

TAALERI

01.10.2026 21.00 EEST



Sauli Vilén, Analyytikko
+358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Paremmalla suorittamisella pois alelaarin pohjilta

Yhtiö on saanut strategiansa toteutuksessa uuden vaihteen silmään vaisujen vuosien jälkeen. Tämä on sijoittajien kannalta kriittistä, sillä näemme selvästi aiempaa paremmat edellytykset osien arvon kasvulle kuin aiemmin. Tämän johdosta sijoittajien tuotto ei enää nojaa epävarmaan arvon purkautumiseen suurempien järjestelyiden kautta. Alennus suhteessa osien summaan on revennyt historiallisen suureksi, ja näemme selkeitä ajureita sen supistumiselle seuraavan 12kk aikana. Kun myös osien arvolla on hyvä edellytys kasvaa, nousee osakkeen tuotto-/riskisuhde houkuttelevalle tasolle. Nostamme suosituksemme tasolle osta (aik. lisää) ja tarkistamme tavoitehintamme 9,0 euroon.

Strategiassa saatu uusi vaihde silmään

Taalerilla on kaksi operatiivista liiketoimintaa: takausvakuutusyhtiö Garantia sekä Pääomarahastot, jonka toiminnasta valtaosa tulee Uusiutuvasta Energiasta. Lisäksi yhtiöllä on noin 90 MEUR:n sijoitussalkku. Yhtiö päivitti strategiansa syksyllä 2025 ja sen keskeiset muutokset olivat sijoitustoiminnan paluu takaisin aiempaan hyvin opportunistiseen linjaan ja Garantian aiempaa vahvempi kasvuhakuisuus sekä sen roolin korostaminen konsernin arvokkaimpana osana. Yhtiö on saanut aikaan omassa tekemisessään selvän rytminmuutoksen ja yhtiö on näkemyksemme mukaan saanut strategiassaan enemmän aikaan viimeisen vuoden aikana, kuin edellisellä strategiakaudella yhteensä. Keskeisiä näkyviä muutoksia ovat olleet Garantian saaminen selvään kasvuun ja Fintoil-järjestely. Odotamme strategian paremman toimeenpanon heijastuvan seuraavan vuoden aikana yhä selvemmin numeroissa, kun Uusiutuvan Energian varainkeruu etenee ja taseen vanhemmista sijoituksista irtaudutaan.

Tulostrendin pitäisi alkaa vihdoinkin kääntyä

Taalerin liikevoitto on ollut laskusuunnassa 2024 alkaen.

Tuloksen pohjan pitäisi olla hiljalleen käsillä ja odotamme tuloksen kääntyvän asteittain kasvuun jatkuvien tuottojen kasvun sekä etenkin kertaluontoisten tuottojen (sijoitustuotot ja tuottopalkkiot) paluun myötä. Näkemyksemme Taalerin normaalista liikevoittopotentialista on 30-40 MEUR, joka on myös lähivuosien ennusteidemme keskiarvo. Osinkovirta on muista finanssisektorin yhtiöistä poiketen sijoittajatarinassa sivuroolissa, kun pääomat allokoidaan kasvuun.

Osake on historiallisen halpa

Taaleria tulee arvottaa sen osien summalla johtuen konsernin osien toisistaan poikkeavasta luonteesta. Näkemyksemme osien summasta on noussut hieman 11,7 euroon osakkeelta (aik. 11,1 euroa). Nousua selittää Garantia, jonka osuus koko osien summan arvosta on jo noin puolet. Loput arvosta jakautuu suunnilleen tasan sijoitusten ja Pääomarahastojen kesken. Alennus suhteessa osien summaan on ~40 %, joka on historian korkein taso. Vaikka osaketta kuuluukin nykyrakenteella hinnoitella alle sen osien summalla, on alennus räikeästi suurempi kuin hyväksymämme 15-20 %. Näemme osien summan alennuksen supistumiselle selkeitä ajureita seuraavan 12kk aikana, kun tulos kääntyy vihdoinkin kasvuun, taseen vanhoista kohteista irtaudutaan ja pääomaa allokoidaan uusiin kohteisiin. Lisäksi SolarWind 4 -rahaston varainkeruun onnistunut startti on tärkeä virstanpylväs markkinan luottamuksen palauttamisessa. Osakkeen tarjoama tuotto-odotus on laskelmissamme 10-25 %/v. Haarukka on hyvin leveä, sillä se riippuu paljon markkinan luottamuksen palautumisesta. Riskitaso on mielestämme hyvin alhainen, sillä arvostus on kaikilla mittareilla todella alhainen ja nykyinen arvostus on perusteltavissa jo pelkillä Garantian kassavirroilla. Sijoittajat saavat myös luonnollisesti kaupan päälle option osien arvon äkillisestä purkautumisesta yritysjärjestelyiden kautta, sillä olemme edelleen vakuuttuneita, että Taalerin rakenne tulee olemaan pitkällä aikavälillä erinäköinen.

Suositus

Osta

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

9,00 EUR

(aik. 8,50 EUR)

Osakekurssi:

7,17 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



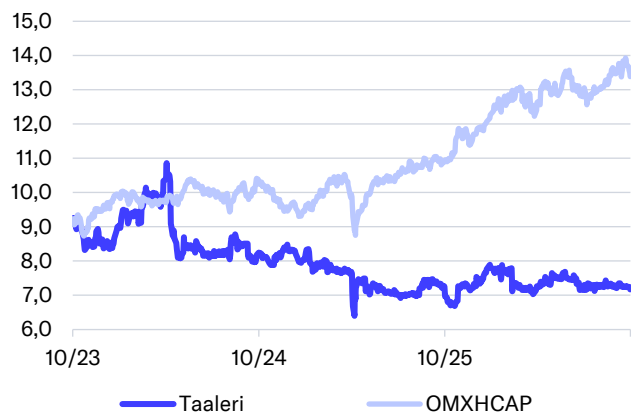
	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	63,7	57,5	60,4	75,5
kasvu-%	-12 %	-10 %	5 %	25 %
EBIT oik.	26,0	20,0	25,0	38,5
EBIT-% oik.	40,9 %	34,8 %	41,4 %	51,0 %
Nettotulos	16,6	12,7	18,5	28,1
EPS (oik.)	0,59	0,45	0,65	0,97
P/E (oik.)	12,9	16,0	11,1	7,4
P/B	1,0	0,9	0,9	0,8
Osinkotuotto-%	3,9 %	4,2 %	5,6 %	6,3 %
EV/EBIT (oik.)	8,6	10,9	7,7	5,0
EV/EBITDA	8,2	10,5	7,5	4,9
EV/Liikevaihto	3,5	3,8	3,2	2,6

Lähde: Inderes

Ohjeistus

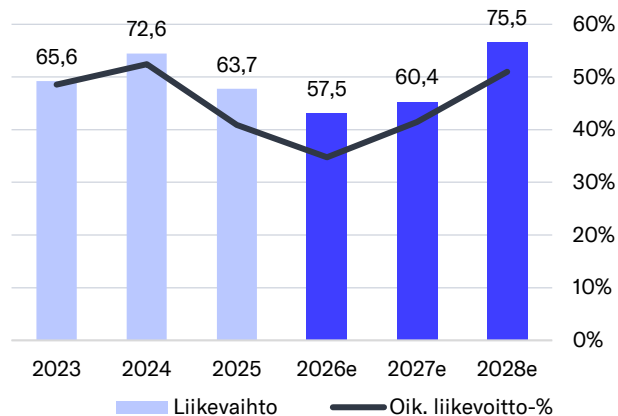
Ei ohjeistusta.

Osakekurssi



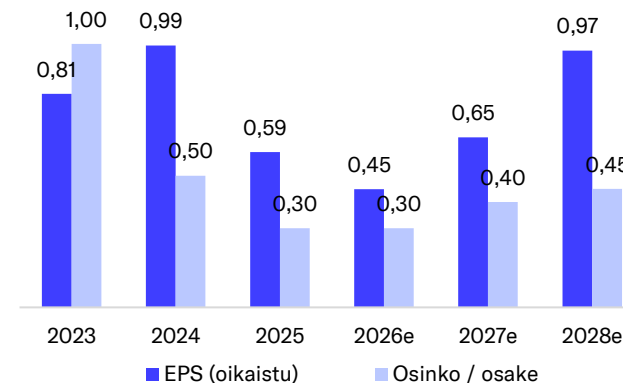
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Garantian kannattava kasvu
- Energian skaalautuminen
- Oman taseen sijoitukset ja pääoman kierrättäminen
- Muiden Pääomarahastojen ylösajo
- Yritysjärjestelyt konsernirakenteen muuttamiseksi

Riskitekijät

- Rahastojen sijoitustoiminnassa onnistuminen
- Oman taseen sijoitusten epäonnistumiset
- Muiden pääomarahastojen ylösajon onnistuminen
- Kulujen skaalautuvuus ja kulutehokkuuden parantuminen
- Garantian takausriskit
- Konsernirakenteen pysyminen ennallaan ja syvän alennuksen suhteessa osien arvoon säilyminen

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	7,17	7,17	7,17
Osakemäärä, milj. kpl	28,4	28,6	28,8
Markkina-arvo	204	205	206
Yritysarvo (EV)	218	194	193
P/E (oik.)	16,0	11,1	7,4
P/E	16,0	11,1	7,4
P/B	0,9	0,9	0,8
P/S	3,5	3,4	2,7
EV/Liikevaihto	3,8	3,2	2,6
EV/EBITDA	10,5	7,5	4,9
EV/EBIT (oik.)	10,9	7,7	5,0
Osinko/tulos (%)	66,9 %	62,0 %	46,2 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	5,6 %	6,3 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Taaleri lyhyesti	5-8
Strategia	9-12
Pääomarahastot	13-24
Garantia	25-32
Sijoitukset	33-37
Liiketoimintamallin riskiprofiili	38
Taloudellinen tilanne	39
Ennusteet	40-43
Arvonmääritys	44-50
Taulukot, vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	51-59

Taaleri lyhyesti 1/3

Taaleri on sijoittamisen, pääomarahastojen ja vahinkovakuuttamisen asiantuntija, jolla on toimintaa ja sijoituksia eri puolilla Eurooppaa.

2007

Perustamisvuosi

27,7 MEUR

Liikevoitto viimeisen 12kk Q3'25-Q2'26

~22 %

Oman pääoman tuotto 2015-2025

1,8 mrd. euroa

Takausvakuutuskanta Q2'26

2,7 mrd. euroa

Hallinnoitava varallisuus Q2'26 lopussa

~138

Henkilöstömäärä

2013-2015 Isot järjestelyt

Listautuminen First North - markkinapaikalle 4/2013
Finsilva-hankinta 6/2014
Garantian hankinta 3/2015
Pääomarahasto-liiketoiminnan voimakas kasvattaminen
Finsilva-osuuden myynti 4/2015 merkittävällä voitolla
Lainamon myynti Fellow Financelle, Taaleri vähemmistö-omistajaksi 5/2015

2016-2020 Energian perustaminen

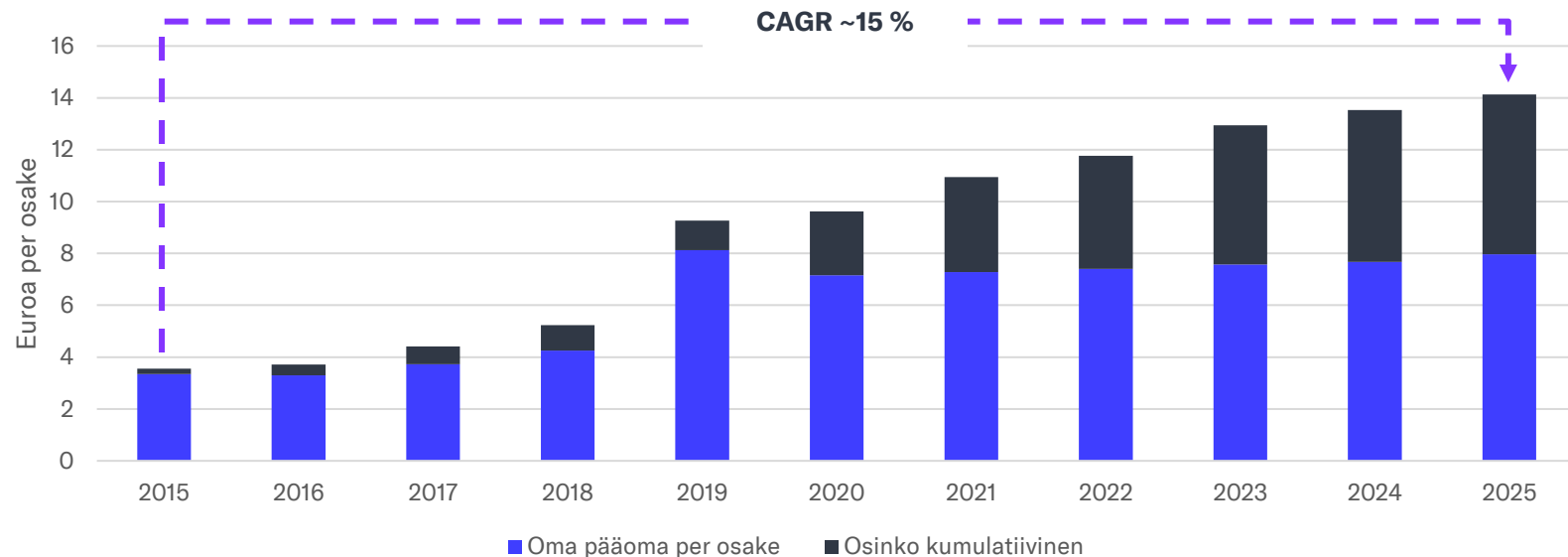
Helsingin pörssin päälistalle 4/2016
Lopun Finsilva-osuuden myynti 3/2016 erinomaisella tuotolla
Energia-liiketoiminnan perustaminen 2016 ja ylösajo
Garantian vahva operatiivinen kehitys
RaVa-ryhmittymä aiheuttaa ongelmia pääomavaatimusten kanssa
Varainhoidon krooniset kannattavuushaasteet

2021-2024 fokus pääomarahastoihin

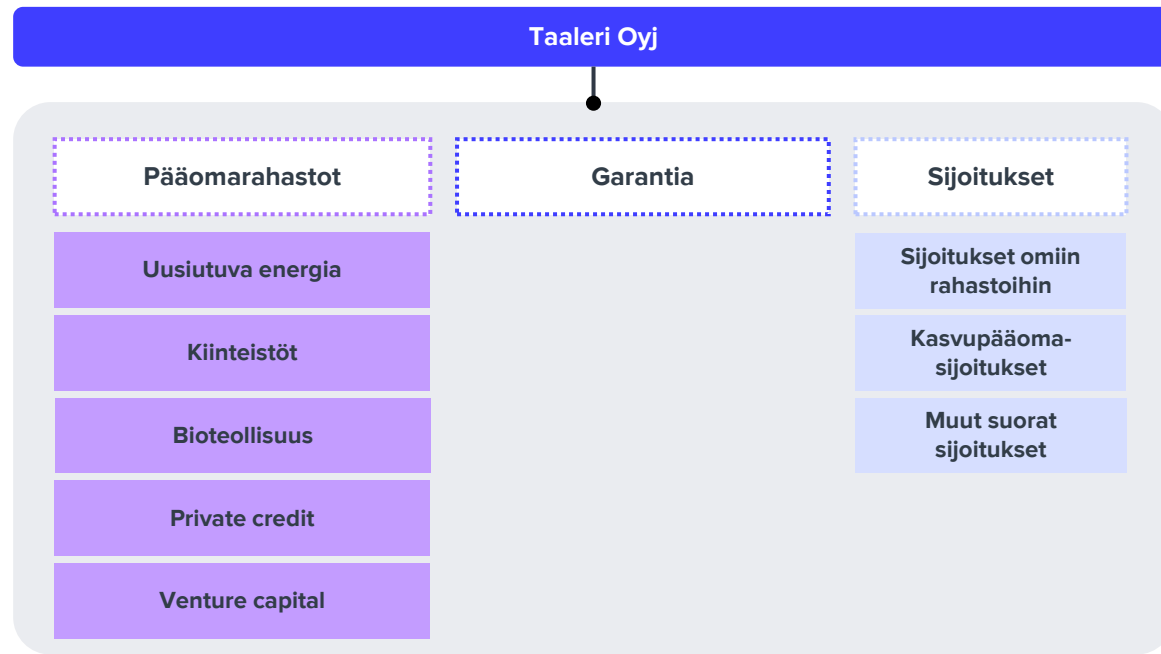
Varainhoitoliiketoiminnan myynti Aktialle vuonna 2021.
Uuden strategian myötä Taalerista tulee uusiutuvaan energiaan ja vaihtoehtoihin sijoitustuotteisiin keskittynyt tuotetalo
Opportunistinen sijoitustoiminta ei kuulu enää strategiaan, järjestelyrintamalla hiljaista
Voitonjako on runsasta, kun taseessa olevaa ylimääräistä pääomaa puretaan
Garantian voimakas kasvu asuntolainatakausten hyvän kysynnän avittamana

2025 uusi vaihde silmään strategian toteutuksessa

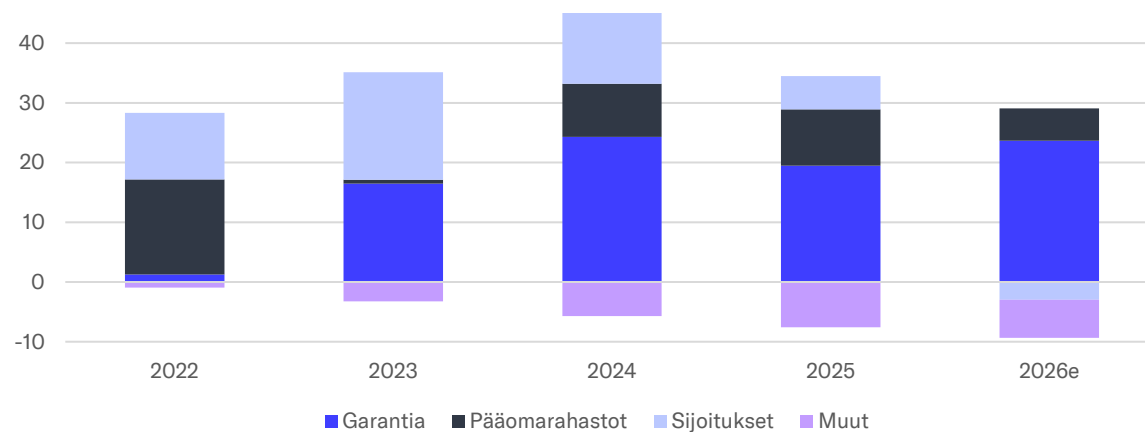
Strategian kirkastetaan, uusi strategia nojaa kolmeen tukijalkaan (sijoitukset, pääomarahastot ja Garantia)
Sijoitustoiminnassa palataan takaisin vanhaan aktiiviseen sekä opportunistiseen lähestymiseen ja tasetta tarkoitus kierrättää merkittävästi
Strategian toimeenpanokyky noussut selvästi paremmalle tasolle
Garantia hakee selvästi aiempaa voimakkaampaa kasvua myös kv-markkinoilta



Taaleri lyhyesti 2/3



Liikevoitto segmenteittäin 22-26e (MEUR)*



*Vuosien 2022–2023 luvut ovat Inderesin oikaisemia.

TAALERI



Konserni koostuu kolmesta hyvin erillisestä palasta



Taaleri on historiassaan läpikäynyt useita merkittäviä rakennejärjestelyjä, ja ne kuuluvat yhtiön DNA:han



Pääomarahastoissa yhtiöllä on hallinnoitavia varoja noin 2,7 miljardilla eurolla

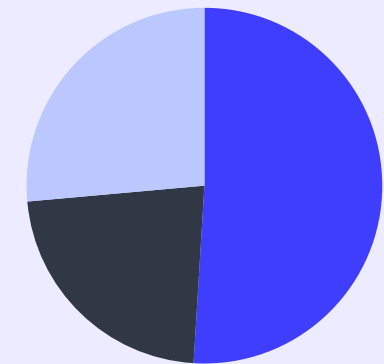


Garantian takausvakuutuskanta on noin 1,8 miljardia euroa



Sijoitussalkun koko on tällä hetkellä noin 90 MEUR, ja yhtiö on sijoitustoiminnassaan aina ollut hyvin opportunistinen

Osien summan jakauma (Inderes arvio, ilman konsernikuluja)



■ Garantia ■ Pääomarahastot ■ Sijoitukset (sis. nettovelat)

Taaleri lyhyesti 3/3

Keskeisimmät yritysjärjestelyt Taalerin historiassa

Yritysjärjestely	Vuosi	Järjestely lyhyesti	Vaikutus
	2015–2016 & 2022	Taaleri hankki kesällä 2014 39,5 %:n omistuksen Finsilvasta 65 MEUR:lla. Osakkeet myytiin 2015–2016 Dasoksen pääomarahastolle sekä Eteralle. 2022 Taaleri kirjasi vielä +6 MEUR:n lisäkauppahinnan.	Järjestelyn kokonaistuotto erinomainen > 35 MEUR.
	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. Garantia on maksanut Taalerille 2015–2026 välillä osinkoja 111 MEUR. Kauppa on ollut Taalerille erinomainen.
	2015 & 2018 & 2022	Taaleri osti vuonna 2015 38,4 %:n osuuden Fellow Financelta ja vuonna 2018 nosti omistuksensa 45,7 %:iin. Vuonna 2022 Fellow Finance fuusioitui Evli Pankin kanssa ja vaihtoi nimensä Fellow Pankiksi.	Kehitys on ollut IPO:n jälkeen heikkoa, mutta Taalerille sijoitus on silti ollut hyvä, sillä Taaleri myi merkittävästi omistustaan listautumisen yhteydessä. Kurssilaskun myötä sijoituksen tuotto on kuitenkin laskenut vuosien varrella selvästi.
	2016	Taalerin Pääomarahastot-liiketoiminnan vähemmistöjen (25 %) lunastus 12 MEUR:lla (EV 48 MEUR).	Kauppahinta vastasi matalaa 2015 EV/EBIT-kerrointa 7x, joka oli selvästi alle Taalerin oman arvostuksen.
	2021	Taaleri myi kroonisista kannattavuushaasteista kärsineen Varainhoitoliiketoimintansa Aktialle 120 MEUR:n velattomalla kauppahinnalla, mikä muutti liiketoimintarakennetta merkittävästi. Kaupan jälkeen Taaleri uudisti strategiansa ja siitä tuli käytännössä pääomarahastoihin keskittyvä tuotetalo.	Varainhoidon heikkoon tulokuntoon nähden kauppahinta oli hyvä, joten pidämme kauppaa Taalerin kannalta onnistuneena. Olemmekin skeptisiä, että Taaleri olisi omin avuin saanut Varainhoidon tulospotentialin esiin.
	2026	Taaleri sopi heinäkuussa 2026 30 MEUR:n sijoituksesta Fintoiliin osana 105 MEUR:n rahoituskierrosta HitecVisionin (75 MEUR) kanssa. Samalla Taaleri Biojalostamo -rahasto irtautui Fintoilista.	Biojalostamon sijoitus onnistui kohtuullisesti ja tuotto oli hieman alle 10 %/v (ilman tuottopalkkioita). Suhtaudumme positiivisesti siihen, että Taaleri löysi sektoriin erikoistuneen pääomasijoittajan tukemaan Fintoilin kasvun seuraavaa vaihetta.

Omistusrakenne

Yhtiön historia heijastuu omistuspohjassa

Taalerin kaksi suurinta omistajaa ovat Veikko Laine Oy sekä Oy Hermitage Ab. Molemmat ovat Taalerin perustajia, mutta eivät ole operatiivisessa toiminnassa tai hallituksessa mukana. Kolmanneksi sekä neljänneksi suurimmat omistajat ovat yhtiön perustajiin kuuluvat Juhani Elomaa ja Karri Haaparinne. Elomaa on yhtiön entinen toimitusjohtaja ja nykyinen hallituksen puheenjohtaja, kun taas Haaparinne on entinen varatoimitusjohtaja, mutta ei enää mukana Taalerin päivittäisessä toiminnassa.

Taaleri on historiassa ollut muiden sijoituspalveluyhtiöiden tapaan erittäin vahvasti henkilöstöomisteinen, mutta 2021 Varainhoidon myynnin jälkeen tämä tilanne muuttui merkittävästi, kun valtaosa yhtiön henkilöstöomistajista siirtyi Aktian palvelukseen. Taalerin omistuspohjassa näkyykin yhtiön historia, ja 100 suurimman omistajan joukossa on merkittävä joukko vanhoja työntekijöitä.

Taalerin omistus onkin kokonaisuutena erittäin hajautunut ja kymmenen suurinta omistajaa omistaa vain hieman yli 40 % osakkeista. Käsityksemme mukaan hajanaisen omistajapohjan keskeinen vallankäyttäjä on hallituksen puheenjohtaja Elomaa.

Pääomistajien intressit keskeinen kysymysmerkki

Yksi keskeinen kysymys Taalerissa on sen pääomistajien tahtotila yhtiön suhteen. Arviomme mukaan pääomistajilla pelkkä omistaja-arvon maksimointi ei ole ainoa päätöksentekoa ohjaava asia. Perustelemme näkemystämme sillä, että mikäli näin olisi, olisi yhtiö suurella todennäköisyydellä tehnyt erilaisia strategisia valintoja viimeisen viiden vuoden aikana. Konsernirakenteen purkaminen ja omien osakkeiden hankinta olisivat olleet viime vuosina ilmeisiä tapoja purkaa

osissa oleva arvo, mutta syystä tai toisesta yhtiön pääomistajat ovat pidättäytyneet tästä. Tämä on mielestämme myös yksi keskeisistä ajureista Taalerin syvän aliarvostuksen taustalla, kun sijoittajilla ei ole täyttäne näkyvyyttä pääomistajien tahtotilaan.

Johdon ja henkilöstön osakeomistus on matalalla tasolla

Taalerin johtoryhmä on uudistunut voimakkaasti, ja sen omistus yhtiössä on varsin rajallinen. Syyskuun alussa johtoryhmä omisti yhteensä noin 33000 osaketta, ja valtaosa omistuksesta on toimitusjohtaja Ilkka Laurilalla. Myös hallituksessa merkittävää omistusta on ainoastaan puheenjohtaja Elomaalla.

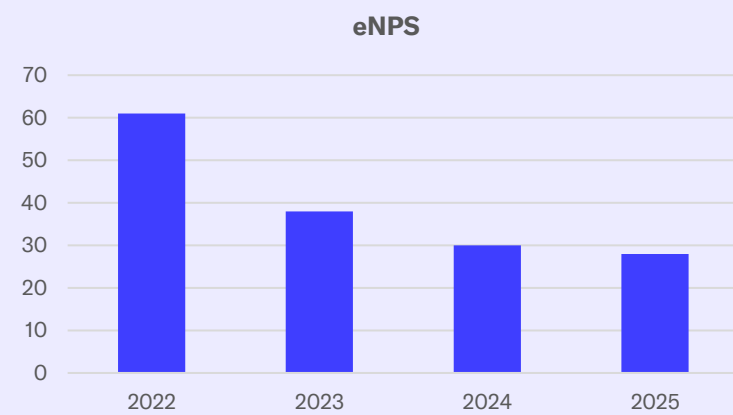
Laskelmiemme mukaan Taalerin nykyinen henkilöstö omistaa yhteensä vain noin 0,5–1 % osakekannasta (150 000–300 000 osaketta). Yhtiö ei raportoi henkilöstön kokonaisomistusta, joten arvio perustuu johtoryhmän omistuksiin, henkilöstön osakesäästöohjelmaan ja avainhenkilöiden osakepalkkioihin. Pidämme tasoa matalana, ja se on yksi alhaisimpia seuraamistamme Helsingin pörssin sijoituspalveluyhtiöistä.

Taalerilla on useita eri osakepohjaisia palkitsemisjärjestelmiä, joilla sitoutetaan avainhenkilöitä sekä koko henkilöstöä. Tämä on erittäin suotavaa, sillä henkilöstön matalasta rakenteellisesta omistuksesta johtuen yhtiön tulee vahvistaa osakkeenomistajien ja henkilöstön välisiä intressejä.

Henkilöstötyytyväisyys (eNPS) on viime vuodet ollut laskeva, mutta 2025 28 on edelleen kohtuullinen taso suhteessa toimialan muihin yhtiöihin. Yhtiön olisi kuitenkin ensiarvoisen tärkeä kääntää tämä trendi. Uskomme siihen olevan hyvät edellytykset aiempaa selkeämmän strategisen suunnan ja paremman strategian toteuttamisen myötä.

Suurimmat osakkeenomistajat 9/2026	%
Veikko Laine Oy	11,5 %
Oy Hermitage Ab	10,4 %
Elomaa Juhani	6,0 %
Haaparinne Karri	5,1 %
laik Oy	3,1 %
Vakuutusosakeyhtiö Henki-Fennia	2,9 %
Lampinen Petri	1,3 %
Neva-Aho Ronnie	1,1 %
Merenlahti Mikko	1,1 %
Lehto Vesa	1,0 %
10 suurinta omistajaa yhteensä	43,5 %

Johdon omistukset 9/2026	Osakkeet	Osuus
Ilkka Laurila, toimitusjohtaja	26 039	0,09 %
Lauri Lipsanen, talousjohtaja	1 690	0,01 %
Muu johtoryhmä (6 hlö)	5 621	0,02 %
Johtoryhmä yhteensä	33 350	0,12 %
Juhani Elomaa, hallituksen pj.	1 682 421	6,0 %
Muu hallitus (5 hlö)	38 900	0,1 %
Johtoryhmä ja hallitus yhteensä	1 754 671	6,22 %



Strategia 1/4

Strategia tähtää kasvuun kaikilla alueilla

Taaleri kirkasti strategiaansa ja päivitti pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteensa syyskuun 2025 CMD:llä. 2026-2028 ulottuvan strategiakauden neljä painopistettä ovat:

- Garantian kasvupotentiaalin hyödyntäminen
- Pääomarahastoliiketoiminnan laajentaminen
- Tuottavien suorien sijoitusten kasvattaminen
- Kasvustrategian toteuttaminen valikoiduilla yrityskaupoilla

Operatiivisella puolella keskeinen muutos suhteessa aiempaan oli mielestämme Garantian selvästi aiempaa vahvempi kasvuhakuisuus ja pyrkimys hakea kasvua myös kansainvälisesti. Pääomarahastojen osalta strategia on mielestämme pitkälti ennallaan ja keskeinen muutos on tavoite laajentaa tuotetarjontaa silloisten tuotealueiden ulkopuolelle.

Suurimmat muutokset strategiassa nähtiin oman taseen sijoitustoiminnassa. Oman salkun bioteollisuusfokus poistettiin, kuten myös aiempi vähintään 100 MEUR:n sijoitussalkun kokotavoite. Sen sijaan oman taseen sijoituksissa palattiin Taalerin aiempaan opportunistiseen linjaan, ja käsityksemme mukaan sijoitustoiminnan kantavana ajatuksena on puhtaasti salkun tuotto.

Konsernirakenteen osalta yhtiö myös selkeytti Garantian roolia ja Garantian on tarkoitus tuottaa vakaata kassavirtaa, joka mahdollistaa investoinnit muihin liiketoimintoihin. Lisäksi Garantia hakee myös itse aiempaa voimakkaammin kasvua. Myös Garantian roolia konsernin arvokkaimpana osana korostetaan selvästi ja yhtiö ei enää halua olla pääomarahastoyhtiö, jolla on myös takausvakuutustoimintaa, vaan yhtiö pyrkii aidosti profiloitumaan kaikkien liiketoimintojensa kautta.

Strategian toteutuksessa lyöty seuraava vaihde silmään

Merkittävin muutos on kuitenkin tapahtunut yhtiön omassa tekemisessä. Yhtiö on nykyisen johdon alaisuudessa edistänyt päivitettyä strategiaa hyvin ripeästi, ja yhtiö on saanut reilussa vuodessa huomattavasti enemmän aikaan kuin koko edeltävällä strategiakaudella yhteensä. Garantiassa yhtiö on saanut liiketoiminnan takaisin reippaaseen kasvuun asuntomarkkinan alakulosta huolimatta, Muissa Pääomarahastoissa tarjontaa on laajennettu Private Credittiin sekä VC-sijoittamiseen (Nordic Science Investments -yritysosto) ja sijoitussalkussa toteutettiin merkittävä Fintoil-järjestely sekä pienempi sijoitus Ren-Gasiin. Lisäksi yhtiö on viestinyt varsin suoraan, että vanhemmista sijoituksista tullaan irtaantumaan kohtuullisen ripeällä aikataululla.

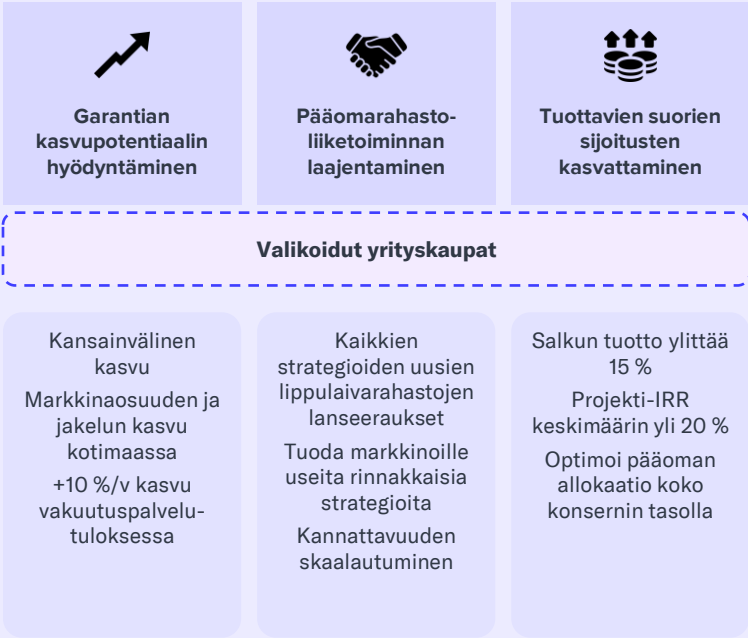
Näkemyksemme strategiasta

Suhtautumisemme nykyiseen strategiaan on kaksijakoinen. Suhtaudumme erittäin positiivisesti yhtiön aikaansaamaan rytmin muutokseen ja nykyiseen strategian toteutustahtiin. Sijoittajien kannalta tämä rytmin muutos on erittäin kriittinen, sillä nykyisen strategian sekä etenkin yhtiön oman suorittamisen puitteissa näemme hyvät edellytykset sille, että yhtiön osien arvo alkaisi jälleen kasvaa. Yhtiön osien arvo on näkemyksemme mukaan pitkälti polkenut paikallaan varainhoidon myynnin jälkeen.

Garantian osalta kasvuhakuisuus etenkin kotimaassa on mielestämme enemmän kuin perusteltua, sillä Garantian arvon kasvattamisen kannalta palkkiovirtojen hajautus vahvemmin asuntomarkkinan ulkopuolelle olisi erittäin perusteltua. Tämä pienentäisi samalla myös yhtiön riippuvuutta sen keskeisistä jakelukumppaneista, joiden osuus sen liiketoiminnasta on merkittävä.

