

Taaleri

Laaja raportti

21.5.2021 19:30



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas
Taaleri on Inderesin vähemmistöomistaja

**inde
res.**

Via Dolorosa jätetty pysyvästi taakse

Tarkistamme Taalerin tavoitehinnan 12,5 euroon (aik. 11,5e) ja toistamme lisää-suosituksemme. Yhtiö jatkaa määrätietoisia toimia osiensa arvon purkamiseksi ja askelmerkit tähän liittyen ovat selvät. Osien arvon purkautuminen tarjoaa lähivuosille edelleen riittävän tuotto-odotuksen ja strategian onnistuessa myös Pääomarahastoliiketoiminnassa on selkeää arvonluontipotentiaalia.

Vaihtoehtoihin sijoitustuotteisiin keskittyvä tuotetalo

Taaleri on uusiutuvaan energiaan ja vaihtoehtoihin omaisuuslajeihin keskittynyt pääomarahastotalo, minkä lisäksi konserniin kuuluu myös Vakuutusosakeyhtiö Garantia. Yhtiön hallinnoitavat asiakasvarat olivat Q1'21:n lopussa 1,7 mrd. euroa ja jatkuvien toimintojen palveluksessa oli Q1'21:n lopussa noin 100 työntekijää. Yritysjärjestelyt ovat olleet historiassa keskeinen osa Taalerin sijoittajatarinaa ja viimeisin merkittävä järjestely nähtiin maaliskuussa 2021, kun yhtiö myi Varainhoitoliiketoimintansa Aktialle.

Lähivuodet menevät liiketoiminnan ylösajoon ja taseessa olevan arvon purkamiseen

Taalerin 2021-2023 strategiakauden kulmakivet ovat: kasvu vaihtoehtoisissa sijoitustuotteissa, fokus ja rönsyjen karsiminen, kulu- sekä pääomatehokkuus. Strategia on fokusoitunut Pääomarahastojen kehitykseen ja aiemmasta poiketen se ei enää sisällä opportunistisia yritysjärjestelyjä ydinliiketoiminnan ulkopuolella. Garantia on strategiasta varsin erillinen palanen, mistä kertoo myös sen luokittelu strategiseksi sijoitukseksi. Näkemyksemme mukaan 2021-2023 strategiakausi on Taalerille eräänlainen rakennusvaihe, sillä yhtiö keskittyy kaudella ajamaan ylös Pääomarahastoliiketoimintaansa. Strategian keskiössä onkin ennen kaikkea liiketoiminnan kasvu ja kannattavuus on sivuroolissa. Yhtiön tase on Aktia-kaupan jälkeen rajusti ylikapitalisoitunut ja yhtiö tulee palauttamaan lähivuosina merkittäviä pääomia omistajilleen. Lisäksi yhtiö etsii aktiivisesti yritysostokohteita kiihdyttääkseen pääomarahastojen kasvua.

Kertatuotot näyttelevät pääroolia lähivuosien tuloksessa, kestävä tulosparannus vie aikaa

Yhtiön tulos tulee lähivuodet saamaan merkittävää tukea taseen siivouksesta johtuvista kertatuotoista ja tulos näyttää ns. ”liian hyvältä”. Näiden tuottojen merkitys yhtiön arvoon on hyvin rajallinen ja suosittelemmekin sijoittajia keskittymään seuraaviin asioihin nykyisellä strategiakaudella: AUM:n ja jatkuvien palkkioiden kasvu, kulutason kehitys ja kulusaneeraus, jatkuviin palkkioihin pohjautuvan kannattavuus, Garantian vakuutustekninen suorittaminen ja osingonmaksukyky sekä rahastojen performanssi. Jatkuviin tuottoihin pohjautuvan kannattavuuden parantuminen tulee viemään aikaa ja arviomme mukaan liiketoiminnan kunnollinen skaalautuminen tapahtuu vasta nykyisen strategiakauden jälkeen.

Osake perusteetta alennuksella suhteessa osien summaan

Keskitymme analyysissämme etenkin osien summaan, sillä se huomioi parhaiten Taalerin osissa olevan arvon ja liiketoimintojen erilaiset profiilit. Osien summan mukainen arvomme on 12,7 euroa ja tämä on linjassa tavoitehintamme kanssa. Emme pidä enää perusteltuna hinnoitella Taaleria alle sen osien summan, kun niissä olevan arvon purkautumiseen on selkeät askelmerkit ja yhtiö on sitoutunut arvon purkamiseen. Verrokkianalyysi, absoluuttiset kertoimet sekä DCF-mallimme tukevat nykyistä tavoitehintaa, vaikka emme annakaan niille oleellista painoa.

Suositus

Lisää

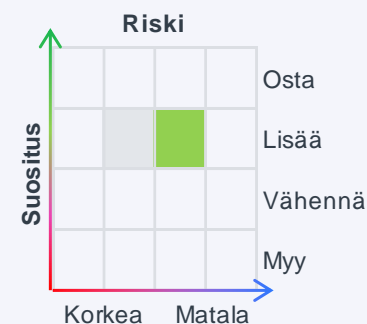
(aik. Lisää)

12,50 EUR

(aik. 11,50 EUR)

Osakekurssi:

11,85



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	69,5	51,7	50,3	68,7
kasvu-%	3 %	-26 %	-3 %	36 %
EBIT oik.	17,6	20,2	19,4	36,9
EBIT-% oik.	25,4 %	39,1 %	38,6 %	53,7 %
Nettotulos	13,1	125,8	14,7	26,7
EPS (oik.)	0,46	0,55	0,50	0,89
P/E (oik.)	17,6	21,6	23,7	13,3
P/B	1,5	1,4	1,4	1,6
Osinkotuotto-%	3,9 %	11,8 %	12,9 %	5,3 %
EV/EBIT (oik.)	13,9	13,3	13,0	7,7
EV/EBITDA	12,1	2,1	12,6	7,6
EV/Liikevaihto	3,5	5,2	5,0	4,1

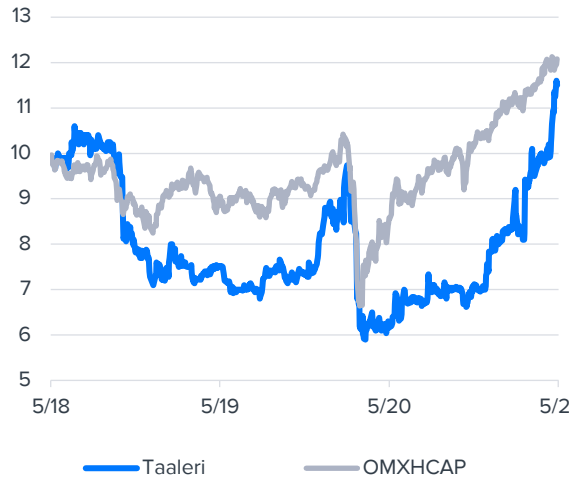
Lähde: Inderes

Ohjeistus

Ei ohjeistusta

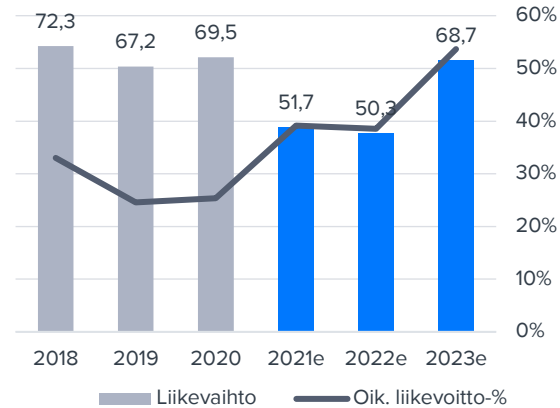
Taaleri on Inderesin vähemmistöomista

Osakekurssi



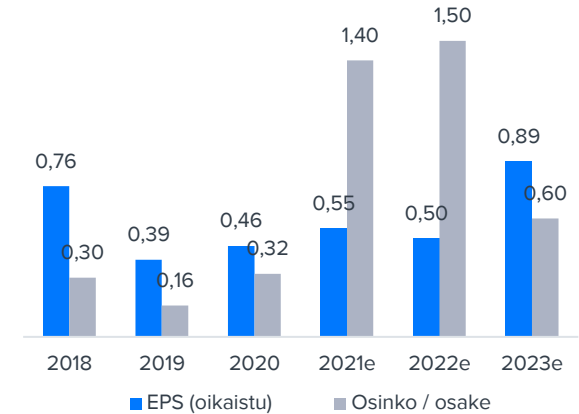
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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

Riskitekijät

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

Arvostus

- Osien summa nykykurssia korkeampi
- Osissa on edelleen merkittävää arvoa ja osien arvon purkautumisen kehittyessä oikeaan suuntaan, on osakkeen tarjoama tuotto-odotus mielestämme edelleen riittävän hyvä
- Strategian onnistuessa myös Pääomarahastoliiketoiminnassa on selkeää arvonluontipotentiaalia

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	5-7
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	8-10
Sijoitusprofiili	11-12
Pääomarahastot	13-19
Garantia	20-24
Muut-segmentti	25
Toimiala ja verrokit	26-32
Taloudellinen tilanne	33-35
Ennusteet	36-39
Arvostus	40-45
Taulukot	46-48
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	49

Taaleri lyhyesti

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

2007

Perustamisvuosi

2013/2016

Listautuminen First Northiin/Helsingin pörssin päälistalle

40,0 MEUR

Jatkuvien toimintojen liikevaihto 2020

9,1 MEUR (23 % lv:sta)

Jatkuvien toimintojen liikevoitto 2020

1,7 mrd. euroa

Hallinnoitavat varat Q1'21 lopussa

102

Henkilöstö Q1'21

2013-2015

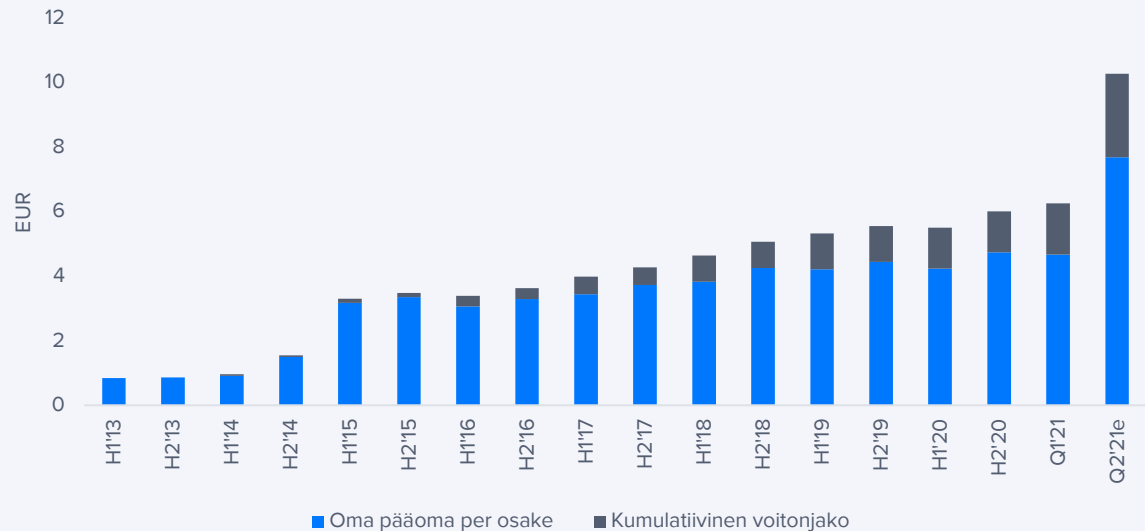
- Listautuminen First North-markkinapaikalle 4/2013
- Finsilva-hankinta 6/2014
- Garantian hankinta 3/2015
- Pääomarahastoliiketoiminnan voimakas kasvattaminen
- Finsilva-osuuden myynti 4/15
- Lainaamon myynti Fellow Financelle, Taaleri vähemmistöomistajaksi 5/15

2016-2020

- Päälistalle 4/2016
- Lopun Finsilva-osuuden myynti 3/16
- Energia-liiketoiminnan perustaminen 2016 ja ylösajo
- Garantian vahva operatiivinen kehitys
- RaVa-ryhmittymä aiheuttaa ongelmia pääomavaatimusten kanssa
- Varainhoidon krooniset kannattavuushaasteet

2021-

- Varainhoitoliiketoiminnan myynti Aktialle 120 MEUR:n velattomalla kauppahinnalla
- Uusi strategia ja taloudelliset tavoitteet
- Taalerista tulee uusiutuvaan energiaan ja vaihtoehtoihin sijoitustuotteisiin keskittynyt tuotetalo
- RaVa-ryhmittymä lakkaa
- Merkittävän ylikapitalisaation purkaminen voitonjaon ja M&A:n kautta



Yhtiökuvaus

Taaleri lyhyesti

Taaleri on vuonna 2007 perustettu uusiutuvaan energiaan ja vaihtoehtoihin omaisuuslajeihin keskittynyt pääomarahastotalo, minkä lisäksi konserniin kuuluu myös Vakuutusosakeyhtiö Garantia. Taaleri listautui First North-markkinapaikalle vuonna 2013 ja siirtyi Helsingin pörssin päälistalle vuonna 2016. Yhtiön hallinnoitavat asiakasvarat olivat Q1'21:n lopussa 1,7 mrd. euroa ja jatkuvien toimintojen palveluksessa oli Q1'21:n lopussa 102 työntekijää.

Yritysjärjestelyt ovat olleet historiassa keskeinen osa Taalerin sijoittajatarinaa ja viimeisin merkittävä järjestely nähtiin maaliskuussa 2021, kun yhtiö myi Varainhoitoliiketoimintansa Aktialle. Käsittelemme toteutuneita järjestelyitä tarkemmin seuraavalla sivulla.

Varainhoitajasta tuotevetoiseksi pääomarahastotaloksi

Taaleri [tiedotti](#) maaliskuussa 2021 myyvänsä Varainhoitoliiketoimintansa Aktialle 120 MEUR:n velattomalla kauppahinnalla. Kaupan myötä Taalerin liiketoimintarakente muuttui merkittävästi, sillä Varainhoito on näytellyt yhtiössä keskeistä roolia läpi historian. Kaupan jälkeen Taaleri uudisti strategiansa ja Varainhoitoliiketoiminnan myynnin myötä yhtiöstä tuli käytännössä pääomarahastoihin keskittynyt tuotetalo. Yhtiön visiona on olla pohjoismainen edelläkävijä uusiutuvaan energiaan ja muihin vaihtoehtoihin sijoituksiin keskittyvissä pääomarahastoissa.

Kaksi raportointisegmenttiä

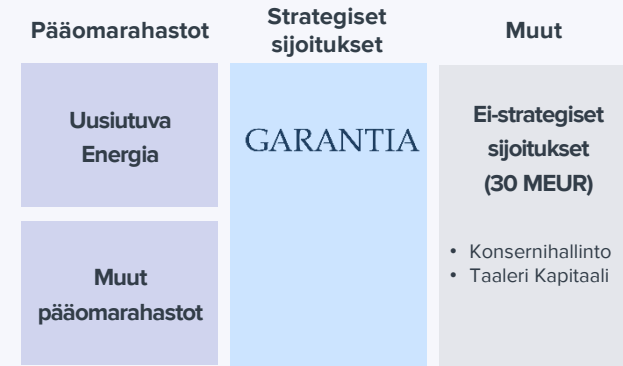
Taalerin jatkuvat liiketoiminnot muodostuvat kahdesta raportoitavasta segmentistä: Pääomarahastoista, joka jakautuu Uusiutuvaan energiaan ja Muihin pääomarahastoihin, sekä Strategiset sijoitukset -segmentistä, joka koostuu takausvakuuttaja Garantiasta. Muut-segmentti pitää sisällään konsernin ei-strategiset sijoitukset, investointipankki Taaleri Kapitaalain sekä liiketoimintasegmentteihin kuulumattomat konsernitoiminnot.

Taalerin jatkuvien toimintojen vertailukelpoinen liikevaihto oli viime vuonna 40,0 MEUR ja liikevoitto 9,1 MEUR. Konsernin jatkuvien toimintojen tuloksesta valtaosan (10,2 MEUR) muodosti Garantia, Muut pääomarahastot-liiketoiminnan ollessa vielä pääosin ylösajovaiheessa.

Omistusrakenne

Taalerin omistus pohja koki Aktia-kaupan myötä merkittävän muutoksen, kun iso osa Taalerin omistajista siirtyi Aktian palvelukseen. Hallitus pois lukien (omistus noin 20 %) Taalerin töissäoleva omistusosuus on hyvin vaatimaton ja arviomme mukaan noin muutamia prosentteja. Tämä on poikkeuksellisen matala taso toimialan yhtiölle ja pitkällä aikavälillä yhtiölle ongelma. Arviomme mukaan yhtiön tuleekin sitouttamaan avainhenkilöstöään merkittävästi joko optio-ohjelmilla tai operatiivisten yhtiöiden vähemmistöosuuksilla. Pidämme tätä tarpeellisena, ja mielestämmeärkevin keino olisi laajentaa henkilöstön omistusta emoyhtiö Taaleri Oyj:ssä intressiristiriitojen välttämiseksi.

TAALERI



Suurimmat osakkeenomistajat 4/2021	%
Veikko Laine Oy	11,5 %
Oy Hermitage Ab	10,3 %
Elomaa Heikki Juhani	6,1 %
Vakuutusosakeyhtiö Henki-Fennia	5,8 %
Swiss Life Luxembourg S.A.	5,2 %
Haaparinne Karri Erik	5,1 %
Lampinen Petri Juhani	1,8 %
Mathur Ranjit	1,6 %
Lehto Vesa	1,3 %
Kaski Olli Ensio	1,2 %
10 suurinta omistajaa yhteensä	49,8 %

Keskeisimmät yritysjärjestelyt Taalerin historiassa

Yritysjärjestely	Vuosi	Järjestely lyhyesti	Vaikutus
	2015-2016	Taaleri hankki kesällä 2014 39,5 %:n omistuksen Finsilvasta 65 MEUR:lla. Osakkeet myytiin 2015-2016 Dasoksen pääomarahastolle sekä Eteralle.	Järjestelyn kokonaistuotto > 30 MEUR, IRR-% ~25%
	2015	Garantian hankinta työeläkeyhtiöiltä edullisella 60 MEUR:n kauppahinnalla (P/E 8x ja P/B 0,7x).	Taaleri teki Garantiaan kaupan jälkeen 27 MEUR:n ylöskirjauksen ja yhtiön arvo on kasvanut tämän jälkeen Taalerin omistuksessa merkittävästi.
	2015&2018	Taaleri osti 2015 38,4 %:n osuuden Fellow Financesta ja nosti omistuksensa 45,7 % 2018. Arviomme mukaan FF:n valuaatio oli kaupassa 10-15 MEUR.	FF:n kehitys on ollut IPO:n jälkeen heikkoa, mutta Taalerille sijoitus on silti ollut erittäin hyvä. Yhtiö myi merkittävästi omistustaan listautumisen yhteydessä.
	2016	Taalerin Pääomarahastot-liiketoiminnan vähemmistöjen (25 %) lunastus 12 MEUR:lla (EV 48 MEUR).	Kauppahinta vastasi matalaa 2015 EV/EBIT-kerrointa 7x, mikä oli selvästi alle Taalerin oman arvostuksen.
	2021	Taaleri myi kroonisista kannattavuushaasteista kärsineen Varainhoitoliiketoiminnan Aktialle 120 MEUR:n velattomalla kauppahinnalla.	Varainhoidon heikkoon tulokuntoon nähden kauppahinta oli hyvä, mutta täyteen tulospotentiaaliin nähden varsin edullinen (Aktian synergioilla EV/EBIT 7x). Olemme kuitenkin skeptisiä, että Taaleri olisi omin avuin saanut Varainhoidon tulospotentiaalin esiin.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Strategia

Strategia on ensi kertaa yhtiön historiassa selkeä

Taaleri julkaisi Aktia-kaupan jälkeen päivitetyn strategian kaudelle 2021-2023 ja sen kulmakivet ovat:

- Kasvu vaihtoehtoisissa sijoitustuotteissa
- Fokus ja rönsyjen karsiminen
- Kulutehokkuus
- Pääomatehokkuus

Strategia on fokusoitunut Pääomarahastojen kehitykseen ja aiemmasta poiketen se ei enää sisällä opportunistisia yritysjärjestelyjä ydinliiketoiminnan ulkopuolelle. Garantia on strategiasta varsin erillinen palanen, mistä kertoo myös sen luokittelu strategiseksi-sijoitukseksi.

Näkemyksemme mukaan 2021-2023 strategiakausi on Taalerille eräänlainen rakennusvaihe, sillä yhtiö keskittyy kaudella ajamaan ylös Pääomarahastoliiketoimintaansa. Strategian keskiössä onkin ennen kaikkea liiketoiminnan kasvu ja kannattavuus on sivuroolissa. Tämä heijastuu myös taloudellisissa tavoitteissa.

Liiketoiminta-alueiden tasolta tarkasteltuna Energian kehitykseen liittyy mielestämme vähiten riskiä ja kasvu tulee painottumaan kauden loppupuolelle SolarWind3-rahaston lanseeraukseen.

Näkemyksemme mukaan strategian onnistuminen kulminoituukin Muiden Pääomarahastojen ylösajossa onnistumiseen. Tämä vaatii luonnollisesti huomattavan määrän uusia tuotteita ja ennen kaikkea niiden sijoitustoiminnan onnistumista. Uusia

rahastoperheitä lanseerattaessa on ensimmäisten tuotteiden menestys kriittisessä roolissa. Taaleri aikoo lähteä liikkeellä varsin vaatimattoman kokoisilla tuotteilla uusissa rahastoissa (Bio & Infra), mitä pidämme oikeana lähestymistapana hyvien sijoitustuottojen varmistamiseksi.

Sijoitustoiminnassa onnistumisen lisäksi lähes yhtä merkittävässä roolissa on jakeluyhteistyössä onnistuminen Aktian kanssa. Näkemyksemme mukaan Muiden pääomarahastojen pääkohderyhmä ovat varakkaat yksityishenkilöt ja pienemmät instituutiot ja näin ollen Aktian jakelu näyttölee tässä pääroolia. Mielestämme onkin selvää, että ilman Aktian jakeluyhteistyön onnistumista, ei Taalerilla ole edellytyksiä kasvattaa Muiden Pääomarahastojen kokoluokkia haluamiin tasoille. Vaikka edellytykset Aktia-yhteistyön onnistumiselle ovat mielestämme hyvät, tulisi yhtiön parantaa myös omaa jakelukyvykkyyttään riskitasonsa pienentämiseksi.

Kulutehokkuuden osalta Taaleri käy parhaillaan läpi Aktia-kaupan jälkeistä saneerausta. Yhtiön kulutehokkuus on historiassa ollut hyvin heikko ja sillä onkin Aktia-kaupan jälkeen erinomainen tilaisuus puhdistaa pöytä ja luoda uutta kulutehokkuutta vaalivaa kulttuuria. Luonnollisesti pelkkä saneeraus ei riitä, vaan yhtiö tarvitsee myös liikevaihdon kasvua kulutehokkuuden parantamiseksi.

Pääomatehokkuuden osalta yhtiö pyrkii purkamaan taseen merkittävää ylikapitalisaatiota sekä vapauttamaan ydinliiketoimintaan kuulumattomia pääomia. Pääomia vapautetaan osinkojen sekä mahdollisten yritysjärjestelyiden muodossa (tarkemmin sivulla 34).



