

Taaleritehdas

Vuosipäivitys

9/2014

Inderes on tuottanut tämän raportin sijoittajien informatiiviseen käyttöön. Raportilla esitetyt tiedot perustuvat markkinoilla yleisesti käytettävissä oleviin tietoihin sekä yhtiön johdon kanssa käytyihin syventäviin haastatteluihin.

**inde
res.**

Tuloskasvun vuodet

Tarkistamme Taaleritehtaan tavoitehintamme 24,0 euroon (aik. 22,0 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme. Tavoitehintamme nousu perustuu nousseisiin tuloskasvuodotuksiin etenkin Lainaamon osalta. Odotamme yhtiöltä voimakasta tuloskasvua lähivuosina ja lisäksi uskomme yhtiön aktivoituvan yritysjärjestelyn osalta.

Lähivuosisien teemana voimakas tuloskasvu

Taaleritehdas on siirtynyt voimakkaan tuloskasvun vaiheeseen, kun yhtiön vuosien 2010-2012 kasvuhankkeet alkavat nousta täyteen tulospotentiaaliinsa. Odotamme yhtiön osakekohtaisen tuloksen kasvavan vuoden 2013 0,50 eurosta 2,10 euroon vuonna 2016. Tämän tuloskasvun siemenet on kylvetty pitkälti vuosien 2010-2012 aikana ja näin ollen siihen liittyvät riskit ovat mielestämme verrattain maltilliset. Suurimmat riskit yhtiön osalta liittyvät mahdollisiin Sijoitustehtaan yritysjärjestelyihin, joilla tulee olemaan merkittävä vaikutus yhtiön tulevaisuuden ennusteisiin.

Yritysjärjestelyt tärkeässä roolissa

Arviomme mukaan Taaleritehdas tulee aktivoitumaan yritysjärjestelyissä merkittävästi lähivuosisien aikana. Yhtiö muuntautuu parhaillaan varainhoitoyhtiöstä sijoitusyhtiöksi ja vuoden 2016 jälkeen tuloskasvu tulee nojaamaan pitkälti tulevien vuosien yritysjärjestelyihin. Yritysjärjestelyissä Taaleritehdas tulee hyödyntämään kehittämäänsä Kanssasijoittamisen-mallia, mikä tarjoaa yhtiölle erinomaiset mahdollisuudet osallistua omaa kokoluokkaansa suurempiin järjestelyihin ja ansaita sijoittamalleen pääomalleen tavanomaista pääomasijoittamista korkeampaa tuottoa.

Arvostus houkuttelevalla tasolla

Taaleritehtaan nykyinen arvostus heijastelee yhtiön voimakkaita tuloskasvu-odotuksia. P/E-kerroin vuodelle 2015 on 16x ja vuodelle 2016 noin 10x. Arviomme mukaan yhtiön käypä P/E-kerroin on noin 15x ja näin ollen osake tarjoaa selkeää nousuvaraa kärsivälliselle sijoittajalle. Yritysjärjestelyillä tulee olemaan merkittävä vaikutus tulosennusteisiin ja näin ollen järjestelyt tulevat olemaan tuloskasvun veroinen ajuri yhtiön osaketta ajatellen. Korostamme, että Taaleritehtaan kasvutarinan realisoituminen vaatii sijoittajalta kärsivällisyyttä, sillä tuloskasvu ja yritysjärjestelyt realisoituvat useiden vuosien aikana.

Analyytikko

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



Suositus

LISÄÄ



Tavoitehintaa: 24,0 €



Eilisen päätös **23,16 EUR**

12 kk vaihteluväli **14,5–25,0 EUR**

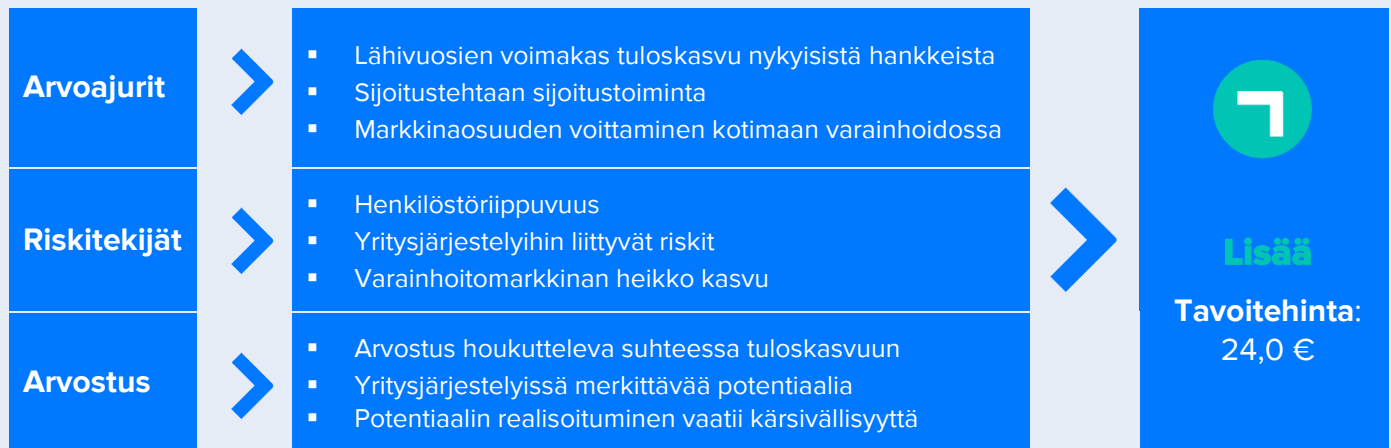
Potentiaali **+4 %**

Avainluvut

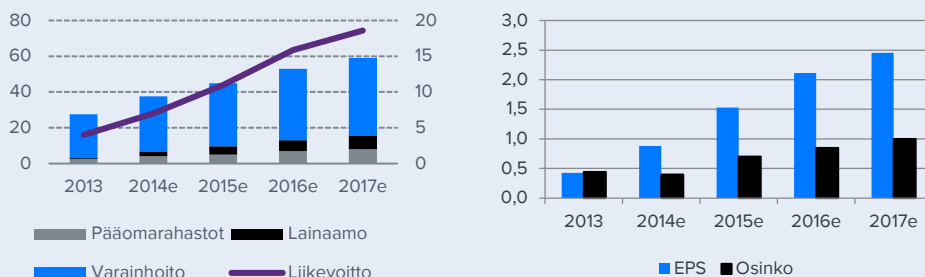
	2013	2014e	2015e
Liikevaihto	27,5	37,7	44,9
-Kasvu-%	35,7 %	37,0 %	19,1 %
EBIT	4,5	7,0	11,0
-EBIT -%	16,4 %	18,6 %	24,5 %
Tulos ennen veroja	4,5	7,0	10,9
Nettotulos	2,7	5,5	9,6
EPS	0,50	0,86	1,50
Osinko	0,44	0,40	0,70
-Osinkosuhte-%	88 %	47 %	47 %
P/E	36	25,7	14,7
P/B	5,2	5,6	4,4
P/S	3,7	3,7	3,1
Osinkotuotto-%	2,4 %	1,8 %	3,2 %
Lähde Inderes			

Yhteenveto

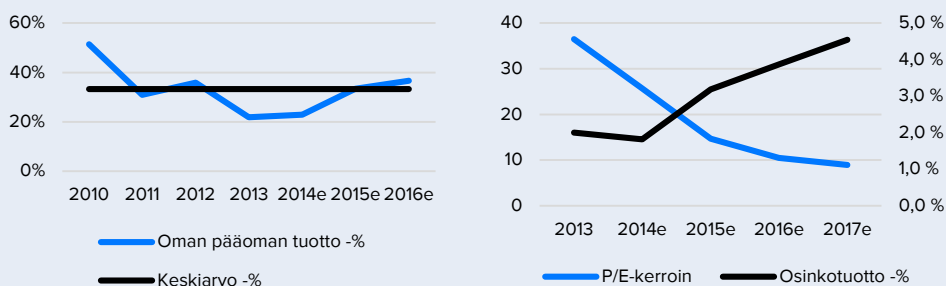
Sijoitusnäkemys



Liiketoiminnan kehitys



Tehokkuus ja arvostus



Arvostus 2015e



Sisällysluettelo

Yhteenveto.....	3
Sisällysluettelo	4
Yhtiökuvaus	5
Yhtiön avainlukuja.....	7
Varainhoitoliiketoiminta.....	8
Pääomarahastot.....	11
Lainaamo	14
Sijoitustehdas	16
Strategia, kilpailuedut & riskit	19
Taloudellinen tilanne.....	21
Tulosennusteet	23
Arvostus	25

Yhtiökuvaus

Taaleritehdas on sijoitusyhtiö joka keskittyy yksityishenkilöiden kokonaisvaltaiseen yksityispankkiiripalveluun ja instituutioasiakkaiden omaisuudenhoitoon. Yhtiön sijoitustoiminta perustuu kustannustehokkuuteen, läpinäkyvyyteen ja näkemykselliseen salkunhoitoon. Varainhoidon lisäksi yhtiö tarjoaa asiakkailleen mahdollisuuden sijoittaa erilaisiin pääomarahastoihin ja yhtiö tekee myös suoria sijoituksia omasta taseestaan sijoitusyhtiönsä kautta. Taaleritehtaalla on tällä hetkellä palveluksessa noin 150 henkilöä Suomessa ja Turkissa. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2013 27,5 MEUR ja liikevoitto 4,5 MEUR.

Erilainen varainhoitotalo

Taaleritehdas on vuonna 2007 perustettu suomalainen sijoitusyhtiö, joka tarjoaa myös sijoituspalveluja osana varainhoitoa. Yhtiö tarjoaa varainhoitopalveluita ja pääomarahastotuotteita varakkaille yksityishenkilöille sekä instituutioille. Yhtiö on nopeasti kasvanut vaihtelevissa markkinaolosuhteissa ja vakiinnuttanut paikkansa Suomen varainhoitokentässä.

Konsernirakenne

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

Tämän lisäksi Taaleritehtaan Varainhoito Oy:llä on neljä tytäryhtiötä: Taaleritehtaan Rahastoyhtiö Oy, Vakuutusvahti Oy, Taaleritehtaan Holvi Oy ja Taaleri Porföy Yönetimi A.S. Taaleritehtaan Varainhoito Oy omistaa tytäryhtiöt kokonaan, pois lukien Turkin varainhoitoliiketoimintaan keskittyvän Taaleri Porföy Yönetimi A.S, josta yhtiö omistaa 81 %.

