkittävä osa on sidottu pääomamarkkinoiden kehitykseen (Varainhoito ja etenkin tuottopalkkiot sekä Garantian sijoitussalkku), joten rahoitusmarkkinoiden heilahteluilla tulee jatkossa olemaan entistä suurempi merkitys Taaleritehtaan tulokseen.

Taloudellinen tilanne

Taaleritehtaan historia voidaan jakaa kolmeen osaan. Ensimmäinen osa eli vuodet 2007-2009 olivat niin sanottua selviytymistaistelua finanssikriisin ja liiketoiminnan ylösajon keskellä. Vuosien 2010-2013 aikakautta voidaan kuvata tulevan tuloskasvun siementen kylvämisvaiheeksi, kun yhtiö on perustanut useita merkittäviä pääomarahastoja. Vuosien 2014-2015 välistä periodia voidaan kuvata tuloskasvun ja taseen rakentamisen vuosiksi.

Hengissä selviytymistä ja toiminnan ylösajoa

Taaleritehdas on perustettu keväällä 2007. Yhtiön ensimmäiset kaksi toimintavuotta olivat odotetusti taloudellisesti erittäin raskaita, koska kulurakenne on varainhoitoliiketoiminnan ylösajovaiheessa vahvasti etupainotteinen. Myös globaalin talouden romahtaminen vuoden 2008 syksyllä vaikeutti yhtiön toiminnan ylösajoa.

Kolmantena toimintavuotenaan 2009 yhtiö onnistui saavuttamaan historiansa ensimmäisen positiivisen liikevoiton vaikeassa markkinaympäristössä. Liikevaihto kasvoi noin 70 % ja hallinnoitavat varat nousivat 1,1 miljardiin euroon edellisvuoden 427 MEUR:sta. Vuonna 2009 Taaleritehdas päätti myös aloittaa pääomarahastoliiketoiminnan. Ensimmäiseksi pääomarahastokohteeksi valittiin asuntoihin sijoittava asuntorahasto.

Vuodet 2010-2012 olivat yhtiölle taloudellisesti menestyksekkäitä. Yhtiön toiminta on noussut selvästi kannattavaksi jatkuvista kasvupanostuksista huolimatta. Taaleritehdas on tuonut etenkin Pääomarahastoihin uusia innovatiivisia sijoitustuotteita nopealla tahdilla. Vuonna 2012 liikevaihto saavutti uuden ennätystason 19,5 MEUR ja liikevoitto nousi 3,3 MEUR:oon. Myös hallinnoitavat varat jatkoivat kasvuaan ja ne ylittivät vuoden 2012 lopussa 2,4 miljardia euroa.

Vuosi 2013 - pörssilistaus ja siirtyminen voimakkaan tuloskasvun kauteen

Vuosi 2013 oli Taaleritehtaalle merkittävä virstanpylväs sen historiassa, kun yhtiö listautui Helsingin pörssin First North listalle. Listauksella haluttiin laajentaa yhtiön omistajapohjaa ja hakea rahaa uusiin kasvuhankkeisiin.

Operatiivisesti vuosi 2013 oli Taaleritehtaalle voimakkaan kasvun vuosi. Yhtiön liikevaihto kasvoi 35,7 prosenttia 27,5 MEUR:oon ja liikevoitto kasvoi 37,9 prosenttia 4,5 MEUR:oon. Vahvan kehityksen taustalla oli ennen kaikkea kotimaan varainhoidon kasvu. Yhtiön hoidossa oleva varallisuus kasvoi katsauskaudella 16,7 prosenttia 2,8 miljardiin euroon. Hallinnoitavan varallisuuden jakauma parani katsauskaudella selvästi, sillä omien sijoitusrahastojen varallisuus kasvoi 610 MEUR:oon (2012: 383 MEUR) eli selvästi yleistä hoidossa olevaa varallisuutta

nopeammin. Lukuja voidaan pitää erittäin hyvinä, sillä varainhoitomarkkina ei Suomessa tällä hetkellä kasva johtuen talouden surkeasta tilanteesta.

Vuonna 2013 Taaleritehdas myös lanseerasi virallisesti Sijoitustehdas-sijoitusyhtiönsä. Sijoitustehdas teki ensimmäisen sijoituksensa vuoden lopussa, kun se osti Matti-Ovi Oy:n yhdessä asiakkaidensa kanssa. Sijoitustehtaan lisäksi yhtiö lanseerasi virallisesti myös erikoisrahoitusyhtiö Lainaamon, jonka toiminta starttasi kesällä.

Pääomarahastojen osalta vuosi 2013 keskittyi pitkälti tärkeiden hankkeiden (Biotehdas, Tuulitehdas ja Asuntorahastot) ylösajoon ja tulosvaikutus jäi odotuksiemme mukaisesti vaisuksi.

