

United Bankers

Laaja raportti

3/2020

Markkinariskit pitävät meidät varovaisina

Laskemme UB:n tavoitehinnan voimakkaasti laskeneiden ennusteiden myötä 6,4 euroon (aik. 9,0 euroa). UB on toteuttanut viime vuosina strategiaansa määrätietoisesti ja yhtiöllä on hyvät edellytykset palata markkinan elpymässä tuloskasvuun 2021 alkaen. Osakkeen nykyinen arvostustaso on mielestämme kuitenkin haastava yhtiön korkeat markkinariskit huomioiden. Jäämme odottamaan riski-/tuottosuhteen paranemista ja toistamme aikaisemman vähennä-suosituksemme.

Reaaliomaisuustuotteisiin keskittynyt sijoituspalveluyhtiö

United Bankers on vuonna 1986 perustettu reaaliomaisuustuotteisiin fokusoitunut sijoituspalveluyhtiö. Yhtiön liiketoiminta on jaettu kahteen operatiiviseen segmenttiin eli Varainhoitoon ja Pääomamarkkinapalveluihin. Varainhoito on UB:n ydinliiketoiminta ja sen osuus yhtiön liikevaihdosta sekä arvosta on hallitseva. Pääomamarkkinapalveluiden merkitys on UB:lle kokonaisuudessaan pieni ja se voidaan nähdä lähinnä täyden palvelun finanssitalon kokonaistarjontaa täydentävänä.

Yhtiö on toteuttanut strategiaansa viime vuosina määrätietoisesti

UB on ollut historiassa tuotelähtöinen toimija ja yhtiön pääpaino on ollut yksittäisten tuotteiden myymisessä. Yhtiö on keskittynyt viime vuosina strategiaansa mukaisesti jatkuvaa kassavirtaa tuottavien rahastopääomien kasvattamiseen ja fokus on ollut erityisesti reaaliomaisuustuotteisissa. Rahastopääomat ovatkin kasvaneet viime vuosina ripeästi vahvan markkinakehityksen, uusmyynnissä nähdyn selvän tasokorjauksen ja SPL-hankinnan (2017) myötä. Yhtiö on ottanut myös kulutehokkuudessa selviä askeleita eteenpäin, mutta tästä huolimatta Varainhoidon kannattavuus on edelleen alle useimpien keskeisten verrokkien. Näemmekin kulutehokkuudessa edelleen selvää parannuspotentiaalia ja keskeistä roolia tässä näyttelevät tuotekokojen kasvattaminen sekä asiakaskohtaisen kannattavuuden ja yleisen kulutehokkuuden parantuminen.

Koronavirus aiheuttaa väliaikaisen yskän tuloskehitykseen

UB lähtee vuoteen 2020 kaksijakoisesta tilanteesta. Lähtökohdat ovat sisäisesti erittäin hyvät, mutta ulkoisesti yhtiö kuitenkin kärsii merkittävästi meneillään olevasta markkinan voimakkaasta heikentymisestä. Ennustammekin yhtiön liikevaihdon laskevan kuluvana vuonna hallinnoitavan varallisuuden laskun myötä 11 %:lla 28,8 MEUR:oon ja vertailukelpoisen liikevoiton 4,1 MEUR:oon (2019: 6,7 MEUR). Ennusteidemme valossa yhtiön tulosoheistus (operatiivinen liikevoitto kasvaa edellisvuodesta) näyttää haastavalta ja pidämme todennäköisenä että UB joutuu monen muun sektorin yhtiön tapaan tarkistamaan sitä alaspäin. UB:lla on näkemyksemme mukaan kuitenkin hyvät edellytykset palata markkinan elpymässä tuloskasvuun 2021 alkaen. Tulospääomien ajaa omaisuusarvojen maltillinen elpyminen, vahva uusmyynti ja parantuva kulutehokkuus.

Tuotto-odotus jää osingon varaan, mikä ei ole riittävä korvaus korkeiden markkinariskien kantamisesta

Olemme määrittäneet UB:n arvon suhteellisen arvostuksen, kassavirtamallin, historiallisten arvostuskertoimien ja hallinnoitavan varallisuuden perusteella. Arvostusmenetelmien keskiarvo on 6,4 euroa, mikä on myös uusi tavoitehintamme. Osakkeen nykyinen arvostustaso (P/E 2020e: 22x) on mielestämme haastava ja kurssinousu vaatii taakseen merkittävää tuloskasvua. Pidemmällä aikavälillä UB:n osakkeessa on merkittävää potentiaalia, mutta lyhyellä aikavälillä tämä potentiaali hautautuu korkeiden markkinariskien alle.

Analytytikot



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



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

Suositus ja tavoitehintaa

Vähennä

(aik. Vähennä)



6,40 EUR

(aik. 9,00 EUR)

Osakekurssi: 6,70 EUR

Potentiaali: -4,5 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

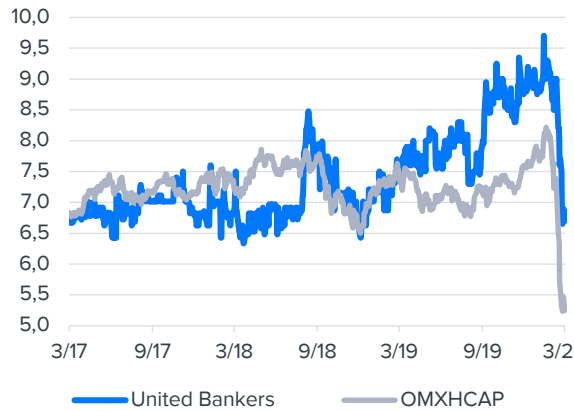
Yhtiö arvioi operatiivisen liikevoittonsa (2019 6,7 MEUR) kasvavan edellisvuoteen verrattuna

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	32,5	28,8	33,7	36,5
kasvu-%	9 %	-11 %	17 %	8 %
EBIT oik.	6,7	4,1	6,6	7,7
EBIT-% oik.	20,7 %	14,3 %	19,6 %	21,0 %
Nettotulos	4,4	3,2	5,2	6,1
EPS (oik.)	0,51	0,31	0,50	0,58
P/E (oik.)	17,2	21,6	13,4	11,6
P/B	2,5	2,0	1,9	1,8
Osinkotuotto-%	4,9 %	4,6 %	6,0 %	7,5 %
EV/EBIT (oik.)	11,8	14,5	8,6	7,1
EV/EBITDA	10,4	10,2	6,9	5,9
EV/Liikevaihto	2,4	2,1	1,7	1,5

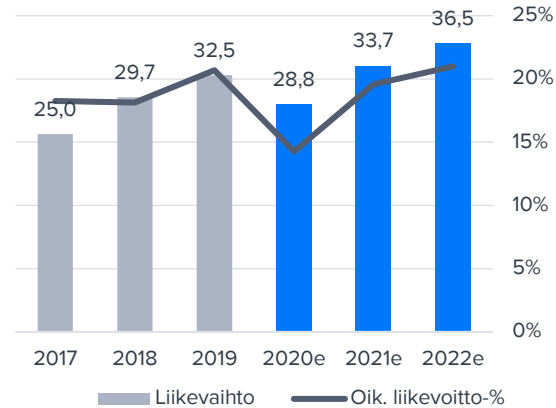
Lähde: Inderes

Osakekurssi



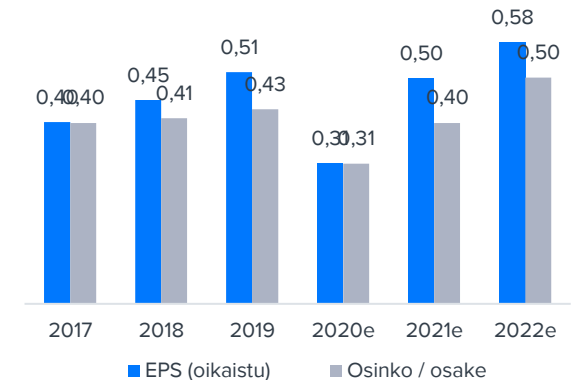
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Uusmyynnin kasvu vahvistuneen myyntivoiman myötä
- Uudet tuotteet
- Kulutehokkuuden parantuminen
- Yritysjärjestelyt

Riskitekijät

- Markkinatilanne
- Kulutehokkuuden parantuminen myynnin kasvaessa
- Regulaation kiristyminen

Arvostus

- Arvostustaso (2020e P/E 22x ja EV/EBITDA 11x) on haastava korkeat markkinariskit huomioiden
- Kurssinousu vaatii taakseen voimakasta tuloskasvua
- Tuotto-odotus jää puhtaasti osinkotuoton varaan, mitä emme pidä riittävänä korvauksena korkeiden markkinariskien kantamisesta.
- DCF ja AUM-pohjainen arvonnäätitys heijastelevat pidemmän aikavälin potentiaalia

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-8
Strategia	9
Sijoitusprofiili ja liiketoimintamallin riskiprofiili	10-11
Varainhoito	12-16
Pääomamarkkinapalvelut	17
Toimiala ja kilpailukenttä	18-25
Taloudellinen tilanne	26
Ennusteet	27-30
Arvonmääritys	31-37
Liitteet	38-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

United Bankers lyhyesti

United Bankers Oyj on suomalainen, vuonna 1986 perustettu varainhoidon ja sijoitusmarkkinoiden asiantuntija. United Bankersin liiketoiminta-alueisiin kuuluvat varainhoito ja pääomamarkkinapalvelut.

