

Taaleri

Yhtiöraportti

9/2016

Taaleri on Inderesin vähemmistöomistaja

inde
res.

Aika laittaa Varainhoidon kannattavuus kuntoon

Toistamme Taalerin 10,00 euron tavoitehintamme ja lisää-suosituksemme. Odotamme Taalerilta edelleen tuloskasvua lähivuosilta Garantian kasvun ja Varainhoidon parantuvan kustannustehokkuuden kautta. Varainhoidon kannattavuusongelmat kuitenkin painavat hyväksyttävää arvostustasoa lyhyellä aikavälillä ja kurssinousu nojaakin entistä enemmän tulosparannukseen. Kohtuullinen arvostus, hyvät kasvunäkymät ja M&A-optio pitävät näkemyksemme kuitenkin edelleen positiivisena.

Suomalainen sijoituspalveluyhtiö

Taalerin liiketoiminta jakautuu kolmeen liiketoimintasegmenttiin: Varainhoito, Rahoitus ja Energia. Konsernin hallinto sekä konsernin omasta taseesta tehtävät sijoitukset ovat Muu-segmentin alla. Yhtiö on viimevuosien onnistuneiden yritysostojen myötä kasvanut uuteen kokoluokkaan ja yritysjärjestelyiden avulla yhtiö on kasvattanut omistaja-arvoa merkittävästi. Varainhoito on konsernin ydin ja sen hallinnoitavat varat olivat H1'16:n lopussa 4,1 miljardia euroa. Yhtiö keskittyy varakkaisiin yksityishenkilöihin ja asiakasmäärä oli H1'16:n lopussa 3600 kpl. Rahoitus-segmentti koostuu lähinnä Garantiasta, jonka rooli konsernissa kasvaa jatkuvasti sen kasvun ja synergiahyötyjen myötä. Energia-liiketoiminta on vasta käynnistysvaiheessa ja sen lyhyen tähtäimen merkitys jää konsernille vielä rajalliseksi merkittävästä pitkän aikavälin potentiaalista huolimatta.

Tulos pysyy kasvussa markkinan heikentymisestä huolimatta

Odotamme Taalerilta vahvaa tulosta kuluvalta vuodelta 2016 (2016e: EBIT 18,6 MEUR) isojen kertatuottojen ansiosta (Finsilva ja Biotehdas). Näistä oikaistuna tulos jää varsin vaisuksi johtuen Varainhoidon kannattavuushaasteista. Garantian tulos on hyvällä tasolla laskevista sijoitustuotoista huolimatta johtuen vahvasta kasvusta ja hyvästä vakuutusteknisestä suorituksesta. 2017 osalta odotamme operatiivisen tuloksen parantuvan huomattavasti, kun Varainhoidon kulukontrolli yhdessä liiketoiminnan kasvun kanssa nostaa sen kannattavuutta selvästi ja Garantia jatkaa kannattavaa kasvuaan. Myös 2018 osalta yhtiöllä on edellytykset parantaa tulostaan edelleen selvästi, kun Varainhoidon tulosparannus jatkuu ja Energia kontribuoi ensimmäistä kertaa positiivisesti konsernin lukuihin. Suurin huolestamme Taalerissa liittyy tällä hetkellä markkinatilanteen kestävyteen ja odotammekin markkinatilanteen jatkavan heikentymistään. Yhtiön olisikin äärimmäisen tärkeää saada Varainhoidon kannattavuus järkevälle tasolle ennen markkinan lopullista kääntymistä.

Arvostus vakaalla pohjalla, tuloskasvu kurssin ajurina

Taalerin arvostus on mielestämme edelleen kohtuullinen (2017e: P/E 14x, EV/EBITDA 11x) ja linjassa verrokkiryhmän kanssa. Yhtiön tuloskasvupotentiaali on edelleen vahva ja myös M&A-optio on selvästi positiivinen lisä osakkeessa. Nämä tekijät oikeuttaisivat hieman nykyistä korkeamman arvostuksen, mutta Varainhoidon kannattavuuteen sekä markkinatilanteeseen liittyvä epävarmuus nostaa yhtiön riskiprofilia ja painaa nykyisen arvostuksen neutraaliksi. Näin ollen osakkeen kurssinousu nojaa etenkin tuloskasvun realisoitumiseen.

Analyytikko

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



Suositus

Lisää

Tavoitehintaa: 10,00 €



Eilisen päätös

8,40 EUR

12 kk vaihteluväli

8,01 – 9,50 EUR

Potentiaali

+18 %

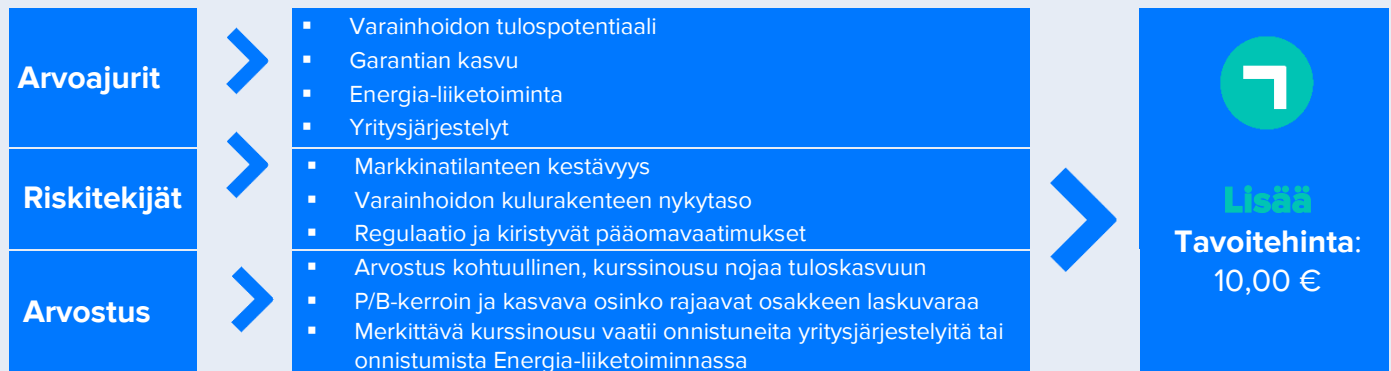
Avainluvut

	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	58,4	59,3	62,2
-Kasvu-%	7,7 %	1,5 %	4,9 %
EBIT	47,4	18,6	21,8
-EBIT -%	81,1 %	31,4 %	35,1 %
Tulos ennen veroja	47,6	18,9	22,1
Nettotulos	14,5	11,6	14,4
EPS	1,52	0,53	0,63
Osinko	0,20	0,25	0,30
-Osinkosuhte-%	13 %	47 %	48 %
P/E	15,2	16,3	13,8
P/B	2,5	2,5	2,3
EV/EBITDA	13,9	13,0	10,9
Osinkotuotto-%	2,4 %	2,9 %	3,5 %

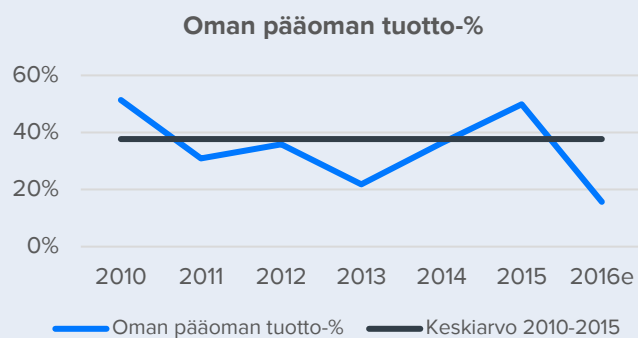
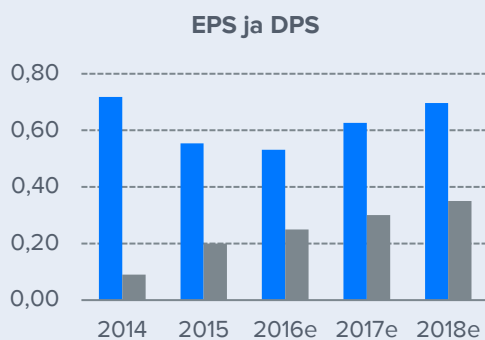
Lähde Inderes

Taaleri yhteenveto

Sijoitusnäkemys



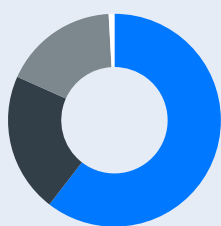
Liiketoiminnan kehitys



Lähde: Inderes ja Taaleri

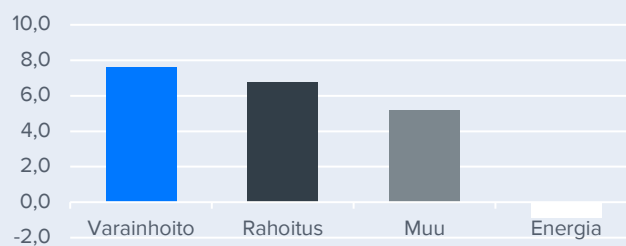
Liiketoimintarakenne

Liikevaihdon jakautuminen 2016e



■ Varainhoito ■ Rahoitus ■ Muu ■ Energia

Liikevoiton jakautuminen 2016e



■ Varainhoito ■ Rahoitus ■ Muu ■ Energia

Lähde: Inderes ja Taaleri

Arvostus 2016e



Sisällysluettelo

Taaleri yhteenveto.....	3
Yhtiökuvaus	5
Taaleri lyhyesti.....	9
Varainhoito	10
Varainhoito yhteenveto.....	14
Garantia	15
Garantia yhteenveto	18
Energia	19
Toimiala ja kilpailijakenttä	21
Toimiala yhteenveto.....	27
Tulevaisuuden ennusteet.....	28
Ennusteet ja tase	31
Arvostus ja riskit	32
Arvostus yhteenveto.....	35
Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli.....	36
Puolivuotisennusteet ja tiivistelmä.....	38
Suositus historia	39
Vastuuvapauslauseke	39

Yhtiökuvaus

Taaleri on suomalainen sijoituspalveluyhtiö. Yhtiön liiketoiminta jakautuu kolmeen operatiiviseen segmenttiin: Varainhoito, Rahoitus ja Energia. Konsernin hallinto sekä konsernin omasta taseesta tehtävät sijoitukset ovat Muu-segmentin alla. Yhtiö on viimevuosien onnistuneiden yritysostojen myötä kasvanut uuteen kokoluokkaan ja yhtiön 2015 liikevaihto oli 58,4 MEUR ja liikevoitto ilman kertaeriä 20,1 MEUR.

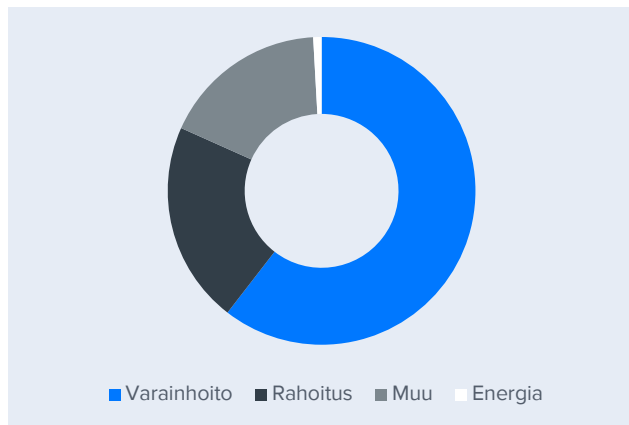
Yhtiökuvaus

Keskisuuri finanssipalveluyhtiö

Taaleri on vuonna 2007 perustettu suomalainen sijoituspalveluyhtiö, joka luokitellaan virallisesti rahoitus- ja vakuutusryhmittymäksi. Yhtiö tarjoaa varainhoito- ja rahoituspalveluja sijoittajille ja sen pääkohderyhmä on varakkaat yksityishenkilöt. Konsernissa on yli 180 työntekijää. Yhtiön hallintoarvo oli H1'16:n lopussa 4,1 miljardia ja Varainhoidon asiakasmäärä 3600 kpl. Yhtiön toimipisteet sijaitsevat Helsingissä, Tampereella, Turussa, Porissa, Oulussa, Istanbulissa ja Nairobissa.

Taaleri-konserni koostuu kolmesta liiketoimintasegmentistä. Ne ovat Taaleri Varainhoito Oy ja sen tytäryhtiöt, Rahoitus (Garantia ja 38,4 %:n osuus Fellow Financesta) ja kesällä 2016 lanseerattu uusi Energia-liiketoiminta. Muu-segmentti sisältää konsernihallinnon ja konsernin omasta taseesta tehtävän sijoitustoiminnan (Sijoitustehdas). Tarkempi organisaatiokaavio löytyy sivulta 9.

Liikevaihdon jakauma 2016e



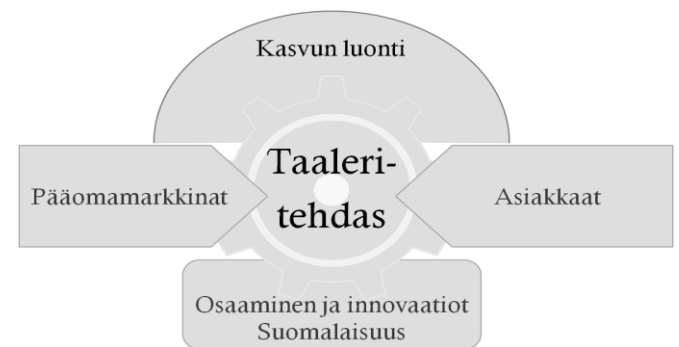
Lähde: Taaleri

Pääomamarkkinan pelinrakentaja

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

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

Taalerin strategia



Lähde: Taaleri

Voitonjakopolitiikka

Taaleri pyrkii vuosittain jakamaan kilpailukykyistä osinkoa yhtiön taloudellinen tilanne ja rahoitustilanne huomioon. Voitonjakopolitiikka on melko lavea ja epäselvä, mutta arviomme mukaan yhtiön tavoitteena on jakaa vuosittain kasvavaa ja vakaata osinkoa. Yhtiö ei pyri profiloitumaan osinkoyhtiönä ja osingonjakosuhte tulee arviomme mukaan pysymään lähivuosina hieman alle 50 %:ssa vuotuisesta tuloksesta. Yhtiö tulee arviomme mukaan myös jatkossa kanavoimaan kertyneitä voittovarojaan yritysjärjestelyihin. Huomioiden yhtiön track record yritysjärjestelyistä pidämme uusia järjestelyjä omistaja-arvon näkökulmasta osinkoa parempana vaihtoehtona.

Pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet

Taaleritehtaan pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat:

- Vähintään 15 %:n liikevoittomarginaali
- Oman pääoman tuotto vähintään 15 %
- Vähintään 30 %:n omavaraisuusaste

Liikevoittomarginaalitavoite on mielestämme erittäin alhainen ja tarjoaa sijoittajalle vain vähän suuntaa yhtiön potentiaalia arvioitaessa. Näkemyksemme mukaan uuden

Taalerin liikevoittomarginaali yritysjärjestelyistä oikaistuna tulee lähivuosina olemaan 30-40 %:n välillä ja 15 %:n taso olisi yhtiölle selkeä pettymys. Uskomme, että 15 %:n tasoa voidaan pitää eräänlaisena minimimitavoitteena, johon yhtiön pitäisi päästä myös erittäin heikossa markkinatilanteessa.

Oman pääoman tuoton osalta 15 %:n taso on yhtiölle kohtuullinen. Garantian pääomaintensiivisistä liiketoiminnasta johtuen yhtiön pääoman tuotto jää alan korkealla tasolla olevien keskiarvojen alapuolelle. Näkemysmme mukaan nykyisellä liiketoimintarakenteella ja Varainhoidon normalisoidulla kannattavuudella yhtiön oman pääoman tuotto olisi noin 20 %. Yritysjärjestelyt ja oman taseen käyttö ovat pääoman tuoton kannalta keskeisessä roolissa myös tulevaisuudessa.

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

Yritysjärjestelyt

Yritysjärjestelyt ovat olleet merkittävässä roolissa Taalerin listautumisen jälkeisessä arvonnluonnissa. Merkittävimmät yritysjärjestelyt ovat olleet Finsilva-osakkeiden hankinta ja myynti, Garantian osto sekä Fellow Finance osakkuuden hankinta. Yhtiö on myös toteuttanut joukon pienempiä yritysjärjestelyjä (mm. osakkuus Invesdorissa ja Inderesissä), mutta näiden merkitys konsernille on pienen kokoluokan vuoksi rajallinen.

Finsilva oli puhdas finanssisijoitus

Taaleri osti kesällä 2014 39,5 %:n omistuksen Finsilvasta, joka on Suomen suurimpia metsänomistajia. Myyjänä oli Keskinäinen henkivakuutusyhtiö Suomi ja kauppahinta oli 65 MEUR. Kauppahinta oli erittäin edullinen ja kertoi myyjän vaikeasta tilanteesta (tarvetta likvidoida tasetaan). Taaleri ylöskirjasi omistuksen arvoa vielä vuoden 2014 aikana noin 14 MEUR:lla vajaaseen 80 MEUR:oon.

Taaleri myi keväällä 2015 puolet omistamistaan Finsilva-osakkeista Dasoksen hallinnoimalle pääomarahastolle. Samassa kaupassa myös Finsilvan toinen omistaja Metsäliitto kevensi omistustaan, ja Dasos nousi kaupalla määräysvalta-asemaan. Kaupassa käytetty valuaatio oli Taalerin uuden tasearvon mukainen. Kaupassa Taalerin kannalta keskeistä oli kuitenkin se, että Dasoksen määräysvallan myötä Finsilvasta tuli virallisesti markkinaehtoinen toimija ja vanhoja järjestelyjä liittyen mm. pääomistajalta otettuihin pääomilainoihin purettiin. Näin ollen omistusrakenteen muutoksella oli positiivinen vaikutus Finsilvan arvoon riskiprofiilin pienentymisen kautta. Taaleri myi loput Finsilva-osakkeensa alkuvuonna 2016 Eteran perustamalle rahastolle. Kauppahinta oli 48 MEUR, joka tarkoittaa noin 9 MEUR:n preemiota suhteessa tasearvoon.

Kokonaisuutena Taaleri sai Finsilvasta osinkoja yhteensä laskelmiemme mukaan noin 7,5 MEUR ja myyntivoittoa 23 MEUR. Näin ollen investoinnin kokonaistuotto kohoaa hieman yli 30 MEUR:oon ennen veroja tai noin 45 %:iin. Vuotuisesti tuotoksi koko sijoitetulle pääomalle muodostuu näin ollen noin 25 % ja oman pääoman tuotoksi merkittävästi korkeampi johtuen merkittävästä velkavivusta. Luvut ovat matalariskisestä metsäomaisuudesta poikkeuksellisen korkeita ja kauppa loi merkittävää omistaja-arvoa kaikista kulmista tarkasteltuna.

Garantia oli strateginen sijoitus

Joulukuussa 2014 Taaleri ilmoitti ostavansa vakuutus-osakeyhtiö Garantian sen vanhoilta omistajilta (pääasiassa työeläkeyhtiöitä) 60 MEUR:lla. Ennen kaupan toteutumista vanhat omistajat saivat nostaa yhtiöistä ylimääräistä pääoman palautusta 10 MEUR ja lisäksi osapuolet sopivat, että mikäli Taaleri myy tai muuten realisoii Garantian kolmen vuoden kuluessa kaupan voimaantulosta konsernin ulkopuoliselle taholle, maksaa Taaleri myyjille lisäkauppahintana puolet saamastaan taloudellisesta hyödystä. Kauppa oli strateginen ja Taalerin tarkoituksena on alusta asti ollut integroida Garantia keskeiseksi osaksi sen omaa palveluntarjontaa. Käsittelemme Garantiaa tarkemmin sivulla 15.

Mielestämme Garantian arvoa määriteltäessä lähtökohtana pitää käyttää yhtiön tasearvoa, mihin tuleva preemio tai alennus määräytyy vakuutustoiminnan kannattavuuden perusteella. Mikäli vakuutustoiminta tekee tappiota ja tuhoaa omaa pääomaa, on selkeä alennus perusteltua ja vastaavasti vakuutusteknisesti kannattavasta liiketoiminnasta on perusteltua maksaa preemio suhteessa omaan pääomaan. Garantian vakuutustekninen tulos on historiallisesti ollut erittäin hyvä ja 2008-2015 välillä keskimääräinen yhdistetty kulusuhde on ollut noin 60 %. Näin ollen Garantian käypä arvo on mielestämme selvästi yli sen nykyisen oman pääoman. Arvioimme Garantian käyvän arvon olevan noin 140 MEUR. Arvioimme heijastelee 40 %:n preemiota suhteessa yhtiön omaan pääomaan, mitä pidämme perusteltuna yhtiön erinomaisen vakuutusteknisen historian vuoksi. Arvoon negatiivisesti vaikuttava tekijä on yhtiön sijoitussalkun laskevat korkotuotot ja pienestä koosta johtuva korkea kulusuhde.

Garantian ostopäivällä hinta suhteessa vuosien 2008-2014 keskimääräiseen voittoon ennen veroja (oikaistu tasoitusmäärän muutoksella) on hieman alle 8x ja vuoden 2015 tuloksella 7x. Veroilla oikaistut vastaavat P/E-kertoimet ovat noin 10x ja 8x. Oikaistulla omalla pääomalla laskettu P/B oli kaupan toteutushetkellä 0,7x ja tämän seurauksena Taaleri ylöskirjasi omistusta kaupan toteutumisen yhteydessä noin 24 MEUR:lla.

Garantian kauppahintaa voidaan pitää erittäin edullisena kaikista kulmista tarkasteltuna, josta kertoo myös yhtiön tekemä 24 MEUR:n ylöskirjaus. Suhteessa arvioimaamme käypään arvoon Taaleri sai Garantian noin 50 %:n alennuksella ja mielestämme on selvää, että Garantia-

kauppa loi merkittävää omistaja-arvoa jo ilman strategisia synergioita.

Fellow Financen onnistuminen ratkeaa myöhemmin

Keväällä 2015 Taaleri osti 38,4 %:n osuuden suomalaisesta vertaislainapalvelu Fellow Financesta. Järjestelyssä Taaleri sijoitti Fellow Financeen 2 MEUR ja luovutti Fellow Financelle Taalerin rahoitusyhtiötoimintaa harjoittaneen Lainaamo Oy:n koko osakekannan (Taalerin omistus Lainaamosta 75 %). Lainaamon noin 20 MEUR:n lainakanta oli tarkoitus konvertoida asteittain Fellow Financen lainakannaksi. Arviomme mukaan Fellow Financen valuaatio oli kaupassa 10-15 MEUR. Kauppa oli Taalerin kannalta finanssisijoitus eikä yhtiö ole osallistunut Fellow Financen operatiiviseen toimintaan, muutoin kuin yhtiön hallituksesta käsin. Huomioiden vertaislainamarkkinan kohonneet arvostustasot ja Fellow Financen voimakas kasvu 2015, on yhtiön arvo kohonnut selvästi vuodentakaisesta kaupasta.