Strategian plussat ja miinukset

Plussat

- Strategia on ensi kertaa historiassa selkeä
- Strategia keskittyy yhtiön ydinosaamiseen
- Valituissa segmenteissä kasvunäkymä on hyvä
- Taalerin taseeseen kasautunut arvo puretaan
- Kulutehokkuus nostettu strategiseksi teemaksi
- Garantia palauttaa Taalerille merkittäviä pääomia

Miinukset

- Jakelussa yhtiö hyvin riippuvainen Aktiasta
- Muiden Pääomarahastojen lähtötaso on hyvin vaatimaton ja parhaassakin tapauksessa ylösajo vie pitkään
- Kulutehokkuus ollut historiassa heikko ja näytöt kulutehokkuuden parantumisesta puuttuvat
- Vaikka pääomatehokkuus paranee, niin tase säilyy raskaana Garantia ollessa osa konsernia
- Yhtiön osilla ei oleellista strategista yhteensopivuutta ja ne olisivat todennäköisesti arvokkaammat erillisinä

Kommentimme maaliskuun CMD:itä katsottavissa oheiselta videolta:



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Strategian kulmakivet



Jatkuvien tuottojen ja AUM:n kasvu



- Uudet rahastot
- Rahastojen kokoluokkien kasvu
- Aktian jakeluyhteistyön onnistuminen
- Oman jakelun rakentaminen

Erinomaiset sijoitustuotot



- Arvonluontistrategioihin nojaavana managerina Taalerin on pakko tehdä rahastoilla systemaattisesti hyviä tuottoja

Taseen tehokkaampi käyttö



- Yhtiö tase on rajusti ylikapitalisoitunut
- Tase halutaan saada tuottamaan paremmin
- Tasetta puretaan voitonjaon sekä mahdollisen M&A:n avulla

Kulutehokkuuden parantuminen



- Taalerin kulutehokkuus on historiassa ollut heikko ja yhtiö on viime vuodet pyrkinyt systemaattisesti parantamaan sitä

Inderesin kommentit Taalerin strategisista painopistealueista

- Taalerin tulee strategiakauden aikana lanseerata merkittävä määrä uusia tuotteita
- Tuotteiden kokoluokkia pitää myös systemaattisesti pystyä kasvattamaan, jotta tuotekohtainen kannattavuus nousee hyvälle tasolle
- Aktian jakeluyhteistyö on keskeisessä roolissa Muiden Pääomarahastojen kasvussa ja yhteistyö on pakko saada onnistumaan
- Taalerin tulisi myös vahvistaa omaa jakeluaan, jotta se ei olisi niin riippuvainen yksittäisestä kumppanista

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

- Varainhoidon myynti helpottaa Taalerin vakavaraisuusasemaa merkittävästi
- Yhtiö pääsee ensi kertaa vuosiin purkamaan kunnolla pääomaa taseestaan
- Taseen suhteen ollaan selvästi aiempaa kurinalaisempia ja mikäli strategiaan sopivia M&A-kohteita ei löydy, tullaan rahat palauttamaan omistajilleen
- Strategiakauden lopussa taseen tulisi olla selvästi nykyistä kevyempi ja tehokkaammassa käytössä

- Yhtiö käy läpi merkittävää murrosta ja kulurakennetta on pakko sopeuttaa vastaamaan uutta kokoluokkaa
- Kulutehokkuuden parantumiselle aiempaa paremmat edellytykset jatkuvien kannattavuusongelmien kanssa painineen Varainhoidon myynnin jälkeen
- Saneerauksen lisäksi kulutehokkuuden parantumisen jatkuminen vaatii taakseen strategian muissa kulmakivissä onnistumista

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Taloudelliset tavoitteet

Tavoitteet ovat realistiset

Liikevaihdon kasvutavoite on Taalerin sijoitustarinan kannalta täysin keskeisessä roolissa, sillä liikevaihdon kasvu on edellytyksenä kannattavuuden parantumiselle. Pääomarahastojen osalta 15 %:n kasvu on mielestämme hyvin saavutettavissa, kunhan yhtiö 1) onnistuu tuomaan markkinalle uusia tuotteita, 2) jakeluyhteistyö Aktian kanssa lähtee toimimaan kunnolla ja 3) markkinatilanne säilyy vähintään kohtuullisena. Luonnollisesti rahastojen onnistunut sijoitustoiminta on elinehtona uusien rahastojen myynnille. Garantian osalta 15 %:n kasvutavoite on kunnianhimoinen, mutta saavutettavissa OP-yhteistyön sekä uusien tuotelanseerausten avulla.

Hallinnoitava varallisuuden nosto yli 3,0 miljardiin on tavoitteena realistinen ja linjassa omien ennusteidemme kanssa. Käytännössä tämä vaatii SolarWind3-rahaston lanseerausta vuonna 2023, useita tuotelanseerauksia Muissa Pääomarahastoissa sekä yksittäisiä mandaatteja. Lisäksi vanhojen rahastojen (etenkin tuulirahastot) pääomien tulisi säilyä irtaantumistenkin jälkeen konsernin hoidossa.

Kannattavuustavoite on mielestämme varsin vaatimaton. Garantian erinomainen kannattavuus (liikevoitto +60 %) huomioiden muun konsernin pitää tehdä nollatulosta jotta tavoitteeseen päästään. Arviomme mukaan 25 %:n tavoite onkin eräänlainen minimitaso nykyisellä strategiakaudella, missä fokus on uuden

rakentamisessa ja taseen siivouksessa. 25 %:n taso on saavutettavissa pelkällä operatiivisella toiminnalla ja se ei vaadi merkittäviä tuottosidonnaisia palkkioita tai sijoitustuottoja. Pidämme tätä loogisena, sillä Pääomarahastoissa fokus on lähivuosien osalta täysin kasvussa ja kannattavuus on toissijaista liiketoiminnan ollessa ylösajo-/rakennusvaiheessa.

Oman pääoman tuoton tavoite heijastelee yhtiön räikeästi ylikapitalisoitunutta tasetta. Nykyisellä taserakenteella yhtiön on käytännössä mahdoton ylittää yli 15 %:n tasolle ja yhtiön tulee keventää tai laittaa tasettaan töihin merkittävästi, jotta tavoite täyttyy. Muihin toimialan yhtiöihin verratessa on myös hyvä huomioida, että Garantia sitoo merkittävästi pääomaa ja sen pääoman tuotto on rakenteellisesti matala, vaikka se tekeekin erinomaista tulosta. Mielestämme 15 %:n taso on realistinen vasta nykyisen strategiakauden jälkeen ja Garantian ollessa osana konsernia, ei yhtiön potentiaali ole juuri tätä korkeampi.

Osingonjakotavoite on mielestämme kaksijakoinen. Vähintään 50 %:n tavoite on varsin varovainen suhteessa keskeisiin verrokkeihin, mutta vastaavasti ylimääräisen pääoman palautus on merkittävä linjan muutos Taalerin aiempaan käytäntöön. Arviomme mukaan yhtiö haluaa tällä 50 %:n voitonjakosuhteella jättää itsellensä riittävästi liikkumavaraa uuden strategian toteutusta varten ja välttää tilanteen jossa se ajaa itsensä nurkkaan ylisuuren osinkolupauksen kanssa. Uskomme, että nykyisen strategiakauden jälkeen yhtiöllä on selkeä tarve nostaa 50 %:n tasoa lähemmäs verrokkien (yleensä +70 %) tasoa.



Taloudelliset tavoitteet

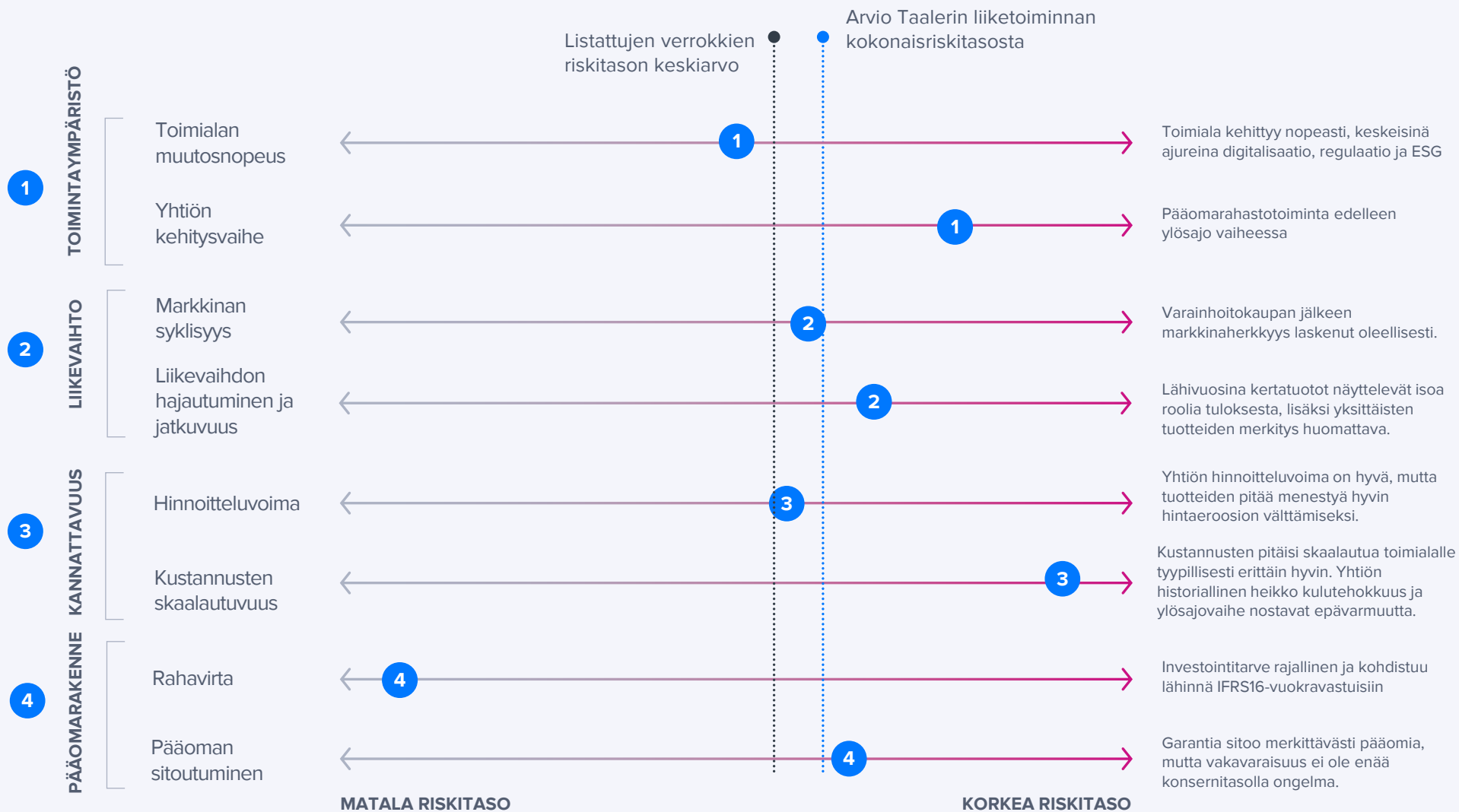
Taalerilla on voimassa viisi taloudellista tavoitetta strategiakaudelle 2021-2023 :

- Jatkuvat palkkiot kasvu > 15 % vuodessa
- Liikevoittomarginaali > 25 %
- Hallinnoitava varallisuus yli 3 miljardia 2023
- ROE-% > 15 %
- Vähintään 50 % tuloksesta omistajille ja lisäksi ylimääräinen pääoma palautetaan omistajille

Inderes ennusteet

- Pääomarahastojen jatkuvat palkkio 21-23e: 13%/v
- Garantian jatkuvat palkkiot 21-23e: 10%/v
- AUM 2023e: ~3,2 miljardia
- EBIT-% oik. 21-23e: ~44 %
- ROE-% oik. 21-23e: ~10 %
- 2021-2023e osingot nettona: 2,9e/osake

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Pääomarahastoissa vahvat kasvunäkymät

2.

Pääomarahastot ovat edelleen ylösajovaiheessa ja se vie aikaa

3.

Garantian tulos- sekä osinkonäkymä on vahva

4.

Tase selvästi ylikapitalisoitunut ja tätä puretaan osingoilla sekä yritysjärjestelyillä

5.

Nykyrakenne sitoo paljon pääomaa ja painaa pääoman tuottoa

Potentiaali



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

Riskit



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

Pääomarahastot 1/5

Uusi ydinliiketoiminta

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

Vuoden 2020 lopussa Taalerin hallinnoitavat pääomat olivat noin 1700 MEUR ja niistä saatavat palkkiot olivat 21,7 MEUR. Näistä palkkioista hieman yli 18 MEUR oli jatkuvia palkkioita ja loput erilaisia kertatuottoja. Hallinnoitavasta varallisuudesta saatava palkkiotaso on hyvin terve ja keskimääräinen palkkiotaso on noin 1,2 %. Pääomarahastoliiketoiminnalle tyypillisesti kertatuottojen osuus voi olla hyvin merkittävä ja kertatuotot tulevat yleensä hyvin jälkipainotteisesti rahaston elinkaaren lopussa.

Taalerilla on neljä sijoitusalueetta, jotka ovat: Energia, Kiinteistöt, Biotalous sekä Infra. Lisäksi yhtiöllä on sekalainen joukko vanhoja rahastoja, joita kutsumme PE-rahastoiksi. PE-rahastot eivät ole enää yhtiön strategian keskiössä ja nämä rahastot tulevat ajan myötä poistumaan AUM:sta. Sijoitusalueista Energia on ylivoimaisesti suurin ja sen osuus palkkiotuotoista oli 2020 noin 80 %.

Taaleri raportoi itse liiketoimintansa Energian ja Muut Pääomarahastot (Bio, Kiinteistöt, Infra ja PE) mukaisella jaolla. Lisäksi Taaleri raportoi Pääomarahastojen alla niihin liittyvät strategiset sijoitukset (Q1'21: 22 MEUR). Käytännössä nämä sijoitukset ovat sijoituksia joko yksittäisiin kohteisiin (esim. Teksasin tuulipuisto tai Fintoil) tai suoria sijoituksia yhtiön rahastoihin. Näitä sijoituksia ei ole tarkoitus myydä ei-strategisten sijoitusten tapaan

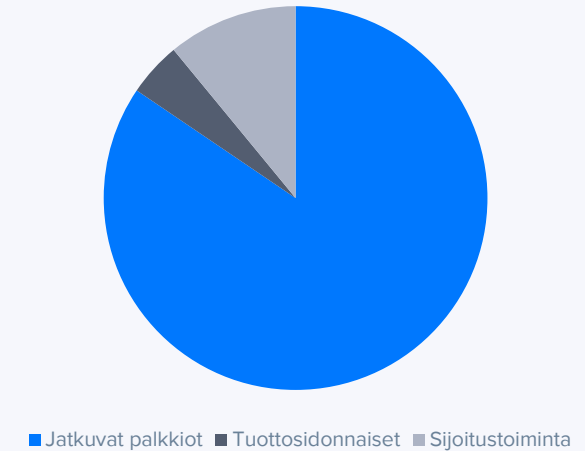
pois, vaan arviomme mukaan strategisten sijoitukset tulevat jatkossa kasvamaan jonkin verran, kun yhtiö laittaa toimialalle tyypillisesti 1-2 %:n sijoitussitoumuksia omiin rahastoihinsa.

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

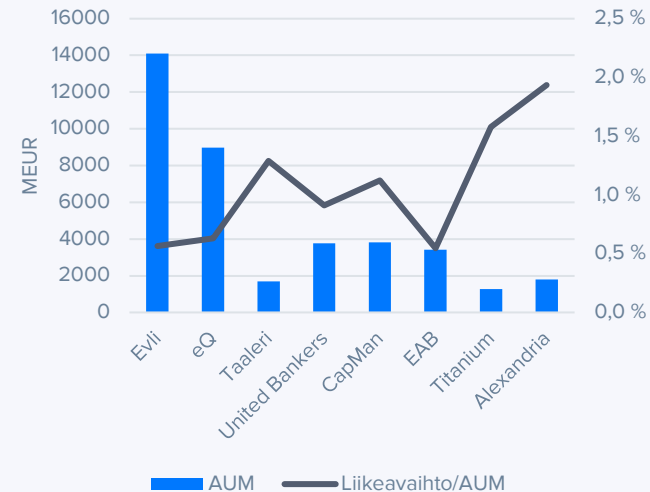
Jakelumalli herättää huolia

Aktia-kaupan yhteydessä Taaleri sopi Aktian kanssa strategisen yhteistyösopimuksen, jossa Aktia saa yksinoikeuden jaella Taalerin rahastoja Suomessa yksityissijoittajille. Arviomme mukaan Taalerin oma jakeluvoima on tällä hetkellä hyvin rajallinen, pois lukien Energia, joka vastaa pitkälti omien tuotteidensa myynnistä pääkohderyhmän ollessa isot instituutiot (ns. tier1). Muiden Pääomarahastojen osalta pääkohderyhmä on arviomme mukaan pienemmät instituutiot ja etenkin yksityishenkilöt ja tässä Taaleri on hyvin riippuvainen Aktiasta. Taalerin kannalta onkin ensiarvoisen tärkeää, että yhteistyö lähtee toimimaan ja että Aktia ottaa Taalerin tuotteet osaksi perusallokaatiotaan. Esimerkiksi avoimien kiinteistörahastojen myynti tulee olemaan hyvin riippuvainen Aktian allokatiopäätöksistä. Näkemyksemme mukaan Taalerin olisikin tärkeä vahvistaa myös omaa jakeluaan etenkin tier2/tier3 tason instituutioihin varmistaakseen jakelukyvykkyytensä skenaariossa, jossa Aktia-yhteistyö ei lähde liikkeelle toivotulla tavalla. Lähtökohtaisesti suhtaudumme Aktia-yhteistyöhön kuitenkin positiivisesti ja pidämme sen onnistumisen edellytyksiä hyvinä.

Palkkioiden jakauma 2020 (21,7 MEUR)



AUM ja tuotot/AUM-%



Pääomarahastot 2/5

Energia

Pääomarahastojen syömähämmas

Taaleri perusti Energia-segmentin keväällä 2016 ja se kehittää, rakentaa, rahoittaa ja operoi energiahankkeita globaalisti. Sen fokus on täysin uusiutuvalle energiassa, etenkin aurinko- sekä tuulivoimassa. Energia työllistää tällä hetkellä noin 40 henkilöä. Taaleri omistaa Energiasta 78,6 % ja loput omistuksesta on Energian avainhenkilöillä.

Energian 2020 palkkiotuotot olivat 17,2 MEUR ja tästä noin 80 % muodostui jatkuvista hallinnointipalkkioista. Loput noin 20 % muodostuivat erilaisista vanhojen tuulipuistohankkeiden myynneistä sekä vanhojen tuulirahastojen tuottopalkkioista.

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

Energia on ollut viimeiset 5 vuotta ylösajovaiheessa ja toiminta on luonnollisesti ollut tappiollista etupainotteisista investoinneista johtuen. 2020 aikana liiketoiminta nousi symbolisesti ensimmäistä kertaa voitolliseksi, kun SolarWind2-rahaston alkoi ensi kertaa tuottaa kunnolla palkkioita.

Ennusteet

Energian osalta vuodet 2021-2022 ovat eräänlaisia välivuolia yhtiön keskittyessä sijoittamaan SolarWind2-rahaston pääomia. Lisäksi yhtiö kerää aktiivisesti hankkeita tulevia rahastoja silmällä pitäen ja pidämme mahdollisena, että yhtiö lanseeraa

2021-2022 aikana erillisen rahaston alkuvaiheen energiahankkeille. Tällä rahastolla ei olisi oleellista vaikutusta yhtiön lukuihin ja sen tehtävä on ennen kaikkea nopeuttaa tulevien rahastojen ylösajoa.

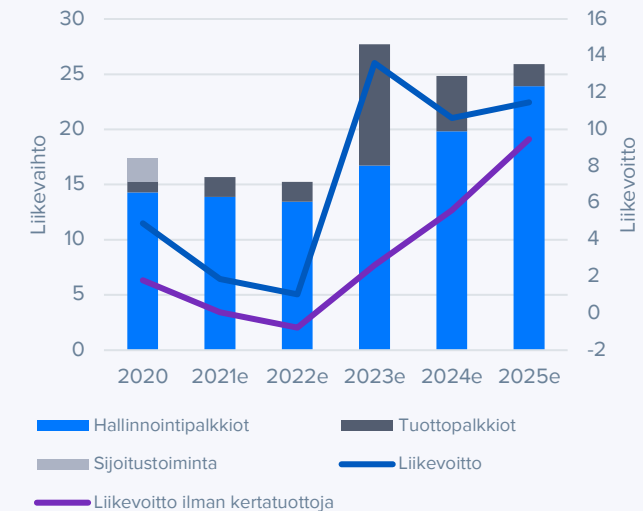
Yhtiön kulutaso saavuttaa arviomme mukaan 2022 aikana viimein normaalin tasonsa ja tämän jälkeen kulutason pitäisi alkaa skaalautua kunnolla, kun tiimiä ei ole enää tarvetta kasvattaa. 2021 ja 2022 yhtiön kannattavuus on vaatimattomalla tasolla (liikevoitto 1-2 MEUR), mutta 2023 odotamme merkittävää tuloskasvua SolarWind3-rahaston ylösajon edetessä ja Teksasin tuuliprojektin irtaantumisen tulevalta kertaluontoisesta 10 MEUR:n myyntivoitosta. Myös vuosien 2024 ja 2025 tulokset tulevat saamaan selkeää tukea kertaluontoisista myyntivoitoista, kun Taaleri irtautuu vanhoista tuulirahastoista ja kirjaa niistä merkittävät myyntivoitot. Vaikka nämä isot myyntivoitot vahvistavatkin yhtiön track-recordia, ei niillä ole ison kuvan kannalta oleellista merkitystä. Huomattavasti tärkeämpää on Energian jatkuviin tuottoihin pohjautuva kannattavuus ja sen kehitys. Energian jatkuviin tuottoihin pohjautuva tulos tulee nousemaan 2023-2025 aikana merkittävästi (2025e: 9,5 MEUR). Lisäksi odotamme ennusteissamme yhtä uutta mandaattia vuodessa (70 MEUR ja 0,35 % palkkio%), mutta näiden merkitys on rajallinen. Taaleri tavoittelee itse 2025 yli 2mrd AUM:ia ja tavoite on hyvin linjassa 2,3mrd ennusteemme kanssa.

Huomautamme, että Energian osalta ennusteisiimme liittyy kaikista segmenteistä vähiten epävarmuutta ja etenkin liikevaihdon osalta luottamuksemme on hyvin korkea. Kulujen osalta Energialla on 2022 näytön paikka, sillä kulutason pitäisi vihdoinkin stabiloitua.

Energian liikevaihdon kehitys



Energian ennusteet (MEUR)



Pääomarahastot 3/5

Muut Pääomarahastot

Kiinteistöt

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

Kiinteistöliiketoiminnan kokoluokka on supistunut selvästi viime vuosina ja vaikka sen osuus Muiden Pääomarahastojen palkkioista onkin selvästi suurin (arviolta +3 MEUR/v 2020 ja Aktia-kaupan jälkeen noin 5 MEUR), on kokoluokka hyvin vaatimaton.

Taalerilla on Aktia-kaupan jälkeen 12 kiinteistörahastoa ja kaksi mandaattia, joissa sillä on hallinnoitavaa varallisuutta yhteensä noin 650 MEUR. Uuden johdon alaisuudessa kiinteistöt on nostettu keskeiseksi osaksi tarjontaa, mistä kertoo myös merkittävän kokoinen kiinteistötiimi (15 hlö). Arviomme mukaan tarkoituksena on nostaa tuotekohtaisia kokoluokkia selvästi ja etenkin avoimet rahastot (Taaleri Kiinteistö ja Aktia Toimitilat) ovat strategiassa tärkeässä roolissa. Lisäksi yhtiö tulee aktivoitumaan uusissa suljetuissa kiinteistörahastoissa ja arviomme mukaan yhtiö tulee lanseeraamaan suljetun asuntorahasto vielä 2021 aikana.