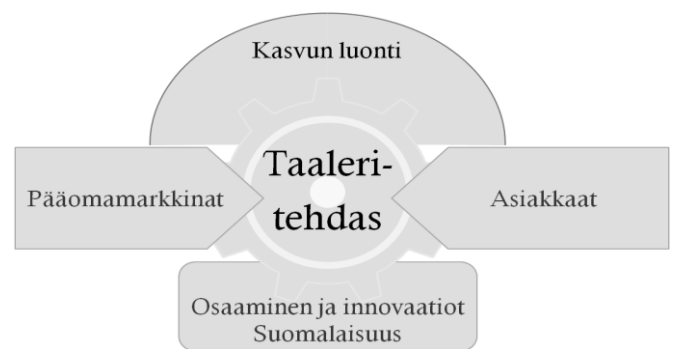
Taaleritehtaan pääomarahastot Oy:ssä, Lainaamossa, Vakuutusvahdissa ja Taaleri Porföy Yönetimi A.S:ssä Taaleritehtaan lisäksi omistajina on toimiva johto, jota Taaleritehdas pyrkii sitouttamaan yrittäjälähtöisesti merkittävillä omistusosuuksilla. Tarkempi organisaatiokaavio löytyy sivulta 6.

Pääomamarkkinan pelinrakentaja

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

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

Taaleritehtaan rooli pääomamarkkinoilla



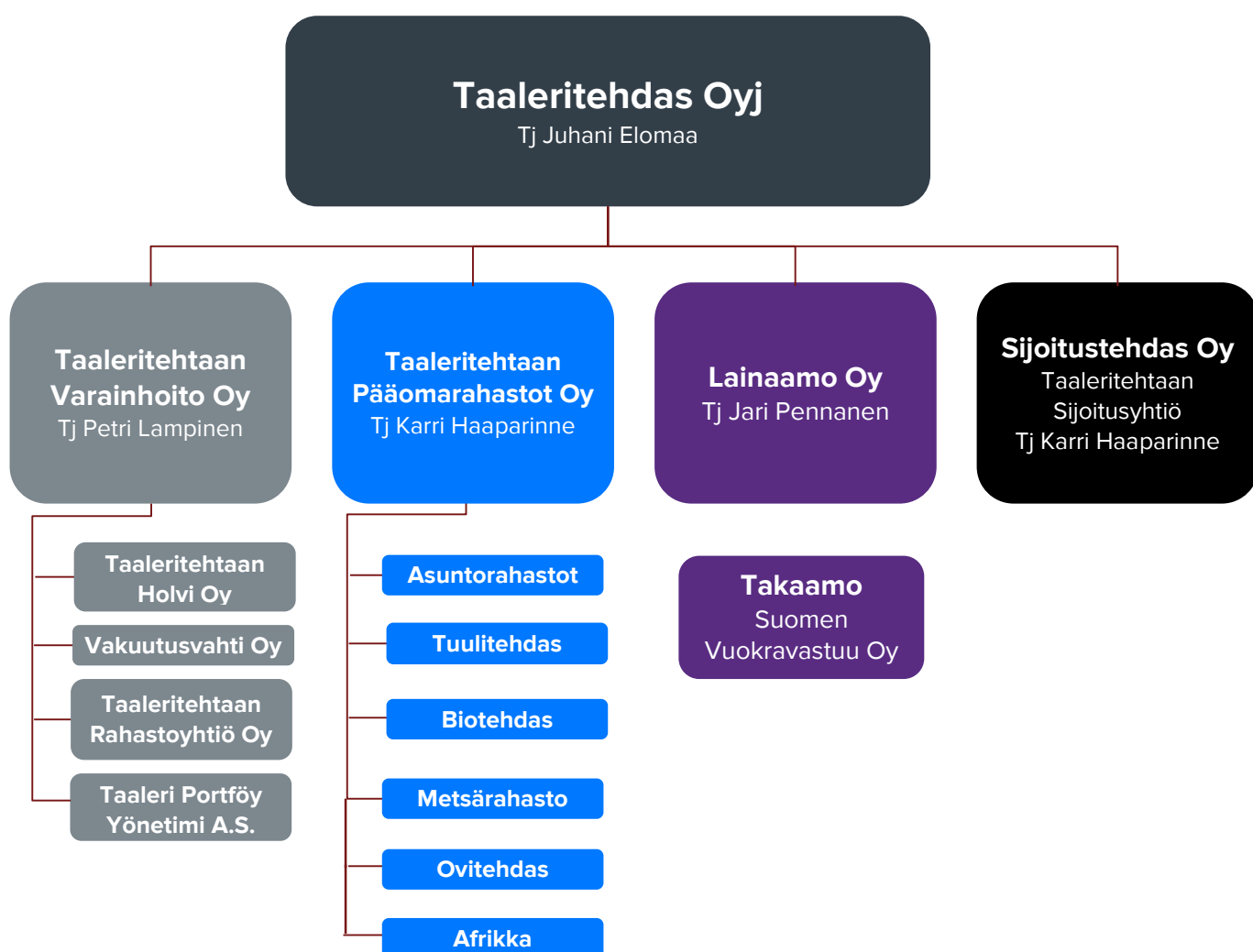
Lähde: Taaleritehdas

Osakesarjat

Taaleritehtaalla on käytössä A- ja B-osakesarjat. A-osake on äänivaltainen ja yhdellä A-osakkeella saa 20 ääntä, kun yhdellä B-osakkeella saa yhden äänen. Vain B-osakkeet ovat listattuina ja A-osakkeiden omistus keskittyy yhtiön nykyiselle johdolle ja

hallitukselle. Uskomme, että Taaleritehdas tulee luopumaan kahden osakesarjan käytöstä, kun yhtiö siirtyy pörssin päälistalle. Arviomme mukaan tämä siirtymä tulee tapahtumaan vuoden 2016 aikana. Pidämme kehitystä suotavana, sillä kahden osakesarjan ylläpitäminen sotii yhtiön osakkaiden tasavertaista kohtelua vastaan.

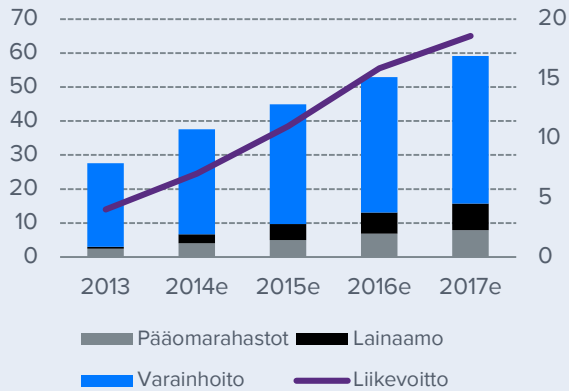
Taaleritehtaan organisaatorakenne



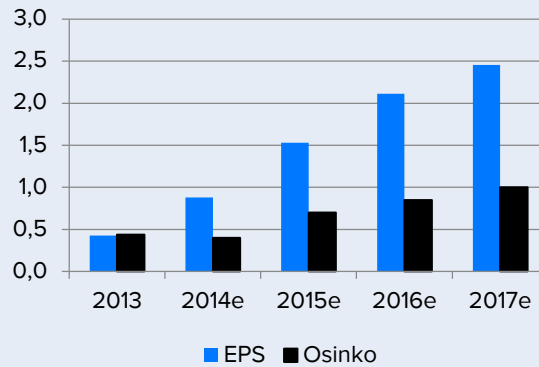
Lähde: Taaleritehdas

Yhtiön avainlukuja

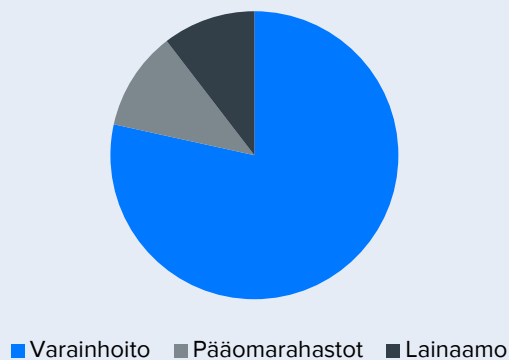
Liikevaihto ja liikevoitto



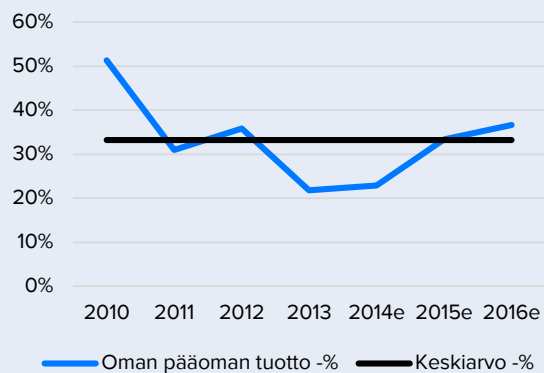
Osakekohtainen tulos ja osinko



Liikevaihdon jakauma 2015e



Oman pääoman tuotto -%



Varainhoitoliiketoiminta

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

Suomen varainhoitomarkkina ei kasva

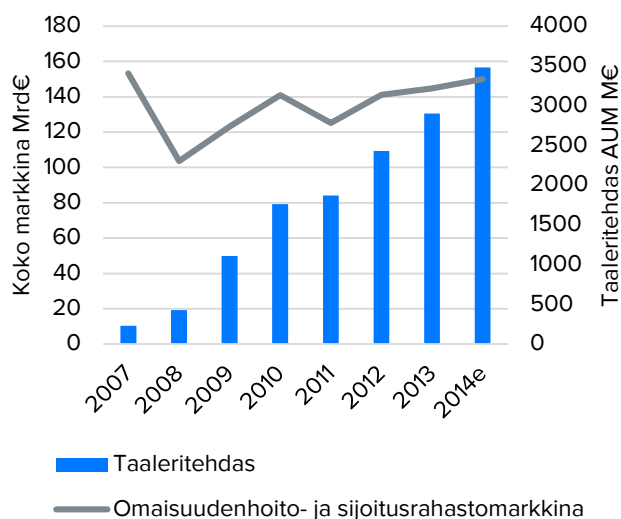
Varainhoitomarkkinat ovat kokonaisuutena Suomessa verrattain nuoret ja esimerkiksi ensimmäiset sijoitusrahastot perustettiin vasta 1980-luvun lopulla. Viimeisen kolmen vuosikymmenen aikana varainhoitoliiketoiminta on kasvanut ripeästi kansantalouden kasvun ja kansalaisten vaurastumisen myötä.

