

Markkinan heikkous puoltaa varovaisempaa näkemystä

Tarkistamme Taalerin tavoitehintamme 9,50 euroon (aik. 11,50 euroa) ja laskemme suosituksemme vähennä-tasolle (aik. osta). Markkinatilanne on heikentynyt selvästi lokakuun aikana ja olemme laskeneet lähivuosien ennusteitamme. Lyhyellä aikavälillä näemme markkinan painottavan enemmän absoluuttisia kertoimia osien summan sijaan, toisin kun vielä aiemmin uskoimme. Absoluuttisilla kertoimilla Taalerin arvostus ei ole korkea, mutta se on yli verrokkien ja näin ollen kertoimissa ei ole oleellista nousuvaraa. Lyhyellä aikavälillä sijoittajien tuotto lepää tuloskasvun varassa, mikä näyttää nykyisessä markkinaympäristössä entistä haastavammalta. Taalerin nykyhintaa on selvästi alle sen osien summan ja näkemyksemme mukaan tämä rajaa osakkeen laskuvaraa. Heikentyneen tuotto/riski-suhteen seurauksena emme kuitenkaan näe perusteluja lisäostolle nykytilanteesta.

Markkinatilanne on jatkanut heikentymistään

Markkinat ovat kautta linjan olleet laskussa talouden fundamenttien heikentymisen johdosta. Vaikka markkinatilanne on edelleen kohtuullinen ja markkinalasku on ollut vasta rajallista (etenkin suhteessa pitkään nousukauteen), on sijoittajien tärkeä muistaa, että finanssiyhtiöiden tulokset ovat varsin herkkiä pääomamarkkinoiden liikkeille. Pääomamarkkinoiden laskiessa hallinnoitavan varallisuuden arvo laskee ja sen painopiste siirtyy tyypillisesti matalamman tuoton tuotteisiin (likvidit korkotuotteet). Näin tuottopalkkiot laskevat, uusmyynti vaikeutuu ja transaktiovolyymit laskevat.

Ennusteita tarkistettu alaspäin

Olemme tarkistaneet Taalerin lähivuosien ennusteitamme alaspäin heijastelemaan aiempaa negatiivisempaa näkemystämme markkinatilanteesta. Odotamme epävarmuuden säilyvän korkealla ja markkinatilanteen pysyvän nykyisenkaltaisena. Perinteisen varainhoidon tuottopalkkioennusteitamme olemme laskeneet tämän ja ensi vuoden osalta selvästi, sillä yhtiön tärkeimpien rahastojen performanssi on kuluvaan vuonna ollut heikkoa. Olemme myös laskeneet lievästi ennusteitamme Varainhoidon uusmyynnistä. Garantian sijoitussalkun osalta olemme laskeneet H2'18-tulosennusteemme lähelle nollaa. Kokonaisuutena tulosennusteemme ovat laskeneet lähivuosille 5-8 %.

Tulos pysyy hyvällä tasolla, mutta ei kasva

Taalerilla pääomamarkkinasta vähemmän riippuvaisten (mm. pääomarahastot) tuotteiden osuus sen liikevaihdosta on hyvällä tasolla ja tämä pienentää yhtiön herkkyyttä yleisen markkinan liikkeisiin. Odotammekin Taalerin tuloksen säilyvän lähivuodet vuoden 2017 hyvällä tasolla. Tuloksen selkeä kasvu nykytasolta vaatisi näkemyksemme mukaan markkinatilanteen parantumista ja/tai yritysjärjestelyjä. Uusmyynnin sijaan paine operatiivisessa tulospaannuksesta siirtyy aiempaa enemmän kulupuolelle, missä Taaleri ei historiallisesti ole ollut parhaimmillaan. Ennusteissamme tuloksen painopiste jatkaa siirtymistään jatkuihin tuottoihin, mikä parantaa tuloksen ennustettavuutta.

Absoluuttiset kertoimet avavat kurssia lyhyellä aikavälillä

Olemme tarkistaneet arviomme Taalerin osien summasta 11,4 euroon (aik. 12,0 euroa) johtuen Varainhoidon laskeneista ennusteista sekä Varainhoidon lievästi laskeneesta hyväksyttävästä arvostuskertoimesta. Näkemyksemme yhtiön osien summasta on edelleen selvästi nykykurssia korkeampi ja pidemmällä aikavälillä näemmekin yhtiön käyvän hinnoittelun olevan lähellä osien summaa. Toisin kuin aiemmin ajattelimme, lyhyellä aikavälillä markkina tulee kuitenkin arviomme mukaan painottamaan aiempaa enemmän absoluuttisia kertoimia osien summan sijaan. Absoluuttisesti Taalerin tuloskertoimet eivät ole korkeat, mutta samalla ne ovat yli yhtiön verrokkiryhmän emmekä näe tässä preemiossa nousuvaraa. Verrokkiryhmästä poiketen Taalerin osinkotuotto on myös matala (2018e 3,3 % vs. 6,5 %), joten osake ei saa tukea osingosta. Kokonaisuutena siirrymme odottavalle kannalle johtuen lyhyen tähtäimen heikentyneestä riski/tuotto-suhteesta.