32,5 MEUR (9% vs. 2018)

Liikevaihto 2019

15 % 2014-2019

Oman pääoman tuotto keskimäärin

20,6 % (13,5 %)

Operatiivinen liikevoitto-% 2019 (2018)

3565 MEUR

Hallinnoitava varallisuus 2019 lopussa

15 590

Asiakasmäärä 2019 lopussa

135

Henkilöstön lkm 2019 lopussa

2012-2015

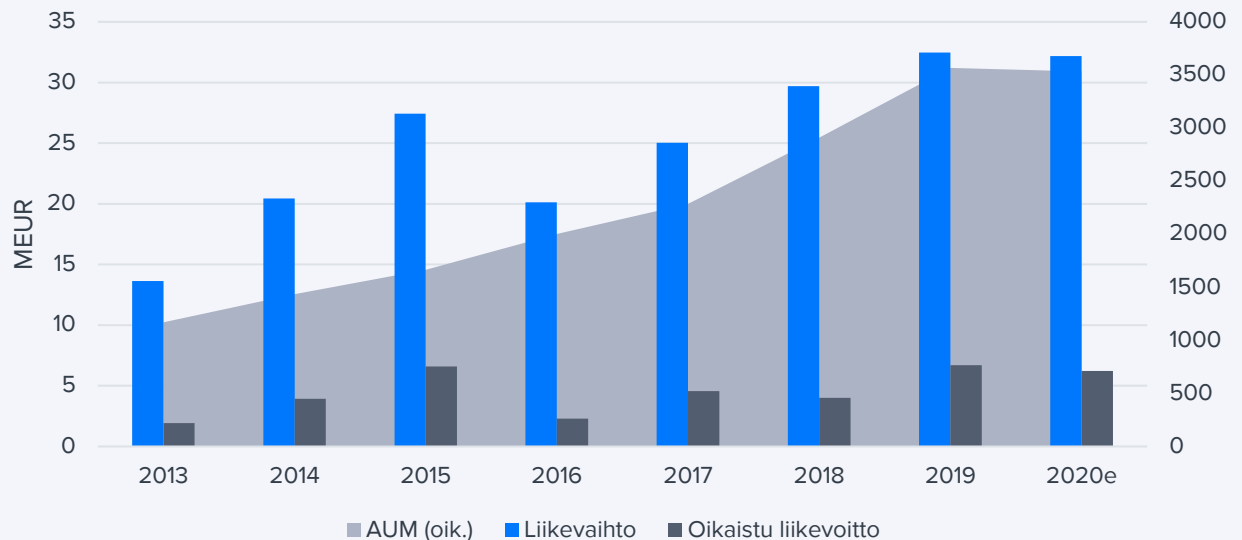
- Laajentuminen reaaliomaisuustuotteisiin
- Investointipankin perustaminen
- Transaktiovetoisen liiketoiminnan osuus edelleen merkittävä
- Listautuminen First North-markkinapaikalle vuonna 2014

2016-2019

- SPL-yrityksostolla uuteen kokoluokkaan 2017
- IT-investoinnit
- Rahastopääomien ja jatkuvien palkkiotuottojen määrätietoinen kasvattaminen
- SPL-integraatio ja myyntivoiman merkittävä kasvu
- Ruotsin investointipankin divestointi

2020-

- IFRS-raportointiin ja päälistalle siirtyminen
- Uusmyyntiin vahvan kasvun jatkuminen
- Panostukset HNW- ja instituutiokenttään
- Jatkuvien palkkiotuottojen kasvu
- Varainhoidon asteittainen kansainvälistäminen
- Yrityksostot



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Yhtiökuvaus

Vuonna 1986 perustettu United Bankers (UB) on keski-suuri toimija kotimaisessa sijoituspalvelukentässä. Yhtiöllä oli 2019 lopussa 135 työntekijää (sis. 11 osa-aikaista) sekä 35 sidonnaisasiamiestä. Listatuille finanssialan palveluyrityksille tyypillisesti yhtiön henkilöstö on merkittävänä omistajana ja omistaa 63% yhtiön osakekannasta.

Asiakkaita UB:llä on noin 16000 ja yhtiön 3,6 miljardin euron hallinnoitavasta varallisuudesta selkeä enemmistö tulee yksityisijoittajilta. Yhtiö on varainhoidossa profiloitunut etenkin reaaliomaisuustuotteillaan ja yhtiön hallinnoitavasta varallisuudesta noin kolmannes on sijoitettu reaaliomaisuustuotteisiin (listattu ja listaamaton).

Yhtiön liiketoiminta on jaettu kahteen operatiiviseen segmenttiin eli Varainhoitoon ja Pääomamarkkinapalveluihin (Muut-segmentti sisältää konsernikulut). Varainhoito on yhtiön ydinliiketoiminta ja sen osuus yhtiön liikevaihdesta sekä arvosta on hallitseva. Koko yhtiön strategia on rakennettu Varainhoitoliiketoiminnan ympärille ja Pääomamarkkinapalvelut toimii käytännössä tukifunktiona Varainhoidolle.

Välittäjästä varainhoitajaksi

Yhtiö aloitti liiketoimintansa arvopaperinvälityksestä ja yhtiö oli puhdas pankkiiriliike. Finanssikriisin jälkeen yhtiö teki merkittävän strategisen muutoksen, kun se alkoi

keskittyä yhä selvemmin varainhoitoon. Keskeisiä askelia tällä matkalla ovat olleet vuoden 2012 Aventure-rahastoyhtiön osto, Nordic Forest Managementin hankinta (2014) sekä Suomen Pankkiiriliike-yritysosto (2017). Strategiavalinta on osoittautunut oikeaksi, sillä välitystoiminta on Suomessa ajautunut rakenteellisiin ongelmiin ja yhtiön vanhan liiketoimintamallin toimintaedellytykset ovat kadonneet. Yhtiön muutos välittäjästä varainhoitajasta alkaa olla ohi ja välityksen osuus yhtiön liikevaihdesta on tänä päivänä enää häviävän pieni. Vastaavasti rahastoliiketoiminta sekä omaisuudenhoito kattavat valtaosan konsernin saamista palkkiotuotoista ja yhtiö onkin tänä päivänä täysiverinen varainhoitaja.

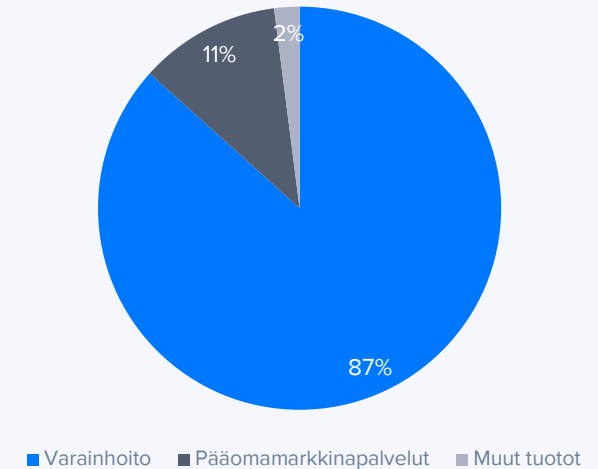
Voitonjakopolitiikka ja pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet

United Bankers ei ole julkisesti asettanut liiketoiminnalle muita pitkän aikavälin taloudellisia tavoitteita kuin voitonjakotavoitteen. UB:n tavoitteena on maksaa säännöllistä vuosittaista osinkoa. Osinkoa pyritään jakamaan vähintään 50 % tilikauden osakekohtaisesta tuloksesta tai osakekohtaisesta kassavirrasta ottaen kuitenkin huomioon yhtiön liiketoiminnan kehitystarpeet.

Yritysostot

Epäorgaaninen kasvu on näytellyt United Bankersin kasvussa keskeistä roolia ja yhtiö on toteuttanut historiassa lukuisia yritysostoja. Keskeisimmät UB:n viime vuosien yritysjärjestelyt on kuvattu tarkemmin seuraavalla sivulla.

Palkkiotuottojen jakauma 2019



United Bankersin yritysjärjestelyt 2016-2019



Inderesin kommentit UB:n yritysjärjestelyistä

- UB Capitalin vähemmistöosuuksien hankinta paransi läpinäkyvyyttä ja selkeytti konsernirakennetta. Kaupan arvostuskertoimet neutraalit.
- UB Capitalin Ruotsin liiketoiminnan myynnissä arvostuskertoimet olivat edulliset ja kaupalla oli negatiivinen EPS-vaikutus. Kauppa kuitenkin paransi yhtiön liiketoiminnan ennustettavuutta.
- UB Real Asset Managementin vähemmistöjen ostot strategisesti järkevä, sillä UBREAM:in hallinnoimat reaaliomaisuusrahastot ovat UB:n reaaliomaisuusstrategian keskiössä.
- Suomen Pankkiiriliike-yritysosto oli strategisessa mielessä looginen ja se kasvatti UB:n myyntivoimaa selvästi. SPL:n integraatio kesti hieman odotuksiamme kauemmin, mutta etenkin myyntipuolen synergiat ovat olleet odotuksiamme suuremmat ja pidämme kauppaa UB:n kannalta hyvin onnistuneena.
- KJK Capital Oy:n varainhoitoliiketoiminnan osto strategisesti perusteltu, sillä se kasvatti yhtiön läsnäoloa instituutiokentässä ja arvostus oli edullinen.
- UB Rahoitukseen (ent. Joutsen Rahoitus) liiketoiminta (joukkorahoitusala) on mielestämme UB:n ydinosaamisalueen ulkopuolella ja mielestämme sen strateginen rooli osana UB:tä on kyseenalainen.

Varainhoito

Reaaliomaisuustuotteisiin keskittynyt varainhoitaja

- Tuottojen painopiste siirtynyt viime vuosina selvästi enemmän jatkuviin tuottoihin
- Pääkohderyhmänä varakkaat yksityishenkilöt ja instituutiot
- Hallinnoitavaa varallisuutta 3,6 mrd euroa
- Yli 15 000 asiakasta

Rahastot (74 % palkkiotuotoista)

Omaisuudenhoito (15 % palkkiotuotoista)

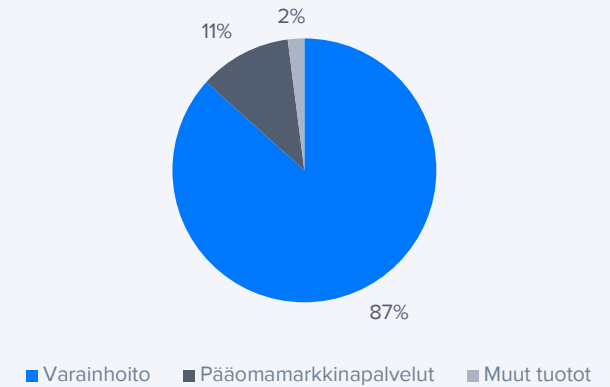
Strukturoidut tuotteet (11 % palkkiotuotoista)

Liiketoimintaidea



United Bankers Oyj on suomalainen, vuonna 1986 perustettu varainhoidon ja sijoitusmarkkinoiden asiantuntija. United Bankersin liiketoiminta-alueisiin kuuluvat varainhoito ja pääomamarkkinapalvelut.