TAALERI

Strategiakauden keskeiset tavoitteet



Strategia 2/4

Uusiutuvan Energian osalta strategia on selkeä ja yhtiö etenee vakaasti kohti seuraavaa isoa rahastolanseerausta. Muiden Pääomarahastojen osalta suhtaudumme varauksella yhtiön merkittäviin panostuksiin liiketoiminnassa. Sinänsä ajatus tuotetarjonnan laajentamisesta on looginen ja kannatettava, sillä laajempi tuotetarjonta mahdollistaa isommat panostukset omaan myyntiin, mikä taas antaa paremmat edellytykset kasvattaa alla olevia tuotteita. Myös alla olevat hallintokulut skaalautuvat paremmin.

Bioteollisuuden osalta olemme selvästi aiempaa enemmän huolissamme sektorin merkittävästi heikentyneistä fundamenteista. Nordic Science Investmentsin hankinta on mielestämme myös kiinnostava lisä Taalerin tarjontaan ja näemme siinä selkeää potentiaalia. Kiinteistöjen osalta kyseenalaistamme Taalerin kyvyn erottua joukosta äärimmäisen kilpaillulla markkinalla emmekä ole vakuuttuneita panostusten järkevyydestä. Myös Private Creditin osalta olemme varuillamme, ja yhtiön pitää rekrytoida aidosti kova tiimi, jotta se pystyy keräämään pääomia sille täysin uudelta ja erittäin kilpaillulta sijoitusalueelta.

Sijoitussalkun osalta suhtaudumme erittäin positiivisesti muutokseen siirtää fokus pois bioteollisuudesta, aiempaan Taalerin varsin opportunistiseen lähestymistapaan. Taalerin oman taseen sijoitustoiminta on historiassa ollut hyvinkin menestyksestä ja etenkin isommat hankkeet (mm. Finsilva, Garantia ja Varainhoidon myynti) ovat olleet hyvin onnistuneita. Tässä mielessä oman taseen sijoituksiin voi suhtautua positiivisesti, nyt kun niitä ei ole rajattu vain korkeamman riskin bioteollisuussektoriin.

Pitkän aikavälin peli edelleen kysymysmerkki

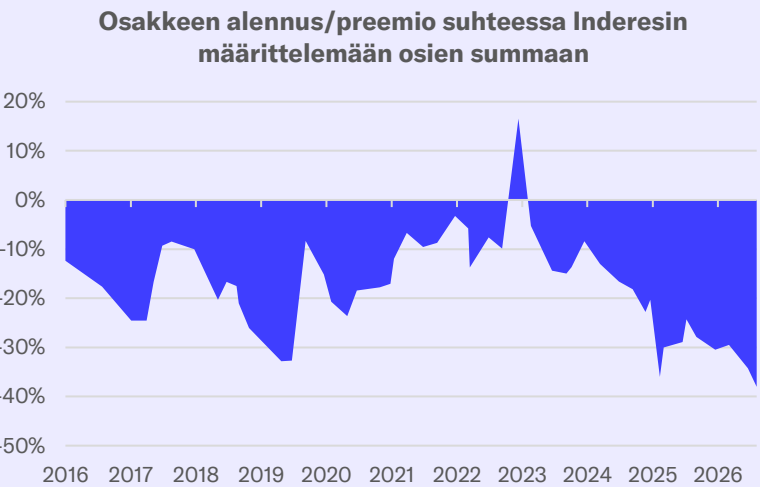
Keskeinen heikkous strategiassa on mielestämme se, että

se ei ota kantaa yhtiön osissa olevan arvon purkamiseen. Yhtiön osissa on kiistatta merkittävää arvoa, jota nykyinen markkina-arvo ei heijastele. Näkemyksemme mukaan Taaleria on läpi historiansa hinnoiteltu alle sen osien summan ja meidän on vaikea nähdä, että markkina antaisi täyden arvon osissa piilevälle arvolle nykyisellä rakenteella.

Uskomme edelleen, että isommat rakennejärjestelyt kuuluvat pitkällä aikavälillä Taalerin strategiaan ja on mielestämme selvää, että Taalerin rakenne on erinäköinen 5-10v tähtäimellä. Tämän johdosta olisimme pitäneet perusteltuna, että Taaleri olisi tuonut myös tämän kulman jotenkin esiin strategiassaan, vaikka lyhyen tähtäimen fokus vaikuttaakin olevan nykyisten osien arvon maksimoinnissa.

Taloudelliset tavoitteet

Taaleri tavoittelee **jatkuvista tuotoista kertyvän liikevoiton kasvattamista keskimäärin 12 %:lla vuodessa** strategiakauden aikana. Näkemyksemme mukaan tämä on Taalerin tärkeimpiä arvoajureita ja tavoite on erittäin relevantti. Pidämme tavoitetasoa järkevänä ja ennustamme Taalerin yltävän siihen strategiakaudellaan. Huomautamme kuitenkin, että ennusteissamme 2028 on poikkeuksellisen hyvä vuosi, kun SolarWind4-rahaston viimeinen sulkeminen johtaa reippaisiin takautuviin palkkioihin ja tämä nostaa väliaikaisesti jatkuvan toiminnan tulosta. Mikäli ulottaisimme tarkastelujakson vuoteen 2029, olisi vuotuinen jatkuvan toiminnan tuloksen kasvu hieman alle 10 %. Arviomme mukaan keskeinen ero meidän ja yhtiön ennusteiden välillä liittyy Muut Pääomarahastot -segmenttiin, jonka osalta emme odota oleellista tulosparannusta. Myös Garantian osalta yhtiöllä olisi edellytykset ennusteitamme kovempaan kasvuun, mikäli Suomen asuntomarkkina elpyy ja/tai yhtiö painaa lisää kaasua kansainvälisillä markkinoilla.



Strategia 3/4

Oman pääoman tuottotavoite (käyvin arvoin keskimäärin +15 %) on myös hyvin relevantti, sillä Taalerin tase on erittäin suuri ja oman pääoman tuotto tulee pitkälti ohjaamaan osakekurssia. Koska myös suuremmat järjestelyt kuuluvat Taalerin liiketoimintaan, pitää tavoitetta seurata pidemmällä aikajänteellä. 2015-2025 aikana Taalerin oman pääoman tuotto on ollut keskimäärin erinomainen 22 %. Tasoa nostavat etenkin suuret transaktiot 2015 ja 2021 (Garantian hankinta & Varainhoidon myynti). Pidämme 15 %:n tasoa hyvin kunnianhimoisena ja näkemyksemme mukaan se vaatii toteutuakseen merkittäviä kertatuottoja joko tuottosidonnaisista palkkioista tai tasesijoituksista. Laskelmiemme mukaan yhtiö tekee 2026-2028 keskimäärin noin 22 MEUR liikevoittoa ennen tuottopalkkioita tai oman taseen sijoitustuottoja. Tämä tarkoittaa karkeasti 8 %:n oman pääoman tuottoa. Yli 15 %:n taso tarkoittaisi nykyisellä taserakenteella puolestaan, että yhtiön pitäisi tehdä noin 45 MEUR:n liikevoittoa. Jotta tavoite olisi jollain tavalla realistinen, tulisi Taalerin oman sijoitussalkun tuottaa merkittävästi viime vuosia paremmin. Yhtiön oma sijoitussalkku on Fintoil-järjestelyn jälkeen noin 90 MEUR ja arvioimme sen kasvavan lähes 100 MEUR:oon strategiakauden loppuun mennessä. Yhtiö tavoittelee tasesijoituksillaan +15 %:n oman pääoman tuottoa, eli strategiakauden lopussa salkku tuottaisi tavoitetasolla laskennallisesti yli 15 MEUR. Tämän lisäksi yhtiön pitäisi kirjata tuottosidonnaisia palkkioita, mutta parhaassakin tapauksessa määrä jää arviomme mukaan keskimäärin alle 5 MEUR:oon per vuosi. Näin ollen mikäli taserakenteeseen ei kosketa, pitäisi yhtiön kaikkien tulokomponenttien olla erinomaisessa iskussa, jotta tavoite olisi saavutettavissa.

Kokonaisuutena meidän on vaikea nähdä, että nykyisellä taserakenteella yli 15 %:n vuotuinen oman pääoman tuotto

olisi kestävä taso.

Osingonjakotavoite on mielestämme hyvin linjassa yhtiön valitseman strategian kanssa, jossa yhtiö pyrkii allokoimaan yhä enemmän pääomaa sijoitussalkkuunsa. Näkemyksemme mukaan sijoitussalkku ja liiketoiminnan kasvattaminen ovat pääoman allokaatiossa selvällä ykkössijalla, ja osingon rooli pääoman allokaatiossa on vähäinen. Emme esimerkiksi odota, että yhtiö pyrkisi tasaisesti kasvamaan osinkoon, vaan osinko tulee heilumaan merkittävästi tuloksen mukana.

Yrityskaupat ovat työkalupakissa mukana

Taaleri on linjannut, että yrityskaupat ovat osa sen kasvustrategian työkalupakkia. Käytännössä tämä tarkoittaisi yritysostoja Pääomarahastoissa tai Garantiassa, sillä kokonaan uusiin liiketoimintoihin emme usko Taalerin lähtevän (pois lukien tasesijoitusten kautta).

Yritystostojen näkökulmasta ylivoimaisesti loogisin kohde on Pääomarahastot-segmentti. Taaleri voisi joko laajentua kokonaan uudelle sijoitusalueelle tai vaihtoehtoisesti vahvistaa jakeluvoimaansa. Jakeluvoiman vahvistamiseen tähtäävä vähänkään suurempi järjestely tarkoittaisi käytännössä varainhoitoon laajentumista, jota pidämme varsin epätodennäköisenä. Näin ollen todennäköisimmäksi vaihtoehdoksi jäisi uuteen omaisuusluokkaan laajentuminen, kuten Taaleri teki Nordic Science Investmentsin kanssa. Vaihtoehtorahastotalojen osalta haasteena on niiden vähäinen määrä Suomessa ja ne harvat hyvät tiimit on hinnoiteltu erittäin korkealle. Mielestämme tuotetarjonnan laajentaminen yrityskaupalla olisi lähtökohtaisesti perusteltua, sillä tämä antaisi Taalerille paremmat eväät investoida mm. omaan jakeluun ja se kasvattaisi yhtiön asiakaskuntaa.



Taloudelliset tavoitteet

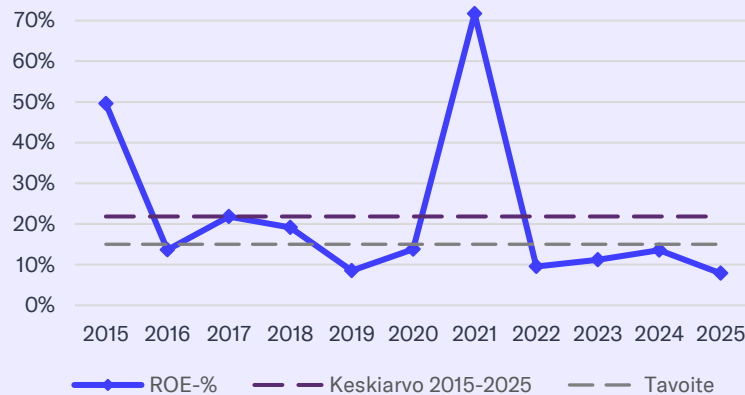
Taalerin taloudelliset tavoitteet 2026–2028:

- Jatkuvista tuotoista kertyvän liikevoiton kasvu keskimäärin **12 % p.a.**
- Konsernin oman pääoman tuotto käyvin arvoin keskimäärin **> 15 % p.a.**
- Vähintään **50 %** tuloksesta jaetaan osinkona

Inderesin ennusteet 2026–2028e:

- Jatkuviin palkkioihin pohjautuvan liikevoiton kasvu **~18 % p.a.**
- Konsernin ROE keskimäärin **~9 %**
- Voitonjakosuhte keskimäärin: **~60 %**

Oman pääoman tuotto (%)



ROE laskettu vähemmistöt huomioivasta nettotuloksesta, kun Taalerin laskenassa ROE lasketaan nettotuloksesta ennen vähemmistöjen osuutta.

Strategia 4/4

Garantian osalta yrityskauppa tarkoittaisi käytännössä laajentumista ulkomaille, sillä kotimaasta emme tunnista sille relevanttia järkevän kokoluokan ostokohdetta. Myös kansainvälisesti sopivia kohteita on hyvin rajallisesti tarjolla, kun huomioidaan Garantian pieni kokoluokka. Pidämmekin varsin epätodennäköisenä, että Garantia laajenisi kansainvälisesti ja mahdollinen ostokohde olisi kokoluokaltaan hyvin pieni.

Kaikki osat ovat tarvittaessa kaupan

Taaleri on historiansa aikana käynyt läpi useita merkittäviä järjestelyjä ja yhtiön rakenne on muuttunut useamman kerran merkittävästi järjestelyiden seurauksena. Vaikka Taalerin nykyinen strategia onkin rakennettu nykyisten liiketoimintojen päälle, on Taaleri mielestämme vähintään henkisesti sijoitusyhtiö. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että kaikki osat ovat tarvittaessa myynnissä. Näin ollen Taalerin tapauksessa suuremmat järjestelyt ovat myös mahdollisia nykyisten liiketoimintojen kasvattamiseen tähtäävien järjestelyiden lisäksi.

Loogisin myytävä pala Taalerissa on Energia. Energian tiimi on Euroopan tasolla kohtalaisen kokoinen ja vastaavia hyvän track-recordin omaavia vaihtoehtorahastotiimejä on tarjolla erittäin rajallisesti. Mielestämme onkin itsestään selvää, että Energia herättäisi kiinnostusta niin Suomen rajojen sisällä kuin ulkopuolella. Suomessa potentiaalisia ostajia olisivat mm. Mandatum, Evli, eQ ja CapMan. Huomautamme, että hyvin harva ostaja kykenisi rahoittamaan kaupan käteisellä ja näin ollen järjestely pitäisi suurelta osin tehdä osakevaihtona. Tämän seurauksena Taalerista tulisikin merkittävä omistaja ostavassa yrityksessä, mikä laskee näiden järjestelyiden todennäköisyyksiä.

Garantia voitaisiin myös myydä, mutta potentiaalisia ostajia

on vain rajallinen määrä. Loogisin ostajajoukko olisi globaalit takaus-/luottovakuuttajat, sillä mm. pääomasijoittajilla, vahinkovakuutusyhtiöillä ja pankeilla on kaikilla omia rajoitteita Garantian ostoa ajatellen. Mikäli Taaleri haluaisi luopua Garantiasta, olisi pörssiin listaaminen mielestämme ylivoimaisesti loogisin reitti.

Teoriassa pidämme mahdollisena, että aktivistisijoittaja ottaisi kontrollin Taalerissa ja lähtisi purkamaan osissa olevaa arvoa. Tämä kuitenkin vaatisi nykyisten pääomistajien tuen ja huomautamme, että pääomistajat voisivat myös itse koska tahansa purkaa osissa olevan arvon, sillä arvon purkamisen pelikirja on mielestämme harvinaisen selkeä. Näin ollen aktivistisijoittajan mukaantulo tai koko Taalerista tehtävä ostotarjous ovat mielestämme varsin epätodennäköisiä, sillä sama lopputulos arvon purkamisesta olisi tehtävissä myös itse.

Emme pidä erityisen realistisena, että Taaleri fuusioituisi jonkun toisen kotimaisen toimijan kanssa, sillä käytännössä kukaan toimija ei halua säilyttää kaikkia kolme Taalerin osaa. Näin ollen fuusion jälkeen tapahtuisi Taalerin osien purkaminen. Jos Taalerin nykyomistajat haluaisivat tätä, he voisivat tehdä tämän myös itse, eikä heidän olisi järkevää antaa arvonpurkautumisesta saatavaa hyvää fuusiokumppanille.

Kokonaisuutena Taalerin rooli yritysjärjestelyissä on kaksijakoinen. Yhtiön osia ja niissä piilevää arvoa tarkasteltuna, Taaleri on kotimaisella sijoituspalvelukentällä erittäin kiinnostava palanen. Samalla kuitenkin yhtiön nykyiset omistajat eivät ole syystä tai toisesta halunneet aiemmin tehdä arvoa purkavia rakennejärjestelyjä, ja meillä ei ole näkyvyyttä heidän tahtotilaansa. Riittävän pitkän aikavälin kuluessa pidämme kuitenkin lähes varmana, että Taaleri tulee tekemään merkittäviä yritysjärjestelyjä.



Toimitusjohtaja Ilkka Laurila avasi CMD:n päivitettyjä tavoitteita Sauli Vilénin haastattelussa 2.9.2025



Katso koko pääomamarkkinapäivän tallenne 2.9.2025



Pääomarahastot 1/10

Pääomarahastot muodostavat strategian ytimen

Taalerin Pääomarahastoliiketoiminta on keskittynyt täysin vaihtoehtoihin omaisuusluokkiin. Taalerin Pääomarahastot-liiketoiminta jakautuu kahteen alasegmenttiin, Uusiutuvaan Energiaan sekä Muihin Pääomarahastoihin. Uusiutuva Energia keskittyy nimensä mukaisesti uusiutuvaan energiaan ja sen toiminta on hyvin kansainvälistä. Muut Pääomarahastot pitävät sisällään Bioteollisuuden, Kiinteistöt, Venture Capitalin (VC) sekä H2’26 aikana perustettavan Private Creditin (PC). Lisäksi Muiden Pääomarahastojen alla yhtiöllä on sekalainen joukko vanhoja pääomarahastoja, jotka eivät ole enää yhtiön strategian keskiössä (mm. Afrikka & Telakka) ja nämä rahastot tulevat ajan myötä poistumaan hallinnoitavasta varallisuudesta. Muut Pääomarahastot ovat toistaiseksi olleet hyvin kotimaavetoisia, mutta myös sitä pyritään kansainvälistämään nykyisellä strategiakaudella.

Sijoitusalueista Uusiutuva Energia on ylivoimaisesti suurin ja sen osuus sekä liikevaihdosta että tuloksesta on täysin hallitseva. Vaikka Energia ja Muut Pääomarahastot raportoidaan yhtenä segmenttinä, toimivat sijoitustiimit hyvin itsenäisesti. Selkeimmät synergiat tulevat tukifunktioista kuten myynti, raportointi, rahastojen hallinnointi yms.

Taalerilla oli Q2’26 lopussa hallinnoitavia pääomia 2,75 miljardilla eurolla. Tästä Uusiutuvan Energian osuus oli 1,8 miljardia ja Muiden Pääomarahastojen 955 miljoonaa euroa. Valtaosa tästä pääomasta on suljetuissa vaihtoehtorahastoissa, joiden toiminta-aika on tyypillisesti yli 10 vuotta. Lisäksi Taalerilla on yksittäisiä mandaatteja, mutta näiden merkitys liiketoiminnalle on pieni.

Asiakaskunta ja jakelu

Pääomarahastojen asiakaskunta on kokenut merkittävän muutoksen 2021 Varainhoidon myynnin jälkeen. Kun ennen Varainhoidon myyntiä Taalerin rahastojen sijoittajat koostuivat valtaosin hyvin varakkaista yksityishenkilöistä sekä pienemmistä instituutioista, on painopiste siirtynyt voimakkaasti isompiin instituutioihin sekä kansainvälisiin sijoittajiin. 2025 syksyllä kotimaiset varakkaat yksityishenkilöt edustivat koko AUM:sta (sis. sitoumukset) 35 %. Huomautamme, että tästä summasta merkittävä osa on vanhemmissa rahastoissa, jotka on myyty jo Taaleri Varainhoidon aikaan. Esimerkiksi vanhoissa tuulirahastoissa omistajat ovat käsityksemme mukaan täysin kotimaisia yksityishenkilöitä. Lisäksi muistutamme, että Aktia toimi Taalerin rahastoille merkittävänä jakelukanavana vuoteen 2025 asti, kun Taalerin ja Aktian välillä oli Varainhoidon myynnin yhteydessä solmittu jakelusopimus, jossa Aktia vastasi yksinoikeudella Taalerin rahastojen myynnistä kotimaassa pois lukien suurimmat instituutiosijoittajat. Aktian Taalerin rahastojen myynti keskittyi arviomme mukaan ennen kaikkea samaan erittäin varakkaaseen yksityissijoittajakenttään, ja instituutioiden osuus oli matala. Tämä jakelusopimus purettiin Taalerin aloitteesta 2025 ja näkemyksemme mukaan yksi syy purkamisen taustalla oli Taalerin tyytymättömyys instituutiomyyntiin Suomessa.

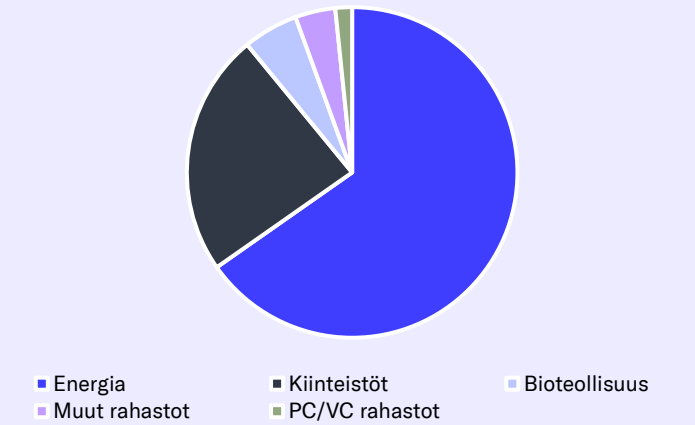
Tällä hetkellä Taalerin myynti onkin täysin sen omissa käsissä. Taaleri on panostanut oman myyntinsä rakentamiseen ja sillä on konsernissa kolmen henkilön myyntitiimi. Huomautamme, että Uusiutuva Energia hoitaa itse kansainvälisen myyntinsä sekä kotimaan suuret instituutiot ja sillä on oma kahden henkilön myyntitiimi. Lisäksi pääomarahastotoiminnalle tyypillisesti tiimit itse tukevat myös vahvasti myyntiä.

Sijoittajakunnan koostumus

15 %	Kansainväliset sijoittajat Tiimit vastaavat itse pääosin myynnistä tähän sektoriin. Jakeluagentteja käytetään rajallisesti.
10 %	Suomalaiset suuret (tier1) instituutiot Suorat asiakassuhteet, ei ulkopuolisia jakelijoita.
40 %	Suomalaiset pienemmät (tier2&3) instituutiot Alue, mihin Taaleri panostaa selvästi aiempaa enemmän
35 %	Varakkaat yksityishenkilöt Jakelu historiallisesti Taaleri Varainhoidon kautta ja myöhemmin Aktian kumppanuuden kautta. Tämä AUM pääosin varsin iäkästä.

Lähde: Taaleri CMD 2025

AUM:n jakauma Q2’26



Pääomarahastot 2/10

Kansainvälisten sijoittajien osuus Taalerin AUM:sta oli syksyllä 2025 noin 15 %. Tämä pääoma on käytännössä täysin SolarWind 2&3 -rahastoissa, ja kansainvälisen myynnin osuus on ollut kasvava. Uusimmassa SolarWind 3 -rahastossa kansainvälisen pääoman osuus oli 64 %. Kokonaisuutena Taalerin fokus onkin yhä vahvemmin kotimaisissa instituutioissa sekä kansainvälisissä sijoittajissa.

Varainkeruu

Taalerin strategiana on kasvattaa pääomarahastoja merkittävästi tulevina vuosina. Yhtiö valmistelee parhaillaan varainkeruun aloitusta SolarWind 4 -rahastoon ja sen ensimmäinen sulkeminen on tarkoitus tehdä seuraavan 12kk aikana. VC:ssä yhtiö valmistelee arviomme mukaan myös uuden rahaston lanseerausta ja PC:ssä yhtiö pyrkii varmuudella tuomaan uuden tuotteen nopeasti markkinalle, kunhan tiimi saadaan nimitettyä. Arvioimme yhtiön tähtäävän näissä ensimmäisiin sulkemisiin 2027 aikana. Myös kiinteistöissä yhtiö yrittää tuoda uusia tuotteita markkinoille, mutta nykyinen markkinatilanne on erittäin hankala varainkeruun kannalta, vaikka markkina tarjoaakin erinomaisia sijoitusmahdollisuuksia. Bioteollisuuden osalta yhtiö kertoi CMD:llä 2027 tavoitteekseen seuraavan rahaston lanseerauksen, mutta pidämme todennäköisenä, että tämä siirtyy eteenpäin johtuen sektorin haastavasta markkinatilanteesta.

Kokonaisuutena Taalerilla on jakelun osalta iso näytön paikka 2027, kun yhtiö tulee keräämään rahaa samanaikaisesti useaan eri strategiaan. Koska Taalerin oma jakeluvoima on vielä Uusiutuvan Energian ulkopuolella täysin todistamatta, on se ylivoimaisesti suurin riski Muiden

Pääomarahastojen kasvustrategian onnistumisessa, etenkin kun kaikki sen strategiat ovat vielä nuoria ja/tai niiden markkinatilanteet ovat suhteellisen haastavat. Myös Aktian jakelun jättämä aukko on iso, sillä Aktian kautta kerättiin viimeisimpään SolarWind 3 -rahastoon arviomme mukaan noin 35 % sen pääomista ja valtaosan Bioteollisuus 1:n pääomista. Taaleri on itse kertonut tavoittelevansa kansainvälisiä pääomia myös Uusiutuvan Energian ulkopuolisiin tuotteisiin. Pidämme tavoitetta erittäin kunnianhimoisena, huomioiden rahastojen varhaisen kehitysvaiheen, ja tässä tavoitteessa onnistuminen olisi yhtiön myynniltä väkevä suoritus. Lähtökohtaisesti näemmekin, että Muut Pääomarahastot keräävät pääomansa valtaosin kotimaisilta instituutioilta.

SolarWind 4 -rahaston osalta varainkeruun näkymä on mielestämme varsin positiivinen. Vaihtoehtoisten sijoitusten varainkeruumarkkinalla pahin alkaa olla takanapäin, kun palautukset ovat kasvussa ja ylliallokaatiot ovat sulaneet. Lisäksi uusiutuva energia on sijoitusteemana jälleen erittäin kiinnostava etenkin Euroopassa. Vaikka suhtaudummekin muilta osin erittäin luottavaisesti SolarWind 4 -rahaston varainkeruuseen, on yhtiöllä iso ponnistus edessä saada paikattua Aktian jättämä aukko. Tätä riskiä taklataksaan mielestämme yhtiön olisi enemmän kuin perusteltua vahvistaa omaa jakeluaan kotimaassa uudella jakelukumppanilla. Keskeisenä haasteena on relevanttien jakelukumppanien rajallinen määrä, sillä valtaosa keskittyy myymään omia tuotteitaan tai täyden valtakirjan varainhoitoa.

Kokonaisuutena uusmyynnin onnistuminen on ylivoimaisesti tärkein arvoajuri Taalerin Pääomarahastoliiketoiminnan menestykselle lähivuosina.

Varainkeruun tilanne eri tuotteissa

SolarWind 4 (tavoite koko +800 MEUR)

Lanseeraus valmistelussa, ensimmäinen sulkeminen 12kk sisään

VC-rahasto (tavoite koko 100–200 MEUR*)

Lanseeraus valmistelussa
Kiinteistöt (AUM-tavoite 700 MEUR → 1,4 mrd. EUR)

Yritys tuoda uusia tuotteita, markkina haastava

PC-rahasto (tavoite koko ~100 MEUR*)

Uusi sijoitusalue, odottaa tiimiä

Bioteollisuus (tavoite koko +150 MEUR)

Tavoite 2027, todennäköisesti siirtyy

Palkin pituus = arvioitu etenemisaste kohti seuraavaa sulkemista/lanseerausta

1. sulkeminen

Rahastojen pääkohderyhmät

Uusiutuva Energia

Suuret kotimaiset ja kansainväliset instituutiot (Tier 1 & 2)
+50 % uusmyynnistä Suomen ulkopuolelta

Muut Pääomarahastot

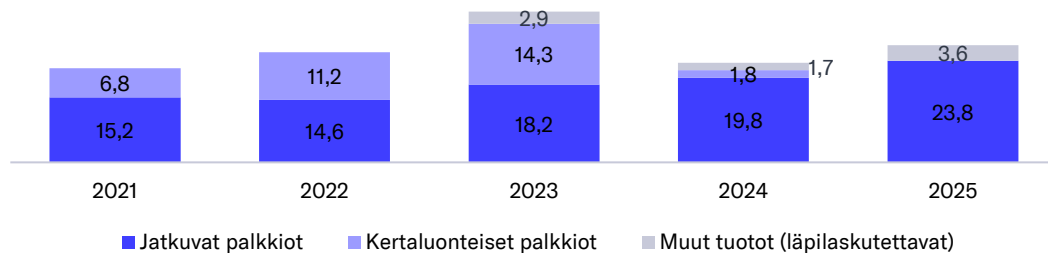
Kotimaiset instituutiot
Yksityisasiakkaat vaativat uuden jakelukumppanin
Kansainvälinen myynti vaikeaa nuorilla tuotteilla ja tiimeillä

Pääomarahastot 3/10

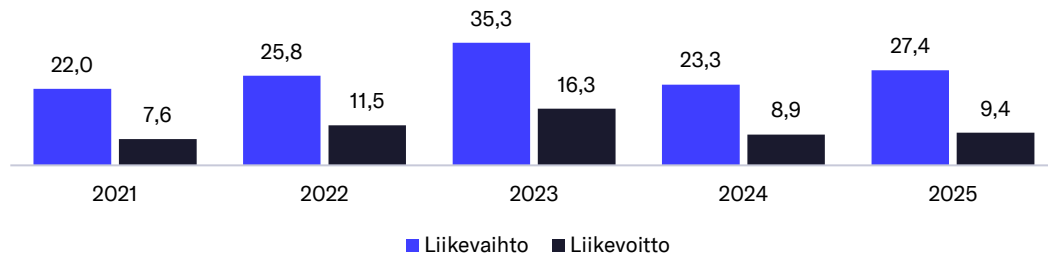
Uusiutuva Energia

- Taaleri Energia kehittää, rakentaa ja operoi teollisen mittakaavan tuuli- ja aurinkovoimahankkeita sekä energianvarastointia
- Rahastot hallinnoivat sijoituksia koko elinkaaren ajan varainkeruusta irtautumiseen
- 8 rahastoa/mandaattia, AUM yhteensä 1 795 MEUR
- Liiketoiminta kypsässä vaiheessa ja fokus on toiminnan skaalaamisessa
- Henkilöstö 55
- Taalerin omistusosuus 76,2 %

Uusiutuvan Energian liikevaihdon jakauma 2021-2025



Uusiutuvan Energian tulokset 2021-2025



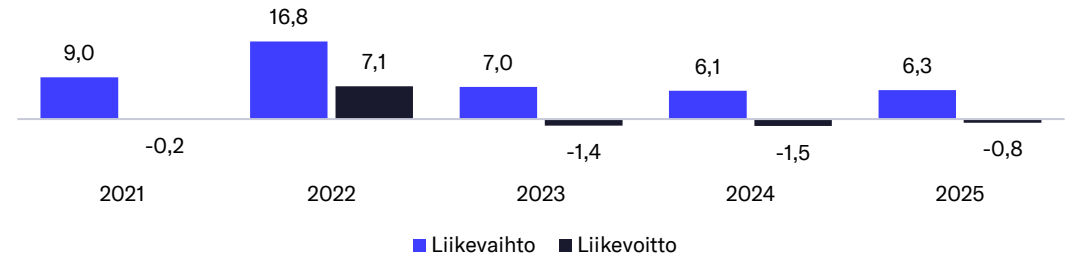
Muut Pääomarahastot

- Kaikki Muiden Pääomarahastojen sijoitusalueet ovat vielä ylösajovaiheessa
- Kiinteistöt-segmentillä on pitkä historia ja se on kypsä Muut Pääomarahastot -segmentin tuotealueista. AUM on kuitenkin varsin vanhaa ja uuden tiimin myötä sen pitää rakentaa sijoittajaluottamus sekä kiinnostus uudestaan.
- Bioteollisuus ja Venture Capital (Nordic Science Investments) hoitavat molemmat yhtä rahastoa ja molemmilla on edessä iso happotesti, kun ne keräävät seuraavat rahastonsa
- Private Credit -sijoitusalue on vasta perustamisvaiheessa
- Henkilöstö 41
- Taalerin omistusosuus vaihtelee tiimeittäin 100-51 %:n välillä

Muiden Pääomarahastojen liikevaihdon jakauma 2021-2025



Muiden Pääomarahastojen tulokset 2021-2025



*Taaleri raportoi vuoteen 2023 asti myös segmentteihin liittyvän sijoitustoiminnan tuloksen osana liikevaihtoa ja EBIT:ää; vuosien 2021–2023 luvut eivät ole oikaistuja tästä muutoksesta eivätkä siten ole täysin vertailukelpoisia vuosien 2024–2025 kanssa. Muut tuotot ovat pääosin rahastoilta läpilaskutettavia kuluja, joilla ei ole tulosvaikutusta.