Analyytikko

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



Suositus Vähennä



Edellinen: Osta

Tavoitehintaa 9,50 EUR

Edellinen: 11,50



Lähde: Bloomberg

Eiilisen päätös 9,00 EUR

12 kk vaihteluväli 9,28-11,8 EUR

Potentiaali 5,6 %

Ohjeistus

Taaleri on Inderesin vähemmistöomistaja

Ohjeistusmuutos: Ei ohjeistusta

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto (EBIT)	Liikevoitto-marginaali	Tulos ennen veroja (PTP)	Tulos/osake	Osinko/osake	EV/Liikevaihto	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	Osinkotuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	60,7	16,3	26,9 %	16	0,45	0,22	3,9	13,2	14,4	17,9	2,7 %
2017	81,0	27,0	33,3 %	28	0,77	0,25	3,7	10,7	11,2	13,5	2,4 %
2018e	74,2	25,3	34,1 %	25	0,69	0,30	3,7	10,3	10,7	13,0	3,3 %
2019e	80,4	26,8	33,4 %	27	0,73	0,33	3,2	8,3	9,6	12,3	3,7 %
2020e	84,2	28,8	34,3 %	29	0,79	0,35	2,9	7,5	8,4	11,4	4,0 %
Markkina-arvo, MEUR		255		OPO / osake 2018e, EUR		4,33		CAGR EPS, 2017-2020, %			1 %
Nettovelka 2018e, MEUR		16		P/B 2018e		2,1		CAGR kasvu, 2017-2020, %			1 %
Yritysarvo (EV), MEUR		272		Nettovelkaisuusaste 2018e, %		12,8 %		ROE 2018e, %			17,1 %
Taseen koko 2018e, MEUR		234		Omavaraisuusaste 2018e, %		52,7 %		ROCE 2018e, %			14,8 %

Ennustemuutokset

Ennusteita tarkistettu heijastelemaan heikompaa markkinatilannetta

Olemme tarkistaneet lähivuosien ennusteitamme alaspäin heijastelemaan aiempaa negatiivisempaa näkemystämme markkinatilanteesta. Odotamme epävarmuuden säilyvän korkealla ja markkinatilanteen pysyvän nykyisenkaltaisena. Emme kuitenkaan odota markkinatilanteen heikentyvän enää oleellisesti nykytasolta ja mikäli näin kävisi, olisi ennusteissamme edelleen laskupaineita.

Lähivuosien tulosenusteemme ovat laskeneet 5-8 %:lla. Garantian osalta ennustelasku perustuu puhtaasti sen sijoitussalkun tuottoon ja operatiivisella puolella sen ennusteissa ei ole tapahtunut muutoksia. Energiassa ennusteissamme ei ole tapahtunut oleellisia muutoksia.

Varainhoidossa olemme laskeneet Perinteisen varainhoidon tuottopalkkioennusteitamme tämän ja ensi vuoden osalta selvästi, sillä yhtiön tärkeimpien rahastojen performanssi on kuluvana vuonna ollut heikkoa. Olemme myös laskeneet lievästi ennusteitamme Varainhoidon uusmyynnistä. Kulujen osalta olemme tehneet pieniä tarkennuksia alaspäin johtuen

bonusvarausten pienenemisestä. Varainhoidossa kulutehokkuuden merkitys kasvaa sitä enemmän, mitä heikommaksi nykyinen markkinatilanne muuttuu. Tässä valossa yhtiöltä H1:llä nähty selkeä kulutason lasku tuli kreivin aikaan, mutta yhtiön pitää myös jatkossa keskittyä kulutehokkuutensa parantamiseen.

Kokonaisuutena odotamme Taalerilta edelleen hyvää tuloksetyistä lähivuosilta ja arviomme mukaan yhtiö kykenee säilyttämään vuoden 2017 vahvan tulostasonsa. Tuloksen kasvattaminen alkaa kuitenkin muuttua varsin hankalaksi, ilman markkinatilanteen piristymistä.

2019 tulosenusteemme pitää sisällään irtaantumiset Asuntorahasto 6 (5 MEUR) ja Texasin tuulivoimahankkeesta (3 MEUR). 2020 tulosenuste ei sisällä kertaluontoisia eriä ja tulos syntyy täysin jatkuvista toiminnoista. Tuloksen painopiste tuleekin lähivuosina siirtymään selvästi aiempaa enemmän jatkuviin tuottoihin ja tämän seurauksena tuloksen ennustettavuus paranee huomattavasti.