Historiallisesti suomalaisten kotitalouksien varallisuudesta valtaosa on ollut sidottuna asuntoihin ja asunto on edelleen ylivoimaisesti suurin varallisuuden muoto kotitalouksilla, vaikka muut sijoitusmuodot ovatkin yleistyneet. Markkinoiden nuori ikä heijastuu Suomessa myös siten, että kotitalouksien sijoitusvarallisuudesta huomattava osa on edelleen pankkien käyttötilailla. Viimeisen kahdeksan vuoden aikana varainhoitomarkkinat Suomessa eivät ole juurikaan kasvaneet johtuen etenkin tarkastelujaksolle osuneista kahdesta talouskriisistä sekä heikosta talouskasvusta.

Varainhoitotoimialan heikko kasvu yhdessä lisääntyvän sääntelyn kanssa on vauhdittanut alan konsolidaatiota, jolla toimijat ovat pyrkineet tehostamaan toimintojaan sekä saavuttamaan suurempia mittakaavaetuja. Esimerkkeinä alan konsolidaatiosta voidaan mainita mm. eQ:n ja IceCapitalin fuusio sekä S-Pankin toteuttama ostotarjous FIM:stä. Alaa koskevien negatiivisten trendien johdosta konsolidaatio tulee todennäköisesti jatkumaan etenkin pienempien pelureiden kohdalla.

Suomen lähivuosien talouskasvunäkymät ovat heikot, minkä seurauksena uskomme myös varainhoitomarkkinan kasvun jäävän vaisuksi. Kasvu syntyy pitkälti omaisuusarvojen noususta, mutta uutta

vaurautta ei juurikaan pääse syntymään korkean työttömyyden, heikon talouskasvun ja kiristyvän verotuksen ympäristössä.



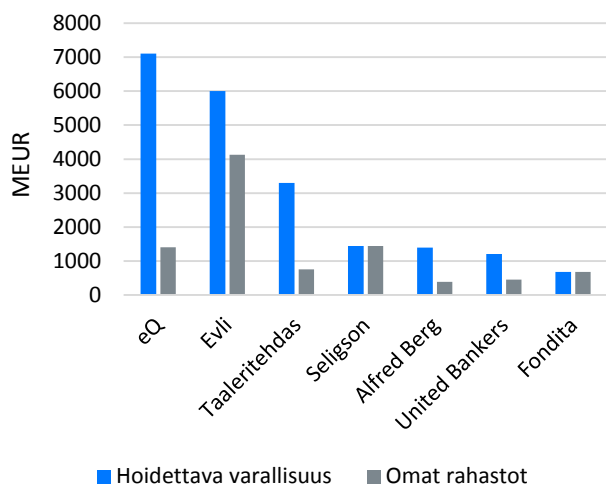
Lähde: Inderes, Finanssivalvonta ja Taaleritehdas

Taaleritehdas on kasvanut ripeästi vaikeassa markkinaympäristössä

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

Varainhoitoliiketoiminta on melko vakaata ja nykyisellä mittakaavalla jo hyvin kannattavaa. Yhtiön hoidossa oleva varallisuus on kasvanut lähes 50 %:n vuosivauhtia ja H1'14:n lopussa hallinnoitava

varallisuus oli noin 3,3 miljardia euroa. Yhtiön varainhoito on profiloitunut ennen kaikkea varakkaimpien yksityishenkilöiden palvelemiseen ja asiakaskunta painottuukin yksityishenkilöihin instituutioiden sijaan. Nykyisellä erittäin kapeaan segmenttiin keskittyvällä varainhoitoliiketoiminnalla on mielestämme enää rajallisesti kasvuvaraa ja odotamme kasvun hidastuvan tältä osin selvästi. Yksityisistä varainhoitotaloista Taaleritehdas on tällä hetkellä kolmanneksi suurin eQ:n ja Evlin jälkeen.



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

Projekti85 on mielenkiintoinen mahdollisuus

Taaleritehdas lanseerasi keväällä Projekti85-nimisen hankkeen, jonka tavoitteena on laajentaa yhtiön asiakaspohjaa myös varakkaiden yksityishenkilöiden ulkopuolelle. Projekti85:den kohderyhmässä ovat kaikki yli 100 000 euron sijoitusvarallisuuden omaavat henkilöt ja näin ollen kohderyhmä on moninkertainen suhteessa yhtiön vanhaan kohderyhmään. Projekti85-hankkeen asiakasrajapinta nojaa vahvasti internetin päälle rakennettavaan portaaliin. Projekti85 on vielä ylösajovaiheessa ja emme odota siltä merkittävää vaikutusta yhtiön hoidossa olevaan varallisuuteen vielä ensi vuonna. Pitkällä aikavälillä pidämme Projekti85-hanketta mielenkiintoisena mahdollisuutena ja mikäli yhtiö onnistuu luomaan tähän toimivan palvelukonseptin, voi Projekti85 olla tulevaisuudessa merkittävä ajuri yhtiön hallinnoitavan varallisuuden kasvulle.

Asteittainen kansainvälistyminen

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

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

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

Olemme Turkin laajentumisen osalta hyvin konservatiivisia ennusteissamme. Maan epävakaa poliittinen tilanne tulee todennäköisesti hidastamaan liiketoiminnan ylösajoa jonkin verran ja samalla vaikuttaa negatiivisesti liiketoiminnan riskiprofiiliin. Odotamme liikevaihdon kasvavan 5 MEUR tasolle vuoteen 2017 mennessä. Vertailunvuoksi voidaan todeta, että Taaleritehdas saavutti ensimmäisen viiden toimintavuotensa aikana noin 16 MEUR liikevaihdon kotimaassa. On kuitenkin tärkeä muistaa, että yhtiöllä oli kotimaan liiketoiminnassa huomattavasti paremmat lähtökohdat ja valmista perustajien mukanaan tuomaa asiakaskuntaa. Odotamme Turkin toiminnan ylösajon rasittavan yhtiön tulosta jonkin verran vuosien 2014-2015 aikana, mutta vuonna 2016 rasiuksen pitäisi arviomme mukaan olla ohi.

Kokonaisuutena Turkin laajentuminen on yhtiölle mielenkiintoinen mahdollisuus, sillä onnistuessaan se pystyy nostamaan yhtiön varainhoidon liikevaihdon

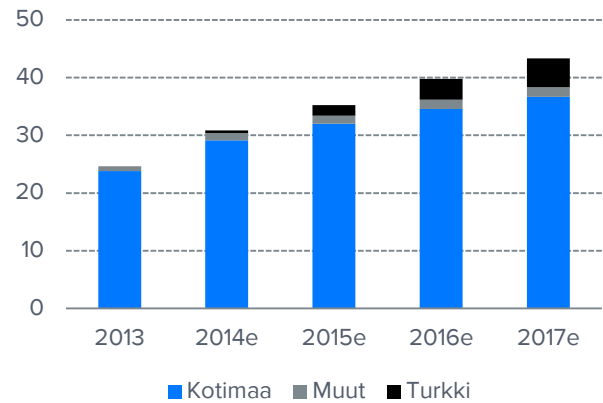
täysin eri tasolle kuin mitä se on tällä hetkellä. Haluamme kuitenkin nähdä liiketoiminnan positiivista kehitystä ennen kuin olemme valmiit nostamaan ennusteitamme merkittävästi nykytasolta.

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

Kasvu jatkuu, mutta hitaammalla kulmakertoimella

Kokonaisuutena odotamme Taaleritehtaan Varainhoidon kasvun jatkuvan, mutta aiempaa hitaammalla kulmakertoimella. Ennustamme vuosien 2013-2017 välisen liikevaihdon kasvun olevan noin 15 prosenttia per vuosi. Sijoittajien on tärkeää muistaa, että kotimaan varainhoitomarkkina ei tule tällä ajanjaksolla juurikaan kasvamaan ja näin ollen Taaleritehdas tulee jatkamaan markkinaosuuksien voittamista sen kilpailijoilta. Ennusteitamme nopeampi kasvu vaatisi taakseen konkreettisia näyttöjä Turkin asiakashankinnan onnistumisesta tai lisätietoja Projekti85 toimintamalliin ja -suunnitelmaan liittyen.

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



Lähde: Inderes

Pääomarahastot

Pääomarahastot ovat sijoittajan kannalta Taaleritehtaan selvästi mielenkiintoisin liiketoiminta ja niiden merkitys yhtiön lähivuosien tulokasvussa on huomattava. Taaleritehdas omistaa itse Taaleritehtaan Pääomarahastot Oy:stä 75 % ja Taaleritehtaan toimivalla johdolla on 25 %:n omistus.

Täysin uudenlainen toimintamalli

Taaleritehtaan pääomarahastojen toimintamalli poikkeaa selvästi markkinoiden yleisistä toimintamalleista ja tavoista.

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

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

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

Ansaintamallissa merkittävää vipua

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

Hallinnointipalkkioiden osalta on tärkeää ymmärtää, että palkkiot ovat kiinteitä, eivätkä riipu rahastojen menestyksestä. Näin ollen ennustamiimme

tulovirtoihin liittyy tuottopalkkioiden osalta vain hyvin pientä lähinnä rahastohankkeiden ylösajoon liittyvää riskiä. Pääomarahastoista mielenkiintoisen tekee sen tulonmuodostuksen toinen komponentti eli tuottopalkkiot. Tuottopalkkioiden taso määräytyy rahaston tuoton perusteella. Tätä havainnollistamme seuraavalla esimerkillä. Esimerkiksi Rahasto X:n tuottolupaus asiakkaille on 5 %, ja Taaleritehdas saa lupauksen ylimenevästä tuotosta 20 %:n osuuden. Jos tuotto nousee 10 %:iin, saa Taaleritehdas ylimenevästä 5 % osuudesta 20 %, eli tässä tapauksessa yhden (1) prosenttiyksikön.

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

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

Nykyinen portfolio

Taaleritehtaalla on tällä hetkellä käynnissä 11 pääomarahastohanketta. Nämä hankkeet ja niiden perustiedot näkyvät taulukossa seuraavalla sivulla.

Nykyisten hankkeiden lisäksi Taaleritehdas on ilmoittanut tavoittelevansa yhden uuden rahaston lanseerausta per vuosi. Pidämme tavoitetta realistisena ja järkevänä, sillä hankkeiden suunnittelu vie huomattavan paljon aikaa ja resursseja.