Sijoituksen lopullinen onnistuminen riippuu kuitenkin pitkälti siitä, miten Fellow Finance onnistuu laajentamaan toimintaansa Suomen ulkopuolelle. Parhaassa skenaariossa Fellow Financen arvo tulee nousemaan Taalerin kannalta merkittäväksi ja huonoimmassa, yhtiö jää pieneksi lokaaliksi peluriksi, jonka arvo olisi todennäköisesti nykyistä matalampi. Sijoittajien tulee näkemyksemme mukaan käsitellä Fellow Finance omistusta optiona.

Pääomarahastojen vähemmistöt pois käyvällä valuaatiolla

Taaleri ilmoitti keväällä 2016 ostavansa Pääomarahastoliiketoiminnan vähemmistö-omistajien (25 %:n omistus) omistuksen 12 MEUR:lla (yritysarvo 48 MEUR). Vähemmistöomistajat ovat olleet Taalerin toimitusjohtaja Juhani Elomaa, varatoimitusjohtaja Karri Haaparinne sekä muita Pääomarahastojen avainhenkilöitä. Kaupan vuoden 2015 EV/EBIT kerroin on 7x (Taalerin vastaava kaupan toteutumishetkellä 10x).

Oma varsin konservatiivinen arviomme liiketoiminnan käyvästä arvosta on ollut 50-60 MEUR ja näin ollen kauppa luo mielestämme omistaja-arvoa Taalerin osakkeenomistajille. Johtuen Pääomarahastojen kriittisestä strategisesta roolista yhtiössä, markkinan jatkuvasti kasvavasta kiinnostuksesta vaihtoehtoisijoituksia kohtaan sekä houkuttelevasta palkkiorakenteesta voitaisi Pääomarahastoille perustella nykyistä korkeampi arvostustaso. Lisäksi on hyvä muistaa, että Pääomarahastot eivät ole vielä täydessä tulospotentiaalissaan ja arviomme mukaan nykyisen liiketoimintaportfolion täysi liikevoittopotentiaali on noin 10 MEUR vuodessa 3-4 vuoden tähtäimellä. Myös mahdollisten intressiristiriitojen poistuminen on mielestämme positiivinen asia ja kauppa parantaa yhtiön läpinäkyvyyttä. Kaupalla oli välitön positiivinen EPS-vaikutus yhtiölle ja tämä yhdessä varsin

kohtuullisen arvostustason kanssa tekevät kaupasta mielestämme osakkeenomistajien kannalta positiivisen.

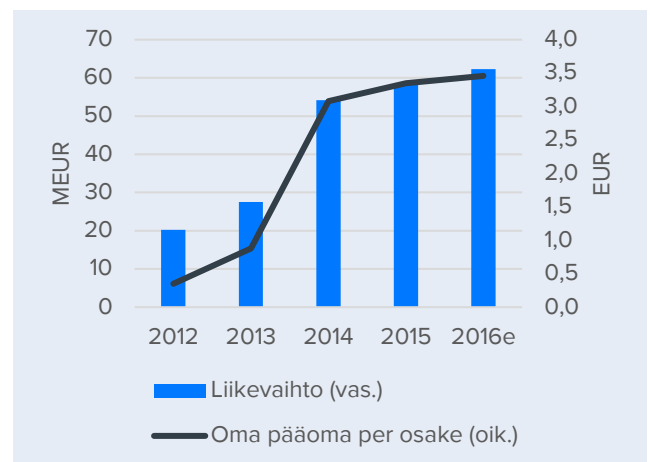
Historiallinen kehitys

Hengissä selviytymistä ja toiminnan ylösajoa

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

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

Liikevaihto ja oma pääoma 2012-2016e



Lähde: Taaleri ja Inderes

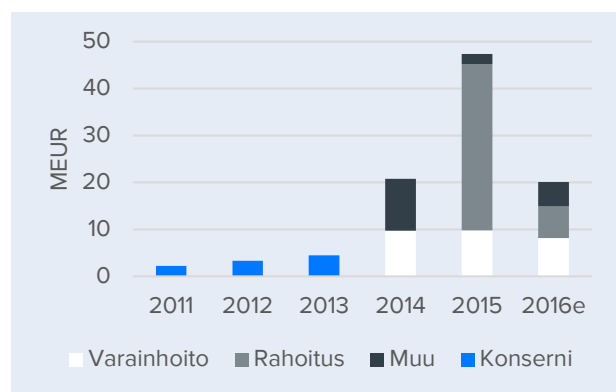
Vuodet 2010-2012 olivat yhtiölle taloudellisesti menestyksekkäitä. Yhtiön toiminta on noussut selvästi kannattavaksi jatkuvista kasvupanostuksista huolimatta. Taaleri on tuonut etenkin Pääomarahastoihin uusia innovatiivisia sijoitustuotteita nopealla tahdilla. Vuonna 2012 liikevaihto saavutti uuden ennätystason 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 Taalerille merkittävä virstanpylväs sen historiassa, kun yhtiö listautui Helsingin pörssin First North listalle. Listauksella haluttiin laajentaa yhtiön omistajapohjaa ja hakea rahaa uusiin kasvuhankkeisiin.

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

Liikevoiton kehitys 2011-2016e



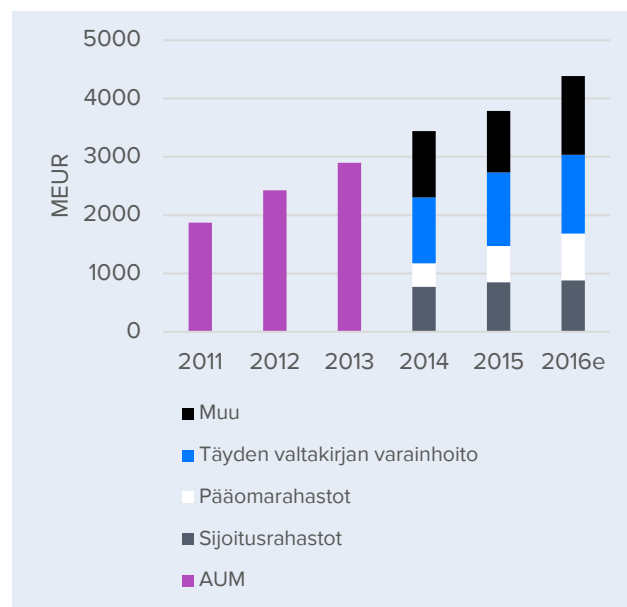
Lähde: Taaleri ja Inderes

2014-2015 – uuteen kokoluokkaan

Taalerin vuosien 2014-2015 kehitystä ovat ohjanneet voimakkaasti yritysjärjestelyt (ks. aiempi kappale). Yritysjärjestelyiden avulla yhtiö on muokannut liiketoimintarakennettaan ja luonut merkittävää omistaja-arvoa, joka näkyy mm. osakekohtaisen oman pääoman merkittävänä kasvuna. Itse ydinliiketoiminta (Varainhoito) jatkoi positiivista kehitystään ja yhtiön asiakasmäärät sekä hallinnoitava varallisuus ovat kasvaneet selvästi. Varainhoidon kannattavuus on kuitenkin ollut liiketoiminnan potentiaaliin nähden varsin vaatimaton johtuen merkittävistä etupainotteisista investoinneista IT-järjestelmiin ja suurempien asiakasmassojen käsittelyyn soveltuviin prosesseihin. Myös Garantian ensimmäinen vuosi osana Taaleria oli onnistunut ja yhtiö teki vahvan vakuutusteknisen tuloksen ja myös sijoitustuotot olivat kohtuullisella tasolla H2'15:n markkinaheilunnasta huolimatta.

Konsernin liikevaihto nousi 2015 58,4 MEUR:oon ja liikevoitto oli 47,4 MEUR. Liikevoitto sisälsi 27,3 MEUR kertaluontoisia myyntivoittoja yritysjärjestelyihin liittyen ja näistä oikaistuna liikevoitto kohosi 20,1 MEUR:oon.

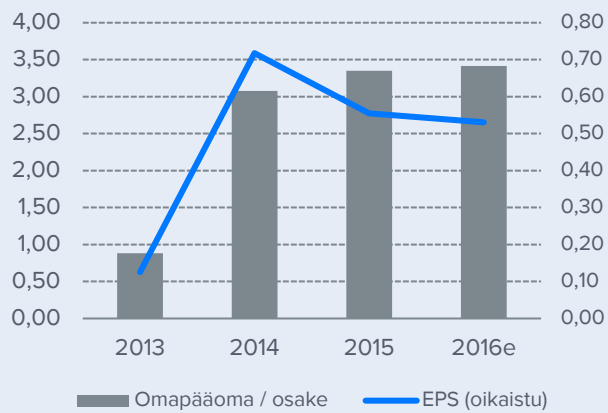
Hallinnoitavien varojen kehitys



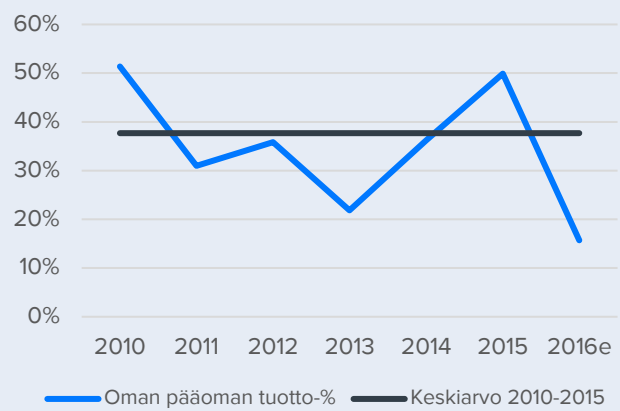
Lähde: Taaleri ja Inderes

Taaleri lyhyesti

Liiketoiminnan kehitys

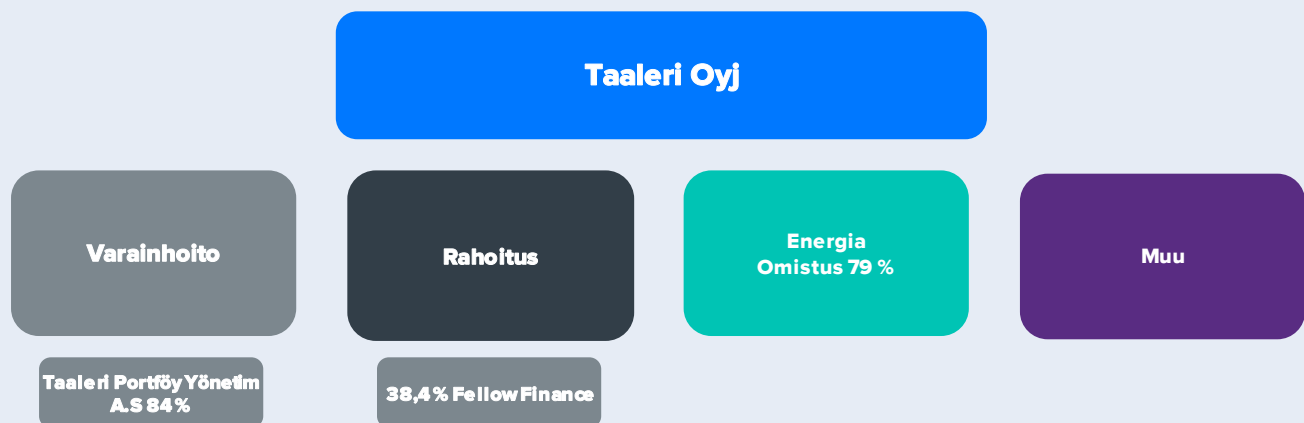


Lähde: Taaleri, Inderes



Lähde: Taaleri, Inderes

Konsernirakenne



Lähde: Taaleri

Varainhoito

Varainhoito on Taalerin ydinliiketoiminta ja samalla yhtiön tärkein liiketoiminta. Varainhoito on kasvanut ripeästi ja vakiinnuttanut paikkansa Suomen varainhoitokentässä. Yhtiö keskittyy varainhoidossaan ETF-tuotteisiin sekä Pääomarahastoihin. Varainhoidon kannattavuus on tällä hetkellä heikolla tasolla johtuen jatkuvista kasvupanostuksista. Yhtiön pitäisikin onnistua pysäyttämään kuluja kasvu, jotta pääomarahastojen vetämä vahva kasvu heijastuisi myös konsernin kannattavuuteen ja segmentti olisi paremmin positioitunut mahdollista markkinan laskua vastaan.

Konsernin ydin

Pääomarahastot tärkeässä roolissa

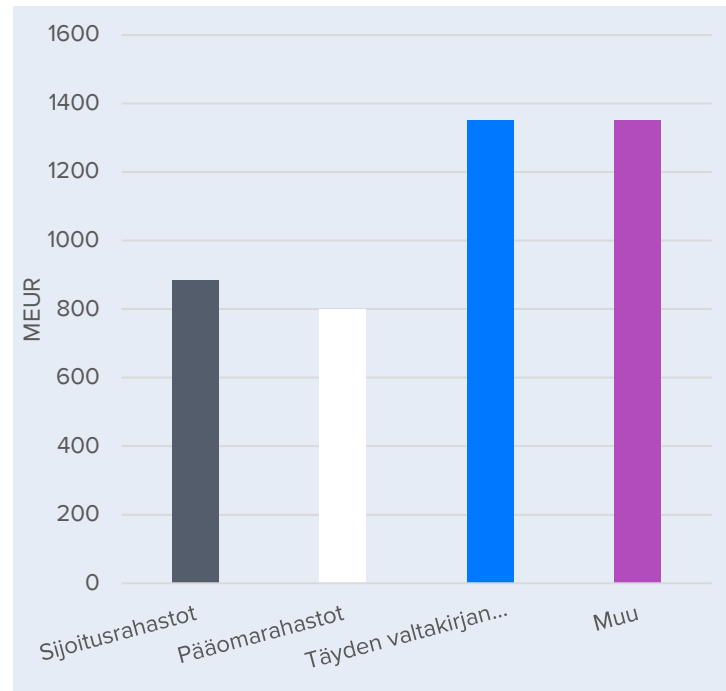
Taalerin Varainhoito on konsernin liiketoiminnan ydin. Varainhoitoliiketoiminta tarjoaa kattavat varainhoitopalvelut, jonka ytimessä on ETF-pohjainen varainhoito ja informaatioetuun perustuva sijoittaminen. Yhtiön ydinkohderyhmä on perinteisesti ollut varakkaat yksityishenkilöt. Instituutioiden puolella yhtiö on edelleen varsin pieni tekijä Suomessa ja tämä heijastuu esimerkiksi SRF:n tutkimuksissa. Instituutioiden rajallinen rooli on todennäköisesti hidastanut hieman yhtiön kasvua, mutta samalla se on parantanut yhtiön suhteellista tuottotasoa sen hallinnoitavasta varallisuudesta. Taalerilla on laajentanut varainhoitoliiketoimintansa Turkkiin vuonna 2013 ja yhtiö omistaa Turkin tytäryhtiöistä 84 % (lopun avainhenkilöillä). Arviomme mukaan Turkin merkitys yhtiön numeroihin on vielä pieni ja maan vaikea taloustilanne on heikentänyt liiketoiminnan ylösajoa.

Taalerin hallinnoitava varallisuus oli H1'16:n lopussa noin 4,1 miljardia euroa. Tästä pääomasta 825 MEUR oli sijoitettuna yhtiön omiin sijoitusrahastoihin. Sijoitusrahastojen keskimääräinen hallinnointipalkkio on arviomme mukaan hieman alle prosentin tasolla ja lisäksi yhtiöllä on valtaosassa rahastojen mukana myös tuottosidonnainen komponentti. Palkkioitasot ovat linjassa yleisen markkinan kanssa. Yhtiö ei ole sijoitusrahastopääomilla mitattuna Suomen kymmenen suurimman toimijan joukossa ja sen markkinaosuus koko markkinasta on hieman alle prosenti. Taalerin kohdalla sijoittajan on hyvä tiedostaa, että yhtiö ei lähtökohtaisesti käytä täyden valtakirjan varainhoitosalkuissaan omia rahastojen vaan pääasiassa ETF-instrumentteja ja pääomarahastoja. Näin ollen sijoitusrahastopääomien merkitys on Taalerille pienempi kuin keskeisille verrokeille.

Yhtiölle strategisesti tärkeissä pääomarahastoissa oli H1'16:n lopussa varoja 690 MEUR. Pääomarahastot ovat kasvaneet viime vuodet voimakkaasti ja niiden merkitys Varainhoidon kilpailukyvyllä on kriittinen. Taaleri on ollut ensimmäisenä toimijana liikkeellä reaaliomaisuuteen sijoittavissa pääomarahastoissa ja yhtiöllä on selvästi muita toimijoita kattavampi valikoima tuotteita. Taalerin tarkoituksena ei ole tehdä pääomarahastoista ns. evergreen tuotteita, vaan niistä

pyritään myös säännöllisin väliajoin irtautumaan. Yhtiö on irtautunut mm. joukosta asuntorahastoja sekä Biotehdas-rahastostaan. Irtautuneiden rahastojen tuottotasot ovat olleet erinomaisia ja yhtiön track record pääomarahastoissa on toistaiseksi erittäin vahva. Pääomarahastot ovatkin näkemyksemme mukaan yhtiön keskeinen kilpailuetu muuten varsin homogeenisessä varainhoitomarkkinassa. Arviomme mukaan pääomarahastojen keksimääräinen hallinnointipalkkio on hieman yli prosentin tasolla johtuen yhtiön tuotteiden hyvästä track recordista ja erottautumisesta. Pääomarahastoissa on mukana myös voimakas tuottosidonnainen komponentti ja onnistunut irtaantuminen voi tarjota yhtiölle merkittäviä kertaluontoisia tuottoja (2014 tiettyjen asuntorahastojen irtaantumisesta noin 4 MEUR ja H1'16:lla Biotehtaasta noin 3 MEUR kertatuotto).

Hallinnoitava varallisuus H1'16



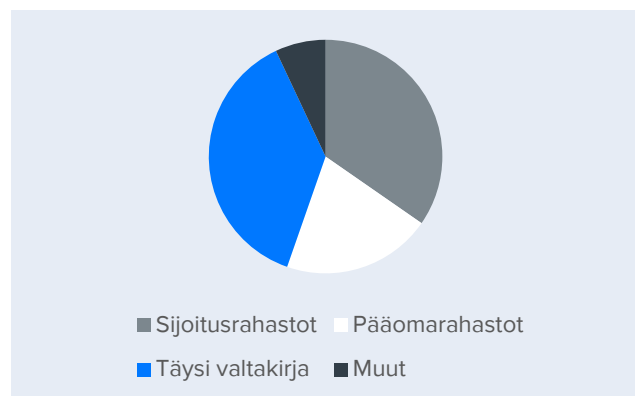
Lähde: Taaleri

Täyden valtakirjan varainhoitosalkuissa oli H1'16:n lopussa 1287 MEUR. Laskelmiemme mukaan yhtiön keskimääräinen palkkiotuottotaso täyden valtakirjan salkuista on hieman alle prosentin tasolla, mitä voidaan pitää erinomaisena tasona. Erinomaista tasoa selittää näkemyksemme mukaan yhtiön asiakaskunnan painottuminen yksityishenkilöihin instituutioiden sijaan, jonka seurauksena yhtiö joutuu antamaan asiakkailleen selvästi keskeisiä kilpailijoitaan vähemmän alennuksia. Mikäli yhtiön asiakaskunta koostuisi pitkälti instituutioista, olisi täyden valtakirjan varainhoidon palkkiotaso selvästi nykyistä matalampi.

Muu varainhoito pitää sisällään konsultatiivisen varainhoidon (mm. osake ja korkosalkut) ja sen palkkiotaso on arviomme mukaan matala, noin 0,1-0,3 %. Tämän varallisuuden tuotot ovat pitkälti transaktiopohjaisia ja niiden merkitys Varainhoidolle on pieni.

Taaleri ei kerro palkkiotuottojensa jakaumaa hallinnoitavan varallisuuden kesken. Arviomme mukaan yhtiön palkkiotuotoista noin 40 % syntyy täyden valtakirjan varainhoidosta ja noin kolmannes sijoitusrahastoista. Pääomarahastojen osuus on noin viidennes ja muun varainhoidon osuus alle 10 %. Korostamme kuitenkin, että palkkiotuottoja tulisi Taalerin tapauksessa tarkastella ennemmin kokonaisuutena, sillä esimerkiksi pääomarahastot ovat osa yhtiön täyden valtakirjan varainhoitosalkkuja.

Palkkiotuottojen jakauma 2016 arvio



Lähde: Inderes

Varainhoidon kulurakenne

Varainhoidon kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin kiinteä ja henkilöstökulut näyttelevät selvästi suurinta kuluerää (2015: 34 % liikevaihdosta). Varainhoito työllisti H1'16:n lopussa 132 henkilöä. Henkilöstökulut jakautuvat kiinteisiin kuluihin ja bonusperusteisiin palkkioihin. Arviomme mukaan bonusten osuus palkasta on suhteellisen rajallinen johtuen henkilöstön merkittävistä osakeomistuksesta yhtiössä. Arviomme mukaan kiinteä keskimääräinen henkilöstökustannus on hieman alle 100 TEUR/a ja bonusten osuus vaihtelee varainhoidon tuloskehityksen perusteella. Vuonna 2015 keskimääräinen

bonus-kustannus Varainhoidossa on ollut arviomme mukaan noin 10 TEUR/a.

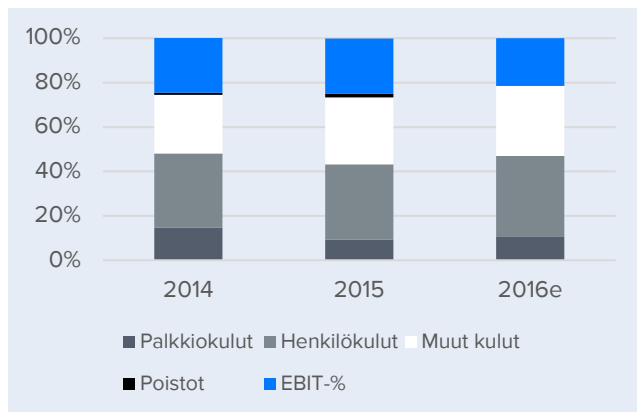
Muiden kulujen osuus oli 2015 30 % ja ne sisältävät mm. IT-kulut, vuokrat, markkinoinnin ja konsernikulujen allokoinnit. 30 %:n tai noin 13 MEUR:n taso on varsin korkea ja käsityksemme mukaan se pitää sisällään merkittäviä kertaluontoisia eria liittyen erillisiin kasvuhankkeisiin sekä IT-järjestelmän päivitykseen. Pitkässä juoksussa muiden kulujen osuuden liikevaihdosta tulisi arviomme mukaan olla 15 %:n tasolla, jotta yhtiö olisi tehokkuudessa linjassa verrokkiansa kanssa. Poistot olivat 2015 0,7 MEUR ja ne koostuvat pääosin IT-järjestelmistä.