Palkkiotuottojen jakauma (2019)



Pääomamarkkinapalvelut

- Arvopaperivälitys
- Listautumispalvelut
- Vieraan ja oman pääoman ehtoiset rahoitusjärjestelyt
- Lainaperusteiset rahoitusratkaisut
- Joukkorahoitus (UB Rahoitus)

Resurssit



135 sijoitusasiantuntijaa
2019 lopussa

36 asiamiestä 2019
lopussa

Jakelukanavat

7 toimipistettä Suomessa



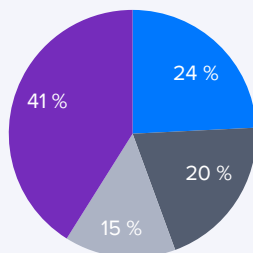
Sivuliike Ruotsissa ja Luxembourgiissa

Ulkopuoliset jakelukanavat (mm. POP-
pankit, Avanza sekä Nordnet)



Hallinnoitava varallisuus

3,6 mrd€ (2019)



- Perinteiset rahastot
- Pääomarahastot
- Muu rahastopääoma
- Omaisuudenhoito

Toimialan trendejä

- Sijoittajien vaatimustason nousu - tuotteiden tarjottava lisäarvoa
- Uudet tuotteet (esim. reaaliomaisuus) valtaavat alaa perinteisiltä tuotteilta
- Matala korkotaso nostaa vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kysyntää
- Digitalisaatio mahdollistaa uusien asiakasryhmien palvelemisen kustannustehokkaasti – kilpailu kiristyy alemmissa segmenteissä
- Alan hintataso tulee kohtaamaan painetta – palkkiotasot laskevat ilman lisäarvoa tai parempaa palvelua
- Vastuullisuudesta tulee alalle uusi standardi

Strategia

2011
-
2014

2015
-
2018

2019-

Täyden palvelun finanssitaloksi

- Laajentuminen reaaliomaisuuteen
- Investointipankin perustaminen
- IT-järjestelmien uudistaminen
- Tuotetarjonnan laajentaminen
- Yhtiö edelleen riippuvainen transaktiopalkkioista
- Listautuminen First Northiin

Strategian Must Win Battles

Toteutunut

- SPL-integraation onnistuminen
- Nousu seuraavaan kokoluokkaan
- Pääomarahastoliiketoiminnan ylösajo
- Jatkuvien tuottojen osuuden selkeä kasvu
- Myyntipotentiaalin realisoiminen

Seuraava kokoluokka ja fokus jatkuviin tuottoihin

- Yrityskaupoilla merkittävää jakeluvoimaa (SPL ja Optium)
- Vähemmistöjen lunastukset
- Orgaanista kasvua suotuisan markkinakehityksen tukemana
- Pääomarahastoliiketoiminnan käynnistys
- IT-investoinnit ja regulaatio nostavat kuluja
- Jatkuvien tuottojen osuuden voimakas kasvu
- Keskittyminen varainhoitoon (irtaantuminen Ruotsin investointipankista)

Lähitulevaisuus 1-2v

- Koronakriisistä navigointi kuivin jaloin
- Yksittäisten tuotteiden kokoluokkien selkeä kasvu nykyisestä
- Varainhoidon palvelutarjonnan terävöittäminen
- IT-järjestelmän tehokkuushyötyjen realisoituminen
- Uusien pääomarahastojen lanseeraukset
- Asiakkaille hyvän riski-/tuottosuhteen tarjoaminen
- Operointi selvästi aiempaa heikommassa markkinatilanteessa
- ESG:n onnistunut integraatio osaksi yhtiön toimintaa (raportointi, salkunhoito etc.).

Tulospotentiaalin realisoiminen ja kasvun jatkuminen

- SPL:n onnistunut integraatio ja myyntivoiman täysimääräinen hyödyntäminen
- Orgaanisen kasvun kiihdyttäminen
- Yhä selvemmin fokus reaaliomaisuus-varainhoidossa
- Pääomarahastoliiketoiminnan kasvattaminen
- Keskipitkällä aikavälillä yrityskaupat todennäköisiä
- Koronakriisi aiheuttaa väliaikaisen tasokorjauksen yhtiön numeroihin

Seuraavat 5 vuotta

- Isompi päänavaus Ruotsin varainhoitomarkkinalla (todennäköisesti yrityskauppa)
- Kasvu merkittävästi nykyistä kokoluokkaa suuremmaksi toimijaksi
- Tuotetarjonnan laajentaminen etenkin pääomarahastoissa
- Nousu tuotetalosta täyden palvelun varainhoitajaksi

Sijoitusprofiili

1.

Kasvuyhtiö

2.

Kulutehokkuuden parannuspotentiaalia

3.

Matala pääoman tarve mahdollistaa vuolaat osingot

4.

Yritysjärjestelyt

5.

Avainhenkilöillä merkittävä omistus yhtiössä

Potentiaali



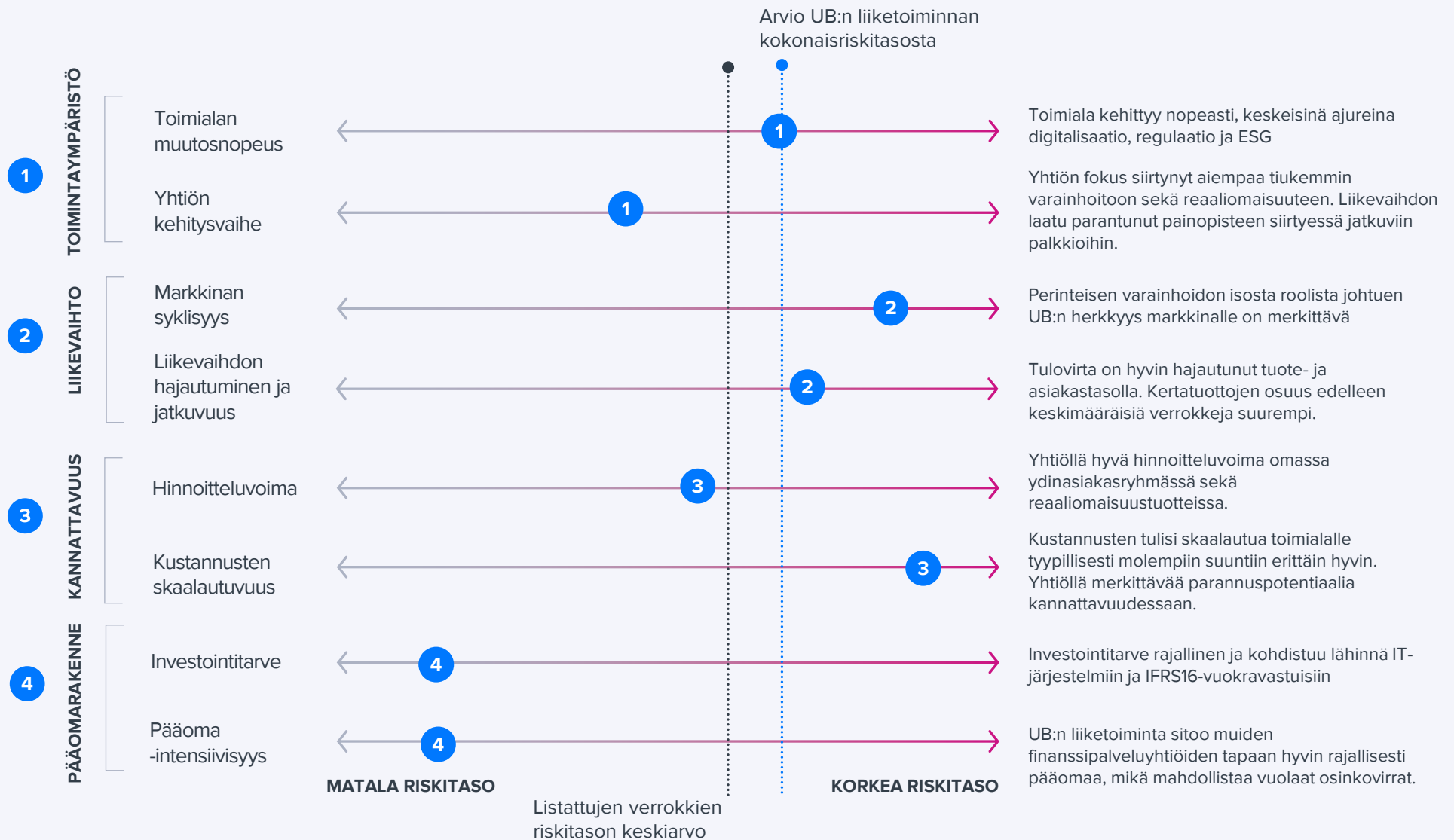
- Asiakaskokojen kasvu siirtymällä tuotetalosta täyden palvelun varainhoitajaksi
- Uudet tuotteet ja nykyisten tuotteiden kasvu
- Kulutehokkuudessa selkeää parannuspotentiaalia
- Yritysjärjestelyt ja toimialan konsolidaatio

Riskit



- Regulaation kiristyminen
- Markkinatilanteen heikentyminen
- Kannattavuusparannuksen realisoituminen
- Ei-jatkuvien tuottojen osuus edelleen merkittävä

United Bankersin liiketoimintamallin riskiprofiili



Varainhoito 1/4

Konsernin ydin

UB on erityisesti reaaliomaisuustuotteisiin keskittynyt keskiuuri varainhoitaja. UB:n Varainhoitoliiketoiminta käsittää rahastot, omaisuudenhoidon ja strukturoitujen sijoitustuotteiden myynnin. Varainhoidon palkkiotuotot olivat vuonna 2019 28,1 MEUR ja käyttökate 8,8 MEUR. Yhtiöllä oli vuoden 2019 lopussa 15 950 asiakasta ja hallinnoitavaa varallisuutta 3565 MEUR.

Hallinnoitava varallisuus

Olemme jakaneet UB:n hallinnoitavan varallisuuden mallinnuksessamme 1) perinteisiin rahastoihin, 2) pääomarahastoihin, 3) muuhun rahastopääomaan ja 4) omaisuudenhoidon alla olevaan hallinnoitavaan varallisuuteen.

Perinteiset rahastopääomat olivat vuoden 2019 lopussa 864 MEUR ja ne käsittävät UB Rahastoyhtiön rahastopääomat (pl. UB Metsä, UB Suomi Kiinteistöt- sekä UB Pohjoismaiset Liikekiinteistöt-rahastot). Arviomme mukaan UB:n perinteisistä sijoitusrahastoista saama palkkiotaso on terve noin 0,8-1,0 %.