Ennustemuutokset	2018	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	76,2	74,2	-3 %	83,6	80,4	-4 %	85,9	84,2	-2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	26,7	25,3	-5 %	29,1	26,8	-8 %	30,6	28,8	-6 %
Liikevoitto	26,7	25,3	-5 %	29,1	26,8	-8 %	30,6	28,8	-6 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,73	0,69	-5 %	0,79	0,73	-8 %	0,84	0,79	-6 %
Osakekohtainen osinko	0,30	0,30	0 %	0,33	0,33	0 %	0,35	0,35	0 %

Lähde: Inderes

Liikevaihto	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Varainhoito	55,4	54,8	-1 %	58,2	55,1	-5 %	58,7	57,0	-3 %
Rahoitus	13,7	12,3	-10 %	16,5	16,5	0 %	18,6	18,5	0 %
Muu	4,6	4,6	0 %	1,5	1,5	0 %	2,0	2,0	0 %
Energia	2,5	2,5	0 %	7,4	7,4	0 %	6,6	6,6	0 %

Lähde: Inderes

Liikevoitto	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Varainhoito	21,6	21,7	0 %	22,1	20,0	-9 %	21,3	19,7	-7 %
Rahoitus	5,7	4,4	-24 %	7,7	7,7	-1 %	10,4	10,3	0 %
Muu	1,0	1,0	0 %	-2,2	-2,2	0 %	-1,3	-1,3	0 %
Energia	-1,7	-1,8	0 %	1,5	1,4	-8 %	0,3	0,1	-46 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet

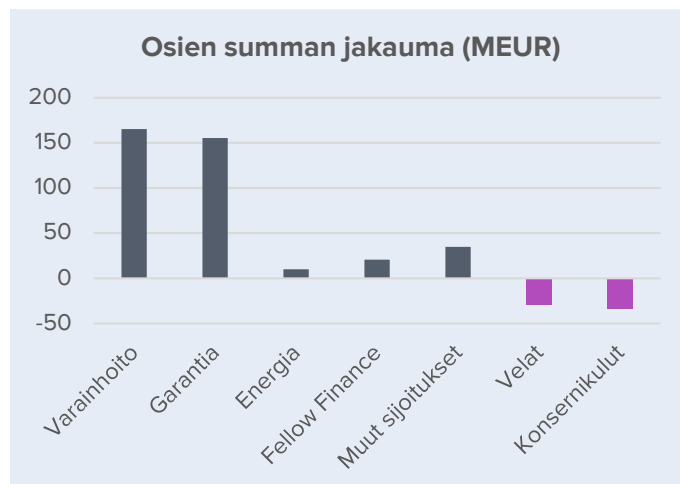
Lyhyellä tähtäimellä fokus siirtyy osien summasta absoluuttisiin kertoiimiin

Taaleri on viime vuosien yritysjärjestelyillä osoittanut, että sen liiketoiminnoissa oleva arvo realisoituu viimeistään yritysjärjestelyjen kautta ja näin ollen osien summa on oikea tapa tarkastella yhtiön käypää arvoa. Olemme tarkistaneet osien arviomme osien summasta 11,4 euroon johtuen Varainhoidon laskeneista tulosennusteista sekä lievästi laskeneesta hyväksyttävästä arvostustasosta. Osien summamme on selvästi yli nykyisen osakekurssin ja pidemmällä aikavälillä uskomme edelleen, että Taaleria tulisi hinnoitella lähelle sen osien summaa.

Toisin kun vielä aiemmin ajattelimme, lyhyellä aikavälillä markkina tulee kuitenkin arviomme mukaan painottamaan aiempaa enemmän absoluuttisia kertoiimia ja tulokset kehitystä osien summan sijaan. Osien summassa olevasta arvosta merkittävä osa (noin 40 %) on sidottu Garantiaan, jonka sijoitussalkun tuotto on rakenteellisesti matala. Tämän seurauksena Garantian oma tulostuotto on matala (2019e E/P 5 %) ja tämä puolestaan nostaa Taaleri-konsernin arvostuskertoiimia. Vaikka olemmekin hyvin luotettavaisia näkemykseemme Garantian käyvää arvosta (nojaa merkittävilta osin varsin likvidiin sijoitussalkkuun), emme näe tämän arvon tulevan lyhyellä tähtäimellä esiin. Osien summa -laskelman antama tuki heikkenee epävarmuuden noustessa, ellei arvon realisoitumiseen ole selkeitä ajureita.