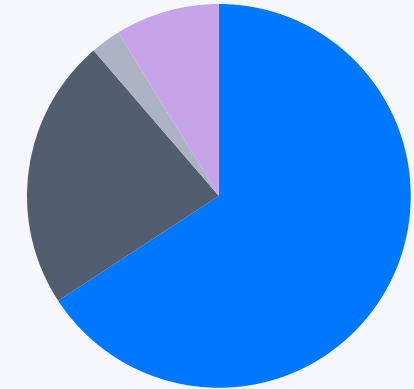
Meidän on toistaiseksi vaikea nähdä Taalerilla

kilpailuetua suhteessa muihin kiinteistörahastotoimijoihin ja yhtiön track-record viime vuosilta ei ole kiinteistöjen osalta kaksinen. Avoimien rahastojen osalta meitä huolestuttaa erityisesti se, etteivät Aktia tai Taaleri ole omilla toimillaan itsenäisinä toimijoina saaneet avoimia kiinteistörahastojaan lentoon (AUM: Taaleri Kiinteistöt 31 MEUR ja Aktia Toimitilat 94 MEUR). Differoitumisen vaikeudesta johtuen kiinteistöt ovatkin kaikista riippuvaisimpia Aktia-yhteistyön jakeluvoimasta. Näemmekin kiinteistöliiketoiminnassa suurimman pettymyksen riskin ja olemme omissa ennusteissamme varsin varovaisia, sillä haluamme nähdä näyttöjä liiketoiminnan etenemisestä.

Infra

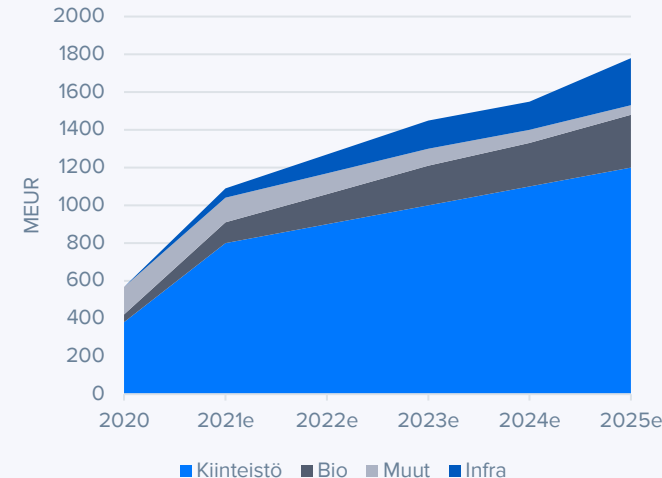
Infra-liiketoiminta siirtyi Taalerille Varainhoito-kaupan yhteydessä Aktialta ja se sisältää kahden hengen tiimin sekä yhden kevään aikana lanseerattavan rahaston. Arviomme mukaan ensimmäinen rahasto tulee olemaan varsin pieni (arviolta 50 MEUR) ja sillä lähdetään rakentamaan tiimille track-recordia. Ensimmäisen rahaston onnistunut sijoitustoiminta sekä tiimin kasvattaminen ovat luonnollisesti ehtoina uusien isompien rahastojen perustamiselle ja tässä mielessä pidämme fiksuna, että yhtiö preferoi rahaston nopeaa lanseerausta sen koon maksimoinnin sijaan. Liiketoiminta voidaan sijoittajien näkökulmasta mieltää eräänlaiseksi start-upiksi, jonka ylösajo tulee kestämään useita vuosia. Lähivuosien tulosennusteisiin Infralla onkin vielä hyvin rajallinen vaikutus. Suhtaudumme Infraan varovaisen positiivisesti, mutta muistutamme, että sen ylösajo tulee viemään pitkään.

AUM jakauma 2020 (1700 MEUR)



■ Energia ■ Kiinteistö ■ Bio ■ Infra ■ Muut

Muut Pääomarahastot AUM-ennusteet



■ Kiinteistö ■ Bio ■ Muut ■ Infra

Pääomarahastot 4/5

Bioteollisuus

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

Yhtiöllä on Bioteollisuudessa jo yksi kanssasijoitushanke (Fintoil) ja ensimmäinen rahasto tullaan lanseeraamaan 2021 aikana. Infran tapaan odotamme ensimmäisen rahaston olevan varsin pieni ja fokuksen olevan nopeassa ylösajossa sekä hyvien sijoitustuottojen varmistamisessa. Bioteollisuus on Infran tapaan vielä hyvin alkuvaiheessa ja vaikka suhtaudummekin Bioon varsin positiivisesti, tulee merkittävään kokoluokkaan nousu viemään parhaassakin tapauksessa hyvin vuosia. Vertailun vuoksi esimerkiksi Energian ylösajo skaalautuvaan vaiheeseen tulee viemään ~7-8 vuotta (2016-2024).

Muut Pääomarahastot ennusteet

Muut Pääomarahastot ovat vielä rakennusvaiheessa ja 2021-2023 jakso tulee menemään toiminnan ylösajossa. Liiketoiminta on tällä hetkellä vielä tappiollista ja odotamme sen liikevoiton ilman kertatuottoja pysyvän tappiolla myös 2021 johtuen etupainotteisista kasvuinvestoinneista ja asteittain kasvavasta AUM:sta. Odotamme yhtiön lanseeraavan 2021 aikana seuraavat rahastot: Bio1, Infrac1,

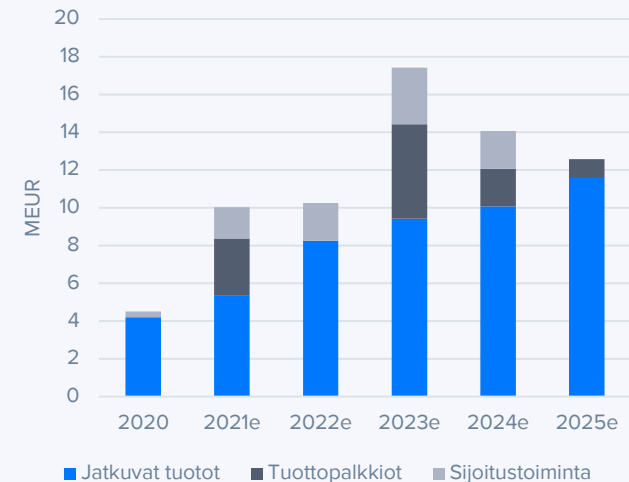
asuntorahasto ja terävöittävänsä avoimien kiinteistörahastojen strategioita. Lisäksi odotamme yhtiön lanseeraavan ainakin yhden kanssasijoituskohteen (Biohiili/H2).

2021-2023 välille Muut Pääomarahastot tulevat kirjaamaan merkittäviä tuottosidonnaisia palkkioita vanhojen rahastojen sekä strategisten sijoitusten irtaantumisten myötä. Suosittelemme sijoittajia keskittymään Muiden Pääomarahastojen osalta AUM:in sekä jatkuvien palkkioiden kasvuun ja myöhemmässä vaiheessa kulutehokkuuteen sekä jatkuvan toiminnan kannattavuuteen, sillä kertatuotoista tulevan liikevoiton arvo on isossa kuvassa sijoittajille varsin rajallinen.

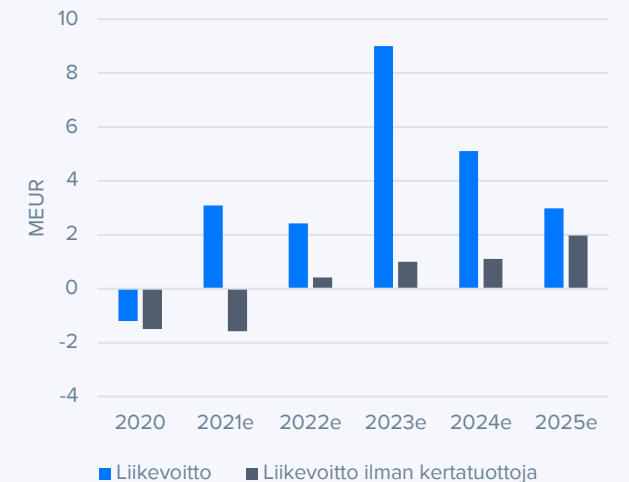
Vaikka liiketoiminnan ylösajo eteneekin lähivuosina ennusteissamme kohtuullisen hyvin, jää liiketoiminnan kannattavuus absoluuttisesti sekä suhteellisesti vaatimattomaksi vielä vuonna 2025 ja tuloskehitys on käytännössä täysin kertatuottojen varassa. Tämä johtuu yksinkertaisesti siitä, että Bion ja Infrac1 ylösajo on orgaanisesti hyvin hidasta ja ne alkavat skaalautua aikaisintaan 2024. Kiinteistöjen osalta olemme ennusteissamme varsin konservatiivisia ja haluamme nähdä konkreettisia todisteita Aktian jakeluyhteistyön onnistumisesta. Johtuen etupainotteisista investoinneista kannattavuus alkaa skaalautua vasta nykyisen strategiakauden jälkeen.

Mielestämme olisikin strategisesti perusteltua, että Taaleri kiihdyttäisi Muiden Pääomarahastojen kasvua yritysjärjestelyillä, sillä puhtaasti orgaaninen ylösajo kestää väistämättä todella pitkään.

Muut Pääomarahastot ennusteet



Muut Pääomarahastot kannattavuus



Pääomarahastot 5/5

Arvonmääritys

Koska Energialla ja muilla Pääomarahastoilla on vain hyvin rajallista synergiaa, on ne syytä arvottaa erillisinä liiketoimintoina. Strategiset sijoitukset arvotamme liiketoiminnoista erillisinä ja alla olevat arvonmääritykset koskevat puhtaasti operatiivisia liiketoimintoja.

Energian arvo

Energian kehitys on viime vuosina ollut hyvin vakuuttavaa ja sen riskitaso on laskenut jatkuvasti ylösajon edetessä. Koska lähivuosien ennusteisiimme liittyvä riskitaso on mielestämme varsin maltillinen, olemme valmiit katsomaan Energiassa yhä enemmän pitkän aikavälin potentiaalia. Vuoden 2025 tulosennusteet antavat mielestämme hyvän kuvan Energian pitkän aikavälin potentiaalista, sillä 2025e yhtiön kannattavuus on aidosti skaalautunut uuden rahaston myötä. Soveltamalla 2025e kertatuotoista ja konsernin rahoituskuluista (nämä huomioidaan osana konsernin kuluja) oikaistua tulosta (11 MEUR) sekä 14x EV/EBIT-kerrointa (varainhoitajille hyväksymämme 10-14x haarukan ylälaita) saamme liiketoiminnan arvoksi 155 MEUR ja Taalerin osuudeksi 122 MEUR. Diskonttaamalla tämän arvon nykypäivään Taalerin konsernille soveltamalla pääoman tuottovaatimuksella, saamme Taalerin osuuden nykyarvoksi **90 MEUR** (aik. 60 MEUR). Arvostus on selvästi alle verrokkiryhmän (2021e EV/EBIT 19x), mutta pidämme tätä perusteltuna yhtiön selvästi pienempi kokoluokka ja ylösajon keskeneräisyys huomioiden. Verrokkiryhmän valuaatio antaa kuitenkin indikaatiota Energiassa piilevästä arvosta.

90 MEUR tarkoittaa varsin korkeaa ~8 %/AUM arvoa nykyisellä AUM:illa, mutta hyvin kohtuullista 4%/AUM tasoa 2025 ennusteellamme, kun huomioidaan AUM:n korkea laatu.

Muiden Pääomarahastojen arvo

Muiden Pääomarahastojen arvonmääritys on tällä hetkellä hyvin hankalaa, sillä liiketoiminta on rakennusvaiheessa ja se ei tee vielä kunnolla jatkuviin tuottoihin pohjautuvaa tulosta edes ennusteperiodimme loppupäässä.

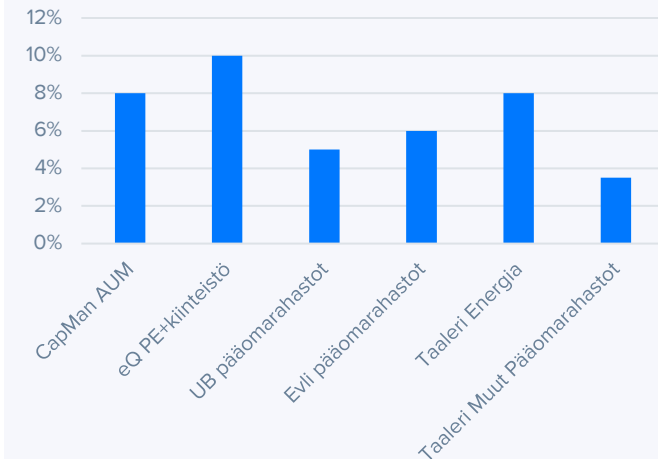
Näkemyksemme mukaan järkevin tapa arvioida Pääomarahastotoimintaa on AUM-pohjainen arvonmääritys. Muiden Pääomarahastojen AUM on tällä hetkellä arviomme mukaan noin 700 MEUR, mutta sen laatu on pääosin varsin heikkoa, sillä rahastoista huomattava osa on iältään vanhoja ja lähestyy irtaantumisvaihetta. Lisäksi AUM:n tuottotaso ei ole erityisen korkea (arviolta alle 1%) johtuen AUM:n heikosta mixistä.

Antamalla kiinteistö AUM:lle 3 %:n arvon, Biolle ja Infralle 5 %:n arvon sekä PE:lle 1 %:n arvon, saamme liiketoiminnan arvoksi **26 MEUR** (aik. 35 MEUR). Suhteessa 2025 ennustamaamme kertatuotoista oikaistuun liikevoittoon (2,8 MEUR) on EV/EBIT 9x, joka on hyvin edullinen, mutta pitkän ja kohtuullisen epävarman ylösajon huomioiden täysin perusteltu.

On selvää, että 26 MEUR:n arvo on hyvin matala ja näkemyksemme mukaan siinä on merkittävää nousuvaraa, kunhan yhtiö edistyy varainkeruissa sekä uusien rahastojen lanseerauksissa. Tässä vaiheessa on mielestämme kuitenkin perusteltua käyttää konservatiivista lähestymistapaa.

Energian verrokkiryhmän arvostus	EV/EBIT	
Yhtiö	2021e	2022e
ABO Wind AG	16,7	14,4
Acciona SA	20,4	17,7
Energiekontor AG	16,9	12,6
Eolus Vind AB (publ)	13,3	18,6
PNE AG	115,1	41,9
Scatec ASA	25,3	20,8
Carlyle Group Inc	16,6	15,2
EQT AB	34,7	30,8
Apollo Global Management Inc	38,3	34,2
3i Group PLC	7,5	6,4
CapMan Oyj	12,2	10,3
Blackstone Group Inc	20,6	20,6
Keskiarvo	28,1	20,3
Mediaani	18,7	18,1

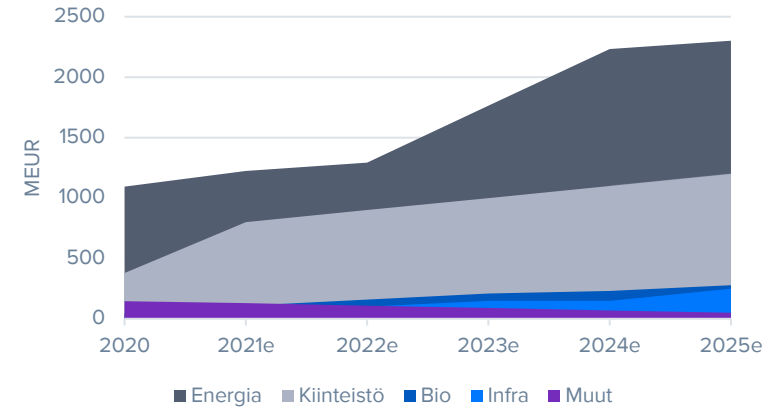
Vaihtoehtoisen AUMin arvo eri seuraamillamme yhtiöillä (Inderes arvio)



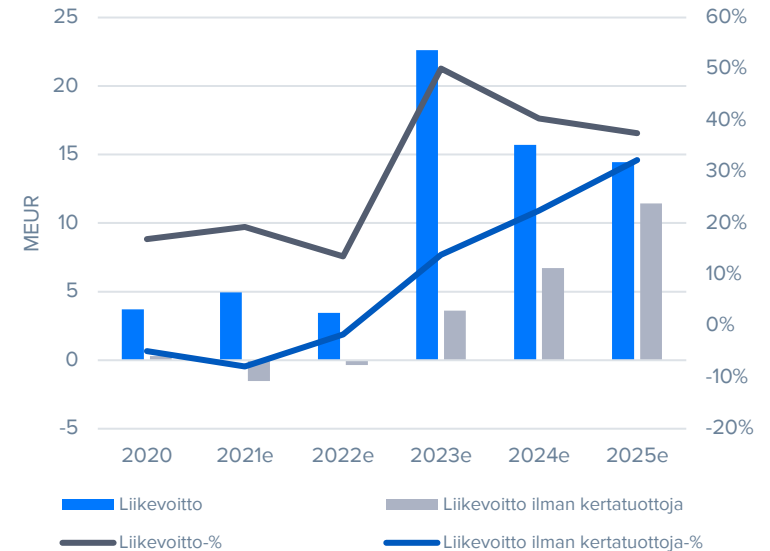
Pääomarahastot yhteenveto

Pääomarahastot	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Jatkuvat palkkiot	18,5	19,2	21,7	26,1	29,9	35,5
Tuottosidonnaiset	1,0	4,8	1,8	16,0	7,0	3,0
Sijoitustoiminta	2,4	1,7	2,0	3,0	2,0	0,0
Liikevaihto	21,9	25,7	25,5	45,1	38,9	38,5
Palkkiokulut	-7,0	-7,2	-7,2	-6,3	-5,8	-5,3
Henkilöstökulut	-5,5	-7,9	-8,8	-9,9	-10,8	-11,8
Suorat kulut	-3,1	-3,3	-3,6	-3,9	-4,2	-4,5
Muut kulut	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Rahoituskulujen kohdennus	-2,5	-2,3	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4
Liikevoitto	3,7	4,9	3,4	22,6	15,7	14,4
Liikevoitto-%	17 %	19 %	13 %	50 %	40 %	38 %
Liikevoitto ilman kertatuottoja	0,3	-1,5	-0,4	3,6	6,7	11,4
Liikevoitto ilman kertatuottoja-%	-5 %	-8 %	-2 %	14 %	22 %	32 %
Kertatuotot	3,4	6,5	3,8	19,0	9,0	3,0
Henkilöstömäärä	47	70	76	82	87	92
Hallinnoitava varallisuus (GAV)	1661	2313	2563	3213	3783	4083
Energia	1093	1223	1293	1763	2233	2303
Kiinteistö	380	800	900	1000	1100	1200
Bio	42	110	160	210	230	280
Infra		50	100	150	150	250
Muut	146	130	110	90	70	50
Energia liikevaihto	17,4	15,7	15,2	27,7	24,8	25,9
Jatkuvat palkkiot	14,3	13,9	13,4	16,7	19,8	23,9
Tuottosidonnaiset	1,0	1,8	1,8	11,0	5,0	2,0
Sijoitustoiminta	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut Pääomarahastot liikevaihto	4,5	10,0	10,3	17,4	14,1	12,6
Jatkuvat palkkiot	4,2	5,4	8,3	9,4	10,1	11,6
Tuottosidonnaiset	0,0	3,0	0,0	5,0	2,0	1,0
Sijoitustoiminta	0,3	1,7	2,0	3,0	2,0	0,0
Liikevoitto Energia	4,9	1,9	1,0	13,6	10,6	11,5
Liikevoitto ilman kertatuottoja Energia	1,8	0,1	-0,8	2,6	5,6	9,5
Liikevoitto Muut Pääomarahastot	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Liikevoitto ilman kertatuottoja Muut Pääomarahastot	-1,5	-1,6	0,4	1,0	1,1	2,0

AUM kasvu 2021-2025e



Pääomarahastojen kannattavuus



Rahastojen yhteenveto

Uusiutuva Energia	Perustettu	Tyyppi	AUM Q1'21*	Vaihe	Voitonjakopotentiaali*
Taaleri SolarWind II	2019	Pääomarahasto	320	Sijoituskausi	
Taaleri Tuulitehdas II Ky	2014	Pääomarahasto	350	Sijoitettu	Huomattava, arviolta 2023-2024
Taaleri Tuulitehdas III Ky	2016	Pääomarahasto	60	Sijoitettu	Kohtalainen, arviolta 2023-2024
Taaleri Aurinkotuuli Ky	2016	Pääomarahasto	220	Sijoitettu	Huomattava, arviolta 2023-2024
Taaleri Tuulirahasto IV Ky	2019	Pääomarahasto	70	Sijoituskausi	
Mandaatit	-	-	70	-	
Yhteensä			1093		

Kiinteistöt	Perustettu	Tyyppi	AUM Q2'21	Vaihe	Voitonjakopotentiaali*
Taaleri Asuntorahasto VI Ky	2012	Pääomarahasto	100	Sijoitettu	Kohtalainen 2021 aikana
Taaleri Kiinteistökehitysrhasto Ky	2015	Pääomarahasto	100	Sijoitettu	Ei
Taaleri Linnainmaankulma Ky	2011	Pääomarahasto	10	Sijoitettu	Ei
Taaleri Metsäraho III Ky	2014	Pääomarahasto	30	Sijoitettu	Kohtalainen, arviolta 2023-2024
Taaleri Päiväkotikiinteistöt Ky	2019	Pääomarahasto	80	Sijoituskausi	
Taaleri Rauman Asuntorahasto IV Ky	2010	Pääomarahasto	4	Sijoitettu	Ei
Taaleri Tallikiinteistöt Ky	2018	Pääomarahasto	30	Sijoituskausi	Kohtalainen, 2024-2026
Taaleri Tonttirahasto I Ky	2015	Pääomarahasto	50	Sijoitettu	Kohtalainen, 2023-2024
Taaleri Tonttirahasto II Ky	2016	Pääomarahasto	60	Sijoitettu	Kohtalainen, 2024-2025
Taaleri Vuokrakoti Ky	2016	Pääomarahasto	100	Sijoituskausi	
Aktia Toimitilat	2018	Pääomarahasto	94	Avoin	Kohtalainen
Taaleri Kiinteistöt	2019	Pääomarahasto	31	Avoin	Kohtalainen
Mandaatit	-	-	150	-	
Kiinteistöt yhteensä			456		

Bioteollisuus	Perustettu	Tyyppi	AUM Q1'21*	Vaihe	Voitonjakopotentiaali*
Taaleri Biojalostamo Ky	2020	Kanssasijoitus	42	Sijoituskausi	
Yhteensä			42		

Muut pääomarahastot

Muut rahastot yhteensä	-		146	-	Ei merkittävää potentiaalia
Muut pääomarahastot yhteensä			644		
AUM yhteensä			1736		

*rahastokohtaiset luvut Inderesin arvioita

Garantia 1/4

Yhtiökuvaus

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

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 Q1'21:n lopussa noin 1,7 mrd. euroa.

Vakavaraisuus

Garantian solvenssisuhde oli maaliskuun 2021 lopussa 232 % regulaattorin asettaman minimivaateen ollessa 100 %. Garantian vakavaraisuutta ohjaa pitkälti S&P:n luottoluokitus ja käsityksemme mukaan yhtiön mukavuusalue vakavaraisuussuhteelle on noin 170-200 %:n taso. Vakavaraisuus ei näin ollen muodostu Garantian lähivuosien kasvulle

ongelmaksi ja yhtiön tase mahdollistaa lähivuosina + 10 MEUR:n vuotuisen voitonjaon. S&P vahvisti lokakuussa 2020 Garantian luottoluokituksen A- vakain näkymin.

Historiallinen kehitys

Garantian taloudellista kehitystä tulee tarkastella mielestämme yli suhdannesyklin liiketoiminnan luonteesta johtuen. Garantian kannattavuus ja tulokseteko on ollut vuosien 2008-2020 aikana nousujohteista ja yhtiön tulos ennen veroja (PTP) oli viime vuonna 11,6 MEUR, tarkasteluajanjakson keskimääräisen tulostason ollessa 7,0 MEUR. Vahvan tuloskehityksen taustalla on ollut ennen kaikkea merkittävästi parantunut vakuutustekninen suorittaminen.