Pääomarahastot 4/10

Rahastojen elinkaarivaihe vaikuttaa palkkiotuottojen kannattavuuteen ja voitonjako-osuustuottoihin

	Alkuvaihe	Kehittyvä	Vakiintunut	Täysin skaalattu
Rahaston sukupolvi	I	II/III	III/IV	IV+
Palkkiotuottojen kannattavuus	-10 – 10%	10–30 %	10–40 %	20–40 %
Voitonjako-osuustuottojen vaikutus	-	Kasvava	Merkittävä mutta vaihteleva	Merkittävä ja vakaampi
Fokus	Tuottohistorian rakentaminen	Rahaston kokoluokan kasvattaminen	Synergiahyödyt, mahdolliset rinnakkaiset tuotteet	Mittakaavaedut



Pääomarahastot 5/10

Uusiutuva Energia	Perustettu	AUM (Q2'26)	Vaihe	Voitonjakopotentiali*
Taaleri Tuulitehdas II Ky	2014	319	Sijoitettu	Merkittävä (valtaosin tuloutettu)
Taaleri Tuulitehdas III Ky	2016	52	Sijoitettu	Merkittävä (valtaosin tuloutettu)
Taaleri Aurinkotuuli Ky	2016	169	Sijoitettu	Kohtuullinen
Taaleri Tuulirahasto IV Ky (kanssasijoitus)	2019	167	Sijoitettu	Kohtuullinen
Taaleri Aurinkotuuli II Ky (syöttörahasto)	2019	185	Sijoitettu	Ei
Taaleri SolarWind II	2019	292	Sijoitettu	Merkittävä
Taaleri SolarWind III	2023	557	Sijoituskausi	Sijoituskausi kesken
Mandaatit	2019–	54	Sijoitettu	Ei
Yhteensä (MEUR)		1795		

Kiinteistörahastot	Perustettu	AUM	Vaihe	Voitonjakopotentiali*
Taaleri Kiinteistökehitysrahasto Ky	2015	11	Sijoitettu	Ei
Taaleri Tonttirahasto I Ky	2015	29	Sijoitettu	Pieni
Taaleri Tonttirahasto II Ky	2016	2	Sijoitettu	Pieni
Taaleri Vuokrakoti Ky	2016	169	Sijoitettu	Ei
Taaleri Tallikiinteistöt Ky	2018	43	Sijoitettu	Pieni
Taaleri Asuntorahasto VIII Ky	2021	92	Sijoitettu	Ei
Mandaatit	2021–	308	Sijoituskausi	Ei
Yhteensä (MEUR)		654		

Bioteollisuus	Perustettu	AUM	Vaihe	Voitonjakopotentiali*
Taaleri Biojalostamo Ky	2020	42	Myyty	Tuloutuu Q3'26
Joensuu Biocoal	2021	–	Alasajo	Ei
Taaleri Bioteollisuus I	2021	107	Sijoituskausi	Epätodennäköinen
Yhteensä (MEUR)		148		

Venture capital	Perustettu	AUM	Vaihe	Voitonjakopotentiali*
NSI Nordic Science I Ky	2024	45	Sijoituskausi	–
Yhteensä (MEUR)		45		Sijoituskausi kesken

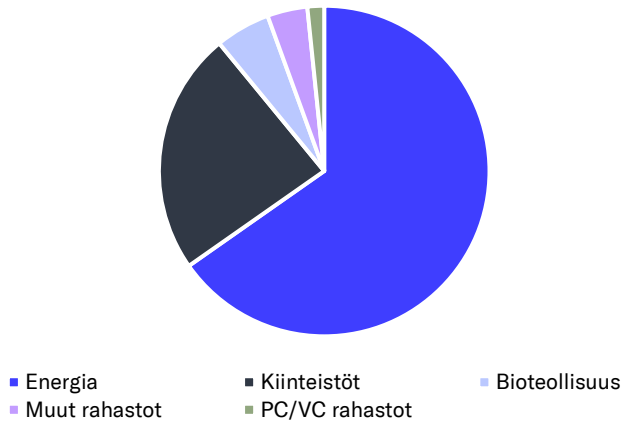
Muut rahastot yhteensä (MEUR) 108

Hallinnoitavat varat yhteensä (MEUR) 2750

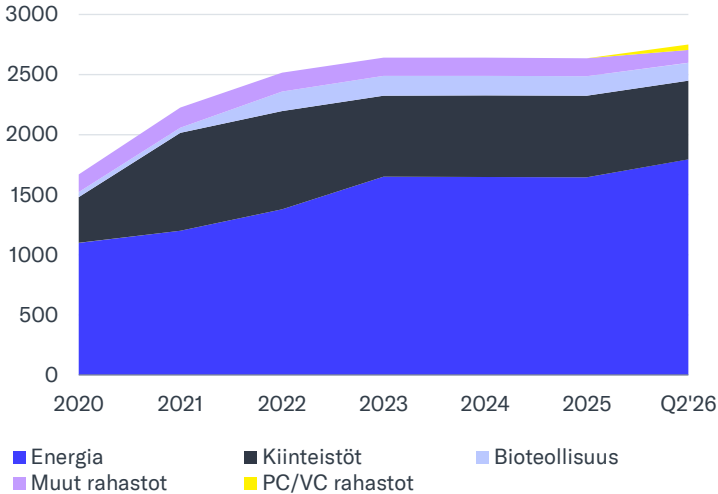
*Inderes arvio

Lähde: Inderes, Taaleri

AUM:n jakauma (Q2'26)



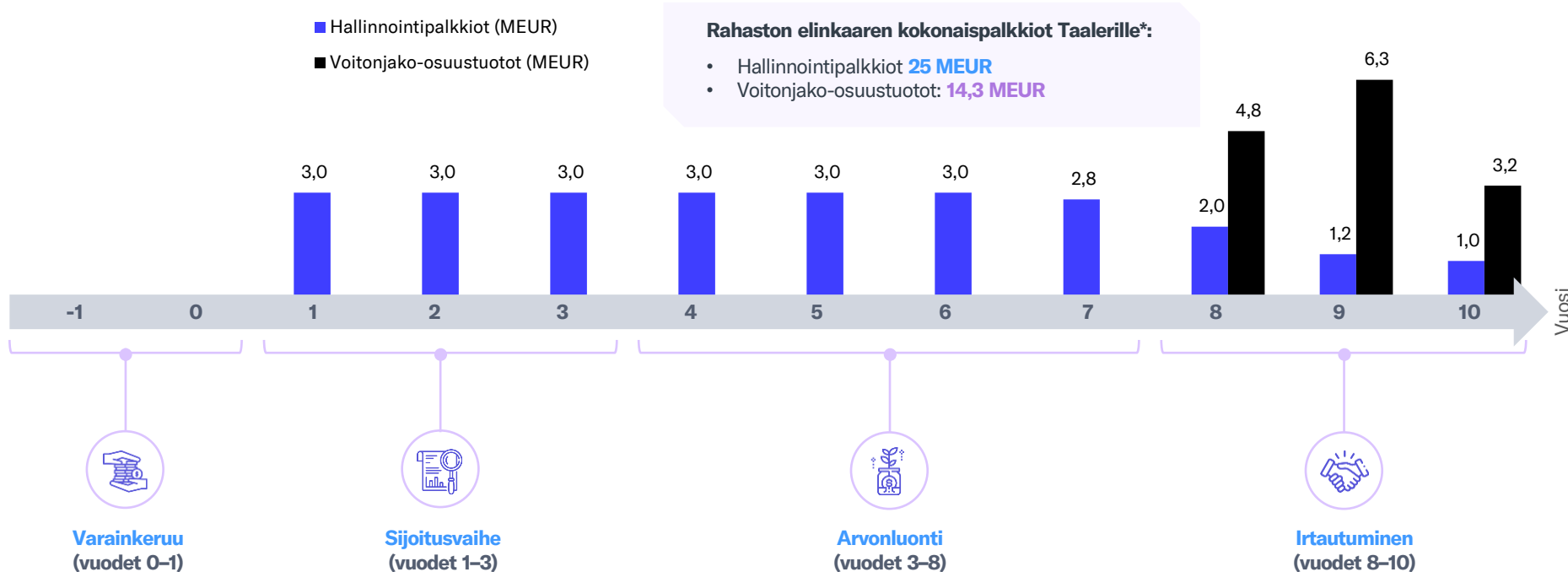
Konsernin AUM:n kehitys** (MEUR)



** Myydyn Varainhoidon hallinnoitavat varat oikaistu pois

Pääomarahastot 6/10

Havainnollistava esimerkki suljetun rahaston elinkaaresta



- Ensimmäisessä vaiheessa hallinnointiyhtiö kerää sijoittajilta rahastoon sijoitettavan pääoman.
- Varainkeruussa voidaan hyödyntää myös yhtiön ulkopuolisia myyntiagentteja.
- Varainkeruu voi jatkua myös sijoitusvaiheen alkupuolella.

- Sijoitusvaiheessa rahaston keräämät pääomat allokoidaan sijoituskohteisiin.
- Rahastot ovat varsin keskittyttä ja rahastotyyppistä riippuen kohteiden määrä on yleensä 5–15 kpl.
- Vaiheen lopullinen kesto on riippuvainen mm. yleisestä markkinatilanteesta ja kohteiden saatavuudesta.

- Arvonluonnin keinot riippuvat pitkälti rahastotyyppistä.
- Aurinkotuulirahastoissa Taaleri Energia tyypillisesti vastaa tuuli- ja aurinkopuistojen rakentamisesta, ylösajosta sekä keskeisten sopimusten solmimisesta (mm. sähkön hintasuojuukset, sähkön myyntisopimukset).
- Muissa pääomarahastoissa arvonluonti voidaan jakaa tyypillisesti 1) kohteiden operatiiviseen kehittämiseen, 2) velkavivun käyttöön ja 3) kohteen arvostuskertoimien nousuun hankinta-ajankohtaan verrattuna.
- Arvostuskertoimien nousu on arvoajureista eniten riippuvainen yleisestä markkinakehityksestä.

- Rahaston elinkaaren lopussa rahasto myy sijoituskohteensa esimerkiksi teolliselle ostajalle tai toiselle sijoittajalle.
- Rahaston sijoitustoiminnan onnistuessa saa hallinnointiyhtiö osuutensa voitoista tuottosidonnaisina palkkioina.
- Tuottosidonnaisiin palkkioihin liittyy luonnollisesti epävarmuutta, eivätkä läheskään kaikki rahastot yllä yli aitakoron.
- Tämän vaiheen kesto riippuu mm. kohteiden operatiivisesta kehityksestä sekä yleisestä markkinan aktiivisuudesta.

Rahaston tuottaessa hyvin voi tuottopalkkioiden rooli olla todella merkittävä

Suljetuissa rahastoissa pääoma sidottu yli vuosikymmeneksi ja hallinnointipalkkioiden ennustettavuus on korkea

Suljetun rahaston hoitaminen vaatii merkittävästi enemmän resursseja kuin perinteisen osake-/korkorahaston.

Pääomarahastot 7/10

Vaihtoehtoiset omaisuuslajit ovat olleet varainhoidon selkein voittaja

Globaalit vaihtoehtoisemarkkinat ovat kasvaneet viimeisen reilun vuosikymmenen ajan huomattavasti nopeammin kuin perinteiset omaisuuslajit. Preqnin tuoreimman Private Markets in 2030 -raportin (10/2025) mukaan vaihtoehtoisen varainhoidon AUM:n odotetaan saavuttavan noin 32 biljoonaa dollaria vuoteen 2030 mennessä, kun vertailukohtana oli vuoden 2023 lopussa noin 17 biljoonaa. Arvioimme kasvun säilyvän toimialan keskimääräistä kasvua selvästi nopeampana myös tulevina vuosina. PwC:n 2025 Global Asset & Wealth Management -raportin (11/2025) mukaan private markets tuottavat vuoteen 2030 mennessä yli puolet koko globaalin varainhoidon palkkiotuotoista, yhteensä noin 432 miljardia dollaria.

Rakenteellinen siirtymä näkyy selvimmin varainhoitajien tuloksessa. BCG:n mukaan vaihtoehtoiset omaisuuslajit muodostavat alle neljänneksen globaalista AUM:sta, mutta yli puolet toimialan palkkiotuotoista, ja osuus on noussut vuosi vuodelta. Nollakorkokauden jälkeenkin vaihtoehtoismanagerit ovat kyenneet puolustamaan palkkiomarginaalejaan selvästi paremmin kuin aktiivisia rahastoja hallinnoivat toimijat, joilla palkkiopaine on ollut jatkuvaa passiivituotteiden voittokulusta johtuen. Tämä on näkynyt etenkin Yhdysvalloissa, jossa indeksituotteiden voittokulku on ollut selvästi Eurooppaa nopeampaa. Näkemyksemme mukaan Euroopan pankkikeskeinen jakelu on hidastanut indeksien leviämistä etenkin yksityissijoittajien sekä pienempien instituutioiden keskuudessa.

Kasvun ajurit

Kasvun taustalla vaikuttaa useita toisiaan vahvistavia trendejä, jotka eivät mielestämme ratkaisevasti heikkene edes kohonneiden korkojen ympäristössä.

Instituutiosijoittajilla on edelleen isossa kuvassa halua nostaa allokatioitaan vaihtoehtoiselle puolelle. Motiiveina ovat parempi tuotto-odotus, hajautushyöty ja pitkäaikaiselle vastuuvälille soveltuva duraatio.

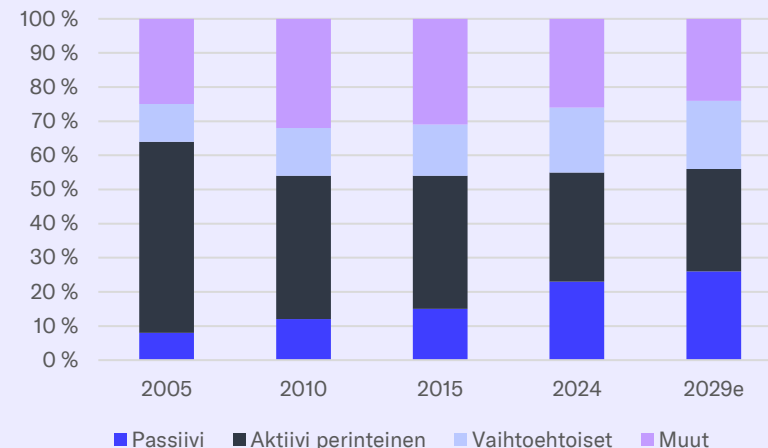
Yksityissijoittajakanavan avautuminen on myös yksi pidemmän aikavälin kasvuajuri vaihtoehtoisille tuotteille. Private wealth -kanava on vielä vaiheessa, jossa yksityissijoittajien allokatio vaihtoehtoiisiin on alhainen verrattuna institutionaaliin. Puoliavoimet evergreen-rakenteet ja muut uudet tuotemuodot laskevat vähitellen sijoittamisen kynnystä.

Listaaamattomien yhtiöiden määrä kasvaa, listattujen vähenee. Pörssi-yhtiöiden lukumäärä on supistunut kehittyneillä markkinoilla jo useamman vuosikymmenen ajan, Yhdysvalloissa noin 40 % ja Lontoon päälistalla noin 60 % vuodesta 1996. Samalla pörssi-indeksit ovat keskittyneet yhä harvempaan suuryhtiöön. Listaamaton markkina on ottanut kasvavan osan yritysmailman arvonaluonnista, mikä pakottaa sijoittajat hakemaan altistusta listaamattomien puolelta.

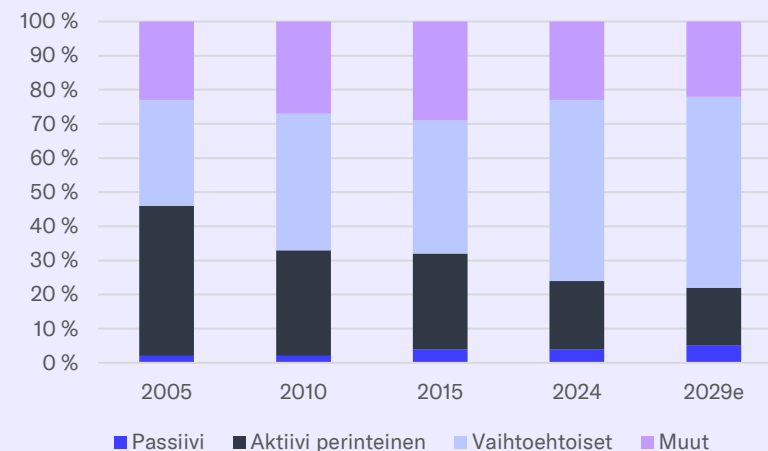
Energiasiirtymä ja reaali-investointien rahoitustarve ovat rakenteellisia pitkän aikavälin ajureita erityisesti infrastruktuurille. Julkisen sektorin rajallinen tasekapasiteetti ja rakenteelliset budjettialijäämät tarkoittavat väistämättä sitä, että nämä investoinnit on rahoitettava yksityisellä pääomalla. Tämä tarkoittaa mm. sähkö-, tietoliikenne- ja vihreän siirtymän investointeja.

Sekondääri- ja jatkomarkkinat ovat nousseet omaksi kasvualueekseen. Likviditeettipaineet ja pitkittyneet irtautumiset ovat luoneet rakenteellisen kysynnän sekondäärirahastoille, joiden kasvuvauhti on Preqnin Future of Alternatives 2029 -raportin (9/2024) arvion mukaan nopein koko vaihtoehtoissegmentissä (yli 13 % p.a. 2023–2029).

Globaali AUM-jakauma (Lähde: BCG Global Asset Management Report 2025)



Globaalit palkkiotuotot tuotteittain (Lähde: BCG Global Asset Management Report 2025)



Pääomarahastot 8/10

Omaisuusluokkien näkymät

Vaikka vaihtoehtoismarkkinan kokonaiskasvu näyttää rakenteellisesti vahvalta, eri omaisuusluokkien näkymissä on merkittäviä eroja. Kokoluokaltaan private equity säilyy edelleen markkinan selkärankana ja suurimpana yksittäisenä luokkana, mutta lyhyellä aikavälillä private equity kärsii edelleen alhaisista palautuksista, jotka hidastavat selvästi varainkeruumarkkinan elpymistä. Myös kiinteistösektori kärsii merkittävästi kohonneen korkotason tuomasta krapulasta, vaikka pahin alkaakin myös siellä olla takana. Infrastruktuurin osalta kasvunäkymä on puolestaan merkittävästi parempi. Infrassa pitkän aikavälin ajurit: energiasiirtymä, AI, digitaalinen infra ja puolustus sekä julkisen rahoituksen rajallisuus takaavat vahvat kasvunäkymät pitkälle aikavälille. Venture capitalin puolella tilanne on etenkin Euroopassa hyvin mielenkiintoinen, kun historiallisesti selvästi ali-investoitu segmentti on noussut sijoittajien suosioon. Kokonaisuutena eri markkinatoimijat ennakoivat vaihtoehtoisen markkinan kasvavan noin 10 % vuosittaista vuosikymmenen loppuun mennessä. Mielestämme arvio on uskottava, ja oikealla pallokentällä.

Kilpailutilanne kiristyy ja polarisaatio syvenee

Markkinan kasvun käänköpuoli on kiristynyt kilpailutilanne. Pääomaa virtaa vaihtoehtoisluokkiin edelleen historiallisen paljon, uusia toimijoita tulee markkinoille sekä perinteisistä varainhoitajista että uusista erikoistuneista tiimeistä, ja samalla kohdemarkkinoiden tuottopotentiaali normalisoituu. Nollakorkokauden tarjoama velkavipuvoima on poistunut, arvostustasot eivät enää tue tuottoa samaan tapaan kuin 2010-luvulla, kun kilpailu hyvistä kohteista on kiristynyt kauttaaltaan. Yhdistelmänä tämä tarkoittaa, että ylituottojen saavuttaminen on olennaisesti aiempaa vaikeampaa ja tuottojen keskiarvot laskevat.

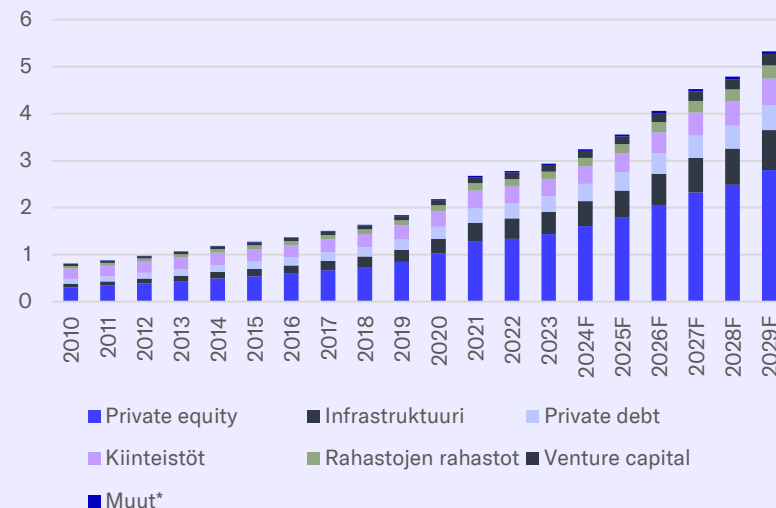
Tämä ajaa luokkaa väistämättä kohti selkeämpää polarisaatiota hyvien ja heikkojen managerien välillä. Kun markkinalta ei saada oleellista vetoapua, korostuu managerin oma kyky luoda arvoa. Parhaille managereille ei tule jatkossakaan olemaan ongelmia varainkeruussa tai puolustaa palkkiomarginaalejaan. Heikompi keskikasti sen sijaan kohtaa kasvavia vaikeuksia: varainkeruu hidastuu, instituutiosijoittajat keskittävät allokaatiotaan harvempiin kumppaneihin, ja kilpailu leikkaa palkkiomarginaalit. Tämä kaikki näkyy myös tilastoissa ja BCG:n mukaan 50 suurinta pääomasijoitusyhtiötä keräsi vuonna 2024 37 % maailman varainkeruusta, kun kymmenen vuoden keskiarvo on 22 %.

Vaikka toimialan palkkiotasot ovat toistaiseksi kestäneet erittäin hyvin, on mielestämme selvää että kilpailun kiristyminen tulee heijastumaan alan marginaaleihin.

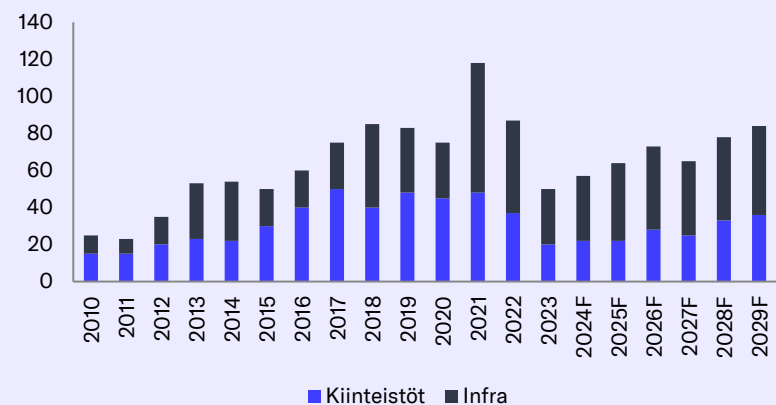
Toimialan kasvunäkymä on vahva, mutta aalto ei enää nosta kaikkia veneitä

Yhteenvedonä näemme, että toimialan kasvu ympäristö on edelleen vahva, mutta polarisaatio managerien välillä kasvaa. Ylituottoja on aiempaa vähemmän tarjolla ja pelkkä allokaatio vaihtoehtoisiin tuskin tarjoaa enää itsessään ylituottoa, vaan sijoittajan pitää kyetä poimimaan oikeat managerit sekä tuotteet. Pääoma keskittyykin yhä vahvemmin vahvan track-recordin toimijoihin, ja keskinkertaisuus johtaa väistämättä liiketoiminnan supistumiseen pidemmällä aikavälillä.

Yksityisten pääomamarkkinoiden koko Euroopassa (\$tn)



Eurooppaan fokuoituneiden rahastojen varainkeruu (mrd. euroa)



Pääomarahastot 9/10

Uusiutuva Energia on saatu erittäin kannattavaksi

Viimeisen 12 kk osalta Taalerin Pääomarahastojen jatkuvat palkkiot ovat olleet noin 29 MEUR, ja AUM:sta keskimäärin ansaittava palkkio on hieman yli 1 %:n tasolla. Taso on mielestämme hyvä ja se heijastelee yhtiön vahvaa erikoistumista. Yhtiön omien rahastojen palkkiotasot ovat tätä korkeampia, mutta sijoitusmandaattien maltillinen hinnoittelu laskee yhtiötason lukua. Huomautamme, että Energia kirjaa liikevaihtoonsa noin 3-4 MEUR vuodessa kuluja, jotka Taaleri maksaa, mutta jotka se läpilaskuttaa rahastoilta.

Pääomarahastoliiketoiminnalle tyypilliseen tapaan kertatuottojen osuus on merkittävä ja kertatuotot tulevat yleensä hyvin jälkipainotteisesti rahaston elinkaaren lopussa. Pääomarahastojen kertatuotot koostuvat pääosin rahastojen tuottopalkkioista. Historiallisesti Taaleri on kirjannut merkittäviä kertatuottoja säännöllisesti etenkin Energiasta, mutta viimeisen 12 kk osalta kertatuotot ovat olleet hyvin vaatimattomat.

Segmentin sisällä kannattavuus vaihtelee merkittävästi. Energia on noussut SolarWind 3 -rahaston myötä hyvin voitolliseksi, ja sen jatkuviin palkkioihin pohjautuva kannattavuus on noin 30 %. Tason pitäisi tästä vielä skaalautua, kun SolarWind 4 kasvattaa liiketoiminnan kokoa. Energian kannattavuustaso onkin hyvä, niin absoluuttisesti kuin suhteellisesti.

Muiden Pääomarahastojen osalta tilanne on selvästi heikompi ja jatkuviin palkkioihin pohjautuva liiketoiminta selvästi tappiollista. Arviomme mukaan etenkin kiinteistötoiminta on tällä hetkellä selvästi tappiollista, sillä sen tiimi on iso ja uusmyynti on ollut heikkoa. Muut Pääomarahastot ovat edelleen ylösajovaiheessa ja kannattavuuden parantaminen vaatii toiminnan merkittävä

kasvattamista.

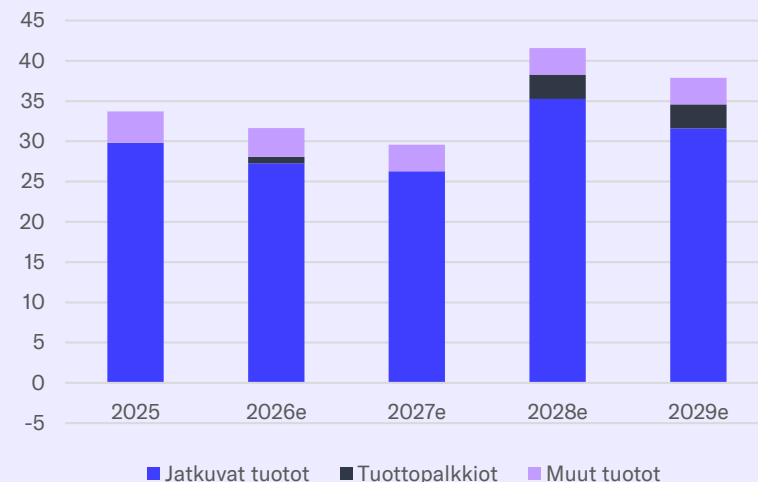
Kokonaisuutena Pääomarahastot-segmentin liikevoittomarginaali ilman kertatuottoja on hieman alle 20 %, mikä on korkeintaan kohtalainen taso absoluuttisesti ja suhteellisesti.

Pääomarahastojen ennusteet

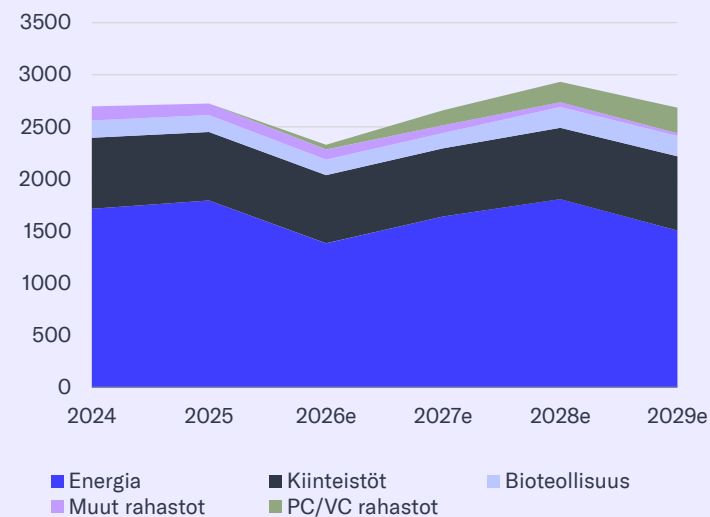
Pääomarahastot tavoittelevat voimakasta kasvua lähivuosina. Kasvun yksittäinen tärkein ajuri on SolarWind 4 -rahasto. Ennustamme varainkeruun sujuvan hyvin ja pidämme tavoitekokoa kunnianhimoisena, mutta realistisena. Hyvästä uusmyynnistä huolimatta Uusiutuvan Energian AUM laskee ennusteissamme Q2'26-2029 välillä, johtuen vanhempien rahastojen irtautumisista (etenkin vanhat tuulirahastot). Tämän johdosta Uusiutuvan Energian jatkuvat palkkiot eivät käytännössä kasva AUM:n laskun myötä. Yhtiön palkkiokulut kuitenkin romahtavat, sillä vanhojen rahastojen palkkiot jaetaan suunnilleen puoliksi Aktian kanssa. Näin ollen kustannustaso laskee oleellisesti ja tämä nostaa liiketoiminnan rakenteellista kannattavuutta.

Muiden Pääomarahastojen osalta olemme kasvuennusteissamme hyvin varovaisia. Kiinteistöjen osalta meidän on vaikea nähdä, että Taaleri kykenisi keräämään merkittävästi uusia pääomia nykyisessä rutikuivassa varainkeruumarkkinassa. Bioteollisuuden osalta näemme myös aidon riskin siitä, että toisen rahaston varainkeruu tulee olemaan hankala johtuen sektorin selvästi vaikeammasta markkinatilanteesta. Ykkösrahaston olisikin ensiarvoisen tärkeää suoriutua hyvin, sillä ilman sitä voi kakkosrahaston onnistunut keräys olla ylitsepääsemätön tehtävä. VC-rahaston osalta näkyvyys varainkeruuseen on heikko, mutta suhtaudumme siihen varovaisen optimistisesti sektorin vahvan kysynnän johdosta.

Pääomarahastojen liikevaihdon kehitys (MEUR)



AUM-ennusteet (MEUR)



Pääomarahastot 10/10

Private Creditin osalta varainkeruun realistisuuden arviointi on todella hankalaa, ennen kuin tiimi julkistetaan. Ennustamme Muiden Pääomarahastojen AUM:n kasvavan nykyisestä 955 MEUR:sta vain 1180 MEUR:oon 2029 loppuun mennessä. Tämä on merkittävästi alle yhtiön omien tavoitteiden ja arviomme mukaan yhtiö tavoittelee lähivuosina karkeasti AUM:n tuplaamista Muissa pääomarahastoissa.

Tuottopalkkioiden osalta odotamme niitä alkavan kertyä kunnolla 2028 alkaen SolarWind 2 -rahastosta. Ennustamme 3 MEUR vuodessa 2028-2029 on varsin konservatiivinen suhteessa rahaston potentiaaliin, mutta pidämme varovaisuutta tässä vaiheessa perusteltuna, kun yhtäkään irtautumista ei ole vielä tehty. Varovaisuusperiaatteen johdosta emme myöskään odota tuottopalkkioita AurinkoTuuli 1 -rahastosta, vaikka ne ovat mielestämme hyvinkin realistisia, sillä rahasto on edelleen marginaalisesti yli aikakoron. Kokonaisuutena ennustamme Pääomarahastojen liikevaihdon nousevan noin 38 MEUR:oon 2029, kun viimeisen 12kk taso on noin 32 MEUR. Suosittelemme sijoittajia seuraamaan segmentissä etenkin jatkuvien palkkioiden kehitystä, sillä kertapalkkiot vaikuttavat liikevaihtoon merkittävästi katsauskausien välillä.

Kannattavuus paranee merkittävästi

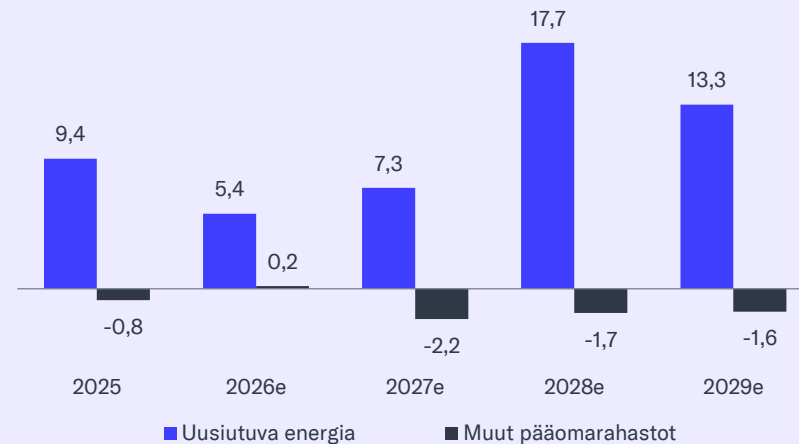
Liikevaihdon varsin vaatimattomasta kasvusta huolimatta segmentin kannattavuus tulee parantumaan merkittävästi. Yksittäinen tärkein asia tämän taustalla on Aktialle maksettavien palkkiokulujen romahtaminen vanhojen rahastojen irtautumisten myötä. Lisäksi Uusiutuvan Energian kasvun pitäisi olla hyvin kannattavaa, kun myös

sen omat kulut skaalautuvat edelleen nykyisestä. Keskeinen kannattavuutta rasittava tekijä ovat Muut Pääomarahastot, jotka säilyvät ennusteissamme tappiollisina myös lähivuosina. Arviomme mukaan tappio tulee käytännössä täysin Kiinteistöt-liiketoiminnasta.

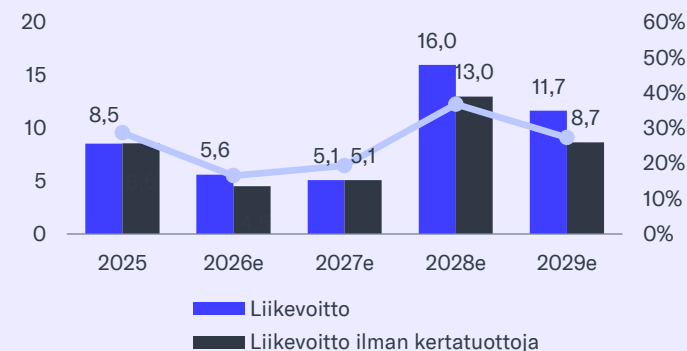
Ennustamme segmentin jatkuviin palkkioihin pohjautuvan liikevoiton kohoavan 8,7 MEUR:oon 2029 mennessä. Tuottopalkkiot huomioiden kohoaa segmentin liikevoitto noin 12 MEUR:oon 2029. Muut pääomarahastot pysyvät ennusteissamme edelleen selvästi tappiollisina ja näin ollen koko tulos syntyy Uusiutuvan Energian puolelta. Huomautamme, että 2028 ennusteemme sisältää merkittävät takautuvat palkkiot SolarWind 4 -rahaston viimeisestä sulkemisesta ja näin ollen 2028 tulos näyttää liian hyvältä.

Lyhyellä aikavälillä tärkein yksittäinen seurattava asia Pääomarahastoissa on irtautumisten eteneminen Uusiutuvassa Energiassa. Irtautumisten osalta sijoittajien kannalta suurin jännitys liittyy vanhoihin tuulirahastoihin (Tuulitehdas 2&3). Taaleri on kirjannut näistä rahastoista aiemmin tuottopalkkioita 14 MEUR:lla ja viime vuosina myös hallinnointipalkkioita on mennyt saamiin rahastojen heikon kassavirran seurauksena. Tilanne on sittemmin parantunut selvästi, kun etenkin negatiiviset tunnit ovat lähes poistuneet Suomen sähkömarkkinoilta. Kokonaisuutena Taalerilla on saamia rahastoilta arviomme mukaan noin 20 MEUR:lla. Näiden saamisen kotiutuminen olisi ensiarvoisen tärkeää. Myös SolarWind 1 -rahasto alkaa lähestyä elinkaarensa päätä (perustettu 2016) ja sillä on käynnissä useampia irtautumisprosesseja. Nämä irtautumiset ovat tärkeitä referenssipisteitä uuden rahaston varainkeruuta ajatellen.