2014 - tuloskasvu ja taseen rakennus

Taaleritehtaalle vuosi 2014 oli kokonaisuutena kaksijakoinen. Yhtiö toteutti vuoden 2014 aikana kaksi erinomaista yritysjärjestelyä (Finsilva ja Garantia) ja loi näillä merkittävästi omistaja-arvoa. Näiden järjestelyjen avulla yhtiö kasvatti taseensa uuteen kokoluokkaan, minkä myötä se voi aktivoitua yritysjärjestelyissä. Myös liikevaihto kasvoi voimakkaasti 41,4 MEUR:oon Lainaamon ja Pääomarahastojen vetämänä. Varainhoidon liikevaihdon kasvun hidastuminen (+10 %) ja kääntyminen negatiiviseksi H2:lla oli meille selkeä pettymys.

Yhtiön liikevoitto nousi 7,6 MEUR:oon ja oli linjassa odotuksiemme kanssa. Ottaen huomioon Pääomarahastojen odotuksia selvästi suuremman tuloksen vuonna 2014, voidaan konsernin kannattavuutta etenkin Varainhoidon osalta pitää pettymyksenä. Kannattavuutta rasittivat arviomme mukaan Projekti85:den etupainotteiset kulut ja yhtiön meneillään oleva iso IT-hanke. Vuonna 2014 yhtiön kasvun hallinnassa oli havaittavissa tiettyjä ongelmia (kulujen lievä karkaaminen) ja pidämme kasvun hallintaa yhtenä yhtiön keskeisistä riskeistä tulevaisuudessa.

2014 pro forma tuloslaskelma

Taaleritehtaan tuloslaskelma muuttuu myös merkittävästi Garantia-kaupan ja IFRS-kirjanpitoon siirtymisen myötä. Olemme alla olevaan taulukkoon listanneet tuloslaskelman muutokset ja ottaneet vertailun helpottamiseksi ja selkeyttämiseksi mukaan omat 2015 ennusteemme.

Vuoden 2014 pro forma palkkiotuotot olivat 71,7 MEUR. Tästä vanhan Taaleritehtaan osuus on 41,5 MEUR (sis. 2,9 MEUR:n muut tuotot erän liittyen Pääomarahastojen irtaantumisiin) ja Garantian oikaistu osuus 16 MEUR (sis. vakuutustoiminnan nettotuotot ja sijoitustoiminnan nettotuotot). Lisäksi Taaleritehdas kirjaa Finsilva osakkeiden arvonnoususta 14,2 MEUR:n tuotot palkkiotuottoihinsa. Tämä erä on puhtaasti kertaluonteinen ja vertailukelpoiset pro forma palkkiotuotot vuodelta 2014 ovat 57,5 MEUR. Vuoden 2015 ennusteemme palkkiuotoille on 58,7 MEUR.

Korkokuluissa yhtiön tuloslaskelmaan tulee jatkossa merkittävä muutos, kun yhtiö kirjaa korkokuluihin lainojensa korot (pankkilaina ja joukkovelkakirjat) ja Finsilva osakkeiden hankintaan liittyvän velan korot (Metsä II). Operatiiviseen liiketoimintaan liittyvät kulut (henkilöstö, hallinto ja muut kulut) kasvavat Garantian kulujen myötä. Ennustamme vuoden 2015 korkokulujen olevan yhteensä 3,3 MEUR.

Luottotappiot sisältävät jatkossa vain Lainaamon luottotappiot ja Garantian luottotappiot kirjataan Garantian vakuutusteknisen tuloksen kautta.

Toisena merkittävänä muutoksena yhtiö tulee jatkossa raportoimaan Finsilvan sen osakkuusyhtiönä ja Taaleritehdas kirjaa jatkossa omistuksensa mukaisen tuloksen Finsilvan tuloksesta. Finsilvan nettotulos oli vuonna 2014 hieman yli 5 MEUR ja odotamme sen kasvavan hieman vuonna 2015. Taaleritehdas kirjaa tästä arviomme mukaan hieman yli 2 MEUR:n tuoton.

Taaleritehtaan pro forma voitto ennen veroja oli vuonna 2014 29,7 MEUR ja Finsilva osakkeiden arvonnoususta oikaistu voitto ennen veroja 15,5 MEUR. Ennustamme vuoden 2015 voiton ennen veroja olevan 17,7 MEUR. Taaleritehdas tulee kirjaamaan H1'15 tulokseensa 24,4 MEUR:n positiivisen erän Garantian negatiivisesta liikearvosta. Tämä 24,4 MEUR:n erä ei näy 2015e tulosennusteissamme, koska olemme huomioineet sen jo tase-ennusteissamme.