Pääomarahastojen hallinnoimat pääomat olivat viime vuoden lopussa 720 MEUR. Pääomarahastojen pääomat koostuvat koostuvat 1) UB:n metsäomaisuuteen sijoittavista Nordic Forest Fund- ja UB Metsä-rahastoista, 2) UB Yrityslainarahastosta sekä 3) kahdesta kiinteistörahastosta (UB Suomi Kiinteistöt ja UB Pohjoismaiset Liikekiinteistöt). Pääomarahastot ovat UB:n hallinnoitavasta varallisuudesta arvokkainta sen houkuttelevasta palkkiorakenteesta johtuen. Arviomme mukaan UB:n pääomarahastoista saama keskimääräinen

palkkiotaso on vahvalla noin 1,0 %:n tasolla.

Muu rahastopääoma (518 MEUR) koostuu KJK Capital-yritystoston mukana tulleesta hallinnoitavasta varallisuudesta (~200 MEUR) ja UB Pankkiiriliikkeen (entinen SPL) tarjoamista kolmansien osapuolten rahastoista (mm. eQ). Tämän hallinnoitavan varallisuuden palkkiotaso on arviomme mukaan rahastopääomista heikoin noin 0,5 %.

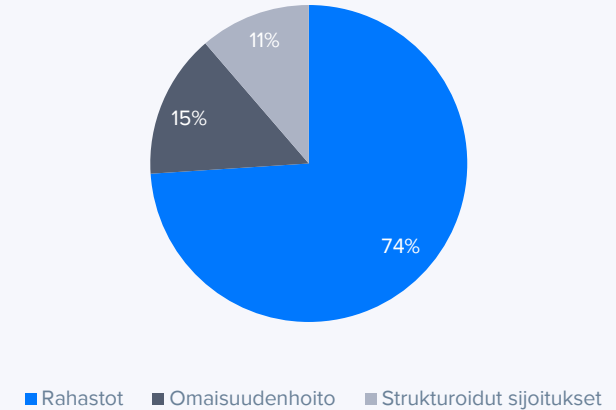
Omaisuudenhoidon alla olevat pääomat (1464 MEUR) koostuvat mandaateista, asiakassäilytyksessä olevista osakkeista ja joukkolainoista, strukturoiduista sijoitustuotteista sekä vakuutusvaroista. Laskelmiemme mukaan UB:n omaisuudenhoidosta saama palkkiotaso on keskimäärin 0,2-0,3%, mutta tämä vaihtelee jonkin verran transaktioaktiiviteetin mukana.

Rahastot

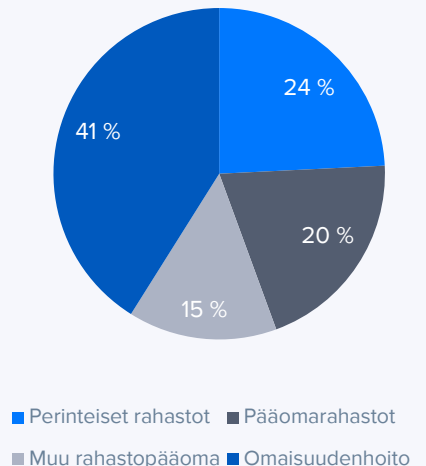
Rahastot muodostavat valtaosan Varainhoitoliiketoiminnasta ja rahastopalkkioiden (2019: 20,8 MEUR) osuus oli koko Varainhoidon palkkiotuotoista viime vuonna noin 74 %. Rahastojen palkkiotuotoista hallinnointipalkkioiden osuus oli noin 13,3 MEUR ja tuottosidonnaisten palkkioiden 5,7 MEUR. Merkintä- ja lunastuspalkkioiden osuus oli puolestaan noin 1,9 MEUR.

UB:n rahastotarjonta käsittää yhteensä 21 rahastoa. Yhtiön rahastovalikoima pitää sisällään 1) osake-, korko- ja monstrategiarahastot, 2) listatut kiinteistö- ja infrarahastot, 3) listaamattomat kiinteistörahastot sekä 3) metsärahastot. Yhdellätoista UB:n rahastolla oli maaliskuussa 2020 Morningstarin antama luokitus ja niiden keskiarvo oli välttävä 2,9 tähteä.

Varainhoidon palkkiotuottojen jakauma 2019



Hallinnoitava varallisuus (2019 lopussa)



Varainhoito 2/4

UB:n tavoitteena on ollut kasvattaa jatkuvaa kassavirtaa tuottavien rahastopääomien osuutta hallinnoitavasta varallisuudesta ja yhtiön fokus on ollutkin erityisesti reaaliomaisuustuotteissa (mm. kiinteistö- ja metsärahastot). Rahastopääomien kasvu on ollut viime vuosina ripeää ja rahastopääomat ovat kasvaneet viimeisen kolmen vuoden aikana keskimäärin yli 30 %:n vuosivauhtia. Rahastopääomien voimakkaan kasvun taustalla ovat olleet poikkeuksellisen vahva pääomamarkkinakehitys, UB:n uusmyynnissä nähty selvä tasokorjaus ja SPL-hankinta. Yhtiön myyntivoima vahvistui vuoden 2017 lopun SPL-yrityskaupan myötä merkittävästi ja rahastojen kokonaisyhteistyö ylitti viime vuonna 500 MEUR:n tason.

Omaisuuksienhoito

UB:n Omaisuushoito tarjoaa varainhoidon tuotteita ja palveluita, vastaa strukturoitujen sijoituslainojen tuotekehityksestä ja toimii yhtiön kaikkien varainhoitotuotteiden ja -palveluiden myyjänä ja markkinoijana. Omaisuushoidon palkkiotuotot olivat viime vuonna 4,1 MEUR eli noin 15 % Varainhoidon palkkiotuotoista.

UB:lla on Suomessa myyntikonttorit seitsemällä paikkakunnalla, minkä lisäksi yhtiön jakeluverkostoa täydentää myös täydentävät yhteistyökumppaneiden (mm. POP-pankit) kanssa solmitut jakelusopimukset. POP-pankkien toiminta tapahtuu pitkälti pienemmällä paikkakunnalla ja se täydentää hyvin UB:n omaa myyntiverkostoa. Omaisuushoidolla on myös sivuliike Ruotsissa (muutaman hengen instituutiomyyntitiimi Tukholmassa) ja Luxembourgiin. UB on

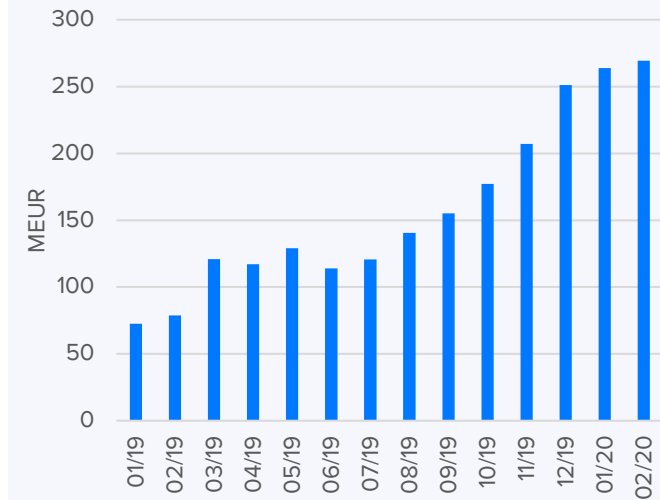
panostanut viime vuosina myös digitaalisen jakelukanavan kehittämiseen, minkä lisäksi sen tuotteita on ollut merkittävässä Ruotsin PPM-eläkejärjestelmässä sekä Nordnetin ja Avanzan rahastoportaaleissa. Rahastomyynti lähti Ruotsissa liikkeelle suhteellisen hitaasti, mutta portaalien kautta tapahtuva myynti on kiihtynyt selvästi vuosina 2018-2019.

Omaisuuksienhoitoon pääkohderyhmänä ovat Private Banking-asiakkaat. Private Banking-asiakkaille UB tarjoaa pääasiassa omia tuotteita ja yhtiö palvelee asiakkaita myyntikonttorien ja OmaUB-digialustan kautta.

Instituutioasiakkaille UB tarjoaa pääasiassa pääomarahastoja sekä reaaliomaisuustuotteita. Instituutioasiakkaissa yhtiön keskipitkän aikavälin tavoitteena on tuotetarjonnan laajentaminen ja asiakaskunnan kasvattaminen Suomen ja Ruotsin ulkopuolella.

Varakkaille yksityishenkilöille UB tarjoaa pääasiassa suoria sijoituksia ja täyden valtakirjan salkunhoitoa. Täyden valtakirjan salkunhoidossa yhtiö hyödyntää reaaliomaisuuden osalta omia tuotteitaan sekä listattuja reaaliomaisuustuotteita ja perinteisissä omaisuuslajeissa yhtiö tukeutuu pääasiassa ETF-rahastoihin. Erittäin varakkaat yksityishenkilöt (UHNW) ovat selvästi UB:n pienin asiakasryhmä. Yhtiön tahtotilana on kasvattaa UHNW-asiakkaiden määrää ja yhtiö on panostanut varakkaiden yksityishenkilöiden palvelukokemukseen muun muassa vuonna 2018 perustetun Private Investment Office-palvelukonseptin avulla.

UB:n rahastojen nettomerkinnot rullaavaa 12kk



Lähde: Rahastoraportti

Hallinnoitavan varallisuuden kehitys



Varainhoito 3/4

Strukturoidut sijoitustuotteet

UB:n strukturoitujen tuotteiden tarjonta käsittää sekä osakepohjaiset että luottoriskisidonnaiset sijoitustuotteet. Yhtiön pääkohderyhmänä strukturoiduissa tuotteissa ovat yksityissijoittajat. UB:n strukturoiduista sijoitustuotteista saamat palkkiotuotot olivat viime vuonna 4,1 MEUR eli noin 11 % Varainhoidon palkkiotuotoista.

Strukturoiduissa tuotteissa liikevaihto on ollut laskussa viime vuosina mm. yrityslainamarkkinoilla nähdystä tuottotasojen laskusta johtuen. UB on kokoluokkaansa nähden merkittävä toimija strukturoitujen sijoitustuotteiden markkinoilla (2018: markkinaosuus 8,0 %) ja laskeneesta liikevaihdosta huolimatta yhtiön markkinaosuus on pysynyt arviomme mukaan vähintäänkin vakaana.