Absoluuttisesti Taalerin tulostekertoimet eivät ole korkeat (P/E 2018-2019e 13x-12x), mutta samalla ne ovat yli sen verrokkiryhmän. Vaikka Taaleri ansaitseekin preemion suhteessa sen verrokkiryhmään (laadukas AUM, vahva track-record, Garantian ja Fellow Financen piiloarvo), emme näe tässä preemiossa nousuvaraa nykytasolta. Näin ollen emme näe Taalerin arvostuksessa nousuvaraa ilman, että koko verrokkiryhmässä tapahtuisi tasokorjaus, joka vaatisi taakseen markkinatilanteen piristymistä. Verrokkiryhmästä poiketen Taalerin osinkotuotto on myös hyvin matala (2018e 3,3 % vs. 6,5 %) ja osake ei saa tukea osingosta. Osingon merkitys korostuu epävarmuuden kasvaessa, sijoittajien hakiessa konkreettisia tukipisteitä.

Kokonaisuutena Taalerin riski/tuotto-suhde on lyhyellä aikavälillä heikentynyt johtuen laskeneista tulosennusteista sekä heikentyneistä markkinanäkymistä. Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että nykyisen heikon markkinatilanteen jatkuessa, tulee Taalerin (kuten myös muiden finanssiyhtiöiden) tulokseen kohdistumaan jatkuvaa painetta ja mikä puolestaan asettaa painetta osakekurssiin.



Yritysjärjestelyoptio edelleen olemassa

Mikäli nykyinen markkinatilanne heikentyisi selvästi nykyisestä, nostaisi se arviomme mukaan Taaleriin liittyvän yritysjärjestelyoptio todennäköisyyttä yritysostojen osalta. Arviomme mukaan Taalerilla on noin 100 MEUR:n liikkumavara yritysostokentällä ja yhtiö tutkii jatkuvasti aktiivisesti ostokohteita. Yhtiön opportunistinen lähestymistapa yrityskauppoja kohtaan huomioiden, on potentiaalisten ostokohteiden haarukointi käytännössä mahdotonta. Lähtökohtaisesti pidämme varsin epätodennäköisenä, että Taaleri olisi mukana toimialan sisäisissä suuremmissa järjestelyissä. Kokonaisuutena Taaleriin liittyvä yritysjärjestelyoptio on edelleen nettoarvoltaan selvästi positiivinen vahvasta track-recordista johtuen.

Myös Garantia irtautuminen on keskipitkällä aikavälillä erittäin todennäköistä, sillä yhtiö sitoo paljon pääomaa ja pääoman tuotto jää hyvästä tuloksesta huolimatta matalaksi suhteessa Garantian arvoon. Lyhyellä aikavälillä pidämme Garantian irtaantumista edelleen epätodennäköisenä johtuen meneillään olevasta toimitusjohtajan vaihdoksesta.

Kokonaisuutena yritysjärjestelyt tulevat edelleen toimimaan osakkeen merkittävänä ajurina, mutta niihin liittyvä optio ei itsessään riitä perustelemaan ostoja tällä hetkellä.

Kesällä julkaisemamme laaja analyysi Taalerista on edelleen hyvin ajankohtainen ja luettavissa oheisesta [linkistä](#).

Verrokkiryhmän arvostus

Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Evli Pankki	214	200	7,7	7,2	7,2	6,7	2,4	2,3	10,6	11,0	7,1	7,7	2,7
EAB Group	23	30	9,9	5,9	5,9	4,2	1,5	1,3	11,9	8,6	3,5	5,2	1,7
CapMan	238	208	10,9	7,4	10,9	7,4	5,5	4,6	17,9	11,1	7,3	8,1	1,8
eQ	305	302	13,4	11,4	13,4	11,2	6,7	5,8	17,1	14,7	6,5	7,0	5,0
United Bankers	75	78	13,0	11,1	7,2	6,2	2,2	2,0	11,4	10,6	6,2	6,2	2,5
Titanium	71	58	12,7	8,6	8,8	6,7	2,0	1,8	10,3	10,2	8,5	9,2	4,6
Privnet Group	23	27	13,7	6,8			2,1	2,0	13,8	7,9	3,0	5,4	1,5
Taaleri (Inderes)	255	272	10,7	9,6	10,3	8,3	3,7	3,2	13,0	12,3	3,3	3,7	2,1
Keskiarvo			11,6	8,4	8,9	7,1	3,2	2,8	13,3	10,6	6,0	7,0	2,8
Mediaani			12,7	7,4	8,0	6,7	2,2	2,0	11,9	10,6	6,5	7,0	2,5
Erotus-% vrt. mediaani			-15 %	29 %	28 %	23 %	67 %	60 %	9 %	16 %	-48 %	-47 %	-17 %