Palkkiokulut ovat kolmas yhtiön merkittävä kuluerä ja niiden määrä vaihtelee vuosittain riippuen konsernin maksamista palkkionpalautuksista sekä ETF- ja säilytyspalkkioista. Nämä ovat pitkälti läpilaskutuseriä ja niillä ei ole oleellista merkitystä konsernin tulokseen. Vuonna 2015 palkkionpalautukset olivat 3,7 MEUR tai 9 % liikevaihdosta.

Varainhoidon kannattavuus on arviomme mukaan selvästi alle sen todellisen potentiaalin ja sitä rasittaa etupainotteiset henkilöstökulut (mm. uusiin asiakassegmentteihin laajentuminen) sekä poikkeuksellisen korkealla tasolla olevat muut kulut (IT-investoinnit ja kasvuhankkeet). Huomioiden yhtiön erittäin hyvällä tasolla olevat palkkiot per hallinnoitava varallisuus (ts. AUM:n laatu), pitäisi yhtiöllä olla edellytykset saavuttaa 40-50 %:n välillä oleva liikevoittomarginaali. Emme pidä tätä kuitenkaan lyhyellä muutaman vuoden tähtäimellä realistisena, sillä yhtiön panostukset strategiaan kasvuhankkeisiin tulevat sitomaan resursseja myös lähivuosina eikä kannattavuuden optimointi ole yhtiön agendalla.

Yhtiön pitäisi kuitenkin kyetä parantamaan Varainhoidon kannattavuutta nykytasolta ennen markkinatilanteen pysyvämpää heikentymistä. Nykyinen heikko kannattavuus (H1'16: EBIT-% 12 %) antaa yhtiölle hyvin vähän puskuria liikevaihdon laskua vastaan ja nykyisellä kulurakenteella laskumarkkinaan ajaminen johtaisi väistämättä raskaisiin kulusaneerauksiin, joilla olisi todennäköisesti haitallisia vaikutuksia segmentin toimintaan. Näkemyksemme mukaan yhtiön tulisikin parantaa sisäistä kulutehokkuuttaan ja pysäyttää kulujen kasvu. Kulujen kasvun pysähtyessä liikevaihdon jatkuva kasvu nostaisi kannattavuuden hyvälle tasolle suhteellisen nopeasti ja ratkaisisi yhtiön nykyisen kuluongelman.

Varainhoidon kulurakenne



Lähde: Inderes, Taaleri

Varainhoidon strategiana kasvun jatkuminen

Taalerin strategiana on jatkaa Varainhoidon voimakasta kasvattamista myös jatkossa. Kasvua haetaan edelleen varakkaissa yksityishenkilöissä, jonka odotamme säilyvän yhtiön pääkohderyhmänä myös jatkossa. Instituutioiden osalta yhtiö on lisännyt resurssejaan selvästi, mutta kehitys on ollut käsityksemme mukaan vaisua. Näkemyksemme mukaan tähän vaikuttaa yhtiön omat hinnoittelupäätökset (pieni hintaelastisuus) ja toisaalta instituutioiden rajallinen kiinnostus pääomarahastotuotteita kohtaan (pl. perinteiset kiinteistörahasot). Taalerilla ei myöskään ole ollut ongelmia uusien tuotelanseerauksien myynnissä nykyiselle asiakaskunnalleen ja näin ollen yhtiöllä ei ole ollut tarvetta hakea instituutioista ankkurisijoittajia esim. uusiin pääomarahastokohteisiin.

Taaleri on myös pyrkinyt laajentamaan asiakaskuntaansa. 2016 alussa yhtiö lanseerasi uuden kevyemmän varainhoitomallin, johon asiakkaaksi pääsee 50 TEUR:lla (aik. 500 TEUR). Palvelumallin tarkoituksena on tarjota hajautettu varainhoitosalkku, jossa mukana ovat myös pääomarahastot. Palvelu toteutetaan pitkälti digitaalisesti ja se vaatii konsernilta vain rajallisia henkilöresursseja. Emme odota tästä segmentistä toistaiseksi merkittävää kasvun moottoria Taalerille, sillä meille on edelleen epäselvää, miten yhtiö aikoo tavoittaa isot asiakasmassat ja tehdä nimensä tunnetuksi myös laajemmalle kohderyhmälle.

Varainhoidon strategiassa on myös asteittainen kansainvälistyminen ja vuonna 2013 yhtiö laajensi toimintaansa Turkkiin. Uskomme, että keskipitkällä aikavälillä yhtiö pyrkii laajentamaan toimintaansa myös muihin maihin, mutta Turkin vaisu startti ja ylösajossa koetut haasteet toimivat todennäköisesti jarruna uudelle kansainvälistymiselle. Sijoittajan kannalta olisi mielestämme tärkeää, että Taaleri saisi ensin Turkin toimintansa kannattavaksi ennen laajentumista uusille markkinoille. Yhtiön kilpailuetu uusilla markkinoilla on mielestämme epäselvää ja kyse onkin pitkälti oikeiden ihmisten löytämisestä.

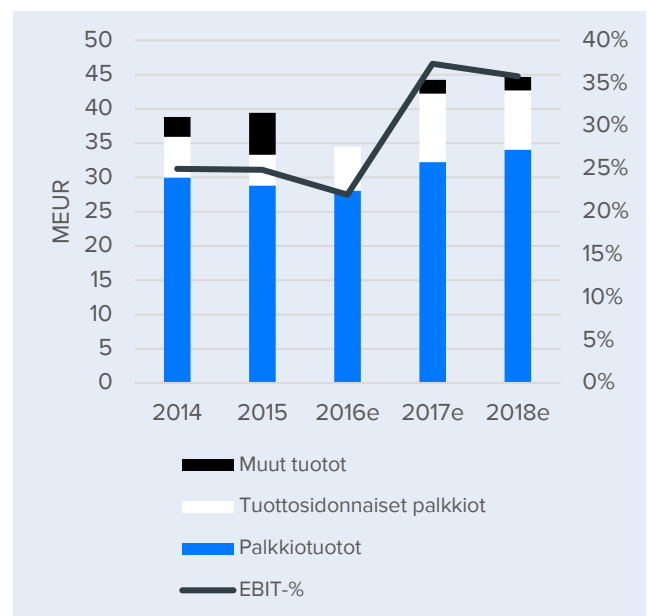
Kasvun ylläpitämiseksi yhtiö on jatkuvasti pyrkinyt tuomaan markkinoille uusia innovatiivisia tuotteita, etenkin pääomarahastojen kautta. Pääomarahastojen onnistuneet tuotelanseeraukset ovat näkemyksemme mukaan yhtiön kasvun keskiössä ja tuotekehityksessä onnistuminen on kriittistä. Garantia tarjoaa mielenkiintoisia mahdollisuuksia uusiin tuoteinnovaatioihin ja esimerkiksi Garantian takaamat pääomaturvatut pääomarahastot vastaisivat alan nykyisiin trendeihin erinomaisesti (esim. Tuuli 3).

Yhtiö on viimeisen kahden vuoden aikana panostanut merkittävästi uuteen IT-järjestelmäänsä, minkä tavoitteena on tehostaa sisäisiä prosesseja ja samalla mahdollistaa suurempien asiakasmassojen käsittely tehokkaasti. Projekti on rasittanut yhtiön kulurakennetta merkittävästi, mutta käsityksemme mukaan projektin raskain kustannustaakka on nyt jäänyt taakse. Odotamme IT-kulujen pysyvän kuitenkin lähivuosina suhteellisen korkealla tasolla, kun yhtiö jatkaa investointejaan IT-järjestelmiinsä.

Varainhoidon tulossennusteet

Odotamme Taaleritehtaan Varainhoidon kasvun jatkuvan, mutta aiempaa hitaammalla kulmakertoimella. Näkemyksemme mukaan nykyinen poikkeuksellisen pitkä nousumarkkina on hiljalleen tulossa tiensä päähän ja tuottotasot sekä osakkeissa, että koroissa tulevat väistämättä laskemaan. Lisäksi yhtiön markkinaosuuden kasvattaminen varakkaissa yksityishenkilöissä alkaa käydä aiempaa haastavammaksi samalla, kun laajenemisstrategia retail-sektoriin on edelleen osin hämärän peitossa ja instituutiomyynti kehittyä edelleen vaisusti.

Liikevaihdon ja liikevoiton kehitys 2014-2018e



Lähde: Inderes, Taaleri

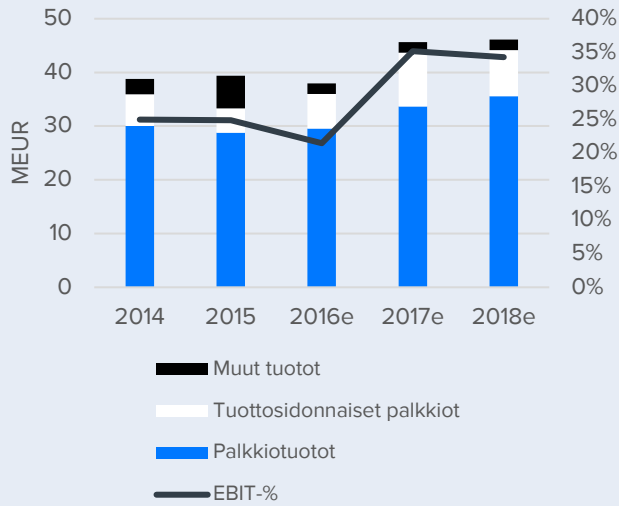
2016 alkuvuosi oli Varainhoidolle selkeä pettymys ja liikevaihto laski 8 % vertailukaudesta Biotehtaan myynnistä

huolimatta. Myyntiä painoi välityksen laskeva volyymi, strukturoitujen tuotteiden heikkous, hallinnoitavan varallisuuden mixin heikentyminen ja tuottosidonnaisten palkkioiden vähäinen määrä. Kulurakenteen ollessa edelleen koholla, jäi segmentin kannattavuus heikoksi (liikevoitto 2,0 MEUR) Biotehtaasta saadusta kertatuotosta huolimatta. Ennustamme Varainhoidon palaavan takaisin kasvuun H2:lla, kun piristynvä markkinatilanne tukee välitystä ja strukturoituja tuotteita, hallinnoitavan varallisuuden kasvu nostaa palkkiotuottoja ja tuottosidonnaiset palkkiot kasvavat (markkinan elpyminen ja pääomarahastojen ylösajo). Kulujen kasvu pysähtyy H2:lla ja kulut laskevat hieman H1'16 tasolta. Kokonaisuutena ennustamme Varainhoidon 2016 liikevaihdon jäävän hieman 2015 alapuolelle ja liikevoiton ennustamme olevan 8,1 MEUR.

2017 osalta odotamme liikevaihdon kasvun kiihtyvän 20 %:iin. Kasvun ajurina toimivat pääomarahastojen ylösajo ja hallinnoitavan varallisuuden kasvu. Tuottosidonnaiset palkkiot nousevat merkittävästi johtuen Asuntorahasto 6 odotetusta irtaantumisesta. Varainhoidon kannattavuus jatkaa parantumistaan, kun kulurakenne pysyy 2016 tasolla ja liikevaihdon kasvu valuu vihdoin tehokkaasti tulokseen. Ennustamme 2017 liikevoiton nousevan 16 MEUR:oon. 2017 kannattavuutta (EBIT-%: 35 %) tukee merkittävästi Asuntorahasto 6 irtautuminen ja tästä oikaistuna noin 25 %:n liikevoittomarginaali ei edelleenkään ole segmentin potentiaalin mukaisella tasolla, mutta tarjoaa jo kohtuullista puskuria mahdollista markkinatilanteen heikentymistä vastaan.

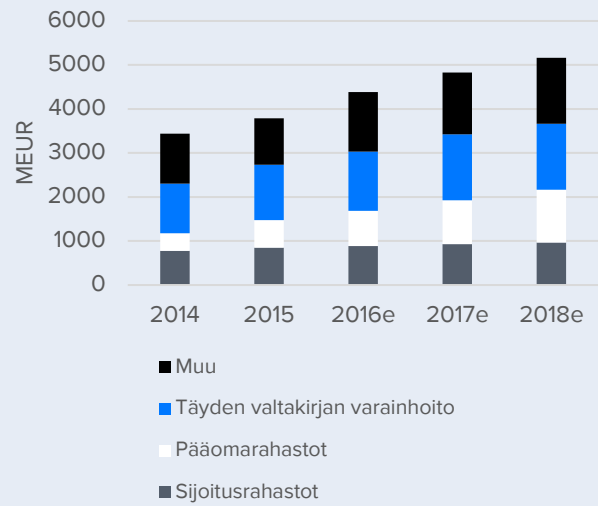
Varainhoito yhteenveto

Liiketoiminnan kehitys 2014-2018e



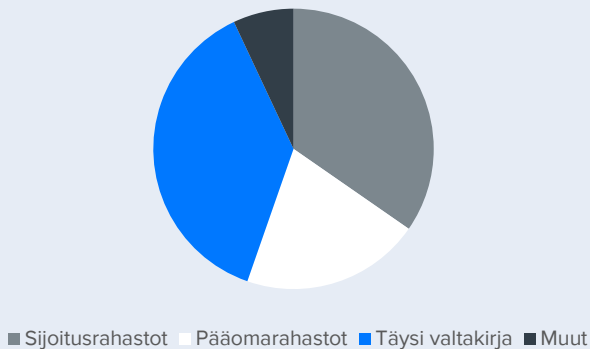
Lähde: Taaleri, Inderes

Hallinnoitava varallisuus



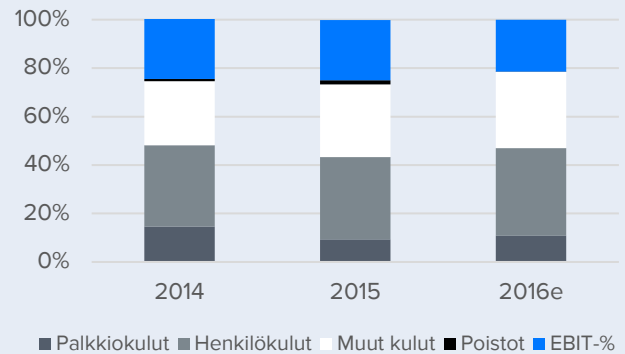
Lähde: Inderes, Taaleri

Tuottojen jakauma omaisuusluokittain 2015e



Lähde: Inderes

Kulurakenteen kehitys



Lähde: Inderes, Taaleri

Garantia

Taaleri hankki Garantian omistukseensa vuonna 2015 selvästi alle sen käyvän arvon ja kauppa kasvatti Taalerin omistaja-arvoa merkittävästi. Garantia on käynyt läpi merkittäviä muutoksia Taalerin omistuksessa, millä on pyritty luomaan edellytyksiä kasvuille. Garantia on historiallisesti ollut erittäin konservatiivinen riskien hallinnassaan ja vakuutustekninen tulos on jatkuvasti ollut erinomaisella tasolla. Tämä luo hyvän pohjan tuloskasvuille, mikäli yhtiön liikevaihto saadaan kasvu-uralle. Garantialla on myös selkeä strateginen rooli konsernissa, ja Garantiaa tullaan arviomme mukaan jatkossa hyödyntämään yhä enemmän uusien tuotteiden lanseerauksissa.

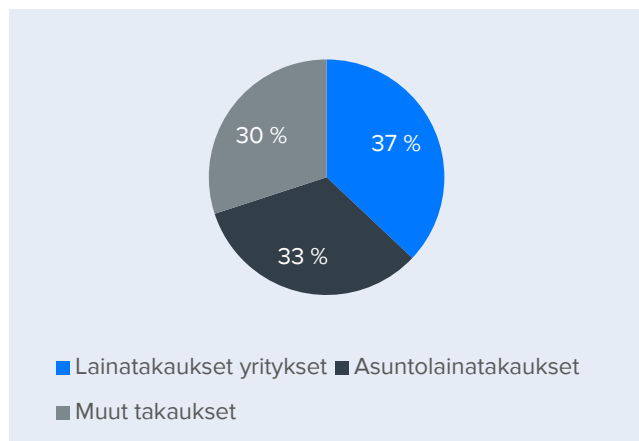
Garantian rooli kasvaa

Yhtiökuvaus

Garantia on vuonna 1993 perustettu takausvakuutuksiin erikoistunut vakuutusyhtiö, joka tarjoaa laajan valikoiman takaustuotteita. Garantian päätuote on yritysten pitkäaikaiselle lainalle myönnettävä takaus. Muita tuotteita ovat mm. pääomalainatakaus, rahastotakaus sekä toimitus- ja urakkatakaukset. Garantia on aktiivisesti mukana erilaisissa rahoitusjärjestelyissä ja pyrkii kehittämään jatkuvasti uusia tuotteita Garantian asiakkaiden muuttuviin tarpeisiin. Garantialla on luottoluokittaja Standard & Poor'sin myöntämä luottoluokitus A-. Garantia työllisti 2015 lopussa 25 henkilöä.

Takausvakuutukset toimivat samalla tavoin kuin pankkitakaukset. Garantia ja asiakas tekevät sopimuksen, jonka nojalla Garantia sitoutuu asiakkaan puolesta vakuutettavan sitoumuksen mukaisten velvoitteiden hoitamiseen siltä varalta, että asiakas tulisi maksukyvyttömäksi tai ei pystyisi hoitamaan velvoitteitaan. Vakuutettava sitoumus voi olla esimerkiksi laina-, urakka tai toimitussopimus. Garantian vakuutuskanta oli vuoden 2015 lopussa noin 1164 MEUR ja se jakaantui alla olevan kuvan mukaisesti.

Vakuutuskanta 2015



Lähde: Inderes, Taaleri

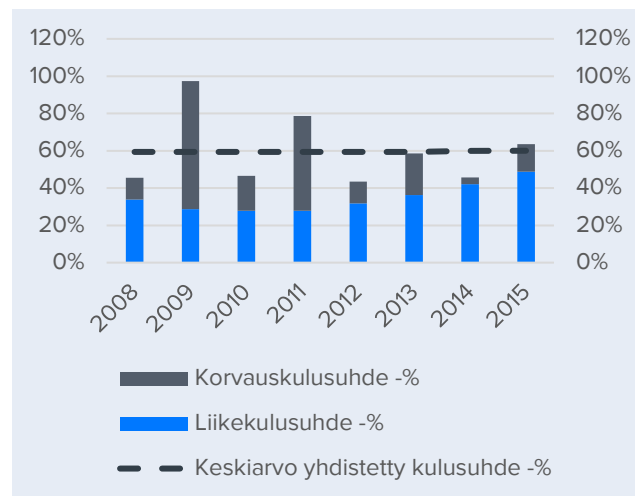
Yhtiö on jälleenvakuuttanut noin 20 % vakuutuskannastaan ja noin 10 %:lla on reaali-vakuus. Kannasta vajaa 70 % on vakuudetonta. Garantian liiketoiminta jakaantuu vakuutustoimintaan ja sijoitustoimintaan.

Vakuutustoiminta

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

Garantian historiallinen vakuutustekninen suoritus on ollut erittäin vahva. Yhtiön vuosien 2008-2015 yhdistetty kulusuhde on ollut keskimäärin noin 60 % ja se ei ole kertaakaan painunut yli 100 %:n finanssikriisistä, eurokriisistä ja Suomen talouden surkeasta kehityksestä huolimatta. Vahvan vakuutusteknisen tuloksen taustalla on näkemysmme mukaan yhtiön erittäin tiukka ja onnistunut riskienhallinta, joka heijastuu korvauskulusuhteen erinomaisena kehityksenä (2008-2015 keskiarvo ~20 %). Yhtiön liikekulusuhde (2008-2015 keskiarvo noin ~40 %) on mielestämme varsin korkea ja se heijastelee liiketoiminnan pientä kokoa ja mittakaavan puutetta.

Vakuutustekninen kehitys 2008-2015



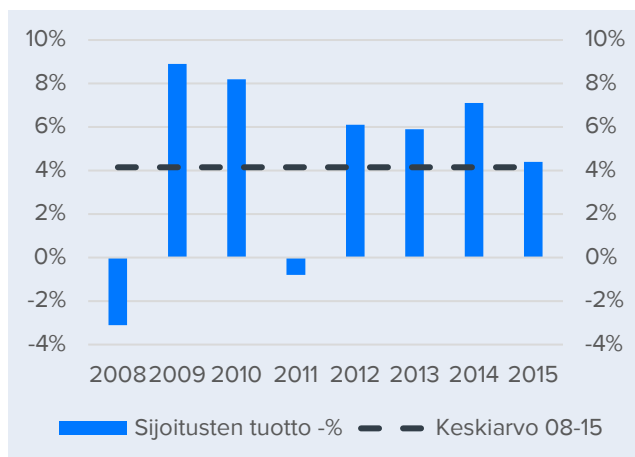
Lähde: Garantia

Sijoitustoiminta

Garantia pyrkii sijoitustoiminnassaan vakaaseen ja tasaisesti kehittyvään varallisuuden kasvuun tavoittelemalla parasta mahdollista tuottoa valitun riskitason puitteissa. Riskien pienentämiseksi sijoitukset hajautetaan tehokkaasti. Riskikeskittymien välttämiseksi sijoituskohteet valitaan siten, että korrelaatio vakuutustoiminnan riskien kanssa on mahdollisimman pieni. Sijoitustoimintaa ohjataan ja hoidetaan määrämutoisen sijoitusprosessin avulla. Sen mukaisesti Garantian hallitus vuosittain vahvistaa yhtiön sijoitusstrategian ja seuraavan vuoden sijoitussuunnitelman.

Sijoitussuunnitelma laaditaan voimassa olevien määräysten mukaisesti ja se määrittelee pääperiaatteet ja tavoitteet Garantian sijoitustoiminnalle. Sijoitussuunnitelmassa päätetyllä strategisella allokatiolla tarkoitetaan sijoitusomaisuuden keskimääräistä jakautumista eri omaisuusluokkiin. Perusallokatiossa osakesijoitusten osuus on 20 % ja korkosijoitusten 80 %. Vuoden 2015 lopussa Garantian korkosijoitusten osuus allokatiossa oli 83 % ja osakkeiden 17 %. Garantian sijoitusomaisuuden markkina-arvo oli vuoden 2015 lopussa noin 114 MEUR.