Varainhoidon kulurakenne

Varainhoidon kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin kiinteä ja merkittävimmän kuluerän muodostavat henkilöstökulut. UB:n palveluksessa oli vuoden 2019 lopussa noin 135 kokopäiväistä työntekijää ja 36 sidonnaisasiamiestä. Yhtiö ei avaa henkilöstön jakaumaa segmentteittäin, mutta arviomme mukaan Varainhoidossa työskenteli 2019 lopussa yhteensä noin 90-100 henkilöä.

Varainhoidon henkilöstökulut olivat viime vuonna noin 11,3 MEUR arviomme mukaan keskimääräinen henkilöstökulu on henkilöstön todellisesta määrästä riippuen noin 113-125 TEUR/vuosi. Taso on lievästi alle keskeisten verrokkien UB:n vahvasta henkilöstöomistuksesta johtuen.

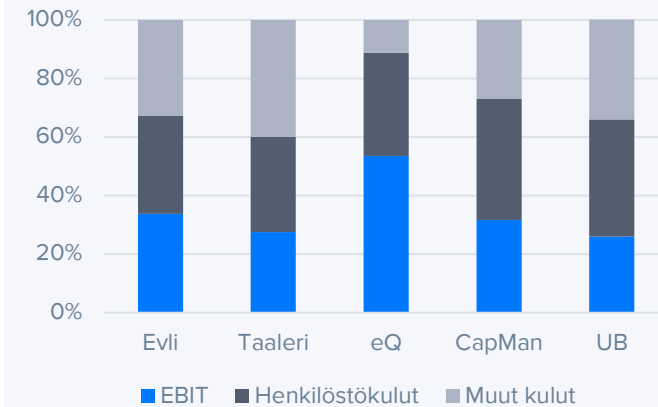
UB:n muut kulut koostuvat pääasiassa sidonnaisasiamiehille ja muille jakelukumppaneille

maksettavista palkkiokuluista (2019: 3,8 MEUR), hallintokuluista (2019: 3,7 MEUR) ja poistoista. Yhtiö raportoi poistot vain konsernitason (2019: 1,7 MEUR). Mikäli poistot jyvitetäisiin operatiivisille segmenteille (Varainhoito ja Pääomamarkkinapalvelut) liikevaihdon suhteessa, olisi Varainhoidon poistotaso on noin 1,5 MEUR. UB:n poistotaso on suhteellisen korkea aineettomien hyödykkeiden korkeasta poistomassasta (2019: 1,0 MEUR) johtuen. Aineettomien hyödykkeiden korkean poistomassan taustalla on historiassa toteutetuista yritysjärjestelyistä syntyneet asiakassuhteiden poistot (PPA-poistot) ja IT-järjestelmien poistot.

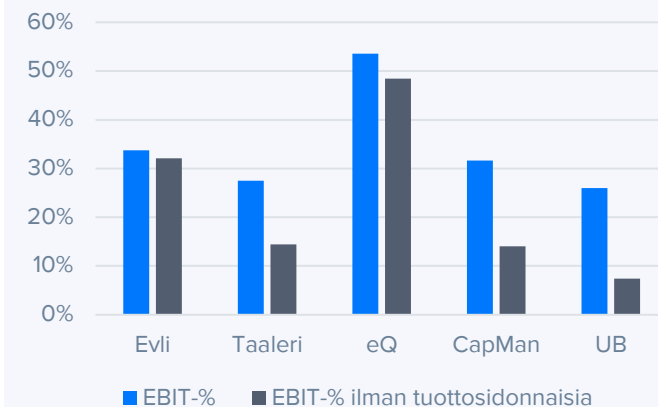
UB:n varainhoidon kannattavuus (2019: EBIT-% 26 %) on viime vuosien parantuneesta kulutehokkuudesta huolimatta yhä edelleen alle useimpien keskeisten verrokkien ja Varainhoidon kulurakenteen selvä skaalautuminen on ainakin toistaiseksi antanut odottaa itseään. Vaikka UB on onnistunut kasvattamaan jatkuvien tuottojen osuutta viime vuosina selvästi, näyttelevät tuottosidonnaiset palkkiot yhtiön tuotoissa edelleen varsin merkittävää roolia. Tämän myötä jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuus (2019: EBIT-% ilman tuottosidonnaisia palkkioita: ~7 %) on edelleen suhteellisen vaisulla tasolla.

Näemmekin UB:n kulutehokkuudessa edelleen selvää parannusvaraa. Keskeistä roolia kannattavuuden parantamisessa näyttelevät tuotekokojen kasvattaminen, asiakaskohtaisen kannattavuuden parantaminen (yhtiö saa yksittäisen tuotteen sijasta hoitoon yhä suuremman osuuden asiakkaan kokonaisvarallisuudesta) ja yleisen kulutehokkuuden parantuminen.

Verrokkien varainhoidon kulurakenteet ja kannattavuus 2019



Verrokkien varainhoidon kannattavuudet 2019



Huom. UB:n poistot jyvitetty Varainhoidolle operatiivisten segmenttien liikevaihdon suhteessa. Bonuksia ei oikaistu EBIT-% ilman tuottosidonnaisia-laskelmissa.

Varainhoito 4/4

Tulosennusteet 2020-2021

UB:n Varainhoitoliiketoiminta lähtee vuoteen 2020 hyvin kaksijakoisista asetelmista. UB:n hallinnoitava varallisuus oli vuoden 2019 lopussa kaikkien aikojen ennätystasolla ja yhtiö on saanut SPL-integraation myötä myyntikoneistonsa erinomaiseen iskukuntoon. Tumman pilven kuluvalle vuodelle luo kuitenkin koronavirus, joka on näkynyt alkuvuonna osakemarkkinoiden voimakkana laskuna.

Ennustamme Varainhoidon hallinnoitavan varallisuuden laskevan kuluvana vuonna varallisuusarvojen laskun myötä 3284 MEUR:oon (2019: 3565 MEUR). Varallisuusarvojen laskua paikkaa ennusteissamme kohtuullisella tasolla säilyvä uusmyynti.

Rahastojen palkkiotuotot laskevat kuluvana vuonna 17,2 MEUR:oon (2019: 20,8 MEUR) hallinnointipalkkioiden laskun ja vertailukautta matalampien tuottosidonnaisten palkkioiden myötä. Omaisuudenhoidon palkkiotuottojen ennustamme laskevan 3,2 MEUR:oon (2019: 4,1 MEUR). Strukturoitujen sijoitustuotteiden myynnin ennustamme piristävän kohonneen volatiliiteetin myötä selvästi ja ennustamme niiden palkkiotuottojen kasvavan 5,0 MEUR:oon (2019: 3,2 MEUR).

Kokonaisuudessaan ennustamme Varainhoidon palkkiotuottojen laskevan kuluvana vuonna 25,5 MEUR:oon (2019: 28,1 MEUR). Käyttökateen ennustamme laskevan palkkiotuottojen laskun myötä 6,7 MEUR:oon (2019: 8,8 MEUR).

Ennustamme Varainhoidon palaavan selvään kasvuun vuonna 2021. Ennustamme Varainhoidon hallinnoitavan varallisuuden kohoavan vuonna 2021 omaisuusarvojen maltillisen elpymisen ja vertailukautta vahvemman uusmyynnin vetämänä noin 3694 MEUR:oon.

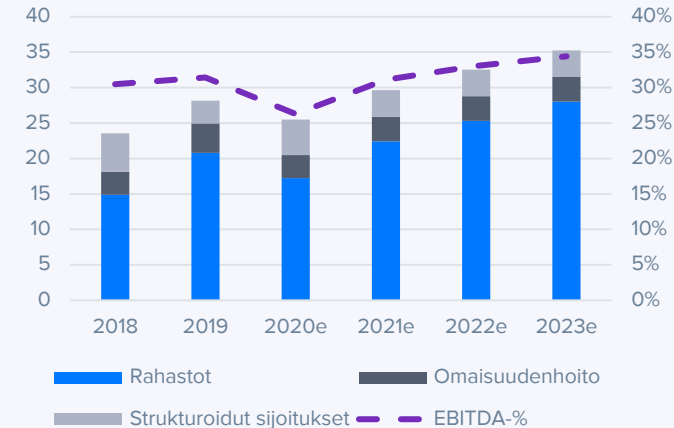
Palkkiotuotot kasvavat vuonna 2021 ennusteissamme noin 16 %:lla 29,7 MEUR:oon. Kasvua ajaa 1) rahastojen jatkuvien hallinnointipalkkioiden noin 30 %:n kasvu, 2) omaisuudenhoidon maltillinen kasvu sekä 3) vertailukautta korkeammat tuottosidonnaiset palkkiot. Odotamme Varainhoidon kulutehokkuuden parantuvan selvästi ja ennustamme käyttökateen nousevan 9,2 MEUR:n tasolle (EBITDA-% 2021e: 31,1 %).

Pitkän aikavälin ennusteet

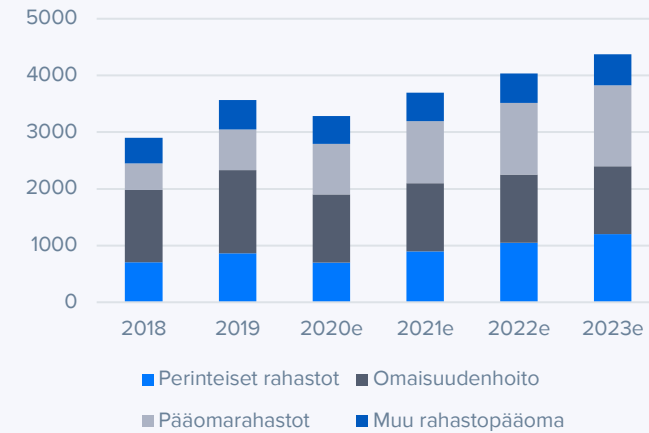
UB:n Varainhoidolla on näkemyksemme mukaan hyvät edellytykset jatkaa vahvaa organista kasvua myös pitkällä aikavälillä. Ennustamme vaihtoehtoisten sijoitustuotteiden kysynnän säilyvän nykyisessä korkoympäristössä vahvalla tasolla, mikä tukee UB:n reaaliomaisuustuotteiden uusmyyntiä ja jatkuvien palkkiotuottojen kehitystä. Pidämme myös varsin todennäköisenä, että UB tulee keskipitkällä aikavälillä kasvattamaan Varainhoitoa myös yritysostoin.

Näkemyksemme mukaan yhtiöllä pitäisi olla myös kaikki edellytykset yltää lähelle verrokkien tasoista kannattavuutta ja odotamme Varainhoidon kulutehokkuuden parantuvan keskipitkällä aikavälillä selvästi.