Hanke	Perustettu	Sijoituskohde	Rahaston koko
Taaleritehtaan Asuntorahasto I-VI	2010-2012	Rakennuttaa ja omistaa yli 1000 vuokra-asuntoa kasvukeskuksissa	n. 230 MEUR
Taaleritehtaan Tuulitehdas	2011	Rakennuttaa merkittävän määrän tuulivoimaa Suomeen	n. 200 MEUR
Taaleritehtaan Porin Kiinteistörahasto	2011	Rakentaa Satakunnan osuuskaupalle kauppakeskuksen	n. 9,5 MEUR
Taaleritehtaan Oaktree syöttörahasto	2011	Oaktree kiinteistörahasto (USA)	n. 2,0 MUSD
Taaleritehtaan Biotehdas	2012	Rakentaa valtakunnallisen biokaasulaitosverkosto	n. 90 MEUR
Taaleritehtaan Metsä	2012	Omistaa yhteismetsän kautta kotimaista talousmetsää	n. 40 MEUR
Taaleritehdas Ovi Oy	2013	Matti-Ovi ja Fenestran sisäovi liiketoiminta	n. 10 MEUR
Taaleritehtaan Afrikka	2014	Rakennuttaa asuin- ja toimitilakiinteistöjä useaan maahan Afrikassa	Ei julkistettu
Taaleritehdas Tuulitehdas II	2014	Rakennuttaa merkittävän määrän tuulivoimaa Suomeen	Varainkeruu kesken

Asuntorahastojen osalta Taaleritehdas on saanut ylösajon suoritettua rahastojen I-IV osalta ja nämä rahastot tuottavat jo kuluvalta vuodelta merkittäviä hallinnointipalkkioita. Asuntorahasto VI alkaa tuottaa merkittäviä hallinnointipalkkioita ensi vuodesta alkaen. Tuottopalkkioiden osalta tilanne on vaikeampi, sillä vuokratuottojen lasku (asuntojen hintojen nousu) ja kohoavat kiinteistöjen ylläpitokustannukset ovat tehneet tuottotavoitteen saavuttamisen melko haastavaksi. Pidämme epätodennäköisenä, että Taaleritehdas onnistuisi nykyisessä ympäristössä ansaitsemaan merkittäviä tuottopalkkioita Asuntorahastoillaan.

Asuntorahastojen suhteen katseet kääntyvätkin tällä hetkellä mahdollisiin irtaantumisiin. Taaleritehdas myi H1'14:n aikana Asuntorahasto V:n ja kertoi H1'14-tuloksensa yhteydessä harkitsevansa irtautumista tietyistä pääomarahastoista. Koska yhtiön muut rahastot ovat vielä ylösajovaiheessa, ovat harkinnan kohteena olevat rahastot näkemyksemme mukaan Asuntorahastot I-IV. Näiden rahastojen koko on noin 100 MEUR ja hintalappu todennäköisesti jonkin verran tätä korkeampi. Markkinoilla on tällä hetkellä poikkeuksellisen korkea kysyntä kiinteää ja tasaista korkotuottoon verrattavaa tuottoa tarjoaville omaisuuserille. Näin ollen nykyinen markkina-ympäristö on Asuntorahastojen myynnin kannalta otollinen ja uskomme, että kauppahinta saattaa nousta selvästi yli 100 MEUR:n. Jos kauppahinta olisi esimerkiksi 120 MEUR, kirjaisi

Taaleritehdas tästä laskelmiemme mukaan noin 4-5 MEUR kertaluontoisen tuoton vuoden jälkipuoliskolle (FY'14e EBIT: 7 MEUR). Pidämme todennäköisenä, että yhtiö tulee irtaantumaan ainakin osasta kohteita vielä loppuvuoden aikana.

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

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

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

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

Pitkällä aikavälillä Biotehdas rahastoon liittyy myös mielenkiintoinen optio rahaston omistamaan teknologiayhtiö Watreciin. Biotehtaan kaikki laitokset ovat Watrecin toimittamia ja näemme teknologiassa selkeää vientipotentiaalia. Yhtiö on voimakkaan kasvun vaiheessa ja vuoden 2013 liikevaihto oli 9,8 MEUR sekä liikevoitto 1,2 MEUR. Uskomme, että Biotehdas tulee todennäköisesti myymään Watrecin, kunhan se saa omat laitoksensa ensin valmiiksi.

Metsä-pääomarahaston tuottopalkkiot tulevat olemaan hyvin maltilliset johtuen tuottotavoitteen ja tuottolupauksen pienestä erosta ja poikkeavasta palkkiorakenteesta. Metsä-pääomarahaston merkitys sijoittajan kannalta on kokonaisuutena hyvin pieni.

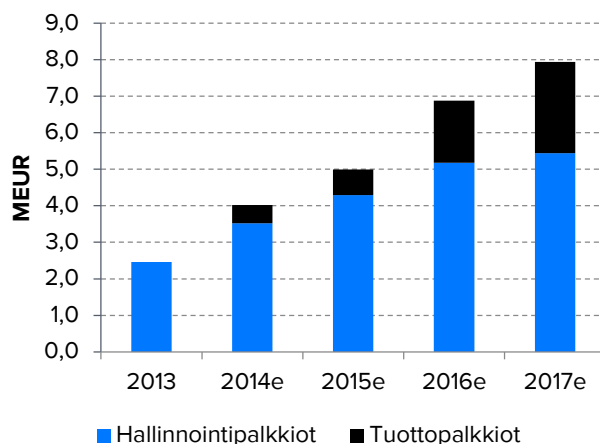
Afriikka-kiinteistörahasto on yhtiön kannalta mielenkiintoinen avaus. Maanosassa on valtava kysyntä kiinteistöille ja tuottopotentiaali on tämän myötä valtava. Kiinteistörahasto alkaa arviomme mukaan tuottamaan hallinnointipalkkioita ensi vuodesta alkaen, mutta tuottopalkkioita emme rahastolta lähivuosina odota. Uskomme, että tuottopalkkioiden sijaan rahaston suurin tuottopotentiaali piilee irtautumisissa joiden odotamme tapahtuvan aikaisintaan 2017.

Taaleritehtaan Ovi Oy on ensimmäinen pääomarahasto joka yhdistää Taaleritehtaan sijoitusyhtiön Sijoitustehtaan ja Pääomarahastot. Kerromme järjestelystä tarkemmin sivulla 17. Vaikka

rahaston merkitys Taaleritehtaan sijoittajien kannalta on pieni, uskomme, että järjestely tulee olemaan suunnannäyttäjänä Taaleritehtaan tulevien järjestelyjen osalta. Uskomme yhtiön tekevän vastaavanlaisia järjestelyjä myös jatkossa, missä Sijoitustehdas ensin ostaa kohteen omaan taseeseensa ja myy siitä enemmistön muille sijoittajille Taaleritehtaan mallin mukaisesti.

Horisontissa voimakasta kasvua

Kokonaisuutena odotamme Pääomarahastoilta voimakasta tuloskasvua lähivuosina. Tuloskasvun moottorina toimii ennen kaikkea Tuuli- ja Biotehdas – rahastot, jotka molemmat tulevat saavuttamaan täyden kapasiteettinsa seuraavan 12 kk:n aikana.



Lähde: Inderes

Vaikka Pääomarahastojen luvut näyttävät Taaleritehtaan konsernin osalta vaatimattomilta, on sijoittajien tärkeä ymmärtää, että tämä kasvu ei kasvata yhtiön kuluja käytännössä laisinkaan ja näin ollen tämä kasvu menee lähes täysimääräisesti yhtiön liikevoittoon. Tämän vuoksi Pääomarahastojen merkitys yhtiön lähivuosien tuloskasvulle on merkittävä.

Irtaantumisia emme ole ottaneet huomioon ennusteissamme, mutta uskomme yhtiön pyrkivän irtaantumaan useammasta pääomarahastosta seuraavan kolmen vuoden aikana. Onnistuessaan nämä irtaantumiset voivat antaa yhtiölle merkittäviä kertaluontoisia tuottoja.

Lainaamo

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

Kulutusluotoista yritysrahoitukseen

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

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

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

Suurimmat riskit Lainaamon suhteen liittyvät luottotappioihin. Lainaamon lainakanta kasvaa nopeasti ja ennustamme sen nousevan 50 MEUR:oon vuoden 2017 aikana. Taaleritehtaan oma pääoma on noin 25 MEUR, joten jo melko pienet luottotappiot lainakannasta riittävät tuhoamaan omaa pääomaa merkittäväällä vivulla. Taaleritehdas pyrkii hallitsemaan tätä riskiä tehokkaalla riskienhallinnalla ja osaavalla johdolla.

Kuoleman laakso hiljalleen takana

Uuden kulutusluottoliiketoiminnan ylösajossa ensimmäiset kvartaalit ovat aina kaikista vaikeimmat ja liiketoiminnan riskiprofiili on korkeimmillaan. Tämä johtuu siitä, että yhtiöllä ei ole ehtinyt kertyä asiakaskantaa ja yleensä uusi toimija myös houkuttaa kaikista heikoimmat asiakkaat itselleen. Lainaamo on ensimmäisen toimintavuotensa aikana kasvattanut lainakantansa noin 10 MEUR:oon ja uskomme, että yhtiön riskiprofiilin huippu on nyt takanapäin. Yhtiön ymmärrys sisään tulevien hakemusten suhteen on parantunut selvästi ja asiakasrekisteri on ehtinyt kasvaa kohtuullisen suureksi. Vaikka Lainaamo kulkee edelleen tässä niin sanotussa ”kuoleman laaksossa”, laskee yhtiön riskiprofiili nyt jatkuvasti ja uskomme riskiprofiilin olevan normalisoidulla tasolla H1’15:stä alkaen. Tähän viittaa myös Taaleritehtaan omat kommentit, jonka mukaan Lainaamon toiminta kääntyy voitolliseksi H2’14:n aikana. Odotamme Lainaamon tuloksen jäävän vuoden 2014 osalta edelleen tappiolliseksi (FY’14e: EBIT -0,3 MEUR), mutta nousevan voitolliseksi vuodesta 2015 alkaen.