Garantian vakuutustekninen suorittaminen on viime vuosina noussut täysin uudelle tasolle, sillä yhtiö on vuosina 2018-2020 ylittänyt keskimäärin 7,7 MEUR:n vakuutustekniseen tulokseen, mikä on miltei kaksinkertainen edellisen 10 vuoden keskimääräiseen vakuutustekniseen tulokseen (3,9 MEUR) nähden. Vastaavalla kolmen vuoden ajanjaksolla yhdistetty kulusuhde on ollut keskimäärin 42 %, ollen merkittävästi edellisen vuosikymmenen keskimääräistä tasoa parempi (2008-2017: keskimäärin 61 %). Vakuutusteknisen kannattavuuden parantumisen taustalla on näkemyksemme mukaan ollut vakuutusmaksutuottojen vahva kasvu, erinomaisesti onnistunut riskienhallinta sekä kasvun mukana parantunut kulutehokkuus.

Garantia teki 2019 strategisen päätöksen siirtää takaustoiminnan painopistettä nimiriskistä

vähemmän pääomaa sitoviin takauslajeihin, kuten asuntolaina-, vastike-, vuokra- ja leasingtakauksiin ja vuonna 2020 kuluttajavastuiden määrä ylitti yritysvastuiden määrän ensi kertaa historiassa. Päätös on ollut erinomainen, sillä se on parantanut Garantian pääomatehokkuutta ja tämän myötä Garantia kykenee tuottamaan Taalerille selvästi aiempaa vahvempaa osinkovirtaa.

Sijoitustoiminta

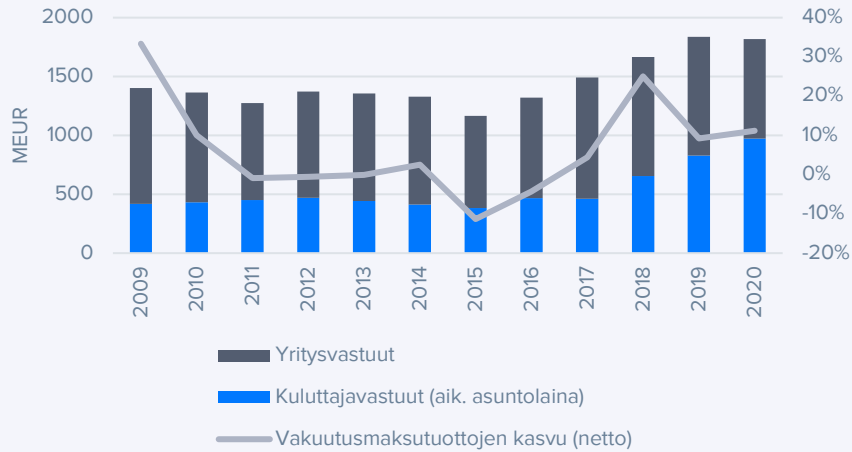
Garantia pyrkii sijoitustoiminnassaan vakaaseen ja tasaisesti kehittyvään varallisuuden kasvuun tavoittelemalla parasta mahdollista tuottoa valitun riskitason puitteissa. Käytännössä Garantia on sijoittajana hyvin konservatiivinen ja sen sijoitustoiminnan riskitaso on mielestämme rinnastettavissa eläkeyhtiöiden vastaaviin. Historiallisesti Garantialla osakesijoitusten osuus on ollut noin 20 % ja korkosijoitusten 80 %.

Garantian sijoitussalkun arvo oli Q1'21:n lopussa 152 MEUR. Tästä osakkeissa ja pääomasijoituksissa oli 14 %, kiinteistöissä 1 % ja loput koroissa.

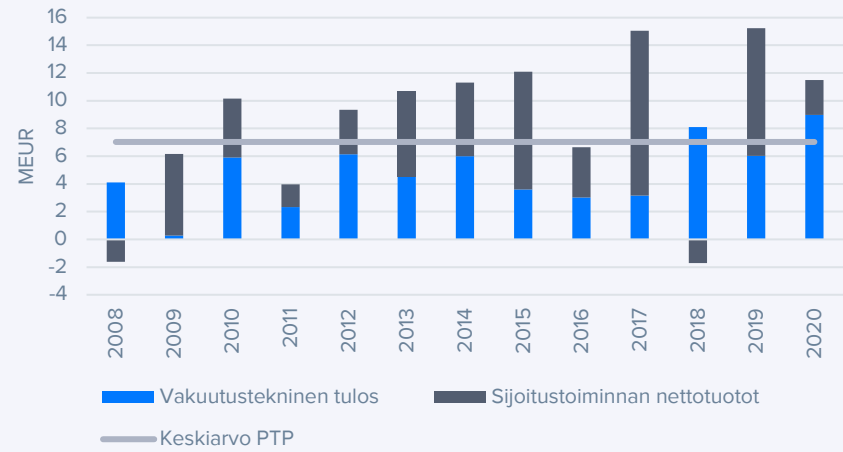
Pidemmillä aikavälillä Garantia on onnistunut sijoitustoiminnassaan hyvin salkun keskiarvotuoton ollessa vuosilta 2008-2020 4,4 %. Arviomme mukaan salkun rakenteellinen tuotto on kuitenkin tätä matalampi johtuen erittäin matalasta korkotasosta.

Garantia 2/4

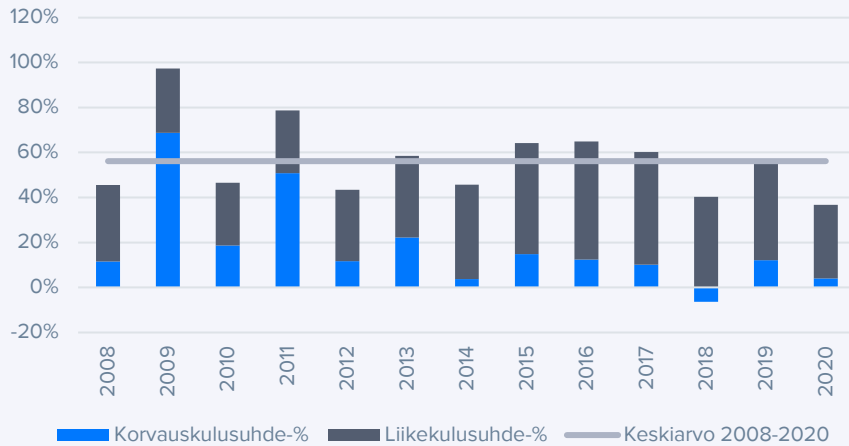
Maksutuottojen ja takausvakuutuskannan kehitys



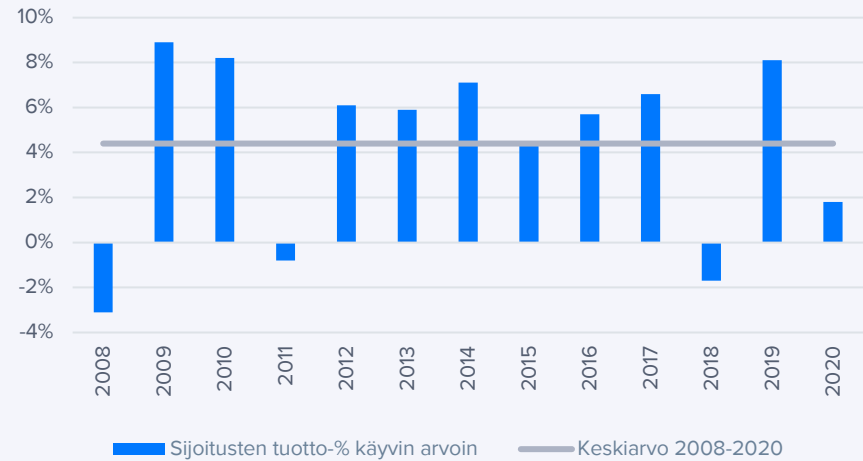
Tuloskehitys 2008-2020



Yhdistetyn kulusuhteen kehitys



Sijoitustoiminnan tuotot



Garantia 3/4

Ennusteet

Garantian lähivuosien näkymät ovat mielestämme myönteiset. Odotamme yhtiön jatkavan tulevana vuosina strategiansa mukaisesti kannattavaa kasvua etenkin hajautetuissa takausvakuutuslajeissa. Kasvunäkymät saavat tukea Suomen kansantalouden elpymisodotuksista sekä viime lokakuussa solmitusta merkittävästä asuntolainojen täytetäkausta koskevasta [OP-jakeluyhteistyöstä](#). Kokonaisuudessaan odotamme Garantian maksutulon kasvavan vuosien 2020-2024 välillä keskimäärin noin 10 % vuosivauhtia (CAGR-%).

Ennustamme Garantian vakuutusteknisen suorittamisen säilyvän lähivuodet erinomaisena. Odotamme korvauskulujen nousevan lähivuosina noin 13-15 %:iin koronavuoden 2020 poikkeuksellisen matalalta tasoltaan (4,0 %). Liikekulusuhde jatkaa ennusteissamme laskuaan maksutulon kasvun myötä ja tämän seurauksena yhdistetty kulusuhde säilyy erinomaisella 43-45 %:n tasolla (2020: 37 %).

Sijoitustoiminnan osalta keskeisenä haasteena on sijoitussalkun laskeva korkotuotto ja osakemarkkinoiden kohonneiden arvostustasojen myötä laskeneet pidemmän aikavälin tuotto-odotukset. Odotamme Garantian arvioimamme sijoitussalkun yltävän noin 3 %:n tai noin 5 MEUR:n vuotuisen tuottoon.

Kokonaisuutena odotamme Garantilta lähivuosina vahvaa tuloskasvua ja ennustamme yhtiön yltävän 2021-2024 noin 13,9-17,3 MEUR:n tulokseen ennen

veroja (PTP). Yhtiön tuloksen laatu jatkaa myös lähivuosina parantumistaan painopisteen siirtyessä edelleen volatiileista sijoitustuotoista ennustettavampaan ja arvokkaampaan vakuutustekniseen tulokseen. Garantian tulos näyttelee myös strategiakaudella koko konsernin kannalta dominoivaa roolia muiden liiketoimintojen ollessa yhä vahvasti ylösajovaiheessa.

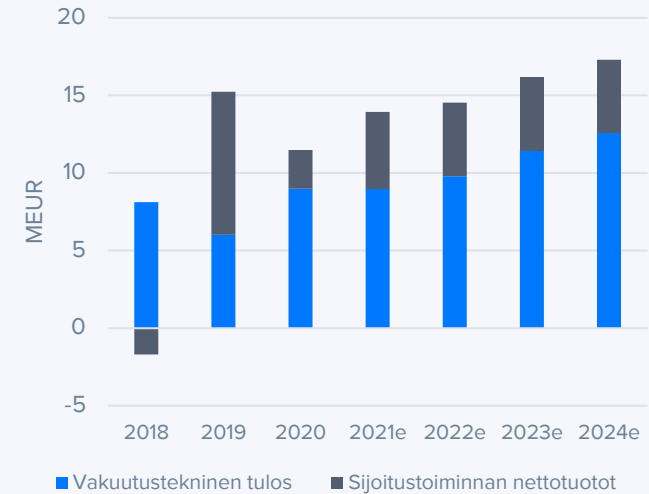
Garantian arvo

Lähdemme Garantian arvonmäärityksessä liikkeelle oletuksesta, että yhtiö on Taalerille ikuinen omistus. Näin ollen Garantian arvo on sen Taalerille tuottamien osinkojen nykyarvo. Tässä tarkastelussa arvonmääritys on luontevinta tehdä DDM-mallin avulla, nyt kun Garantia vihdoin palauttaa Taalerille merkittäviä pääomia.

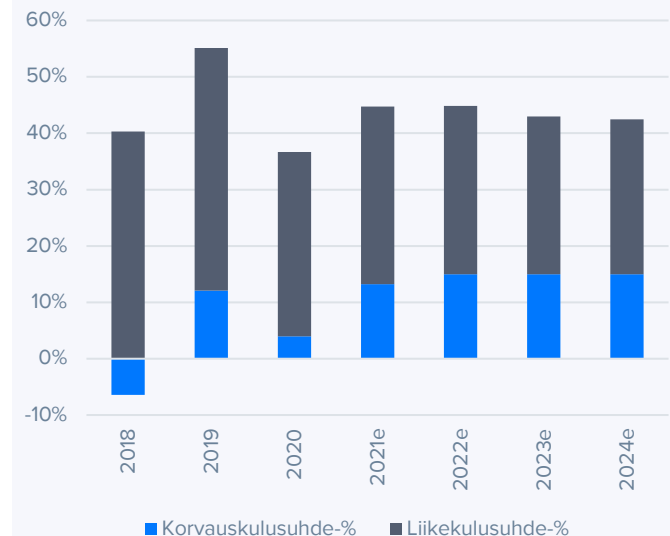
Lähdemme DDM-mallissamme liikkeelle siitä, että Garantia kykenee jatkossa maksamaan koko verojen jälkeisen tuloksensa kassavirtana Taalerille ja osinkojen kasvu noudattelee lähivuosina ennustamaamme tuloskehitystä.

Vuodelta 2021 ennustamme Garantialta noin 11 MEUR:n osinkoja ja vuoteen 2024 mennessä osinkotaso nousee noin 14 MEUR:n tasolle. Ennustamallamme tuloskehityksellä ja voitonjakopolitiikalla Garantian solvenssisuhde asettuu ennustejaksollamme 193-216 %:n väliin, kun arvioimme yhtiön mukavuustason olevan karkeasti noin 170-200 %:n välillä.

Garantian tuloseennusteet



Vakuutustekninen kannattavuus 2018-2024e



Garantia 4/4

Olemme soveltaneet Garantialle DDM-arvonmäärittämissämme Taalerille käyttämämme oman pääoman tuottovaatimusta, mikä on 8,9 % (vertailu verrokkeihin sivulla 41). Olemme asettaneet jäännösjakson eli ns. terminaalivaiheen kasvuoletuksen varovaisuusperiaatteesta johtuen 0 %:iin, sillä Garantian track-record korkeasta osingosta rajoittuu vuoteen 2020.

DDM-mallimme indikoi Garantialle noin 155 MEUR:n käypää arvoa. Arvo on merkittävästi aiempia arvioitamme korkeampi, sillä näkemyksemme Garantian käyvää arvosta on ollut aiemmin noin 120-130 MEUR. 155 MEUR:n mukainen käypä arvo heijastelee Garantian strategiassa nähtyä muutosta (takaustoiminnassa painopiste hajautettuihin takauslajeihin) ja merkittävästi parantuneen pääomatehokkuuden

myötä nousutta voitonjakopotentiaalia. Näkemyksemme mukaan Garantialle olisi perusteltavissa myös nykyistä korkeampikin arvo ja esimerkiksi 1,5 %:n terminaalikasvua käyttämällä saamme arvoksi noin 180 MEUR. Haluamme kuitenkin nähdä lisää konkretiaa osinkovirran vahvistumisesta ja jatkumisesta ennen voimakkaamman näkemyksen ottamista.

Pääomasyöpöstä osinkokoneeksi

Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että Garantian rooli osana Taaleria on muuttunut merkittävästi viimeisen parin vuoden aikana. Garantian oman erinomaisen kehityksen johdosta sen arvo on noussut selvästi ja Garantiasta on tullut Taalerille erinomainen osinkokone. Lisäksi RaVa-ryhmittymän purkautumisen jälkeen ei

vakavaraisuus ole enää konsernille ongelma ja Garantian omistaminen ei enää tässä mielessä ole ongelma.

Näistä seikoista johtuen Taalerilla ei enää mielestämme ole tarvetta irtaantua Garantiasta, varsinkaan hinnalla millä hyvänsä. Tämä ajatus heijastuu myös arvonmäärittämissämme ja näkemyksemme mukaan arvonmäärittämissämme matalampi myyntihinta ei olisi osakkeenomistajien etujen mukaista.

Garantian DDM-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	TERM
PTP	11,6	13,9	14,5	16,2	17,3	
Osingot	10,0	11,1	11,6	12,9	13,8	155
Solvenssi-%	229 %	216 %	207 %	198 %	193 %	
Diskontatut osingot		10,6	10,1	10,3	10,2	114
Diskontatut osingot kumulat.		155	144	134	124	114
Oman pääoman arvo DDM		155				

Oman pääoman kustannus

Riskitön korko	2,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Oman pääoman kustannus	8,9 %

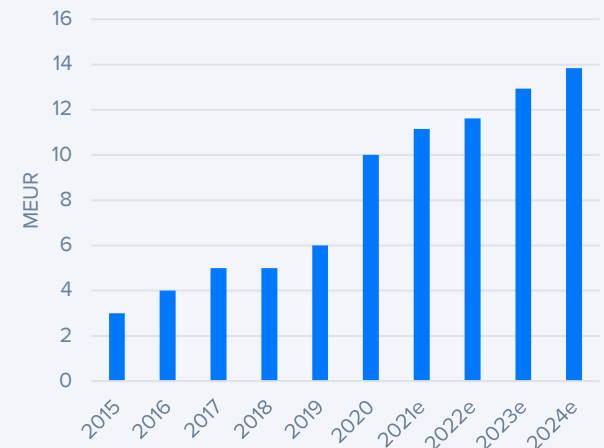
Lähde: Inderes

Rahavirtojen jakauma jaksoittain



■ 2021e ■ 2022e ■ 2023e ■ 2024e ■ TERM

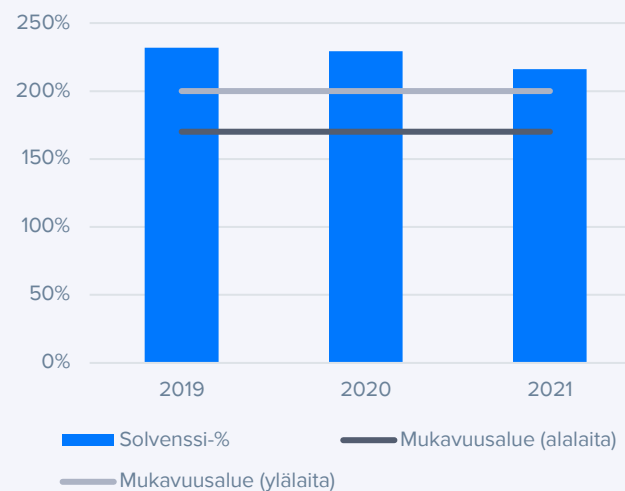
Garantian osingot 2015-2024e



Garantia yhteenveto

Garantia MEUR	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Vakuutusmaksutulot nettona	14,9	16,2	17,7	20,0	21,8
Korvauskulut	-0,3	-2,1	-2,7	-3,0	-3,3
Takausvakuustoiminnan nettotuotot	14,6	14,1	15,1	17,0	18,6
Liikekulut	-5,6	-5,1	-5,3	-5,6	-6,0
Vakuustekninen tulos	9,0	9,0	9,8	11,4	12,6
Sijoitustoiminnan nettotuotot	2,5	5,0	4,7	4,7	4,7
Voitto ennen veroja	11,5	13,9	14,5	16,2	17,3
Raportoitu PTP (sis. yleiskustannukset)	9,5	12,3	12,9	14,6	15,7
Raportoitu liikevaihto (sis. sijoitustuotot)	17,2	19,0	19,8	21,8	23,3
Vakuutuskanta MEUR	1817	1800	1950	2200	2400
Korvauskulusuhde-%	4 %	13 %	15 %	15 %	15 %
Liikekulusuhde-%	33 %	31 %	30 %	28 %	27 %
Yhdistetty kulusuhde-%	37 %	45 %	45 %	43 %	42 %
Sijoitussalkun tuotto-%	1,8 %	3,2 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Sijoitussalkku MEUR	159	159	158	158	158
Solvenssisuhde-%	229 %	216 %	207 %	198 %	193 %

Garantian vakavaraisuus (SCR)



Muut-segmentti

Taalerin Muut-segmentti pitää sisällään konsernin hallinnon, Taaleri Kapitaalın ja konsernin ei-strategiset sijoitukset. Segmentissä oli Q1:n lopussa töissä 25 henkilöä ja sijoituksia siellä oli noin 40 MEUR:lla. Muut-segmentillä ei ole Taaleri Kapitaali pois lukien omaa liiketoimintaa ja sen liikevaihto syntyy pääosin kertatuotoista yritysjärjestelyihin sekä tasesijoituksiin liittyen.

Kuluanalyysi

Segmentin operatiiviset kulut olivat 2020 noin 10 MEUR. Kulutaso on todella raskas ja näkemyksemme mukaan se ei kuvasta Taalerin normaaleita konsernikuluja. Yhtiön kulutaso tulee laskemaan merkittävästi 2021-2022 aikana. Suurin yksittäinen säästö tulee merkittävästi laskeneista korkokuluista, kun Taaleri ilmoitti välittömästi Aktia-kaupan jälkeen lunastavansa takaisin kalliin 35 MEUR:n jvk-lainansa. Lisäksi yhtiö on käsityksemme mukaan maksanut pois 15 MEUR:n pankkilainansa ja rahoituskulujen tulisi näiden seurauksena laskea yli 3 MEUR:sta alle miljoonaan. 2024 korkokulut tulevat laskemaan nollaan, kun yhtiö pääsee lunastamaan 15 MEUR:n korkeakorkoisen tier2-lainansa pois 2023 lopulla.

Toinen merkittävä säästö syntyy henkilöstökuluista. Aktia-kaupan jälkeen yhtiö tarvitsee hallintoonsa merkittävästi aiempaa vähemmän henkilökuntaa. Lisäksi yhtiö tulee nopealla aikataululla laskemaan omistuksensa ei-strategisessa Mobify Oy:ssä alle 50 %:iin, jonka myötä sitä ei enää konsolidoida konsernin numeroihin. Näiden tekijöiden seurauksena arvioimme Taalerin konsernin henkilöstömäärän laskevan noin puoleen nykyisestä 25:stä. Tämän seurauksena myös

henkilöstökulut (2020: 4,5 MEUR) tulevat laskemaan merkittävästi. Arvioimme mukaan uusi normaalitaso tulee olemaan noin 3 MEUR, sillä arvioimme, että yhtiö tulee lähivuosina kirjaamaan kohtuulliset optiokulut tänne segmenttiin ja lisäksi odotamme osakesarjaan maltillista diluutiota.

Kokonaisuutena arvioimme konsernin kulutason laskevan ensi vuonna 10 MEUR:sta noin 5 MEUR:oon. Taso on mielestämme järkevä ja kestää ensi kertaa Taalerin historiassa tarkastelua suhteessa keskeisiin verrokkeihin.

Sijoitukset

Taalerin omasta taseesta tehdyt merkittävimmät ei-strategiset sijoitukset ovat: Telakkarahasto, Fellow Finance osakeomistus, Fellow Finance laina, Inderes (15 % omistus), Kanadan asuntohankkeen laina ja Ficolo. Lisäksi yhtiöllä on noin 8 MEUR:lla muita pienempiä sijoituksia. Yhtiöllä on myös 10 MEUR:n edestä Aktian osakkeita, jotka tulkitsemme strategiseksi sijoitukseksi.

Yhtiö on linjannut strategiassaan, että ei-strategisista sijoituksista tullaan irtautumaan lähivuosien aikana ja yhtiön omana tavoitteena on myydä enemmistö näistä nykyisen strategiakauden aikana. Huomautamme sijoittajille, että irtaantumiset eivät ole pääosin Taalerin omassa käsissä, sillä se on valtaosassa hankkeita vähemmistöisijoittajana. Lisäksi Taalerilla ei ole irtaantumisten kanssa kiire ja näin ollen pidämmekin nykyistä strategiakautta turhan kunnianhimoisena aikatauluna. Arvioimme mukaan ei-strategiset sijoitukset on myyty kokonaan 2025 mennessä.

Tulevaisuuden ennusteet

Lähivuosina Tasesijoitukset-segmentin liikevaihto tulee vaihtelevaan merkittävästi johtuen ei-strategisten sijoitusten myynneistä ja niistä syntyvistä myyntivoitoista. Näkemyksemme mukaan segmentin liikevaihtotasolla on Taalerin arvon kannalta hyvin rajallinen merkitys ja sijoittajien kannattaakin keskittyä Tasesijoitukset-segmentin osalta etenkin kulurakenteen kehitykseen.