Varainhoidon tulosennusteet



AUM-ennusteet



Varainhoito yhteenveto

Varainhoito (MEUR)	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Rahastot	14,9	20,8	17,2	22,4	25,3	28,0
Omaisuu denhoito	3,2	4,1	3,2	3,5	3,5	3,5
Strukturoidut sijoitukset	5,4	3,2	5,0	3,8	3,8	3,8
Liikevaihto yhteensä	23,6	28,1	25,5	29,7	32,5	35,2
Palkkiokulut	-2,7	-3,8	-3,3	-3,9	-4,3	-4,6
Muu kulut yhteensä	-13,6	-15,4	-15,5	-16,5	-17,5	-18,5
EBITDA	7,2	8,8	6,7	9,2	10,7	12,1
EBITDA-%	30,5 %	31,4 %	26,3 %	31,1 %	33,0 %	34,4 %
AUM (MEUR)	2900	3565	3284	3694	4034	4374
Perinteiset rahastot	703	864	700	900	1050	1200
Pääomarahastot	467	720	894	1094	1264	1424
Muu rahastopääoma	454	518	490	500	520	550
Omaisuu denhoidon AUM	1276	1464	1200	1200	1200	1200
AUM kasvu (MEUR)	615	665	-281	410	340	340
AUM kasvu-%	26,9 %	22,9 %	-7,9 %	12,5 %	9,2 %	8,4 %

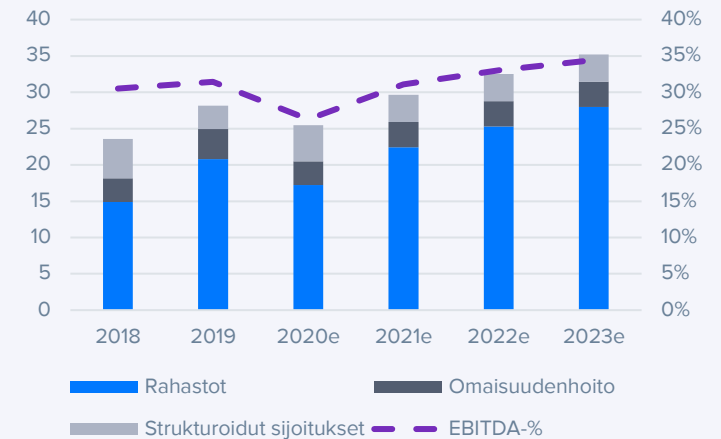
Perinteiset rahastot = UB rahastoyhtiön AUM pl. UB Metsä, UB Suomi Kiinteistöt- ja UB Pohjoismaiset

Liikekiinteistöt-rahastot

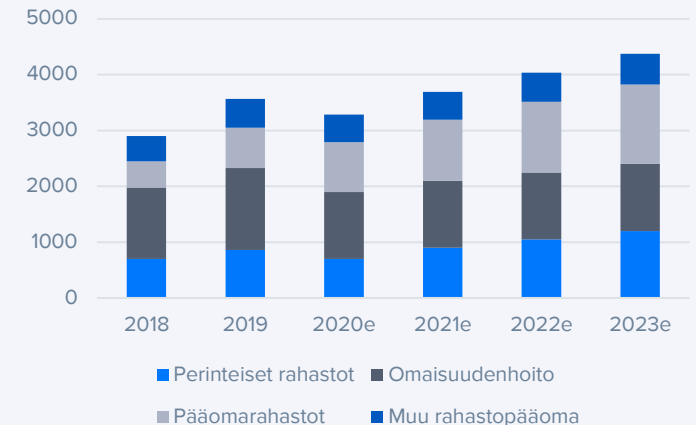
Pääomarahastot = NFF-rahastot, Lainarahasto ja UB Metsä sekä UB Suomi Kiinteistöt- ja UB

Pohjoismaiset Liikekiinteistöt-rahastot

Varainhoidon tulosen nusteet



AUM-ennusteet



Pääomamarkkinapalvelut

Pääomamarkkinapalveluliiketoiminta pitää sisällään investointipankin, arvopaperivälityksen sekä UB Rahoituksen alla toimivan joukkorahoituskanavan.

Pääomamarkkinapalveluiden merkitys on UB:lle kokonaisuudessaan pieni ja se voidaan nähdä lähinnä täyden palvelun finanssitalon kokonaistarjontaa täydentävänä.

Pääomamarkkinapalveluiden palkkiotuotot laskivat viime vuonna 3,7 MEUR:oon (2018: 5,0 MEUR). Palkkiotuottojen laskun taustalla oli Ruotsin investointipankin divestointi, UB Rahoituksen välittämien lainavolyymien lasku ja välitysvolyymien supistuminen. Segmentin käyttökate oli viime vuonna 0,3 MEUR (EBITDA-%: 11,5 %).

Investointipankki

UB:n investointipankki on keskittynyt mm. oman ja vieraan pääoman ehtoisiin rahoitusjärjestelyihin ja listautumispalveluihin. Investointipankin palkkiotuotot olivat viime vuonna arviomme mukaan noin 2,0 MEUR. Segmentin kulurakenne on liiketoiminnalle tyypillisesti erittäin kiinteä ja näin ollen kannattavuus skaalautuu voimakkaasti liiketoiminnan kasvun myötä.

Arvopaperivälitys

UB arvopaperivälitys tarjoaa arvopaperinvälitystä ja sijoitusneuvontaa kaikilla keskeisillä markkinoilla. UB Securitiesin välityspalvelut kattavat listattujen sekä listaamattomien osakkeiden ja joukkolainojen lisäksi pörssinoteeratut rahastot sekä johdannaiset. Kotimaisista toimijoista UB:n välitystoiminta on ainoa pankeista riippumaton. Välitystoiminta on ollut Suomessa jo vuosia rakenteellisissa ongelmissa, kun pörssin kaupankäyntivolyymit ovat jatkaneet laskuaan ja samalla online-

välityksen kasvu on kiihdyttänyt hintaeroosiota. Arviomme mukaan arvopaperivälityksen palkkiotuotot olivat viime vuonna noin 1 MEUR:n tasolla.

UB Rahoitus

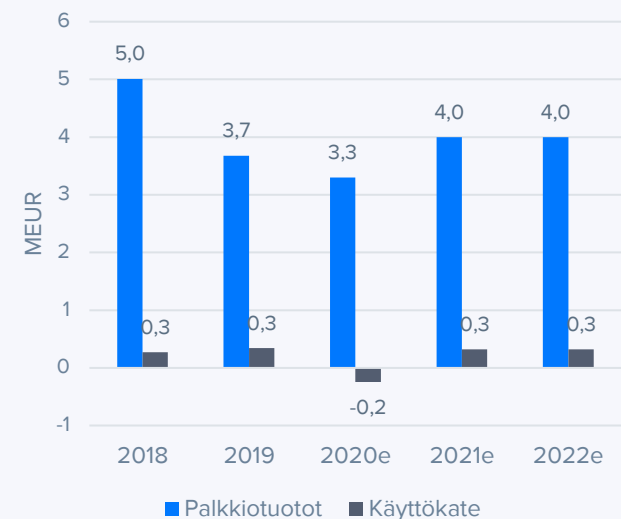
Nykyinen UB Rahoitus tuli osaksi United Bankersia SPL-yrityskaupan myötä, kun silloisen Joutsen Rahoituksen enemmistöomistus siirtyi UB:lle. UB Rahoitus on pk-yritysten rahoitukseen keskittynyt digitaalinen joukkorahoitusala. UB on kasvattanut omistusosuuttaan UB Rahoituksessa SPL-yrityksoston jälkeen ja yhtiön nykyinen omistus on 83,3 %.

UB Rahoituksen liikevaihto on käsityksemme mukaan noin 1 MEUR:n tasolla ja toiminta on arviomme mukaan nykyisillä lainavolyymeilla tappiollista. Joukkorahoitusala omaisuuseränä mielestämme hyvin kiinnostava, mutta UB:n ydinosaamisen ulkopuolella. Emme yllätyisi mikäli UB luopuisi UB Rahoituksesta jollain aikavälillä.

Tulosennusteet

Odotamme Pääomamarkkinapalveluiden palkkiotuottojen laskevan hiljentyvän transaktioaktiiviteetin myötä tänä vuonna noin 3,3 MEUR:n tasolle. Operatiivinen kulutaso säilyy ennusteissamme vertailukauden tasolla (3,0 MEUR) ja segmentin tulos on käyttökate tasolla noin -0,2 MEUR tappiollinen. Vuoden 2020 jälkeen ennustamme segmentin liikevaihdon olevan noin 4 MEUR:n tasolla ja käyttökateen noin 0,3 MEUR:n tasolla. Emme ennusta segmentille oleellista kasvua, sillä tämä vaatisi näkemyksemme mukaan taakseen Investointipankin toimeksiantomäärien selvää kasvua, mitä voidaan pitää pääomamarkkinoiden kohonnut epävarmuus huomioiden suhteellisen epätodennäköisenä.

Pääomamarkkinapalvelut



Varainhoitomarkkina

Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

Varainhoitomarkkinat ovat 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. Pääomamarkkinoiden nuori ikä heijastuu Suomessa myös siten, että kotitalouksien asuntojen ulkopuolisesta sijoitusvarallisuudesta huomattava osa on edelleen pankkien käyttötilailla tehottomassa käytössä. Kotimainen omaisuudenhoitomarkkina kärsi merkittävästi vuoden 2008 finanssikriisistä ja sen jälkeisestä Suomen talouden heikosta kehityksestä. Markkinan koko ylitti vuoden 2008 tason vasta vuonna 2014.

Omaisuudenhoitomarkkinan kasvu on finanssikriisin jälkeen perustunut etenkin omaisuusarvojen nousuun vaisun talouskehityksen myötä. Viime vuosina omaisuudenhoitomarkkina on kuitenkin saanut tukea myös Suomen talouden elpymisestä sekä kasvaneesta kiinnostuksesta sijoittamista kohtaan. Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli syyskuussa 2019 noin 230 miljardia euroa. Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut noin 5 % vuodessa. Kasvua on

selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen varainhoidon piiriin. Tästä 230 miljardista noin puolet 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 rakenteellisesti heikoista näkymistä, uskomme, että uutta varallisuutta syntyy lähivuosina Suomeen rajallisesti. Näin ollen varainhoitomarkkinan kasvu tulee myös jatkossa perustumaan varallisuus-arvojen kasvuun ja rotaatioon talletustileiltä tuottavampiin sijoituskohteisiin.