	Taaleritehdas	Garantia	Oikaisu*	Pro forma	2015e
Palkkiotuotot	33,4			33,4	36,9
Vakuutustoiminnan nettotuotot		4,6	6,1	10,7	9,7
Sijoitustoiminnan nettotuotot		5,3		5,3	6,1
Arvopaperikaupan tuotot	1,8		14,2	16	0
Tuotot oman pääoman ehtoista sijoituksista					0
Korkotuotot	3,3			3,3	5,5
Liiketoiminnan muut tuotot	2,9			2,9	0,5
Liiketoiminnan tuotot	41,5	9,9	20,3	71,7	58,7
Palkkiokulut	-6,3			-6,3	-6,4
Korkokulut	-0,8		-1,6	-2,4	-3,1
HLÖ-kulut	-16,5	-2,8	-0,5	-19,8	-19,8
Muut hallintokulut	-5,6			-5,6	-5,6
Poistot				-0,6	-0,6
Liiketoiminnan muut kulut	-3,4	-1,9	-1,5	-6,8	-7,0
Luottotappiot	-0,5			-0,5	-0,8
Osuus osakkuusyhtiön tuloksesta	0			0	2,2
Voitto ennen veroja	7,6	5,3	16,8	29,7	17,7
Tuloverot	-1,6	-1,0	-3,5	-6,1	-3,1
Nettotulos	6,0	4,2	13,4	23,6	14,6
Vähemmistö	-1,1		1,1	0,0	-0,7
Nettotulos oikaistu	4,8	4,2	14,5	23,6	13,9

* oikaisut pitää sisällään IFRS ja pro forma oikaisut

Taserakenne ja rahoitusasema

Toteutettavan osakeannin ja Garantia-kaupan jälkeen Taaleritehtaan tase muuttuu merkittävästi. Yhtiön taseen loppusumma kasvaa 78 MEUR:sta 238 MEUR:oon (31.12.2014 pro forma). Kasvun taustalla on Garantia (taseen loppusumma 116 MEUR) ja Finsilva-omistukseen liittyvät tilinpäätös oikaisut (noin 79 MEUR).

Päivitetyn taseen merkittävimmät omaisuuserät ovat Finsilva-omistus (79 MEUR), Garantian sijoitusomaisuus (110 MEUR ja Lainaamon lainakanta (15 MEUR). Muiden omaisuuserien arvo on konsernin näkökulmasta pieni eikä sijoittajien tarvitse kiinnittää niihin huomiota.

Tasemallinnuksessamme odotamme osakeannin lopullisen koon olevan 19 MEUR, koska yhtiö käyttää myös itse tätä lukua antiesitteessään. Annin ja Garantia-kaupan jälkeen Taaleritehtaalla on nettovelkaa noin 120 MEUR ja omaa pääomaa noin 80 MEUR. Tämän lisäksi yhtiöllä on korottomia velkoja noin 30 MEUR:lla ja laskennallista verovelkaa hieman alle 20 MEUR:lla.

Yhtiön nettovelkaantumisaste on arviomme mukaan pro forma luvuilla 138 % ja omavaraisuusaste noin 33 %. Näkemyksemme mukaan taseen velkaantuminen on yhtiön oman mukavuusalueen ylä laidassa ja emmekä pidä realistisena skenaariona, että yhtiö olisi valmis kasvattamaan velkavipuaan merkittävästi nykyisestä.

Uskomme että yhtiön tahtotila on säilyttää taseessaan selkeä liikkumavara yritysjärjestelyjä ajatellen ja näin ollen uskomme ”uuden Taaleritehtaan” tavoitellun nettovelkaantumisasteen olevan 60-80 % välillä. Yhtiö todennäköisesti haluaa säilyttää merkittävän velkavivun liiketoiminnassaan tukeakseen pääoman tuottoa ja toisaalta 60-80 %:n nettovelkaantumisaste tarjoaa yhtiölle selkeää liikkumavaraa yritysjärjestelyissä.

Taseen näkökulmasta uskomme, että Taaleritehtaalla olisi selkeä houkutus myydä Finsilva-osakkeet ulkopuoliselle taholle lähelle niiden käypää arvoa (80-100 MEUR) ja tästä saadulla myyntivoitolla kasvattaa yhtiön omaa pääomaa.

Vastaava MEUR	Taaleritehdas	Garantia	Oikaisut*	Pro forma
Saamiset luottolaitoksilta	31,5	1,6	-31	2,1
Saamiset yleisöiltä ja julkisyhteisöiltä	21,7			21,7
Osakkeet ja osuudet	9,0		-4,7	4,3
Osuudet omistusyhteisyrityksissä	0,3		78,9	79,2
Vakuutus toiminnan varat		111,6	-0,9	110,7
Vakuutus toiminnan saamiset		1,8	0,9	2,7
Sijoitusomaisuus		109,8	-1,8	108
Aineettomat hyödykkeet	2,2	0,7	-0,1	2,8
Aineelliset hyödykkeet	0,6	0,1	1,8	2,5
Muut varat	6,9			6,9
Siirtosaamiset ja maksetut ennakot	5,7	1,6	-0,1	7,2
Laskennalliset verosaamiset	0,1			0,1
Yhteensä	78,1	115,6	43,9	237,6