Taaleri jyvittää omassa raportoinnissa konsernikuluja noin 4 MEUR:lla/v operatiivisille segmenteillä ja tämän myötä Tasesijoitukset-segmentin kertatuotoista oikaistu liikevoitto on lähivuodet nollan tuntumassa. Portfolion siivouksen myötä syntyvien myyntivoittojen johdosta tulos on lähivuodet keskimäärin noin 2 MEUR voitolla, mutta tällä ei ole oleellista merkitystä.

Segmentin arvo

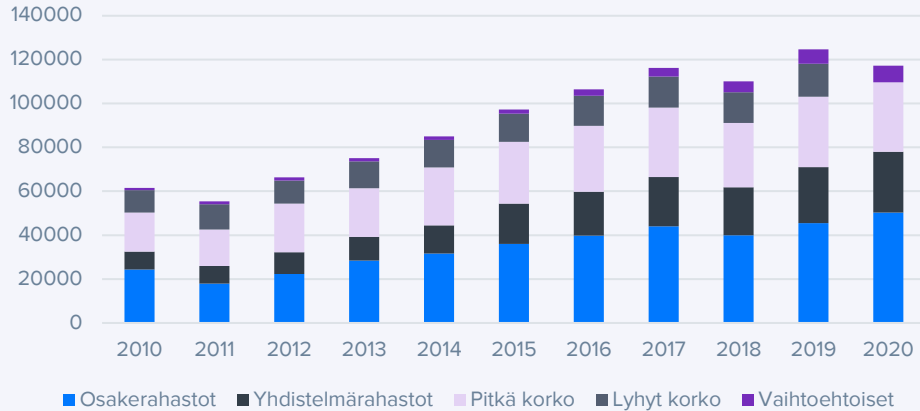
Tasesijoitukset-segmentin arvo muodostuu sen sijoitussalkusta sekä konsernin kuluista. Konsernikuluissa emme ole huomioineet segmenteille tehtäviä kulujyvityksiä, sillä mielestämme tämä antaa paremman kuvan eri segmenttien arvoista.

Konsernin kulujen nettoarvoksi olemme määrittäneet -45 MEUR (normalisoitu tulos / konsernin pääoman tuottovaatimuksella).

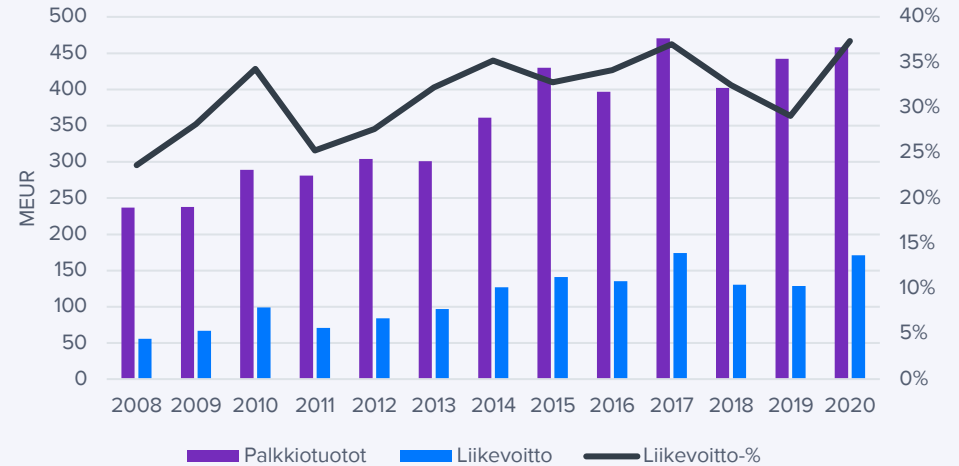
Sijoitukset olemme huomioineet osien summa laskelmissamme osana yhtiön koko yhtiön sijoitusomaisuutta.

Suomen sijoituspalvelumarkkina

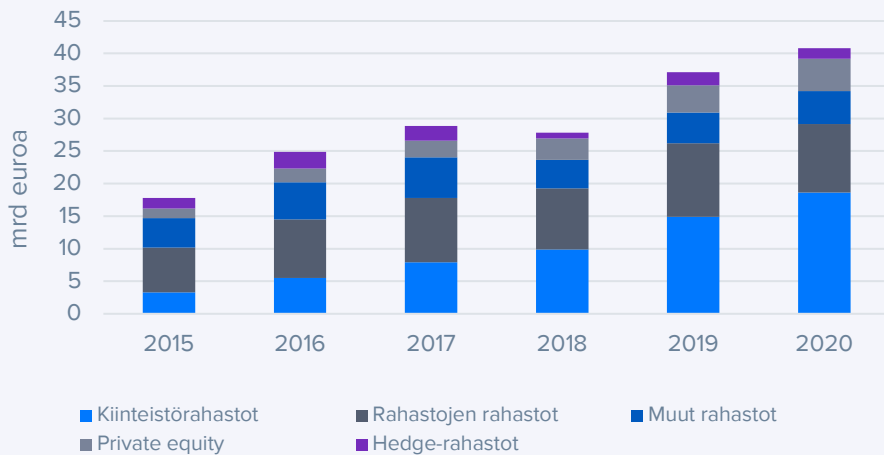
Suomen sijoitusrahastopääomien kehitys (MEUR)



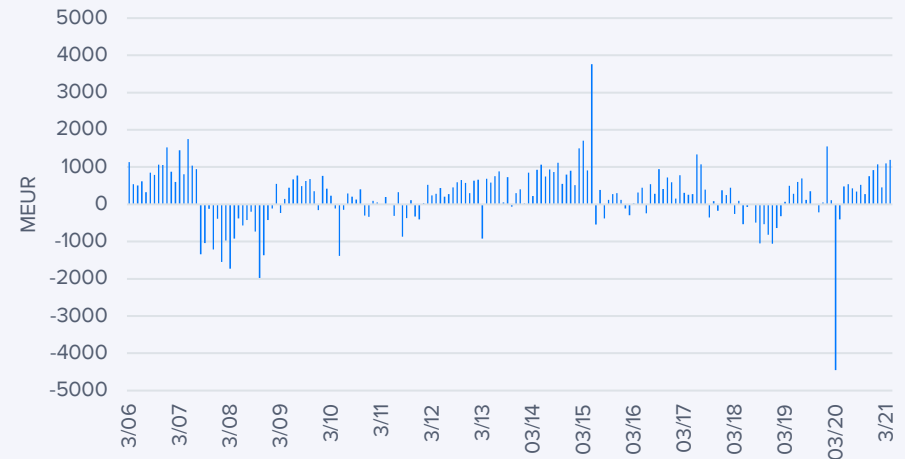
Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



Kotimaisten vaihtoehtorahastojen hoitajien hoidossa olevien vaihtoehtorahastojen (AIF) pääomat

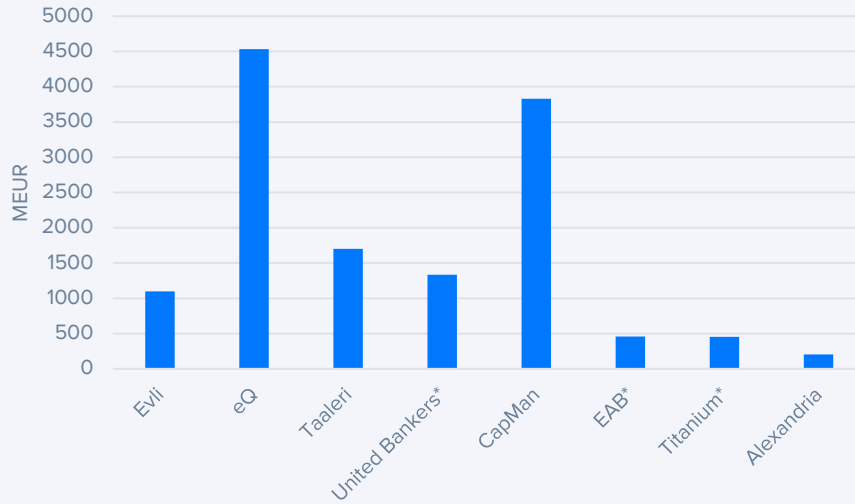


Kotimaisten sijoitusrahastojen nettomerkinnot

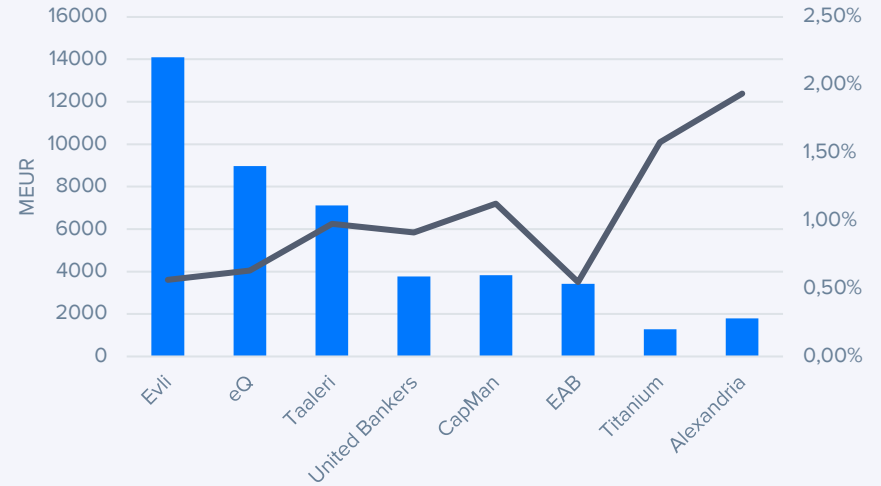


Vertailu keskeisiin kotimaisiin listattuihin verrokkeihin

AUM vaihtoehtoiset 2020 (*Inderesin arvioita)



AUM ja tuotot/AUM-%



Kasvu ja kannattavuus



Jatkuvien tuottojen osuus ja AUM:n mix



Toimialan ajurit ja trendit



Digitalisaatio

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



Regulaation lisääntyminen

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



Pysyvästi madaltunut korkotaso

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



Vastuullisuus (ESG)

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

Sijoittajien muuttuvat tarpeet

Uudet omaisuusluokat täyttävät korkomarkkinan jättämää aukkoa

Reaaliomaisuustuotteiden määrä tulee kasvamaan merkittävästi

Tuotteiden pitää olla aiempaa läpinäkyvämpiä (ESG)

Sijoittajat vaativat yhä yksilöllisempää varainhoitoa

Riski määritellään uudelleen

Regulaatio, digitalisaatio ja ESG nostavat alalletulokynnystä

Sijoittajien vaatimustaso nousee

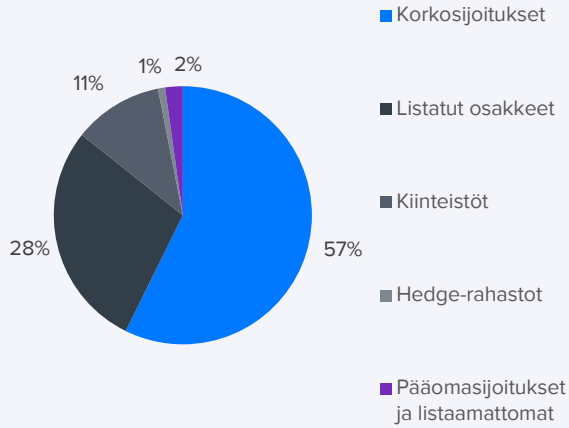
Passiivisten sijoitustuotteiden kysyntä jatkaa kasvuaan niiden ylivertaisen kulu/tuottosuhteen ansiosta

Perinteinen varainhoito tulee kohtaamaan yhä voimakkaampaa hintapainetta

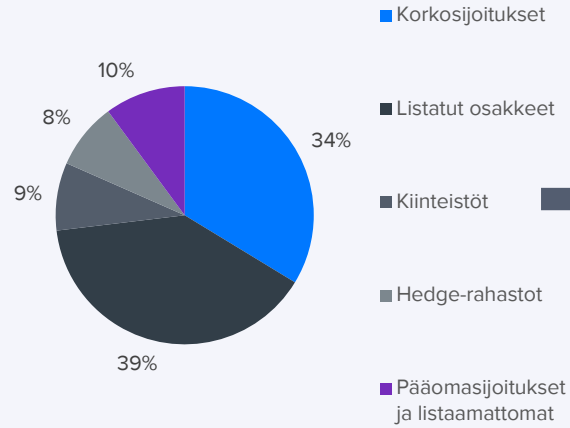
Varainhoitajien pitää pystyä luomaan aitoa lisäarvoa asiakkailleen

Toimialan ajurit ja trendit

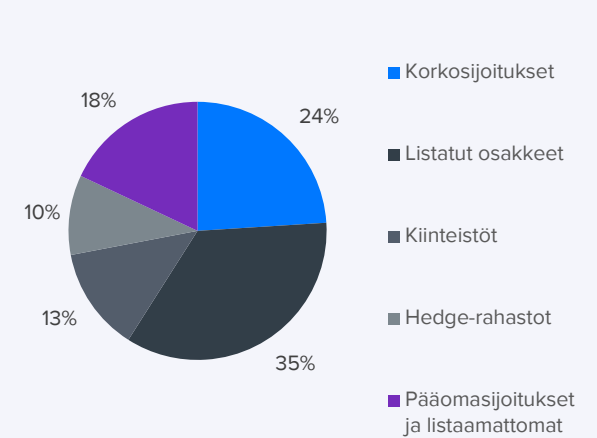
Työeläkelaitosten allokaatio 2004



Työeläkelaitosten allokaatio 2019

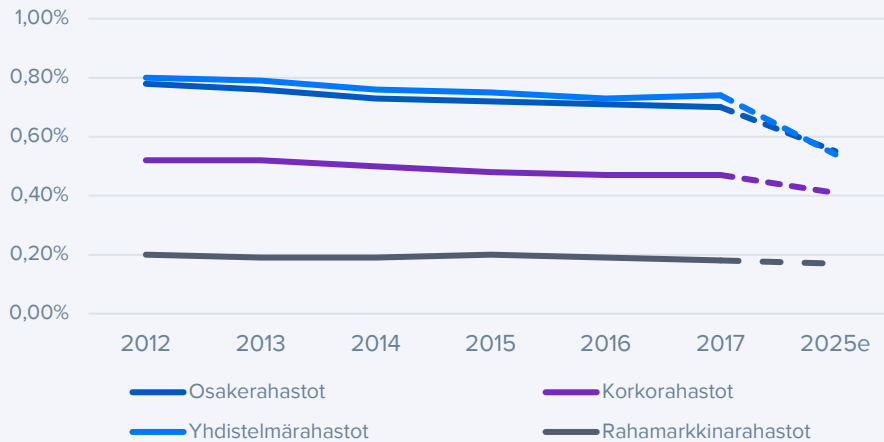


Havainnollistus työeläkelaitosten mahdollisesta allokaatiosta 2029*

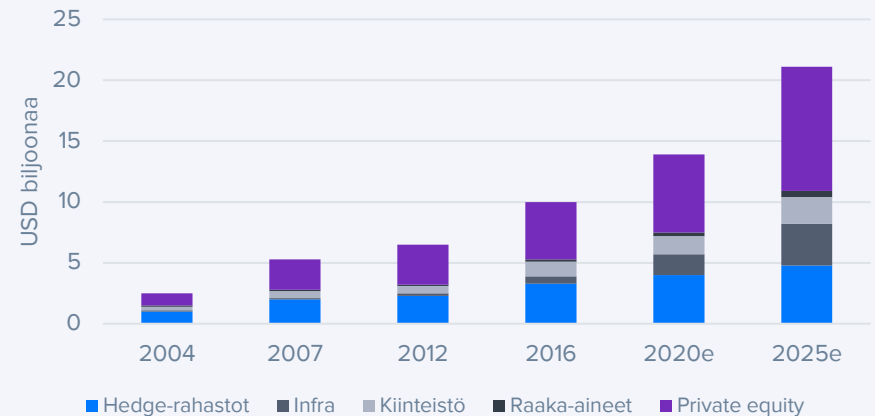


* Inderesin arvio työeläkeyhtiöiden mahdollisesta allokaatiosta 2029 nykyisen korkoympäristön jatkuessa

Aktiivisten sijoitusrahastojen palkkiotasot globaalisti

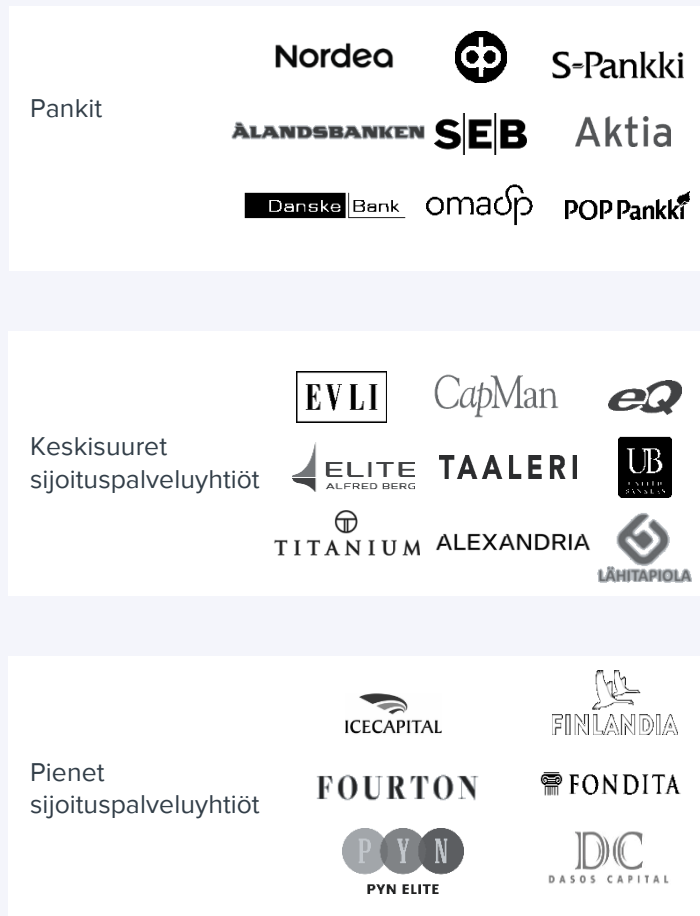


Vaihtoehtoiset omaisuusluokat 2004-2025e



Toimialalla odotettavissa konsolidaatiota

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä



Konsolidaatioajurit



Toteutuneita järjestelyjä



Taalerin positioituminen toimialan trendeihin

Skaala: ✓ — ✓✓✓

Trendi	Taalerin asema	Kommentti
Regulaatio	✓✓✓	Varainhoidon-myyntin jälkeen Taalerin vakavaraisuusasema paranee merkittävästi ja siihen liittyvä regulaatio ei ole yhtiölle enää ongelma. Yhtiön keskittyessä pelkästään rahastojen hoitamiseen, on ydinliiketoimintaan liittyvä regulaatio myös aiempaa kevyempää.
Vaatimustason nousu	✓✓	Yhtiön track-record vaihtoehtoisista rahastoista on pääosin vahva, etenkin Energian osalta. Muiden Pääomarahastojen osalta yhtiöllä on kuitenkin paljon todistettavaa ja esimerkiksi Bio sekä Infra lähtevät liikkeelle käytännössä nolista track-recordin näkökulmasta tarkasteltuna.
Matala korkotaso	✓✓	Viimevuosina Taaleri ei ole kyennyt täysimääräisesti hyödyntämään erittäin matalan korkotason nostamaa sijoittajakiinnostusta, joka näkyy passiivisuutena esimerkiksi kiinteistö- tai metsäpuolella. Tässä taustalla on arviomme mukaan yhtiön haluttomuus tinkiä tuottovaatimuksistaan, mikä on estänyt matalan korkotason täysimääräisen hyödyntämisen.
Digitalisaatio	✓✓	Taalerilla on historiassa ollut jatkuvia haasteita IT-järjestelmiensä kanssa ja ne ovat olleet keskeinen selittävä tekijä heikon kulutehokkuuden taustalla. Varainhoito-kaupan jälkeen IT-järjestelmät eivät enää aiheuta ylimääräistä kulurasitetta ja uusi fokus huomioiden digitalisaatio on Taalerille selvästi keskimääräistä verrokkia vähemmän tärkeä aihealue.
Vaihtoehtoiset omaisuusluokat	✓✓✓	Yhtiön koko strategia nojaa täysin vaihtoehtoisiin omaisuusluokkiin ja viime vuosina parantuneen track-recordin myötä yhtiön positio listaamatotomassa kentässä on kohentunut.
Hintatason jatkuva paine	✓✓	Taaleri ei ole kärsinyt oleellisesta hintapaineesta pääomarahastoissaan ja arviomme mukaan yhtiön hinnoitteluvoima siellä on hyvä (pl. kiinteistöt). Yhtiön tulee kuitenkin onnistua sijoitustoiminnassaan myös jatkossa hyvin ylläpitääkseen nykyiset palkkiotasonsa.
Vastuullisuus	✓✓✓	Taaleri on ottanut vastuullisuuden (ESG) strategiansa kulmakiveksi ja Taaleri on ollut tässä edelläkävijänä. Yhtiön impakti-sijoittamiseen nojaava strategia vastaa mielestämme erittäin hyvin tähän trendiin ja pääomarahastot sekä etenkin Energia-liiketoiminta tarjoavat erinomaisia konkreettisia mahdollisuuksia hyötyä tästä trendistä.