Sijoitustoiminnan tulos 2008-2015



Lähde: Garantia

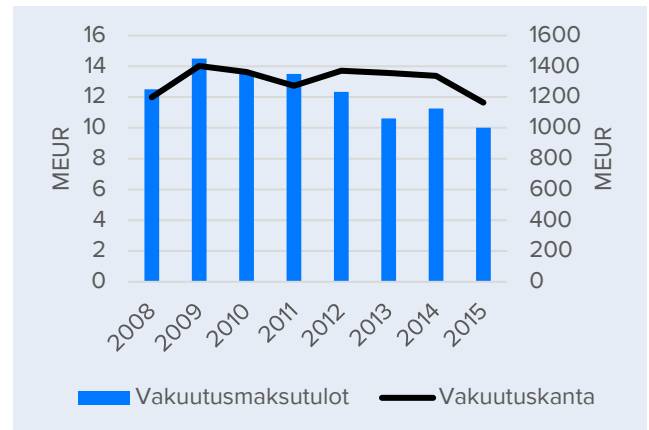
Historiallisesti Garantia on onnistunut sijoitustoiminnassaan varsin hyvin. Vuosien 2008-2015 välillä keskimääräinen vuosituotto on ollut noin 4,2 %, jota voidaan pitää hyvänä tasona suhteessa yhtiön matalaan riskiprofiiliin. Yhtiön sijoitustoimintaa on näkemysmme mukaan hoidettu hyvin maltillisella riskillä ja yhtiön erittäin vahva tase olisi mahdollistanut selvästi voimakkaamman riskin ottamisen.

Historiallinen kehitys

Garantian hyvin onnistuneen riskienhallinnan käänköpuolena on ollut maksutulujen vaisu kehitys. Garantian vakuutusmaksutulot ovat pysyneet vuoden 2008-2015

välillä muuttumattomina ja myös lainakanta on polkenut paikallaan. Uskomme, että tämä selittyy osin yhtiön erittäin konservatiivisella riskienhallinnalla. Riskienhallinnan lisäksi uskomme, että toisena syynä yhtiön vaisuun kasvuun on ollut entisten omistajien yhteisen tahtotilan puute emmekä usko, että vanhoilla omistajilla on ollut kiinnostusta kasvattaa liiketoimintaa merkittävästi.

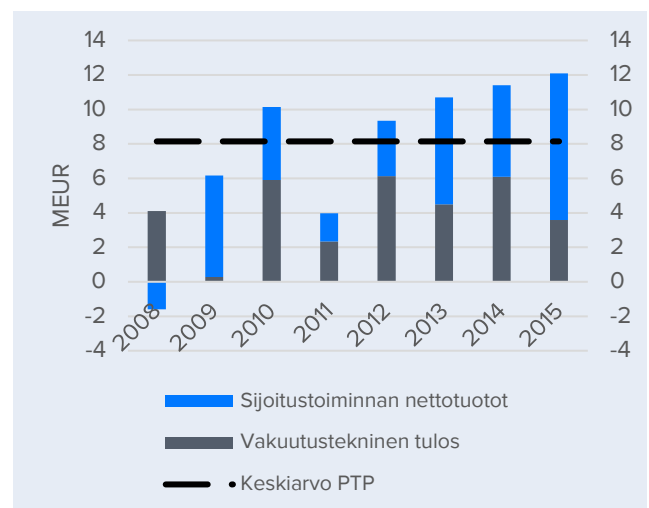
Vakuutusmaksutulot 2008-2015



Lähde: Garantia

Garantian kannattavuus ja tuloksenteko on ollut vahvaa läpi koko tarkastelujakson ja yhtiön tasotusmäärän muutoksella oikaistu voitto ennen veroja on ollut keskimäärin 8,1 MEUR vaihteluvälillä ollessa 2,5-12,1 MEUR. Hyvän tuloksetkehityksen taustalla on ollut erinomainen vakuutustekninen suoritus ja sijoitussalkun kohtuullisen hyvä tuotto, jota on auttanut pääomamarkkinoiden erittäin vahva kehitys viime vuosina.

Garantian tuloksen kehitys 2008-2015



Lähde: Garantia

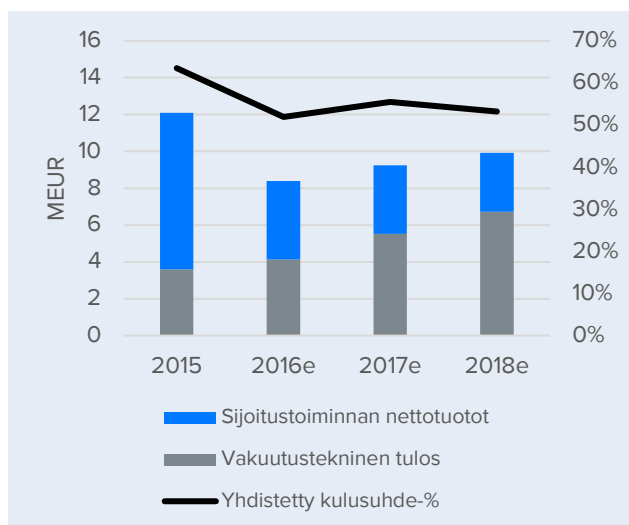
Strategiana liiketoiminnan voimakas kasvattaminen

Taalerin tavoitteena on ollut saada Garantian liiketoiminta takaisin kasvu-uralle. Kasvun pohjaa on pyritty rakentamaan uusia jakelukanavia löytämällä ja tarjoamalla markkinalle uusia tuotteita ja palveluita. Kasvua tullaan todennäköisesti vauhdittamaan riskiprofilia varovaisesti kasvattamalla (korvauskulusuhde nousee). Ottaen huomioon yhtiön poikkeuksellisen matalalla tasolla olleen korvauskulusuhteen, on tämä riskin maltillinen kasvattaminen kasvun saavuttamiseksi järkevää ja kasvu on riskitason maltillisesta noususta huolimatta erittäin kannattavaa. Uusissa tuotteissa ja palveluissa merkittävässä roolissa tulee olemaan yhteistyö Varainhoidon kanssa. Arviomme mukaan yhteistyö Varainhoidon kanssa voisi tarkoittaa esimerkiksi erilaisia pääomaturvattuja pääomarahastoja. H1'16:n aikana Garantian vakuutusmaksutulot lähtivätkin selkeään kasvuun (+22 %), mikä kasvattaa luottamustamme strategiaa kohtaan.

Tulevaisuuden ennusteet

H1'16:n aikana Garantian vakuutusmaksutulot ovat lähteneet selkeään kasvuun (+22 %) johtuen uusista asiakkuuksista ja Suomen talouden sekä etenkin rakentamisen elpymisestä. Vakuutustekninen suoritus oli H1'16:n aikana jälleen erinomaista, eikä yhtiölle osunut suurempia vahinkoja. Korvauskulusuhde oli 6,4 % ja yhdistetty kulusuhde 56,6 %. Sijoitustoiminnan tuotot olivat heikon markkinatilanteen ja laskevan juoksevan tuoton (running yield) myötä paineessa ja jäivät vaisulle tasolle. Ennustamme Garantian tekevän H2:lla vahvan tuloksen, kun vakuutusmaksutulojen kasvu jatkuu ja vakuutustekninen tulos pysyy erinomaisena. Myös sijoitustuotot elpyvät H1:n tasolta positiivisen osakemarkkina-kehityksen myötä. Koko vuoden osalta ennustamme Garantian vakuutusmaksutulojen kasvavan 17 %:lla ja liikevoiton olevan 8,8 MEUR.

Garantian tulos 2015-2018e

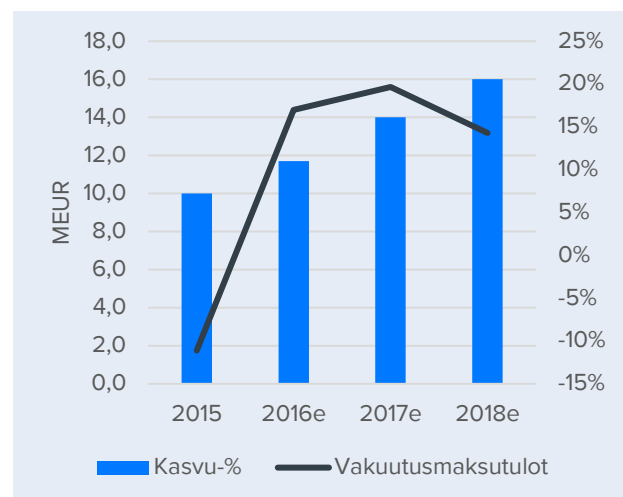


Lähde: Inderes, Taaleri

2017 osalta odotamme kasvun jatkuvan, kun Suomen talous elpyy ja yhtiön asiakaskunta laajenee. Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että Garantia on varsin pieni toimija ja näin ollen sillä on tilaa kasvaa markkinalla merkittävästi. Lisäksi yhtiön tase on selvästi yliomavarainen (solvenssisuhde S2 501 %) ja myös tase antaa tilaa kasvuille. Näin ollen yhtiön kasvu onkin pitkälti sen omissa käsissä ja riippuu sen kyvystä löytää uusia asiakkaita ja kehittää uusia tuoteinnovaatioita. Ennustamme vakuutusmaksutulojen kasvavan 14 MEUR:oon vuonna 2017. Kasvu on edelleen hyvin kannattavaa ja yhdistetty kulusuhde pysyy erinomaisella noin 56 %:n tasolla. Vaikka yhtiön korvauskulusuhde tulee jatkossa todennäköisesti nousemaan nykyiseltä erittäin matalalta tasolta, kun yhtiö ottaa lisää riskiä, laskee kulusuhde samalla liiketoiminnan kasvun myötä. Näkemyksemme mukaan yhtiön kulumassassa on vain rajallisia nousupaineita liikevaihdon kasvun myötä ja kulusuhteessa pitäisi näin ollen olla selvää laskuvaraa.

Sijoitustoiminnan osalta keskeisenä haasteena on sijoitussalkun laskeva korkotuotto, joka liiketoiminnalle tyypillisestä korkeasta korkopainosta johtuen tekee historiallisen kaltaisten sijoitustuottojen saavuttamisen entistä vaikeammaksi. Lisäksi osakemarkkinoiden jo yli seitsemän vuotta jatkunut nousumarkkina tulee väistämättä johtamaan tilanteeseen, jossa osakkeiden lähivuosien tuotot tulevat jäämään viimevuosien erinomaisista tuotoista. Näin ollen sijoitustoiminta tulee kohtaamaan painetta kahdelta rintamalta. Vakuutusteknisen tuloksen vahva kehitys kuitenkin paikkaa tätä ja odotamme Garantian tuloksen pysyvän lieväällä kasvu-uralla, samalla kun tuloksen mix muuttuu sijoittajan kannalta paremmaksi.

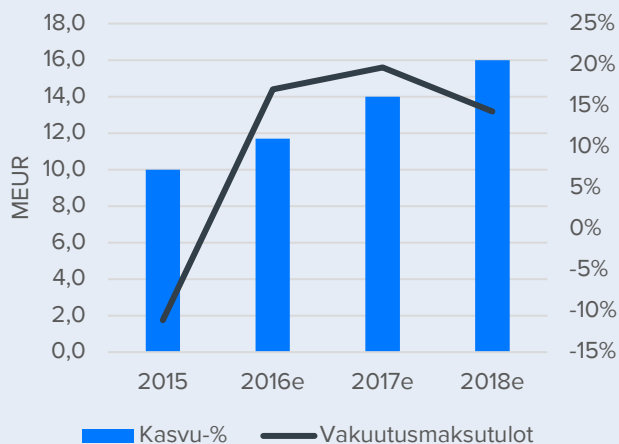
Vakuutusmaksutulot 2015-2018e



Lähde: Inderes, Taaleri

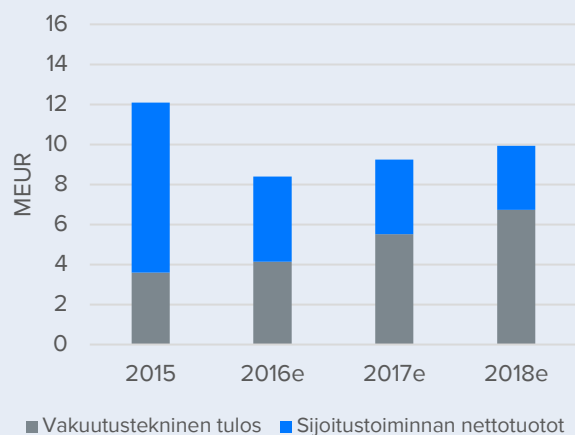
Garantia yhteenveto

Vakuutusmaksutulojen kehitys 2015-2018e



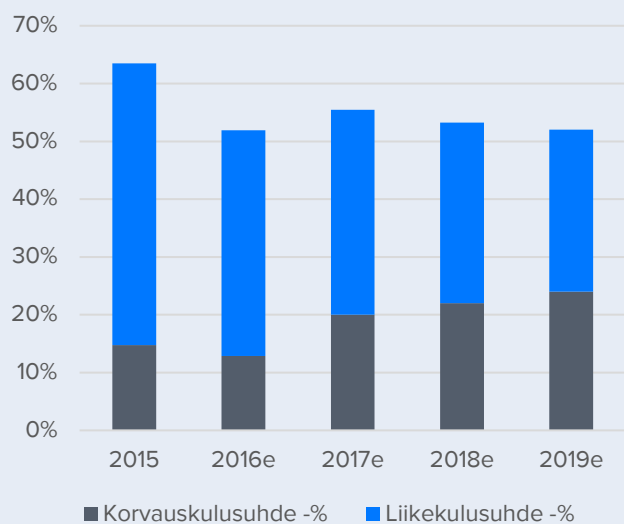
Lähde: Inderes, Taaleri

Tuloksen muodostuminen 2015-2018e



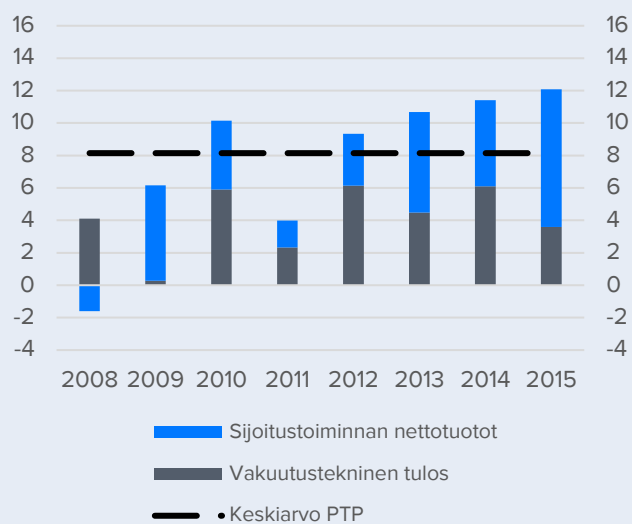
Lähde: Inderes, Taaleri

Yhdistetty kulusuhde 2015-2019e



Lähde: Inderes, Taaleri

Historiallinen tuloskehitys



Lähde: Inderes, Taaleri

Energia

Energia on Taalerin uusi segmentti. Segmentistä on vielä vain vähän tietoa tarjolla ja olemmekin lähteneet ennusteissamme liikkeelle hyvin konservatiivisista oletuksista. Näemme liiketoiminnassa merkittävää potentiaalia ja onnistuessaan se voi toimia merkittävänä kasvuajurina Taalerille keskipitkällä aikavälillä johtuen potentiaalisten hankekokojen kasvusta sekä asiakaskunnan painottumisesta instituutioihin.

Konsernin kysymysmerkki

Yhtiökuvaus

Taaleri ilmoitti keväällä 2016 perustavansa uuden Energia-segmentin ja 1.7. alkaen yhtiö raportoi Energia-liiketoiminnan omana segmenttinään. Taaleri Energia Oy kehittää, rakentaa, rahoittaa ja operoi energiahankkeita ja yhtiö pyrkii laajentamaan toimintaansa myös kansainvälisesti. Taaleri Energia Oy:llä on alkuvaiheissa noin 15 henkilön tiimi, joista enemmistö siirtyy vanhoina työntekijöinä Varainhoito-segmentistä. Taaleri omistaa Taaleri Energiasta 79 % ja loput omistaa sen toimiva johto. Taaleri Energia on myös solminut yhteistyösopimukset Wärtsilän ja ABB:n kanssa.

Käsityksemme mukaan Taaleri Energian hankkeet tullaan toteuttamaan pääosin Pääomarahastojen kautta yhtiön aiempien pääomarahastojen tapaan. Taalerin näkökulmasta ansainta perustuukin hallinnointi- ja tuottopalkkioihin. Wärtsilän ja ABB:n ansainta on arviomme mukaan projektitoimitusten liikevaihdossa, mahdollisissa uusissa markkinoissa sekä mahdollisuudessa osallistua myös hankkeiden rahoitukseen. Yhteistyössä Taaleri tuo pöytään rahoituksen sekä projektinhallinnan ja Wärtsilä sekä ABB tuovat teknologisen ja maakohtaisen osaamisen.

Tulevaisuuden ennusteet

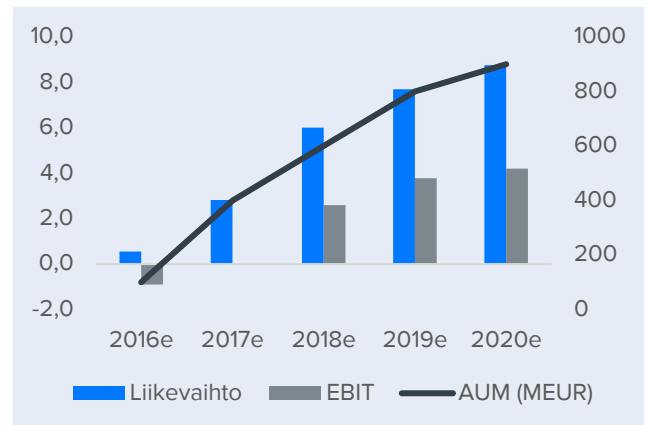
Energia-segmentin ennustaminen on vielä toistaiseksi poikkeuksellisen hankalaa, sillä Taaleri on antanut vain hyvin rajallisesti tietoa sen tulevaisuuden näkymistä. Arviomme mukaan tuottosidonnaisten palkkioiden osuus tulee olemaan Energia-liiketoiminnassa merkittävässä roolissa ja näin ollen liiketoiminnan pitkän aikavälin potentiaalin arviointi ilman tarkempia tietoja konkreettisista hankkeista on vielä mahdotonta. Olemmekin lähteneet tulevaisuuden ennusteissamme liikkeelle hyvin konservatiivisista oletuksista ja esimerkiksi tuottopalkkioita emme ole ennustaneet lainkaan. Hallinnointipalkkioiden osalta tuottotaso tulee riippumaan tuotteiden laadusta. Myös kasvava fokus instituutiokenttään tulee painamaan hallinnointipalkkioita ja uskomme, että hallinnointipalkkioitasot jäävät Energia-liiketoiminnassa alle yhtiön totutun tason. Yhtiön vahva track record tuotteiden laadusta huomioiden, olemme lähteneet oletuksissamme liikkeelle hieman alle 1 %:n hallinnointipalkkioista, jota

voidaan pitää hyvänä tasona. Käsityksemme mukaan Taaleri Energialla ja Varainhoidolla on myös jonkinlainen tulonjako liittyen saatuihin palkkioihin, mutta selvyuden vuoksi odotamme ennusteissamme Taaleri Energian kirjaavan 100 %:n sen alla olevan hallinnoitavan varallisuuden tuotoista.

Taaleri Energian tavoitteena on kasvattaa sen hallinnoitavat varat yli 800 MEUR:oon seuraavan kolmen vuoden aikana. 800 MEUR:n hallinnoitava varallisuus on mielestämme realistinen tavoite, joskin sen saavuttaminen vaatii onnistunutta myyntiä instituutiopuolella, missä yhtiö on historiallisesti ollut varsin heikko. Myös yritysjärjestelyt ovat tulevaisuudessa mahdollisia ja Taalerin historia huomioiden jopa todennäköisiä. Yritysjärjestelyiden osalta uskomme yhtiön jatkavan opportunistisella linjallaan ja potentiaalisten kohteiden kirjo on todennäköisesti hyvin laaja.

2016 osalta on selvää, että Energia-liiketoiminta tekee vain pienen liikevaihdon (käytännössä Tuuli 3) ja liiketulos tulee olemaan tappiollinen johtuen etupainotteisista kuluista. Arviomme mukaan vuoden 2016 liiketappio tulee olemaan hieman alle miljoona euroa.

Energian kehitys 2016-2020e



Lähde: Inderes

2017 odotamme yhtiön pääsevän varsinaisesti liikkeelle ensimmäisten hankkeittensa kanssa. Kasvavan hallinnoitavan varallisuuden myötä sekä Tuuli 3:n kasvun myötä yhtiöllä on mielestämme edellytykset nollatulokseen.

2018 on mielestämme ensimmäinen vuosi, kun Energialla on edellytykset kontribuoida positiivisesti konsernin tulokseen. Ennustamme hallinnoitavien varojen kasvavan 600 MEUR:oon ja liikutuloksen nousevan noin 2,6 MEUR:oon.

Uskomme, että Taaleri Energian mahdollinen tuottopotentiaali realisoituu vasta vuosikymmenen lopulla, kun ensimmäiset hankkeet alkavat saavuttaa lentokorkeuttaan ja yhtiöllä on mahdollisuus alkaa ansaita tuottopalkkioita sekä irtaantumistuottoja.

Odotukset hyvä pitää maltillisina

Kokonaisuutena pidämme Energiaa Taalerin kannalta mielenkiintoisena mahdollisuutena ja onnistuessaan se tarjoaa yhtiölle merkittäviä kasvumahdollisuuksia. Suhtaudumme Wärtsilän ja ABB:n kumppanuussopimukseen positiivisesti, sillä mielestämme ne nostavat Taalerin uskottavuutta sijoittajien silmissä ja parantavat yhtiön mahdollisuuksia hankkeiden toteutuksissa. Taaleri Energia Oy:n vähemmistöomistus on mielestämme lievä negatiivinen tekijä, sillä se luo mahdollisuuden sisäisille intressiristiriidoille. Avainhenkilöiden sitouttamisen kannalta tämä on kuitenkin ymmärrettävää.

Sijoittajan kannalta odotukset Energia-liiketoiminnan suhteen on kuitenkin vielä hyvä pitää maltillisina, sillä yhtiö ei ole vielä antanut konkreettista tietoa hankkeistaan. Vaikka Taalerin track-record energiaprojekteista onkin vakuuttava (Tuuli ja Bio), on energiamarkkinan tilanne mielestämme takavuosia haastavampi ja myös hankekoon kasvaessa kilpailu kiristyy. Lisäksi maantieteellinen laajentaminen kasvattaa hankkeisiin liittyviä riskejä. On selvää, että Energian potentiaali tulee painottumaan vasta vuosikymmenen loppuun ja näin ollen vielä lähivuosina Energia-liiketoiminnan paino koko konsernin kannalta jää rajalliseksi.