Vastattava MEUR	Taaleritehdas	Garantia	Oikaisut*	Pro forma
Velat luottolaitoksille			10,9	10,9
Velat yleisölle ja julkisyhteisöille	10		60,5	70,5
Velkakirjat	30		-0,2	29,8
Vakuutus toiminnan velat		84,6	-70,4	14,3
Muut velat	2,8	0,2	0,4	3,3
Siirtovelat ja saadut ennakot	8,0	1,0	2,0	11,0
Laskennallinen verovelka			18,7	18,7
Osakepääoma	0,1	10,2	-10,2	0,1
Vapaat rahastot*	14,6	10	9	33,6
Edellisten tilikausien voitto	10,9	9,6	23,2	43,7
Määräysvallattomien omistajien osuus	1,5	0	-0,1	1,4
Yhteensä	78,1	115,6	43,8	237,6

* oikaisut pitää sisällään IFRS ja pro forma oikaisut

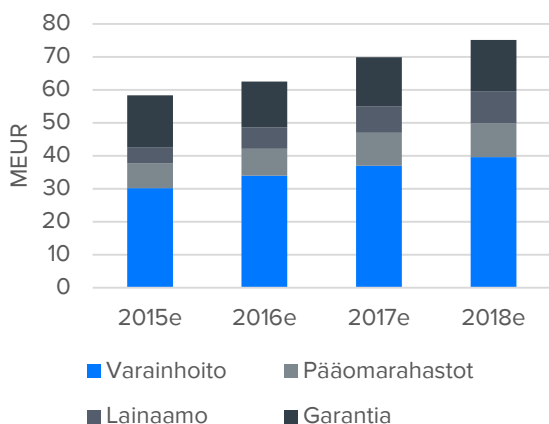
Tulevaisuuden ennusteet

Taaleritehtaan tulos nousee uudelle tasolle Garantia-kaupan myötä. Tulos pysyy kasvu-uralla myös vuosina 2016-2018, kun yhtiön Pääomarahastohankkeet nousevat täyteen potentiaaliinsa ja Lainaamo alkaa tehdä konsernin mittakaavassa kohtuullista tulosta. Odotamme Taaleritehtaan aktivoituvan jatkossa selvästi aiempaa enemmän Sijoitustehtaan puitteissa ja yhtiön tuleva omistaja-arvon kehitys on hyvin riippuvainen yritysjärjestelyiden onnistumisesta.

2015 - Garantian sulattelua

Vuoden 2015 keskeisenä teemana tulee olemaan Garantia-yrityskaupan sulattelu ja tuloksen nouseminen uudelle tasolle. Ennustamme yhtiön palkkiotuottojen nousevan 41 prosenttia 59 MEUR:oon (2014: 41,4 MEUR). Kasvun taustalla on ennen kaikkea Garantia, jota ilman liikevaihto kasvaa vain hieman. Varainhoidossa kasvu hidastuu Turkin ylösajon viivästymisen sekä kotimaan kasvun tasoittumisen myötä. Lainaamon ylösajo jatkuu ja sen liikevaihto kasvaa merkittävästi, mutta on konsernin mittakaavassa edelleen pieni. Pääomarahastojen hallinnointipalkkiot kasvavat merkittävästi (Bio- ja Tuulitehdas), mutta irtaantumistuotot tulevat jäämään selvästi alle 2014 tason.

Taaleritehtaan liikevaihto 15-18e



Lähde: Inderes

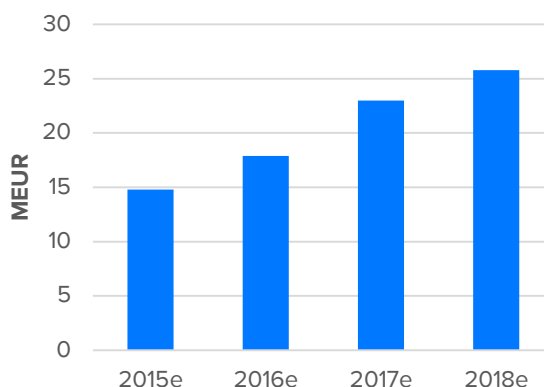
Voitto ennen veroja tulee nousemaan uudelle tasolle Garantian ansiosta. Odotamme vuoden 2015 voiton ennen veroja olevan 17,9 MEUR (2014: 7,6 MEUR). Entiseen 7,6 MEUR:n ennusteeseemme vaikuttaa positiivisesti Garantia (+9,5 MEUR) sekä Finsilva (+2,2 MEUR) ja negatiivisesti järjestelyyn liittyvät kertakulut (-2 MEUR) ja kasvavat korkokulut (-1 MEUR). Sijoittajien on tärkeä seurata jatkossa voittoa ennen veroja riviä liikevoiton sijaan, sillä Taaleritehdas kirjaa jatkossa osuuden Finsilvan tuloksesta osakkuusyhtiöt-riville liikevoiton alapuolelle. Yhtiön kannattavuutta tukee kuluvaan vuonna Lainaamon

nouseminen voitolliseksi ja Pääomarahastojen kasvavat hallinnointipalkkiot.