Yhteenvedo listatuista verrokkiyhtiöistä

	eQ	Taaleri	Titanium	Evli	EAB Group	CapMan	United Bankers	Aktia	Alexandria
MCAP (MEUR)	800	350	130	430	50	400	130	750	90
Osakkeen kokonaistuotto	2011 alkaen osakkeen kokonaistuotto ~1500%. IRR +30%.	2013 IPO:n jälkeen kokonaistuotto +550%. Anneista oikaistuna IRR ~25%.	2017 listautumisen jälkeen kokonaistuotto ~160%. IRR +30%.	2015 IPO:n jälkeen kokonaistuotto +200%. IRR +20%.	2015 listautumisen jälkeen kokonaistuotto ~-25%. IRR ~-4%.	2014 alkaen kokonaistuotto ~200%. IRR ~20%.	2014 listautumisen jälkeen tuotto ~120%. IRR ~15%.	2009 IPO:n jälkeen kokonaistuotto ~190%. IRR ~10%.	Listautui keväällä 2021
Toteutunut kannattavuus	EBIT +50%. Kannattavuus erinomaisella tasolla jo ilman tuottopalkkioita	Garantian kannattavuus ollut erittäin hyvä, mutta Varainhoidossa (sis. Pääomarahastot) kannattavuus ollut heikko, etenkin jatkuvien tuottojen osalta.	EBIT-% (oik.) +50%. Kannattavuus erinomainen, tuotto- & transaktiopalkkioilla merkittävä rooli	EBIT +40%. Kannattavuus erittäin hyvä ja perustuu käytännössä täysin jatkuviin tuottoihin.	2020 kannattavuus vaisulla tasolla. Saneerauksen myötä kulutaso saatu kuitenkin järkeväälle tasolle ja jatkossa kannattavuuden tulisi skaalautua selvästi kasvun mukana.	Hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuus parantunut viime vuosina selvästi. Kulutehokkuudessa kuitenkin edelleen parannuspotentiaalia.	EBIT (oik.) +20%. Kannattavuus kohtalainen, mix parantunut selvästi	Oman pääoman tuotto ollut viime vuosina tyydyttävä noin ~8% (oik.).	Historiallinen kannattavuus ollut heikko ja vähemmistöjen tulososuus todella iso. 2020 tulos ylivoimaisesti historian paras.
Track-record	2014-2020 EPS CAGR-% +20%. Yhtiön organaisen kasvun track-record poikkeuksellisen vahva viime vuosilta. Omistaja-arvo kasvanut ripeästi.	2014-2021e EPS ~9,0e. Yhtiö luonut merkittävästi omistaja-arvoa yritysrajestelyillä. Operatiivinen tuloskehitys ollut vaihtelevampaa johtuen kuluhaasteista.	2014-2020 EBIT (oik. CAGR-%) ~50%. Track-record erittäin vahva johtuen Hoivarahaston poikkeuksellisen houkuttelevasta palkkiorakenteesta.	2014-2020 EPS CAGR ~20%. Tulos kasvanut selvästi kulutehokkuuden parantumisen ja erinomaisen uusmyynnin myötä.	Yhtiö on kasvanut, mutta kannattavuus on jatkuvasti ollut heikko. Epäselvää onko kasvu ollut kannattavaa.	Track-record uuden CEO:n alaisuudessa on erittäin vahva, merkittävä tulosparannus kuitenkin vielä todistamatta.	Uusmyynti kehittynyt vahvasti ja kannattavuus alkanut parantua. Strategia ollut oikea, mutta eteneminen ollut odotuksiamme hitaampaa.	Varainhoidon track-record hyvä. Perinteisessä pankkitoiminnassa kasvu ollut heikkoa ja kannattavuudessa haasteita.	Yhtiö on kasvanut vakaasti, mutta kannattavuus ollut vaiu. Historiassa omistaja-arvoa ei juurikaan ole luotu.
Vahvuudet / heikkoudet	Vahva instituutiomyynti & erinomaiset tuotteet. Heikkoutena riippuvuus yksittäisistä tuotteista.	Pääomarahastojen vahva track-record. Kulukontrollissa haasteita.	Hoivarahasto on poikkeuksellisen hyvä tuote rahastonhoitajalle. Heikkoutena riippuvuus yhdestä rahastosta.	Erinomainen instituutiomyynti. KV-myynti sekä matala hintataso selkeitä vahvuuksia. Riippuvuus perinteisestä varainhoidosta ja pankkitoiminta keskeisiä heikkouksia.	Vahva myynti retail-asiakkaille, mutta heikompi positio instituutioissa. Kulutehokkuus jäänyt viime vuosina selvästi verrokeista.	Vahvuutena positio vaihtoehtoisissa sijoituksissa. Heikkoutena hallinnointiliiketoiminnan vahvuus kasvun riippuvuus oman taseen tuotoista.	Vahvuuksina reaaliomaisuusstrategia ja laaja myyntivoima. Tuotteiden vaihteleva laatu sekä SPL-fuusion jälkeinen kulutaso.	Taaleri-kaupan myötä yhtiöllä on erinomainen perinteinen varainhoito. Vaihtoehtoisten sijoitustuotteiden puuttuminen sekä kulutehokkuus keskeiset haasteet.	Vahvuutena laaja jakeluverkosto vähemmän kilpailulla yksityisyysoittajien segmentissä. Heikkoudet kulutehokkuus ja tuotteiden hintakilpailukyky.
Strateginen suunta	Jatkaa voimakasta kasvua kiinteistö ja PE-rahastoissa sekä ylläpitää poikkeuksellista kulutehokkuutta. Yritysrajestelyt mahdollisia.	Jatkaa liiketoiminnan voimakasta orgaanista ja epäorgaanista kasvua. Yritysrajestelyt osana yhtiön tarinaa myös jatkossa.	Baltia-rahaston ylösajo ja tuotetarjonnan laajentaminen. Yritysosot hyvin mahdollisia.	Kasvu vaihtoehtoisissa sijoitustuotteissa sekä kansainvälisessä myynnissä. Pankkitoiminnan alasajo. Yrityskaupat epätodennäköisiä.	Jatkaa voimakasta kasvua varainhoidossa. Lyhyellä aikavälillä fokus kestävässä tuloskäanteessä ja vaihtoehtoisten rahastojen ylösajossa.	Hallinnointiliiketoiminnan kannattavan kasvun jatkaminen. Yritysosot mahdollisia.	Fokus kasvussa ja jatkuviin tuotoissa. Kasvua reaaliomaisuustuotteissa ja pääomarahastoissa. Yritysosot todennäköisiä.	Yhtiö hakee voimakasta kasvua etenkin varainhoidossa jonka avulla myös kannattavuuden pitäisi skaalautua.	Fokus jatkuvien tuottojen sekä asiakaskohtaisen kokoluokan kasvussa. Tässä rahastot sekä varainhoitopalvelu keskiössä.

Taloudellinen tilanne 1/3

Yhtiö sitoo paljon pääomaa

Taalerin liiketoiminta sitoo muista listautuista finanssitaloista poiketen todella merkittävästi pääomaa. Tämä johtuu Garantian korkeista pääomavaatimuksista ja muiden liiketoimintojen osalta pääoman sitoutuminen rajoittuu lähinnä oman taseen sijoituksiin.

Tase Varainhoito-kaupan jälkeen

Taalerin tase koki merkittävän muutoksen Q2'21 aikana Aktia-kaupan myötä. Yhtiön taseen loppusumma tulee nousemaan noin 360 MEUR:oon. Taaleri jakaa tästä Q2:n aikana noin 30 MEUR:n lisäosingon ja lisäksi yhtiö maksaa Q2:lla lainoja taksaisin noin 50 MEUR:lla. Näin ollen taseen loppusumma tulee arviomme mukaan Q2:n lopussa olemaan noin 280-290 MEUR. Tase on edelleen hyvin raskas ja kuvastaa yhtiön valtavaa ylipääomitusta.

Taseen merkittävin yksittäinen erä on Garantian sijoitusomaisuus, jonka arvo oli Q1-lopussa 152 MEUR.

Toiseksi merkittävin erä tulee olemaan käteispositio, jonka arvioimme olevan noin 60 MEUR. Lisäksi konsernin oman taseen sijoitukset ovat Q2:n lopussa arviomme mukaan noin 60 MEUR, josta 30 MEUR on ei-strategisia sijoituksia, noin 20 MEUR strategisia sijoituksia ja 10 MEUR Aktia-osakkeita (tarkemmin sivuilla 25 ja 35).

Muilta osin tase on Varainhoidon myynnin jälkeen erittäin kevyt. Aineetonta ja aineellista omaisuutta taseessa ei käytännössä ole ja muut erät (mm. saamiset) liittyvät liiketoiminnan normaaliin pyörittämiseen.

Oma pääoma tulee Q2:n lopussa olemaan arviolta

210 MEUR ja korollista velkaa on noin 15 MEUR (tier2-laina). Yhtiön ei ole taloudellisesti järkevää maksaa tier2-lainaa pois ennen 2024 erääntymistä, sillä lunastus johtaisi huomattaviin korvausmaksuihin lainanomistajille.

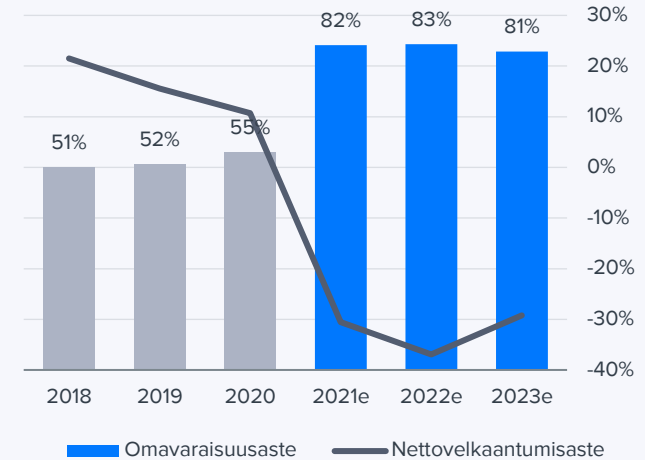
Korottomia velkoja yhtiöllä on Aktia-kaupan jälkeen taseessa arviolta 65 MEUR. Korottomista veloista 35 MEUR liittyy vakuustustoiminnan vastuovelkaan ja muut korottomat velat (30 MEUR) koostuvat pääasiassa Garantian laskennallisista verovelosta.

Yhtiöllä ei luonnollisesti ole nettovelkaa ja nettovelkaantumisaste tulee olemaan noin -30%. Omavaraisuusaste huitelee yli 80 %:ssa, mikä alleviivaa taseen räikeää ylikapitalisoitumista.

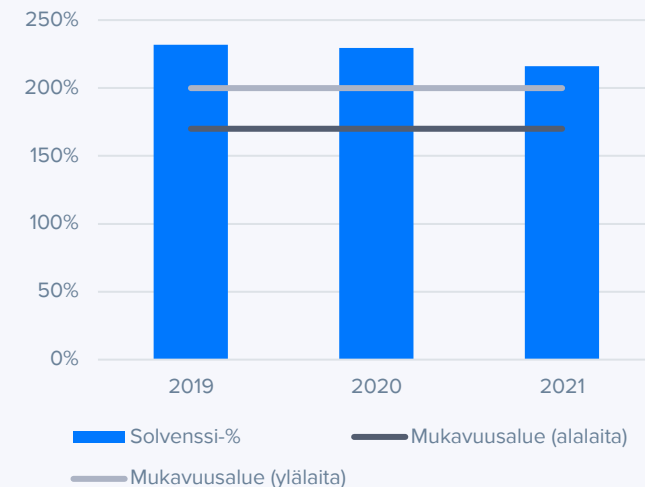
Katastrofaalinen RaVa-ryhmittymä purkautuu

Taaleri luokitellaan muista listautuista finanssipalveluyhtiöistä poiketen vielä toistaiseksi rahoitus ja vakuutusryhmittymäksi (RaVa). RaVa-yhtiön pääomavaatimukset poikkeavat selvästi muista finanssipalveluyhtiöistä ja Taalerille tämä on ollut viime vuodet valtava taakka. Varainhoidon myynnin seurauksena Taaleri ei enää ole RaVa-ryhmittymä ja yhtiö on aloittanut Finanssivalvonnan kanssa keskustelut RaVa-ryhmittymän purkamisesta. Odotamme päätöstä tästä lähikuukausina ja sen läpimenoon ei liity riskejä. RaVa-ryhmittymän purun jälkeen Taalerin vakavaraisuusvaatimukset lieventyvät merkittävästi ja jatkossa vakavaraisuutta ohjaava tekijä on Garantia. Olemme käsitelleet Garantian vakavaraisuutta tarkemmin sivulla 20. Garantian tase on erittäin vahva niin ikään ylikapitalisoitunut ja näin ollen Taalerilla onkin ensimmäistä kertaa vuosiin merkittävää liikkumavaraa taseensa osalta.

Taseen avainlukujen kehitys



Garantian vakavaraisuus (SCR)



Taloudellinen tilanne 2/3

Tase rajusti ylikapitalisoitunut

Taalerin tase on Varainhoidon myynnin jälkeen räikeästi ylikapitalisoitunut ja tämä ylikapitalisaatio tulee lähivuosina vain pahentumaan, kun sijoituksista purkautuu pääomia ja Garantia parantaa pääomatehokkuuttaan vahvan osinkovirran muodossa.

Laskelmiamme mukaan Taalerilla on nykyisellä strategiakaudella (2021-2023) taseesta uudelleenallokoitavaa pääomaa jonkin verran yli 100 MEUR, joka koostuu nykyisestä noin 62 MEUR:n kassasta, Garantian noin 23 MEUR:n osingosta, sijoituksista vapautuvasta noin 20 MEUR:n kassavirrasta. Emme ole laskelmissamme huomioineet Pääomarahastojen tai Tasesijoitusten tuloksia, sillä emme odota Pääomarahastoliiketoiminnan jakavan katsauskaudella osinkoja, sillä Energian ensimmäiset osingot realisoituvat näillä näkymin vasta 2024 keväällä.

Tästä kassavirrasta 15 MEUR on korvamerkitty tier2-lainan takaisinmaksuun 2023 lopulla ja arviolta noin 5 MEUR menee uusiin strategisiin sijoituksiin (käytännössä omiin rahastoihin). Näin ollen yhtiön pitää uudelleenallokoida pääomia noin 80 MEUR:lla. On selvää, että tämä pääoma on pakko saada strategiakaudella töihin, jotta yhtiön taseen tehokkuus paranee. Arviomme mukaan tämä pääoma tullaan käyttämään puoliksi yritysjärjestelyiden sekä lisäosinkojen kesken. Odotamme yhtiöltä keväältä 2022 vielä euron osakekohtaista lisäosinkoa (+0,40e perusosinko) ja mikäli pääomalle ei löydy järkeviä investointikohteita, tullaan keväällä 2023 jälleen

näkemään kohtuullinen lisäosinko.

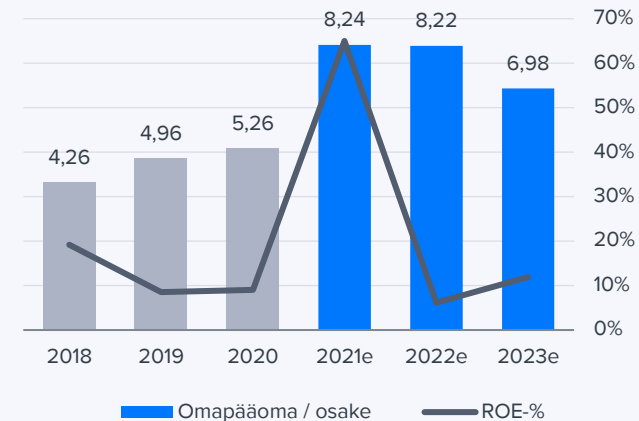
Tasetta pitää saada töihin

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

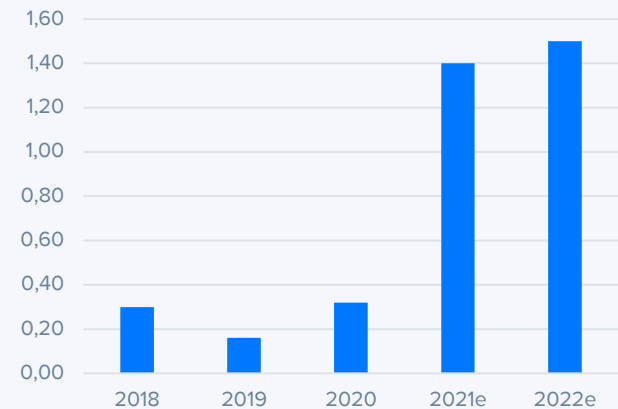
Yhtiöllä olisi mahdollisuus toteuttaa isompikin järjestely, sillä ylimääräisen pääoman lisäksi taseessa olisi kohtuullisen hyvin velkakapasiteettia ja lisäksi yhtiön kannattaisi harkita oman osakkeen käyttöä vastapuolien sitouttamiseksi.

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

Oma pääoma / osake ja ROE-%

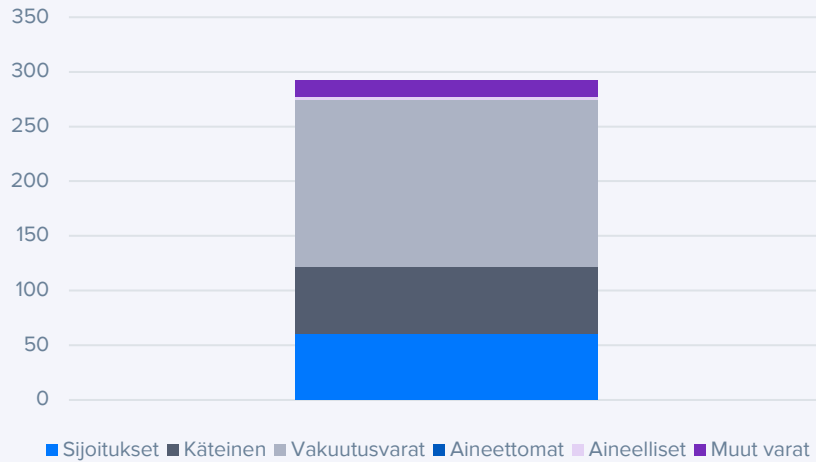


Osinko / osake (EUR)

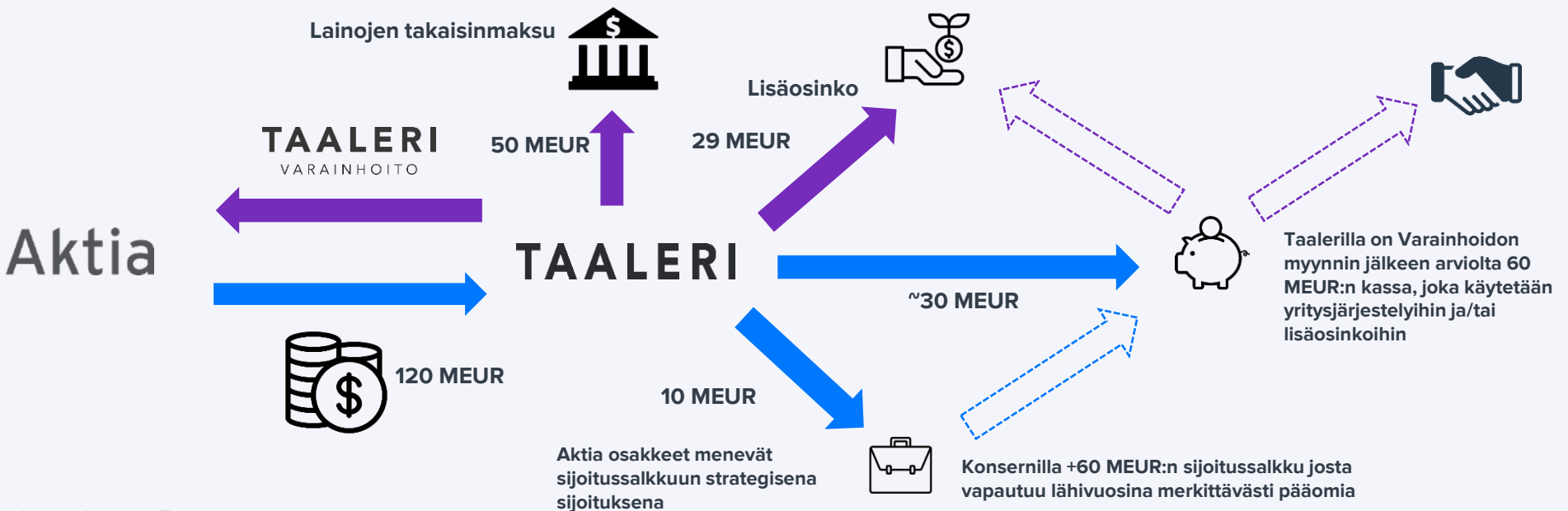


Taloudellinen tilanne 3/3

Taalerin taseen vastaava-puoli Aktia kaupan jälkeen (MEUR)



Taalerin taseen vastattavat-puoli Aktia kaupan jälkeen (MEUR)



Ennusteet 1/3

Ennusteidemme lähtökohdat

Arviomme mukaan markkinatilanne säilyi lähivuosina Taalerin kannalta positiivisena, mutta rauhoittuu selvästi nykyisestä, monelta osin ylikuumentuneesta tilasta. Odotamme myös korkotason säilyvän hyvin matalana ja kysyntä vaihtoehtoisille omaisuusluokille tulee säilymään erittäin vahvana.

Olemme käsitelleet segmenttikohtaiset ennusteet segmenttien omista kappaleissa ja tässä kappaleessa keskitymme ennusteiden yhteenvedon konsernin näkökulmasta.

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

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

- 1) AUM:n ja jatkuvien palkkioiden kasvu
- 2) Kulutason kehitys ja kulusaneeraus
- 3) Jatkuviin palkkioihin pohjautuvan kannattavuus
- 4) Garantian vakuutustekninen suorittaminen ja osingonmaksukyky
- 5) Uusien rahastojen performanssi

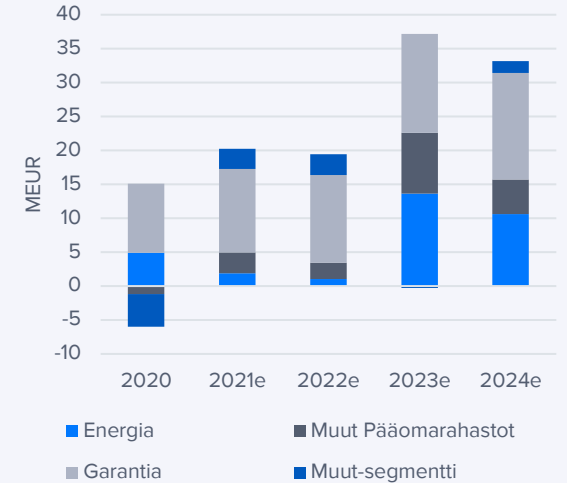
2021: Uuden strategian jalkauttamista

Taalerin alkuvuoden fokus on ollut Varainhoidon myynnissä ja uuden strategian jalkauttamisessa. Q2:lla yhtiön tulisi arviomme mukaan toteuttaa kulusaneerausta ja Muut-segmentissä kulutaso tulisi saattaa nykyisen liiketoiminnan kokoluokkaa vastaavalle tasolle. Lisäksi yhtiön tulisi varsin nopealla aikataululla lanseerata Bioon ja Infraan ensimmäiset rahastot, uusi suljettu asuntorahasto, sekä terävöittää avoimien kiinteistörahastojen strategiaa. Luonnollisesti lähikvartaaleina fokuksessa on myös Aktia-jakeluysteistyön liikkeellelähtö.

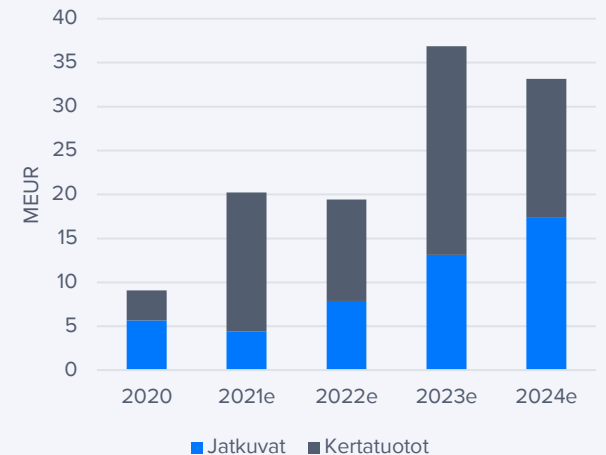
Taalerin raportoitu liikevoitto tulee 2021 osalta olemaan arviolta 130 MEUR johtuen Varainhoidon noin 110 MEUR:n verottomasta myyntivoitosta. Tästä oikaistuna liikevoitto tulee olemaan noin 20 MEUR. Garantia vastaa käytännössä koko yhtiön operatiivisesta tuloksesta ja Pääomarahastojen sekä Muut-segmentin tulokset koostuvat puhtaasti sijoitustuotoista. Pääomarahastoissa odotamme tuottopalkkioita vanhoista tuulirahastoista, Munkkiniemi Groupista sekä Asunto6-rahastosta. Muut-segmentissä odotamme lisäkauppahintaa Finsilvasta sekä yksittäisiä irtaantumisia ei-strategisista sijoituksista.

Varainhoidon myyntivoitosta oikaista EPS on 0,55 euroa. Odotamme yhtiön jakavan vuodelta 2021 0,40e perusosingon sekä 1,0e lisäosingon. Mielestämme on selvää, että yhtiön lähivuosien voitonjakosuhde tulee nousemaan selvästi totutusta hyvin kitsaasta voitonjakolinjasta lähemmäs finanssisektorin normaaleja avokätisiä tasoja, nyt kun vakavaraisuus ei ole enää tälle esteenä.

EBIT segmenteittäin



Tuloksen jakauma 2020-2024e



Ennusteet 2/3

2022: Jälleenrakennus etenee

2022 on yhtiölle edelleen uuden rakentamisen aikaa ja operatiivinen tulos on edelleen käytännössä täysin Garantian harteilla. Pääomarahastoissa Energialla on ns. "välivuosi", kun se keskittyy sijoittamaan SolarWind2-rahastoa ja valmistelelee SolarWind3-rahaston lanseerausta. Muissa Pääomarahastoissa yhtiön pitäisi tuoda markkinoille Bion sekä Infran seuraavat rahastot ja näiden kokoluokkien pitäisi olla selvästi ensimmäistä rahastoa suurempi (arvioimme 100 MEUR). Myös Kiinteistöjen osalta 2022 kertoo paljon miten hyvin yhtiö on saanut Aktian kanssa jakeluyhteistyön toimimaan, sillä avoimien rahastojen pitäisi olla kasvanut tähän mennessä nykyistä järkevämpään kokoluokkaan. Vaikka tämä kehitys ei vielä oleellisesti näy yhtiön numeroissa, on vuosi 2022 etenkin Pääomarahastojen strategian kannalta hyvin kriittinen.