Strategian kannalta Energia on keskeisessä roolissa, sillä sen avulla yhtiöllä on mahdollisuus kasvattaa pääomarahastoliiketoimintaansa merkittävästi nykyisestä. Pääomarahastoliiketoiminnan kasvu pienentää myös yhtiön riippuvuutta perinteisestä pääomamarkkinasta ja tähän liitännäisistä tuotoista. Odotamme markkinatilanteen heikentyvän asteittain ja pääomamarkkinasta riippuvalaiset tuotot tulevat arviomme mukaan olemaan paineessa tulevina vuosina. Tätä taustaa vasten Energian strateginen rooli korostuu entisestään.

Toimiala ja kilpailijakenttä

Suomen talouden heikoista näkymistä huolimatta varainhoitomarkkinan näkymät ovat suhteellisen hyvät. Vaikka uutta varallisuutta ei synny, kasvaa alla oleva markkina omaisuusarvojen nousun ja omaisuudenhoidon piiriin virtaavan uuden pääoman myötä. Toimialan keskeiset trendit tukevat etenkin ketteriä ja erikoistuneita toimijoita, minkä seurauksena isot pankit ovat viime vuosien aikana menettäneet markkinaosuuksiaan. Alan konsolidaatio tulee jatkumaan, kun kasvava regulaatio ja kiistattomat synergiaedut ajavat toimijoita neuvottelupöytiin.

Toimialan pitkän aikavälin näkymät ovat positiiviset

Suomen talouden näkymät ovat surkeat

Suomen yleinen talouskehitys on ollut heikkoa vuoden 2008 finanssikriisistä alkaen. Suomen bruttokansantuotteen ennustetaan kuluvana vuonna pysyvän vuoden 2014 tasolla ja vuoden 2008 taso tullaan saavuttamaan eri tutkimuslaitosten arvioiden mukaan vasta kuluvan vuosikymmenen loppupuolella.

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

Suomen bruttokansantuotteen kehitys 2000-2018e



Lähde: Tilastokeskus, Suomen Pankki & Inderes

Suomen talous kääntyi 2015 hienoiseen nousuun, mutta merkittävästä elpymisestä ei edelleenkään voida puhua. Suomi ei pääse tällä hetkellä hyötymään Euroopan elpymisestä johtuen teollisuutemme heikosta kilpailukyvästä, vientimme rakenteesta ja poliittisesta

epävarmuudesta. Pidämme konsensuksen lähivuosien talouskasvuennusteita edelleen suhteellisen optimistisinä emmekä näe niiden toteutuvan ilman merkittävää vetoapua ulkopuolelta ja onnistuneita poliittisia päätöksiä kilpailukykyyn liittyen. Työttömyys tulee pysyttelemään nykyisellä korkealla tasolla johtuen talouden heikosta kasvusta, valtion toimintojen supistamisesta ja teollisuuden jatkuvasta rakennemuutoksesta.

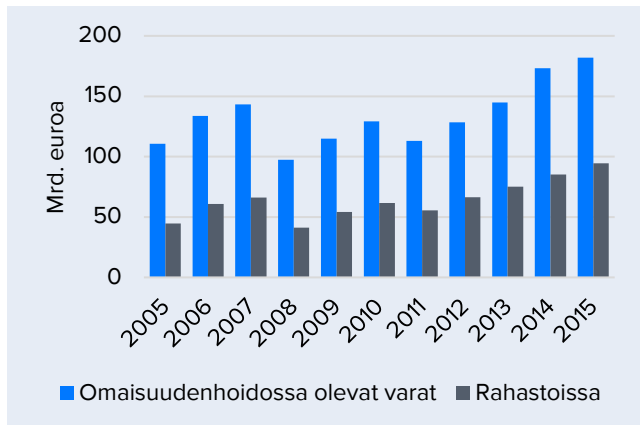
Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

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

Historiallisesti suomalaisten kotitalouksien varallisuudesta valtaosa on ollut sidottuna asuntoihin ja asunto on edelleen kotitalouksilla ylivoimaisesti suurin varallisuuden muoto, vaikka muut sijoitusmuodot ovatkin yleistyneet. Markkinoiden nuori ikä heijastuu Suomessa myös siten, että kotitalouksien asuntojen ulkopuolisesta sijoitusvarallisuudesta huomattava osa on edelleen pankkien käyttötilillä tehottomassa käytössä.

Kotimainen omaisuudenhoitomarkkina kärsi pahoin vuoden 2008 finanssikriisistä ja markkina saavuttaa vuoden 2008 koon vasta kuluvana vuonna. Omaisuudenhoitomarkkinan kasvu on viime vuosina perustunut pitkälti omaisuusarvojen nousuun, sillä heikosta taloustilanteesta johtuen uutta varallisuutta on syntynyt Suomessa vain rajallisesti.

Suomen omaisuudenhoitomarkkina 2005-2015



Lähde: Inderes, Finanssivalvonta & Sijoitustutkimus

Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli vuoden 2015 lopussa 182 miljardia euroa ja se säilyi edellisvuoden tasolla. Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut noin 5 % vuodessa. Kasvua on selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen varainhoidon piiriin. Uutta varallisuutta Suomeen on syntynyt vain suhteellisen vähän BKT:n ollessa noin vuoden 2006 tasolla. Tästä 182 miljardista noin 94 miljardia on sijoitettu kotimaisiin sijoitusrahastoihin ja loput ovat konsultatiivisen tai täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä. Luonnollisesti myös merkittävä osa rahastopääomasta on erilaisten omaisuudenhoitosopimusten alaisuudessa.

Johtuen Suomen talouden heikoista näkymistä, uskomme, että uutta varallisuutta syntyy lähivuosina Suomeen melko vähän. Näin ollen varainhoitomarkkinan kasvu tulee myös jatkossa perustumaan varallisuusarvojen kasvuun ja rotaatioon talletustileiltä tuottavampiin sijoituskohteisiin. Mikäli pankit siirtävät EKP:n negatiiviset korot asiakkaidensa maksettaviksi, voi rotaatio kiihtyä yllättävänkin suureksi. Pidämme tätä kuitenkin tällä hetkellä epätodennäköisenä ja todennäköisesti rotaatio tulee edelleen olemaan varsin varovaista, joten pääosa kasvusta tulee edelleen varallisuusarvojen noususta.

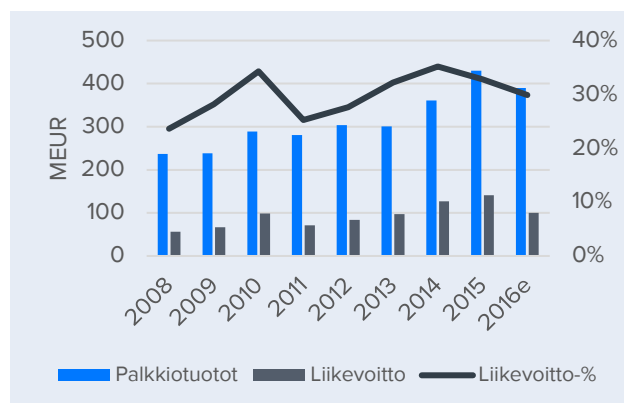
Pitkällä aikavälillä Suomen omaisuudenhoitomarkkina tulee saamaan merkittävää tukea rakenteellisesta muutoksesta, kun suurten ikäluokkien keräämä varallisuus alkaa siirtyä seuraavalle sukupolvelle perintöjen kautta. Tämä varallisuuden äkillinen kasvu tulee arviomme mukaan väistämättä johtamaan varainhoitomarkkinan kasvuun, kun yhä useampi ihminen kiinnostuu sijoittamisesta ja toisaalta muuttuu sijoituspalveluyritysten kannalta kiinnostavaksi asiakkaaksi. Tämä rakenteellinen muutos tapahtuu kuitenkin vasta tulevien vuosikymmenten aikana, eikä näin ollen vaikuta alan lyhyen aikavälin näkymiin. Pitkällä aikavälillä uskomme, että varainhoitomarkkinalla on Suomessa hyvät edellytykset jatkaa noin 5 %:n vuosikasvua.

Toimialalla takana vahvat vuodet

Vaikka itse Suomen talouden näkymät ovatkin erittäin vaisut, ovat sijoituspalveluyritykset päässeet nauttimaan erittäin hyvistä tuotoista viimeisten vuosien aikana. Keskuspankkien elvytys ja tästä johtuvat historiallisen matalat korot ovat olleet omiaan ajamaan pääomia korkeamman kustannustason tuotteisiin (mm. osakerahastot) ja toisaalta avanneet ovia vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kehitykselle. Lisäksi osakemarkkinoiden historiallisen vahva nousuputki on kasvattanut hallintoitavan varallisuuden määrää ja kasvattanut tuottosidonnaisia palkkioita. Yritys- ja kiinteistöjärjestelyiden määrä on myös kasvanut selvästi johtuen likviditeetin hyvästä saatavuudesta ja matalasta korkotasosta.

Alan toimijat ovatkin tällä hetkellä keskimäärin erittäin hyvin kannattavia ja toimialan näkymät ovat etenkin pankkitoiminnan ulkopuolisilta osin hyvin suotuisat. Odotamme alan positiivisen kehityksen jatkuvan vielä lyhyellä aikavälillä, kun Euroopan taloussyklin kääntyminen yhdessä EKP:n aggressiivisten toimien kanssa pitää pääomamarkkinoiden kehityksen nousujohteisena ja transaktioiden määrän suotuisana.

Sijoituspalveluyritysten kehitys 2008-2015e



Lähde: Tilastokeskus, Finanssivalvonta & Inderes

Toimialan trendit

Varainhoitotoimialalla keskeisiä trendejä ovat tällä hetkellä näkemyksemme mukaan:

- Kasvava regulaatio. Regulaation lisääntyminen kasvattaa toimijoiden hallinnollista taakkaa ja hankaloittaa etenkin pienten toimijoiden asemaa. Pahimmin regulaatio iskee pienten toimijoiden lisäksi pankkeihin, joissa sääntelyn määrä ja tähän liittyvä epävarmuus on alkanut haitata pankkien mahdollisuuksia täyttää niiden ydinfunktiota eli rahoituksen tarjoamista sitä tarvitseville.
- Sijoittajien vaatimustason nousu. Perinteiset eri markkinaindekseihin sidotut tai niitä mukailevat näennäisen aktiiviset sijoitustuotteet ovat

menettämässä jalansijaa. Sijoittajat pyrkivät etsimään joko täysin passiivisia kustannustehokkaita tuotteita tai oikeasti näkemystä ottavia lisäarvoa tarjoavia tuotteita. Tuotteiden polarisaation jatkuessa hyvien tuotteiden hinnoitteluvoima tulee pysymään korkeana.

- Uudet tuotteet valtaavat alaa perinteisiltä tuotteilta. Perinteiset rahastotuotteet ovat myös menettäneet asemiaan, kun esimerkiksi pörssilistatut indeksiosuudet (ETF:t) ovat vallanneet alaa. Myös finanssi-instrumenttien määrän kasvu on mahdollistanut täysin uudentyyppisten tuotteiden rakentamisen esimerkiksi strukturoitujen tuotteiden puolella.
- Matala korkotaso nostaa kysyntää ”real yield” -tuotteita kohtaan, kun sijoittajat ovat etsineet korkotuotoilleen substituuotteja. ”Real yield” -tuotteita ovat mm. erilaiset reaaliomaisuuteen sijoittavat rahastot kuten esimerkiksi asuntorahastot, tuulivoimarahastot ja infrastruktuurirahastot. Nämä rahastot tarjoavat sijoittajille tasaista ja vakaata korkotuottoon verrattavaa tuottoa.
- Digitalisaatio mahdollistaa uusien asiakasryhmien palvelemisen kustannustehokkaasti. Digitaalisen jakelun myötä aiemmin selvästi alipalvellusta segmentistä (varallisuusluokka 50-200 TEUR) on tullut erittäin houkutteleva kohderyhmä eri toimijoiden silmissä. Aiemmin tämä ryhmä on jäänyt pitkälti yksityispankkipalveluiden ulkopuolelle ja joutunut samalla tyytymään pankkien ”peruspalveluun”. Tämän kohderyhmän palveleminen ja saavuttaminen on korkealla useiden eri kokoluokan toimijoiden agendoissa. Digitalisaatio mahdollistaa myös merkittävän tehokkuusparannuksen toimijoiden sisäisissä prosesseissa. Tämä koskee etenkin pankkeja, joiden järjestelmät ovat pääosin edelleen suhteellisen raskaita ja vanhanaikaisia.
- Riskin uudelleenmäärittely. Finanssikriisin ja Euroopan velkakriisin jälkeen riskittömän koron käsite maailmalla on joutunut täysin uuteen valoon. Historiallisesti riskittömänä pidettyjä valtion velkakirjoja ei enää voida pitää riskittöminä. Tämä on pakottanut sijoittajat etsimään uusia kohteita rahoilleen ja erilaiset matalan riskin ja tasaisen tuoton sijoituskohteet ovat nousseet sijoittajien suosioon. Tämä näkyy esimerkiksi Euroopan ylikuumentuneen kiinteistömarkkinan arvostuksessa.
- Nollakorkoympäristössä sijoittajat ovat pakotettuja etsimään tuottoja perinteisten korkotuotteiden ulkopuolelta. Eritoten eläkeyhtiöt ja erilaiset kiinteän tuottotavoitteen toimijat ovat pakotettuja kasvattamaan riskiprofiiliaan paikatakseen korkosalkun jättämän aukon niiden tuotoissa. Nollakorko luo myös poikkeuksellisen suurta kysyntää erilaisille matalan riskin ja tasaisen sijoitustuoton instrumenteille (mm. kiinteistörahastot, sähköverkot yms.). Nollakoroilla on myös positiivinen vaikutus transaktiomarkkinaan, sillä vieraan pääoman kustannuksen ollessa nollassa myös keskinkertainen järjestely alkaa näyttää houkuttelevalta.

- Alan hintataso tulee kohtaamaan painetta. Useiden yllämainittujen tekijöiden johdosta uskomme, että alan keskimääräiset hintatasot tulevat keskipitkällä aikavälillä kohtaamaan selkeää painetta. On selvää, että toimijoiden kasvava koko, tehostuva kulurakenne, parantuva läpinäkyvyys ja kilpailun kiristyminen tulevat johtamaan kiinteiden palkkiotuottojen laskuun. Todennäköisesti myös tuottosidonnaisten palkkioiden osuus tulee kasvamaan, sillä sijoittajat haluavat yhä useammin varainhoitajan samaan veneeseen itsensä kanssa.

Odotettavissa konsolidaatiota

Suomessa toimi vuoden 2015 lopussa 59 Finanssivalvonnan toimiluvan saanutta sijoituspalveluyritystä. Näissä yrityksissä työskenteli vuoden 2015 lopussa noin 1000 ihmistä. Arviomme mukaan valtaosa näistä yrityksistä teki voitollisen tuloksen 2015 ja kokonaisuutena alan keskimääräinen kannattavuus on mukaan tällä hetkellä erinomaisella tasolla. Hyvän kannattavuuden taustalla ovat varallisuusarvojen positiivinen kehitys ja suotuista markkinatilanne.

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

Varainhoitoliiketoiminnassa liiketoimintojen synergiat ovat ilmeisiä ja hallinnoitavan varallisuuden määrän rajukaan kasvu ei kasvata henkilöstöä merkittävästi. Finanssialalla onkin nähty merkittävästi konsolidaatiota viime vuosien aikana, mistä esimerkkejä tästä ovat mm. S-Pankin FIM-hankinta, United Bankersin Aventure-liiketoimintakauppa, eQ:n IceCapital-osto, Elite Pankkiiriliikkeen Eufex-osto, Taalerin Garancia-kauppa ja CapManin Norvestia-osakkeiden hankinta.

Suomen sijoituspalvelukentällä toimivat pelurit voidaan jakaa kolmeen ryhmään:

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

Konsolidaation näkökulmasta uskomme, että pankit ovat pitkälti tämän pelin ulkopuolella. Perustamme arviomme siihen, että pankkien asemat ovat verrattain sementoituneet ja ne kykenevät selviytymään kasvavasta regulaatiosta suuren kokoluokansa turvin. Niiden järjestelmät ja kulttuurit sopivat myös keskimäärin heikosti yhteen pienempien

toimijoiden kanssa. Pankkien osalta oma pudotuspeli tullaan käymään konttoriverkoston karsimisen ja digitalisoitumisen kautta. Heikoimmassa asemassa ovat arviomme mukaan paikallispankit, joiden jakeluverkostoon liittyvät kiinteät kulut ovat korkeat ja niillä on suurimpia haasteita kasvavien regulaatiopaineiden kanssa. Nämä pankit tulevat lähes väistämättä ajautumaan jollain aikavälillä osaksi suurempia kokonaisuuksia kilpailukyvyyn säilyttämiseksi.

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

Ostajan näkökulmasta yritysoston taustalla on käytännössä kolme mahdollista ajuria: 1) ostaja haluaa kasvattaa hallintoaivia pääomiaan ja saada synergiaa kulupuolelta tai 2) ostaja haluaa laajentaa tuote- ja palveluvalikoimaansa tai 3) ostaja haluaa laajentaa jakeluverkostoaan uusiin kohderyhmiin/maantieteellisille alueille. Uskomme, että konsolidaatiossa etenkin pienet ja fokuoituneet toimijat tulevat olemaan yritysjärjestelyjen kohteina, sillä niihin kasvava byrokratia ja sääntely iskevät kovimmin ja niiden integrointi osaksi suurempaa kokonaisuutta on melko kivutonta. Etenkin tiettyyn pääomarahastosegmenttiin keskittyneet varainhoitotalot (esim. Dasos ja Titanium) ovat mielestämme potentiaalisia ostokohteita johtuen pääomarahastojen kasvavasta kiinnostuksesta. Keskisuurista toimijoista Alfred Berg on mielestämme selkeä yritysjärjestelykohde jollekin keskisuurelle pelurille, sillä yhtiön liiketoiminta on tappiollista ja brändi tarjoaa edelleen kehittymismahdollisuuksia. Laajentumista haetaan entistä aktiivisemmin myös perinteisen sijoituspalvelutoiminnan ulkopuolelta ja esimerkiksi vertaislainat tai joukkorahoitus ovat kiinnostavia kohteita useille toimijoille.

Suurimpana jarruna yritysjärjestelyille pidämme arvostustasoja ja kulttuurieroja. Rahoituslalla tyypillisesti ostaja sekä myyjä kokevat olevansa keskimääräistä paremmin perillä oman yrityksensä käyvästä arvosta ja näin ollen molempien kannalta tyydyttävän ratkaisun löytyminen on usein hankalaa. Valtaosalla sijoituspalveluyhtiöitä on oma kulttuuri, joka etenkin pienempien yhtiöiden tapauksessa kulminoituu yhtiön pääomistajaan/avainhenkilöihin. Kulttuurien yhteensovittaminen on usein hyvin hankalaa ja näin ollen avainhenkilöiden pysyvyyteen liittyy aina järjestelyissä selkeitä riskejä. Alan arvostustasot ovat myös kohonneet selvästi johtuen alan viimevuosien vahvasta tuloskehityksestä ja toisaalta pörssilistattujen verrokkien kohonneista arvostustasoista.

Uskomme kuitenkin, että keskipitkällä aikavälillä konsolidaatio tulee lisääntymään merkittävästi ja sijoituspalveluyritysten määrä tulee lähivuosien aikana laskemaan selvästi nykyisestä. Alan kohonneista arvostustasoista ja hyvästä tuloskehityksestä johtuen pidämme kuitenkin mahdollisena, että seuraavaa

suurempaa konsolidaatioaaltoa joudutaan odottamaan seuraavaan matalasuhdanteeseen (ts. pörssin kääntyminen laskuun) asti.

Taalerin rooli konsolidaatiossa

Taaleri on listautumisensa jälkeen ollut aktiivinen toimija toimialan yritysostokentässä. Garantian hankinta oli merkittävä strateginen liike ja pienemmät Fellow Finance, Invesdor ja Inderes -osakkuudet tukevat yhtiön kasvustrategiaa ja tarjoavat sille jalansijaa finanssialan murroksessa. Omaisuudenhoitopuolen konsolidaatioon Taaleri ei kuitenkaan ole osallistunut konsolidaation merkittävästä teollisesta logiikasta huolimatta (synergiat helposti identifioitavissa ja saavutettavissa). Keskeinen syy tähän on näkemyksemme mukaan yhtiön kulttuuri, jota Taaleri on pyrkinyt suojelemaan.

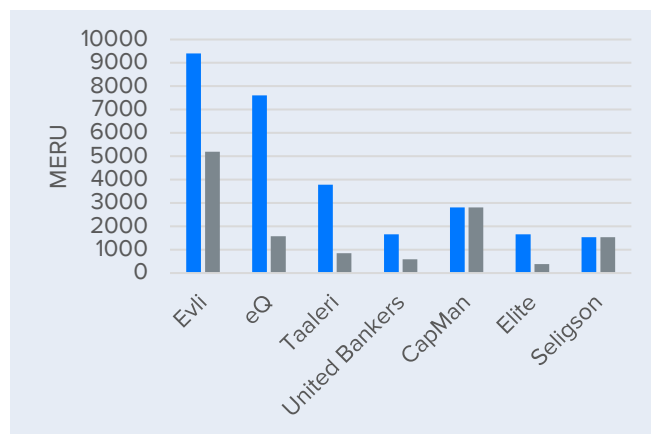
Uskomme Taalerin jatkavan aktiivisena toimijana finanssisektorin yritysostokentällä, mutta pidämme epätodennäköisenä, että yhtiö olisi osallisena omaisuudenhoidon konsolidaatioon johtuen kulttuurillisista haasteista sekä korkeista arvostustasoista. Pienemmät, yhtiön tuotetarjontaa täydentävät, yritysostot ovat mielestämme mahdollisia, mutta edelleen haastavat arvostustasot toimivat näissä jarruna lyhyellä aikavälillä.

Kilpailijat ja vertailuyhtiöt

Keskisuuret pelurit ovat kasvaneet ripeästi

Näkemyksemme mukaan Taalerin keskeisiä verrokkeja ovat keskisuuret Evli, United Bankers, eQ ja Seligson. Hallinnoitavalla varallisuudella mitattuna Evli on vertailuryhmän suurin toimija 9,4 miljardin euron varallisuudella ja eQ toiseksi suurin 7,6 miljardin pääomilla. Rahastopääomilla mitattuna Evli on vertailuryhmän ylivoimaisesti suurin toimija 5,2 miljardin rahastopääomalla.