Yhtiön osakekohtainen tulos tulee nousemaan 0,52 euroon, mihin vaikuttaa negatiivisesti osakesarjan laimentuminen (osakeanti). Osinkoennusteemme 0,18 euroa heijastelee selvästi alle 50 %:n osingonjakosuhdetta ja yhtiön pyrkimystä vähentää taseensa velkavipua. Ennusteillamme yhtiön nettovelkaantumisaste laskee 116 %:iin vuoden 2015 loppuun mennessä.

2015 Tulosenusteemme ei huomioi yhtiön Garantia-kaupasta H1'15 aikana kirjaamaa 24,4 MEUR:n negatiivisen liikearvon tuloutusta, sillä tämä erä sisältyy jo tase-ennusteisiimme.

Taaleritehtaan voitto ennen veroja 15-18e



Lähde: Inderes

Sijoitustehtaan osalta odotamme yhtiöltä muutamia uusia sijoituksia vuoden 2015 aikana. Uskomme, että nämä sijoitukset tullaan toteuttamaan kansasijoittamisen -konseptilla, sillä yhtiöllä itsellään on rajallisesti liikkumavaraa oman taseensa puolesta.

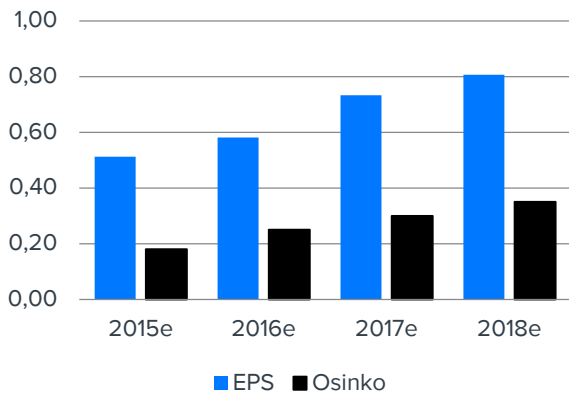
2016 - Sijoitustehtaan vuosi

Vuoden 2016 osalta odotamme Taaleritehtaan kasvun tasaantuvan selvästi. Liikevaihdon ennustamme kasvavan 7 % 62,5 MEUR:oon ja voiton ennen veroja olevan 19,2 MEUR. Kasvun ajureina ovat Lainaamo, kertakulujen poistuminen (ml. IT-kulut) ja tärkeiden Pääomarahastojen täyden

tuotantokapasiteetin saavuttaminen. Garantian osalta tulosvaikutus suhteessa edellisvuoteen on negatiivinen johtuen laskevista sijoitustuotoista.

Osakekohtainen tulos kasvaa 0,59 euroon ja 0,25 euron osinkoennuste heijastelee edelleen yhtiön halua vahvistaa sen tasetta. Nettovelkaantumisaste on vuoden lopussa arviomme mukaan hieman alle 100 %.

Osinko ja EPS 15-18e



Lähde: Inderes

Vuoden 2016 osalta uskomme, että yhtiö alkaa todennäköisesti harkita irtaantumista Asuntorahasto 6- ja mahdollisesti Tuulitehdas 1-pääomarahastoista. Molemmat irtaantumiset olisivat Taaleritehtaan mittakaavassa merkittäviä ja tarjoaisivat onnistuessaan merkittävää tuottopotentiaalia yhtiölle.

Uskomme että Taaleritehdas tulee aktivoitumaan Sijoitustehtaan puitteissa, kun yhtiön johto voi kohdistaa Garantian ja sisäisten hankkeiden sijaan resurssinsa täysimääräisesti yritysjärjestelyihin. Arviomme mukaan tulemme vuoden 2016 aikana näkemään sekä Kansasijoittamisen -konseptilla toteutettuja järjestelyjä että Sijoitustehtaan itsensä täysin toteuttamia ostoja.

Pitkän aikavälin ennusteet

Vuodesta 2017 alkaen odotamme Taaleritehtaan kasvun hidastuvan, kun nykyiset hankkeet alkavat saavuttaa täyden tuottopotentiaalinsa. Uskomme kuitenkin, että Taaleritehdas tulee olemaan aktiivinen toimija sijoitusmarkkinoilla Sijoitustehtaansa puitteissa ja odotamme yhtiöltä useita uusia pääomarahastoja seuraavan kolmen vuoden aikana. Näin ollen tuloskasvulla on kaikki edellytykset jatkua myös vuoden 2017 jälkeen.

Omistaja-arvon kasvun kannalta yhtiön tulevat yritysjärjestelyt tulevat olemaan avainasemassa. Taaleritehdas pystyy kasvaneen taseensa ja kansasijoittamisen kautta osallistumaan merkittävän kokosiin järjestelyihin ja näin ollen niiden kautta syntyvä tai

tuhoutuva omistaja-arvo tulevat ohjaamaan yhtiön kurssikehitystä.