Liikevoiton jakauma (MEUR)



Pääomarahastojen tulosenusteet (MEUR)



Pääomarahastot tulosennusteet

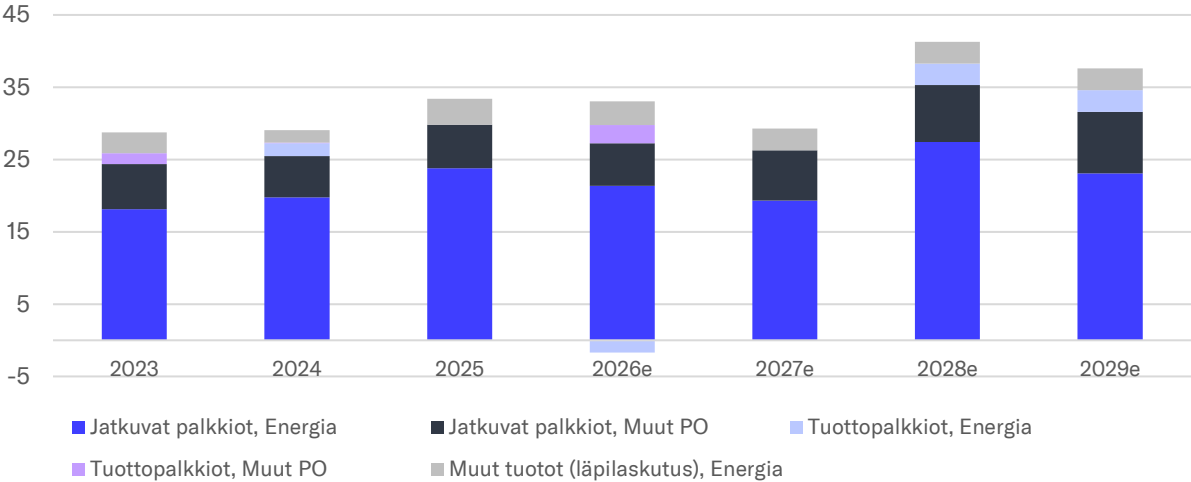
Pääomarahastot	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Jatkuvat palkkiot	25,5	29,8	27,3	26,3	35,3	31,6
Tuottosidonnaiset	1,8	0,0	1,1	0,0	3,0	3,0
Sijoitustoiminta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut tuotot	2,1	3,9	3,6	3,3	3,3	3,3
Liikevaihto	29,4	33,7	32,0	29,6	41,6	37,9
Palkkiokulut	-6,0	-6,4	-5,8	-2,7	-2,6	-2,0
Henkilöstökulut	-10,9	-12,4	-13,7	-15,3	-16,3	-17,4
Muut suorat kulut	-5,1	-6,3	-6,4	-6,4	-6,6	-6,8
Muut kulut	-0,1	0,0	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1
Liikevoitto	7,4	8,5	5,6	5,1	16,0	11,7
Liikevoitto-%	25 %	25 %	18 %	17 %	38 %	31 %
Kertatuotot*	1,9	0,0	1,1	0,0	3,0	3,0
Liikevoitto ilman kertatuottoja	5,5	8,6	4,5	5,1	13,0	8,7
Liikevoitto ilman kertatuottoja-%	22 %	29 %	17 %	19 %	37 %	27 %
Henkilöstömäärä	86	86	99	103	107	111

*Tuottopalkkiot + sijoitustuotot

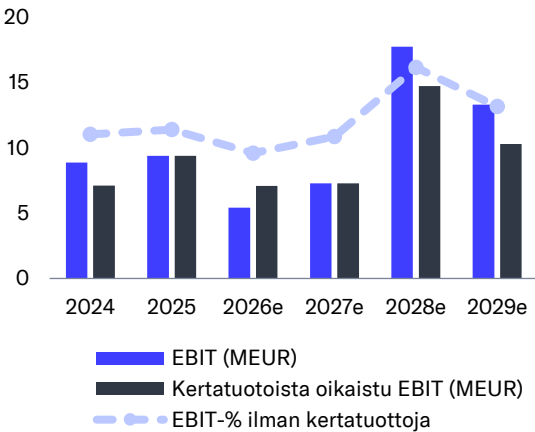
Hallinnoitava varallisuus (GAV)	2697	2723	2327	2658	2931	2682
Uusiutuva energia	1714	1793	1382	1638	1806	1502
Kiinteistö	681	656	654	654	684	714
Bioteollisuus	164	164	148	148	198	198
Vanhat rahastot	138	110	98	73	48	23
VC/PC			45	145	195	245
Jatkuvat palkkiot/AUM-%	0,95 %	1,10 %	1,08 %	1,05 %	1,26 %	1,13 %

Uusiutuva Energia liikevaihto	23,3	27,4	23,0	22,3	33,4	29,1
Jatkuvat palkkiot	19,8	23,8	21,4	19,3	27,4	23,1
Tuottosidonnaiset	1,8	0,0	-1,7	0,0	3,0	3,0
Sijoitustoiminta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut Pääomarahastot liikevaihto	6,1	6,3	9,0	7,2	8,2	8,8
Jatkuvat palkkiot	5,7	6,0	5,9	6,9	7,9	8,5
Tuottosidonnaiset	0,1	0,0	2,8	0,0	0,0	0,0
Sijoitustoiminta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto Uusiutuva Energia	8,9	9,4	5,4	7,3	17,7	13,3
Liikevoitto Uusiutuva Energia -%	38 %	34 %	24 %	33 %	53 %	46 %
Liikevoitto ilman kertatuottoja	7,1	9,4	7,1	7,3	14,7	10,3
Liikevoitto ilman kertatuotto -%	33 %	34 %	29 %	33 %	48 %	39 %
Liikevoitto Muut Pääomarahastot	-1,5	-0,8	0,2	-2,2	-1,7	-1,6
Liikevoitto Muut pääomarahastot -%	-24 %	-13 %	2 %	-30 %	-21 %	-19 %
Liikevoitto ilman kertatuottoja	-1,6	-0,8	-2,6	-2,2	-1,7	-1,6
Liikevoitto ilman kertatuotto -%	-28 %	-13 %	-44 %	-32 %	-22 %	-19 %

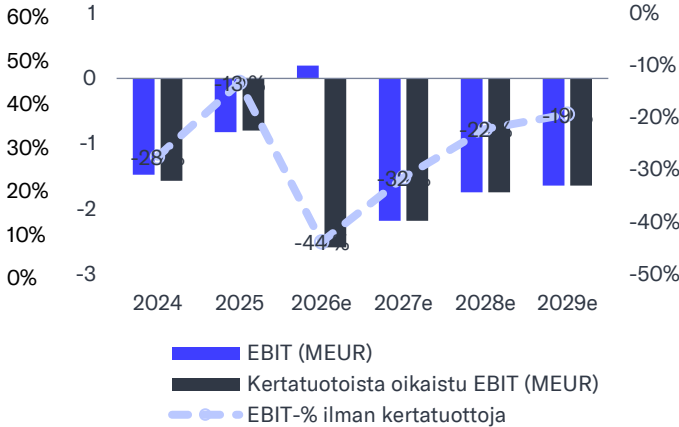
Pääomarahastojen liikevaihto (MEUR)



Energian kannattavuuskehitys



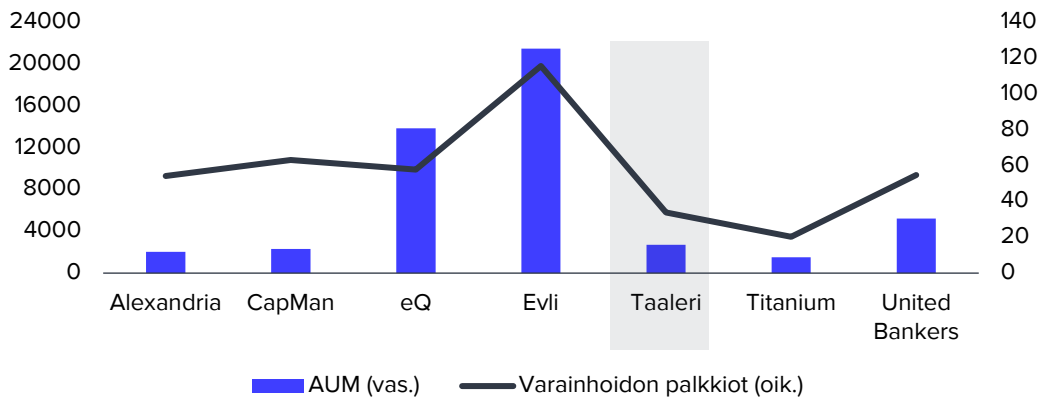
Muiden pääomarahastojen kannattavuuskehitys



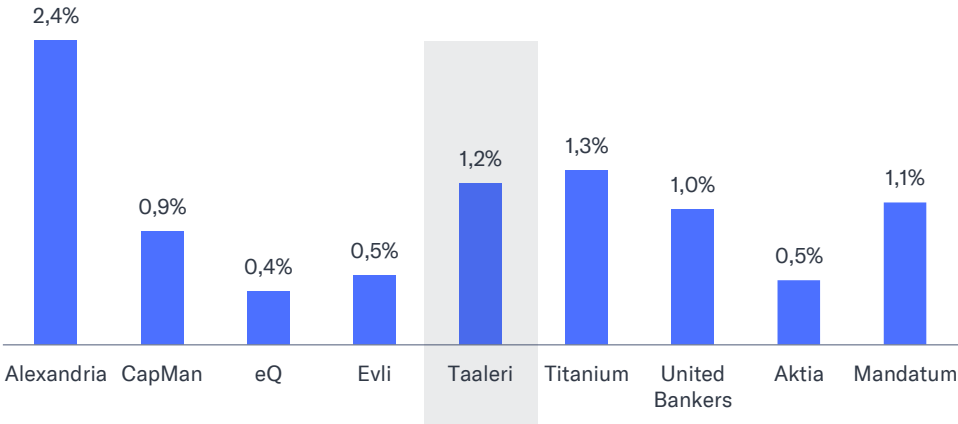
Graafeista oikaistu 2023 pois sijoitustoiminnan tuotot

Taalerin Pääomarahastot suhteessa listattuihin kotimaisiin varainhoitajiin

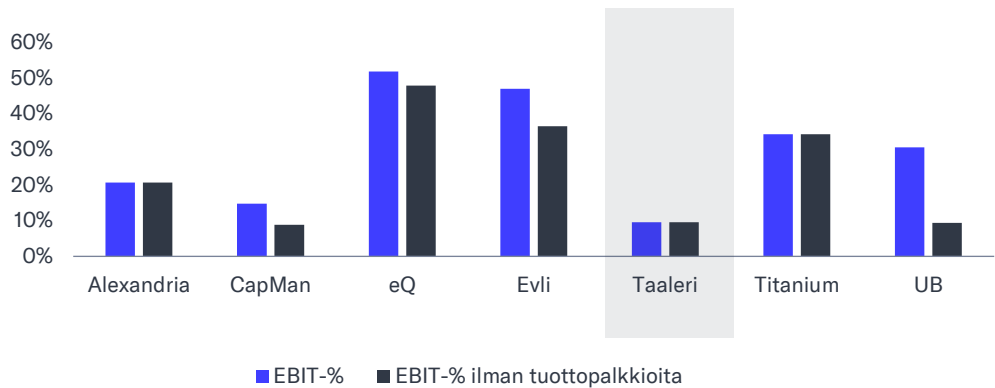
Varainhoitajien AUM ja palkkiotuotot 2025 (MEUR)



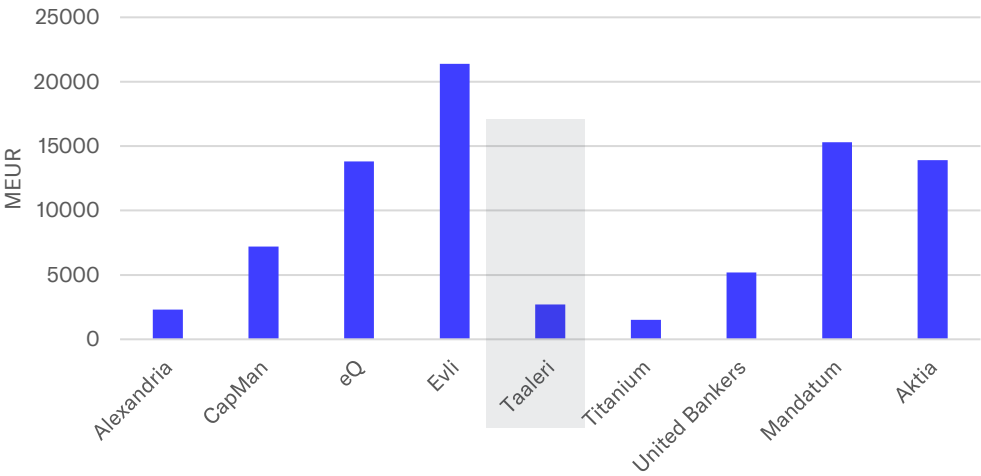
Varainhoitoliiketoiminnan liikevaihto/AUM-% (2025)



Varainhoitoliiketoimintojen kannattavuudet (2025)



Hallinnoitava varallisuus 2025 (AUM)



Garantia 1/7

Asuntolainatakaus on liiketoiminnan ydin

Garantia on Taalerin täysin omistama vahinkovakuutusyhtiö, joka on erikoistunut luottoriskin vakuuttamiseen. Yhtiö tarjoaa takaus- ja luottoriskivakuutuksia kuluttajille, yrityksille ja luotonantajille Suomessa. Liiketoiminta jakautuu kahteen osaan: kuluttajatakauksiin, jotka vastasivat 83 % takausvakuutuskannasta Q2'26 lopussa, ja yritystakauksiin, joiden osuus on 17 %. Takausvakuutuskanta oli Q2'26 lopussa 1835 MEUR.

Kuluttajapuolen ylivoimaisesti tärkein tuote on asuntolainatakaus, joka toimii lisävuokutena asuntolainassa ja korvaa käteisvakuudet tai takaajat. Asuntolainatakauksissa takauksen myöntämisestä ja käsittelystä vastaa yhteistyöpankki, mikä tekee liiketoiminnasta Garantian näkökulmasta hyvin skaalautuvaa. Garantia puolestaan määrittelee asuntolainatakausten riskitason ja hakijoiden kelpoisuusvaatimukset, joiden perusteella yhteistyöpankit takauksia myöntävät. Myöskään rahaa ei takauksen myöntämishetkellä siirry (pois lukien takausmaksu), joten takausvakuutusten suorat kustannukset tulevat liiketoiminnan sitoman pääoman, pääoman kustannuksen sekä luottotappioiden muodossa. Tuotetta on käytetty yli 100 000 asuntokaupassa viimeisen 20 vuoden aikana ja se myydään käytännössä kokonaan pankkikumppanien (Aktia, Hypo, OmaSP, OP, S-Pankki ja Säästöpankki) kautta. Garantian takaus voi kattaa enintään 25 % asunnon arvosta.

Yritystakauksissa tuotevalikoima kattaa laina- ja eläkelainatakaukset (TyEL-lainat), urakka- ja muut kaupalliset takaukset sekä erikoistakaukset. Asiakkaat ovat pääosin keski- ja suuria suomalaisia yrityksiä ja yhteisöjä, ja takaustarpeen alaraja on tyypillisesti noin 0,5 MEUR. Tuotteen avulla asiakas saa rahoituksen yhdestä paikasta, ja lainan myöntävä pankki pystyy hajauttamaan omaa riskiään. Valtaosa

yritystakauksista annetaan edelleen Suomessa, mutta yhtiö on laajentanut 2026 aikana myös pohjoismaiselle luottoriskimarkkinalle.

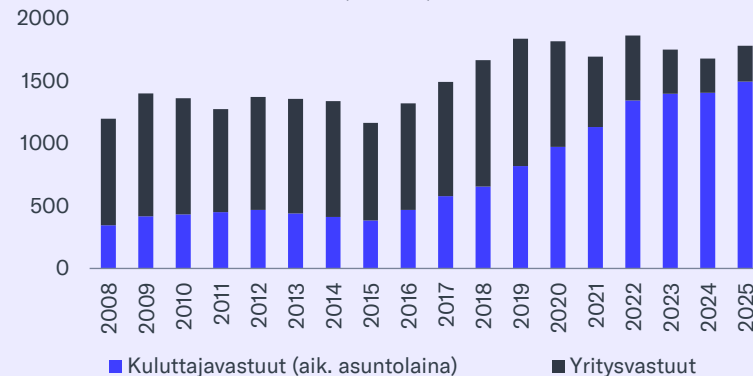
Yhtiön tase on erittäin vahva

Garantian liiketoiminta on erittäin skaalautuva ja kustannusrakenne on kevyt. Yhtiö työllistää vain 21 henkeä ja henkilöstömäärä on pysynyt käytännössä ennallaan viimeisen 10 vuoden aikana. Samalla yhtiön liiketoiminnan volyymi on kasvanut merkittävästi ja kulusuhde on yli puolittunut. Yhtiön keskeiset kilpailuedut ovat mielestämme syvä integraatio pankkikumppaneihin, vahva vakavaraisuus sekä pitkät näytöt onnistuneesta riskin hinnoittelusta. Keskeisenä haasteena näemme puolestaan riippuvuuden yhdestä tuotteesta, Suomen asuntomarkkinoista sekä keskeisistä pankkikumppaneista.

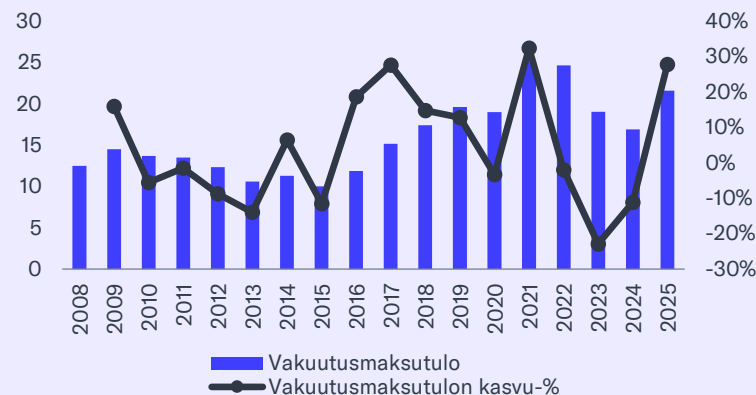
Yhtiöllä on luottoluokittaja S&P:ltä A- luottoluokitus. Luottoluokitus on yhtiölle kriittinen, sillä sen avulla pankki saa pääomahelpotuksen. Käytännössä tämä tarkoittaa, että takauksella vakuutetun lainaosuuden riskipaino pankin omassa vakavaraisuuslaskennassa pienenee, jolloin pankki tarvitsee vähemmän omaa pääomaa samaa lainakantaa vastaan. Jos Garantian luokitus putoaisi, tämä hyöty heikkenisi tai katoaisi, ja pankin kannattavuus käyttäen Garantian takausta romahtaisi.

Garantian vakavaraisuus on erittäin vahvalla tasolla ja Q2'26 lopussa solvenssi2-suhde oli 263 %. Garantia ei itse ole antanut tarkkaa tavoitetasoa, mutta arviomme mukaan se haluaa säilyttää vakavaraisuutensa yli 200 %:n tasolla. Käsityksemme mukaan vakavaraisuussuhdetta tärkeämpi asia on luottoluokituksen pysyminen A-tasolla. Käsityksemme mukaan S&P:n oma sisäinen laskenta vastaa karkeasti julkista solvenssi2-laskentaa ja näin ollen julkinen solvenssi2-taso antaa kohtalaisen hyvän kuvan yhtiön pääomatarpeista.

Garantian takausvakuutuskannan kehitys (MEUR)



Garantian vakuutusmaksutulon* kehitys (MEUR)



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

Garantia 2/7

Historiallinen kehitys on ollut väkevää

Liiketoiminnan luonteesta johtuen Garantian taloudellista kehitystä tulee mielestämme tarkastella yli suhdannesyklin, sillä riskit ja korvauskulut realisoituvat hyvin hitaasti. Heikkoina vuosina korvauskulut voivat nousta rajustikin (kuten finanssikriisin jälkeen 2009), kun taas seesteisinä ajanjaksoina nettokorvaukset voivat olla jopa negatiiviset. Näin ollen yksittäiset vuodet eivät välttämättä anna oikeaa kuvaa liiketoiminnan kannattavuudesta. Historiallista tuloskehitystä tarkastellessa on helppo todeta, että yhtiön strategiset valinnat ovat osoittautuneet onnistuneiksi ja liiketoiminta on kehittynyt koko Taalerin omistusaikana erittäin hyvin. Kotimaisista vakuutusyhtiöistä Garantian kannattavuus onkin täysin omassa luokassaan matalien korvauskulujen ansiosta.

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

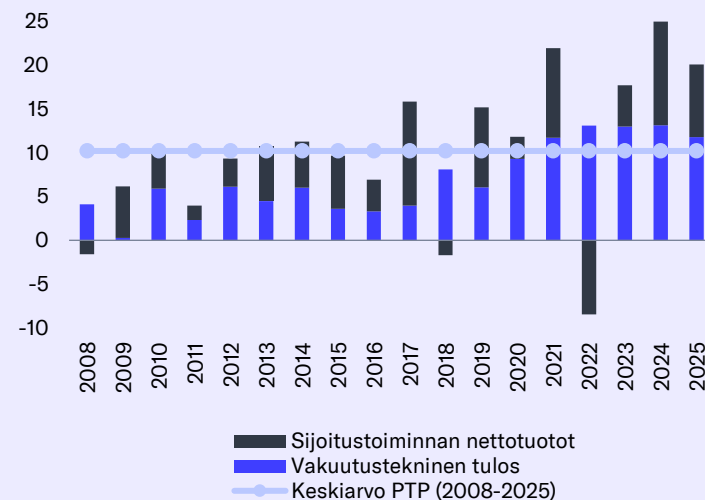
Historiallista kehitystä tarkasteltaessa on syytä erottaa toisistaan vakuutustoiminnan kannattavuus ja sijoitustoiminnan tulos. Garantian takauskannan kasvu on ollut vaatimatonta Taalerin omistusaikana, ja kanta on kasvanut keskimäärin noin 4 %:lla 2015–2025 välillä. Vaisuhkoa kasvua selittää yhtiön strategisen painopisteen siirtyminen kuluttajaliiketoimintaan. Vuonna 2019 Garantia teki strategisen päätöksen siirtää takaustoiminnan painopistettä yksittäisistä suurista yrityslainatarkauksista kohti vähemmän pääomaa sitovia takauslajeja, kuten asuntolaina-, vastike-, vuokra- ja leasingtakauksia. Päätöksen seurauksena kuluttajavastuiden

määrä ylitti yritysvastuiden määrän ensi kertaa yhtiön historiassa vuonna 2020. Saman vuoden alussa Garantia lopetti myös rakennusalan kaupallisten takausten myöntämisen, mikä edesauttoi yritysasiakkaiden takausvastuiden laskua. Päätös oli myös syklin näkökulmasta erinomainen, sillä suomalainen rakennusmarkkina on ajautunut historiallisiin haasteisiin korkojen nousun ja asuntomarkkinakuplan puhkeamisen myötä 2022–2026.

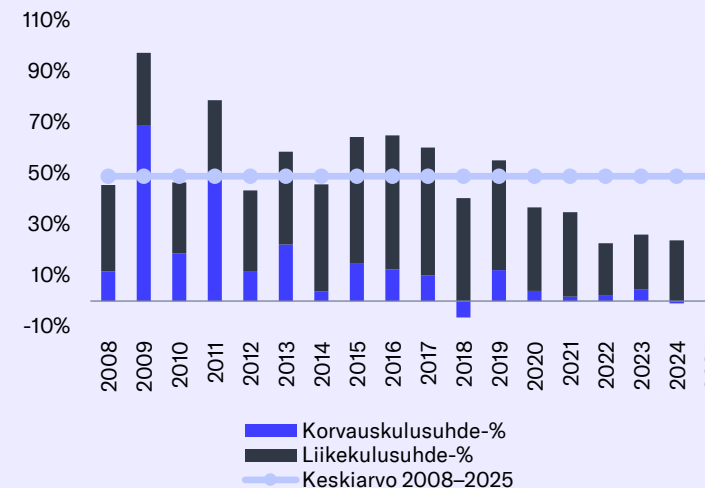
Kasvu onkin tullut täysimääräisesti kuluttajaliiketoiminnasta (asuntolainojen täytetarkaukset) ja yritystakausten kanta on yli puolittunut vuodesta 2015. Kuluttajaliiketoiminnan kanta on puolestaan lähes nelinkertaistunut. Kasvua on ajanut ennen kaikkea yhtiön jakeluverkoston merkittävä kasvu, sekä pienemmässä määrin yhtiön omat toimet tuotteen tunnettavuuden kasvattamiseksi. Takauskannan tuottama marginaalitaso on parantunut hieman ja näin ollen vakuutusmaksutulot ovat kasvaneet keskimäärin noin 8 %/v.

Kasvu on ollut erittäin kannattavaa ja Garantian vakuutuspalvelutulos (vakuutustoiminnan tuotot - vakuutustoiminnan kulut) on kehittynyt erittäin vahvasti koko Taalerin omistusosuuden ajan. Tämän taustalla on näkemyksemme mukaan ollut erinomaisesti onnistunut riskienhallinta sekä skaalautuvien asuntolainatakausten kasvun vanavedessä parantunut kulutehokkuus. Valtaosa Garantian kustannuksista on luonteeltaan kiinteitä, eikä esimerkiksi asuntolainatakausten kasvu vaikuta juurikaan operatiivisiin kuluihin. Liikekulujen suhde vakuutusmaksutuottoihin (tai vakuutusmaksutuloon ennen vuotta 2022) onkin laskenut 53 %:sta noin 24 %:iin vuosina 2016–2025. Tämän ja hyvin maltillisina pysyneiden korvauskulujen johdosta Garantian yhdistetty kulusuhde (liikekulujen ja korvausten suhde vakuutusmaksutuottoihin) on ollut vahvalla laskutrendillä. Viimeisen 5v aikana keskimääräinen yhdistetty kulusuhde on ollut noin 30 %.

Garantian tuloskehitys



Yhdistetyn kulusuhteen kehitys



Garantia 3/7

Sijoitussalkun merkitys tulokselle on huomattava

Garantian suuresta taseesta johtuen myös sijoitussalkun merkitys tuloskehitykselle on huomattava ja sijoitustuottojen osuus liikevoitosta on ollut keskimäärin noin 40 % vuosina 2008–2025 sekä 2015–2025. Vastaavilla periodeilla salkun tuotto on ollut keskimäärin noin 4 %. Salkun koko oli Q2'26 lopussa 169 MEUR.

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

Garantian sijoitussalkku on rakenteeltaan konservatiivinen ja korkoinstrumenttien osuus on merkittävä. Historiallisesti salkun osakepaino on vaihdellut 10-20 %:n välillä, mutta 2025 alkaen se on nostettu nykyiseen noin 27 %:iin. Taso on edelleen varsin konservatiivinen, kun huomioidaan Garantian erittäin vahva vakavaraisuus. Taaleri on itse kertonut haluavansa Garantian toimivan konsernissa vakauttavana sekä vastasyklisenä komponenttina, ja tämä sekä Garantian konservatiivisen riskienhallinnan huomioiden osakepaino tuskin enää nousee nykytasolta. Tilanne on siinä mielessä kaksijakoinen, että Garantia on tällä hetkellä erittäin hyvin pääomitettu, ja vakavaraisuutensa puolesta Garantia voisi ottaa merkittävästi nykyistä enemmän sijoitusriskiä. Toisaalta vakavaraisuuslaskennassa osakeriskin ottaminen syö paljon pääomia ja pääomien optimoinnin kannalta yhtiön kannattaisi ajaa salkkua hyvin pienellä osakepainolla. Karkeiden laskelmiemme perusteella Garantian solvenssi2-suhde nousisi

315-340 %:n tasolle, mikäli se laskisi osakepainon nolnaan. Käytännössä tämä mahdollistaisi 50 MEUR:n pääoman vapauttamisen, ja solvenssi2-suhteen säilyttämisen yli 200 %:n tasolla. Korostamme, että laskelma on puhtaasti havainnollistava, ja sen on tarkoitus alleviivata Garantian erittäin vahvaa pääomitusta. Käsityksemme mukaan keskeinen syy Garantian erittäin vahvan pääomituksen taustalla on valmistautuminen tulevaan kasvuun.

Laskelmiemme mukaan nykyisellä osakepainolla ja salkun rakenteella Garantian salkun normalisoitu tuotto on 5-5,5 %. Mikäli salkkua ajettaisi voimakkaammin korkopainotteiseksi, putoaisi tuottotaso laskelmiemme mukaan noin 4,5 %:iin.

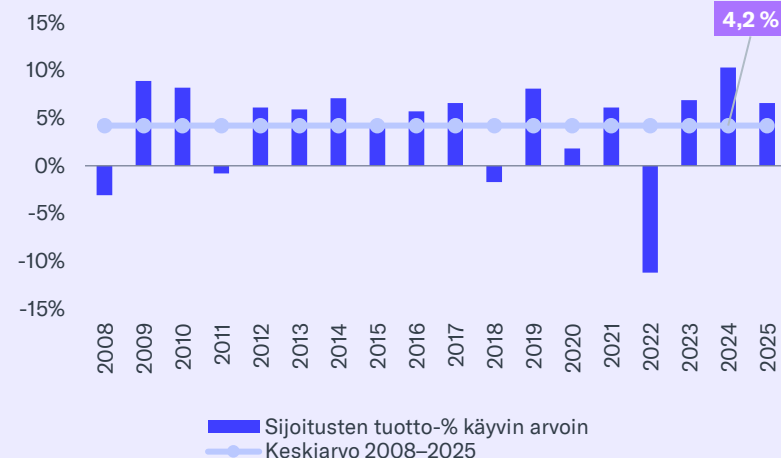
Garantia tuottaa merkittävää kassavirtaa Taalerille

Koska Garantian tase on erittäin vahva, voi se jakaa tuloksensa käytännössä kokonaan Taalerille osinkoina. Historiassa voitonjakosuhde onkin ollut lähellä 100 % ja Taalerin omistusaikana Garantia on jakanut sille 111 MEUR osinkoja (kun huomioidaan nyt syksyllä jaettava 2025 osingon toinen erä). Meidän on vaikea nähdä skenaariota, missä Garantia tarvitsisi niin paljon pääomaa kasvunsa tueksi, että voitonjakosuhdetta tarvitsisi korjata alaspäin ja osinkovirta tuleekin säilymään vuolaana myös tulevina vuosina.

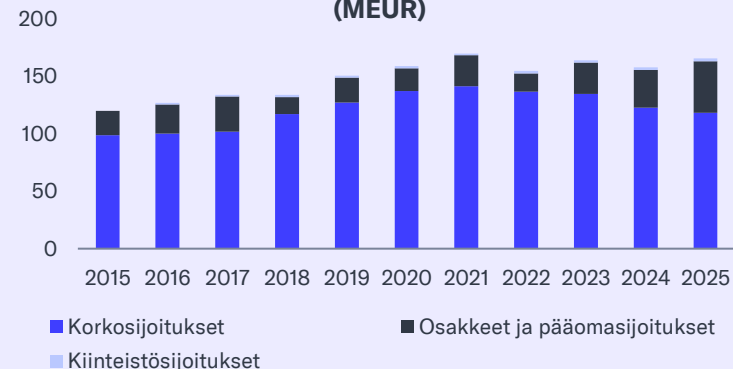
Garantian pääoman tuotto parantunut selvästi

Koska Taaleri on pohjimmiltaan sijoitusyhtiö, tulee Garantian kehitystä tarkastella myös sen pääoman tuoton kautta. Garantian varallisuus koostuu käytännössä täysin yhtiön sijoitusomaisuudesta, jonka osuus taseen loppusummasta on noin 96 %. Vakuutusyhtiön tapauksessa taseen osalta olennaista on kuitenkin tarkastella liiketoimintaan sitoutuneiden omien varojen määrää ja näille saatavaa tuottoa. Garantian IFRS-taseen omat varat olivat Q2'26 lopussa noin 118 MEUR.

Sijoitustoiminnan tuotot



Garantian sijoitussalkun koostumus ja koko (MEUR)



Garantia 4/7

Garantian oma pääoma saadaan laskettua riittävällä tarkkuudella vähentämällä Taalerin konsernitaseen vakuutustoiminnan varoista vakuutustoiminnan velat. Taalerin omistusaikana (2015–2025) Garantian oman pääoman tuotto (ROE-%) on suuresta taseesta johtuen jäänyt keskimäärin noin 9,5 %:iin, kun huomioidaan sijoitustuotot käyvin arvoihin. Taso on maltillinen ja linjassa Taalerille sekä Garantialle soveltamallamme pääoman kustannuksen kanssa. Taso on kuitenkin parantunut viime vuosina ja 2021-2025 välillä keskimääräinen ROE-% on ollut 12 %. Taso on mielestämme vähintään kohtuullinen, mutta huomautamme sen jäävän alle konsernin tavoitteleman yli 15 %:n oman pääoman tuoton.

Strategia 2026–2028: kolme painopistettä

Garantia julkisti päivitetty strategiset painopisteensä Taalerin CMD:llä syyskuussa 2025. Tavoitteena on kasvattaa vakuutuspalveluiden tulosta kolmella tavalla: asuntolainatakauksen markkinaosuuden kasvattamisella, jakelun laajentamisella sekä kansainvälisillä markkinoilla.

Ensimmäinen painopiste on tehdä asuntolainatakauksesta suomalaisten asunnonostajien suosituin vaihtoehto silloin, kun asuntolaina tarvitsee lisävakuutta. Käytännön toimenpiteet ovat brändin ja tuotteen tunnettuuden kasvattaminen sekä tuoteparannukset, jotka lisäävät saatavuutta ja käytön helppoutta.

Toinen painopiste on jakelun laajentaminen: uusia ja laajennettuja kumppanuuksia sekä asuntolaina- että yritystakauksissa. Kansainvälisillä markkinoilla Garantia selvittää mahdollisuutta tulla takaajaksi Baltian lainamarkkinalle ja tavoittelee laajentumista kansainvälisessä luottoriskivakuuttamisessa ennen kaikkea pohjoismaisesta näkökulmasta.

Kolmas painopiste on pääoman optimointi: vakavaraisuus pidetään vahvana ja Taalerille maksetaan vakaata osinkoa.

Strategia selvästi aiempaa kasvuhakuisempi

Kotimaan osalta strategia on mielestämme hyvinkin selkeä ja suhtaudumme positiivisesti yhtiön toimenpiteisiin kuluttajatuotteen tunnettavuuden parantamiseksi. Tämän osalta yhtiö on edistynyt selvästi viimeisen 12kk aikana, ja Garantia on päässyt Suomessa takaisin reippaaseen kasvuun vaisusta asuntolainakysynnästä johtuen. Kuluttajapuolella uusien kumppanien löytäminen on Suomessa hankalaa, sillä potentiaalisia tahoja on vähän ja Garantia on käytännössä varmuudella käynyt niiden kanssa keskusteluja jo aiemmin. Yritystakauksissa kumppanikanava tarjoaa näkemyksemme mukaan selvästi enemmän mahdollisuuksia. Mielestämme kotimaisen yritystakausliiketoiminnan kasvu on myös hyvin looginen askel kasvustrategiassa.

Kansainvälisen laajentumisen suhtaudumme varauksella, sillä meille on edelleen epäselvää, mikä on Garantian kilpailuetu kansainvälisillä luottovakuutusmarkkinoilla. Myös täältä otettavan riskin tasoa on ulkopuolelta erittäin vaikea arvioida ja mielestämme on selvää, että kansainvälinen kasvu nostaa Garantian riskiprofilia. Suhtaudumme positiivisesti siihen, että yhtiö hakee (ainakin aluksi) kasvua kv-markkinoilta hyvin varovasti.