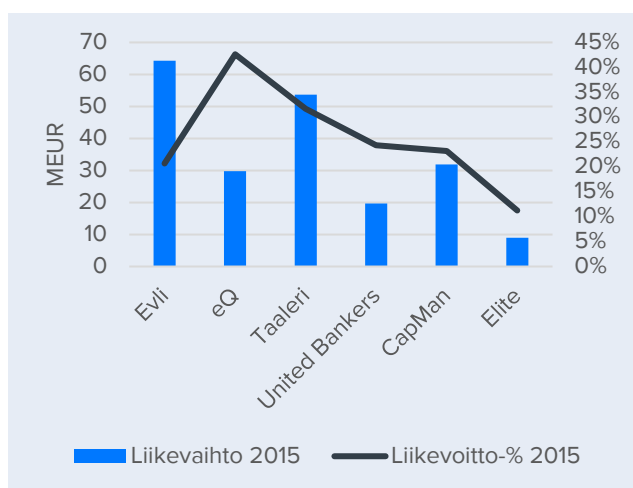
Hallinnoitavat varat ja rahastopääomat 2015



Lähde: Sijoitustutkimus, FiVa, Evli, eQ, UB, Taaleri, CapMan, Elite

Hallinnoitavan varallisuuden määrät eivät suoraan ole keskenään vertailukelpoisia, sillä hallinnointipalkkioiden taso eri omaisuusluokkien kesken vaihtelee merkittävästi. Esimerkiksi yhteistyökumppaneiden rahastoissa palkkiot ovat yleensä 0,05-0,20 %:n välillä, kun aktiivisissa rahastoissa hallinnointipalkkiot vaihtelevat yleensä 0,5-2,0 %:n välillä. Näin ollen liiketoiminnan kokoluokan hahmottamiseksi kannattaa hallinnoitavien varojen lisäksi käyttää myös nettopalkkiotuottoja. Lukujen vertailtavuutta heikentää lisäksi yhtiöiden poikkeavat raportointikäytännöt ja erilaiset liiketoimintarakenteet. Nettopalkkiotuotoilla mitattuna Evli on joukon suurin toimija 64 MEUR:n nettopalkkiotuotoilla. Taaleri on toiseksi suurin toimija nettopalkkiotuotoilla mitattuna, mutta sen nettopalkkiuotoissa on mukana merkittäviä kertaluontoiseksi tulkittavia eriä. Kannattavuudet vaihtelevat eri toimijoiden osalta selvästi ja suoraa korrelaatiota liiketoiminnan koon ja kannattavuuden välillä ei voida vetää. Kannattavuuteen vaikuttaa merkittävästi liiketoiminnan kulurakenne, strategia ja liiketoimintarakenne.

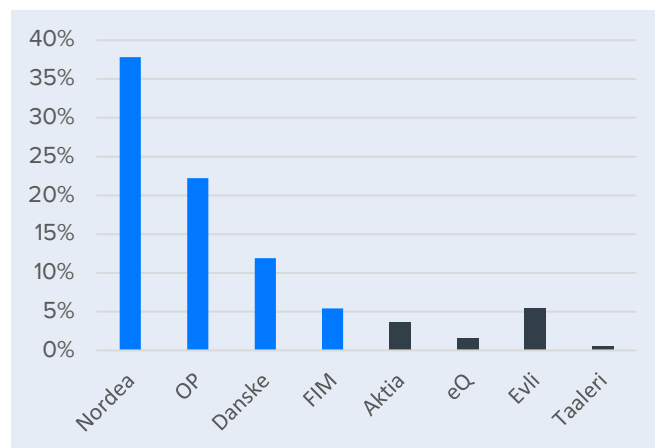
Verrokkien nettopalkkiotuotot ja kannattavuus



Lähde: Inderes, Evli, eQ, UB, Taaleri

Taalerin kilpailijakenttää analysoitaessa pitää sijoittajan huomioida koko varainhoitomarkkina ja kaikki sen toimijat, eikä rajata tarkastelua vain keski-suuriin sijoituspalveluyhtiöihin. Kolme suurinta pankkia (Danske, Nordea ja Pohjola) hallitsevat edelleen valtaosaa Suomen rahastopääomasta (yhdistetty markkinaosuus noin 70 %).

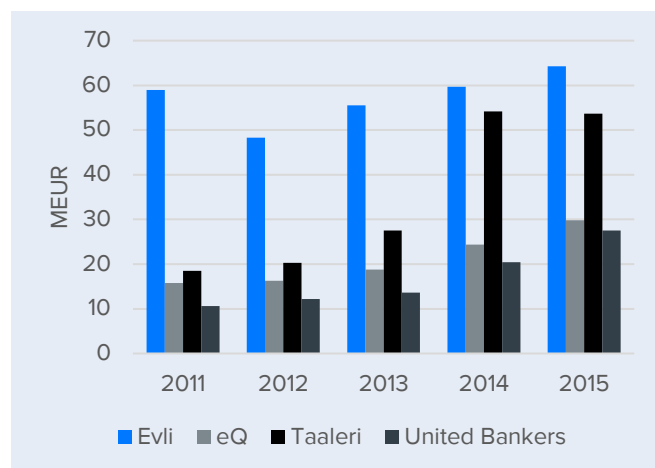
Rahastopääomien markkinaosuudet 2015



Lähde: Inderes, Sijoitustutkimus, FiVa

Keskisuuret toimijat ovat näkemyksemme mukaan olleet viime vuosien aikana alan suurimpia voittajia. Suuret pankit ovat keskittyneet painimaan kiristyvän regulaation ja konttoriverkostojensa saneerauksen kanssa eikä niiden reaktionopeus ole täysin riittänyt vastaamaan markkinan keskeisiin trendeihin. Pankkien tulokset ovat toki säilyneet hyvällä tasolla, mutta pääoman tuotot ovat olleet jatkuvassa paineessa. Pienet yhtiöt ovat puolestaan pärjänneet kohtuullisesti vahvan markkinakehityksen ansiosta, mutta jatkuvasti kasvava regulaatio ja resurssien puute on supistanut myös niiden elintilaa selvästi. Keskisuuret toimijat ovat monella tapaa hyvässä asemassa suurten pankkien ja pienten toimijoiden välissä, koska ne ovat riittävän isoja vastaamaan regulaation haasteisiin, mutta samalla riittävän ketteriä reagoimaan toimialan muutoksiin ja trendeihin. Tämä kaikki on heijastunut vahvana kasvuna, sillä vuosina 2011-2015 Taalerin liikevaihto on kasvanut keskimäärin 30 % (sis. Garantia-yrityskaupan), UB:n noin saman verran ja eQ:n 17 %. Evli on joukon ainoa, jonka liikevaihto on pysynyt käytännössä paikallaan, mutta myös sillä Varainhoito-liiketoiminta on kasvanut voimakkaasti.

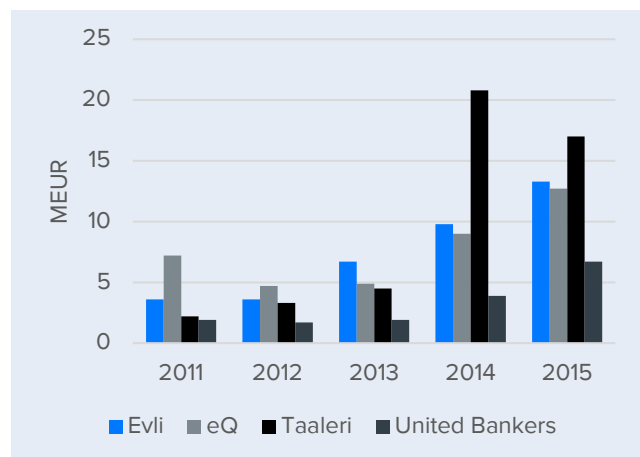
Verrokkien liikevaihdon kehitys



Lähde: Inderes, Evli, eQ, UB, Taaleri

Myös kannattavuuskehitys on ollut keskisuurilla toimijoilla erinomaista ja kaikkien liikevoitot ovat kasvaneet merkittävästi johtuen kasvusta ja liiketoiminnan skaalautuvuudesta.

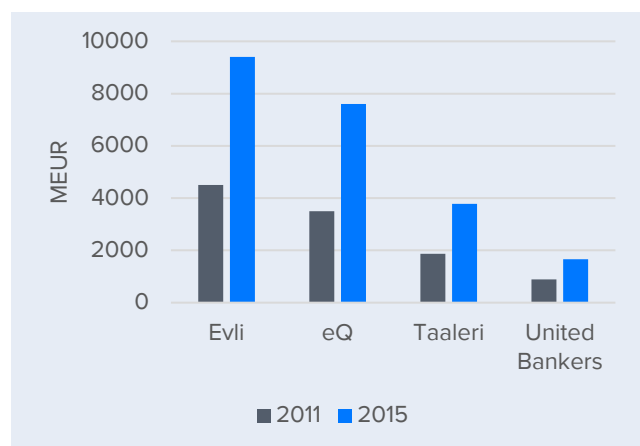
Verrokkien liikevoiton kehitys



Lähde: Evli, eQ, Taaleri, UB

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

Hallinnoitavan varallisuuden kasvu

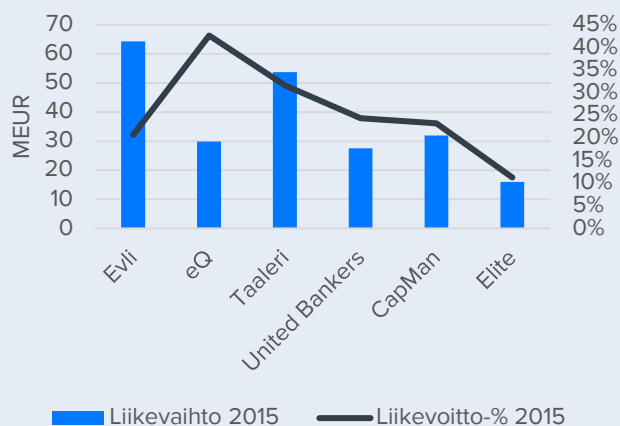


Lähde: Evli, eQ, Taaleri, UB

Uskomme, että keskisuuret pelurit tulevat jatkamaan markkinaosuuksiensa kasvattamista isojen pankkien kustannuksella myös jatkossa. Ottaen huomioon suurten pankkien markkinaosuudet ja vahvat jakeluverkostot, ei tämä keskisuurten toimijoiden kasvu tule uhkaamaan suurten toimijoiden markkina-asemaa vielä pitkään aikaan. Pidemmällä aikavälillä yli 10 vuoden tähtäimellä digitalisoituminen tulee mullistamaan alan jakelun, mikä saattaa mahdollistaa suuremmat muutokset alan toimijoiden voimasuhteissa.

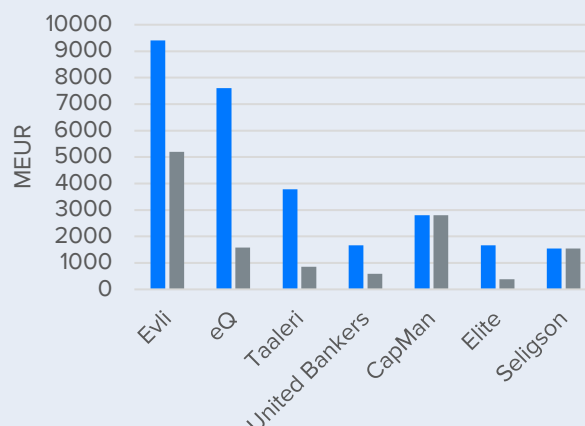
Toimiala yhteenveto

Verrokkien kannattavuus ja koko



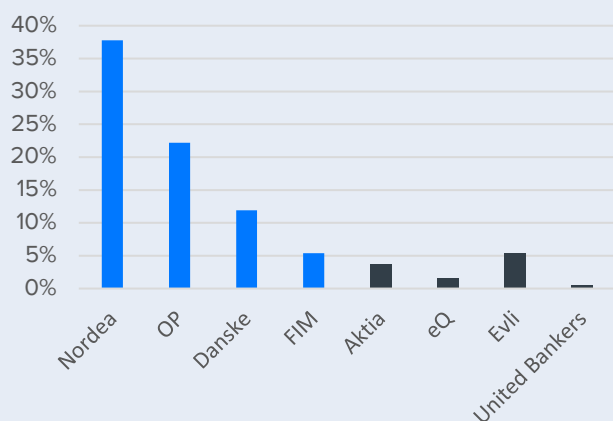
Lähde: Yhtiöt

AUM ja rahastopääoma 2015



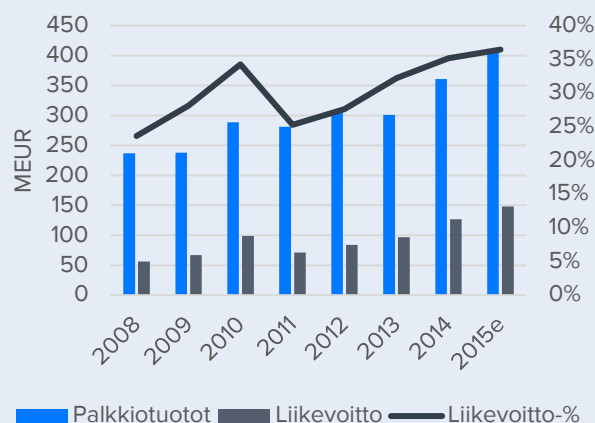
Lähde: Yhtiöt

Rahastopääomien markkinaosuudet 2015



Lähde: Sijoitustutkimus

Sijoituspalveluyhtiöiden kehitys 2008-2015e



Lähde: Tilastokeskus ja Inderes

Kilpailijamatriisi

	United Bankers	Taaleri	Evli	eQ	Seligson	Elite
Investointipankki	Kyllä	Sisäinen	Kyllä	Kyllä	Ei	Ei
Omaisuußenhoito	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Rahastoyhtiö	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Välitys	Kyllä	Sisäinen	Kyllä	Ei	Ei	Ei
Pankkitoiminta	Ei	Ei	Kyllä	Ei	Ei	Ei
Strukturoidut tuotteet	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Ei	Kyllä
Private equity	Kyllä	Kyllä	Ei	Kyllä	Ei	Ei

Tulevaisuuden ennusteet

Odotamme Taalerin tuloksen pysyvän kasvu-uralla lähivuosina vaikeutuvasta markkinatilanteesta huolimatta ja Varainhoidon kasvu sekä hidastuva kulujen kasvu tulevat pitämään koko konsernin tuloksen kasvussa. Garantian tulos pysyy hyvällä tasolla samalla, kun tuloksen mix paranee, ja Energian merkitys lähivuosien tulokselle jää vielä pieneksi. Yritysjärjestelyillä tulee myös jatkossa olemaan merkittävä vaikutus yhtiön tulokseen ja velattoman taseensa turvin yhtiöllä on mahdollisuus tehdä isoja liikkeitä yritysjärjestelykentällä.

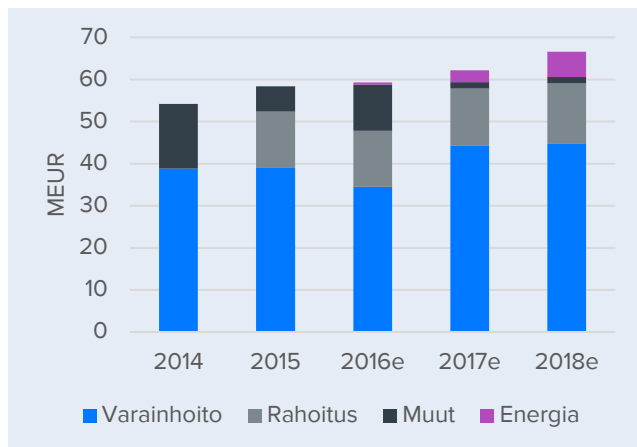
Tuloskasvu jatkuu

2016 tuloksesta muodostumassa vahva

Taaleri on ohjeistanut saavuttavansa taloudelliset tavoitteensa (15 % ROE, 15 % EBIT-%, omavaraisuus +30 % ja kilpailukykyinen osinko) vuonna 2016. Lisäksi yhtiö pyrkii hallittuun kannattavaan kasvuun haastavasta taloudellisesta ympäristöstä huolimatta. Biotehtaan ja Finsilva-irtaantumisen myötä yhtiöllä ei pitäisi olla ongelmia ohjeistuksensa saavuttamisessa.

Taalerin H1-tulos (11,7 MEUR) jäi selvästi 15,3 MEUR:n ennusteestamme. Alituksen taustalla oli etenkin Varainhoito, jossa odotuksia heikompi liikevaihto ja kasvaneet kulut painoivat tuloksen selvästi odotuksia heikommaksi. Myös konsernin hallinnossa kulut olivat odotuksia korkeammat johtuen erilaisista kertaluontoisista eristä. Kokonaisuutena kertaluontoiset kulut olivat H1:llä noin 2,5 MEUR ja tämä selittää tulospettymyksestä noin puolet. Garantian kehitys oli raportin valopilkku ja vakuutusmaksutulon kääntyminen vahvaan kasvuun on yhtiön pitkän aikavälin kehityksen kannalta ensiarvoisen tärkeää.

Liikevaihdon kehitys 2014-2018e



Lähde: Inderes, Taaleri

Odotamme Taalerin liikevaihdon säilyvän kuluvana vuonna edellisvuoden tasolla (2016e: 59,3 MEUR). Varainhoidossa liikevaihdon kasvu jää negatiiviseksi vaisun H1-kehityksen sekä vertailukauden kertatuottojen vuoksi. Garantian liikevaihto kääntyy 2016 aikana selvään kasvuun, mutta absoluuttiset numerot ovat vielä konsernin näkökulmasta

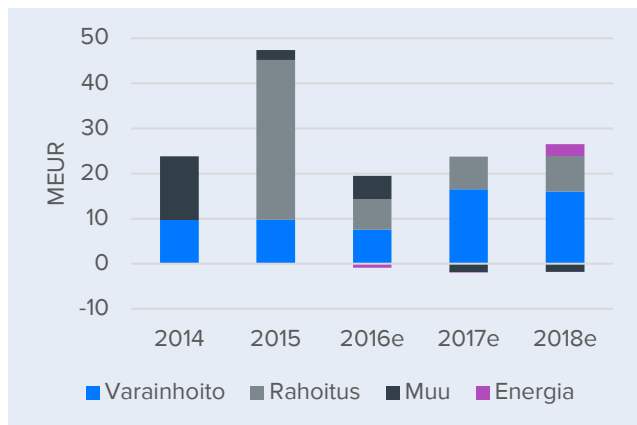
suhteellisen pieniä. Myös Energian liikevaihto jää 2016 hyvin pieneksi. Liikevoitto kohoaa yritysjärjestelyiden johdosta 18,6 MEUR:oon ja sitä tukee merkittävästi Finsilvan myynti (+9 MEUR). Finsilvan sekä Biotehtaan myynnistä oikaistuna kannattavuus jää heikolle tasolle ja tätä rasittaa etenkin Varainhoito, missä kulurakenne oli varsinkin H1:llä selvästi liian korkea suhteessa liikevaihtoon. Tämän ongelman pitäisi kuitenkin helpottaa hieman H2:lla laskevien kulujen ja kasvavien palkkioiden seurauksena. Osakekohtainen tuloksen ennustamme olevan 0,53 euroa ja sitä tukee pääoma-rahastojen vähemmistö-omistuksen poistuminen. Osingon ennustamme kasvavan osinkopolitiikan mukaisesti 0,25 euroon.

2017 – Varainhoidon pitää parantaa

2017 odotamme Taalerin liikevoiton kasvavan hieman 21,8 MEUR:oon. Liikevoittoennustetta tukee irtaantuminen asuntorahasto 6:sta (5 MEUR). Kertatuottojen osuus laskee kuitenkin merkittävästi vuoden 2016 tasolta ja näin ollen operatiivinen tulos paraneekin selvästi. Operatiivista tulosta nostaa etenkin Varainhoito, missä kulutason lievä lasku edellisvuodesta ja liikevaihdon kasvu nostaa kannattavuutta selvästi. Liikevaihdon kasvua kiihdyttää hallinnoitavien varojen kasvu, varainhoidon parantuva mix sekä uudet pääomarahastot. Asuntorahasto 6:n irtaantumisesta oikaistu liikevoittomarginaali nousee Varainhoidossa hieman yli 20 %:iin, jota pidämme edelleen vaatimattomana tasona Varainhoidon liiketoiminnan kokoluokka ja AUM:n laatu huomioiden. Garantian palkkiotuotot jatkavat kasvuaan ja kasvu on erittäin kannattavaa johtuen hyvällä tasolla säilyvästä kulusuhteesta. Laskevat sijoitustuotot hautaavat kuitenkin osan tästä tulospennuksesta alleen, mutta tuloksen mix jatkaa kuitenkin parantumistaan. Myös Energia kirjaa muutaman miljoonan liikevaihtoa, mutta liikevoitto jää nollan tuntumaan johtuen hankkeiden pitkistä ylösajoista.

Odotamme pääomamarkkinoiden jatkavan epävakautta kehitystään myös 2017 ja ennustamme markkinatilanteen heikkenevän asteittain. Tuottojen saaminen eri omaisuuslajeista käy yhä haastavammaksi ja samalla tuottoa vastaan joudutaan ottamaan yhä enemmän riskiä. Tämä heijastuu väistämättä myös esimerkiksi tuottosidonnaisiin palkkioihin ja varainhoidon AUM:n mixiin. Taalerin onkin ensiarvoisen tärkeää saada Varainhoidon kannattavuus järkevälle tasolle markkinatilanteen ollessa vielä suotuisa.

Liikevoiton kehitys 2015-2018e



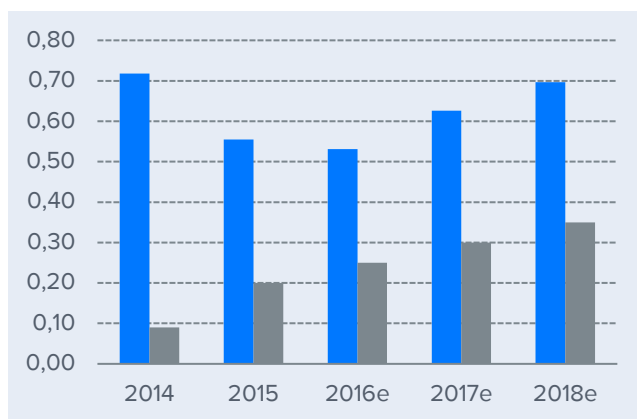
Lähde: Inderes, Taaleri

2018 – Energia kontribuoi ensimmäistä kertaa

Odotamme Taalerin 2018 liikevaihdon nousevan 67 MEUR:oon. Kasvua ajaa Energia-liiketoiminnan ylösajo sekä Garantian kasvu. Varainhoidossa kasvu jää vaisuksi johtuen markkinatilanteen heikentymisestä johtuvasta tuottopalkkioiden laskusta ja AUM:n mixin heikentymisestä. Pääomarahastojen ylösajo riittää kuitenkin kompensoimaan tämän laskun. Energiassa heikko markkina vaikuttaa vain rajallisesti kasvuun, sillä hankkeet ovat pitkälti irrallaan pääomamarkkinasta.