Pitkän aikavälin näkymä on hyvä

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. Myös huolet eläkejärjestelmän kestävydestä tulevat luomaan rakenteellista kiinnostusta pitkän aikavälin sijoitustoiminnalle ja varallisuuden kerryttämiseksi. Tämä rakenteellinen muutos tapahtuu kuitenkin vasta tulevien vuosikymmenten aikana, eikä näin ollen vaikuta

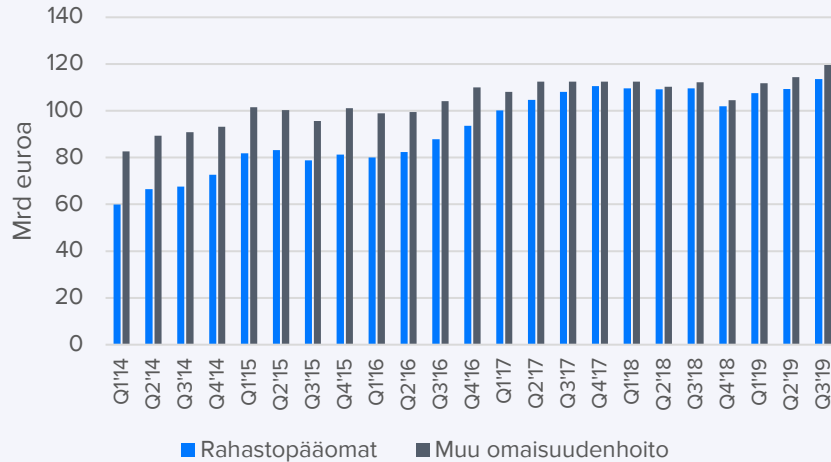
alan lyhyen aikavälin näkymiin. Pitkällä aikavälillä uskomme, että varainhoitomarkkinalla on Suomessa hyvät edellytykset jatkaa noin 5 %:n vuosikasvua ja näin ollen kyseessä on edelleen selkeä kasvua.

Toimialalla takanaan vahvat vuodet

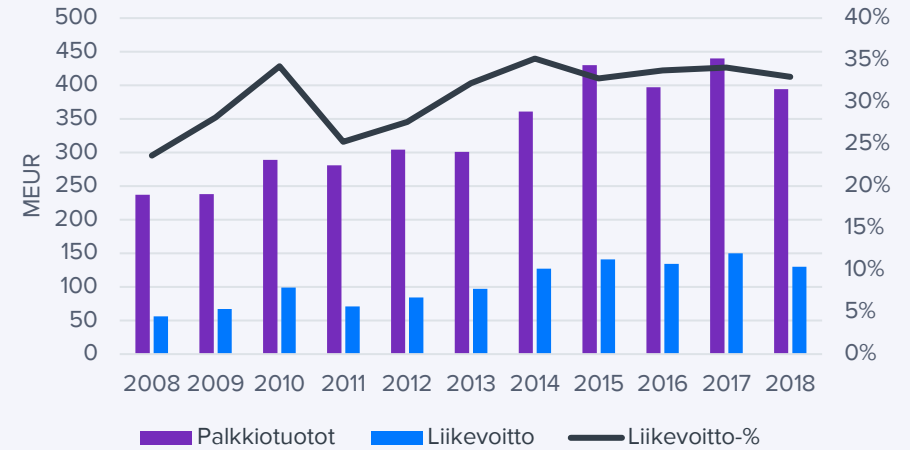
Vaikka itse Suomen talous on kehittynyt vaisusti, ovat sijoituspalveluyritykset päässeet nauttimaan erittäin hyvistä tuotoista viimeisten vuosien aikana. Keskuspankkien elvytys ja tästä johtuvat historiallisen matalat korot ovat olleet omiaan ajamaan pääomia korkeamman kustannustason tuotteisiin (mm. osakerahastot) ja toisaalta avanneet ovia vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kehitykselle. Lisäksi osakemarkkinoiden historiallisen vahva nousuputki on kasvattanut hallinnoitavan 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. Toimialan lyhyen aikavälin näkymiä varjostaa kuitenkin merkittävästi koronaviruksen aiheuttama epävarmuus, talouskasvukuvan heikentyminen ja omaisuusarvojen voimakas lasku.

Varainhoitomarkkina

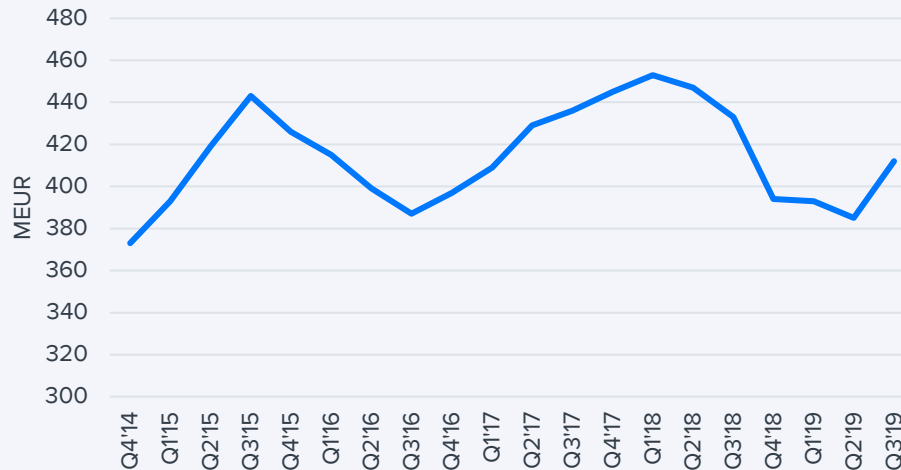
Suomen omaisuudenhoitomarkkinan kehitys



Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



Sijoituspalveluyhtiöiden palkkiotuotot (rullaava 12kk)

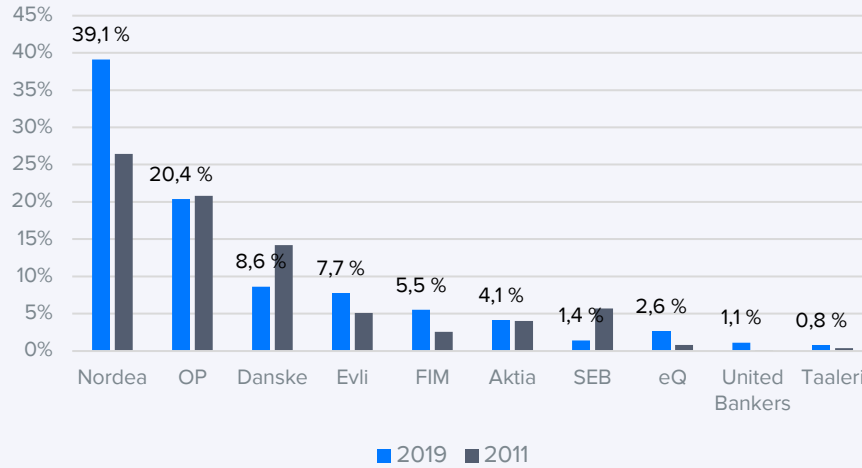


Kotimaisten sijoitusrahastojen nettomerkinnyt (rullaava 12kk)

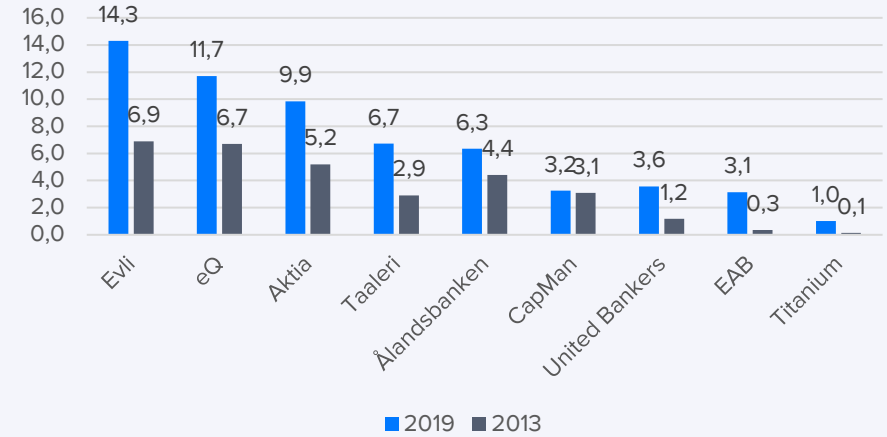


Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä

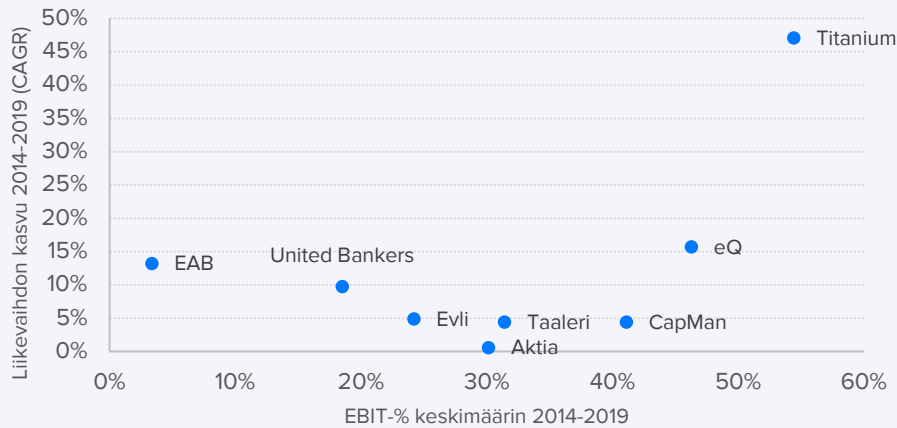
Kotimaisten rahastoyhtiöiden markkinaosuudet