Pääoman optimointi on sanavalintana mielestämme hieman erikoinen, sillä nykyinen sijoitussalkun korkea ja vakavaraisuusmielessä kallis osakeriski ei ole pääoman optimointia. Jos yhtiö todella haluaisi optimoida pääomiaan, tulisi sen asteittain ajaa salkun osakepainoa alas ja investoida tämä pääoma joko kasvuun ja/tai palauttaa omistajille.

Kokonaisuutena uuden strategian toteutus on lähtenyt erittäin hyvin liikkeelle ja yhtiö on selvästi aiempaa kasvuorientoituneempi. Tämä yhdessä asteittain piristyvän markkinan kanssa luovat selvästi aiempaa paremmat edellytykset Garantian arvon kasvulle.

Oman pääoman tuotto (%)



Garantian Taalerille maksamat osingot (MEUR)*



*Tilikauden päätetyn osingon perusteella, ei maksuvuoden perusteella

Garantia 5/7

Asuntolainamarkkina määrittää kysynnän

Garantian kohdemarkkinaa määriteltäessä keskitymme puhtaasti Suomen kuluttajaliiketoimintaan, sillä kansainvälinen luottovakuutusmarkkina sekä Suomen yrityspuoli ovat Garantian kannalta käytännössä rajattoman kokoisia. Näin ollen Garantian kasvu niissä riippuu yhtiön omasta halusta ottaa riskiä, eikä esimerkiksi markkinan kasvusta.

Garantian Suomen kuluttajaliiketoiminnan koko korreloi suoraan asuntomarkkinan kanssa. Pankit hyväksyvät tyypillisesti noin 70 % ostettavan asunnon arvosta vakuudeksi. Ostaja, jonka oma rahoitusosuus jää tätä pienemmäksi, tarvitsee lisävakuuden. Vaihtoehtoja ovat asuntolainatakaus, valtiontakaus, henkilötakaus tai muu reaalivakuus – ja nämä kilpailevat keskenään samasta tarpeesta. Viime vuosien regulaatiomuutokset ovat heikentäneet reaalivakuuden (yleensä toinen asunto) käytön houkuttelevuutta pankkien näkökulmasta.

Markkinan koko riippuu siten kolmesta tekijästä: asuntokauppojen määrästä, siitä, kuinka suuri osa ostajista ylittää pankin vakuusarvon, ja siitä, kuinka moni heistä valitsee maksullisen takauksen ilmaisten vaihtoehtojen sijaan.

Koska Garantian kuusi jakelukumppania edustavat selvästi yli puolta koko Suomen asuntolainamarkkinasta, seuraa Garantian kuluttajaliiketoiminnan kysyntä suoraan Suomen asuntolainamarkkinaa. Uusien asuntolainojen nostot romahtivat vuoden 2021 huipusta 22,5 mrd. eurosta 13,2 mrd. euroon 2023, ja kesäkuuhun 2026 päättyneellä 12 kuukaudella volyyymi oli noin 14,2 mrd. euroa. Vaikka markkina lähti vuonna 2025 elpymään, on markkinatilanne kaukana

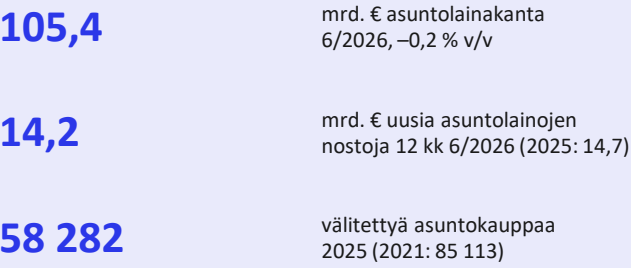
tulikuumista nollakorkovuosista, joihin emme näe paluuta ilman dramaattista muutosta korkotasossa. Varovaisen elpymisen ajurina on ollut korkotaso, joka on laskenut selvästi 2024 huipuista. Samalla markkina on myös asteittain sopeutunut korkeampaan korkotasoon nollakorkojuhlien jälkeen. Eri ennustelaitokset ennustavat markkinan elpyvän asteittain tulevina vuosina talouskasvun vetämänä, mutta elpymisen kulmakerroin on hyvin maltillinen johtuen korkeasta korkotasosta.

Asuntolainan täytetakausten kysyntä omaa tuotteena näkemyksemme mukaan vastasyklisiä piirteitä. Asuntojen hintojen laskiessa myös kauppamäärät tyypillisesti laskevat, mutta samalla täytetakausten kysynnän pitäisi nousta vakuusarvojen heikentymisen myötä. Arviomme mukaan tämä on yksi syy Garantian täytetakausten merkittävästi nousseen käyttöasteen taustalla. Huomautamme kuitenkin, että markkinan elpyessä kauppamäärien kasvu on selvästi tätä suurempi ajuri.

Suomen asuntolainatakauksissa kilpailua vain rajallisesti

Kilpailua Suomen asuntolainojen täytetakauksissa on vain rajallisesti. Suomen Vahinkovakuutus tarjoaa vastaavaa tuotetta ja on käytössä muun muassa Danske Bankissa. Lisäksi kaksi suurta pankkia tarjoaa omaa tuotettaan: Nordean OmaTakaus sekä OP Luottotakaus. Suomen markkinan hyvin pieni koko, hajanainen pankkimarkkina sekä pankkitoimintaan liittyvä paikallinen sääntely pitävät mielestämme riskin ulkomaisten jättien markkinoille tulosta varsin pienenä.

Suomen asuntomarkkina



Mihin takausta tarvitaan

Havainnollistava esimerkki: 90 %:n asuntolaina



Asunto vakuutena pankin hyväksymä vakuusarvo, tyypillisesti n. 70 % kauppahinnasta

Vakuusvaje katettava takauksella, valtiontakauksella tai muulla vakuudella

Oma rahoitusosuus 10 %

Pankki	Täytetakausten tarjoaja	Markkinaosuus asuntolainoissa
OP Pohjola	Garantia / oma OP Luottotakaus	39,2 %
Nordea	oma OmaTakaus	29,6 %
Danske Bank	Suomen Vahinkovakuutus	9,1 %
Säästöpankkiryhmä	Garantia	5,6 %
S-Pankki	Garantia	5,6 %
Aktia	Garantia	3,7 %
Oma Säästöpankki	Garantia	2,8 %
POP Pankki -ryhmä	–	2,4 %
Ålandsbanken	–	1,3 %
Hypo	Garantia	0,7 %

Lähteet: Suomen Pankki; Finanssiala ry; Kiinteistönvälitysalan Keskusliitto; Tilastokeskus; Finanssivalvonta; Ympäristöministeriö; Valtiokonttori; Garantia; Yle.

Garantia 6/7

Garantian ennusteet

Garantian kehitys on ollut erittäin vahvaa strategiapäivityksen jälkeen. Vakuutusmaksutulo on lähtenyt voimakkaaseen kasvuun ja myös takauskanta on saatu takaisin kasvu-uralle. Kasvua ovat ajaneet ennen kaikkea yhtiön omat toimet kuluttajaliiketoiminnassa. Koska asuntomarkkina ei ole tarjonnut yhtiölle mitään vetoapua, on helppo todeta, että yhtiö on omilla toimenpiteillään saanut kasvatettua tuotteen käyttöastetta. Todennäköisesti myös voimakkaasti laskeneet vakuusarvot ovat kasvattaneet kysyntää jonkin verran. Mielestämme on erittäin rohkaisevaa, että yhtiö on saanut kuluttajatoiminnan näinkin hyvään kasvuun ilman markkinan vetoapua tai uusia jakelukanavia.

Yhtiö on myös toteuttanut ensimmäiset hankkeensa kansainvälisillä markkinoilla ja yhtiön kommenttien perusteella kysyntä kotimaan yrityspuolella on myös vahvistunut merkittävästi. Uskomme kotimaan kysynnän vahvistumisen kertovan sekä elpystä taloudesta että yhtiön omasta aktiviteettitason noususta.

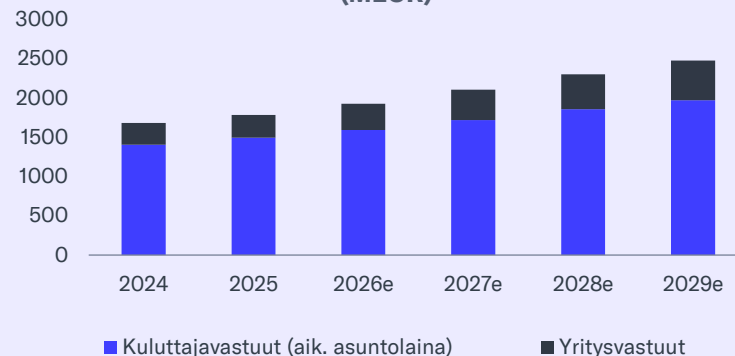
Odotamme asuntolainamarkkinan piristyvän asteittain seuraavan kahden vuoden aikana, mikä tukee myös Garantian takauskannan kehitystä. Vaikka asuntolainatakauksissa asiakas maksaa takauksen hinnan (vakuutusmaksutulo) takauksen nostohetkellä, jaksottaa Garantia omassa kirjanpidossaan maksun liikevaihtoonsa, mikä tasaa liikevaihdon (vakuutusmaksutuotot) vaihtelua eri raportointikausien välillä. Näin ollen liikevaihdossa takauskannan kasvu näkyy pienellä viiveellä. Huomautamme kuitenkin, että Suomen kuluttajaliiketoiminnassa yhtiön pidemmän aikavälin kasvupotentiaali on rajallinen ilman uusia merkittäviä jakelukumppanuuksia, sillä käyttöaste ei voi loputtomiin nousta nykyisestä.

Keskeinen kysymys ennusteissamme liittyy asuntomarkkinan elpymisen kulmakertoihin Suomessa sekä yritysliiketoiminnan kasvuun (Suomi sekä KV). Olemme Suomen markkinan elpymisen suhteen varovaisia ja mikäli elpyminen olisi ennusteitamme nopeampaa, olisi tällä selkeä positiivinen vaikutus ennusteisiimme. Huomautamme kuitenkin, että nousumarkkinan mukanaan tuoma asuntojen hintojen nousu vähentäisi jonkin verran täytetakauksen kysyntää, kun vakuusarvot elpyvät.

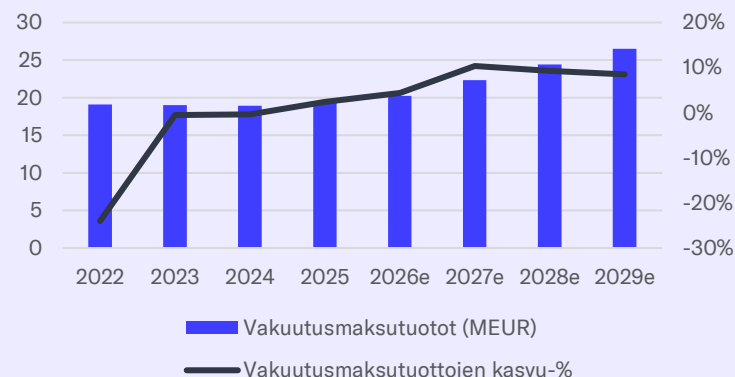
Yrityslainapuolen osalta olemme niin ikään ennusteissamme varovaisia, sillä meillä ei tällä hetkellä ole näkyvyyttä, miten paljon kasvua Garantia haluaa tältä markkinalta hakea. Odotamme kuitenkin yrityslainapuolelta selkeää kasvua ja ennustamme sen kasvavan selvästi asuntolainapuolta nopeammin. Kokonaisuutena ennustamme takauskannan kasvavan lähivuosina noin 8 % vuodessa ja 2029 lopussa kanta olisi noin 2500 MEUR. Yrityslainakannan ripeämmästä kasvusta huolimatta sen osuus koko kannasta olisi vain hieman yli 20 %. Kannan tuottama palkkiotaso ei oleellisesti muutu, ja näin ollen myös vakuutusmaksutuotot kasvavat keskimäärin noin 8 % vuodessa. Arviomme mukaan yhtiö itse tavoittelee ennusteitamme kovempaa kasvua etenkin yrityspuolelta, mutta emme pidä tämän ennustamista tässä vaiheessa perusteltuna, koska näkyvyys tähän on vielä heikko.

Vastaavasti odotamme yhdistetyn kulusuhteen säilyvän erinomaisella tasolla, eli emme odota kannan riskiprofiilin oleellisesti muuttuvan. Liikekulusuhteen tulisi skaalautua edelleen jonkin verran, vaikka se onkin jo valmiiksi absoluuttisesti sekä suhteellisesti erinomaisella tasolla. Koska yhtiön kulutaso on absoluuttisesti niin matala, näkyvät pienetkin kasvupanostukset siinä selkeänä nousuna.

Garantian takausvakuutusmaksukannan kehitys (MEUR)



Garantian vakuutusmaksutuottojen kehitys



Garantia 7/7

Vakuutuspalvelutulos kasvaa ennusteissamme noin 10 % vuodessa 2025-2029 välillä, mikä on linjassa yhtiön oman yli 10 %:n tavoitteen kanssa. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä olisi edellytykset myös tätä kovempaan tuloskasvuun, jos 1) asuntomarkkina elpyisi odotuksiamme voimakkaammin tai 2) yhtiö löytäisi odotuksiamme enemmän järkevän riskiprofilin kasvumahdollisuuksia yritysmarkkinoilta (Suomesta tai kansainvälisesti).

Sijoitussalkun osalta olemme arvioineet sen normaaliksi tuottotasoksi hieman yli 5 % nykyisellä allokaatiolla. Yhtiön vakavaraisuus säilyy ennusteissamme yli 200 %:ssa 2029 lopussa, vaikka ennustamme yhtiön jakavan käytännössä koko tuloksensa osinkoina. Näin ollen ennusteidemme mukainen kasvu ei vaadi sijoitussalkun osakepainon tai osingon laskua.

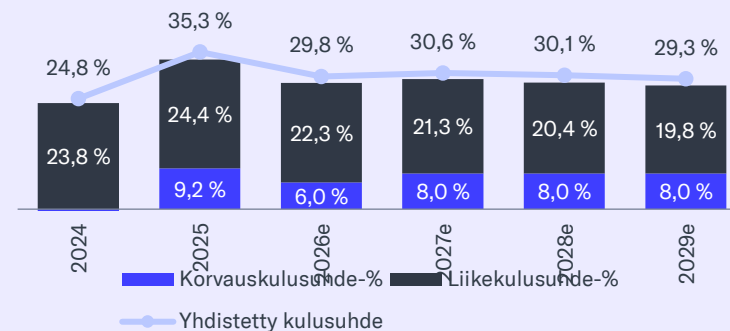
Osinkolinko laulaa

Koska ennustemallissamme Garantia ei tarvitse uutta pääomaa sen toiminnan pyörittämiseen, tulee se jakamaan käytännössä koko tuloksensa joka vuosi Taalerille osinkoina. Osinkovirta tuleeikin olemaan erittäin vuolas ja odotamme lähivuosilta keskimäärin noin 20 MEUR:n osinkoa per vuosi.

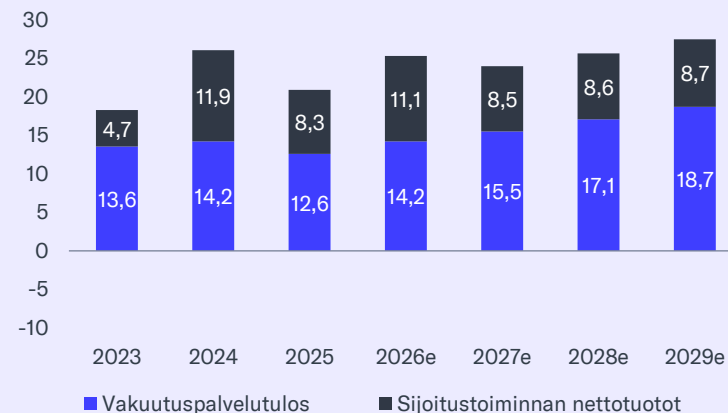
Oman pääoman tuotto on hyvällä tasolla

Ennustamme Garantian tekevän lähivuosina yli 15 %:n oman pääoman tuottoa. Taso on mielestämme vahva, etenkin kun huomioimme yhtiön yliomavaraisen taseen ja pääomien käyttämisen vakavaraisuusmielessä kalliiseen sijoitusriskiin. Mikäli yhtiö haluaisi puhtaasti optimoida oman pääoman tuottoaan, se voisi ajaa osakeriskin alas ja palauttaa pääomia Taalerille. Näin oman pääoman tuotto nousisi lähemmäs 20 % nykyisestä, ilman että nykyinen vakavaraisuus kärsisi.

Yhdistetyn kulusuhteen ennusteet



Garantian tulosenusteet (MEUR)



Garantia tulosenusteet

Garantia MEUR	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Vakuutusmaksutuotot	18,9	19,4	20,3	22,4	24,4	26,5
Korvauskulut	0,2	-1,8	-1,2	-1,8	-2,0	-2,1
Liikekulut	-4,5	-4,7	-4,5	-4,8	-5,0	-5,2
Nettotuotot jälleenvakuutussopimuksista	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4
Vakuutuspalvelutulos	14,2	12,6	14,2	15,5	17,1	18,7
Rahoitustuotot ja -kulut	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Sijoitustoiminnan nettotuotot	11,9	8,3	11,1	8,5	8,6	8,7
Liikevaihto	25,5	20,2	24,7	23,4	25,1	26,9
Henkilöstökulut	-1,2	-0,7	-1,0	-1,2	-1,4	-1,6
Muut kulut	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto	24,3	19,5	23,6	22,2	23,7	25,3
Tulos sijoitusten käyvin arvin	27,9	21,3	20,6	22,2	23,7	25,3
Osinko (MEUR)	15,0	18,0	18,9	18,2	19,4	20,7
Vakuutuskanta MEUR	1679	1782	1925	2102	2297	2475
Korvauskulusuhde-%	-0,9 %	9,2 %	6,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %
Liikekulusuhde-%	23,8 %	24,4 %	22,3 %	21,3 %	20,4 %	19,8 %
Jälleenvakuutussuhde-%	1,9 %	1,7 %	1,5 %	1,3 %	1,6 %	1,5 %
Yhdistetty kulusuhde-%	24,8 %	35,3 %	29,8 %	30,6 %	30,1 %	29,3 %
Sijoitussalkun tuotto-%	10,3 %	6,6 %	4,8 %	5,1 %	5,2 %	5,3 %
Sijoitussalkun arvo (MEUR)	158,1	166,0	165,9	165,2	166,4	167,7
Solvenssisuhde-%	263 %	243 %	233 %	225 %	216 %	208 %

Sijoitukset 1/3

Vuodesta 2025 alkaen Taaleri on raportoinut kaikki oman taseen sijoitukset osana Sijoitukset-segmenttiä. Aikaisemmin strategiset sijoitukset raportoitiin operatiivisissa segmenteissä ja muut sijoitukset Muut-segmentissä. Sijoitukset-segmentin liiketoiminnan tuotot määräytyvät sijoitustuottojen perusteella ja liikevaihto ei sisällä muita eriä. Kuluja segmentillä on vuositasolla alle miljoona euroa. Sijoitussalkun tuotot heiluvat merkittävästi kvartaalitasolla ja sijoittajien tulee seurata kehitystä pidemmällä aikajänteellä.

Sijoitusstrategia on opportunistinen

Taalerin sijoitusstrategia on luonteeltaan opportunistinen. Syyskuun 2025 CMD:ssä oman taseen sijoitukset säilyivät pääoman allokoinnin keskiössä, mutta aiempi bioteollisuuspainotus vaihtui selvästi väljempään mandaattiin. Taaleri tekee kasvupääomasijoituksia listaamattomiin kohteisiin ilman tarkkaa toimiala- tai kokorajausta, painottaen omia osaamisalueitaan. Lisäksi yhtiö sijoittaa omiin rahastoihinsa toimialan yleisten käytäntöjen mukaisesti. Yhtiö tavoittelee sijoituksilleen korkeaa tuottoa ja omien sijoitusten tuottovaade on yli konsernin 15 %:n oman pääoman tuottotason. Yhtiö on valmis tekemään hyvinkin merkittäviä kohdekohtaisia sijoituksia, kuten nähtiin kesällä 2026 Fintoilin kanssa, jonka osuus nykyisestä salkusta nousi järjestelyn myötä yli 50 %:iin.

Salkku on hyvin keskittynyt

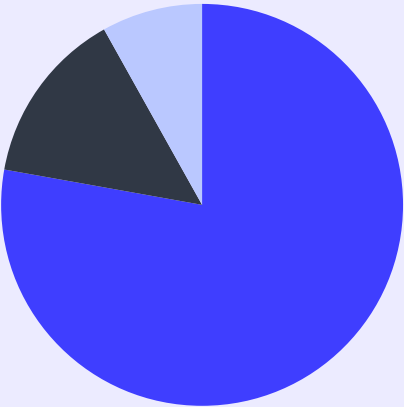
Salkun käypä arvo oli Q2'26 lopussa 67 MEUR. Salkun sisältö jakautuu kolmeen osaan: kasvupääomasijoitukset (Q2'26: 41 MEUR), rahastosijoitukset (Q2'26: 12,5 MEUR) ja Muut sijoitukset (7,2 MEUR). Kasvupääomasijoitukset ovat strategian ytimessä ja Taalerin on tarkoitus tehdä niitä lisää tulevana vuosina. Rahastosijoitukset ovat niin ikään strategisia, sillä

Taalerin pitää vaihtoehtomanagerina tehdä tietyinkokoisia sitoumuksia omiin rahastoihin toimialan standardien mukaisesti. Muut sijoitukset koostuvat erilaisista vanhoista sijoituksista (mm. Alisa Pankki ja Sepos) ja niistä pyritään irtautumaan. Taaleri arvottaa sijoitussalkkunsu jatkuvasti käypään arvoon ja mielestämme yhtiön raportoimat tasearvot ovat hyvä lähtökohta salkun käyvälle arvolle.

Kasvupääomasijoitusten osalta salkku on hyvin keskittynyt ja kolme suurinta sijoitusta kattavat valtaosan salkusta. Etenkin Fintoilin paino on järjestelyn jälkeen todella suuri ja tästä johtuen käsittelemme sen erikseen ja muut sijoitukset käsittelemme tiiviisti tässä. Q2-lopun suurin sijoitus oli Truscott Gilliland East Wind eli tuttavallisemmin Texasin tuulihanke. Hanke on kanssasijoitus SolarWind 2 -rahaston kanssa ja Taaleri omistaa puustosta 7 %. Kohteen tasearvo oli Q2'26 lopussa noin 17 MEUR. Käsittelemme mukaan kohteessa on myyntiprosessi käynnissä ja näin ollen pääoman pitäisi kotiutua seuraavan 12kk aikana. Toiseksi suurin sijoitus oli Turun Toriparkki, jonka tasearvo oli 10,5 MEUR, mutta käypä arvo 16,6 MEUR. Ero selittyy kirjanpitoikäntännöllä, mutta käsittelemme mukaan 16,6 MEUR on luku, jonka Taalerin pitäisi tästä saada, kun kohde lopulta myydään. Myös Toriparkki alkaa olla irtaantumisvalmis ja odotamme myös siitä irtaantumista 2027 loppuun mennessä.

Rahastosijoituksissa ylivoimaisesti suurimmat ovat sijoitukset SolarWind 2 & 3 -rahastoihin (3,1 ja 6,8 MEUR). Haluamme myös korostaa, että Taalerilla on laskelmiemme mukaan noin 20 MEUR:n saamia sen vanhoista tuulirahastoista (Tuulitehdas 2&3). Vaikka näitä ei raportoida osana Sijoitukset-segmenttiä, laskemme ne itse sijoituksiksi, sillä niistä saatavat pääomat käytetään suurella todennäköisyydellä sijoitussalkun kasvattamiseen.

Oman taseen sijoitukset Q3'26e ~89 MEUR



■ Kasvupääomasijoitukset ■ Rahastosijoitukset ■ Muut sijoitukset

Sijoitus	Arvo, MEUR	Osuus
Fintoil	35,0	40,8 %
Truscott Gilliland East Wind	17,2	20,0 %
Toriparkki	10,5	12,2 %
Muut kasvupääomasijoitukset	3,4	4,0 %
SolarWind 3	6,8	7,9 %
SolarWind 2	3,1	3,6 %
Muut rahastosijoitukset	2,6	3,0 %
Ei-strategiset sijoitukset	7,2	8,4 %

Muut tasearvot Q2'26, Fintoil Q3'26 arvio.

Sijoitukset 2/3

Taaleri rakensi Fintoilin kanssasijoittajien tuella

Fintoil perustettiin vuonna 2017 mäntyöljyn (crude tall oil, CTO) jalostukseen erikoistuvaksi biojalostamoksi, ja Taaleri toimi hankkeen alusta lähtien pääsijoittajana yhdessä valikoidun suomalaisen yksityissijoittajajoukon kanssa. Myöhemmin omistus pohja laajeni Taaleri Varainhoidon silloisiin asiakkaisiin sekä kanssasijoitusmallilla Taaleri Biojalostamo Ky -rahaston kautta. Haminan satamaan rakennettu biojalostamo käynnisti tuotannon syyskuussa 2022, ja laitos on nykyisin yksi maailman moderneimmista mäntyöljyn fraktiointilaitoksista noin 200 000 tonnin vuosikapasiteetilla, mikä vastaa noin 10 % maailman fraktiointikapasiteetista.

Kesällä 2026 HitecVision tuli 105 MEUR:n järjestelyssä Fintoilin pääomistajaksi

Heinäkuussa 2026 Taaleri ja norjalainen energiasektoriin keskittynyt pääomasijoittaja HitecVision sijoittivat yhteensä 105 MEUR Fintoiliin vauhdittaakseen yhtiön kehitystä kohti johtavaa eurooppalaista biojalostamoyhtiötä. Taaleri sijoittaa Taaleri Sijoitus Oy:n kautta yhteensä 30 MEUR Fintoil Holding Ky:hyn kasvupääomasijoituksena, kun HitecVision sijoittaa 75 MEUR ja nousee järjestelyssä yhtiön pääomistajaksi. Samalla aiempi kanssasijoitusrahasto Taaleri Biojalostamo Ky irtautuu sijoituksestaan Fintoiliin, minkä seurauksena Taaleri saa rahastosta noin 2,8 MEUR:n tuottopalkkion. Taalerin välillinen omistusosuus Fintoil Hamina Oy:ssä laskee noin 35 %:iin (39,6 % Q2'26) transaktion toteutumisen yhteydessä elokuussa.

Mielestämme järjestely oli Taalerin kannalta erinomainen ja suhtaudumme erityisen positiivisesti siihen, että yhtiö löysi pääomistajaksi uskottavan, sektoriin erikoistuneen

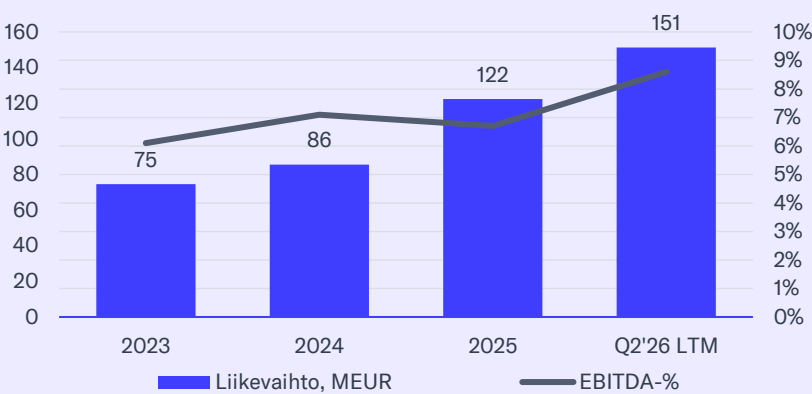
pääomasijoittajan. Huomautamme, että Fintoilin riskiprofiili on varsin maltillinen, sillä laitos on onnistuneesti ajettu ylös ja se pyörii kassavirtaposiitivisesti. Fintoilin operatiivinen kehitys onkin viime vuodet ollut vahvaa ja laitos on noussut selvästi voitolliseksi. H1'26 lopussa 12 kuukauden liikevaihto oli 151,2 MEUR (+23 %) ja käyttökate 13,0 MEUR (+5 %). Fintoil tavoittelee myös jatkossa vahvaa kasvua ja tavoitteena on nostaa käyttökatemarginaali yli 20 %:iin 2030 mennessä.

Onnistuessaan HitecVision voi avata Fintoilille merkittävää potentiaalia

Näkemyksemme mukaan Fintoilissa on Taalerille merkittävää arvonluontipotentiaalia, jos pääomasijoittaja HitecVision onnistuu viemään yhtiön kehitystä eteenpäin suunnitellusti. Uusi pääomistaja tuo mukanaan syvää energiasektorin osaamista ja hallitustason tukea Fintoilin kasvustrategian toteuttamiseen. Pidämme irtaantumista ajankohtaisena vasta ensi vuosikymmenen alkupuolella, ja loogisimpia irtaantumispolkuja ovat teollinen ostaja tai mahdollisesti listautuminen pörssiin, jos yhtiön tehdasverkosto olisi siinä vaiheessa nykyistä huomattavasti laajempi.

Uskomme, että HitecVision tavoittelee sijoitukselleen pääomasijoittajille tyypillistä sijoitetun pääoman moninkertaistamista, mikä onnistuessaan voisi merkitä huomattavaa arvonnousua myös Taalerin jäljelle jäävälle omistususuudelle.

Liikevaihto ja EBITDA-%



Fintoilin strategian kehitysvaiheet

Käynnistys-vaihe	Nopean kasvun	Optimointi-vaihe	Erottautumis-vaihe
2022–24	2025–26	2026–27	2027 →
Toimitus-sopimusten solmiminen	Nopea liikevaihdon kasvu	Oikea markkina- ja asiakasmix	Korkeamman jalostusasteen tuotteet

Lähde: Taaleri Oyj, Puolivuosikatsaus Q2 2026

Sijoitukset 3/3

Salkun tuotto ollut viime vuodet vaatimattomalla tasolla

Taalerin oman taseen sijoitusten kehitys on viime vuosina ollut vaisua. Välillä 2021-2025 salkun vuosituotto on laskelmiemme mukaan ollut keskimäärin 8 % vuodessa, kun huomioidaan Finsilvasta tuloutettu lisäkauppahinta 2023. Emme ole huomioineet Energian hankekehityssalkun tuottoja osana laskelmaa, sillä ne kuuluvat Energian liiketoimintaan. Salkun vaatimatonta tuottoa selittää irtaantumisten alhainen määrä sekä ei-strategisten sijoitusten jatkuva heikko kehitys. Mielestämme viime vuosien tuotto on myös yksi selitys Taalerin heikon kurssikehityksen ja syvän osien summa-alennuksen taustalla, kun markkinat eivät luota yhtiön sijoitustoiminnan kykyyn luoda lisäarvoa.

Lähi vuosina salkku kokee merkittävän muodonmuutoksen

Taalerin sijoitustoiminta on viime vuosina ollut passiivista. Edellisen strategiakauden (2023-2025) tavoitteena oli kasvattaa sijoitussalkku vähintään 100 MEUR:oon ja kohdistaa sijoitukset etenkin bioteollisuussegmenttiin. Myös myyntipuolella tavoiteltiin nopeampaa pääoman kierrättämistä, mutta erinäisistä syistä salkun kiertonopeus oli hyvin alhainen. Yhtiön nykyinen johto on kuitenkin korostanut, että salkun kiertonopeus tulee nousemaan merkittävästi ja salkun varsin kypsä ikä huomioiden tämä on hyvin loogista. Fintoil-järjestely oli tässä todella merkittävä askel. Odotamme yhtiön taseesta irtoavan 2027 loppuun mennessä sijoituksia jopa 60 MEUR:n edestä (sisältää vanhojen tuulirahastojen saamiset). Uskomme yhtiön pyrkivän sijoittamaan tämän rahan valtaosin takaisin sijoitussalkkuun ja salkun koko tulee olemaan yhtiön kannalta hyvin merkittävä. Laskelmiemme mukaan sijoitussalkun koko on yli 90 MEUR:oon strategiakauden 2028 loppussa.

Sijoituskohteiden osalta on selvää, että omiin uusiin rahastoihin tehdään merkittäviä sijoituksia. SolarWind 4:n

osalta sijoitus on todennäköisesti yli 10 MEUR. Myös uusiin VC- ja PC-rahastoihin tullaan todennäköisesti tekemään merkittäviä sijoituksia, kun yhtiön pitää näyttää omaa luottamustaan uusia strategioita kohtaan. Mikäli kiinteistöissä saadaan uusia tuotteita liikkeelle, niin myös täällä sijoitus tulee todennäköisesti olemaan huomattava. Näiden lisäksi yhtiö tekee todennäköisesti muutamia kasvupääomasijoituksia.

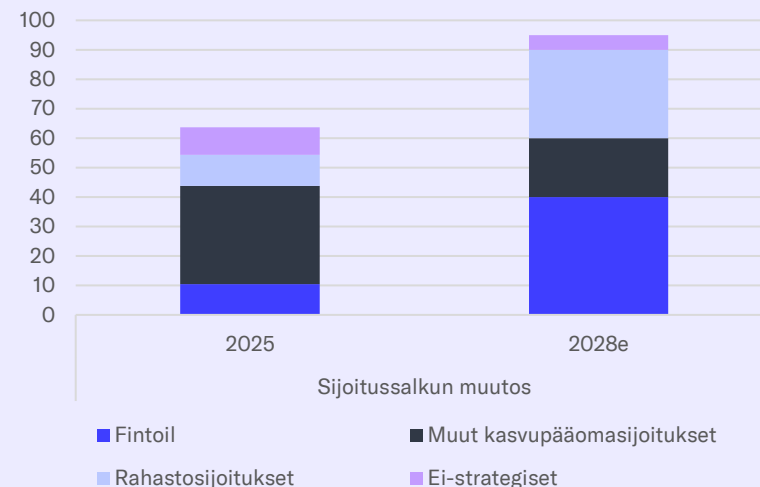
Kokonaisuutena yhtiön sijoitussalkku voisi 2028 lopussa jakautua kolmeen suunnilleen yhtä suureen palaan: Fintoil, rahastosijoitukset ja kasvupääomasijoitukset. Fintoilin ja rahastosijoitusten osalta tilanne on hyvinkin selkeä, mutta kasvupääomasijoitusten osalta salkun lopullinen koostumus on vielä hämärän peitossa.