Tuloksen osalta odotamme liikevoiton nousevan 25 MEUR:oon. Liikevoitto ei sisällä merkittäviä kertaeriä ja näin ollen tulos kuvastaakin Taaleri-konsernin oikeaa operatiivista tulosta ensi kertaa sitten vuoden 2013. Varainhoito jatkaa tulosparannustaan johtuen kulukontrollista ja pienestä liikevaihdon kasvusta. Garantian tulos paranee kasvun myötä hieman, mutta laskevat sijoitustuotot hautaavat edelleen valtaosan tästä hyvästä kehityksestä alle. Energia kontribuoi ensimmäistä kertaa merkittävästi konsernin numeroihin ja odotamme siltä 2,6 MEUR:n liikevoittoa. Osakekohtainen tulos nousee 0,70 euroon ja osinko jatkaa kasvu-uralla 0,35 euroon.

EPS ja osinko 2014-2018e



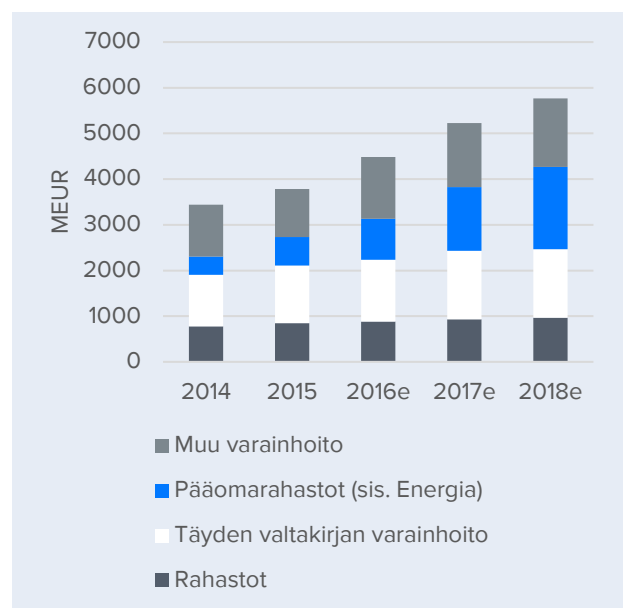
Lähde: Inderes, Taaleri

Pitkä aikaväli

Pitkällä aikavälillä odotamme Suomen omaisuudenhoitomarkkinan jatkavan noin 5 %:n kasvuaan. Kasvua tukee varallisuusarvojen kasvu (osakkeet) sekä uusi omaisuudenhoitoon siirtyvä varallisuus. Taalerilla on edellytykset jatkaa vahvaa kasvuaan myös pitkällä aikavälillä johtuen sen vahvasta positiosta pääomarahasto-liiketoiminnassa sekä keskusurten varainhoitotalojen jatkuvasta markkinaosuuden voittamisesta. Energia-liiketoiminnalla on potentiaalia toimia merkittävänä kasvun moottorina tulevaisuudessa, mutta tämä vaatii onnistumista asiakaskunnan laajentamisessa (instituutit) ja ennen kaikkea onnistuneita hankkeita. Myös yritysjärjestelyt tulevat näyttämään merkittävää roolia ja uskomme niiden muokkaavan yhtiön rakennetta myös jatkossa.

Kannattavuudella on edellytykset jatkaa skaalautumistaan liikevaihdon kasvun myötä, mutta on kuitenkin selvää, että pidemmällä aikavälillä tuotteiden hintoihin tulee kohdistumaan yhä enemmän painetta ja palkkiotasot tulevat koko toimialalla laskemaan nykyisestä. Tuotekohtaiset erot tulevat tässä pysymään suurina ja hyvistä, selkeää lisäarvoa tuottavista, tuotteista voi edelleen pyytää korkeita palkkioita, kun taas heikon lisäarvon piiloindeksintuotteista hinnoittelu tulee painumaan yhä lähemmäs passiivisia indeksituotteita.

Hallinnoitavan varallisuuden kehitys 2015-2018e



Lähde: Inderes

Taserakenne

Velaton tase mahdollistaa yritysjärjestelyjä

Taalerin Varainhoitoliiketoiminta on toimialalle tyypillisesti erittäin pääomakevyttä liiketoimintaa. Vastaavasti Garantia sitoo vakuutusliiketoiminnalle tyypillisesti merkittävästi pääomia kattamaan mahdollisia tulevia korvausvastuita. Näin ollen konsernin tase on selvästi verrokkiyhtiötä raskaampi ja myös regulaation näkökulmasta yhtiön liikkumavara on pienempi.

Taalerin taseen loppusumma oli H1'16:n lopussa 175 MEUR. Tästä pääomasta noin 10 MEUR oli osakkeissa ja osakkuusyhtiöiden omistuksissa. 120 MEUR:n sijoitukset ovat pääosin Garantian sijoitussalkku ja noin 22 MEUR oli käteistä. Lainaamoon liittyviä saamia yhtiöllä on noin 10 MEUR:n edestä ja ne tulevat poistumaan yhtiön taseesta asteittain seuraavan 12 kuukauden aikana. Muuta merkittävää omaisuutta yhtiön taseessa ei vastaavien puolella ole. IT-investoinneista valtaosa kuluista juoksee suoraan tuloslaskelman läpi kuluina ja aineettoman omaisuuden osuus yhtiön taseesta on 1,7 MEUR.

Yhtiön oma pääoma oli H1'16:n lopussa 87,3 MEUR. Laskennallista verovelkaa yhtiöllä oli pääosin Garantia-kaupasta 16,2 MEUR ja korollista velkaa yhteensä noin 43 MEUR. Lainakanta sisältää 10 ja 20 MEUR:n joukkovelkakirjalainat joiden korot ovat nykyinen korkoympäristö huomioiden korkeat 4,5 % ja 5,5 %. Lainojen eräpäivät ovat keväällä 2017 ja syksyllä 2019 ja odotamme yhtiön rahoituskulujen laskevan näiden lainojen uudelleenrahoituksien myötä lähivuosina.

Merkittävää liikkumavaraa yritysjärjestelyissä

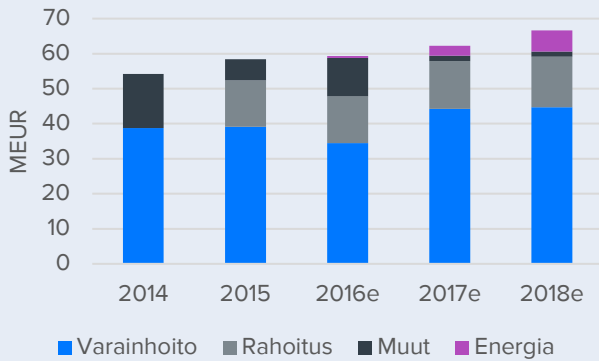
Yhtiön omavaraisuusaste oli 2015 lopussa 49,8 % ja ryhmän vakavaraisuus 312 %. Yhtiön tavoitteena on säilyttää omavaraisuus yli 30 %:ssa ja ryhmän vakavaraisuus yli 150 %:ssa (viranomaisten raja 100 %). Tase on selvästi ylikapitalisoitunut ja se antaa yhtiölle selkeää liikkumavaraa yritysostokentällä. Arviomme mukaan yhtiöllä on nykyisen taseen puitteissa mahdollisuus toteuttaa yritysjärjestelyjä noin 100 MEUR:lla ilman, että vakavaraisuustavoitteet alitettaisiin.

Keskeinen haaste Taaleritehtaan taseen kannalta on Garantian sijoitussalkku. Garantian salkusta noin 80 % on koroissa ja korkotuottojen jatkuva lasku tekee koroista tuoton saamisen erittäin haastavaksi. Samaan aikaan regulaatio asettaa omat rajoitteensa yhtiön riskin ottamiselle sijoitussalkun suhteen. Jotta yhtiö kykenee pitämään oman pääoman tuottonsa hyvällä tasolla, pitää sen arviomme mukaan kasvattaa Garantian riskiä joko 1) Garantian liiketoiminnan kautta (lisää vakuutusriskiä) tai 2) kasvattaa Garantian sijoitussalkun riskiprofiilia. Lisäksi yhtiön pitää säilyttää tietty velkavipu taseessaan. Uskomme Taalerin

velkavipun nousevan vielä 2016 aikana, kun yhtiö toteuttaa uusia yritysjärjestelyjä. Garantian taseen osalta odotamme yhtiön pyrkivän kasvattamaan ennen kaikkea operatiivista riskiä (kasvattaa liiketoimintaa) ja sijoitussalkun riskiprofiiliin emme toistaiseksi odota merkittäviä muutoksia.

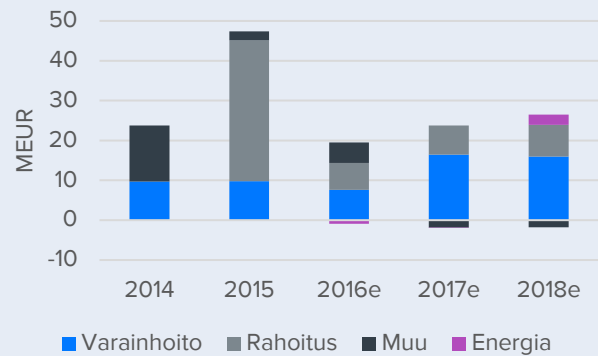
Ennusteet ja tase

Liikevaihdon kehitys



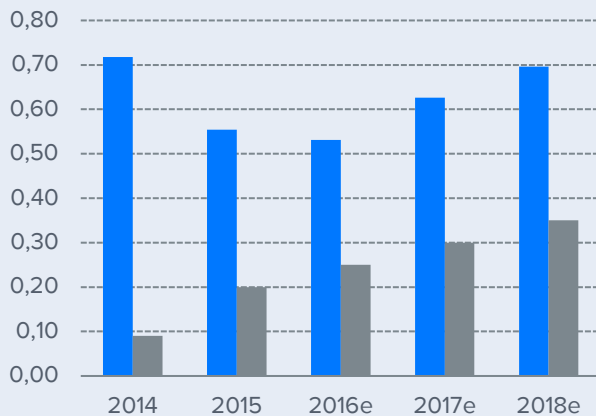
Lähde: Taaleri, Inderes

Liikevoiton kehitys



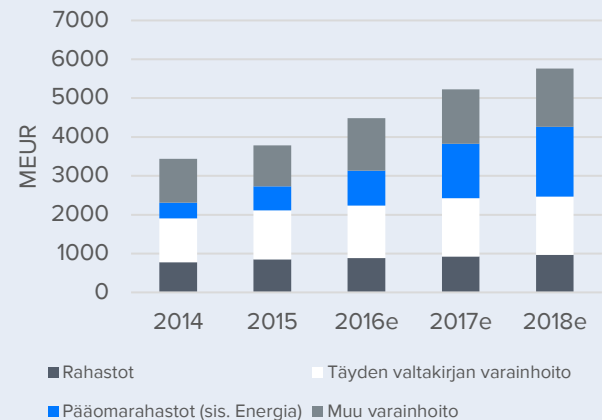
Lähde: Taaleri ja Inderes

EPS ja osinko kehitys



Lähde: Inderes, Taaleri

Hallinnoitavan varallisuuden kehitys



Lähde: Inderes, Taaleri

Taserakenne

Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	5	207	170	149	154
Liikearvo	1	1	1	11	11
Aineettomat oikeudet	1	2	2	4	5
Käyttöomaisuus	0	3	1	1	1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1	79	48	10	10
Muut sijoitukset	0	112	114	118	122
Muut pitkäaikaiset varat	2	10	5	5	5
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	23	31	47	23	28
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	7	5	5	5
Myyntisaamiset	12	22	14	6	0
Likvidit varat	12	2	28	12	23
Taseen loppusumma	28	237	217	171	182

Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Oma pääoma	22	78	95	97	108
Osakepääoma	0	0	0	0	0
Kertyneet voittovarot	7	44	62	59	70
Omat osakkeet	0	0	-5	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	15	34	38	38	38
Muu oma pääoma	0	0	0	0	0
Vähemmistöosuus	0	1	2	0	0
Pitkäaikaiset velat	2	148	106	61	61
Laskennalliset verovelat	0	19	18	18	18
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	0	111	75	30	30
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	2	18	13	13	13
Lyhytaikaiset velat	3	11	14	14	14
Lainat rahoituslaitoksilta	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset velat	3	11	14	14	14
Taseen loppusumma	28	238	217	171	182

Arvostus ja riskit

Käytämme Taalerin arvonmäärittämiseen pohjana osien summa laskelmaa ja mielestämme on realistista odottaa, että yhtiön osissa piilevä arvo tulee purkautumaan viimeistään yritysjärjestelyjen kautta keskipitkällä aikavälillä. Myös suhteellinen sekä absoluuttinen arvostustaso on edelleen hyvin kohtuullinen ja näkemyksemme mukaan nykyinen kurssitaso ei täysimääräisesti heijastele yhtiön tulospotentiaalia tai osissa piilevää arvoa.

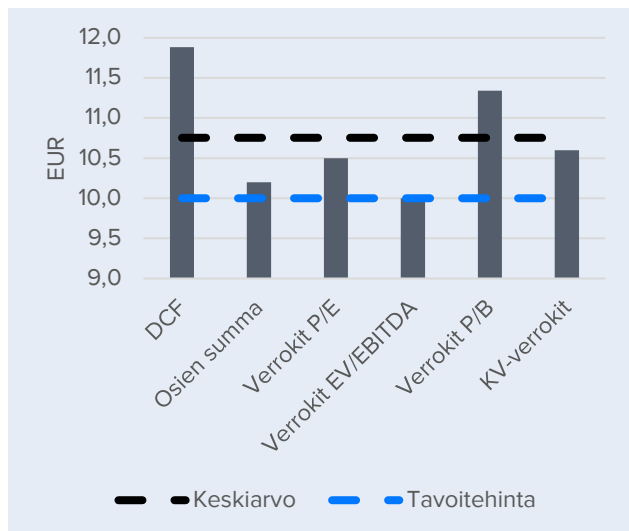
Arvostus

Arvostustaso vakaalla pohjalla

Taaleri on viimevuosien yritysjärjestelyillä osoittanut, että sen liiketoiminnoissa oleva arvo tulee realisoitumaan viimeistään yritysjärjestelyjen kautta ja näin ollen osien summa on oikea tapa tarkastella yhtiön arvostusta. Osien summan lisäksi olemme käyttäneet arviossamme suhteellista ja absoluuttista arvostustasoa. Kuuden käyttämämme eri arvostusmenetelmän keskiarvo yhtiön käyvälle arvolle on 10,9 euroa. Kaikkien arvostuskertoimien painoarvo on ennusteessamme sama, joskin pidämme sijoittajan kannalta tärkeimpinä osien summaa ja P/B-kerrointa. Lievä alennus tavoitehintamme ja keskiarvon välillä on mielestämme perusteltu johtuen Varainhoidon tulosparannukseen liittyvään epävarmuuteen.

Kokonaisuutena yhtiön arvostus on edelleen houkutteleva ja mielestämme nykyiset kertoimet eivät täysimääräisesti heijastele yhtiön täyttää tulospotentiaalia tai sen osissa piilevää arvoa. Valuaatiomme ei myöskään anna arvoa yhtiön yritysjärjestelyoptiolle, vaikka tämän nettoarvo onkin selvästi positiivinen vahvasta track recordista johtuen.

Yhteenveto arvostuksesta

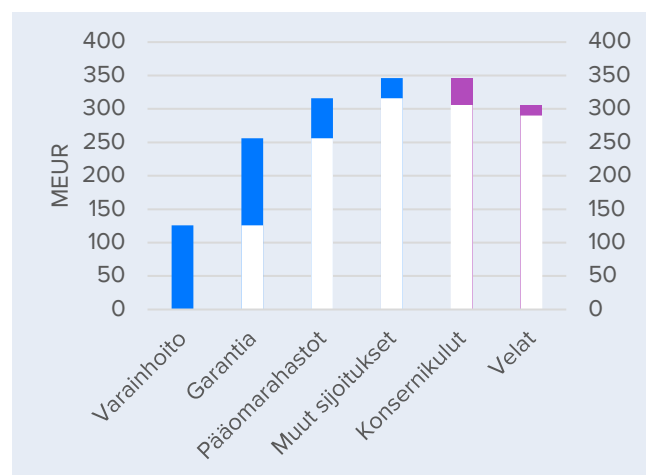


Lähde: Inderes (kotimaisiin verrokkeihin käytetty 2016-2017 keskiarvo tuloksia ja kertoimia, KV-verrokkeihin sovellettu 2016-2017 P/B, EV/EBITDA ja P/E-keskiarvoja)

Osien summa

Osien summa laskelmallemme Taalerin osien summa on noin 290 MEUR tai 10,2 euroa per osake. Garantia on yhtiön osista arvokkain ja arvioimme sen 140 MEUR:n arvoiseksi. Varainhoidon osuus on 126 MEUR ja Pääomarahastojen 60 MEUR. Olemme halunneet arvottaa Varainhoidon ja Pääomarahastot omina yksiköinä johtuen hiljattain toteutetusta kaupasta pääomarahastoilla. Näkemyksemme mukaan 48 MEUR:n kauppahinta pääomarahastoista oli käypä, mutta sisälsi tietyn alennuksen suhteessa todelliseen arvoon lähipiirtransaktiosta johtuen. Varainhoidossa arvonmäärittämisen pohjana on käytetty segmentin normalisoitua kannattavuutta ja verrokkiryhmää matalampaa arvostuskerrointa johtuen tulosparannukseen liittyvästä epävarmuudesta. Energia-liiketoiminnalle emme toistaiseksi anna erillistä omaa arvoa. Konsernin muut sijoitukset (sisältävät Lainaamon jäljellä olevan lainakannan) ovat arviolta noin 30 MEUR. Konsernikulujen ennustamme olevan nettona vuositasona noin 4 MEUR ja 10x kerrointa soveltamalla on konsernikulujen negatiivinen vaikutus yhtiön arvoon noin 40 MEUR:n ja nettovelloilla noin 17 MEUR:n vaikutus.

Osien summa laskelma



Lähde: Inderes

Tuloskasvun valossa kertoimet ovat kohtuulliset

Päivitetillä ennusteillamme kuluvan vuoden P/E-kerroin on 16x ja EV/EBITDA 13x. Kertoimia kaunistaa Finsilva-osakkeiden myyntivoitto ja Biotehtaasta irtautuminen ja näin ollen operatiivisesti kertoimet olisivat selvästi korkeammalla tasolla. 2017 osalta P/E on noin 14x ja siinä kertatuottojen osuus on selvästi pienempi (ennustamme Asuntorahasto 6 irtaantumista 2017). EV/EBITDA on 11x tasolla ja kokonaisuutena 2017 kertoimia voidaan pitää edelleen varsin kohtuullisina. Osinkotuotto on osingon kasvusta huolimatta vaatimattomalla tasolla 2,9 %:ssa ja 3,5 %:ssa. Suosittelemme sijoittajia kuitenkin kiinnittämään absoluuttisen osinkoprosentin sijaan huomiota vahvaan osingon kasvuun ja yhtiön jatkuvasti parantuvaan kassavirran generointikykyyn.

Näkemyksemme mukaan Taalerin nykyiset kertoimet ovat edelleen varsin kohtuulliset. Emme kuitenkaan näe niissä merkittävää nousuvaraa ja osakkeen lähivuosien potentiaali nojaa entistä enemmän tulosparannukseen. Tässä keskiössä tulee olemaan Garantian kannattava kasvu sekä Varainhoidon tulosparannus. Energia-liiketoiminta voi onnistuessaan nostaa yhtiön tulospotentiaalia merkittävästi, samoin kuin yritysjärjestelyt. Ennustemme huomioivat jo Garantian suhteellisen ripeän kasvun ja Varainhoidon tulosparannuksen ja näin ollen huomio keskittyikin keskipitkällä aikavälillä etenkin Energian etenemiseen ja yritysjärjestelyihin.

Suhteellinen arvostustaso

Suhteessa kotimaiseen verrokkiryhmään Taalerin osake on hinnoiteltu neutraalisti. Kuluvan vuoden kertoimet ovat alle verrokkiryhmän ja pörssin mediaanin johtuen kuluvan vuoden merkittävistä kertatuotoista. 2017 kertoimet ovat linjassa pörssin sekä kotimaisen verrokkiryhmän kanssa. Näkemyksemme mukaan preemioarvostus suhteessa verrokkeihin olisi normaalitilanteessa perusteltu johtuen yhtiön hyvistä tuloskasvunäkymistä, vahvasta M&A track-recordista ja paremmasta positioimisesta mahdollista laskumarkkinaa varten (projektiliiketoiminnan osuus pienempi ja pääomarahastojen osuus merkittävä). Varainhoidon tulosparannukseen liittyvä epävarmuus kuitenkin neutralisoi tämän emmekä pidä preemiota oikeutettuna lyhyellä aikavälillä.

Verrokkien arvostukset

	P/E		EV/EBITDA		P/B	Osinko-%
	2016	2017	2016	2017	2016	2016
Evli	15,6	15,0	11,0	10,5	2,4	5,0 %
eQ	17,6	15,6	12,4	11,0	3,7	7,5 %
Taaleri	16,3	13,8	13,0	10,9	2,5	2,9 %
United Bankers	63,0	14,7	16,1	8,2	4,4	6,0 %
CapMan	12,3	12,3	9,3	10,5	1,6	6,5 %
Elite	18,7	17,5	19,0	15,0	4,0	2,5 %
Keskiarvo	23,9	14,8	13,5	11,0	3,1	5,1 %
Mediaani	17,0	14,9	12,7	10,7	3,1	5,5 %

OMXH mediaani 16,8 14,8 9,9 9,1 1,8 3,5 %
Lähde: Inderes

Suhteessa ulkomaiseen varsin hajanaiseen verrokkiryhmään yhtiö on hinnoiteltu neutraalisti (sivulla 35). Verrokkiryhmän hyvin poikkeavien yhtiöprofiilien vuoksi annamme tälle vain vähän painoarvoa.

DCF-laskelma

DCF-laskelmassamme lähdemme oletuksesta, että markkinatilanteen heikentyminen ja kertatuottojen lasku tulee painamaan liikevaihdon kasvua lähivuosina. Pääomamarkkinasta osin irralliset Garantia ja Energia tulevat kuitenkin pitämään konsernin kasvussa. Odotamme liikevoittomarginaalin säilyvän 35-40 %:n tuntumassa läpi koko ennusteperiodin, mutta mix muuttuu kertatuotoista kohti jatkuvaa liiketoimintaa (riski pienenee). Johtuen yhtiön taseen tehokkaasta käytöstä (tase ei jatkuvasti ylikapitalisoitunut kuten useilla verrokeilla) WACC-% laskee 7,6 %:iin (oman pääoman kustannus 8,4 %). DCF-mallimme arvoksi tulee 11,7 euroa osake. Tarkempi DCF-laskelma löytyy sivulta 36.