Yhtiö tulee 2022 kirjaamaan merkittävät tuottosidonnaiset palkkiot mm. Toriparkista, Finsilvasta sekä vanhoista tuulirahastoista. Konsernin liikevoiton ennustamme olevan 2021 tasolla ~19 MEUR:ssa ja tästä kerta-/sijoitustuottojen osuus on hallitseva.

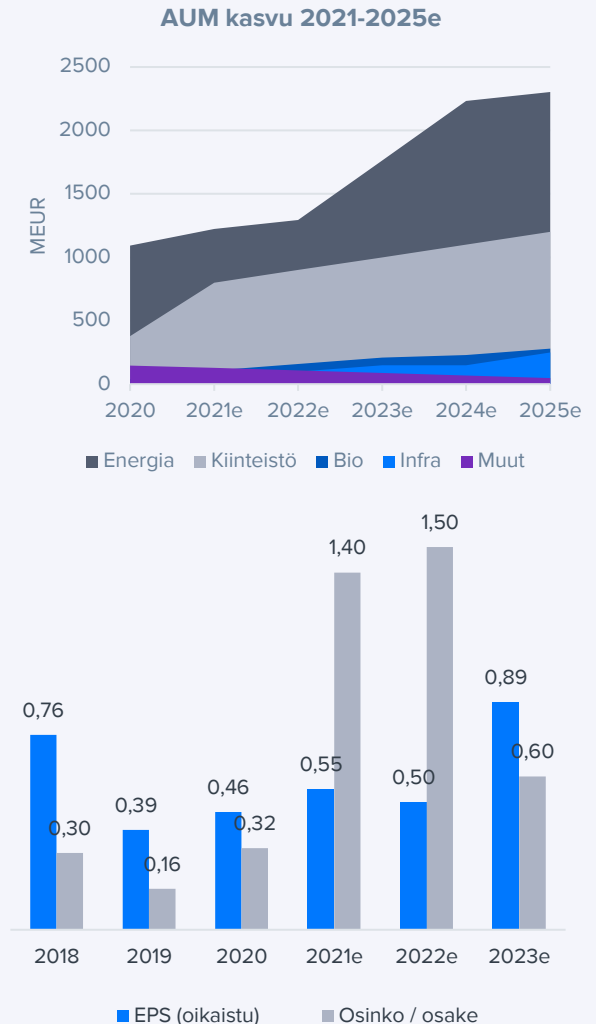
2022 EPS ennusteemme on 0,50e ja odotamme yhtiöltä reipasta korotusta perusosinkoon, jonka ennusteemme on 0,50e. Huomautamme, että vaikka osingonjakosuhte on korkea (100 %), on yhtiön taseasema vahvistunut 2022 aikana merkittävästi sijoitussalkun siivouksen ja Garantian vahvan osingon johdosta ja näin ollen emme näe mitään syytä, miksei yhtiö korottaisi perusosinkoaan selvästi.

2023: Strategian ensimmäiset tulokset tulevat näkyviin

Energia tulee operatiivisesti tekemään merkittävän tuloshypyn 2023, kun SolarWind3-rahaston varainkeruu alkaa ja liiketoiminta alkaa skaalautua ensimmäistä kertaa. Lisäksi odotamme vuodelta 2023 irtaantumista Texasin tuulipuistosta ja tästä kirjataan noin 10 MEUR:n myyntivoitto. Muiden Pääomarahastojen osalta operatiivinen tulos on edelleen vaisu toimintojen ollessa ylösajovaiheessa. Kuitenkin 2023 meillä pitäisi olla varsin hyvä kuva strategian onnistumisesta, sillä Bion ja Infran toiset rahastot pitäisi saada kerättyä täyteen ja myös kiinteistöissä pitäisi olla kasassa arviolta 2-4 uutta suljettua rahastoa sekä kaksi järkevän kokoluokan avointa rahastoa. Vaikka liiketoiminta onkin 2023 edelleen osin ylösajovaiheessa, pitää Taalerin 2023 todistaa kulutehokkuuden parantaminen sekä liiketoiminnan skaalautuvuuspotentiaali.

Muut Pääomarahastot tekevät 2023 erittäin kovan tuloksen (2023e: EBIT: 22,6 MEUR) johtuen seuraavista kertatuotoista: Fintoil (tasesijoitus + rahasto) sekä Metsä3.

Muut-segmentin ei-strategisten sijoitusten salkusta emme odota kertatuottoja 2023 ja Garantia jatkaa erinomaista operatiivista suorittamistaan. Ennustamme 2023 liikevoiton olevan 37 MEUR. Kertatuotot näyttelevät tästä valtaosaa, mutta myös operatiivinen kannattavuus on Pääomarahastoissa ensi kertaa järkevällä tasolla Energian ansiosta. EPS nousee ennusteissamme 0,89 euroon. Huomautamme, että yhtiön normaali tulostaso on selvästi tätä matalampi jatkuviin tuottoihin pohjautuvan liikevoiton ollessa noin 13 MEUR.



HUOM: 2021e 1,0e lisäosingon maksupäivä 8.6.2021

Ennusteet 3/3

Taseen siivous ohi

Taseen siivouksen pitäisi myös pitkälti olla ohi ja arviomme mukaan enemmistö ei-strategisista sijoituksista on myyty vuonna 2023. Lisäksi strategisten sijoitusten osalta salkku on nykyistä fiksummassa asennossa ja huomattava osa pääomista on sijoitettuna omiin rahastoihin, Aktian osakkeisiin tai alkuvaiheen kanssasijoitushankkeisiin. Yhtiön sijoitussalkun koko on laskenut nykyisestä 63 MEUR:sta noin alle 50 MEUR:oon.

Koska yhtiö on varsin selvästi korvamerkinnyt merkittävän osan ylimääräisestä pääomastaan yritysjärjestelyihin, on yhtiöllä mallisamme 2023 yli 60 MEUR:n nettokassa. Mielestämme on selvää, että mikäli yhtiö ei ole nykyisellä strategiakaudella löytänyt järkeviä yritysjärjestelykohteita koko summalle, tullaan tämä pääoma valtaosin palauttamaan omistajille. Arviomme mukaan yhtiö ei tarvitse liiketoimintaansa huomattavaa kassaa ja esimerkiksi lähin verrokki CapMan operoi pienellä velkavivulla.

Pitkän aikavälin ennusteet

Koska Taalerin liiketoiminta on vielä 2023 osin ylösajovaiheessa, tulee sijoittajien suunnata katseita myös pidemmän aikavälin näkymiin.

2024-2025 on arviomme mukaan jakso, missä yhtiön liiketoiminta lähtee kunnolla skaalautumaan Energian vetämänä ja jatkuviin tuottoihin pohjautuvan kannattavuuden pitäisi parantua kiihtyvällä vauhdilla. Lisäksi yhtiön tuottosidonnaiset palkkiot sekä sijoitustuotot

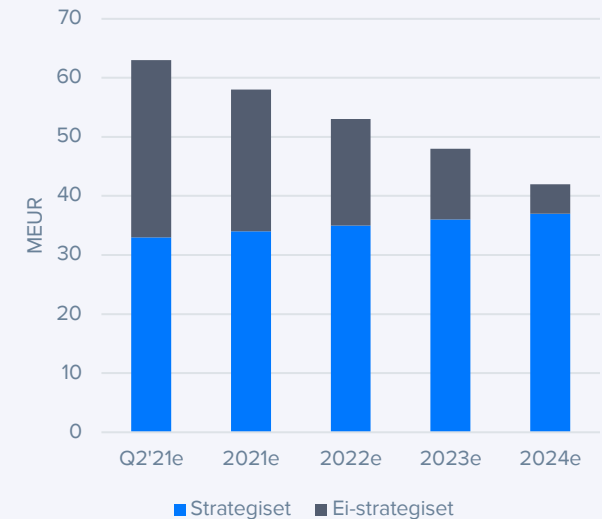
muuttuvat potentiaalisesti aiempaa ennustettavammiksi, kun niiden painopiste siirtyy ydintuotteisiin. Odotammekin Pääomarahastojen liikevoiton kasvavan tällä periodilla selvästi ja sijoittajien kannalta kriittinen kertatuotoista oikaistu liikevoitto nousee 2025 11 MEUR:oon.

Tämän kannattavuusparannuksen siemenet kylvetään nykyisellä strategiakaudella ja tähän yltääkseen yhtiön pitää seuraavan kahden vuoden aikana onnistua seuraavissa asioissa:

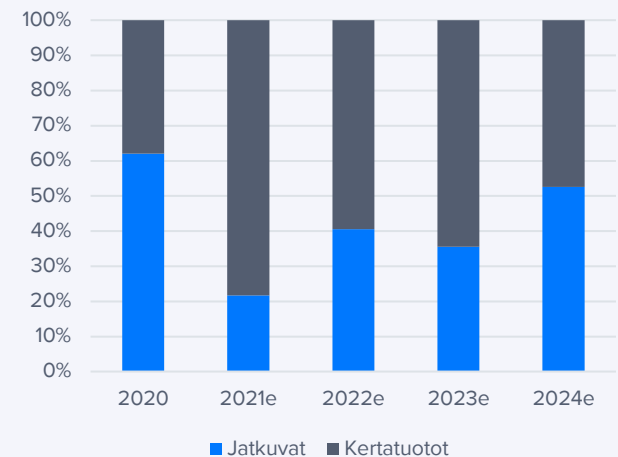
- 1) Uusien sijoitustuotteiden lanseeraaminen
- 2) Vahvojen sijoitustuottojen generointi
- 3) Kulutehokkuuden parantaminen ja kulutehokkuutta vaalivan kulttuurin rakentaminen

2025 ennusteillamme Taaleri tekee Pääomarahastoilla jatkuviin palkkioihin pohjautuvaa hieman yli 10 MEUR liikevoittoa ja liiketoiminnan pitäisi kasvaa kannattavasti. Pääomarahastoilla pitäisi olla lisäksi edellytykset vuositasolla 5-15 MEUR:n voitonjako-osuus-sijoitustuottoihin alla olevien tuotteiden onnistuessa sijoitustoiminnassaan. Garantian pitäisi normaalissa sijoitusympäristössä tehdä arviolta +15 MEUR:n liikevoittoa ja Muut-segmentin tappio on arviomme mukaan noin 2-3 MEUR, kun osa kuluista jyvitetään operatiivisille segmenteille. Näin ollen Taalerin normaalin tuloskunnan pitäisi 2025 olla tasolla 30-40 MEUR, edellyttäen että yhtiö onnistuu strategiansa toteutuksessa.

Sijoitussalkun jakauman kehitys



Tulosmix 2020-2024e



Ennusteet yhteenveto

Konsemitason ennusteet	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	39,9	51,7	50,3	68,7	65,7
Pääomarahastot	21,9	25,7	25,5	45,1	38,9
<i>Energia</i>	17,4	15,7	15,2	27,7	24,8
<i>Muut Pääomarahastot</i>	4,5	10,0	10,3	17,4	14,1
Garantia	17,1	19,0	19,8	21,8	23,3
<i>Takausvakuutustoiminnan nettotuotot</i>	14,6	14,1	15,1	17,0	18,6
<i>Sijoitustuotot</i>	2,5	5,0	4,7	4,7	4,7
Muut-segmentti	0,9	7	5	1,8	3,5
Liikevoitto (raportoitu)	9,1	130,2	19,4	36,9	33,1
Pääomarahastot	3,7	4,9	3,4	22,6	15,7
<i>Energia</i>	4,9	1,9	1,0	13,6	10,6
<i>Muut Pääomarahastot</i>	-1,2	3,1	2,4	9,0	5,1
Garantia	10,2	12,3	12,9	14,6	15,7
Muut-segmentti	-4,8	2,9	3,0	-0,3	1,7
Kertaerät	0,0	110,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,1	20,2	19,4	36,9	33,1
EBIT-% ilman kertaeriä	23 %	39 %	39 %	54 %	50 %
Tulos ennen veroja	9,3	130,2	19,4	36,9	33,1
Verot		-3,9	-3,9	-7,4	-6,6
Vähemmistöt		-0,5	-0,8	-2,8	-1,6
Nettotulos		125,8	14,7	26,7	25,0
EPS (raportoitu)		4,36	0,50	0,89	0,82
EPS (oikaistu)		0,55	0,50	0,89	0,82
Osinko		1,40	1,50	0,60	0,49

Segmenttien ennusteet	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,1	20,2	19,4	36,9	33,1
Jatkuvat	5,7	4,4	7,9	13,1	17,4
<i>Kertatuotot</i>	3,5	15,8	11,5	23,7	15,7
Tulosmix segmenteittäin					
Pääomarahastot	3,7	4,9	3,4	22,6	15,7
<i>Liikevoitto ilman kertatuottoja</i>	0,3	-1,5	-0,4	3,6	6,7
<i>Kertatuotot</i>	3,4	6,5	3,8	19,0	9,0
Garantia	10,2	13,9	14,5	16,2	17,3
<i>Vakuuustekninen tulos</i>	8,3	9,0	9,8	11,4	12,6
<i>Sijoitustuotot</i>	1,9	5,0	4,7	4,7	4,7
Muut-segmentti	-4,8	2,9	3,0	-0,3	1,7
<i>Liikevoitto ilman kertatuottoja</i>	-3,0	-1,5	0,0	-0,3	-0,3
<i>Kertatuotot</i>	-1,8	4,4	3	0	2

Arvonmääritys 1/4

Yhteenveto arvostuksesta

Olemme haarukoineet Taalerin käypää arvoa osien summan, suhteellisen ja absoluuttisen arvostuksen sekä kassavirtalaskelman kautta. Keskityimme analyysissämme etenkin osien summaan, sillä se huomioi parhaiten Taalerin osissa olevan arvon ja liiketoimintojen erilaiset profiilit. Lisäksi emme näe Taalerin osissa sellaista piiloarvoa, jonka realisoituminen ei olisi lähivuosien aikana realistista, nyt kun Garantia on saatu käännettyä osinkoyhtiöksi ja pääomalukko on purettu.

Taalerille on myös tarjolla erinomainen verrokkiryhmä Helsingin pörssistä. Nämä kotimaiset sijoituspalveluyhtiöt kilpailevat samoilla markkinoilla, samankaltaisilla tuotteilla, samoista asiakkaista sekä samoista osaajista. Vaikka Taaleri poikkeaa tältä joukosta jonkin verran, tarjoaa verrokkijoukko mielestämme hyvät lähtökohdat hyväksyttävälle arvostustasolle. Taalerin kohdalla vertailtavuutta vaikeuttaa lähivuosien taseen uudelleenjärjestelyt ja siitä syntyvät isot kertatuotot, jonka seurauksena raportoitu tulos ei anna kuvaa yhtiön todellisesta tulostasosta lähivuosina.

Osien summan mukainen arvomme on 12,7 euroa ja tämä on linjassa tavoitehintamme kanssa. Emme pidä enää perusteltuna hinnoitella Taaleria alle sen osien summan, kun niissä olevan arvon purkautumiseen on selkeät askelmerkit ja yhtiö on sitoutunut arvon purkamiseen. Verrokkianalyysi, absoluuttiset kertoimet sekä DCF-mallimme tukevat nykyistä tavoitehintaa, vaikka emme annakaan niille oleellista painoa.

Riski-/tuottosuhte edelleen riittävä

Näemme osakkeen riski-/tuottosuhteen edelleen suotuisana, vaikka lyhyellä aikavälillä pahin aliarvostus onkin kiistatta purkautunut. Lyhyellä aikavälillä osakkeen tuotto-odotus nojaakin lievään nousuvaraan suhteessa osien summaan ja vahvaan osinkovirtaan. Strategian edetessä kurssi alkaa asteittain saada tukea myös tuloksen parantumisesta ja suhteessa pitkän aikavälin ennusteisiimme tai yhtiön potentiaaliin, on osake edelleen edullinen.

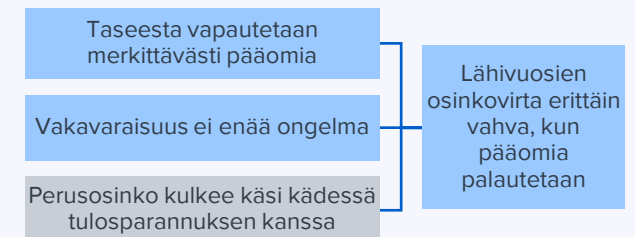
Osaketuoton ajurit 2021-2024

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

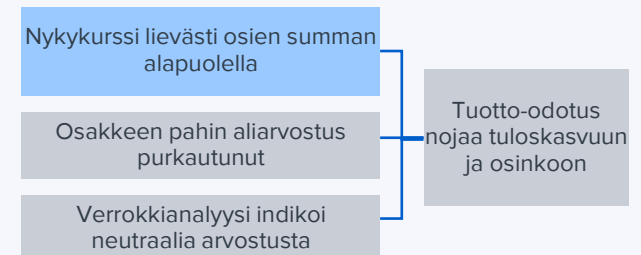
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Lyhyen aikavälin riski-/tuottosuhte riittävä, pidemmän aikavälin tuotto-odotus edelleen hyvä

Arvonmääritys 2/4

Osien summa

Näkemyksemme mukaan osien summa tarjoaa hyvän lähtökohdan Taalerin arvostukselle, sillä osien arvon on realistista odottaa purkautuvan seuraavan muutaman vuoden aikana, kun yhtiö purkaa taseessa olevan arvon, Garantia alkaa palauttaa Taalerille merkittäviä pääomia ja Pääomarahastoliiketoiminnan ylösajo alkaa realisoitua myös numeroihin. Nykyisen strategian puitteissa emme näe Taalerin osissa sellaista piiloarvoa jonka purkautuminen ei olisi lähivuosien aikana realistista.

Olemme käsitelleet Taalerin segmenttien osien arvonmäärityksiä raportissamme aiemmin. Garantian arvo on ennusteissamme 155 MEUR (sivu 23), Energian vähemmistöt huomioiden 90 MEUR (sivu 17), Muiden Pääomarahastojen 26 MEUR (sivu 17), konsernin sijoitusten noin 60 MEUR (sivu 34) ja konsernikulujen nettoarvo on -45 MEUR. Lisäksi yhtiöllä on arviomme mukaan noin 45 MEUR:n nettokassa.

Olemme myös huomioineet 8.6. irtoavan lisäosion osien summassamme ja huomautamme, että lisäosion irtoamisella on suora negatiivinen vaikutus osien summa laskelmaamme.

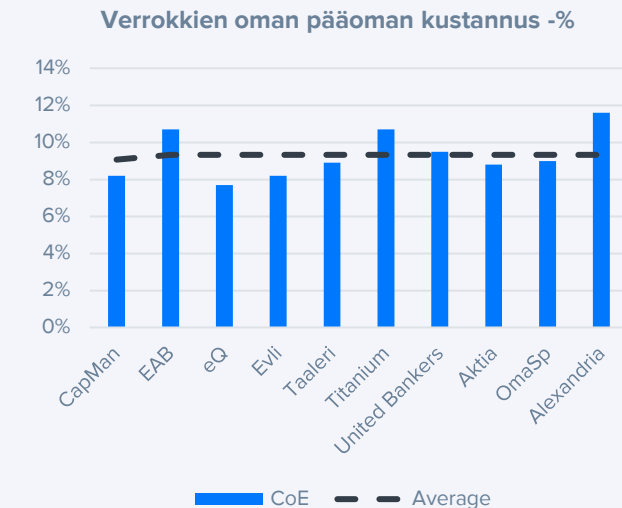
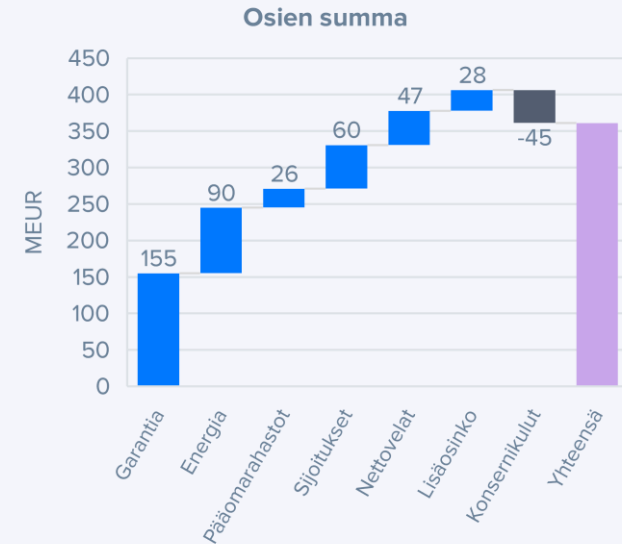
Osien summa -laskelmallamme antaa Taalerin arvoksi 360 MEUR tai 12,7 euroa/osake. Osien summa on linjassa tavoitehintamme kanssa, sillä emme enää pidä perusteltuna hinnoitella Taaleria alle sen osien summan, kun niissä olevan arvon purkautumiseen on selkeät askelmerkit ja yhtiö on sitoutunut arvon purkamiseen.

DCF-arvonmääritys

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

Lähdemme DCF-mallissamme oletuksesta, että Taalerin kannattavuus paranee selvästi 2021-2025 aikana ja kääntyy 2026 alkaen selvään laskuun. Terminaalikannattavuutena olemme käyttäneet 35 %:n tasoa, joka on yhtiön nykyrakenteella suhteellisen varovainen (Garantian EBIT-% +60%), mutta pidämme tätä perusteltuna johtuen Pääomarahastojen ylösajosta ja tähän liittyvästä epävarmuudesta. Kassavirtamallimme antaa Taalerin arvoksi 13,5e/osake.

Olemme tarkistaneet Taalerille soveltamaamme pääoman kustannusta 8,9 %:iin (aik. 10,2 %) johtuen yhtiön riskiprofiiliin laskusta sekä velkarakenteen muutoksesta. 8,9 % on linjassa verrokkiryhmämme kanssa, mutta pidämme sitä edelleen suhteellisen korkeana ja näemme siinä laskuvaraa seuraavan 2v tähtäimellä lähemmäs Evlin, eQ:n ja CapManin tasolla (noin 8 %), mikäli yhtiö onnistuu strategiansa toteutuksessa odottamallamme tavalla.



Arvonmääritys 3/4

Arvostuskertoimet

Tulospoijaisten kertoimien käytettävyys on lähivuosien osalta heikko, sillä Pääomarahastoliiketoiminta on vielä rakennus-/ylösajovaiheessa. Lisäksi yhtiön tuotoissa tulee lähivuosina olemaan merkittävästi kertatuottoja vanhojen rahastojen tuottopalkkioista sekä sijoitusten irtaantumisista johtuen. Yhtiön tase on myös rajusti ylikapitalisoitunut ja tuloskerroimissa katse onkin syytä kääntää EV-pohjaisiin kertoimiin. 2022 tuloksella EV/EBIT on ~13x on korkeintaan neutraali, kun taas 2023e 8x kerroin näyttää hyvin edulliselta. Kertoimille voi kuitenkin antaa vähän painoa tuloksen heikosta laadusta johtuen.