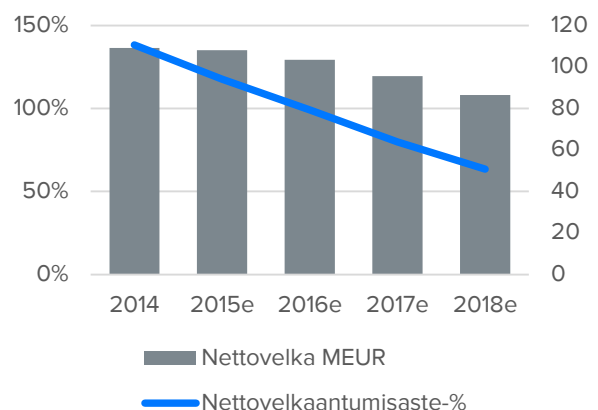
Sijoittajien on tärkeä huomata, että ennusteemme eivät sisällä oletuksia mahdollisista irtaantumisista Pääomarahastoissa tai uusista sijoituskohteista Sijoitustehtaan osalta. Yhtiön hyvästä track-recordista johtuen uskomme, että sillä on hyvät mahdollisuudet kasvattaa omistaja-arvoa huomattavasti onnistuneilla järjestelyillä. Näin ollen nämä mahdolliset ja jopa todennäköiset järjestelyt tulevat aiheuttamaan merkittäviä muutoksia tulosenennusteisiimme. Näin ollen tulosenennusteissa kannattaa keskittyä etenkin vuosiin 2015 ja 2016.

Suurin riski tulosenennusteidemme osalta liittyy rahoitusmarkkinoiden epävarmuuteen ja tähän liittyvään merkittävään tulosheilahteluun. Taaleritehdas on Garantia-kaupan jälkeen aiempaa riippuvaisempi pääomamarkkinoiden heilahteluille, sillä Garantian sijoitustuotot (noin 20 % Taaleritehtaan lähivuosien tuloksesta) ja Varainhoidon tuottopalkkiot (noin 20 % Varainhoidon palkkiotuotoista) ovat hyvin riippuvaisia pääomamarkkinoiden liikkeistä. Lisäksi Lainaamon ja Garantian vakuutustekninen tulos ovat kohtuullisen herkkiä talouden äkilliselle heikentymiselle.

Vaikka nämä riskit eivät uhkaa Taaleritehtaan vakavaraisuutta missään skenaariossa, saattavat tulosvaihtelut olla merkittäviä, mikäli taloustilanne ja pääomamarkkinat heikkenevät samanaikaisesti.

Sijoittajan on kuitenkin tärkeä muistaa, että Pääomarahastot ovat vähemmän riippuvaisia globaalista talouskehityksestä ja esimerkiksi Tuulitehtaan osalta hankkeen ylösaajo tai lopullinen tuotanto ei ole millään tavoin sidottu maailman talouteen. Toisaalta laskevien omaisuusarvojen ympäristö tarjoaisi Taaleritehtaan kaltaiselle vakavaraiselle toimijalle hyviä mahdollisuuksia tehdä onnistuneita järjestelyitä Sijoitustehtaan puitteissa.

Nettovelkaantumisaste 15-18e



Lähde: Inderes & Taaleritehdas

Osakkeen hinnoittelu & osakeanti

Taaleritehdas hakee osakeannilla enintään 23 miljoonan euron nettovaroja Garantian hankintaa varten. Osakeannin 7,25 euron hinta on mielestämme houkutteleva, kun sitä peilataan yhtiön arvostukseen ja lähivuosien tulospöytäkuviin. Sijoitus yhtiöön vaatii kuitenkin sijoittajilta luottamusta yhtiön johtoa kohtaan johtuen yritysjärjestelyjen roolin kasvusta tulevaisuudessa.

Pitkän aikavälin arvostus houkuttelee

7,25 euron antihinnalla Taaleritehdas on hinnoiteltu alle sen keskeisten verrokkien ja laajemman vertailuryhmän. Taaleritehtaan antihinnalla lasketut P/E-kertoimet ovat 14,2x ja 12,5x vuosille 2015 ja 2016, kun Helsingin pörssissä listattujen keskeisten verrokkien vastaavat P/E-kertoimet vaihtelevat 17-24x (2015) ja 11-25x (2016) välillä. Myös suhteessa laajempaan eurooppalaiseen finanssisektorin verrokkiryhmään on Taaleritehtaan anti hinnoiteltu selvällä alennuksella.

Näkemyksemme mukaan alennus suhteessa sekä kotimaisiin, että eurooppalaisiin verrokkeihin ei ole perusteltu johtuen Taaleritehtaan keskimääräistä paremmista tulospöytäkuviin. Mielestämme Taaleritehdas tulisi hinnoitella preemiolla suhteessa sen keskeisiin verrokkiryhmiin tai Helsingin pörssin keskiarvoon, sillä yhtiön track-record omistaja-arvon luomisesta on erittäin vakuuttava.