Yritysjärjestelyoptio

Taaleri on lyhyen pörssihistoriansa aikana luonut merkittävän määrän omistaja-arvoa useilla onnistuneilla yritysjärjestelyillä ja näin ollen yhtiöön sijoittava sijoittaja saa mukana nettoarvoltaan selvästi positiivisen yritysjärjestelyoptio. Odotamme yhtiön jatkavan aktiivisena toimijana yritysjärjestelymarkkinalla myös jatkossa ja luottamus yritysjärjestelyiden onnistumiselle on korkea. Näkemyksemme mukaan yhtiö tulee myös jatkossa olemaan yritysjärjestelyissään hyvin opportunistinen, mutta kantavana ohjenuorana toimii edelleen omistaja-arvon kasvattaminen. Pidämme todennäköisempänä, että Taaleri tulee yritysjärjestelyissä olemaan seuraavaksi ostopuolella ja nykyisien omaisuuserien myyntiä pidämme lyhyellä aikavälillä epätodennäköisenä.

Riskit

ja markkinoiden laaja-alaisempi lasku heikentäisi yhtiön tulosta selvästi.

Arviomme mukaan Taalerin liiketoiminnan keskeisiä riskejä ovat:

Henkilöstö: Yhtiön liiketoiminnan menestys on vahvasti sidoksissa sen työntekijöiden osaamiseen ja osaavien työntekijöiden saatavuuteen. Historiallisesti henkilöstövaihtuvuus on ollut hyvin maltillinen ja työntekijöiden merkittävä omistus yhtiössä pienentää tätä riskiä.

Kulujen kasvu: Taalerin kulut ovat viime vuosina kasvaneet voimakkaasti, kun yhtiö on tehnyt panostuksia kasvuunsa ja oikaistu liikevaihdon kasvu ei ole pysynyt kulujen kasvun vauhdissa. Kiinteän kulumassan kasvattaminen ja heikentävä markkinatilanne luovat vaarallisen yhdistelmän ja mielestämme yhtiön olisi ensiarvoisen tärkeää saada suhteellista kulumassansa alas seuraavan 12 kuukauden aikana.

Sääntely: Toimialan sääntely tulee todennäköisesti jatkamaan kasvuaan lähivuosina Suomen sekä Euroopan 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. Yhtiön vakuutusliiketoiminta tekee yhtiöstä alttiimman regulaation muutoksille verrattuna sen keskeisimpiin kilpailijoihin. Regulaation keskeinen negatiivinen vaikutus Taalerille ovat kiristyneet vakavaraisuussäädökset, joilla on vaikutus yhtiön kykyyn toteuttaa yritysjärjestelyjä omalla taseellaan. Tämä ei kuitenkaan varsinaisesti nosta yhtiön riskiprofiilia vaan ennemminkin laskee hieman sen tuottopotentiaalia.

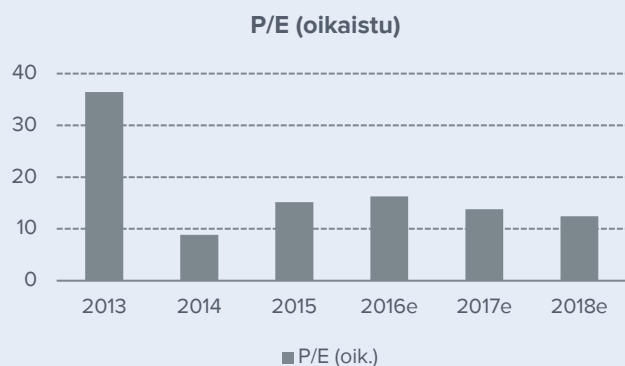
Maineriski: Toimialalle tyypillisesti maine ja asiakasmielikuva ovat erittäin tärkeitä. Maineriski voi näkemyksemme mukaan realisoitua esimerkiksi tilanteessa, jossa yhtiön rahasto tai strukturoitu tuote epäonnistuu totaalisesti.

Yrityskauppariski: Arviomme mukaan yrityskaupat tulevat olemaan oleellinen osa Taalerin strategiaa myös lähivuosina. Vaikka yhtiön track-record yritysjärjestelyistä onkin erinomainen, liittyy yrityskauppoihin aina merkittäviä riskejä. Suurimmat riskit liittyvät ostettaviin henkilöihin ja heidän sitoutumiseensa uuteen yhtiöön.

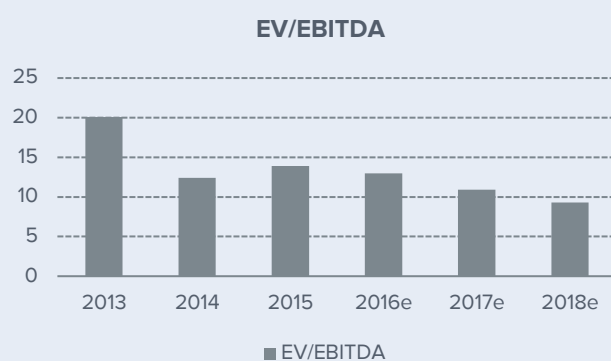
Makrotalouteen liittyvät riskit: Euroopan taloustilanne on edelleen heikko ja talouskasvunäkymät lähivuosille ovat vaisut. Valtioiden rakenteelliset ongelmat kasvattavat riskiä kasvun pysymisestä heikkona vielä pidemmän aikaa ja myös mahdollisuutta uudesta eurokriisistä ei voida sulkea pois. Keskuspankkien poikkeukselliset toimet ovat aiheuttaneet kuplia eri omaisuusluokkiin (etenkin korkoihin) ja markkinoiden riippuvuus keskuspankkien toiminnasta on huolestuttavan korkea. Taalerin palkkiotuottojen kehitys on voimakkaasti sidoksissa markkinoiden yleiseen kehitykseen

Arvostus yhteenveto

Keskeiset arvostuskertoimet



Lähde: Inderes, Taaleri



Lähde: Inderes, Taaleri

Laaja verrokkitaulukko

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e
Schwab	27,50	36288	36764	14,3	12,2	13,2	11,5	5,6	5,1	24,6	21,0	1,0	1,2	2,7
Perpetual	31,29	1453	1324	10,6	10,0	9,5	8,9	3,9	3,7	16,5	15,5	5,8	6,2	3,5
Union Financiere	22,70	365	342	8,3	7,9	7,9	7,6	1,7	1,6	13,4	12,8	7,4	7,6	3,5
Avanza Bank	35,58	1063	621					13,6	5,9	26,3	23,5	3,3	3,9	7,9
eQ	6,65	246	241	14,3	12,8	13,8	12,6	6,5	6,2	18,2	16,4	7,5	7,5	3,8
E*Trade	23,56	6431	7111	10,4	10,9	9,5	8,8	4,2	3,9	15,7	15,3	0,1	0,2	1,1
Ameritrade	28,84	15142	16807	13,9	12,7	12,2	11,5	5,7	5,4	20,4	19,4	2,4	2,7	3,4
Liontrust Asset managment	3,78	172	147	9,8	8,2	8,5	7,3	2,9	2,6	12,1	10,4	4,9	5,7	5,0
Nordnet	3,20	565	474					3,7	3,4	18,0	15,0	4,2	4,8	2,7
Amerprice Financials	89,60	14427	16550			7,5	7,3	1,6	1,5	10,8	9,6	3,2	3,6	2,4
CapMan	1,23	106	154	11,5	10,9	11,3	10,7	4,7	4,5	13,7	12,3	6,9	8,1	1,6
OVB Holding	16,58	236	189	11,7	11,6	9,6	9,5	0,9	0,9	21,6	21,3	4,5	4,5	2,7
Polar Capital	3,77	348	286	12,4	11,1	10,6	9,0	3,1	2,8	14,7	13,4	7,5	7,7	
Jupiter Fund Management	5,19	2347	2037	10,5	10,0	10,3	9,6	5,1	4,9	15,0	14,1	5,9	6,5	3,2
United Bankers	38,96	62	62	19,7	8,7	15,4	7,4	2,7	2,1	64,5	15,2	6,7	7,2	4,5
Taaleri (Inderes)	8,70	247	257	12,7	11,2	12,0	10,9	4,1	3,9	15,1	13,8	2,9	3,4	2,5
Keskiarvo				11,6	10,8	10,3	9,5	4,5	3,7	17,2	15,7	4,6	5,0	3,3
Mediaani				11,5	10,9	9,9	9,3	4,0	3,8	16,1	15,1	4,7	5,2	3,2
Erotus-% vrt. mediaani				10 %	2 %	21 %	17 %	1 %	2 %	-6 %	-9 %	-39 %	-34 %	-21 %

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

Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli

Tuloslaskelma

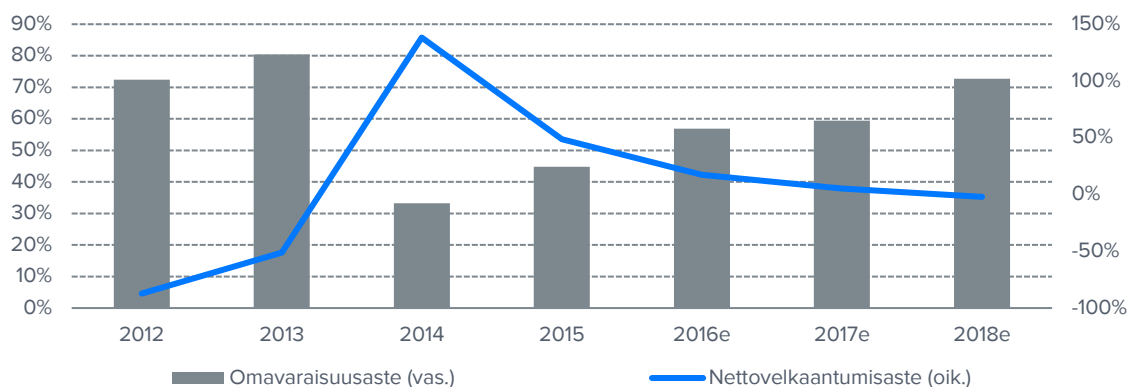
(MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	28	54	58	59	62	67
Kulut	-23	-33	-10	-40	-40	-41
EBITDA	5,0	21,5	48,2	19,8	22,5	25,6
Poistot	-0,5	-0,7	-0,9	-1,2	-0,7	-0,9
Liikevoitto	4,5	20,8	47,4	18,6	21,8	24,7
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>27,3</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>4,5</i>	<i>20,8</i>	<i>20,1</i>	<i>18,6</i>	<i>21,8</i>	<i>24,7</i>
Rahoituserät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osuus osakkuusyrityksien tuloksesta	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	0,4
Voitto ennen veroja	4,5	20,8	47,6	18,9	22,1	25,1
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-1,3	-1,6	-3,0	-3,9	-4,4	-4,9
Vähemmistöosuus	0,0	-1,1	-1,6	0,0	0,0	-0,4
Nettotulos	3,2	18,1	43,0	15,0	17,7	19,7
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>3,2</i>	<i>18,1</i>	<i>15,7</i>	<i>15,0</i>	<i>17,7</i>	<i>19,7</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	3,2	18,1	42,7	15,0	17,7	19,7
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>0,13</i>	<i>0,72</i>	<i>1,52</i>	<i>0,53</i>	<i>0,63</i>	<i>0,70</i>
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	0,13	0,72	0,55	0,53	0,63	0,70

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	5	207	170	149	154
Liikearvo	1	1	1	11	11
Aineettomat oikeudet	1	2	2	4	5
Käyttöomaisuus	0	3	1	1	1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1	79	48	10	10
Muut sijoitukset	0	112	114	118	122
Muut pitkäaikaiset varat	2	10	5	5	5
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	23	31	47	23	28
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	7	5	5	5
Myyntisaamiset	12	22	14	6	0
Likvidit varat	12	2	28	12	23
Taseen loppusumma	28	237	217	171	182

Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Oma pääoma	22	78	95	97	108
Osakepääoma	0	0	0	0	0
Kertyneet voittovarot	7	44	62	59	70
Omat osakkeet	0	0	-5	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	15	34	38	38	38
Muu oma pääoma	0	0	0	0	0
Vähemmistöosuus	0	1	2	0	0
Pitkäaikaiset velat	2	148	106	61	61
Laskennalliset verovelat	0	19	18	18	18
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	0	111	75	30	30
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	2	18	13	13	13
Lyhytaikaiset velat	3	11	14	14	14
Lainat rahoituslaitoksilta	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset velat	3	11	14	14	14
Taseen loppusumma	28	238	217	171	182

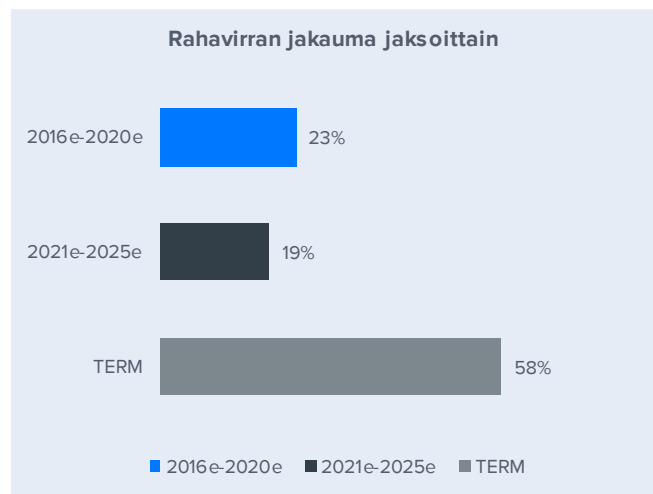
Taseen avainlukujen kehitys



DCF-malli

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
Liikevoitto	47,4	18,6	21,8	24,7	30,6	31,4	30,7	31,6	31,5	30,6	31,2	
+ Kokonaispoistot	0,9	1,2	0,7	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3	
- Maksetut verot	-4,0	-3,9	-4,4	-4,9	-6,1	-6,3	-6,1	-6,3	-6,3	-6,1	-6,2	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	13,0	7,7	5,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	57,2	23,6	24,0	20,7	25,5	26,1	25,6	26,4	26,4	25,7	26,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-4,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	4,5	-17,8	-6,2	-4,7	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	57,2	5,8	17,8	16,0	24,0	24,6	24,1	24,9	24,9	24,2	24,5	
+/- Muut	-24,3	9,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	32,9	14,8	17,8	16,0	24,0	24,6	24,1	24,9	24,9	24,2	24,5	445,2
Diskontattu vapaa kassavirta		23,5	16,2	13,5	18,8	18,0	16,4	15,7	14,6	13,2	12,4	225,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	378,1	363,6	347,4	333,9	315,1	297,1	280,8	265,1	250,5	237,3	225,0	
Velaton arvo DCF	378,1											
- Korolliset velat		-75,1										
+ Rahavarat		28,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-5,7										
Oman pääoman arvo DCF	332,1											
Oman pääoman arvo DCF per osake	11,71											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,00 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,6 %



Yhteenveto

Tunnuslukuja	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Varainhoito					
Hallinnoitava varallisuus	3400	3785	4384	4828	5165
Rahastot	774	850	884	928	965
Täyden valtakirjan varainhoito	1132	1260	1350	1500	1500
Pääomarahastot (sis. Energia)	401	623	900	1400	1800
Muu varainhoito	1133	1052	1350	1400	1500
Palkkiotuotot	30,0	28,8	28,1	32,2	34,1
Tuottosidonnaiset palkkiot	5,9	4,5	6,4	10,0	8,6
Muut	2,9	6,1	0,0	2,0	2,0
Garantia					
Korvauskulusuhde-%	4 %	15 %	13 %	20 %	22 %
Liikekulusuhde-%	42 %	49 %	39 %	35 %	31 %
Yhdistetty kulusuhde-%	46 %	64 %	52 %	55 %	53 %
Vakuutustekninen tulos	6,1	3,6	4,1	5,5	6,7
Sijoitustoiminnan nettotuotot	5,3	8,5	4,3	3,7	3,2
Sijoitussalkun tuotto-%	7,1 %	7,4 %	3,6 %	3,1 %	2,5 %
Running yield-% *	3,0 %	2,6 %	2,5 %	2,3 %	2,2 %
Sijoitussalkku MEUR	112,0	114,1	118,4	122,1	125,3

* merkityt ovat Inderesin ennusteita myös toteutuneiden vuosien osalta

Puolivuotisennusteet ja tiivistelmä

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2014	H1'15	H2'15	2015	H1'16e	H2'16e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	54,2	30,0	28,4	58,4	33,7	25,6	59,3	62,2	66,6
Varainhoito	38,8	19,6	19,5	39,1	17,6	16,9	34,5	44,2	44,7
Rahoitus	0,0	7,7	5,6	13,3	5,8	7,6	13,3	13,6	14,4
Muu	15,4	2,7	3,3	6,0	10,4	0,6	11,0	1,5	1,5
Energia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,6	2,8	6,0
Käyttökate	21,5	39,5	9,1	48,2	12,3	7,5	19,8	22,5	25,6
Poistot ja arvonalennukset	-0,7	-0,4	-0,9	-0,9	-0,6	-0,6	-1,2	-0,7	-0,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	20,8	11,7	8,4	20,1	11,7	6,9	18,6	21,8	24,7
Liikevoitto	20,8	39,1	8,3	47,4	11,7	6,9	18,6	21,8	24,7
Varainhoito	9,7	4,9	4,9	9,8	2,1	5,5	7,6	16,5	16,0
Rahoitus	0,0	33,3	2,1	35,4	2,4	4,4	6,7	7,2	7,9
Muu	14,1	0,9	1,3	2,2	7,3	-2,1	5,2	-1,9	-1,8
Energia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,9	-0,9	0,0	2,6
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	20,8	39,1	8,5	47,6	11,7	7,2	18,9	22,1	25,1
Verot	-1,6	-1,7	-1,3	-3,0	-2,6	-1,3	-3,9	-4,4	-4,9
Vähemmistöosuudet	-1,1	-0,5	-1,1	-1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4
Nettotulos	18,1	36,9	6,1	43,0	9,2	5,9	15,0	17,7	19,7
EPS (oikaistu)	0,72	0,34	0,22	0,55	0,32	0,21	0,53	0,63	0,70
EPS (raportoitu)	0,93	1,47	0,24	3,06	0,32	0,21	0,53	0,63	0,70

Tunnusluvut	2014	H1'15	H2'15	2015	H1'16e	H2'16e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihdon kasvu-%	97,1 %	78,6 %	-24,1 %	7,7 %	12,4 %	-9,9 %	1,5 %	4,9 %	7,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	362,2 %	290,0 %	-53,0 %	-3,5 %	0,3 %	-17,9 %	-7,3 %	17,2 %	13,4 %
Käyttökate-%	39,7 %	131,6 %	32,2 %	82,6 %	36,5 %	29,2 %	33,4 %	36,1 %	38,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	38,4 %	39,0 %	29,5 %	34,4 %	34,8 %	26,9 %	31,4 %	35,1 %	37,1 %
Nettotulos-%	33,3 %	123,1 %	21,5 %	73,7 %	27,2 %	23,0 %	25,4 %	28,5 %	29,6 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma	2013	2014	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	27,5	54,2	58,4	59,3	62,2
EBITDA	5,0	21,5	48,2	19,8	22,5
EBITDA-marginaali (%)	18,1	39,7	82,6	33,4	36,1
EBIT	4,5	20,8	47,4	18,6	21,8
Voitto ennen veroja	4,5	20,8	47,6	18,9	22,1
Nettovoitto	3,2	18,1	42,7	15,0	17,7
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	27,3	0,0	0,0

Tase	2013	2014	2015	2016e	2017e
Taseen loppusumma	28,1	237,5	216,7	171,4	182,1
Oma pääoma	22,6	78,9	97,1	96,8	107,5
Liikearvo	0,7	0,7	0,6	10,6	10,6
Korolliset velat	0,0	111,2	75,1	30,0	30,0

Kassavirta	2013	2014	2015	2016e	2017e
EBITDA	5,0	21,5	48,2	19,8	22,5
Nettokäyttöpääoman muutos	-8,1	-9,1	13,0	7,7	5,9
Operatiivinen kassavirta	-4,5	29,4	57,2	23,6	24,0
Vapaa kassavirta	-6,0	-79,6	32,9	14,8	17,8

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

Osakekohtaiset luvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
EPS	0,13	0,72	1,52	0,53	0,63
EPS oikaistu	0,13	0,72	0,55	0,53	0,63
Operat. kassavirta per osake	-0,18	1,17	2,02	0,83	0,85
Tasearvo per osake	0,88	3,08	3,35	3,42	3,79
Osinko per osake	0,11	0,09	0,20	0,25	0,30
Voitonjako, %	88	13	13	47	48
Osinkotuotto, %	2,4	1,4	2,4	2,9	3,5

Tunnusluvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
P/E	36,5	8,9	5,5	16,3	13,8
P/B	5,2	2,1	2,5	2,5	2,3
P/Liikevaihto	4,2	3,0	4,1	4,1	3,9
P/CF	neg.	5,4	4,2	10,4	10,2
EV/Liikevaihto	3,6	4,9	5,0	4,3	3,9
EV/EBITDA	20,1	12,4	6,0	13,0	10,9
EV/EBIT	22,2	12,8	6,1	13,8	11,3

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Oy Hermitage Ab	8,8 %
Veikko Laine Oy	8,6 %
Juhani Elomaa	7,3 %
Lombard International Assurance S.A	6,6 %
Karri Haaparinne	5,9 %
Berling Capital Oy	5,3 %

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
30.9.2014	Lisää	6,00 €	5,80 €
15.12.2014	Lisää	6,50 €	5,90 €
19.2.2015	Vähennä	8,50 €	9,02 €
10.3.2015	Lisää	9,00 €	7,70 €
11.6.2015	Lisää	9,00 €	7,70 €
20.8.2015	Lisää	10,00 €	8,90 €
11.1.2016	Lisää	10,00 €	8,42 €
25.2.2016	Lisää	10,00 €	8,72 €
30.3.2016	Osta	11,00 €	9,05 €
30.5.2016	Osta	11,00 €	9,30 €
26.8.2016	Lisää	10,00 €	8,85 €
19.9.2016	Lisää	10,00 €	8,70 €

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 neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja kuuden kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on nelipolainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja

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

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvara 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 laatiineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa. Taaleri Oyj on Inderesin vähemmistöomistaja 40 %:n omistusosuudella.

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

Inderes Oy

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

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi



2015

#1 ennustetarkkuus



2014

#1 ennustetarkkuus



2014

#1 suositustarkkuus



2012

#1 suositustarkkuus



2012

#2 suositustarkkuus



**inde
res.**

**Palkittua
analyysiä.**