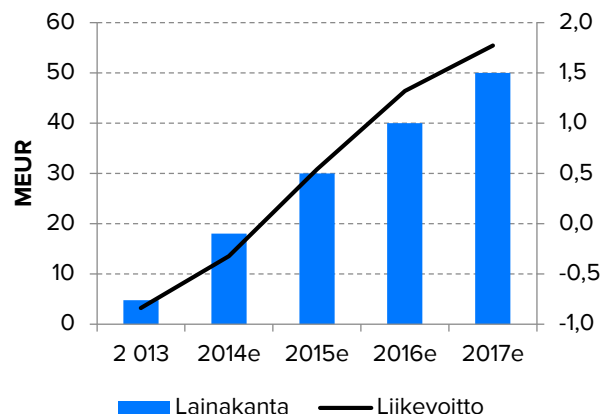
Kasvun kulmakerroin kysymysmerkinä

Suurin kysymys Lainaamossa liittyy tällä hetkellä sen lainakannan kasvun kulmakertoimeen. Lainaamo on H2’14:n jälkeen todistanut, että se kykenee pyörittämään kulutusluottoliiketoimintaa ja tämän jälkeen markkinoiden katseet tulee siirtää liiketoiminnan tuottopotentiaaliin. Lainakannan kasvattaminen sitoo kuitenkin Taaleritehtaan omia pääomia ja yhtiöllä on menossa useita muitakin pääomaa vaativia hankkeita. Näin ollen Taaleritehtaan oma tase saattaa muodostua Lainaamon kasvun jarruksi seuraavan 12 kk:n aikana. Pidämme mahdollisena, että Taaleritehdas etsii Lainaamolle

muita pääomittamisratkaisuja joiden avulla se kykenisi kasvamaan ilman Taaleritehtaan taseen rajoitteita.

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

Kokonaisuutena näemme Lainaamon mielenkiintoisena mahdollisuutena ja se on looginen strateginen laajentuminen.



Lähde: Inderes

Sijoitustehdas

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

Sijoitusyhtiön rooli kasvaa

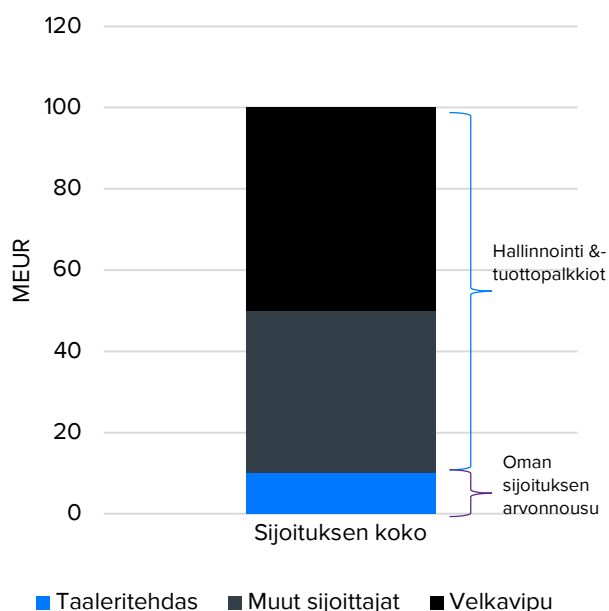
Taaleritehdas perusti kesällä 2013 oman sijoitusyhtiö Sijoitustehtaan. Sijoitustehtaan tarkoituksena on tehdä itse suoria sijoituksia kohdeyrityksiin ja hankkia kohteita pääomarahastoille Kanssasijoittamismallia varten. Sijoitustehtaalla on yhtiön liiketoimintaportfoliossa tärkeä strateginen rooli ja uskomme, että yhtiö tulee aktivoitumaan sijoitustehtaan puitteissa selvästi seuraavan kahden vuoden aikana.

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

Kanssasijoittaminen

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

suurempiin järjestelyihin Kanssasijoittamismallin kautta.

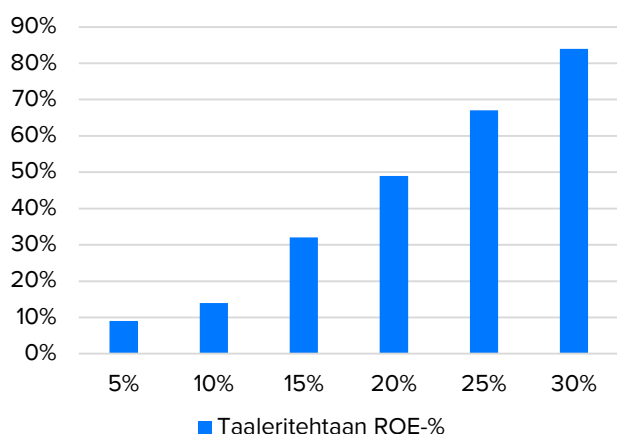


Lähde: Inderes

Yllä olevassa kuviossa on demonstroitu Kanssasijoittamismallin vipua Taaleritehtaalle. Esimerkissä yhtiö itse sijoittaa 10 MEUR ja kerää 40 MEUR muilta sijoittajilta. Tämän jälkeen yhtiö hakee 50 MEUR velkaa (velkasuhde edelleen hyvin kohtuullinen). Näin ollen Taaleritehdas kykenee toteuttamaan 100 MEUR transaktion sijoittamalla vain 10 MEUR omaa pääomaa. Malli rajaa myös Taaleritehtaan riskiä selvästi, sillä Taaleritehtaan tappiot ovat rajattu omaan sijoitukseen (esimerkissä 10 MEUR).

Alla olevassa kuviossa olemme puolestaan hahmotelleet kanssasijoittamismallin tuottopotentiaalia Taaleritehtaan kannalta. Mallin oletuksena on ajatus siitä, että Taaleritehdas sijoittaa

yllä olevan esimerkin mukaisesti 100 MEUR Kanssasijoittamismallilla. Taaleritehdas saa 1 % hallinnointipalkkion tästä 40 MEUR sijoittajilta keräämästään pääomasta ja 25 % yli 10 %:n menevästä tuotosta. Mallin vipuvaikutus Taaleritehtaan näkökulmasta on valtava ja jos kohde tuottaa esimerkiksi 20 %:n oman pääoman tuottoa, olisi Taaleritehtaan 10 MEUR:n sijoituksen pääoman tuotto lähes 50 %.



Lähde: Inderes

Matti-Ovi järjestely

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

Matti-Ovi on luonteeltaan käännetyhtiö ja liiketoiminta on tällä hetkellä selvästi tappiollista Fenestran toimintojen vuoksi. Uskomme, että käännetyhtiöihin sijoittaminen ei ole yhtiön sijoitustoiminnan ytimessä ja pidämme tältä osin sijoitusta harvinaisena yhtiön kannalta. Vuodet 2014-2015 tulevat Matti-Oven osalta

sujumaan tulostulokseen merkeissä ja vasta vuonna 2016-2017 tullaan näkemään mikä liiketoiminnan todellinen tulostulo on. Parhaassakin skenaariossa Taaleritehtaan saamat hallinnointipalkkiot tulevat jäämään vähäisiksi ja mahdollinen arvo luodaan liiketoiminnasta irtautumisen kautta.

Finsilva Oy:n osakkeiden osto

Kesällä 2014 Taaleritehdas teki historian merkittävimmän hankinnan, kun Taaleritehdas Metsärahasto II Ky osti Suomi-yhtiöltä 39,5 % omistusosuuden Finsilva Oy:n osakkeista. Finsilva omistaa noin 135 000 hehtaaria metsää Keski-Suomessa ja Pirkanmaalla. Sen liikevaihto on viime vuosina ollut noin 18 MEUR ja liikevoittomarginaali noin 70 %. Näin ollen Taaleritehtaan rahaston laskennallinen osuus yhtiön liiketuloksesta on noin 5 MEUR. Kauppahinnan arviomme olevan 60-70 MEUR:n välillä.

Taaleritehdas on arviomme mukaan itse sijoittanut rahastoon noin 5 MEUR ja loppu pääoma on tullut ulkopuolisilta rahoittajilta. Johtuen velan korkeasta määrästä ja todennäköisesti melko korkeasta korosta, kirjaa Taaleritehtaan rahasto järjestelystä arviomme mukaan noin 1 MEUR:n vuotuisen tuoton. Koska Taaleritehtaan sijoittaman pääoman tuotto on noin 20 %, ei yhtiöllä ole kiirettä myydä omistusta. Uskomme, että Taaleritehdas tulee toistaiseksi pitämään koko Metsä II –rahaston omistuksen itsellään ja harkitsemaan myöhemmin (2015 aikana) myykö se osan rahastosta muille sijoittajille Kanssasijoittamiskonseptinsa mukaisesti.

Koska Finsilvan osakkeet eivät ole Taaleritehtaan omassa taseessa, ei Taaleritehdas kirjaa tuottoja tulostulokseensa. Rahasto saa Finsilvalta kerran vuodessa (keväällä) osinkoa, jonka se tulouttaa Taaleritehtaan. Nämä osingot näkyvät ainoastaan yhtiön rahavirtalaskelmassa. Olemme omissa ennusteissamme lisänneet nämä tuotot myös tulostulokseensa, sillä mielestämme se antaa sijoittajille paremman kuvan yhtiön ansaintapotentiaalista.

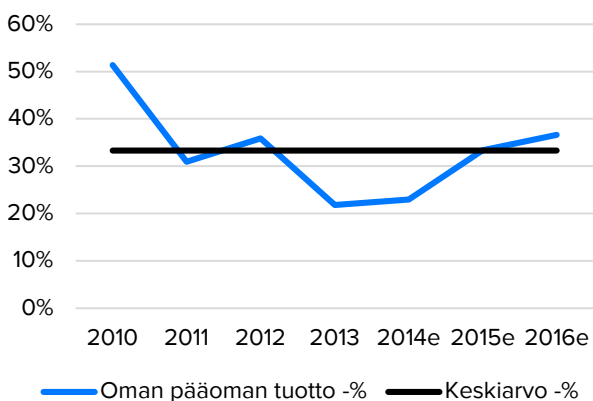
Kokonaisuutena kauppa vaikuttaa Taaleritehtaan kannalta lupaavalta ja uskomme, että yhtiö onnistui hankkimaan osakkeet selvästi alle niiden todellisen arvon. Näin ollen yhtiö tulee kirjaamaan kertaluontoisia myyntivoittoja irtautuessaan kohteesta aikanaan.

Sijoitustoiminta paljon vartija

Uskomme, että Taaleritehdas tulee aktivoitumaan sijoitustoiminnassaan merkittävästi tulevien vuosien aikana. Yhtiöllä oli H1'14:n lopussa noin 11 MEUR kassa ja syyskuussa yhtiö haki markkinoilta 20 MEUR rahaa joukkovelkakirjalainalla. Näin ollen yhtiön kassavarat ovat tällä hetkellä noin 30 MEUR, minkä myötä merkittävää liikkumavaraa yritysjärjestelyrintamalla. Järjestelyt ovat yhtiön omistaja-arvon kehityksen kannalta keskeisiä kahdesta syystä. Ensinnäkin, emme ota sijoitustoimintaa ennusteissamme huomioon lainkaan, sillä tulevia kohteita on täysin mahdoton arvioida etukäteen. Toiseksi Kanssasijoittamismallin vuoksi sijoitustoiminnassa on erittäin voimakas tulosvipu yhtiön kannalta. Näin ollen onnistuneet järjestelyt aiheuttavat tulosennusteisiin merkittävää vipua.