Taaleritehtaan arvostuskertoimia tarkasteltaessa sijoittajien on hyvä ymmärtää, että Taaleritehdas on tällä hetkellä voimakkaan tulospöytäkuviin vaiheessa, eivätkä nykyiset tulospöytäkuviin heijastele yhtiön nykyisen liiketoiminnan täyttä potentiaalia. Yhtiön tulos tulee arviomme mukaan pysymään kasvu-uralla vuosien 2015-2018 välillä johtuen Pääomarahastojen hyvästä kehityksestä ja Lainaamon kasvusta. Ennustamme yhtiön voiton veroja (IFRS) kasvavan 18 %:n vuosivauhtia 2014-2018 välillä.

Taaleritehtaan tulospöytäkuviin tarkasteltaessa on syytä myös huomioida, että ennusteemme eivät huomioi yhtiön Pääomarahastoissa olevaa irtaantumispotentiaalia. Yksittäiset pääomarahastohankkeet voivat irtaantumisen yhteydessä tuottaa yhtiölle merkittäviä kertaluonteisia tuloja (vrt. 2014 asuntorahastojen irtaantumiset).

Kokonaisuutena 7,25 euron antihinta ei mielestämme heijastele Taaleritehtaan nykyisen liiketoiminnan täyttä tulospotentiaalia.

Korostamme kuitenkin, että Taaleritehtaaseen sijoittaminen vaatii luottamusta yhtiön johtoa ja avainhenkilöitä kohtaan. Taaleritehdas on matkalla varainhoitoyhtiöstä sijoitusyhtiöksi ja tulevaisuudessa Sijoitustehtas tulee näyttämään yhä merkittävämpää roolia konsernin kehityksen osalta. Sijoitustoiminnan merkityksestä saatiin esimakua vuoden 2014 aikana, kun yhtiö toteutti Finsilvan osakkeiden ja Garantian oston.

Taaleritehdas kykenee jatkossa osallistumaan omaan kokoluokkaansa nähden melko suuriin järjestelyihin kasvaneen taseen ja kanssajohdattamisen -mallinsa kautta. Näin ollen johdon pääoman allokaatiokyvyt nousevat kriittiseen rooliin yhtiön arvomuodostuksen kannalta. Onnistuneilla järjestelyillä yhtiön tulos ja arvo tulevat kehittymään selvästi odotuksiamme nopeammin ja vastaavasti jo muutamalla isomman kokoluokan epäonnistuneella järjestelyllä voi yhtiön johto tuhouta merkittäviä määriä omistajien varallisuutta.

	P/E 15e	P/E 16e	P/B 15e	ROE-% 15e	Osinko-% 15e
CapMan	17	11	1,4	8 %	5,8 %
United Bankers	18	15	3,2	23 %	4,7 %
eQ	24	25	2,7	13 %	3,5 %
Taaleritehdas	14	13	2,3	17 %	2,5 %
Laajempi vertailuryhmä*	15	16	2,8	11 %	1,4 %
-Suhteessa Taaleritehtaaseen-%	6 %	28 %	22 %	65 %	56 %
OMXH (mediaani)	16	13	1,8	11 %	3,0 %
-Suhteessa Taaleritehtaaseen-%	15 %	7 %	-22 %	65 %	-80 %

*Laajempi vertailuryhmä sisältää 42kpl verrokkeja finanssisektorin yrityksiä Euroopasta

Lähde: *Inderes & Bbomberg*

Ennusteet & hinnoittelu yhteenveto

Keskeiset tunnusluvut

	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
P/E	32,9	14,2	12,5	9,8	8,9
P/BV	2,1	2,3	2,0	1,8	1,6
P/S	3,9	3,5	3,3	2,9	2,7
Osingonjakosuhte	47 %	35 %	43 %	41 %	43 %
Osinkotuotto-%	1,4 %	2,5 %	3,4 %	4,2 %	4,9 %
ROE -%	10 %	17 %	17 %	19 %	19 %
LV kasvu -%	51 %	41 %	7 %	12 %	8 %
Nettovelkaantumisaste-%	138 %	118 %	99 %	80 %	63 %
Omavaraisuusaste -%	33 %	37 %	40 %	45 %	50 %
EPS	0,19	0,51	0,58	0,73	0,81
Osinko	0,09	0,18	0,25	0,30	0,35
Oma pääoma per osake	3,08	3,17	3,57	4,03	4,53