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

Tulosennusteet

Varainhoito	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Palkkiotuotot	28,8	28,4	35,7	39,0	44,8	49,2
Tuottosidonnaiset palkkiot	4,5	5,8	15,8	10,8	9,3	7,8
Muut	6,1	3,0	3,1	4,9	1,0	0,0
Liikevaihto	39,4	37,1	54,6	54,8	55,1	57,0
Henkilöstökulut	-13,4	-13,8	-18,0	-14,5	-16,1	-17,4
Muut kulut	-12,5	-12,9	-13,7	-12,5	-12,7	-13,5
EBIT	9,8	6,1	16,7	21,7	20,0	19,7
EBIT-%	25 %	17 %	31 %	40 %	36 %	35 %
Hallinnoitava varallisuus	3785	4679	5451	6250	6950	7800
Rahastot	850	857	1083	1050	1100	1150
Täyden valtakirjan varainhoito	1260	1431	1772	2100	2300	2500
Pääomarahastot (sis. Energia)	623	880	1052	1250	1600	2100
Muu varainhoito	1052	1511	1544	1850	1950	2050
Palkkiotuottojen jakauma						
Sijoitusrahastot*	8,5	6,9	8,4	8,4	8,8	9,2
Pääomarahastot*	6,2	8,8	10,0	11,7	15,4	18,0
Täyden valtakirjan varainhoito*	10,1	10,0	14,4	14,2	16,1	17,5
Konsultatiivinen varainhoito*	4,0	2,7	2,9	4,7	4,5	4,5
* merkityt ovat Inderesin ennusteita myös toteutuneiden vuosien osalta						
Garantia	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Vakuutusmaksutulot	10,0	12,2	15,2	17,5	19,7	21,7
Jälleenvakuuttajien osuus	-1,0	-0,8	-1,0	-1,3	-1,5	-1,7
Vakuutusmaksuvastuun muutos	1,0	-2,0	-4,3	-4,1	-4,0	-3,5
Korvauskulut	-1,5	-1,2	-1,1	-0,8	-2,1	-2,5
Liikekulut	-4,8	-5,2	-5,6	-5,6	-6,4	-6,8
Vakuutustekninen tulos	3,5	3,0	3,2	5,5	5,6	7,1
Sijoitustoiminnan nettotuotot	8,5	3,6	11,9	1,1	4,5	4,6
Voitto ennen veroja	12,0	6,6	15,1	6,6	10,1	11,7
Raportoitu PTP (sis.	9,9	4,6	13,9	4,2	7,7	10,3
Raportoitu liikevaihto (sis.	13,3	12,3	21,2	12,3	16,5	18,5
Vakuutuskanta MEUR	1164	1320	1491	1601	1705	1791
Korvauskulusuhde-%	15 %	12 %	10 %	7 %	15 %	15 %
Liikekulusuhde-%	49 %	53 %	50 %	47 %	45 %	41 %
Yhdistetty kulusuhde-%	64 %	65 %	60 %	54 %	60 %	56 %
Sijoitussalkun tuotto-%	4,4 %	5,7 %	6,6 %	0,8 %	3,2 %	3,2 %
Running yield-% *	2,6 %	2,6 %	2,5 %	1,5 %	2,5 %	2,5 %
Sijoitussalkku MEUR	114	124	134	135	140	144
Solvenssisuhde-%	435 %	435 %	394 %	230 %	211 %	198 %

* merkityt ovat Inderesin ennusteita myös toteutuneiden vuosien osalta

** takausvakuutustoiminnan nettotuotot + sijoitustoiminnan nettotuotot

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

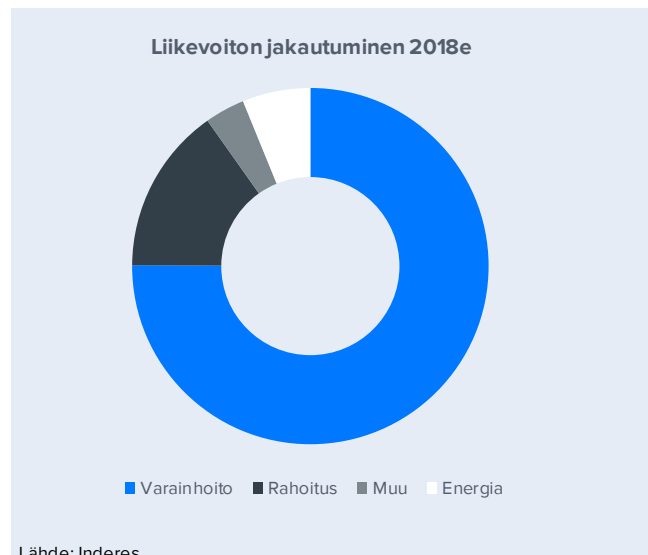
Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	60,7	38,9	42,1	81,0	35,5	38,7	74,2	80,4	84,2
Varainhoito	37,1	23,9	30,7	54,6	29,7	25,1	54,8	55,1	57,0
Rahoitus	12,3	11,7	9,5	21,2	6,2	6,2	12,3	16,5	18,5
Muu	11,0	2,6	0,9	3,4	-1,5	6,1	4,6	1,5	2,0
Energia	0,3	0,8	1,0	1,8	1,1	1,4	2,5	7,4	6,6
Käyttökate	17,7	16,2	12,1	28,3	13,0	13,6	26,5	31,1	32,2
Poistot ja arvonalennukset	-1,4	-0,6	-0,7	-1,3	-0,6	-0,6	-1,2	-4,3	-3,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	16,3	15,6	11,4	27,0	12,4	13,0	25,3	26,8	28,8
Liikevoitto	16,3	15,6	11,4	27,0	12,4	13,0	25,3	26,8	28,8
Varainhoito	6,2	7,9	8,8	16,6	14,1	7,6	21,7	20,0	19,7
Rahoitus	4,6	7,9	6,0	13,9	2,4	2,0	4,4	7,7	10,3
Muu	6,4	0,5	-2,5	-2,0	-3,3	4,3	1,0	-2,2	-1,3
Energia	-0,9	-0,7	-0,9	-1,5	-0,9	-0,9	-1,8	1,4	0,1
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	16,3	15,8	11,8	27,6	12,4	13,0	25,3	26,8	28,8
Verot	-3,6	-3,1	-2,8	-5,8	-3,0	-2,3	-5,3	-5,4	-5,8
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,2	-0,5	-0,4	-0,2
Nettotulos	12,8	12,7	9,0	21,8	9,1	10,4	19,5	21,1	22,9
EPS (oikaistu)	0,45	0,45	0,32	0,77	0,32	0,37	0,77	0,69	0,73
EPS (raportoitu)	0,66	0,51	0,36	1,55	0,32	0,37	0,69	0,74	0,79