Segmentin ennusteet

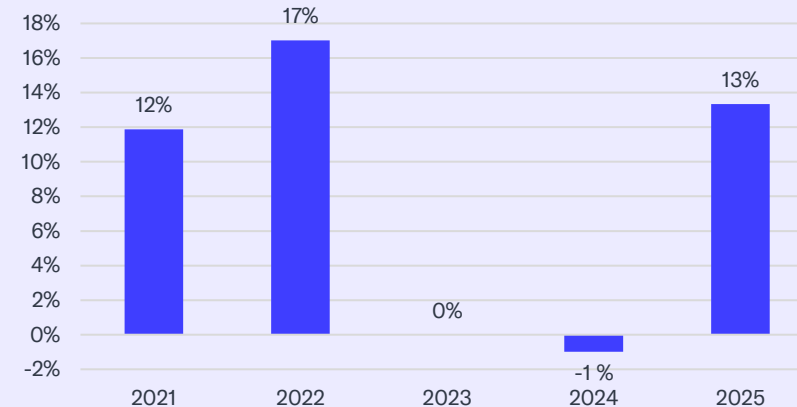
Ennustamme Sijoitukset-segmentin salkun kasvavan 2028 loppuun mennessä yli 90 MEUR:oon, ja salkun jakauma löytyy sivun graafista. Koska Taaleri pyrkii kirjaamaan sijoituksensa jatkuvasti käypään arvoon, tulee sijoitusten arvon kasvu heijastumaan salkkuun asteittain, eikä pelkästään irtaantumisten yhteydessä. Ennustamme pitkällä aikavälillä salkulle staattista 8 %:n vuosituottoa. Taso on selvästi alle Taalerin oman tavoitteen ja tällä tuottotasolla ei oman pääoman ehtoisia sijoituksia kannattaisi tehdä (konsernin oma tuottovaatimus tätä korkeampi). Haluamme kuitenkin olla ennusteissamme konservatiivisia, etenkin kun näkyvyys sijoituksiin on tässä vaiheessa vaatimaton. Vuodelle 2027 ennustamme Toriparkin irtaantumisen tulevan noin 6 MEUR:n tuottoa (kirjanpidollinen ero käyvän arvon ja tasearvon välillä) ja 2028 alkaen 8 %:n staattista tuottoa.

Tulosennusteiden sijaan sijoittajien on tärkeämpää seurata lyhyellä aikavälillä irtaantumisten onnistumisia ja niistä saatavia kassavirtoja sekä pidemmällä aikavälillä alla olevien merkittävien kohteiden operatiivista kehitystä.

Sijoitussalkun arvioitu muutos (MEUR)



Taalerin oman taseen sijoitusten tuotto -%*



*Inderesin arvio vuosien 2021-2023 osalta

Muut

Taalerin Muut-segmentti pitää sisällään konsernin hallinnon ja neuvonantopalveluita tarjoavan Taaleri Kapitaalain. Segmentissä oli Q2'26 lopussa töissä 19 henkilöä. Muut-segmenttiin ei kuulu Taaleri Kapitaalain lisäksi muuta operatiivista toimintaa, ja sen liikevaihto on käytännössä Taaleri Kapitaalain palkkiot sekä kassavarojen korkotuotot.

Kulut sisältävät pääosin hallintokuluja

Segmentin kulutaso on ollut viime vuosina keskimäärin noin 7 MEUR ja edeltävän 12kk osalta noin 8 MEUR. Huomautamme, että luku pitää sisällään myös palveluita operatiivisille segmenteille (esim. HR ja IT) ja koska näitä kuluja ei laskuteta segmenteiltä konsernilaskennassa, antaa nykyinen segmenttijako Muut-segmentin kuluista liian huonon kuvan. Vastaavasti operatiivisten segmenttien kulutasot näyttävät hieman liian hyviltä, kun osa niiden kuluista hoidetaan Muut-segmentissä. 2023 asti yhtiö jyvitti segmenteille rahoituskulujen kohdistuksina 3,6-3,7 MEUR, mikä antaa mielestämme karkean kuvan siitä, paljonko kuluista kuului todellisuudessa operatiivisille segmenteille. Näin ollen konsernin omat hallintokulut ovat arvioimme mukaan karkeasti 4 MEUR vuodessa.

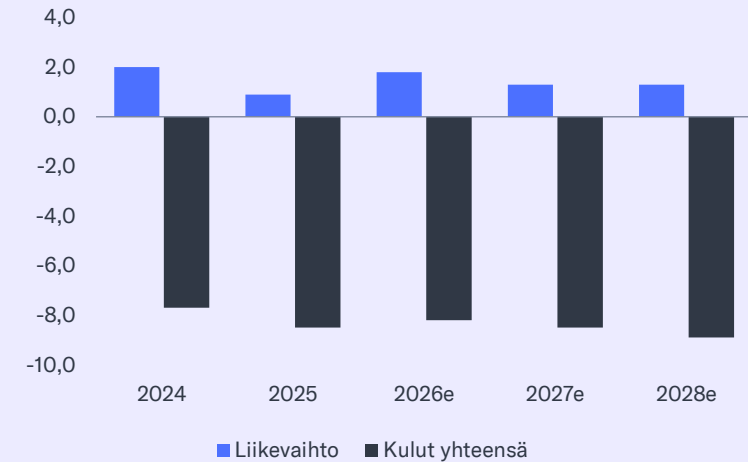
Kokonaisuutena pidämme konsernin kulutasoa kohtalaisen korkeana suhteessa liiketoiminnan nykyiseen kokoluokkaan. Uskomme, että nykyisen hallinnon pitäisi skaalautua selvästi kasvun mukana ja nykyisellä kulutasolla pitäisi kyetä hallinnoimaan selvästi suurempaa liiketoimintaa. Lisäksi vanhojen rahastojen (mm. Afrikka, Telakka) tullessa vihdoin elinkaarensa päähän tulee täältä jonkin verran kulusäästöjä. Kokonaisuutena yhtiön olisikin ensiarvoisen tärkeää säilyttää Muut-segmentin kulutaso ennallaan tulevinä vuosina.

Segmentin ennusteet

Kapitaalain liikevaihto vaihtelee vuosittain merkittävästi, mutta arvioimme sen olevan keskimäärin noin 1 MEUR:n luokkaa. Kassavaroille saatavat tuotot vaihtelevat kassatilanteen mukana. Muut-segmentin liikevaihtotasolla on kuitenkin Taalerin arvon kannalta hyvin rajallinen merkitys ja sijoittajien kannattaakin keskittyä segmentin osalta etenkin kulurakenteen kehitykseen.

Ennusteissamme operatiiviset kulut ovat lähivuosina noin 8-9 MEUR ja näin ollen segmentin tappio on vuositasolla 7-8 MEUR.

Muut-segmentin liikevaihto ja kulut (MEUR)



Sijoitusprofiili

- 1 Garantian erinomainen tuloskunto takaa konsernille vahvan kassavirran
- 2 Uusiutuvassa energiassa vahva kasvunäkymä ja track-record
- 3 Pääoman allokaatiossa fokus omassa sijoitustoiminnassa
- 4 Kertatuottojen osuus tuloksesta on merkittävä
- 5 Pitkällä aikavälillä konsernin nykyrakenne ei ole optimaalinen

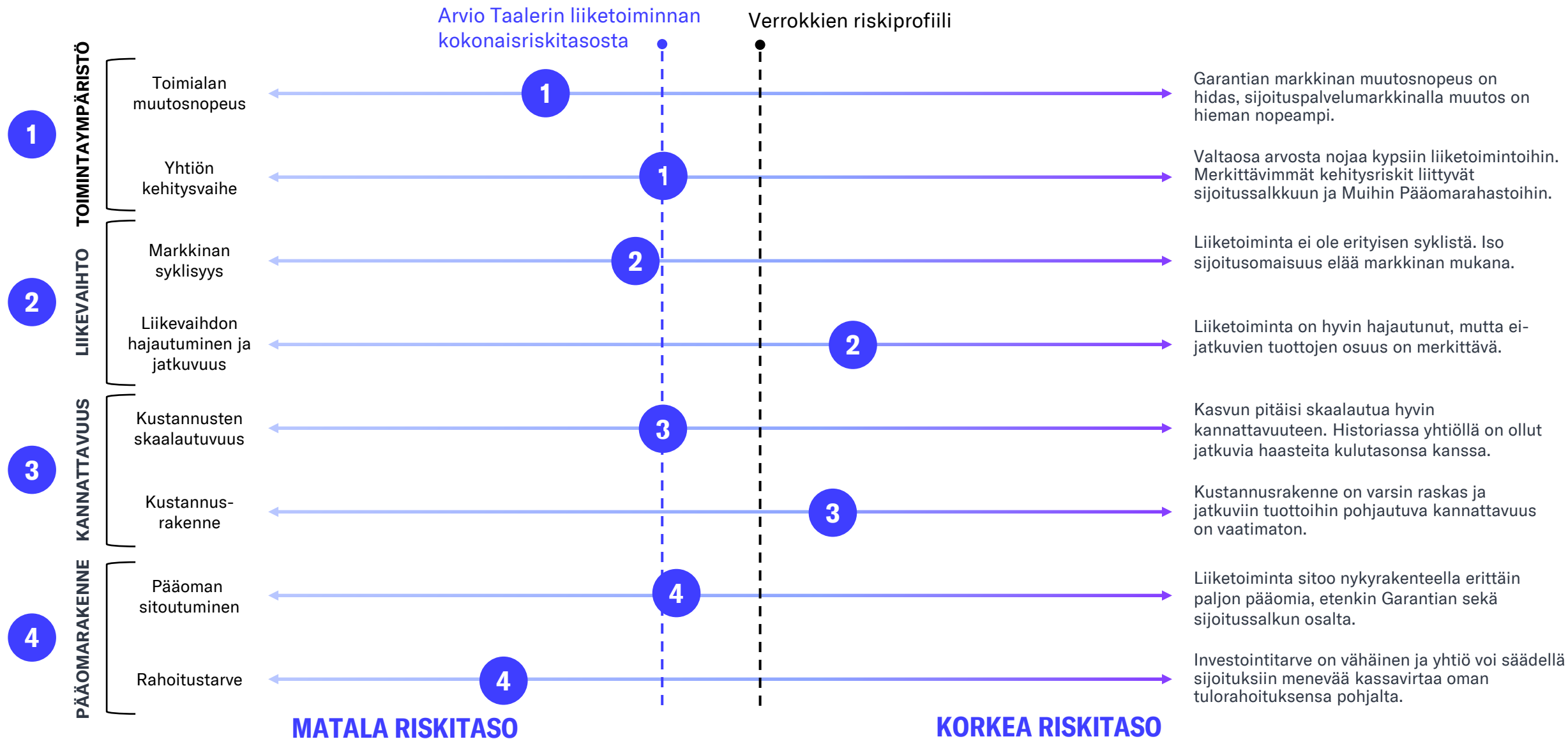
Potentiaali

- Garantian kasvu
- Uusiutuvan Energian skaalaaminen
- Onnistuneet sijoitukset omasta taseesta
- Muiden Pääomarahastojen onnistunut ylösajo
- Konsernin rakenteen purkaminen
- Muut yritysjärjestelyt

Riskit

- Rahastojen sijoitustoiminnan onnistuminen
- Oman taseen sijoitusten heikot tuotot
- Garantian kansainvälisen toiminnan riskit
- Muiden Pääomarahastojen ylösajon epäonnistuminen
- Tuottopalkkioiden realisoituminen
- Osien summan alennuksen säilyminen ennallaan

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Taloudellinen tilanne

Vakuutustoiminta tekee taseesta raskaan

Taalerin tase poikkeaa merkittävästi muista pörssin varainhoitoyhtiöistä. Tämä selittyy sekä yhtiön merkittävän kokoisella sijoitussalkulla että tytäryhtiö Garantialla, jonka pääomavaatimukset tekevät sen taseesta varsin raskaan vakuutusyhtiölle tyypilliseen tapaan. Taalerin tase on erilaisista liiketoiminnoista johtuen myös tyypillistä varainhoitoyhtiötä mutkikkaampi.

Taseen vastaavaa-puolen merkittävin yksittäinen erä on Garantian sijoitusomaisuus, jonka arvo konsernitaseessa oli Q2'26 lopussa 165 MEUR. Tämä on sitoutunut konsernin vakuutustoimintaan, joten kyse on vahvasti operatiivisesta erästä, mikä erottaa tämän konsernin muusta sijoitustoiminnasta.

Toiseksi merkittävin erä on oman taseen sijoitukset, joita yhtiöllä oli Q2'26 lopussa 62 MEUR (Taalerin omassa taseessa näkyy riveillä käypään arvoon kirjattavat sijoitusvarat, pääomaosuusmenettelyllä yhdisteltävät sijoitukset ja jaksetettuun hankintamenuun kirjattavat sijoitukset). Olemme käsitelleet sijoituksia tarkemmin Sijoitukset-segmentin osiossa.

Taalerin saamiset olivat Q2'26 lopussa 42 MEUR ja poikkeuksellisen korkealla tasolla. Saamiset pitävät sisällään yhtiön 2021–2022 kirjaamat arviot vanhojen tuulirahastojen tuottopalkkioista (noin 14 MEUR) sekä arviomme mukaan noin 6 MEUR:n samojen rahastojen hallinnointipalkkioita. Näiden saamisten pitäisi realisoitua kassavirtana yhtiön irtautuessa rahastoista tulevien kvartaalien aikana.

Käteistä tai vastaavia likvidejä varoja yhtiöllä oli Q2'26 lopussa 16 MEUR.

Muilta osin taseen omaisuuspuoli on hyvin kevyt ja koostuu lähinnä käyttöpääomaan kuuluvista saamisista sekä muusta

varallisuudesta. Aineettomien ja aineellisten omaisuusserien määrä on niin ikään hyvin maltillinen.

Vakavaraisuus on vahvalla tasolla

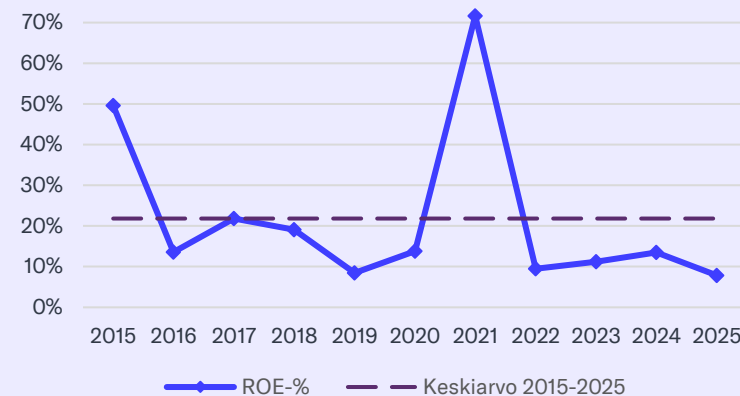
Omaa pääomaa Taalerilla oli Q2'26 lopussa noin 215 MEUR ja korollista velkaa sillä ei ollut. Yhtiön taseasema on siten hyvin vahva omavaraisuusasteen ollessa yli 70 % ja nettovelkaantumisasteen ollessa negatiivinen. Vakuutustoimintaan liittyvää korotonta velkaa Taalerilla oli taseessaan noin 47 MEUR ja muita korottomia velkoja noin 36 MEUR. Muut korottomat velat koostuvat pääasiassa Garantian laskennallisista verovelvoista sekä liiketoimintaan liittyvistä normaaleista käyttöpääoman eristä.

Tase kasvaa strategiakaudella

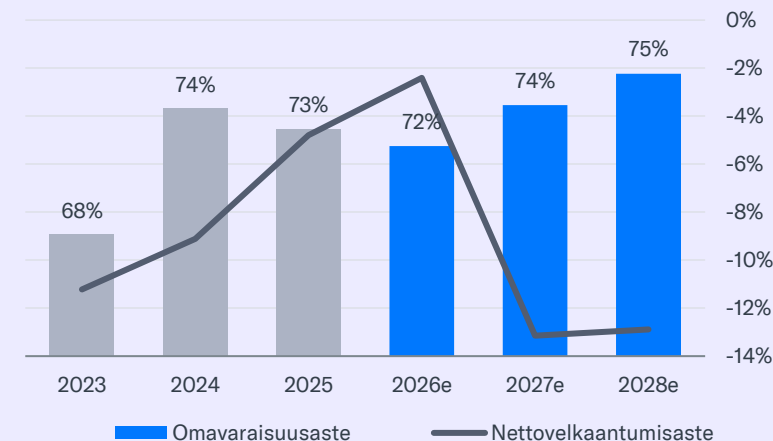
Taalerin tase tulee muuttumaan Fintoil-järjestelyn myötä. Arviomme mukaan yhtiö tulee rahoittamaan väliaikaisesti osan H2:lla tehtävästä Fintoilin 25 MEUR:n sijoituksesta pankkilainalla, mutta tämä maksettaneen välittömästi pois, kun vanhat tuulirahastot myydään ja niihin liittyvät saamiset purkautuvat. Fintoil-sijoituksen ja tuulirahastojen irtaantumisen myötä taseesta siirtyykin yksinkertaisuudessaan noin 20 MEUR saamisista sijoituksiin ja tämän lisäksi käteispaino tulee pienenemään jonkin verran.

Muilta osin odotamme Taalerin taseen kasvavan hieman strategiakauden aikana, kun sijoitussalkku kasvaa nykytasoltaan. Valtaosa tästä voidaan rahoittaa konsernin tulorahoituksella ja ennustamaamme lähes 100 MEUR:n sijoitussalkkuun yhtiö ei tarvitse vierasta pääomaa kuin korkeintaan väliaikaisesti. Huomautamme, että Taalerilla on taseessaan merkittävää velkakapasiteettia ja näin ollen sijoitussalkun kasvua on mahdollista tukea velkavipua hyödyntämällä, mikäli tuloskehitys (kertatuotot keskeisimpänä ennusteriskinä) osoittautuisi ennakoitua vaisummaksi.

Oman pääoman tuotto (%)



Taseen avainlukujen kehitys



ROE laskettu vähemmistöt huomioivasta nettotuloksesta, kun Taalerin laskennassa ROE lasketaan nettotuloksesta ennen vähemmistöjen osuutta.

Ennusteet 1/4

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

Koska oman sijoitussalkun osuus Taalerin arvosta on merkittävä, tulee sen vaikutus tuloskehitykseen olemaan yksittäisinä vuosina hyvinkin suuri. Ennustamme vuodesta 2028 alkaen salkulle staattista 8 %:n vuosituottoa, sillä haluamme myös tulosennusteidemme heijastelevan jonkinlaista tuottovirtaa sijoitussalkusta. Todellisuudessa salkun tuotto tulee kuitenkin heilumaan merkittävästi, joten pidemmän aikavälin konsernitason ennusteisiin tulee suhtautua lähinnä suuntaa antavina.

Sijoitustuottojen vaikeasti ennustettavasta luonteesta johtuen sijoittajan tulee kiinnittää huomiota liikevoiton kehityksen ohella pääomarahastojen jatkuvien palkkioiden

mukaisen kannattavuuden kehitykseen sekä Garantian vakuutustoiminnan tulokseen, sillä nämä ovat lähivuosina konsernin arvon kehityksen kannalta keskeisimmät tunnusluvut. Lisäksi sijoittajien tulee luonnollisesti seurata oman taseen sijoitustoiminnan onnistumista, sillä se on operatiivisen kehityksen lisäksi osakkeen keskeinen arvoajuri.

Ennusteiden taustat

Ennusteemme lähtevät oletuksesta, että yleinen varainkeruumarkkina jatkaa piristymistään asteittain 2026-2027 aikana. Suomen asuntolainamarkkinalle odotamme vain maltillista elpymistä, sillä korkea korkotaso hautaa osan talouskasvun tuomasta hyödystä alleen.

Muista listatuista sijoituspalveluyhtiöistä poiketen, Taalerille kotimaisen varainhoitomarkkinan kasvulla on hyvin vähän merkitystä, ja sen varainkeruun onnistuminen riippuu ennen kaikkea sen omasta tekemisestä (miten myyntitiimi onnistuu ja minkälaisia tuotteita yhtiö tuo ulos).

Ennustemuutokset ja yhteenveto

Olemme tehneet ennusteisiimme paljon muutoksia raportin yhteydessä. 2026-2027 osalta ennusteemme ovat laskeneet, mutta tämä selittyy käytännössä täysin Garantian sijoitussalkun tuotoilla sekä oman taseen sijoitusten ennustemuutoksilla. Operatiivisesti Garantian ennusteemme ovat nousseet hieman ja luottamuksemme sen tuloskasvunäkymää kohtaan on kohonnut selvästi. Tuloksen laatu onkin parantunut ennusteiden laskuista huolimatta.

Kokonaisuutena odotamme Taalerilta nousevaa tuloskehitystä lähivuosilta. Keskeiset tulosajurit ovat Garantian kannattava kasvu, Pääomarahastojen tuottopalkkiot sekä konsernin oman taseen sijoitustuotot. 2026-2027 tulokset ovat alle yhtiölle hahmottelemamme tulospotentiaalin, kun taas 2028 on tätä parempi, kun sinne pakkautuu merkittävästi kertatuottoja.

Ennustemuutokset	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	57,8	57,5	-1 %	62,1	60,4	-3 %	71,8	75,5	+5 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	20,3	20,0	-1 %	27,6	25,0	-9 %	36,2	38,5	+6 %
Liikevoitto	20,3	20,0	-1 %	27,6	25,0	-9 %	36,2	38,5	+6 %
Tulos ennen veroja	19,8	19,5	-1 %	27,3	24,7	-9 %	35,9	38,2	+6 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,46	0,45	-2 %	0,71	0,65	-10 %	0,95	0,97	+2 %
Osakekohtainen osinko	0,30	0,30	0 %	0,40	0,40	0 %	0,45	0,45	0 %

Lähde: Inderes

Ennusteet 2/4

2026 sujunut paremmin kuin numerot antavat ymmärtää

Taalerin alkuvuosi on numeroiden valossa sujunut korkeintaan kohtuullisesti ja H1'26 liikevoitto oli vaatimattomalla 6,6 MEUR:n tasolla. Mielestämme huomattavasti tätä tärkeämpää on kuitenkin yhtiön vahva edistyminen sen strategian kanssa. Yhtiö on saanut aikaan merkittävän rytminmuutoksen strategian toteuttamisessa. Garantia on saatu reippaaseen kasvuun ja viimeisen 12kk saadut vakuutusmaksut ovat kasvaneet 20 %:lla, mikä indikoi selvää kasvua jatkossa. Fintoil-järjestely on tärkeä virstanpylväs taseen kierrätyksen näkökulmasta ja johdon kommentit taseen tulevasta kierrätyksestä ovat mielestämme aiempaa selkeämpiä. Pääomarahastojen osalta SolarWind 4:n varainkeruun valmistelu etenee ja yhtiö on laajentanut kahdelle uudelle tuotealueelle (VC ja PC).

Loppuvuoden osalta odotamme Garantian vakuutusmaksutuottojen kääntyvän asteittain selvempään kasvuun, kun vahvat saadut vakuutusmaksut alkavat kääntyä kasvuksi. Pääomarahastojen osalta lyhyellä aikavälillä tärkein yksittäinen seurattava asia ovat todennäköiset irtaantumiset vanhoista tuulirahastoista (Tuulitehdas 2&3). Mikäli taseeseen kirjatut 20 MEUR:n palkkiot realisoituisivat täysimääräisesti, kasvattaisi tämä Taalerin sijoitustoiminnan liikkumavaraa ja lisäksi se nostaisi markkinan luottamusta tulevia järjestelyjä kohtaan. Mielestämme riski alaskirjauksista on laskenut jonkin verran viimeisen parin viikon aikana, kun Googlen jätti-investoinnit ovat parantaneet sähkömarkkinan pitkän aikavälin näkymää. Myös SolarWind 1 -rahasto alkaa lähestyä elinkaarensa päätä (perustettu 2016) ja sillä on käynnissä useampia irtaantumisprosesseja. Nämä irtaantumiset ovat tärkeitä referenssipisteitä uuden rahaston varainkeruuta ajatellen. Varainkeruun osalta yhtiö saattaa vielä 2026 puolella ehtiä tuoda markkinoille uusia tuotteita (VC2, PC tai SolarWind 4), mutta ensimmäisiä sulkemisia saadaan

odottaa todennäköisesti H1'27 loppupuolelle.

Sijoitussalkun osalta emme odota merkittäviä irtaantumisia loppuvuoden aikana, mutta Texasin tuulipuiston irtaantuminen on toki mahdollista. Huomautamme, että sen myyntihinnan tulisi olla lähellä sen tasearvoa, eli kyse olisi puhtaasti pääoman kierrättämisestä, ei piiloarvon purkautumisesta.

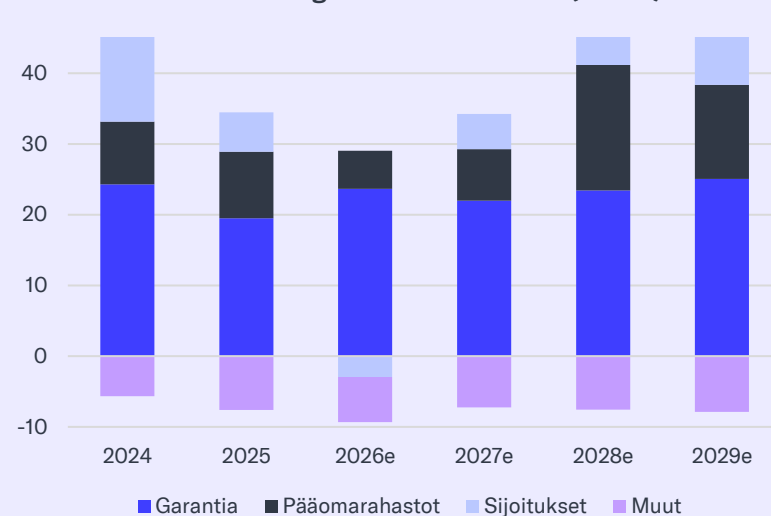
Kokonaisuutena odotamme koko vuodelta vaatimatonta 20 MEUR:n liikevoittoa. Garantia vastaa käytännössä koko liikevoitosta ja se tekee hurjan lähes 24 MEUR:n liikevoiton. Pääomarahastojen tulos 5 MEUR on korkeintaan kohtalainen, sillä kertatuottojen matala osuus sekä Muiden Pääomarahastojen operatiiviset tappiot painavat tätä. Muut-segmentti tekee myös reippaan tappion (7 MEUR) ja merkittävien sijoitustuottojen puuttuminen pitää Sijoitukset-segmentin tulostason vaatimattomana. EPS jää ennusteissamme matalaksi 0,45 euroon. Uskomme yhtiön pitävän osingon ennallaan 0,30 eurossa, etenkin jos tuulipuistojen irtaantuminen onnistuu odottamallamme tavalla.

Huomautamme, että vaikka tulos on koko vuoden osalta Taalerin mittapuulla hyvin vaatimaton, on vuodesta edellytykset muodostua omistajien kannalta erinomainen, etenkin jos H2 tärkeät hankkeet edistyvät ennusteidemme mukaisella uralla.

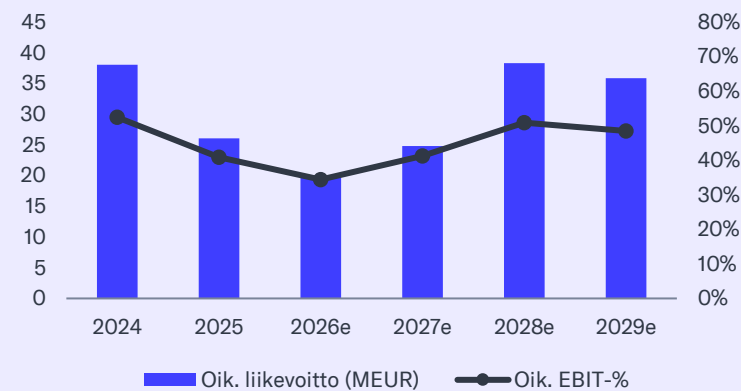
2027 strategian edistyminen alkaa kääntyä numeroiksi

2027 keskeinen kysymys liittyy näkemyksemme mukaan varainkeruun onnistumiseen Pääomarahastoissa sekä taseen sijoitustoimintaan. Yhtiöllä on 2027 aikana varainkeruussa useita rahastoja, ja näissä onnistuminen on täysin kriittistä. Kuten olemme aiemmin raportissamme käynyt läpi, pidämme SolarWind 4:n varainkeruun onnistumista varsin todennäköisenä, mutta Muiden Pääomarahastojen osalta suhtaudumme varainkeruuseen suurella varauksella.

Liikevoitto segmenteittäin 24-29e (MEUR)



Konsernitason kannattavuusennusteet



Ennusteet 3/4

Kiinteistöjen osalta yhtiön tulisi myös 2027 aikana vakavasti harkita liiketoiminnan jatkoa itsenäisenä osana Taaleria, mikäli varainkeruu ei ota tuulta siipiensä alle.

Sijoitustoiminnan osalta odotamme Taalerin irtautuvan sekä Turun Toriparkista että Texasin tuulipuistoista. Toriparkista kirjataan merkittävä 6 MEUR:n kertatuotto (tasearvo eri kuin käypä arvo) ja näistä vapautuu yhteensä pääomia lähes 35 MEUR:lla. Kun tähän huomioidaan H2’26 tuulirahastoista vapautuneet saamiset, on yhtiöllä liikkumavaraa toteuttaa sijoituksia yli 50 MEUR:lla, ilman uutta vierasta pääomaa. Osa tästä rahasta on korvamerkitty Fintoilin jatkorahoitukseen (5 MEUR) sekä uusien rahastojen siemensijoituksiksi. Joka tapauksessa yhtiöllä on kapasiteettia tehdä myös merkittäviä kasvupääomasijoituksia sopivien kohteiden löytyessä. Pidämme myös mahdollisena, että kasvupääomasijoitukset kohdistuvat nykyisiin salkkuyhtiöihin (esim. Ren-Gas tai Fintoil).

Garantialta odotamme tervettä kasvua ja erinomaisen kannattavuuden johdosta myös vakuutuspalvelutulos kasvaa hyvin. Sijoitustuottojen normalisoituminen erinomaiselta 2026 tasolta johtaa siihen, että koko Garantian liikevoitto laskee hieman vertailukaudesta. Huomautamme kuitenkin, että Garantian arvo kasvaa papereissamme, sillä arvo on täysin sidoksissa kasvuun sekä vakuutuspalvelutulokseen.

Tuloksellisesti 2027 on edelleen varsin kaukana Taalerin ns. normaalista tuloksesta ja ennustamme 25 MEUR:n liikevoittoa. Garantian tulos on ns. normaalilla tasolla, mutta Pääomarahastoissa Muiden Pääomarahastojen ylösajo sekä kertatuottojen puuttuminen painavat tulosta (2027e: 5 MEUR). Myös sijoitussalkun tuotto jää 6 MEUR:oon, mikä on hyvin vaatimaton taso suhteessa vuoden lopun ennustamaamme yli 80 MEUR:n salkkuun.

EPS:n ennustamme olevan 0,65 euroa ja osingon ennustamme olevan 0,40 euroa. Osingonjako pysyy tarinassa sivuroolissa, kun yhtiö keskittyy investointeihin.

2028 tuloksesta pitäisi muodostua erittäin vahva

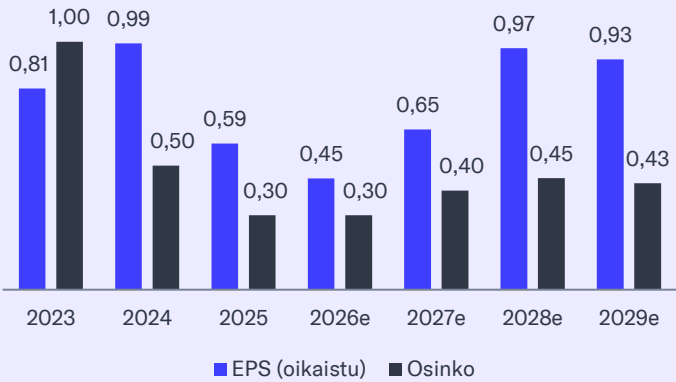
2028 tulee ennusteissamme olemaan Taalerille erinomainen vuosi. Garantia jatkaa vahvaa suorittamistaan ja vakuutuspalvelutulos kasvaa noin 10 %:lla strategian väkevän toteuttamisen myötä.

Pääomarahastoissa 2028 tulos saa merkittävää tukea SolarWind 4:n viimeisen sulkemisen myötä syntyvistä takautuvista hallinnointipalkkioista. Lisäksi ennustamme SolarWind 2 -rahaston alkavan tuottaa tuottopalkkioita 2028 alkaen. SolarWind 2:n osalta tuottopalkkionäkymä parani selvästi Googlen Suomen jätti-investoinnin myötä parantuneen sähkömarkkinanäkymän seurauksena, sillä rahaston keskeisenä haasteena ovat olleet Suomen tuulipuistot. Kokonaisuutena ennustamme 16 MEUR:n liikevoitto on segmentiltä ”liian hyvä”, elleivät Muut Pääomarahastot pääse kunnolla kasvuun ja saa nostettua tulostaan selvästi voitolliseksi.

Sijoitussalkun osalta ennustamme salkulle hyvin konservatiivista 8 %:n tuottoa. Taso on noin puolet Taalerin omasta tavoitteestaan, mutta näkyvyyden puuttuessa on konservatiivinen lähestymistapa perusteltu.

Kokonaisuutena ennustamme 2028 erinomaista 38 MEUR:n liikevoittoa. Näkemyksemme mukaan Taalerin normalisoitu tulospotentiaali on 30-40 MEUR:n välillä, riippuen etenkin sijoitussalkun tuottotasosta. Myös Muiden Pääomarahastojen kääntyminen plussalle nykyiseltä tappiolta nostaisi tätä tulostasoa.