Luonnollisesti järjestelyjen kokoluokan kasvu vaikuttaa yhtiön riskiprofiiliin, sillä yksittäisillä epäonnistuneella järjestelyllä on merkittävä negatiivinen vaikutus yhtiön tulokseen. Lisäksi yhtiön päätöksenteko Sijoitustehtaan osalta kulminoituu toimitusjohtajaan ja varatoimitusjohtajaan mikä kasvattaa myös henkilöriskiä. Näin ollen Taaleritehtaan sijoittajilta vaaditaankin luottamusta yhtiön johtoa kohtaan.

Luottamusta yhtiön johtoon kasvattaa yhtiön vahva track-record. Taaleritehtaan oman pääoman tuotto on vuosien 2010-2014e aikana ollut keskimäärin 33 % ja sekä Matti-Ovi, että Finsilva kauppa vaikuttavat alustavien tietojen valossa omistaja-arvoa kasvattavilta.



Lähde: Inderes & Taaleritehdas

Strategia, kilpailuedut & riskit

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

Kilpailuedut

Taaleritehtaan strategia on kokonaisuutena erittäin vaikea hahmottaa, sillä se käsittää useita toisistaan poikkeavia liiketoimintasegmenttejä. Uskomme, että yhtiön strategian keskiössä on omistaja-arvon kasvattaminen ja uudenlaisen varainhoitopalvelukonseptin laajentaminen yhä laajemmalle sijoitusjoukolle. Käytännössä tämä tarkoittaa esimerkiksi pääomarahastotuotteiden tarjoamista suurille massoille kanssasijoittamiskonseptin kautta. Taaleritehtaan strategian kulmakivinä ovat yhtiön mukaan pääomamarkkinoiden muutosten hyödyntäminen, innovatiivisten sijoitustuotteiden jatkuva kehitys, nykyisen asiakaskunnan laajentaminen, asteittainen kansainvälistyminen ja nykyisten toimintojen skaalautuminen. Uskomme, että yhtiön strategiaa on helpompi ymmärtää eri liiketoimintayksiköiden strategisten roolien kautta.

Liiketoimintayksiköiden strategiset roolit

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

Varainhoidon strateginen rooli on yhtiön portfolioissa mielestämme selkeä. Ensinnäkin se tarjoaa yhtiölle vahvaa ja vakaata tulovirtaa, mitä yhtiö voi käyttää muiden kasvuhankkeidensa rahoittamiseen. Toiseksi,

se tarjoaa yhtiölle rajapinnan asiakkaisiin, joille se kykenee tarjoamaan myös muita palvelujaan. Historiallisesti nämä palvelut ovat keskittyneet pitkälti Pääomarahastoihin, mutta tulevaisuudessa uskomme, että myös Sijoitustehtaan kautta tehtävät kanssasijoitukset tulevat näyttelemään merkittävää roolia tässä kehityksessä. Projekti85 liittyy luonnollisesti asiakasmäärän kasvattamiseen, jonka myötä Taaleritehdas saa uutta rajapintaa myydä muita sijoitustuotteitaan.

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

Lainaamon osalta strateginen rooli on arviomme mukaan vielä epäselvä. Uskomme roolin selkiytyvän, kun yhtiö saa Lainaamon tulevaisuuden kasvurahoituksen turvattua.

Sijoitustehtaalla tulee olemaan keskeinen strateginen rooli Taaleritehtaan tulevaisuuden kehityksen kannalta. Yksinkertaistettuna, Sijoitustehdas etsii sijoituskohteita joihin se sijoittaa kanssasijoittamiskonseptinsa avulla. Kanssasijoittamiskonsepti tarjoaa asiakkaille pääsyä omaa varallisuusluokkaa suurempiin yritysostoihin ja selvästi läpinäkyvämmän mahdollisuuden seurata kohdeyrityksen kehitystä. Taaleritehtaan osalta konsepti mahdollistaa taas selvästi paremman

tuottopotentiaalin kuin perinteinen pääomasijoittaminen.

Kilpailuedut

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

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

Riskit

Tiivistämme Taaleritehtaan omistamiseen liittyvät riskit seuraaviin tekijöihin:

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

Kulutusluottoliiketoiminnan luottotappiot:

Kulutusluottoliiketoiminnan myötä Taaleritehtaan riskiprofiili muuttuu selvästi, kun yhtiö alkaa kantaa myös taseriskiä. Kulutusluottoliiketoiminnassa riskienhallinta nousee merkittävään rooliin, sillä jo kohtalaiset luottotappiot tuhoavat pääomaa todella nopeasti johtuen lainakannan suuresta koosta suhteessa muuhun omaan pääomaan. Yhtiön mukaan hankkeesta vastaavalla tiimillä on aikaisempaa kokemusta vastaavanlaisen liiketoiminnan ylösajosta sekä tähän liittyvästä riskienhallinnasta.

Vakavaraisuusriskit: Finanssivalvonta asettaa sijoituspalveluyrityksille vakavaraisuusrajat, joiden puitteissa yhtiön tulee toimia. Mikäli Taaleritehtaan

vakavaraisuus laskisi alle näiden rajojen, joutuisi yhtiö hakemaan uutta omaa pääomaa. Taaleritehtaan tämän hetkinen vakavaraisuus on erinomainen ja vuoden 2013 tilinpäätöksessä vakavaraisuus oli 43,7 %, kun Finanssivalvonnan asettama raja on 8 %.

Strategiset hankkeet: Yhtiöllä on tällä hetkellä käynnissä useita merkittäviä strategisia laajentumishankkeita. Haasteena on näiden kaikkien hankkeiden yhtäaikainen onnistunut toteuttaminen. Tätä riskiä pienentää se, että valtaosassa näistä hankkeista on oma yrittäjähenkilöinen vetäjä, ja näin vain osa näistä hankkeista on Taaleritehtaan johdon hoidettavana.

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

Maineriski: Toimialalle tyypillisesti maine ja asiakasmielikuva ovat erittäin tärkeitä. Maineriski voi näkemyksemme mukaan realisoitua esimerkiksi tilanteessa, jossa yhtiön pääomarahastohanke epäonnistuu. Vastaavasti Vaurastajat- segmenttiin laajentuminen Taaleritehdas -brändillä aiheuttaisi todennäköisesti muutoksia asiakasmielikuvassa.

Heikko likviditeetti: Taaleritehtaan osakkeen likviditeetti on hyvin heikko mikä voi heijastua hinnanmuodostukseen sekä omistajan mahdollisuuksiin myydä suuria määriä omistuksia. Korostamme, että yhtiöön sijoittaminen kannattaa tehdä ensisijaisesti pitkäjänteisesti heikosta likviditeetistä sekä yhtiön liiketoiminnan luonteesta johtuen.

Taloudellinen tilanne

Taaleritehtaan matka voidaan jakaa kolmeen osaan. Ensimmäinen osa vuodet 2007-2009 olivat niin sanottua selviytymistaistelua finanssikriisin ja liiketoiminnan ylösajon keskellä. Vuosien 2010-2013 aikakautta voidaan kuvata tulevan tuloskasvun siementen kylvämisvaiheeksi, kun yhtiö on perustanut useita merkittäviä pääomarahastoja. Vuosien 2014-2017 välistä vaihetta voidaan kuvata voimakkaan tuloskasvun vaiheeksi, missä yhtiö aikaisemmat investointihankkeet nousevat täyteen potentiaaliinsa ja nostavat konsernin tulokunnan täysin uudelle tasolle.

Hengissä selviytymistä ja toiminnan ylösajoa

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

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

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

Vuosi 2013 – pörssilistaus ja siirtyminen voimakkaan tuloskasvun kauteen

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

Operatiivisesti valossa vuosi 2013 oli Taaleritehtaalle voimakkaan kasvun vuosi. Yhtiön liikevaihto kasvoi 35,7 prosenttia 27,5 MEUR:oon ja liikevoitto kasvoi 37,9 prosenttia 4,5 MEUR:oon. Vahvan kehityksen taustalla oli ennen kaikkea kotimaan varainhoidon kasvu. Yhtiön hoidossa oleva varallisuus kasvoi katsauskaudella 16,7 prosenttia 2,8 miljardiin euroon. Hallinnoitavan varallisuuden jakauma parani katsauskaudella selvästi, sillä omien sijoitusrahastojen varallisuus kasvoi 610 MEUR:oon (FY'12: 383 MEUR) eli selvästi yleistä hoidossa olevaa varallisuutta nopeammin. Lukuja voidaan pitää erittäin hyvinä, sillä varainhoitomarkkina ei Suomessa tällä hetkellä kasva johtuen talouden surkeasta tilanteesta.

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

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

Taserakenne ja rahoitusasema

Taaleritehtaan tase oli H1'14:n lopussa vahva. Yhtiön omavaraisuusaste oli 58,4 %, kun yhtiön oma tavoite on yli 30 %:n omavaraisuusaste. Uskomme, että yhtiö pyrkii myös jatkossa pitämään taseensa erittäin vahvana ja omavaraisuuden selvästi yli yhtiön 30 %:n tavoitteen. Vahva tase mahdollistaa yhtiölle nopeatkin liikkeet yritysjärjestelykentällä, joista saatava lisäarvo on parhaimmillaan merkittävästi suurempi kuin pääomarakenteen optimoinnin kautta saatava lisäarvo. Myös yhtiön likviditeettitilanne oli H1'14:n lopussa erinomainen ja yhtiöllä oli noin 11 MEUR nettokassa.