Tunnusluvut	2016	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	4,0 %	15,5 %	55,9 %	33,5 %	-8,8 %	-8,0 %	-8,4 %	8,4 %	4,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-18,6 %	33,0 %	147,3 %	65,3 %	-20,7 %	13,6 %	-6,2 %	6,0 %	7,4 %
Käyttökate-%	29,2 %	41,5 %	28,8 %	34,9 %	36,6 %	35,0 %	35,7 %	38,7 %	38,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	26,9 %	40,1 %	27,1 %	33,3 %	34,9 %	33,5 %	34,1 %	33,4 %	34,3 %
Nettotulos-%	21,0 %	32,7 %	21,4 %	26,9 %	25,7 %	26,9 %	26,3 %	26,2 %	27,1 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

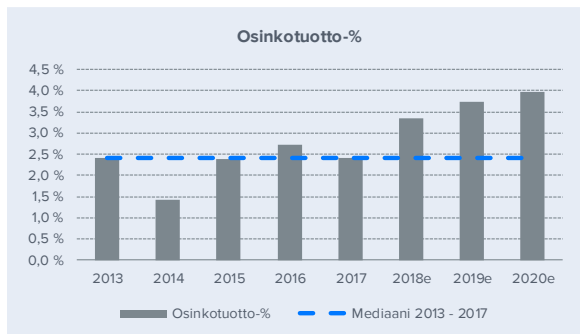
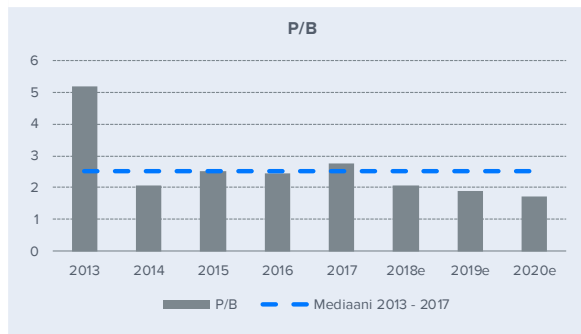
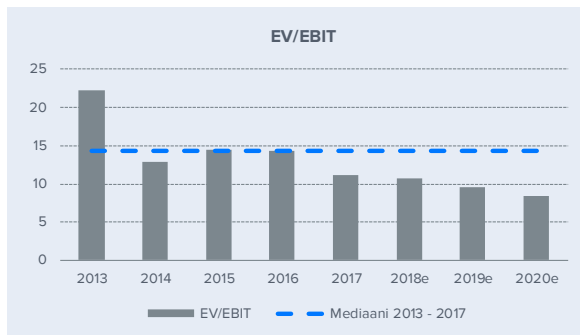
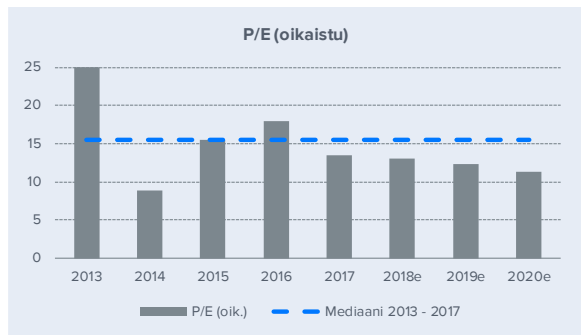