Osakekohtainen tulos ja osinko



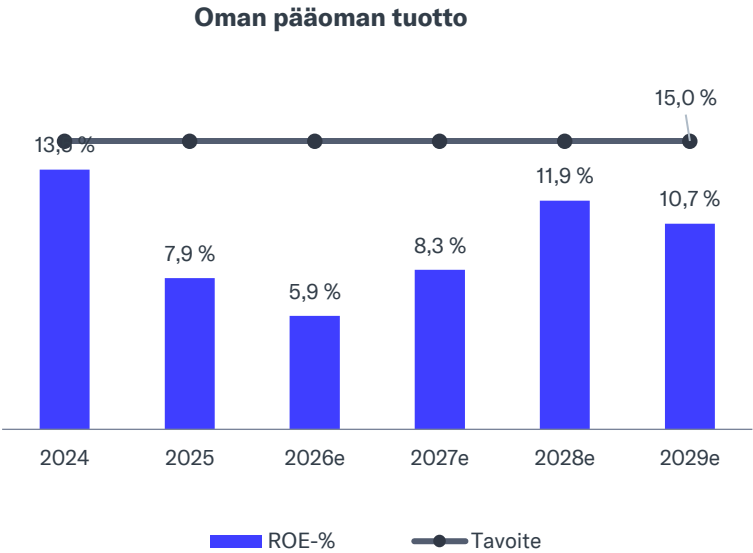
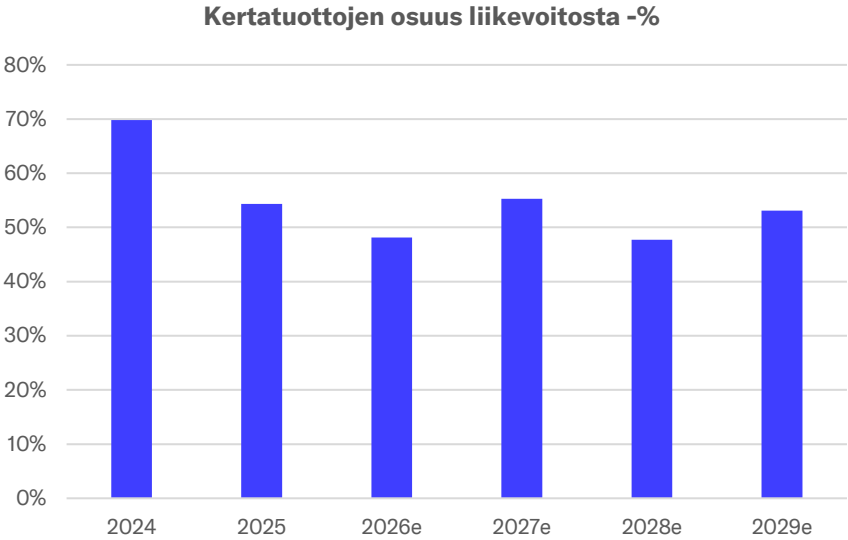
Normalisoitu liikevoittopotentiali

+20 MEUR	Garantia
~10 MEUR	Uusiutuva Energia
-2 – 2 MEUR	Muut Pääomarahastot
-8 MEUR	Muut
5–15 MEUR	Sijoitukset
~30–40 MEUR	Yhteensä

Lähde: Inderes

Ennusteet 4/4

Konserni	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Jatkuvat tuotot	40,4	42,4	42,9	42,8	53,4	51,3
Jatkuvien tuottojen kasvu -%		5 %	1 %	0 %	25 %	-4 %
Garantia sijoitustuotot	11,9	8,3	11,1	8,5	8,6	8,7
Muut ei-jatkuvat tuotot (sijoitukset , tuottopalkkiot ja muut erät)	20,4	13,0	3,5	9,1	13,6	14,3
Liikevoitto	38,1	26,0	20,0	25,0	38,5	36,1
<i>Liikevoitto jatkuvista tuotoista</i>	<i>11,5</i>	<i>11,9</i>	<i>10,4</i>	<i>11,2</i>	<i>20,1</i>	<i>16,9</i>
<i>Garantian sijoitussalkun tuotot</i>	<i>11,9</i>	<i>8,3</i>	<i>11,1</i>	<i>8,5</i>	<i>8,6</i>	<i>8,7</i>
<i>Tuottopalkkiot</i>	<i>1,8</i>	<i>0,0</i>	<i>1,1</i>	<i>0,0</i>	<i>3,0</i>	<i>3,0</i>
<i>Muut sijoitustuotot</i>	<i>13,5</i>	<i>6,1</i>	<i>-1,3</i>	<i>6,1</i>	<i>7,6</i>	<i>8,2</i>
Kertatuottojen osuus liikevoitosta -%	70 %	54 %	48 %	55 %	48 %	53 %
Liikevoitto jatkuvista tuotoista kasvu -%		3 %	-13 %	8 %	80 %	-16 %
Konsernin sijoitussalkku	54,8	63,7	94,3	82,4	95,0	103,0
ROE-% (konserni)	13,5 %	7,9 %	5,9 %	8,3 %	11,9 %	10,7 %



ROE-% on laskettu emoyhtiön omistajille kuuluvasta nettotuloksesta suhteessa keskimääräiseen emoyhtiön omistajille kuuluvaan omaan pääomaan (ilman määräysvallattomia omistajia). Taaleri raportoi ROE:n koko tilikauden tuloksesta suhteessa koko omaan pääomaan (sis. määräysvallattomat omistajat), minkä vuoksi luvut poikkeavat Taalerin raportoimista (esim. 2025: 7,9 % vs. 9,5 %).

Arvonmääritys 1/7

Yhteenveto arvostuksesta

Koska Taalerin osat ovat profiililtaan hyvin erilaisia, on osien summa ylivoimaisesti paras lähtökohta arvonmääritykselle. Nojaamme arvonmäärityksessämme täysin osien summaan, sillä se huomioi parhaiten Taalerin liiketoimintojen toisistaan poikkeavat kasvu-, kannattavuus- ja riskiprofiilit.

Vaikka kassavirtamalli löytyykin tämän raportin liitteistä, emme anna sille mitään painoarvoa analyysissämme, sillä se toimii Taalerille hyvin huonosti isosta sijoitussalkusta johtuen. Myös verrokkianalyysi sopii Taalerille heikosti, sillä yhtiön rakenne poikkeaa merkittävästi esimerkiksi kotimaisista varainhoitajista ja Taalerille oikeasti sopivaa verrokkiryhmää ei ole mahdollista kasata. Näin ollen myös verrokkiryhmän merkitys jää analyysissämme olemattomaksi.

Osien summan mukainen arvomme on noin 11,7 euroa osakkeelta, ja se on noussut noin 5 %:lla 11,1 eurosta. Nousua selittää Garantia, jonka arvoa olemme nostaneet tulosennusteiden mukana. Garantian osuus yhtiön arvosta on laskelmissamme hallitseva ja sen osuus kokonaisuudesta on jo noin puolet. Loppuosa arvosta on käytännössä jakautunut Energian sekä taseen sijoitusomaisuuden välillä. Käsittelemme osien arvoa tarkemmin seuraavilla sivuilla.

Tuotto-odotus ei enää pelkän rakennejärjestelykortin varassa

Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että Taalerin selvästi parantuneen strategian toimeenpanon seurauksena sijoittajien tuotto-odotus ei enää nojaa pelkästään osien summan alennuksen spekulatiiviseen supistumiseen, vaan näemme hyvän mahdollisuuden sille, että osissa oleva arvo kasvaa seuraavan kahden vuoden aikana.

Sijoittajien tuotto muodostuukin näkemyksemme mukaan kolmesta komponentista: 1) parantuneen operatiivisen suorittamisen myötä kasvavasta osien arvosta, 2) sijoittajaluottamuksen palautumisen myötä seuraavasta osien summan alennuksen pienentymisestä sekä 3) pienestä osinkotuotosta.

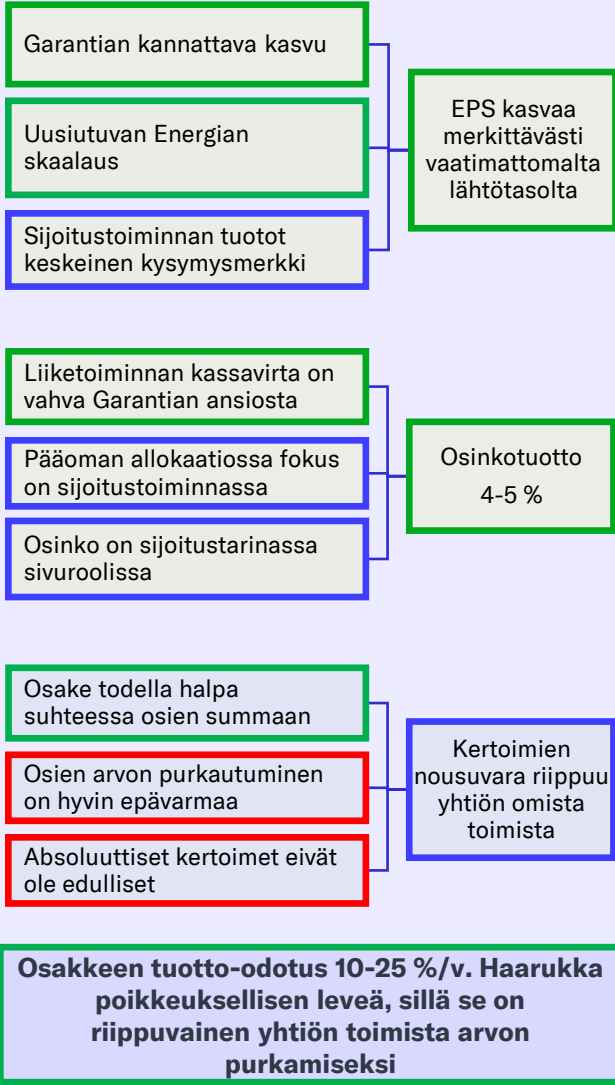
Sijoittajat saavat myös luonnollisesti kaupan päälle option osien arvon äkillisestä purkautumisesta yritysjärjestelyiden kautta, sillä olemme edelleen vakuuttuneita, että Taalerin rakenne tulee olemaan pitkällä aikavälillä erinäköinen.

Tuotto-odotuksen haarukka on hyvin leveä, sillä se on hyvin riippuvainen operatiivisen toiminnan lisäksi myös liikkeistä oman taseen sijoituksissa. Parhaassa skenaariossa operatiivinen jatkaa vahvaa operatiivista tekemistään ja oman taseen sijoitustoiminnan onnistumiset supistavat osien summaa merkittävästi. Tässä skenaariossa tuotto-odotus on seuraavan 3v aikana reippaasti yli 20 % per vuosi. Vastaavasti huonossa skenaariossa operatiivinen suorittaminen ei parane odotuksiemme mukaisesti ja oman taseen sijoitustoiminnan uudet pettymykset (esim. vanhojen Tuulten palkkioiden alaskirjaukset) ylläpitäisivät korkeaa alennusta suhteessa osien summaan. Tässäkin skenaariossa meidän on vaikea nähdä sijoittajien tuotto-odotuksen jäävän miinukselle, sillä arvostus on nyt kaikilla mittareilla historiallisen alhainen.

Kokonaisuutena näemme nykyisen kurssitason tarjoavan erittäin hyvän riski-/tuottosuhteen, sillä osakkeessa on vaikea nähdä laskuvaraa nykyiseltä erittäin alhaiselta tasolta (P/B alle 1x).

Osaketuoton ajurit 2026-2029e

Positiivinen Neutraali Negatiivinen



Arvonmääritys 2/7

Osien summa: Garantia

Garantian arvo muodostuu sen Taalerille maksamasta osinkovirrasta ja arvonmäärityksemme nojaa DDM-malliin. Lisäksi tarkastelemme arvonmäärityksessä myös oman pääoman tuoton huomioivaa P/B-kerrointa ja peilaamme arvostustamme myös ruotsalaisen Solid Försäkringin arvostukseen.

Näkemyksemme Garantian arvosta on noussut kohonneiden tulosenusteidemme myötä ja arvo on nyt 212 MEUR (aik. 198 MEUR). Arvosta on vähennetty syyskuun lopussa irronnut 9 MEUR:n osinko.

Garantian DDM-malli

Ennusteissamme Garantia jakaa Taalerille osinkoa 18–21 MEUR vuodessa 2026–2029, eli käytännössä koko tuloksensa. Solvenssisuhde laskee silti vain 243 %:sta noin 208 %:iin vuoteen 2029 mennessä, joten osinko ei edellytä sijoitussalkun osakepainon laskua. 2030 alkaen odotamme osingonjakosuhteen olevan 90 %, mikä on kestävä taso soveltamamme varovaisen 1,5 %:n terminaalikasvun olosuhteissa. Mikäli yhtiö kasvaisi odotuksiamme nopeammin, olisi voitonjakosuhteessa painetta alaspäin selvästi ilman muutoksia sijoitussalkussa. Osakepainon lasku olisi kuitenkin mielestämme huomattavasti järkevämpi tapa rahoittaa tämä kasvu kuin voitonjakosuhteen lasku. DDM-mallin näkökulmasta vaikutus on kuitenkin rajallinen, sillä osakepainon lasku laskisi myös tulosta.

Tuottovaatimuksena käytämme 10 %, mikä on sama kuin Taaleri-konsernille soveltamamme taso ja myös linjassa seuraamiemme sijoituspalveluyhtiöiden keskiarvon (9,9 %) kanssa. Tuottovaatimusta nostavat yhtiön pieni koko sekä riippuvuus Suomen asuntomarkkinoista sekä yksittäisistä jakelukumppaneista. Näillä oletuksilla DDM-malli antaa

Garantian arvoksi noin 212 MEUR. Malli löytyy sivulta 56.

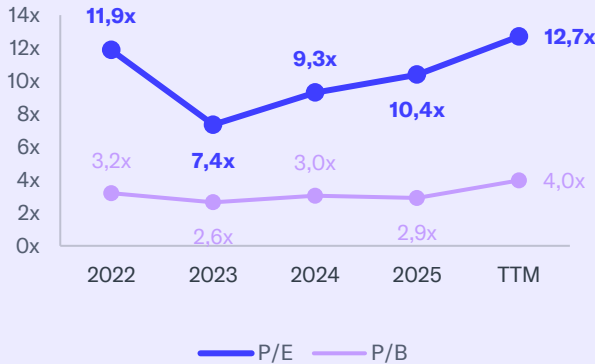
Garantian tasepohjaiset kertoimet

Tasepohjaisessa tarkastelussa suhteutamme Garantian oman pääoman (n. 120 MEUR 2025 lopussa) pitkän aikavälin oman pääoman tuottoon. Ennustamme ROE:n nousevan 14 %:sta 17 %:iin vuosina 2026–2029, kun vakuutuspalvelutulos kasvaa noin 10 % vuodessa. Kuten sivupalkin alempi taulukko kertoo, olisi Garantian käypä arvo 10 %:n tuottovaatimuksella sekä 15 %:n oman pääoman tuotolla 193 MEUR, joka vastaa noin 1,6x P/B-kerrointa. DDM-mallimme mukainen arvo vaatii yhtiöltä yli 16 %:n oman pääoman tuottoa kestävästi. Samalla huomautamme myös, että mikäli Garantia onnistuisi hajauttamaan liikevaihtopohjaansa ja pienentämään tähän liittyviä riskejä, voisi tuottovaatimuksessa olla tilaa liikkua alaspäin ja tämä nostaisi arvoa selvästi.

Vertailukohtana Solid Försäkring

Garantialle on huonosti tarjolla järkeviä listattuja verrokkeja ja valtaosa listautuneista toimijoista on monikansallisia jättejä. Lähin listattu verrokki on Tukholman pörssin pieni pohjoismainen erikoisvakuuttaja Solid Försäkring, jonka tuotteisiin kuuluvat myös luottoihin liittyvät maksuturvavakuutukset. Solidia on historiallisesti hinnoiteltu noin P/E 10x -tasolla. P/B on ollut noin 3x. Tällä hetkellä vastaavat kertoimet ovat noin 13x ja 4x. Solidin historiallinen ~10x P/E vastaa Garantialle ~180 MEUR:n arvoa vuoden 2027 ennusteella. Oman pääoman tuottoon suhteutettuna Solidin P/B-taso vastaa Garantialle noin 1,45x kerrointa eli noin 175 MEUR:n markkina-arvoa. Koska yhtiöt ovat hyvin erilaisia, ei arvostuksesta voida vetää kovinkaan kummoisia johtopäätöksiä. Mielestämme Solid antaakin lähinnä karkeaa indikaatiota, miten markkinat voisivat hinnoitella pientä erikoisvakuuttajaa, ja toisaalta antaa vahvistusta sille, että oma arvonmäärityksemme on oikealla pallokentällä.

Solid Försäkringin P/E- ja P/B-kertoimet



Lähteet: TipRanks, Börsdata

Garantian tasepohjaisen arvon herkkyyksianalyysi (MEUR)

		Oman pääoman tuotto-% (ROE)				
		13,0 %	14,0 %	15,0 %	16,0 %	17,0 %
Tuottovaatimus	9,0 %	186	203	219	235	251
	9,5 %	175	190	205	220	236
	10,0 %	165	179	193	207	222
	10,5 %	155	169	182	196	209
	11,0 %	147	160	173	186	198

Arvonmääritys 3/7

Osien summa: Uusiutuva Energia

Taalerin Energian kannattavuus on noussut uudelle tasolle H2'23-2025, kun SolarWind 3 -rahasto nousi täyteen kokoonsa ja skaalasi toiminnan seuraavalle tasolle. Kertapalkkiot sekä takautuvat palkkiot heiluttavat yksittäisten vuosien tuloksia, ja näin ollen Energian normalisoitua tulosta tulee mielestämme haarukoida useamman vuoden keskiarvona. Vuodet 2024-2028 antavat mielestämme hyvän kuvan yhtiön normaalista tulokunnosta, sillä ne sisältävät jonkin verran myös tuottosidonnaisia palkkioita. 2024-2028 keskimääräinen tulos ennen veroja on noin 10 MEUR.

Energian hyväksyttävää arvostustasoa voidaan haarukoida kotimaisten listattujen varainhoitajaverrokkien kautta. Energian arvostusta tukevat tekijät ovat selkeä erikoistuminen, jatkuvan toiminnan hyvä kannattavuus, vahva track record, laadukas AUM ja huomattava tuottopalkkiopotentiali. Selkeitä heikkouksia arvonmäärityksen näkökulmasta ovat kapea tuotetarjonta ja tuottopalkkioiden heikko ennustettavuus. Kotimaisia varainhoitajia on hinnoiteltu historiallisesti noin 10-11x EV/EBIT-kertoimella ja mielestämme verrokkiryhmän hinnoittelu antaa hyvän kuvan myös Taaleri Energian käyvistä arvosta. Tällä EV/EBIT-kertoimella liiketoiminnan käypä arvo olisi 100-110 MEUR. Taaleri omistaa Energiasta 76,2 %, eli sen omistuksen arvo olisi noin 80 MEUR. Huomautamme, että laskelmamme ei sisällä vanhojen tuulirahastojen tuottopalkkioita, vaan olemme laskeneet ne mukaan oman taseen sijoituksiin.

Tuloskertoimet tukevat näkemystämme

Tuloskertoimien kautta tarkasteltuna 2025 kertoimet ovat neutraalit (P/E 14x ja EV/EBIT 11x), mutta 2026-2027 kertoimet ovat korkeita, johtuen 2026 alaskirjauksesta ja

tuottopalkkioiden puuttumisesta. 2028 kertoimet ovat puolestaan erittäin alhaiset.

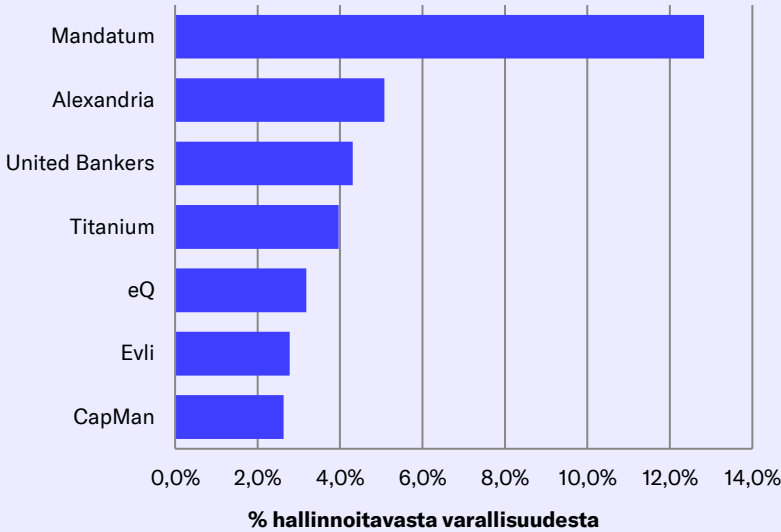
AUM:sta maksettava hinta heijastelee laadukasta alla olevaa varallisuutta

Suhteessa Taaleri Energian noin 1,8 miljardin euron hallinnoitavaan varallisuuteen hintalappu olisi noin 6 % suhteessa AUM:iin. Mielestämme AUM:sta on kuitenkin perusteltua oikaista vanhat tuulirahastot pois, sillä ennustamme niiden myynnin toteutuvan vielä 2026 puolella. Vanhoista tuulirahastoista oikaistuna Energian AUM on noin 1,4 miljardia euroa ja tästä laskettuna hinta per AUM on noin 7 %. Taso on varsin korkea, mutta perusteltavissa AUM:n erittäin korkealla laadulla. Vertailun vuoksi kotimaisia varainhoitajia hinnoitellaan tällä hetkellä Mandatumia lukuun ottamatta selvästi alle tämän tason. Valtaosalla yhtiöistä perinteinen varainhoito sekä erilaiset heikot AUM-erät painavat tätä tasoa ja valtaosalla toimijoista hinnoittelemme vaihtoehtoista rahastopääomaa 5-8 %:n tasolla.

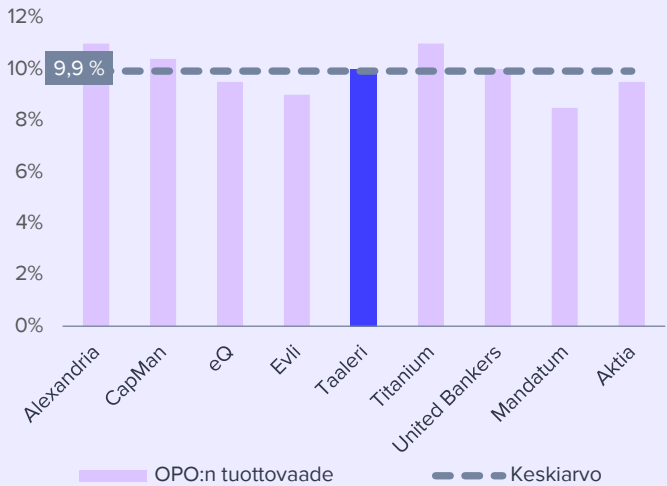
Korkeampi arvostus vaatii kovempaa kasvua

Kokonaisuutena sekä kertoimet että AUM-pohjainen arvostustaso tukevat näkemystämme yhtiön käyvistä arvosta. Jotta Energian arvo olisi selvästi nykyistä korkeampi, pitäisi yhtiön kasvun olla ennusteitamme nopeampaa ja/tai lähivuosien tuottopalkkioiden ennusteitamme suurempia. Kasvussa tärkeässä roolissa olisivat uudet tuotteet, jotka mahdollistaisivat varainkeruun myös perinteisen lippulaivarahastojen vuosikertamallin ulkopuolella.

Varainhoidon implisiittinen hinnoittelu suhteessa AUM:iin *



Verrokkien oman pääoman kustannus



*Yhtiöiden markkina-arvoista oikaistu varainhoitoon kuulumattomat liiketoiminnot, nettokassa, tasesijoitukset ja osakkuusyhtiöt. Tätä suhteutettu koko hallinnoitavaan varallisuuteen.

Arvonmääritys 4/7

Muiden Pääomarahastojen arvo

Muiden Pääomarahastojen arvonmääritys on tällä hetkellä hyvin hankalaa, sillä liiketoiminta on rakennusvaiheessa ja ennusteemme odottavat jatkuvan liiketoiminnan osalta tappiollista tulosta vielä useita vuosia. Tästä johtuen tärkeimpänä menetelmänä Muut Pääomarahastot -segmentin arvottamiseksi pidämme AUM-pohjaista arvonmääritystä. Segmentin hallinnoitava varallisuus on tällä hetkellä 955 MEUR, mutta sen laatu on pääosin vielä varsin heikko, sillä rahastoista osa on iältään vanhoja ja lähestymässä irtautumisvaihetta. Lisäksi mandaattien osuus pääomista on huomattava. Tämä heijastuu AUM:n nykyiseen tuottotasoon, joka on vaatimaton (~0,6 %).

Hyvin vaihtelevasta AUM-laadusta johtuen olemme valmiit hyväksymään segmentille alhaisen AUM-pohjaisen arvon. Soveltamalla 1,5 %:n tasoa saamme liiketoiminnan arvoksi noin 14 MEUR. Meidän on vaikea hyväksyä tappiolliselle liiketoiminnalle selvästi tätä korkeampaa tasoa, etenkin kun emme tällä hetkellä näe selkeää polkua pois tappioista. Jotta 14 MEUR:n arvoa voitaisiin pitää perusteltuna tulospohjaisesti, pitäisi liiketoiminnan tehdä noin 1,4 MEUR:n liikevoittoa. Tämä puolestaan tarkoittaisi lähes 3,5 MEUR:n parannusta suhteessa nykytasoon. Mikäli yhtiön toiminta skaalautuisi 50 %:n kulu/tuottosuhteella (toimialalle varsin tyypillinen taso ilman tuottopalkkioita), tarkoittaisi tämä puolestaan noin 7 MEUR:n uutta liikevaihtoa, eli yli liiketoiminnan tuplaamista nykytasolta. 1 %:n palkkiotasolla AUM:sta tämä tarkoittaisi noin 700 MEUR:n nettousumyyniä, eli bruttona tämä tarkoittaisi lähivuosina arviolta noin miljardin euron uusmyyntiä. Arviomme mukaan tämä on karkeasti linjassa yhtiön omien tavoitteiden kanssa.

Haluamme tällä laskelmalla hahmottaa, että vaikka 13 MEUR:n hintalappu tuntuu alhaiselta, on se tällä hetkellä

perusteltavissa ainoastaan mahdollisella yrityskaupalla. Uskomme, että liiketoiminnasta olisi myyntitilanteessa saatavissa tämä 14 MEUR, sillä ostaja saisi saneeraamalla AUM:ssa piilevää arvoa paremmin esiin. Taalerin omistuksessa liiketoiminnan arvo on kuitenkin tällä hetkellä negatiivinen johtuen sen tappiollisesta tuloksesta, kun näkyvyys positiiviseen tulokseen on vielä heikko. Muistutamme myös, että hinnoittelemme tyypillisesti varainhoitajien heikommin tuottavaa varallisuutta 0,5-2,0 %:n kertoimilla, eli myöskään tästä kulmasta tarkasteltuna arvostus ei ole erityisen edullinen.

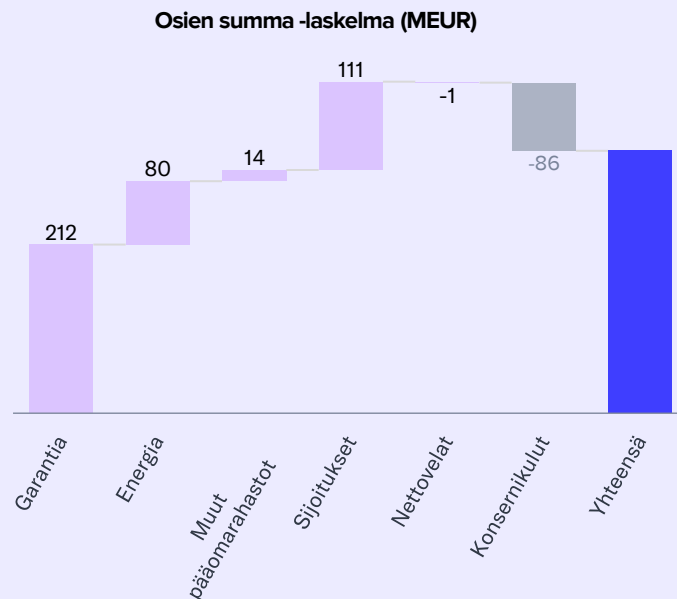
Muut-segmentin arvo

Konsernikulujen nykyarvo on laskelmissamme noin -86 MEUR. Konsernikulujen arvotuksessa olemme käyttäneet näkemystämme Muut-segmentin normaalista tulostasosta (-7,5 MEUR) sekä 3 %:n kasvutekijää. Olemme diskontanneet tämän konsernille soveltamallamme 10 %:n oman pääoman tuottovaatimuksella. Konsernikulujen osuus koko konsernin arvosta on iso, ja mielestämme olisi ensiarvoisen tärkeää, että kulutaso ei nousisi nykyisestä liikevaihdon kasvun mukana.

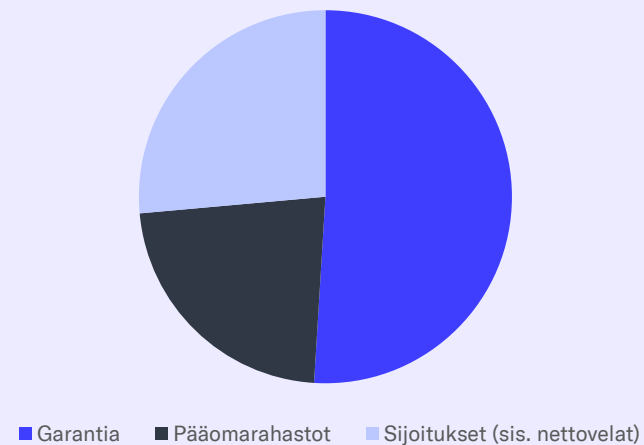
Sijoitukset ja nettovelat

Nettokassaa yhtiöllä oli Q2'26 lopussa noin 15 MEUR. Yhtiö kuitenkin sijoitti Fintoiliin Q3:n aikana 25 MEUR ja sai Garantialta osinkoa 9 MEUR syyskuun lopussa (tämä 9 MEUR vähennetty Garantian arvostuksesta). Näin ollen nettokassa on tällä hetkellä noin -1 MEUR.

Sijoitussalkun käypä arvo oli Q2'26 lopussa 67 MEUR ja tämän päälle tulee 25 MEUR:n sijoitus Fintoiliin, eli sijoitussalkun koko on 92 MEUR. Lisäksi tähän tulee lisätä 20 MEUR:n saamiset liittyen vanhoihin tuulirahastoihin ja tämä sekä 1 MEUR:n verovelkakoikaisu huomioiden sijoitussalkku on noin 111 MEUR.



Osien summan jakauma (Inderes arvio, ilman konsernikuluja)



Arvonmääritys 5/7

Miksi osaketta hinnoitellaan näin suurella alennuksella?

Taalerin osaketta hinnoitellaan tällä hetkellä lähes 40 %:n alennuksella suhteessa näkemykseemme sen osien summasta. Ero on historiallisen leveä ja vain muutaman kerran viimeisen 10v aikana ero on ollut lähellä nykyistä tasoa. Mielestämme Taalerin osien arvo ei ole koskaan sen historiassa ollut perusteltavissa näin selkeillä fundamenteilla. Garantian arvo sekä sen kassavirrantuottokyky ovat historian korkeimmalla tasolla ja myös Uusiutuvan Energian arvostuksessa voidaan nojata toteutuneisiin numeroihin. Nämä yhdessä kattavat jo valtaosan konsernin arvosta. Sijoitussalkun osalta käypä arvo nojaa myös aiempaa tukevammalle pohjalle sen parantuneen läpinäkyvyyden ja omaisuuserien kypsyiden johdosta.

Näin ollen arvostuksessa pitäisi olla poikkeuksellisen paljon ”kovaa maata”. Tätä taustaa vasten ennätystasolla oleva alennus on huima, ja käytännössä sijoittajat saavat tällä hetkellä koko konsernin sijoitusomaisuuden (+saamiset) kaupan päälle. Näemme alennuksen taustalla useita tekijöitä, jotka liittyvät pääosin yhtiön viime vuosien kehitykseen eivätkä osien nykyiseen arvoon. Ohessa olemme listanneet keskeisiä syitä alennuksen taustalla:

Laskeva tulostrendi: Konsernin liikevoitto on laskenut useamman vuoden ajan ja jää arviomme mukaan 2026 lähes puoleen 2024 tasosta. Vaikka Taaleria kuuluu hinnoitella sen osien summalla, on laskeva tulostrendi ja tämän myötä nousseet tulostekijät ovat painaneet väistämättä kurssia.

Strategian poukkoilevuus: Varainhoidon myynnin jälkeen yhtiön strategia on ollut poukkoilevaa. 2021 yhtiön strategiana oli panostaa pääomarahastoihin ja pääoman allokaatiossa korostettiin kurinalaisuutta sekä pääomien

palauttamista omistajille. Garantia oli nimetty strategiseksi sijoitukseksi, mikä oli tulkittavissa tahtotilaksi irtaantua siitä jollain aikavälillä. 2023 strategiassa tehtiin täyskäännös, pääoman allokaatiossa pyrittiin kasvattamaan bioteollisuusinvestointien osuus salkussa hallitsevaksi ja Garantiasta ei enää puhuttu strategisena sijoituksena. 2025 strategiaa muutettiin jälleen, Garantian roolia konsernin tärkeimpänä osana korostettiin, pääoman allokaatiossa palattiin Taalerin aiempaan hyvin opportunistiseen linjaan.

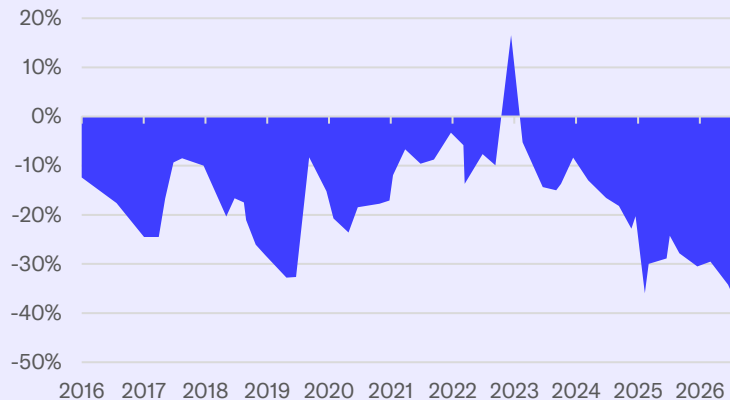
Strategian hidas toteutus 2022–2025: Varainhoidon myynnin jälkeen yhtiö eteni strategiassaan hitaasti. Järjestelyrintamalla oli hiljaista, sijoitustoiminta oli passiivista ja Muiden Pääomarahastojen panostukset rasittivat kannattavuutta ilman näkyviä tuloksia. Kunnan rytminmuutos tekemisessä on saavutettu vasta viimeisen 12kk aikana, ja sen tulokset eivät vielä täysimääräisesti näy numeroissa.

Tase ei ole kiertänyt: Irtautumisia on ollut vähän ja ei-strategiset sijoitukset ovat kehittyneet heikosti, joten salkun tuotto on jäänyt vaatimattomaksi. Tämän johdosta markkinan luottamus yhtiön pääoman allokaatiota kohtaan on heikentynyt selvästi.

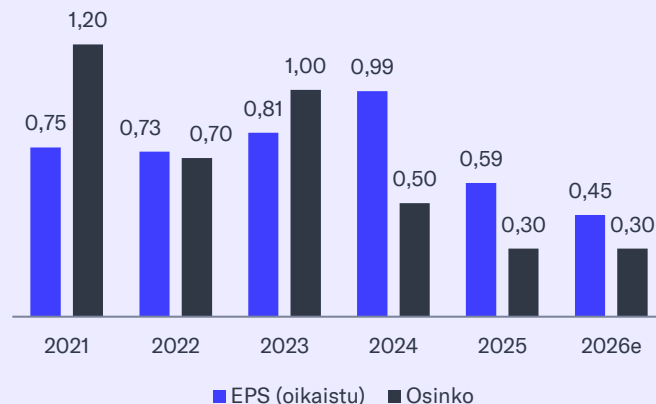
Holding-rakenne: Vakuutusyhtiö, pääomarahastot ja sijoitussalkku saman katon alla ovat vaikeasti analysoitava kokonaisuus, ja vastaavat rakenteet hinnoitellaan tyypillisesti monialayhtiöalennuksella, etenkin kun markkina ei enää hinnoittele konsernin purkamista.

Yleinen alakulo pienyhtiöissä: Kotimaisten pienyhtiöiden kysyntä on ollut jo pidempään heikkoa, ja esimerkiksi kotimaiset pienyhtiörahastot ovat menettäneet noin puolet pääomastaan viimeisen kolmen vuoden aikana.

Osakkeen alennus/premio suhteessa Inderesin määrittelemään osien summaan



Osakekohtainen tulos ja osinko



Arvonmääritys 6/7

Mitä pitäisi tapahtua, että alennus pienenesi?