Tärkeimmät virstanpylväät ja liikevaihto 2007-2015

2007-2008 toiminnan ylösaajo

- Keväällä 2007 Taaleritehdas perustetaan
- Syksyllä 2007 FIVA:lta toimitilupa
- 2008

2009-2010 kasvun käynnistyminen

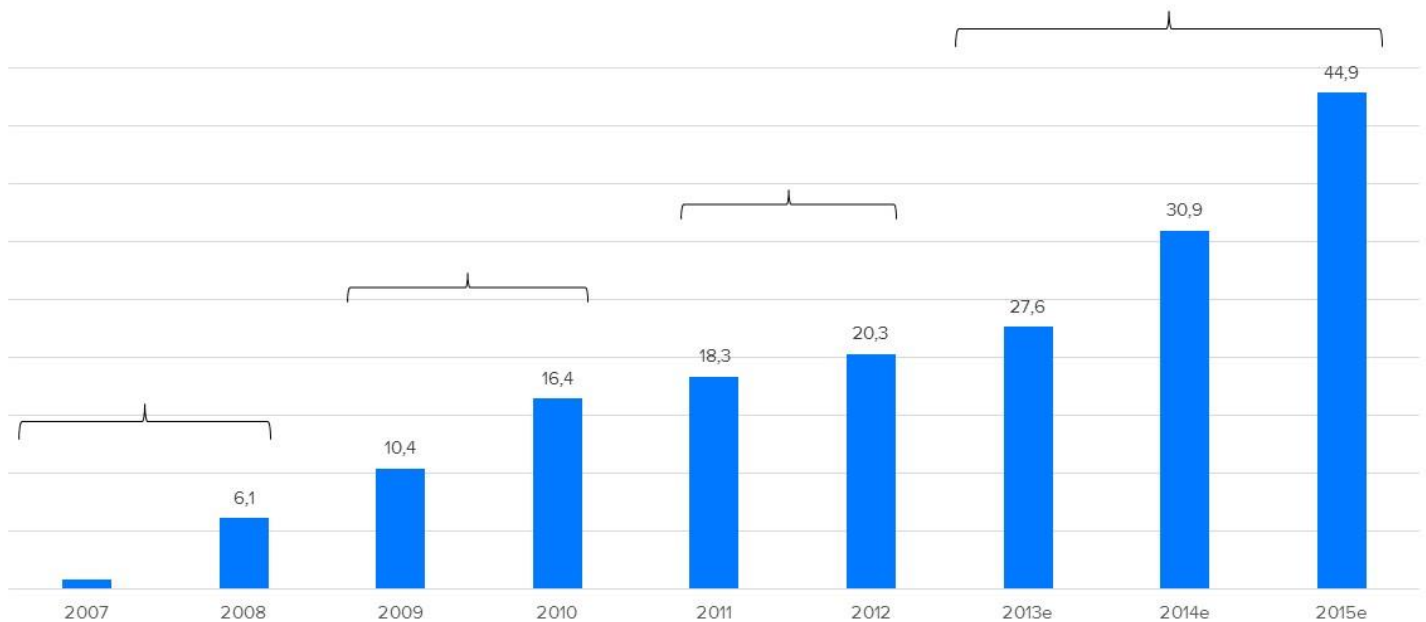
- Ensimmäiset pääomarahastot
- Tulos voitolliseksi
- Kriittisen massan saavuttaminen hallinnoitavissa varoissa

2011-2012 kannattavuuden parantaminen

- Pääomarahastojen aktiivinen kehittäminen
- Hallinnoitavat varat ylittävät 2 miljardia
- Kannattavuus hyvälle tasolle

2013-2015 kasvun kiihdyttäminen

- Listautuminen
- Kansainvälistyminen (Turkki)
- Kulutusluottoliiketoiminta
- Vakuutusvahti
- Vaurastajat –asiakasryhmä
- Pääomarahastojen tuottopalkkiot alkavat realisoitua



Tulosennusteet

Taaleritehtaan lähivuosien teemana on voimakas tulokasvu. Yhtiö on siirtynyt voimakkaan tulokasvun aikakauteen missä tulokasvun ajureina toimivat kaikki yhtiön nykyiset liiketoiminnot. Ennustamme yhtiön osakekohtaisen tuloksen nelinkertaistuvan vuosien 2013-2016 välillä.

2014 – odotuksissa tulosvaroitusta ja irtaantumisia Asuntorahastoista

Taaleritehdas ohjeistaa vuodelle 2014 liikevaihdon kasvavan yli 30 MEUR:oon (FY'13: 27,5 MEUR) ja liikevoiton paranevan edellisvuodesta (FY'13: 4,5 MEUR).

Yhtiön ensimmäinen vuosipuolisko sujui odotusiemme mukaisesti ja liikevaihto kasvoi 37 % 17,5 MEUR:oon ja liikevoitto 51 % 2,6 MEUR:oon. Kasvun ajureina olivat kotimaan Varainhoidon voimakas kasvu ja Pääomarahastojen ylösajo.

Odotamme yhtiön jatkavan voimakasta kasvuaan H2'14:n aikana. Kasvun moottorina tulee jälleen olemaan kotimaan Varainhoito, jossa odotamme 20 %:n kasvua. Pääomarahastojen osalta ylösajo jatkuu ja myös tämä tulee tukemaan konsernin kasvua. Pääomarahastoissa suurin mielenkiinto on kuitenkin mahdollisissa irtaantumisisa Asuntorahastoista 1-4. Markkinoilla on tällä hetkellä valtava kysyntä kiinteää ja tasaista tuottoa tuottavia omaisuuseriä kohtaan (esim. kiinteistöt) ja näin ollen pidämme myyntiajankohtaa erittäin hyvänä. Laskelmiemme mukaan Taaleritehdas voi saada kertaluontoista tuottopalkkiota noin 5 MEUR, mikäli yhtiö irtautuu kaikista rahastoista onnistuneesti. Uskomme, että tulemme näkemään irtaantumisia ainakin osasta Asuntorahastojen kohteista vielä loppuvuoden aikana.

Kokonaisuutena odotamme Taaleritehtaan liikevaihdon kasvavan 39 % 37,7 MEUR:oon ja liikevoiton 7,0 MEUR:oon. Osakekohtainen tulos tulee arviomme mukaan kasvamaan 0,86 euroon ja osinkoa tullaan jakamaan yhtiön voitonjakopolitiikan mukaisesti noin puolet tuloksesta (FY'14e: osinko 0,40 EUR). Ennustamme ovat selvästi yhtiön ohjeistuksen yläpuolella ja uskomme, että Taaleritehdas tulee antamaan positiivisen tulosvaroituksen jo ilman Asuntorahastojen mahdollisia myyntivoittoja.

2015 – tulokasvu kiihtyy

Vuoden 2015 osalta odotamme Taaleritehtaan tulokasvun jatkuvan voimakkaana. Odotamme liikevaihdon kasvavan 19 prosenttia 44,9 MEUR:oon ja liikevoiton nousevan 11 MEUR:oon. Liikevoiton kasvun taustalla on kolme tekijää: kotimaan Varainhoidon jatkuva kasvu, Pääomarahastojen (etenkin Bio- ja Tuulitehtaan) ylösajon saaminen maaliin ja Lainaamon toiminnan kääntyminen kannattavaksi.

Yhtiön osakekohtainen tulos kasvaa selvästi liikevoittoa nopeammin 1,53 euroon. Liikevoittoa nopeampi kasvu perustuu siihen, että yhtiö saa ensi keväänä ensimmäiset osinkonsa Finsilva Oy:n sijoituksestaan. Nämä osingot eivät teknisistä syistä kierrä yhtiön tuloslaskelman kautta ja ne näkyvät pelkästään rahavirtalaskelmassa. Sisällyttämme ne kuitenkin tulosennusteisiimme sillä yhtiön saama rahavirta on tulokseen verratta ja näin ollen raportoitu tulos ei heijastele yhtiön todellista rahavirtaa. Vuoden 2015 osalta emme odota irtaantumisia Pääomarahastoista, mikäli yhtiö onnistuu irtaantumaan Asuntorahastoista 1-4 vuoden 2014 aikana.

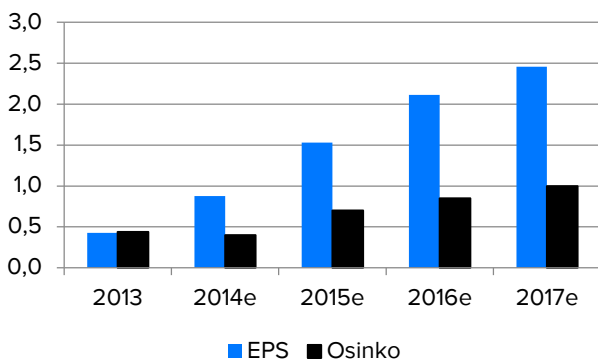
Sijoitustehtaan osalta odotamme yhtiöltä uusia sijoituksia vuoden 2015 aikana. Uskomme, että nämä sijoitukset tullaan toteuttamaan kanssasijoittamisen konseptilla ja näin ollen yhtiö voi osallistua omaan kokoluokkaansa nähden melko suuriinkin järjestelyihin.

Suurin huoli vuoden 2015 osalta yhtiössä liittyy rahoitusmarkkinoiden epävarmuuteen. Maailman talous on edelleen hyvin huteralla kasvupolulla ja Euroopan osalta riskit eurokriisin eskaloitumiselle ovat olemassa. Lisäksi pörssit alkavat monin paikoin olla haastavasti arvostettuja. Taaleritehtaan Varainhoidon tuloksesta kohtuullinen osa muodostuu tuottopalkkioista ja näin ollen yhtiön tulokseen kohdistuu paineita, jos pörssikurssit laskevat.

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

Pitkän aikavälin ennusteet

Vuoden 2016 osalta odotamme Taaleritehtaan jatkavan ripeää kasvuaan. Liikevaihdon ennustamme kasvavan 52,9 MEUR:oon (kasvu 17,8 %) ja liikevoiton nousevan 15,9 MEUR:oon. Kasvun ajureina ovat vanhat tutut Lainaamo, tärkeiden Pääomarahastojen täyden tuotantokapasiteetin saavuttaminen ja Varainhoito. Varainhoidon osalta odotamme vuoden 2016 olevan ensimmäinen vuosi, kun Turkin liiketoiminta tuottaa konsernin kannalta merkityksellistä liikevaihtoa. Osakekohtainen tulos jatkaa ripeää kasvuaan ja ennustamme sen nousevan 2,10 euroon.