*Arvostuskertoimet laskettu 7,25 euron osakekurssilla

Lähde: Inderes ennusteet

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma & tase

Tuloslaskelma

MEUR	2012	2013	H1/14	H2/14	2014	H1/15e	H2/15e	2015e	2016e	2017e	2018e
Varainhoito	17,1	24,6	13,9	13,1	27,0	15,6	14,6	30,2	34,0	37,0	39,6
Lainaamo	3,2	2,9	2,5	8,9	11,4	3,0	4,5	7,5	8,1	9,9	10,2
Pääomarahastot	0,0	0,5	1,0	1,7	2,7	2,0	2,9	4,9	6,5	8,1	9,7
Garantia vakuutusmaksutulot (netto)					11,1	4,8	4,9	9,7	9,9	10,9	11,9
Garantia sijoitustoiminta					5,3	3,0	3,1	6,1	4,1	3,9	3,7
Liikevaihto	20,3	27,5	17,5	23,9	41,5	28,5	30,1	58,7	62,5	69,8	75,1
EBITDA	3,6	5,0	2,6	5,8	8,3	7,2	8,8	16,0	20,4	25,1	27,8
EBITDA -%	17,7 %	18,1 %	14,8 %	24,1 %	20,0 %	25,2 %	29,3 %	27,3 %	32,6 %	35,9 %	37,0 %
EBIT	3,3	4,5	2,6	5,1	7,6	6,9	8,5	15,4	18,8	23,7	26,5
EBIT -%	16,2 %	16,4 %	14,6 %	21,1 %	18,3 %	24,1 %	28,3 %	26,3 %	30,0 %	33,9 %	35,3 %
Osuus osakkuusyht. tuloks.	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	1,3	2,2	2,6	3,7	4,2
Voitto ennen veroja	3,3	4,5	2,5	5,1	7,6	7,8	9,8	17,7	21,4	27,4	30,2
Verot	-0,6	-1,3	-0,6	-1,0	-1,6	-1,6	-2,0	-3,5	-3,8	-4,7	-5,3
Veroaste	18,8 %	29,8 %	24,9 %	19,4 %	21,3 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	17,6 %	17,3 %	17,6 %
Vähemmistö	-0,6	0,0	-0,1	0,0	-1,1	-0,1	-0,6	-0,7	-1,1	-1,7	-1,9
Nettotulos	2,1	3,2	1,8	3,0	4,9	7,3	7,2	14,5	16,5	20,9	23,0
EPS	0,46	0,55	0,29	0,48	0,77	0,26	0,25	0,51	0,58	0,73	0,81
Osinko per osake	-	0,44	-	-	0,36	-	-	0,18	0,25	0,30	0,35

*2012-2014 FAS, H1'15 alkaen IFRS

*H1'15 tulossennuste ei huomioi yhtiön Garantiasta kirjaamaa 24,4 M EUR:n negatiivisen liikearvon tulotusta

*Huom osakeen split (1/4) H1'15 alkaen

Tase

Vastaava (MEUR)	2013	2014	2015e	2016e	2017e	Vastattava (MEUR)	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	4,7	206,5	207,9	207,3	206,9	Oma pääoma	22,6	78,9	91,9	104,4	119,9
Liikearvo	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aineettomat oikeudet	0,6	2,1	2,7	2,4	2,3	Kertyneet voittovarot	7,4	43,8	56,1	67,4	81,3
Käyttöomaisuus	0,3	2,5	3,3	3,0	2,7	Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1,1	79,2	79,2	79,2	79,2	Uudelleenarvostusrahasto	14,6	33,6	33,6	33,6	33,6
Muut sijoitukset	0,4	112,3	112,3	112,3	112,3	Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	1,6	9,6	9,6	9,6	9,6	Vähemmistöosuus	0,4	1,4	2,1	3,2	4,9
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	23,4	31,0	42,4	51,0	59,6	Pitkäaikaiset velat	2,3	147,5	139,2	135,2	128,5
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	111,2	102,9	98,9	92,2
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	7,2	7,2	7,2	7,2	Vaihtovelkakirjalaina	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	11,9	21,7	32,3	40,7	48,9	Muut pitkäaikaiset velat	2,3	17,6	17,6	17,6	17,6
Likvidit varat	11,5	2,1	2,9	3,1	3,5	Laskennalliset verovelat	0,0	18,7	18,7	18,7	18,7
Taseen loppusumma	28,1	237,5	250,3	258,3	266,5	Lyhytaikaiset velat	3,2	11,1	19,2	18,8	18,0
						Lainat rahoituslaitoksilta lyh.	0,0	0,0	8,1	7,7	6,9
						Lyhytaikaiset korottomat velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
						Muut lyhytaikaiset velat	3,2	11,1	11,1	11,1	11,1
						Taseen loppusumma	28,1	237,5	250,3	258,3	266,5

*2014 alkaen IFRS

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja kuuden kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen

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

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

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

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 yhtiössä. Inderes Oy:llä ei ole omistuksia kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

Inderes Oy

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Melkonkatu 22 B

00210 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi



2014

#1 suositustarkkuus



2014

#1 ennustetarkkuus



2012

#1 suositustarkkuus



2012

#2 suositustarkkuus



inde
res.

**Palkittua
analyysiä.**