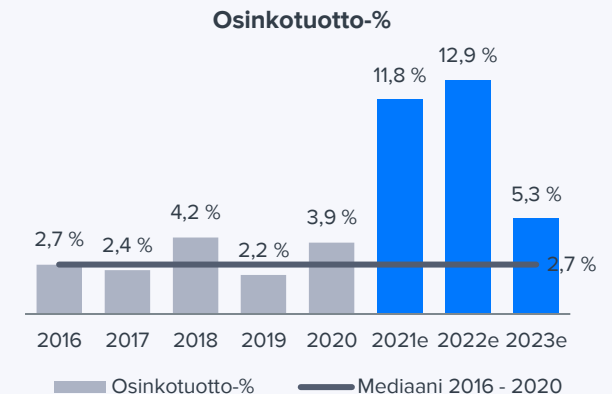
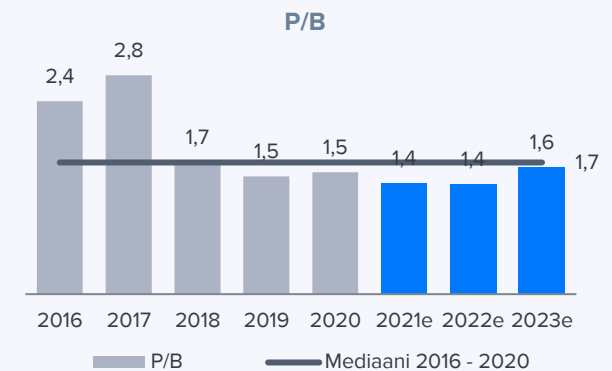
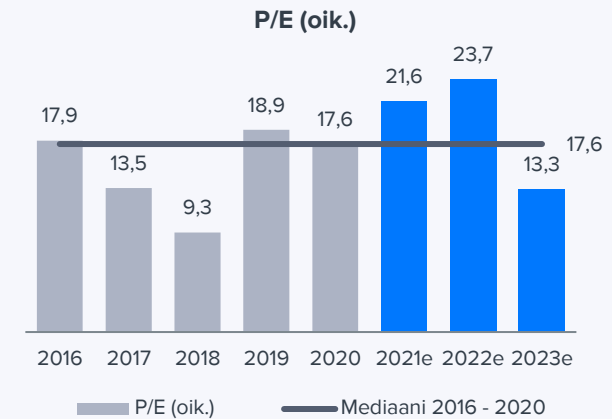
Taalerin osinkotuotto on lähivuodet poikkeuksellisen korkea isoista kertaosingoista johtuen. Alla oleva perusosinko on terveellä ~4 %:n tasolla ja sen kasvunäkymä on selvästi vanhaa Taaleria parempi johtuen vakavaraisuuskahleiden purkautumisesta.

P/B-kerroin on mielestämme Taalerille edelleen hyvin relevantti johtuen yhtiön ylikapitalisaatiosta ja Garantian isoista pääomavaatimuksista. Yhtiön omana tavoitteena on saavuttaa yli 15 %:n oman pääoman tuotto ja suhteessa tähän nykyinen P/B 1,4x tarkoittaisi noin 10x P/E-kerrointa. Emme pidä 15 %:n tasoa realistisena lähivuosina johtuen ylikapitalisaatiosta, mutta pitkällä aikavälillä taso on realistinen, kun tasetta saadaan töihin ja pääomarahastojen ylösajo etenee.

Pitkän aikavälin potentiaali

Pidemmällä aikavälillä olemme arvioineet Taalerin nykyisten toimintojen tulospotentiaaliksi 30-40 MEUR. Taalerilla on nykyisestä noin 340 MEUR:n markkina-arvosta nettokassaa ja sijoituksia noin 100 MEUR:lla ja näin ollen operatiivisen liiketoiminnan hinnaksi jää 240 MEUR. Suhteessa tulospotentiaaliin, on yhtiön P/E-kerroin ~8-10x, joka on hyvin edullinen absoluuttisesti ja suhteellisesti. Esimerkiksi CapManille olemme hyväksyneet noin 15-16x kertoimet ja pidämme realistisena, että myös Taaleria voitaisi 2025 hinnoitella vastaavilla kertoimilla, mikäli strategian toteutus on edennyt ennusteidemme mukaisesti. Tämän skenaarion realisoituessa osakkeessa olisi edelleen huomattavaa nousuvaraa ja osakkeen tuotto-odotus olisi lähivuosille 10-20 %/v eli erittäin hyvä.

Tämä kuvastaa yhtiön liiketoimintojen arvonluontipotentiaalia strategian onnistuessa ja näin ollen nykyistä osien summaa ei pidä katsoa absoluuttisena lakipisteenä. Luonnollisesti liiketoimintojen arvo on hyvin herkkä 1) jatkuvien palkkioiden kasvulle (käytännössä AUM kasvu), 2) kulutehokkuuden parantumiselle sekä 3) sijoitustoiminnan onnistumiselle. Huomautamme kuitenkin, että tämän potentiaalin realisoituminen tulee parhaassakin tapauksessa viemään pitkään ja se vaatii sijoittajilta kärsivällisyyttä.



Arvonmääritys 4/4

Verrokkiryhmä

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

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

parantamiseksi.

Suhteessa verrokkiryhmään Taaleria hinnoitellaan P/E-kertoimilla selvällä preemiolla (+60 %). Mielestämme P/E-kertoimet eivät lähivuosien kannalta anna oikeaa kuvaa Taalerin arvostuksesta, koska yhtiöllä on rajusti ylikapitalisoitunut tase. EV-pohjaiset kertoimet antavatkin paremman kuvan Taalerin tulos pohjaisesta arvostuksesta, sillä ne huomioivat yhtiön ylikapitalisoituneen taseen. EV/EBIT-kertoimilla Taaleria hinnoitellaan kohtuullisella preemiolla suhteessa verrokkeihin, mitä pidämme perusteltuna, koska 1) EV ei huomioi yhtiön sijoitussalkkua ja 2) yhtiön liiketoiminnasta iso osa on ylösajovaiheessa. Sijoitussalkulla oikaistuna EV/EBIT-kertoimet ovat varsin lähellä verrokkeja.

Kertaosingoista siivotulla osinkotuotolla Taaleria

hinnoitellaan kohtalaisella preemiolla suhteessa verrokkiryhmään. Osingon kasvunäkymä ei kuitenkaan enää ole vanhan Taalerin tapaan selvästi verrokkeja heikompi, vaan ennemminkin keskimääräistä verrokkia parempi.

Kokonaisuutena Taalerin verrokkiryhmän arvostus antaa tukea osakkeen lyhyen aikavälin neutraalista hinnoittelusta ja nykyisissä kertoimissa on vaikea nähdä oleellista nousuvaraa. Näin ollen tuotto-odotus nojaakin yhä vahvemmin tuloskasvuun ja ennen kaikkea jatkuviin palkkoihin pohjautuvaan kestävään tulosparannukseen.

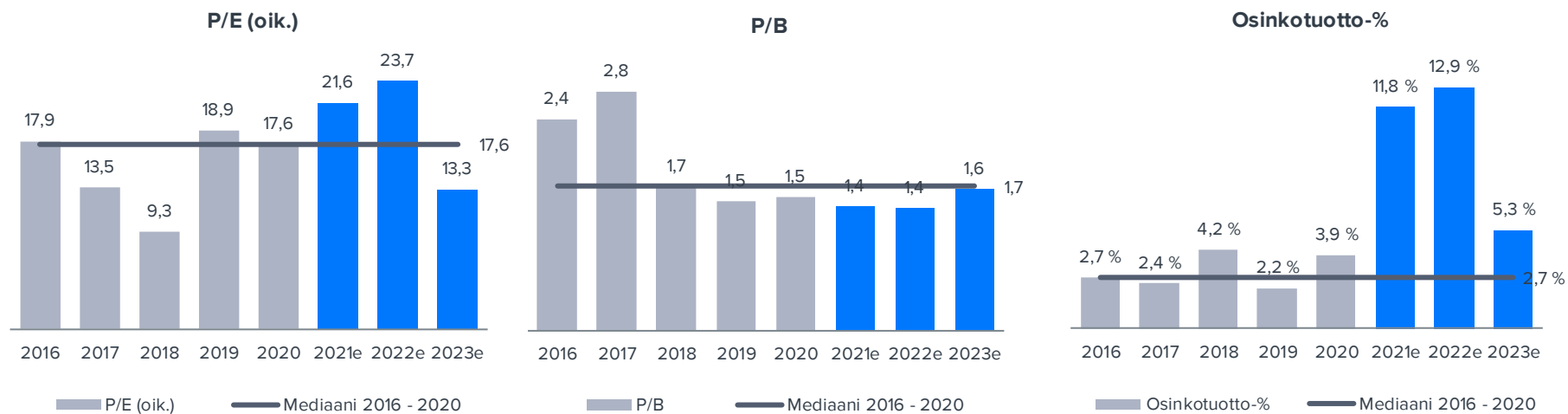
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
eQ	19,88	789	787	17,8	17,9	17,3	17,5	10,6	10,6	21,9	22,4	4,7	4,6	10,4
Titanium	13,20	136	119	10,8	9,1	8,5	7,9	5,2	4,6	12,5	11,7	6,8	7,1	5,8
CapMan	2,62	406	440	12,0	10,2	13,2	10,4	7,6	6,5	13,5	12,2	5,8	6,2	3,4
Evli	17,85	430	430	9,9	9,6	8,7	8,3	4,3	4,2	14,0	13,4	6,8	7,2	5,6
United Bankers	13,15	134	136	13,6	11,3	12,4	10,5	3,8	3,5	18,6	15,2	4,3	4,9	3,3
EAB Group	3,44	48	56	22,2	13,9	10,1	8,5	2,6	2,4	23,7	16,4	2,6	3,2	2,3
Aktia	11,04	782								13,0	10,6	5,2	6,3	1,1
Oma Säästöpankki	12,20	364								9,5	9,1	2,9	3,3	1,0
Alexandria	7,96	87	74	11,0	10,2	7,0	6,7	1,8	1,7	14,0	15,0	5,1	5,7	3,6
Taaleri (Inderes)	11,85	342	268	13,3	13,0	2,1	12,6	5,2	5,0	21,6	23,7	11,8	12,9	1,4
Keskiarvo				13,9	11,7	11,0	10,0	5,1	4,8	15,6	14,0	4,9	5,4	4,1
Mediaani				12,0	10,2	10,1	8,5	4,3	4,2	14,0	13,4	5,1	5,7	3,4
Erotus-% vrt. mediaani				10 %	28 %	-80 %	48 %	21 %	20 %	54 %	77 %	132 %	126 %	-58 %

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

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	8,07	10,4	7,10	7,40	8,12	11,9	11,9	11,9	11,9
Osakemäärä, milj. kpl	28,4	28,3	28,4	28,4	28,4	28,9	29,4	30,0	30,6
Markkina-arvo	229	293	201	210	230	342	342	342	342
Yritysarvo (EV)	235	303	230	231	244	268	253	285	278
P/E (oik.)	17,9	13,5	9,3	18,9	17,6	21,6	23,7	13,3	14,5
P/E	17,9	13,5	9,3	18,9	17,6	2,7	23,7	13,3	14,5
P/Kassavirta	9,5	14,1	neg.	neg.	9,2	2,7	11,9	10,8	12,7
P/B	2,4	2,8	1,7	1,5	1,5	1,4	1,4	1,6	1,6
P/S	3,8	3,6	2,8	3,1	3,3	6,6	6,8	5,0	5,2
EV/Liikevaihto	3,9	3,7	3,2	3,4	3,5	5,2	5,0	4,1	4,2
EV/EBITDA (oik.)	13,2	10,7	9,2	12,1	12,1	2,1	12,6	7,6	8,2
EV/EBIT (oik.)	14,4	11,2	9,6	14,0	13,9	13,3	13,0	7,7	8,4
Osinko/tulos (%)	48,8 %	32,5 %	39,3 %	40,9 %	69,4 %	32,1 %	299,4 %	67,4 %	60,0 %
Osinkotuotto-%	2,7 %	2,4 %	4,2 %	2,2 %	3,9 %	11,8 %	12,9 %	5,3 %	4,4 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

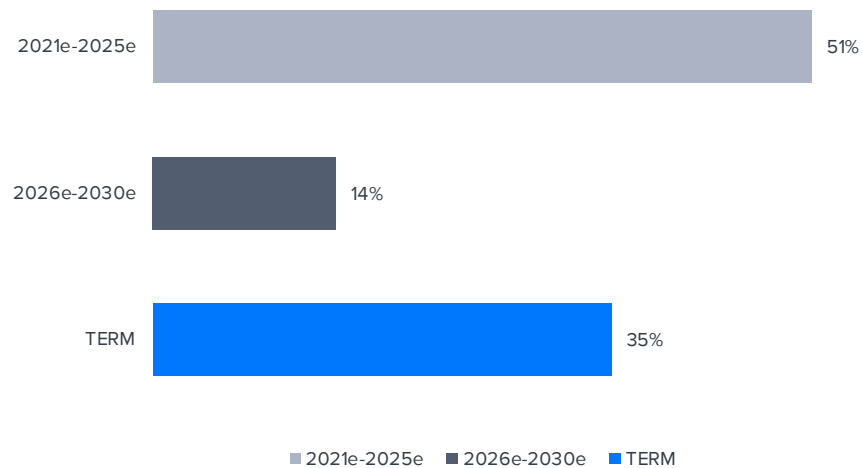
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
eQ	19,88	789	787	17,8	17,9	17,3	17,5	10,6	10,6	21,9	22,4	4,7	4,6	10,4
Titanium	13,20	136	119	10,8	9,1	8,5	7,9	5,2	4,6	12,5	11,7	6,8	7,1	5,8
CapMan	2,62	406	440	12,0	10,2	13,2	10,4	7,6	6,5	13,5	12,2	5,8	6,2	3,4
Evli	17,85	430	430	9,9	9,6	8,7	8,3	4,3	4,2	14,0	13,4	6,8	7,2	5,6
United Bankers	13,15	134	136	13,6	11,3	12,4	10,5	3,8	3,5	18,6	15,2	4,3	4,9	3,3
EAB Group	3,44	48	56	22,2	13,9	10,1	8,5	2,6	2,4	23,7	16,4	2,6	3,2	2,3
Aktia	11,04	782								13,0	10,6	5,2	6,3	1,1
Oma Säästöpankki	12,20	364								9,5	9,1	2,9	3,3	1,0
Alexandria	7,96	87	74	11,0	10,2	7,0	6,7	1,8	1,7	14,0	15,0	5,1	5,7	3,6
Taaleri (Inderes)	11,85	342	268	13,3	13,0	2,1	12,6	5,2	5,0	21,6	23,7	11,8	12,9	1,4
Keskiarvo				13,9	11,7	11,0	10,0	5,1	4,8	15,6	14,0	4,9	5,4	4,1
Mediaani				12,0	10,2	10,1	8,5	4,3	4,2	14,0	13,4	5,1	5,7	3,4
Erutus-% vrt. mediaani				10 %	28 %	-80 %	48 %	21 %	20 %	54 %	77 %	132 %	126 %	-58 %

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

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	17,6	130	19,4	36,9	33,1	34,2	31,7	28,9	25,9	26,5	27,2	
+ Kokonaispoistot	2,5	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	
- Maksetut verot	-4,1	-3,9	-3,9	-7,4	-6,6	-6,8	-6,3	-5,8	-5,2	-5,3	-5,4	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutokset	17,6	-9,2	6,7	-2,8	0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
Operatiivinen kassavirta	33,7	117	22,8	27,3	27,6	27,5	25,6	23,4	21,0	21,5	22,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,4	-5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-8,3	8,1	0,2	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-1,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	24,9	121	23,0	26,7	27,0	26,9	25,0	22,8	20,4	20,9	20,8	
+/- Muut	0,0	6,5	5,8	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	24,9	127	28,8	31,7	27,0	26,9	25,0	22,8	20,4	20,9	20,8	331
Diskontattu vapaa kassavirta		121	25,1	25,3	19,8	18,1	15,5	13,0	10,6	10,0	9,1	145
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		412	292	267	241	222	203	188	175	164	154	145
Velaton arvo DCF		412										
- Korolliset velat		-49,9										
+ Rahavarat		34,0										
- Vähemmistöosuus		0,9										
- Osinko/pääomapalautus		-9,1										
Oman pääoman arvo DCF		388										
Oman pääoman arvo DCF per osake		13,5										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,9 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	H1'20	H2'20	2020	Q1'21	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	67,2	26,2	43,3	69,5	13,7	15,3	9,4	13,3	51,7	50,3	68,7	65,7
Varainhoito (myyty 2020)	44,5	21,9	24,7	46,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Garantia	21,3	3,6	13,6	17,2	7,0	3,4	4,3	4,4	19,1	19,8	21,8	23,3
Tasesijoitukset	-1,6	-1,8	1,9	0,1	1,5	2,0	0,5	3,0	7,0	5,0	1,8	3,5
Pääomarahastot (aik. Energia)	4,6	4,2	5,1	9,2	5,2	9,9	4,7	6,0	25,7	25,5	45,1	38,9
Käyttökate	19,2	4,0	16,1	20,1	5,2	11,7	2,0	6,0	131	20,0	37,5	33,7
Poistot ja arvonalennukset	-2,7	-1,2	-1,3	-2,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	16,5	2,8	14,8	17,6	5,1	7,3	1,9	5,9	20,2	19,4	36,9	33,1
Liikevoitto	16,5	2,8	14,8	17,6	5,1	11,7	1,9	5,9	130	19,4	36,9	33,1
Varainhoito (myyty 2020)	11,8	6,3	5,9	12,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Garantia	12,7	0,8	9,2	9,9	5,4	1,7	2,6	2,7	12,3	12,9	14,6	15,7
Tasesijoitukset	-5,3	-4,4	-0,3	-4,7	-0,2	0,8	-0,2	2,5	3,0	3,0	-0,3	1,7
Pääomarahastot (aik. Energia)	-2,6	0,1	0,1	0,2	-0,1	4,8	-0,5	0,8	4,9	3,4	22,6	15,7
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	16,5	2,8	14,8	17,6	5,1	11,7	1,9	5,9	130	19,4	36,9	33,1
Verot	-5,0	-1,4	-3,1	-4,5	-1,0	-1,2	-0,4	-1,2	-3,9	-3,9	-7,4	-6,6
Vähemmistöosuudet	-0,4	-0,2	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,5	-0,8	-2,8	-1,6
Nettotulos	11,1	1,3	11,8	13,1	4,0	11,6	1,4	4,5	126	14,7	26,7	25,0
EPS (oikaistu)	0,39	0,04	0,42	0,46	0,14	0,21	0,05	0,15	0,55	0,50	0,89	0,82
EPS (raportoitu)	0,39	0,04	0,42	0,46	0,14	4,02	0,05	0,15	4,36	0,50	0,89	0,82

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	190	208	195	189	184
Liikearvo	5,1	5,1	0,4	0,4	0,4
Aineettomat hyödykkeet	1,4	1,7	0,7	0,8	0,8
Käyttöomaisuus	4,4	2,9	1,6	1,6	1,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	23,3	36,6	31,6	26,6	21,6
Muut sijoitukset	153	160	159	158	158
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	2,2	1,6	1,6	1,6	1,6
Vaihtuvat vastaavat	79,9	59,7	92,8	103	78,3
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	18,1	14,5	12,5	6,0	6,0
Myyntisaamiset	22,9	11,2	7,8	7,5	10,3
Likvidit varat	38,9	34,0	72,5	89,2	62,0
Taseen loppusumma	270	268	288	292	262

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	141	148	237	241	212
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	90,7	99,4	187	190	173
Oman pääoman ehtoiset lainat	14,8	14,8	14,8	14,8	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	35,8	35,8	35,8	35,8	35,8
Muu oma pääoma	-0,7	-1,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	-0,2	-1,1	-0,6	0,2	3,0
Pitkäaikaiset velat	96,8	85,3	30,4	30,4	30,4
Laskennalliset verovelat	15,6	15,4	15,4	15,4	15,4
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	60,8	49,9	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	20,4	20,0	15,0	15,0	15,0
Lyhytaikaiset velat	32,3	34,7	20,0	20,0	20,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset velat	32,3	34,7	20,0	20,0	20,0
Taseen loppusumma	270	268	288	292	262

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	72,3	67,2	69,5	51,7	50,3	EPS (raportoitu)	0,76	0,39	0,46	4,36	0,50
Käyttökate	25,1	19,2	20,1	130,6	20,0	EPS (oikaistu)	0,76	0,39	0,46	0,55	0,50
Liikevoitto	23,9	16,5	17,6	130,2	19,4	Operat. kassavirta / osake	0,35	0,42	1,19	4,07	0,78
Voitto ennen veroja	23,9	16,5	17,6	130,2	19,4	Vapaa kassavirta / osake	-0,08	-0,34	0,88	4,40	0,98
Nettovoitto	21,6	11,1	13,1	125,8	14,7	Omapääoma / osake	4,26	4,96	5,26	8,24	8,22
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	110,0	0,0	Osinko / osake	0,30	0,16	0,32	1,40	1,50
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	238,0	269,7	268,0	287,6	291,8	Liikevaihdon kasvu-%	-11 %	-7 %	3 %	-26 %	-3 %
Oma pääoma	122,4	140,6	148,1	237,2	241,4	Käyttökateen kasvu-%	-11 %	-24 %	5 %	549 %	-85 %
Liikearvo	5,1	5,1	5,1	0,4	0,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	-12 %	-31 %	7 %	15 %	-4 %
Nettovelat	26,3	21,9	15,9	-72,5	-89,1	EPS oik. kasvu-%	-1 %	-49 %	18 %	19 %	-9 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	34,7 %	28,5 %	29,0 %	252,5 %	39,8 %
Käyttökate	25,1	19,2	20,1	130,6	20,0	Oik. Liikevoitto-%	33,0 %	24,6 %	25,4 %	39,1 %	38,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-10,3	-3,3	17,6	-9,2	6,7	Liikevoitto-%	33,0 %	24,6 %	25,4 %	251,8 %	38,6 %
Operatiivinen kassavirta	10,1	11,9	33,7	117,5	22,8	ROE-%	19,1 %	8,5 %	9,0 %	65,0 %	6,1 %
Investoinnit	-3,9	-26,1	-8,3	8,1	0,2	ROI-%	13,5 %	8,5 %	8,8 %	59,9 %	8,1 %
Vapaa kassavirta	-2,3	-9,5	24,9	127,0	28,8	Omavaraisuusaste	51,4 %	52,1 %	55,2 %	82,5 %	82,7 %
						Nettovelkaantumisaste	21,5 %	15,6 %	10,7 %	-30,6 %	-36,9 %
Suurimmat omistajat						Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e
Veikko Laine Oy				10,3 %		EV/Liikevaihto	3,2	3,4	3,5	5,2	5,0
Oy Hermitage Ab				10,0 %		EV/EBITDA (oik.)	9,2	12,1	12,1	2,1	12,6
Vakuutusosakeyhtiö Henki-Fennia				6,1 %		EV/EBIT (oik.)	9,6	14,0	13,9	13,3	13,0
Juhani Elomaa				6,1 %		P/E (oik.)	9,3	18,9	17,6	21,6	23,7
Swiss Life Luxembourg S.A.				5,3 %		P/B	1,7	1,5	1,5	1,4	1,4
Karri Haaparinne				5,1 %		Osinkotuotto-%	4,2 %	2,2 %	3,9 %	11,8 %	12,9 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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

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

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 10%:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin 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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

Inderesin analyytikko Sauli Vilenillä on 15.2.2021 saadun ilmoituksen mukaan yli 50 000 euron omistus kohdeyhtiössä Taaleri Oy

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
22/08/2017	Lisää	11,80 €	10,70 €
12/10/2017	Lisää	11,80 €	10,40 €
16/02/2018	Lisää	11,80 €	10,72 €
29/06/2018	Osta	11,50 €	9,72 €
16/08/2018	Osta	11,80 €	10,25 €
11/10/2018	Osta	11,50 €	9,80 €
24/10/2018	Vähennä	9,50 €	9,10 €
20/12/2018	Vähennä	8,00 €	7,54 €
15/02/2019	Lisää	8,50 €	7,68 €
20/06/2019	Lisää	7,70 €	6,90 €
16/08/2019	Lisää	7,70 €	6,70 €
29/11/2019	Lisää	8,20 €	7,28 €
05/12/2019	Lisää	8,00 €	7,32 €
13/02/2020	Osta	10,00 €	8,48 €
24/03/2020	Vähennä	6,50 €	6,42 €
20/04/2020	Vähennä	6,50 €	6,30 €
22/06/2020	Lisää	7,50 €	6,72 €
14/08/2020	Lisää	8,00 €	7,34 €
22/12/2020	Lisää	8,50 €	7,40 €
19/02/2021	Lisää	9,50 €	8,54 €
11/03/2021	Lisää	10,00 €	9,42 €
24/03/2021	Lisää	11,00 €	9,60 €
10/05/2021	Lisää	11,50 €	10,65 €
24/05/2021	Lisää	12,50 €	11,85 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**