Lähde: Inderes

Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	4,58	6,36	8,42	8,07	10,35	9,00	9,00	9,00
Markkina-arvo	115	160	239	229	293	255	255	255
Yritysarvo (EV)	100	267	291	235	303	272	257	243
P/E (oik.)	36,5	8,9	15,4	17,9	13,5	13,0	12,3	11,4
P/B	5,2	2,1	2,5	2,4	2,8	2,1	1,9	1,7
P/S	4,2	3,0	4,1	3,8	3,6	3,4	3,2	3,0
EV/Liikevaihto	3,6	4,9	5,0	3,9	3,7	3,7	3,2	2,9
EV/EBITDA	20,1	12,4	13,9	13,2	10,7	10,3	8,3	7,5
EV/EBIT	22,2	12,8	14,5	14,4	11,2	10,7	9,6	8,4
Osinko/tulos (%)	87,6 %	12,5 %	13,3 %	48,8 %	32,5 %	43,5 %	45,3 %	44,3 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	1,4 %	2,4 %	2,7 %	2,4 %	3,3 %	3,7 %	4,0 %

Lähde: Inderes

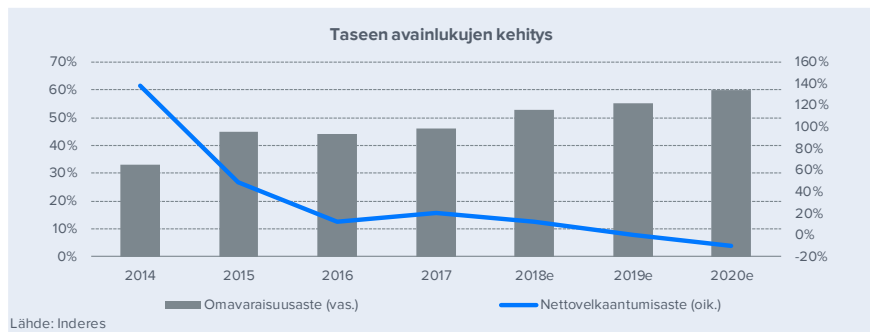


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	170	143	180	191	189
Liikearvo	1	1	1	1	1
Aineettomat oikeudet	2	2	2	11	8
Käyttöomaisuus	1	1	0	0	0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	48	12	33	33	33
Muut sijoitukset	114	123	132	135	135
Muut pitkäaikaiset varat	5	5	10	10	10
Laskennalliset verosaamiset	0	1	1	1	1
Vaihtuvat vastaavat	47	70	50	43	58
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	5	5	5	5	5
Myyntisaamiset	14	3	3	3	2
Likvidit varat	28	62	41	34	50
Taseen loppusumma	217	213	229	234	247

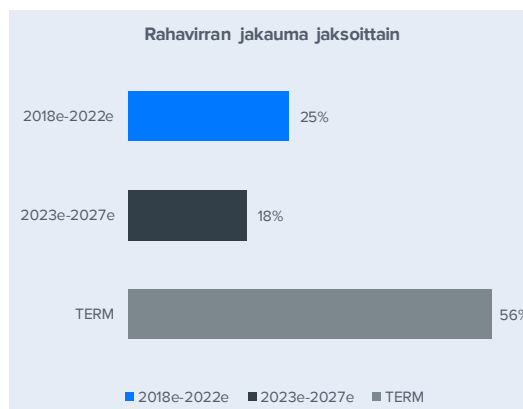
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	95	93	106	122	135
Osakepääoma	0	0	0	0	0
Kertyneet voittovarot	62	59	74	87	99
Omat osakkeet	-5	-2	-4	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	38	36	36	36	36
Muu oma pääoma	0	0	0	0	0
Vähemmistöosuus	2	0	0	1	1
Pitkäaikaiset velat	106	95	95	90	90
Laskennalliset verovelat	18	17	16	16	16
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	75	65	55	50	50
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	13	14	24	24	24
Lyhytaikaiset velat	14	24	28	20	20
Lainat rahoituslaitoksilta	0	9	8	0	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset velat	14	15	20	20	20
Taseen loppusumma	217	213	229	234	247