Mielestämme sijoittajien luottamus sekä kiinnostuksen paluu vaativat konkreettisia näyttöjä. Helpoin reitti tähän olisi konsernirakenteen purkaminen, mikä purkaisi välittömästi osissa piilevän arvon. Esimerkiksi jakautuminen kahdeksi pörssiyhtiöksi johtaisi väistämättä merkittävään kurssinousuun, kun pelkkää Garantiaa hinnoiteltaisi nykyisen markkina-arvon tasolla.

Konsernin nykyisen rakenteen säilyessä tulee osaketta mielestämme hinnoitella selvällä alennuksella suhteessa osien summaan. Historiallisesti Taaleria on hinnoiteltu 15-20 %:n alennuksella suhteessa määrittelemäämme osien summaan, ja mielestämme tämä on oikea pallokenttä normaalille alennukselle. Tämä on myös linjassa sen kanssa, miten monialayhtiöitä on historiassa hinnoiteltu pörsseissä. Tästä huolimatta alennus suhteessa tähän hyväksyttävään tasoon on historiallisen suuri. Mielestämme seuraavat asiat ovat keskiössä, jotta osien summan alennus voi alkaa pienentyä nykyisestä:

Tulostrendin tulee kääntyä. Liikevoitto on laskutrendillä kolmatta vuotta, mikä on nostanut tulokertoimet korkealle. Tuloksen kääntyminen on mielestämme pakollista, jotta osien summan alennus voi supistua. Osien summan alennuksen supistumisen kannalta ei tuloksen laadulla ole suurta merkitystä ja tärkeintä olisi, että absoluuttiset luvut kasvavat, sillä se olisi konkreettinen osoitus strategian edistymisestä.

Taseen sijoitusten pitää kiertää. Fintoil oli tärkeä askel taseen kierrättämisessä, mutta yhtiöllä on edelleen taseessa useita vanhoja omaisuuseriä, joiden irtaantumiset vapauttavat merkittäviä pääomia. Näiden pääomien uudelleensijoittaminen tulee olemaan keskeinen ajuri osien summan alennuksen supistumisessa.

Vanhojen tuulirahastojen saamisten kotiutuminen.

Vanhojen tuulirahastojen noin 20 MEUR:n saamiset ovat todella merkittävät ja näkemyksemme mukaan markkina ei anna niille oleellista arvoa. Näiden kotiutuminen kasvattaisi yhtiön likviditeettiä sekä kasvattaisi luottamusta sijoitustoimintaan liittyen.

Fintoilin kehityksen pitää jatkua positiivisena.

Näkemyksemme mukaan suurin epävarmuus ja aliarvostus liittyy juuri yhtiön sijoitussalkkuun. Fintoil kattaa siitä nyt valtaosan ja sen positiivisen kehityksen jatkuminen on omiaan pienentämään salkkuun kohdistuvaa alennusta. Taaleri raportoi käsittääksemme jatkossa Fintoilin kehitystä varsin läpinäkyvästi, mikä helpottaa sen seuraamista.

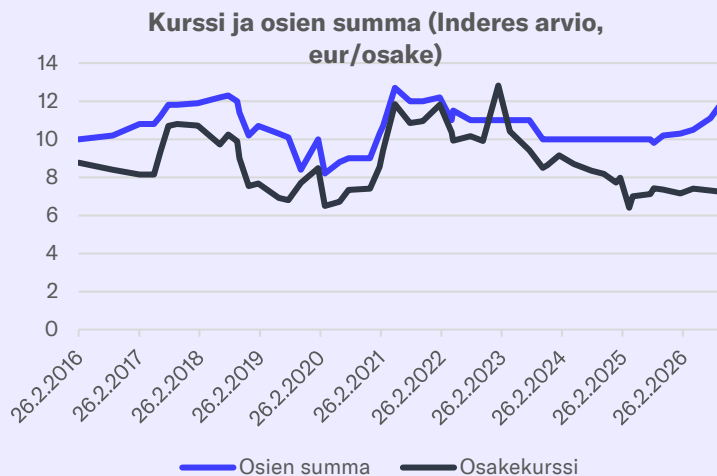
SolarWind 4:n varainkeruun onnistunut aloitus.

SolarWind 4 on Taalerin yksittäinen tärkein jatkuvien tuottojen kasvuajuri ja rahaston varainkeruun onnistunut startti parantaisi näkyvyyttä jatkuvien palkkioiden kasvuun sekä kasvattaisi luottamusta yhtiön myyntivoimaan.

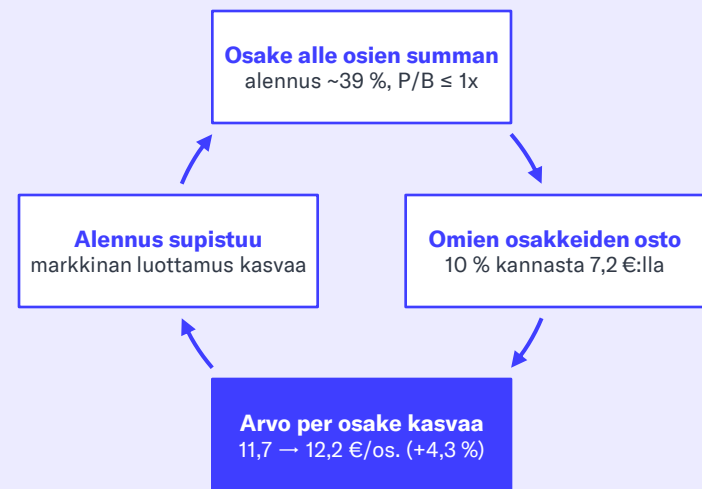
Omien osakkeiden ostot olisivat erinomainen työkalu

Yksi konkreettisempia ja nopeimpia tapoja purkaa osien summan alennusta olisivat omien osakkeiden ostot. Omien osakkeiden ostot loisivat nykykurssilla merkittävää omistaja-arvoa, ja ne olisivat omiaan pienentämään nykyistä alennusta suhteessa osien summaan. Olemme havainnollistaneet tätä dynamiikkaa sivupalkin nelikentässä. Mielestämme Taalerin tulisi ehdottomasti ostaa omia osakkeita, sillä niiden tarjoama tuotto-odotus on nykytasolla erinomainen ja se olisi sijoittajille vahva luottamussignaali yhtiön hallitukselta.

Kokonaisuutena näemme hyvät edellytykset sille, että osien summan alennus supistuu lähemmäs historiallisia tasoja seuraavan 12kk aikana, sillä valtaosa listaamistamme asioista pitäisi realisoitua seuraavan 12kk aikana.



Takaisinosto alle osien summan luo omistaja-arvoa



Jokainen alle osien summan ostettu osake kasvattaa jäljelle jäävien osakkeiden arvoa. P/B 1x tai alle ostettaessa oma pääoma per osake ei laske, joten osto ei heikennä tasetta per osake. Luvut havainnollistavia.

Arvonmääritys 7/7

Kassavirtamalli (DCF)

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

Lähdemme DCF-mallissamme oletuksesta, että 2028 jälkeen tulos vakiintuu noin 35 MEUR:oon. Terminaalikannattavuutena olemme käyttäneet 45 %:n liikevoittomarginaalia, joka on yhtiön nykyrakenteella suhteellisen varovainen, mutta pidämme tätä perusteltuna johtuen Pääomarahastojen ylösajon keskeneräisyydestä ja tähän liittyvästä epävarmuudesta. Kassavirtamallimme antaa Taalerin arvoksi osien summa -laskelman tapaan noin 11 euroa osakkeelta.

Arvostuskertoimet

Yksittäisen vuoden kertoimet toimivat Taalerille varsin huonosti johtuen ei-jatkuvien tuottojen suuresta roolista. Mielestämme sijoittajan onkin hyvä katsoa Taalerin ns. normalisoitua tulosta yksittäisen vuoden sijaan. Lähtökohtaisesti pidämme Taalerille hyväksyttäviä arvostuskertoimia varsin alhaisina johtuen tuloksen painottumisesta ei-jatkuviin tuottoihin ja sijoitussalkun merkittävästä roolista osana sen arvoa. Mielestämme hyväksyttävä arvostuskerroin voisi olla 10-13x haarukassa, joka on alle varainhoitajaverrokkien historiallisen tason. Taalerin oma pörssihistorian aikainen eteenpäin katsova P/E-kerroin on ollut noin 13x, mutta viimeisen 3v aikana se on ollut noin 11x.

2026 tuloksella osake näyttää kalliilta (P/E 16x), mutta huomautamme, että 2026 tulos sisältää poikkeuksellisen vähän kertatuottoja. 2027-2028 kertoimilla osake näyttää edulliselta (P/E 11-7x). Suhteessa arvioimaamme normaaliin tulospotentiaaliin (liikevoitto 30-40 MEUR) vastaavat P/E-kertoimet ovat 9-7x tasolla. Onkin helppo todeta, että yhtiön yltäessä hahmottelemaamme normaaliin tulospotentiaaliin osake on halpa.

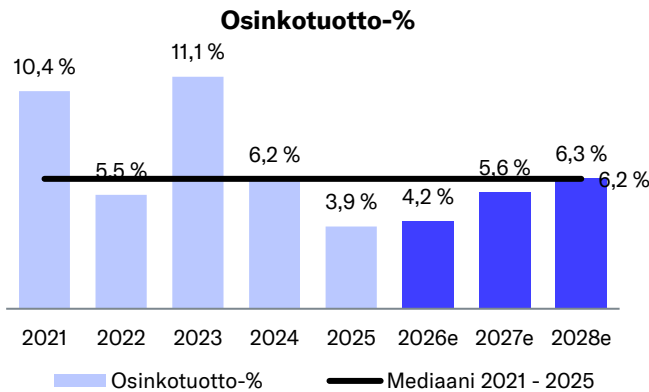
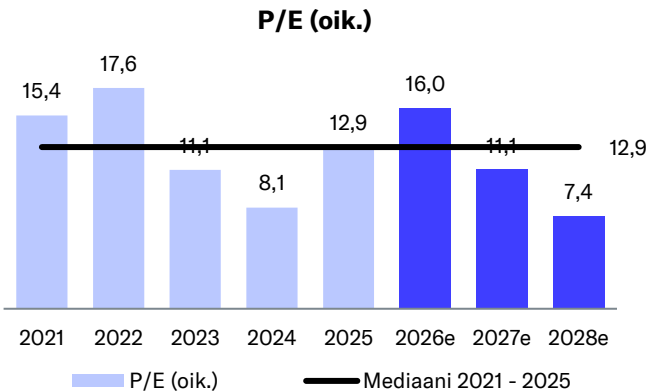
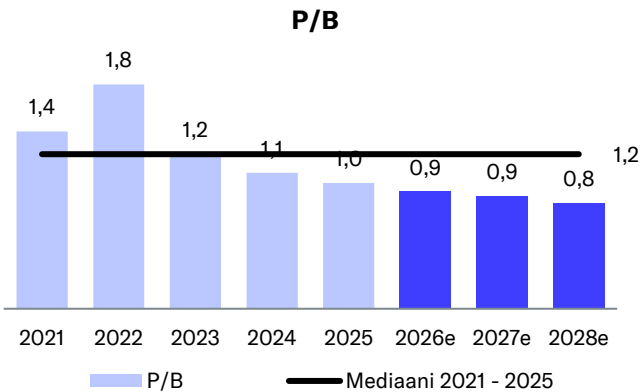
P/B-kerroin on valahtanut alle 1x, mikä on alle vuosien 2021–2025 mediaanin (1,2x). Suhteessa lähivuosille ennustamaamme (2026-2029e) keskimääräiseen alle 10 %:n oman pääoman tuottoon on taso edullinen, mutta ei räikeän halpa. Mikäli yhtiö yltäisi kestävästi tavoittelevansa +15 %:n oman pääoman tuottoon, olisi osakekurssilla edellytykset tuplata nykytasolta. Muistutamme, että yhtiön 2015–2025 keskimääräinen oman pääoman tuotto on ollut hyvin korkea 22 %, mutta tästä isohko osa selittyy vuosien 2015 ja 2021 suurilla transaktioilla (Garantian hankinta ja varainhoidon myynti). Kokonaisuutena alle 1x tasolla oleva P/B asettaa riman hyvin alhaiselle tasolle, ja meidän on vaikea nähdä, että osakkeessa olisi enää laskuvaraa nykytasolta.

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	7,17	7,17	7,17
Osakemäärä, milj. kpl	28,4	28,6	28,8
Markkina-arvo	204	205	206
Yritysarvo (EV)	218	194	193
P/E (oik.)	16,0	11,1	7,4
P/E	16,0	11,1	7,4
P/B	0,9	0,9	0,8
P/S	3,5	3,4	2,7
EV/Liikevaihto	3,8	3,2	2,6
EV/EBITDA	10,5	7,5	4,9
EV/EBIT (oik.)	10,9	7,7	5,0
Osinko/tulos (%)	66,9 %	62,0 %	46,2 %
Osinkotuotto-%	4,2 %	5,6 %	6,3 %

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	11,5	12,8	8,99	8,03	7,61	7,17	7,17	7,17	7,17
Osakemäärä, milj. kpl	28,4	28,4	28,3	28,2	28,2	28,4	28,6	28,8	29,0
Markkina-arvo	326	363	254	226	215	204	205	206	208
Yritysarvo (EV)	308	331	234	227	224	218	194	193	186
P/E (oik.)	15,4	17,6	11,1	8,1	12,9	16,0	11,1	7,4	7,7
P/E	2,4	17,6	11,1	8,1	12,9	16,0	11,1	7,4	7,7
P/B	1,4	1,8	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8
P/S	4,7	5,7	3,9	3,1	3,4	3,5	3,4	2,7	2,8
EV/Liikevaihto	4,4	5,2	3,6	3,1	3,5	3,8	3,2	2,6	2,5
EV/EBITDA	2,1	11,6	7,2	5,8	8,2	10,5	7,5	4,9	5,0
EV/EBIT (oik.)	10,7	12,1	7,3	6,0	8,6	10,9	7,7	5,0	5,1
Osinko/tulos (%)	25,0 %	96,3 %	123,3 %	50,3 %	50,9 %	66,9 %	62,0 %	46,2 %	46,2 %
Osinkotuotto-%	10,4 %	5,5 %	11,1 %	6,2 %	3,9 %	4,2 %	5,6 %	6,3 %	6,0 %

Lähde: Inderes



Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Aktia	947								10,9	10,6	5,4	5,8	1,3
Alexandria	139	122	6,9	7,2	6,1	6,3	1,9	1,9	10,5	11,2	9,0	8,4	3,4
CapMan	310	316	10,4	6,8	10,1	6,7	4,4	3,6	15,3	10,0	7,4	8,0	1,6
Evli	633	603	10,7	9,2	10,1	8,8	4,7	4,3	15,8	13,3	5,5	5,9	3,6
eQ	369	342	10,7	10,4	10,4	10,0	5,0	4,8	14,7	14,2	6,8	7,3	5,1
Titanium	62	50	8,3	9,8	7,6	8,6	2,6	2,6	13,2	14,4	7,2	6,4	4,0
United Bankers	248	242	12,2	10,7	10,6	9,5	3,7	3,3	16,7	14,5	5,4	5,8	3,7
Mandatum	3045	2950	19,3	15,5	19,3	15,5	19,8	15,9	23,1	18,3	13,3	9,9	3,4
Taaleri (Inderes)	204	218	10,9	7,7	10,5	7,5	3,8	3,2	16,0	11,1	4,2	5,6	0,9
Keskiarvo			11,2	9,9	10,6	9,3	6,0	5,2	15,0	13,3	7,5	7,2	3,3
Mediaani			10,7	9,8	10,1	8,8	4,4	3,6	15,0	13,7	7,0	6,8	3,5
Erotus-% vrt. mediaani			2 %	-21 %	4 %	-14 %	-13 %	-10 %	7 %	-19 %	-40 %	-18 %	-73 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	72,6	9,3	13,5	23,6	17,3	63,7	12,6	13,6	17,1	14,3	57,5	60,4	75,5	74,3
Pääomarahastot	29,4	6,5	8,9	8,5	9,8	33,7	8,5	5,7	10,4	7,5	32,0	29,6	41,6	37,9
Garantia	25,5	2,4	5,1	6,4	6,4	20,2	4,5	10,1	4,6	5,5	24,7	23,4	25,1	26,9
Muut	2,0	0,3	0,2	0,2	0,2	0,9	0,2	0,3	1,1	0,3	1,8	1,3	1,3	1,3
Käyttökate	39,0	0,7	4,9	15,6	6,0	27,1	2,4	4,7	9,3	4,4	20,9	25,7	39,2	36,9
Poistot ja arvonalennukset	-0,9	-0,2	-0,4	-0,3	-0,3	-1,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,7	-0,7	-0,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	38,1	0,5	4,5	15,4	5,7	26,0	2,1	4,5	9,1	4,2	20,0	25,0	38,5	36,1
Liikevoitto	38,1	0,5	4,5	15,4	5,7	26,0	2,1	4,5	9,1	4,2	20,0	25,0	38,5	36,1
Pääomarahastot	7,4	1,4	3,0	2,1	2,0	8,5	1,2	-0,6	4,8	0,3	5,6	5,1	16,0	11,7
Garantia	24,3	2,1	5,0	6,5	5,9	19,5	4,2	9,8	4,4	5,3	23,6	22,2	23,7	25,3
Muut	-5,7	-2,1	-1,9	-1,6	-2,1	-7,6	-1,9	-1,7	-0,7	-2,0	-6,4	-7,2	-7,6	-7,9
Nettorahoituskulut	-0,9	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3
Tulos ennen veroja	37,1	0,4	4,4	15,3	5,6	25,7	2,0	4,3	9,0	4,1	19,5	24,7	38,2	35,8
Verot	-4,7	0,4	-2,3	-1,2	-1,7	-4,9	-0,6	-1,4	-1,8	-0,8	-4,7	-4,6	-7,1	-6,6
Vähemmistöosuudet	-4,4	-0,2	-0,2	-1,9	-1,8	-4,1	-0,3	0,7	-1,0	-1,5	-2,1	-1,7	-3,1	-2,3
Nettotulos	28,0	0,6	1,9	12,1	2,1	16,6	1,1	3,6	6,2	1,8	12,7	18,5	28,1	26,9
EPS (oikaistu)	0,99	0,02	0,07	0,43	0,07	0,59	0,04	0,13	0,22	0,06	0,45	0,65	0,97	0,93
EPS (raportoitu)	0,99	0,02	0,07	0,43	0,07	0,59	0,04	0,13	0,22	0,06	0,45	0,65	0,97	0,93

Tunnusluvut	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	10,6 %	-45,7 %	6,6 %	6,6 %	-16,5 %	-12,3 %	35,0 %	0,6 %	-27,8 %	-17,2 %	-9,7 %	5,1 %	25,1 %	-1,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	19,4 %	-94,9 %	2,7 %	4,3 %	-39,3 %	-31,6 %	334,6 %	0,5 %	-40,7 %	-25,7 %	-23,3 %	25,3 %	54,0 %	-6,2 %
Käyttökate-%	53,6 %	7,0 %	36,2 %	66,2 %	34,6 %	42,6 %	19,1 %	34,9 %	54,6 %	31,0 %	36,3 %	42,6 %	52,0 %	49,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	52,4 %	5,2 %	33,4 %	65,0 %	33,0 %	40,9 %	16,8 %	33,4 %	53,4 %	29,6 %	34,8 %	41,4 %	51,0 %	48,6 %
Nettotulos-%	38,6 %	6,2 %	14,0 %	51,2 %	12,0 %	26,1 %	8,9 %	26,6 %	36,4 %	12,6 %	22,2 %	30,6 %	37,1 %	36,2 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	224	239	272	262	276
Liikearvo	0,3	0,3	1,3	4,3	4,3
Aineettomat hyödykkeet	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Käyttöomaisuus	1,8	1,4	1,1	1,2	1,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	55,4	64,3	94,3	82,4	95,0
Muut sijoitukset	159	164	166	165	166
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	7,6	9,1	9,1	9,1	9,1
Vaihtuvat vastaavat	67,9	66,9	40,2	57,3	63,2
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	9,3	26,2	16,2	11,0	11,0
Myyntisaamiset	39,0	30,0	14,4	15,1	18,9
Likvidit varat	19,6	10,7	9,6	31,2	33,3
Taseen loppusumma	292	306	312	320	340

Lähde: Inderes

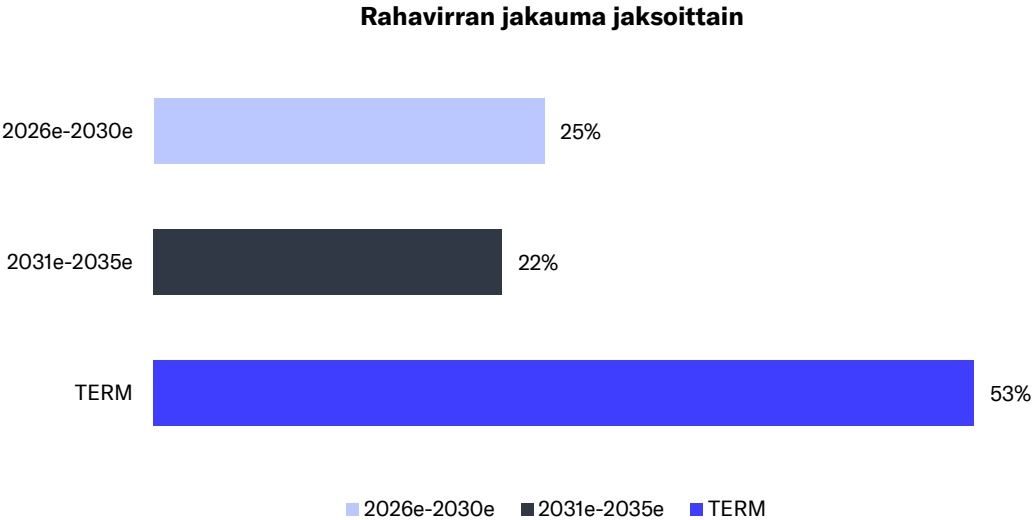
Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	215	223	225	237	256
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	190	195	199	209	226
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	6,6	9,1	7,0	8,7	11,8
Pitkäaikaiset velat	55,9	60,3	60,3	60,3	60,3
Laskennalliset verovelat	12,3	12,1	12,1	12,1	12,1
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	43,6	48,2	48,2	48,2	48,2
Lyhytaikaiset velat	20,7	22,9	27,0	22,9	22,9
Korolliset velat	0,0	0,0	4,1	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset velat	20,7	22,9	22,9	22,9	22,9
Taseen loppusumma	292	306	312	320	340

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-12,3 %	-9,7 %	5,1 %	25,1 %	-1,6 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	40,9 %	34,8 %	41,4 %	51,0 %	48,6 %	46,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %	45,0 %
Liikevoitto	26,0	20,0	25,0	38,5	36,1	35,2	35,5	36,4	37,3	38,2	39,2	
+ Kokonaispoistot	1,1	0,9	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0	
- Maksetut verot	-6,6	-4,7	-4,6	-7,1	-6,6	-6,5	-6,5	-6,7	-6,8	-7,0	-7,2	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-5,7	25,7	4,5	-3,8	0,3	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
Operatiivinen kassavirta	14,8	41,7	25,6	28,3	30,5	28,9	29,2	30,0	30,8	31,6	32,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-5,8	-3,9	-3,0	-2,0	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	13,5	37,9	22,5	26,4	29,7	28,1	28,3	29,1	29,8	30,5	31,4	
+/- Muut	-8,9	-30,0	11,9	-12,6	-8,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	4,7	7,8	34,4	13,8	21,7	28,1	28,3	29,1	29,8	30,5	31,4	427
Diskontattu vapaa kassavirta		7,7	30,5	11,1	15,9	18,7	17,1	16,0	14,9	13,9	12,9	176
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		335	327	297	286	270	251	234	218	203	189	176
Velaton arvo DCF		335										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		10,7										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		-20,0										
-Osinko/pääomapalautus		-8,5										
Oman pääoman arvo DCF		317										
Oman pääoman arvo DCF per osake		11,2										

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

Lähde: Inderes



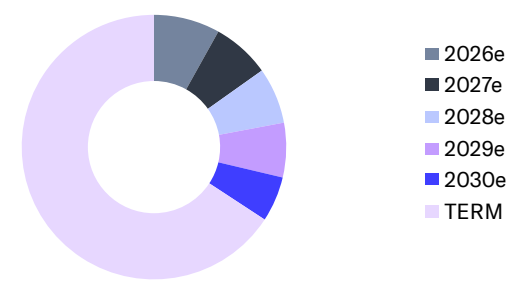
Garantia DDM-malli

Garantian DDM-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
PTP	19,5	23,6	22,2	23,7	25,3	25,7	
Osingot	0,0	18,9	18,2	19,4	20,7	19,0	225
Voitonjakosuhte-%	115%	100%	100%	100%	100%	90%	90%
Solvenssi-%	243 %	233 %	225 %	216 %	208 %		
Diskontatut osingot	0,0	17,2	15,0	14,6	14,2	11,7	140
Diskontatut osingot kumulat.	212	212	195	180	166	151	140
Oman pääoman arvo DDM	212						

Oman pääoman kustannus	
Riskitön korko	2,5 %
Yrityksen Beta	1,4
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Oman pääoman kustannus	10,0 %

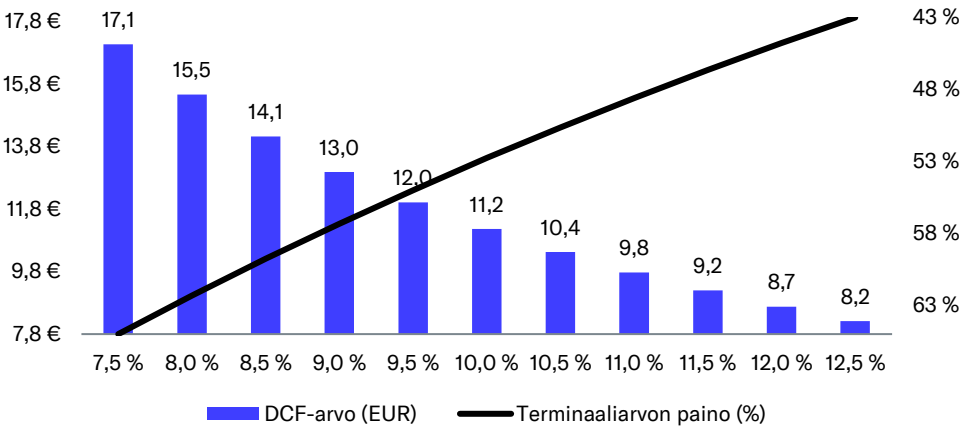
Lähde: Inderes

Rahavirtojen jakauma jaksoittain

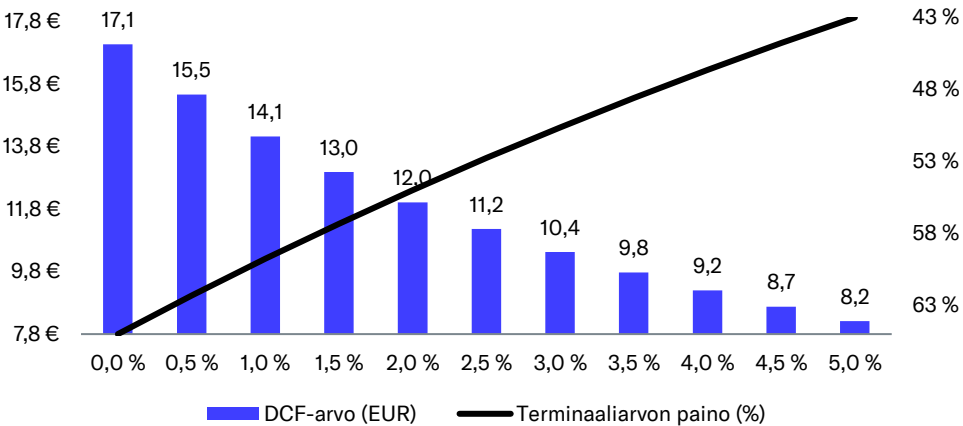


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

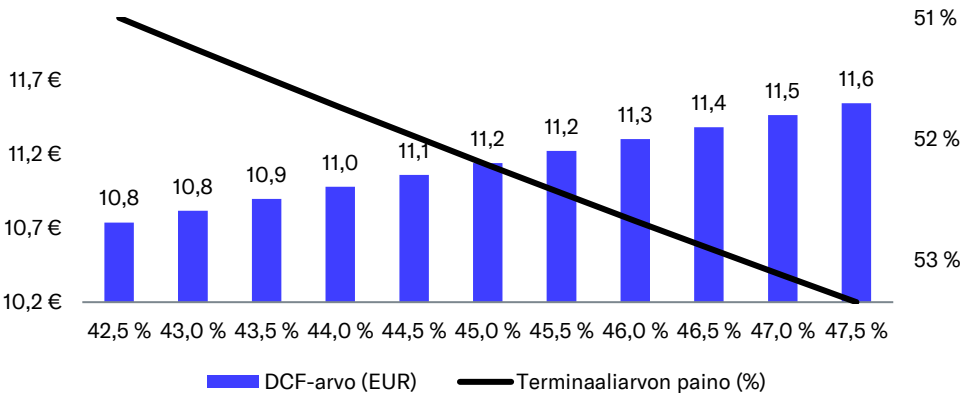
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



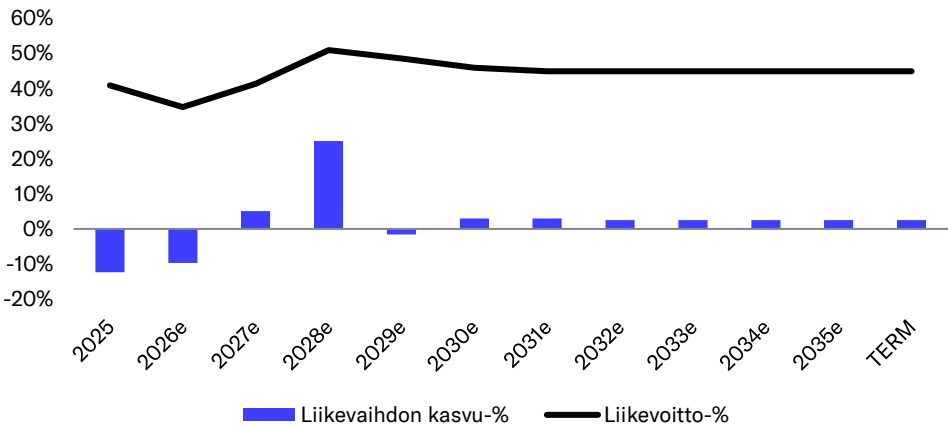
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	65,6	72,6	63,7	57,5	60,4
Käyttökate	32,4	39,0	27,1	20,9	25,7
Liikevoitto	31,9	38,1	26,0	20,0	25,0
Voitto ennen veroja	30,7	37,1	25,7	19,5	24,7
Nettovoitto	22,9	28,0	16,6	12,7	18,5
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	307,9	291,9	306,0	312,3	319,8
Oma pääoma	208,7	215,3	222,8	225,0	236,6
Liikearvo	0,3	0,3	0,3	1,3	4,3
Nettovelat	-23,4	-19,6	-10,7	-5,6	-31,2

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	32,4	39,0	27,1	20,9	25,7
Nettokäyttöpääoman muutos	-23,5	-0,1	-5,7	25,7	4,5
Operatiivinen kassavirta	1,6	27,3	14,8	41,7	25,6
Investoinnit	-9,7	2,1	-5,8	-3,9	-3,0
Vapaa kassavirta	6,2	22,7	4,7	7,8	34,4

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	3,6	3,1	3,5	3,8	3,2
EV/EBITDA	7,2	5,8	8,2	10,5	7,6
EV/EBIT (oik.)	7,3	6,0	8,6	11,0	7,8
P/E (oik.)	11,1	8,1	12,9	16,1	11,2
P/B	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9
Osinkotuotto-%	11,1 %	6,2 %	3,9 %	4,1 %	5,5 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	0,81	0,99	0,59	0,45	0,65
EPS (oikaistu)	0,81	0,99	0,59	0,45	0,65
Operat. Kassavirta / osake	0,06	0,97	0,52	1,47	0,89
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,22	0,81	0,17	0,28	1,20
Omapääoma / osake	7,28	7,40	7,58	7,68	7,97
Osinko / osake	1,00	0,50	0,30	0,30	0,40

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	4 %	11 %	-12 %	-10 %	5 %
Käyttökateen kasvu-%	13 %	20 %	-30 %	-23 %	23 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	16 %	19 %	-32 %	-23 %	25 %
EPS oik. kasvu-%	11 %	23 %	-41 %	-24 %	44 %
Käyttökate-%	49,3 %	53,6 %	42,6 %	36,3 %	42,6 %
Oik. Liikevoitto-%	48,6 %	52,4 %	40,9 %	34,8 %	41,4 %
Liikevoitto-%	48,6 %	52,4 %	40,9 %	34,8 %	41,4 %
ROE-%	11,2 %	13,5 %	7,9 %	5,9 %	8,3 %
ROI-%	14,5 %	17,3 %	11,9 %	8,8 %	10,7 %
Omavaraisuusaste	67,8 %	73,8 %	72,8 %	72,0 %	74,0 %
Nettovelkaantumisaste	-11,2 %	-9,1 %	-4,8 %	-2,5 %	-13,2 %
Nettovelka/käyttökate	-0,7	-0,5	-0,4	-0,3	-1,2

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
17.2.2022	Vähennä	12,00 €	11,80 €
2.5.2022	Vähennä	11,00 €	10,38 €
9.5.2022	Lisää	11,00 €	9,92 €
22.8.2022	Lisää	11,00 €	10,16 €
31.10.2022	Lisää	11,00 €	9,35 €
7.11.2022	Lisää	11,00 €	9,91 €
7.2.2023	Myy	11,00 €	12,82 €
17.2.2023	Vähennä	11,00 €	11,34 €
17.4.2023	Vähennä	11,00 €	10,42 €
4.5.2023	Vähennä	11,00 €	10,40 €
14.8.2023	Lisää	11,00 €	9,42 €
17.8.2023	Lisää	11,00 €	9,65 €
2.11.2023	Lisää	10,00 €	8,50 €
30.11.2023	Lisää	10,00 €	8,63 €
12.2.2024	Lisää	10,00 €	9,16 €
15.2.2024	Vähennä	10,00 €	9,70 €
8.5.2024	Vähennä	9,50 €	8,70 €
21.8.2024	Lisää	9,50 €	8,34 €
6.11.2024	Lisää	9,50 €	8,18 €
17.1.2025	Lisää	9,00 €	7,72 €
13.2.2025	Lisää	9,00 €	7,97 €
8.4.2025	Osta	9,00 €	6,40 €
30.4.2025	Osta	9,00 €	7,12 €
14.8.2025	Osta	9,00 €	7,20 €
3.9.2025	Lisää	8,50 €	7,40 €
29.10.2025	Lisää	8,50 €	7,27 €
4.2.2026	Lisää	8,50 €	7,61 €
29.4.2026	Lisää	8,50 €	7,48 €
13.8.2026	Lisää	8,50 €	7,28 €
2.10.2026	Osta	9,00 €	7,17 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

Vattugatan 17, 5tr
Stockholm
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**