Lähde: Inderes

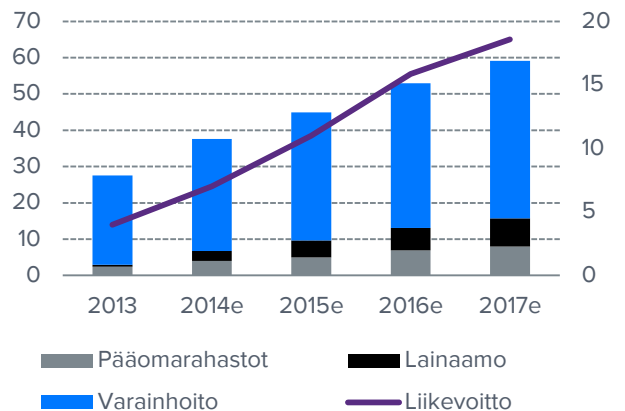
Vuoden 2016 osalta uskomme, että yhtiö alkaa todennäköisesti harkita irtaantumista Asuntorahasto 6- ja Tuulitehdas 1-pääomarahastoista. Molemmat irtaantumiset olisivat Taaleritehtaan mittakaavassa merkittäviä ja tarjoaisivat onnistuessaan merkittävää tuottopotentialia yhtiölle. Lisäksi odotamme yhtiön jatkavan aktiivista toimintaansa Sijoitustehtaan puitteissa.

Vuodesta 2017 alkaen odotamme Taaleritehtaan kasvun hidastuvan, kun nykyiset hankkeet alkavat saavuttaa täyden tuottopotentialinsa. Uskomme

kuitenkin, että Taaleritehdas tulee olemaan aktiivinen toimija sijoitusmarkkinoilla Sijoitustehtaan puitteissa ja odotamme yhtiöltä useita uusia Pääomarahastoja seuraavan kolmen vuoden aikana. Näin ollen tulokasvulla on kaikki edellytykset jatkua myös vuoden 2017 jälkeen.

Kokonaisuutena Taaleritehdas on siirtynyt voimakkaan tulokasvun aikakauteen, jossa yhtiö pääsee nauttimaan vuosien 2009-2012 aikana kylvämistään tulokasvun siemenistä. Korostamme sijoittajille, että tämä tulokasvu realisoituu asteittain ja se vaatii sijoittajilta kärsivällisyyttä.

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



Lähde: Inderes

Arvostus

Taaleritehdas on tällä hetkellä hinnoiteltu neutraalisti suhteessa sen lyhyen aikavälin potentiaaliin. Pidemmän aikavälin potentiaalia tarkasteltaessa yhtiö on kuitenkin houkuttelevasti hinnoiteltu ja mikäli yhtiö kykenee jatkamaan pääoman allokoointia korkealla tuotto-odotuksella, on osakkeessa tarjolla merkittävää nousuvaraa kärsivälliselle sijoittajalle.

Pitkän aikavälin arvostus houkuttelee

Taaleritehtaan arvostuskertoimia tarkasteltaessa sijoittajien on hyvä ymmärtää, että Taaleritehdas on tällä hetkellä voimakkaan tulokasvun vaiheessa ja näin ollen tämän tai ensi vuoden arvostuskertoimet eivät heijastele yhtiön nykyisten liiketoimintojen täyttä tuottopotentiaalia. Uskomme, että Taaleritehtaan vuoden 2017 tulos (18,6 MEUR) heijastelee yhtiön nykyisten kasvuinvestointien täyttä tuottopotentiaalia.

Taaleritehtaan FY'15 P/E-kerroin on 15x, jota voidaan pitää kohtuullisena, kun huomioidaan yhtiön kasvuvauhti. Osinkotuotto on hieman yli 3 %. Vuoden 2016 osalta P/E-kerroin laskee selvästi johtuen ripeästä tulokasvusta ja ennusteidemme mukainen P/E-kerroin on 10x. Vastaava osinkotuotto on puolestaan noin 4 %. Vuoden 2016 kerrointa voidaan pitää hyvin houkuttelevana, sillä Taaleritehtaan näkymät, track-record ja liiketoiminnan defensiivinen luonne huomioiden yhtiötä tulisi näkemyksemme mukaan hinnoitella P/E-kertoimella 15x.

Näin ollen näemme osakkeessa merkittävää nousuvaraa, mikäli yhtiö ylittää ennustamaamme tulokehitykseen. Tähän tulokasvuun liittyy kuitenkin luonnollisesti riskejä, joista merkittävimmät ovat Euroopan taloustilanteen kehitys ja sen vaikutus pörssikursseihin, Lainaamon ylösajo ja Pääomarahastojen tuottopotentiaaliin liittyvä epävarmuus. Lainaamon ja Pääomarahastojen riskit laskevat asteittain ajan myötä ja näin ollen uskomme markkinoiden asteittain hyväksyvän yhtiölle myös entistä korkeammat arvostuskertoimet. 24,0 euron tavoitehintamme heijastelee myös tätä tasapainottelua tulokasvupotentiaalin ja siihen liittyvien riskien välillä.

Sijoitus vaatii luottamusta yhtiön johtoa kohtaan

Taaleritehtaan arvoa haarukoidessa sijoittajien on syytä huomioida, että sijoitus yhtiöön vaatii merkittävää luottamusta yhtiön johtoa kohtaan. Taaleritehdas on matkalla varainhoitoyhtiöstä sijoitusyhtiöksi ja tulevaisuudessa Sijoitustehdas tulee näyttelemään yhä merkittävämpää roolia konsernin kehityksen osalta. Taaleritehdas kykenee myös osallistumaan omaan kokoluokkaansa nähden melko suuriin järjestelyihin. Näin ollen johdon pääoman allokaatiokyvyt nousevat kriittiseen rooliin yhtiön arvomuodostuksen kannalta. Onnistuneilla järjestelyillä yhtiön tulos ja arvo tulevat kehittymään selvästi odotuksiamme nopeammin ja vastaavasti jo muutamalla isomman kokoluokan epäonnistuneella järjestelyllä voi yhtiön johto tuhota merkittäviä määriä omistajien varallisuutta.

Historiallisesti Taaleritehdas on onnistunut pääoman allokoinnissaan hyvin ja vuosien 2008-2013 välillä keskimääräinen oman pääoman tuotto on ollut hieman yli 30 %.

	2014e	2015e	2016e	2017e
P/E	26,9	15,4	10,9	9,4
P/FCF	-	20,9	14,1	11,0
P/BV	5,8	4,6	3,6	2,9
P/S	3,8	3,2	2,7	2,4
Osingonjakosuhte	47 %	47 %	40 %	41 %
Osinkotuotto-%	1,7 %	3,0 %	3,7 %	4,3 %
ROE -%	23 %	33 %	37 %	34 %
LV kasvu -%	37 %	19 %	18 %	12 %

Tulos- ja tase-ennusteet

Tuloslaskelma

MEUR	H2/12	2012	H1/13	H2/13	2013	H1/14	H2/14e	2014e	2015e	2016e	2017e
Liikevaihto	10,31	20,3	12,8	14,7	27,5	17,5	20,2	37,7	44,9	52,9	59,1
EBITDA	2,32	3,6	1,9	3,0	5,0	2,8	4,7	7,5	11,6	16,3	19,0
EBITDA -%	22,5 %	17,7 %	15,2 %	20,6 %	18,1 %	16,0 %	23,4 %	20,0 %	25,9 %	30,8 %	32,1 %
EBIT	2,17	3,3	1,7	2,8	4,5	2,6	4,5	7,0	11,0	15,9	18,6
EBIT -%	21,0 %	16,2 %	13,4 %	19,0 %	16,4 %	14,6 %	22,1 %	18,6 %	24,5 %	30,0 %	31,4 %
Osuus osakkuusyht. tuloks.	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,5
Voitto ennen veroja	2,17	3,3	1,7	2,8	4,5	2,5	4,5	7,0	10,9	16,1	19,0
Muut tuotot		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,1	1,1	1,1
Verot	-0,37	-0,6	-0,6	-0,8	-1,3	-0,6	-0,9	-1,5	-2,2	-3,2	-3,7
Veroaste	17,1 %	18,8 %	33,0 %	27,8 %	29,8 %	24,9 %	20,0 %	21,8 %	20,4 %	19,8 %	19,5 %
Vähemmistö	-0,34	-0,6	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,8	-1,0
Nettotulos	1,44	2,1	1,1	2,0	3,2	1,8	3,6	5,4	9,4	13,2	15,5
EPS	0,31	0,46	0,20	0,23	0,55	0,29	0,56	0,86	1,50	2,10	2,46
Osinko per osake	-	-	-	-	0,44	-	-	0,40	0,70	0,85	1,00

HUOM: Muut tuotot rivi sisältää ennustamamme osingot Finsilva sijoituksesta. Vaikka Taaleritehdas kirjaa nämä sijoitukset vain rahavirtalaskelmaansa, antaa ennustemallimme realistisemmän kuvan yhtiön tuloksentekokyvystä.

Tase

Vastaava (MEUR)	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	3,1	4,7	8,1	7,9	8,0	8,2
Liikearvo	0,8	0,7	0,4	0,1	0,0	0,0
Aineettomat oikeudet	0,1	0,6	0,6	0,6	0,8	0,9
Käyttöomaisuus	0,3	0,3	0,5	0,6	0,7	0,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,8	0,4	5,5	5,5	5,5	5,5
Muut pitkäaikaiset varat	1,0	1,6	1,0	1,0	1,0	1,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	6,7	23,4	27,5	32,8	38,6	43,1
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	0,5	11,9	16,2	19,3	22,7	25,4
Likvidit varat	6,2	11,5	11,3	13,5	15,9	17,7
Taseen loppusumma	28,1	35,6	40,7	47,7	58,8	69,4

Vastattava (MEUR)	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Oma pääoma	7,1	22,6	25,3	32,6	42,2	53,3
Osakepääoma	0,8	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	4,3	7,4	10,0	16,9	25,7	35,9
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	1,7	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,3	0,4	0,5	0,9	1,7	2,7
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	3,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalaina	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	3,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Lyhytaikaiset velat	0,0	3,2	8,0	5,8	3,2	3,2
Lainat rahoituslaitoksilta lyh.	0,0	0,0	4,8	2,6	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Taseen loppusumma	10,5	28,1	35,6	40,7	47,7	58,8

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy:llä ei ole omistuksia kohdeyhtiöissä. Analyysin laatieneen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

Suositus historia

PVM	Suositus	Tavoitehint	Osakekurssi
23.8.2013	Vähennä	14,0	14,9
30.8.2013	Vähennä	14,0	14,7
20.11.2013	Lisää	16,0	15,3
20.1.2014	Vähennä	20,0	21,5
28.2.2014	Lisää	22,0	20,4
25.8.2014	Lisää	22,0	19,4
30.9.2014	Lisää	24,0	23,2

Inderes Oy

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

Inderes Oy

Melkonkatu 22 B
00210 Helsinki
+358 10 219 4690
twitter.com/nderes

**inde
res.**

**Palkittua
analyysiä.**