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	27,0	25,3	26,8	28,8	36,4	28,9	29,6	30,4	29,0	27,6	28,3	
+ Kokonaispoistot	1,3	1,2	4,3	3,4	2,8	2,5	2,3	2,2	2,2	2,1	2,1	
- Maksetut verot	-7,3	-5,3	-5,4	-5,8	-7,3	-5,8	-5,9	-6,1	-5,8	-5,5	-5,7	
- 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 muutos	4,4	0,3	0,6	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	25,4	21,5	26,3	26,3	31,7	25,6	26,0	26,4	25,3	24,2	24,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	10,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-14,9	-12,9	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	20,8	8,7	24,2	24,2	29,6	23,5	23,9	24,3	23,2	22,1	22,2	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	20,8	8,7	24,2	24,2	29,6	23,5	23,9	24,3	23,2	22,1	22,2	416,1
Diskontattu vapaa kassavirta	8,5	22,1	20,5	23,2	17,0	16,0	15,2	13,4	11,8	11,0	205,9	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	364,6	356,0	334,0	313,5	290,3	273,3	257,2	242,1	228,7	216,9	205,9	
Velaton arvo DCF	364,6											
- Korolliset velat		-62,7										
+ Rahavarat		41,2										
- Vähemmistöosuus		-1,8										
- Osinko/pääomapalautus		-7,1										
Oman pääoman arvo DCF	334,1											
Oman pääoman arvo DCF per osake	11,80											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,0 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	58,4	60,7	81,0	74,2	80,4
EBITDA	48,2	17,7	28,3	26,5	31,1
EBITDA-marginaali (%)	82,6	29,2	34,9	35,7	38,7
EBIT	47,4	16,3	27,0	25,3	26,8
Voitto ennen veroja	47,4	16,3	27,6	25,3	26,8
Nettovoitto	42,4	12,8	21,8	19,5	21,1
Kertaluontoiset erät	27,3	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	216,7	213,3	229,3	233,8	246,8
Oma pääoma	97,1	93,9	106,1	123,3	136,3
Liikearvo	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Korolliset velat	75,1	73,7	62,7	50,0	50,0

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	48,2	17,7	28,3	26,5	31,1
Nettokäyttöpääoman muutos	13,0	12,1	4,4	0,3	0,6
Operatiivinen kassavirta	57,2	25,0	25,4	21,5	26,3
Vapaa kassavirta	32,9	24,0	20,8	8,7	24,2

Yhtiökuvaus
Taaleri on finanssitalo, jonka emoyhtiö Taaleri Oyj:n osake on listattu Helsingin pörssiin. Taaleri-konserni koostuu kolmesta liiketoiminta-alueesta: Varainhoito, Rahoitus ja Energia. Taalerin palvelut on suunnattu institutionaalisille sijoittajille, yrityksille sekä yksityishenkilöille. Konsernin liiketoiminnalliset tytäryhtiöt ovat: Taaleri Varainhoito Oyj ja sen tytäryhtiöt, Taaleri Pääomarahastot Oy-konserni, Taaleri Sijoitus Oy-konserni, Taaleri Energia Oy sekä Vakuutusosakeyhtiö Garantia.

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	1,51	0,45	0,77	0,69	0,73
EPS oikaistu	0,55	0,45	0,77	0,69	0,73
Operat. kassavirta per osake	2,02	0,88	0,90	0,76	0,91
Tasearvo per osake	3,35	3,30	3,73	4,33	4,67
Osinko per osake	0,20	0,22	0,25	0,30	0,33
Voitonjako, %	13	49	33	43	45
Osinkotuotto, %	2,4	2,7	2,4	3,3	3,7

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	5,6	17,9	13,5	13,0	12,1
P/B	2,5	2,4	2,8	2,1	1,9
P/Liikevaihto	4,1	3,8	3,6	3,4	3,2
P/CF	4,2	9,1	11,6	11,8	9,9
EV/Liikevaihto	5,0	3,9	3,7	3,7	3,2
EV/EBITDA	6,0	13,2	10,7	10,3	8,3
EV/EBIT	6,1	14,4	11,2	10,7	9,6

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Oy Hermitage Ab	8,8 %
Veikko Laine Oy	8,6 %
Juhani Elomaa	6,1 %
Lombard International Assurance S.A	5,2 %
Karri Haaparinne	5,1 %
Henki-Fennia	4,4 %

Suositus historia, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
20/11/2013	Lisää	4,00 €	3,80 €
20/01/2014	Vähennä	5,00 €	5,40 €
28/02/2014	Lisää	5,50 €	5,10 €
25/08/2014	Lisää	5,50 €	4,90 €
30/09/2014	Lisää	6,00 €	5,80 €
15/12/2014	Lisää	6,50 €	5,90 €
19/02/2015	Vähennä	8,50 €	9,02 €
10/03/2015	Lisää	9,00 €	7,70 €
11/06/2015	Lisää	9,00 €	7,70 €
20/08/2015	Lisää	10,00 €	8,90 €
11/01/2016	Lisää	10,00 €	8,42 €
25/02/2016	Lisää	10,00 €	8,72 €
30/03/2016	Osta	11,00 €	9,05 €
30/05/2016	Osta	11,00 €	9,30 €
26/08/2016	Lisää	10,00 €	8,85 €
16/09/2016	Lisää	10,00 €	8,70 €
28/02/2017	Lisää	9,00 €	8,07 €
26/05/2017	Lisää	9,00 €	8,15 €
04/07/2017	Osta	11,00 €	9,30 €
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 €

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistussuosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. 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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>