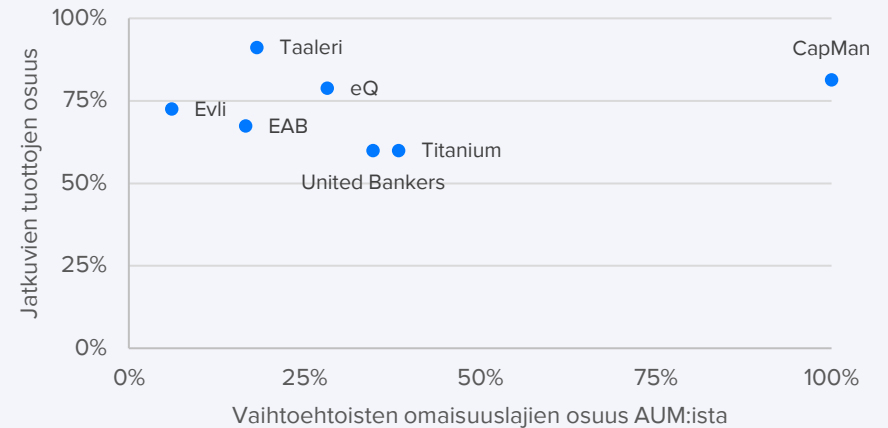
Listattujen suomalaisten pankkien ja varainhoitajien hallinnoima varallisuus



Kasvu ja kannattavuus



Jatkuvien tuottojen osuus ja AUM:n mix



Toimialan ajurit ja trendit



Digitalisaatio

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



Regulaation lisääntyminen

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



Pysyvästi madaltunut korkotaso

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



Vastuullisuus (ESG)

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

Sijoittajien muuttuvat tarpeet

Uudet omaisuusluokat täyttävät korkomarkkinan jättämää aukkoa

Reaaliomaisuustuotteiden määrä tulee kasvamaan merkittävästi

Tuotteiden pitää olla aiempaa läpinäkyvämpiä (ESG)

Sijoittajat vaativat yhä yksilöllisempää varainhoitoa

Riski määritellään uudelleen

Regulaatio, digitalisaatio ja ESG nostavat alalletulukynnystä

Sijoittajien vaatimustaso nousee

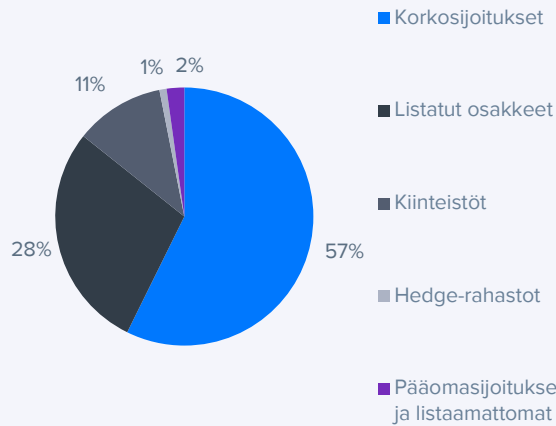
Passiivisten sijoitustuotteiden kysyntä jatkaa kasvuaan niiden ylivertaisen kulu/tuottosuhteen ansiosta

Perinteinen varainhoito tulee kohtaamaan yhä voimakkaampaa hintapainetta

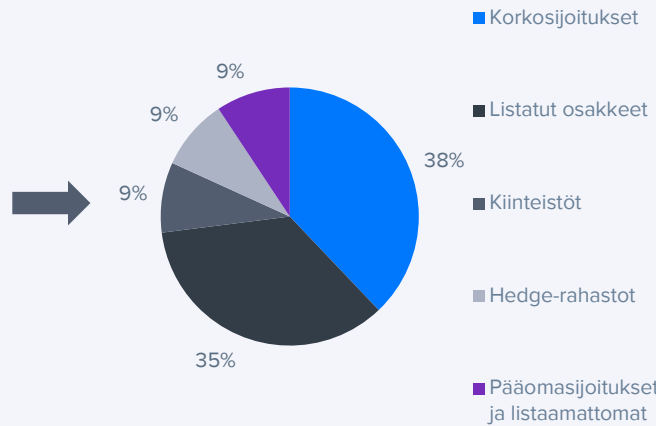
Varainhoitajien pitää pystyä luomaan aitoa lisäarvoa asiakkailleen

Toimialan ajurit ja trendit

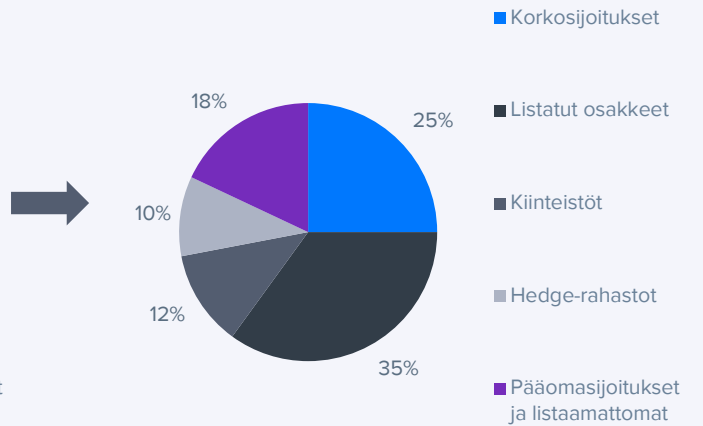
Työeläkelaitosten allokaatio 2004



Työeläkelaitosten allokaatio 2018

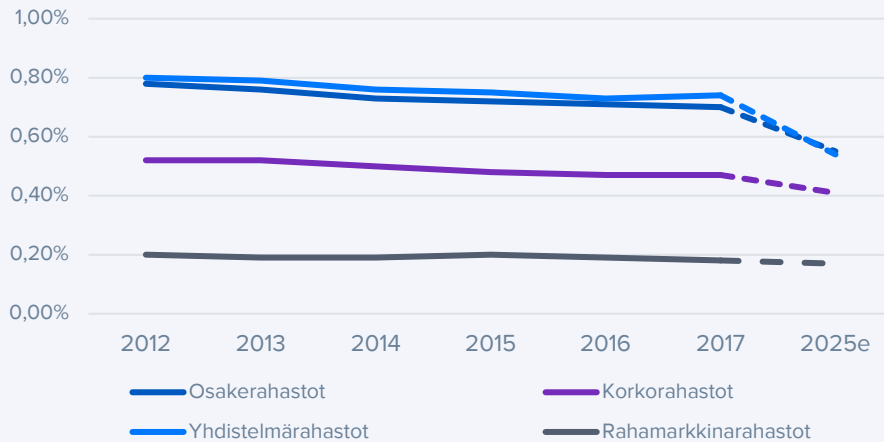


Havainnollistus työeläkelaitosten mahdollisesta allokaatiosta 2028*

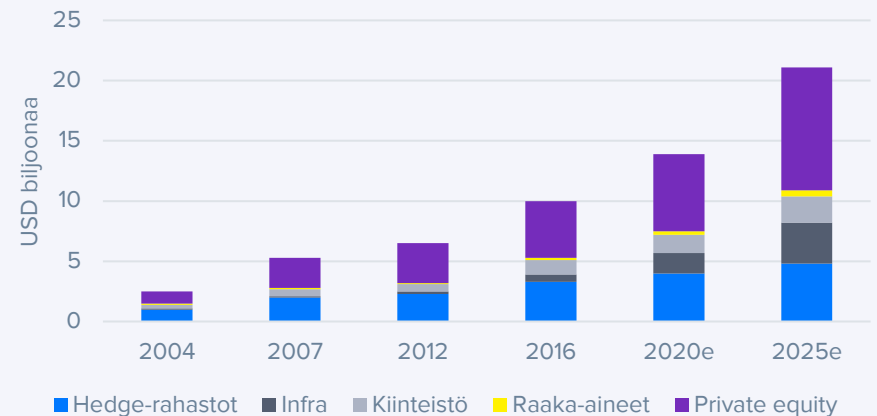


* Inderesin arvio työeläkeyhtiöiden mahdollisesta allokaatiosta 2028 nykyisen korkoympäristön jatkuessa

Aktiivisten sijoitusrahastojen palkkiotasot globaalisti



Vaihtoehtoiset omaisuusluokat 2004-2025e

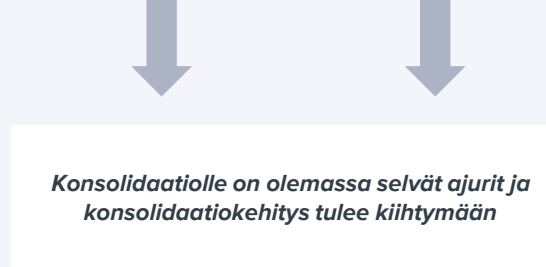
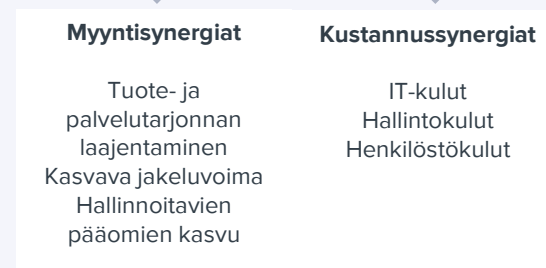


Toimialalla odotettavissa konsolidaatiota

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä



Konsolidaatioajurit



Toteutuneita järjestelyjä



Yhtiön positioituminen toimialan trendeihin

Skaala: ✓ — ✓ ✓ ✓

Trendi	Yhtiön asema	Kommentti
Regulaatio	✓ ✓	Regulaatiomuutokset ovat kasvattaneet yhtiön kuluja merkittävästi viime vuosina. Näkemyksemme mukaan yhtiön nykyiset järjestelmät ja prosessit alkavat olla riittävällä tasolla vastaamaan kiristyvään sääntelyyn ja regulaation osalta pahin on takana.
Vaatimustason nousu	✓ ✓	Yhtiön tuotetarjonta on fokusoitunut pääosin reaaliomaisuusratkaisuihin, missä yhtiöllä on kohtuullisen hyvä track-record ja selkeää kilpailuetua. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on kohtuullisen hyvä hinnoitteluvoima reaaliomaisuustuotteissa. Perinteisessä varainhoidossa emme näe yhtiöllä kilpailuetua.
Matala korkotas	✓ ✓ ✓	Yhtiö on hyötynyt merkittävästi matalasta korkotasosta, kun korkosijoittajat ovat etsineet tuottoa muista omaisuusluokista (mm. metsä ja kiinteistö).
Digitalisaatio	✓	Yhtiö on investoinut merkittävästi IT-järjestelmiinsä viime vuosina saadakseen aiemmin riittämättömät järjestelmänsä riittävälle tasolle. Vaikka yhtiön järjestelmät ovatkin nyt riittävällä tasolla, olisi yhtiöllä IT-järjestelmien puolella edelleen merkittävää kustannustehokkuuspotentiaalia ja IT-investointien hyödyt ovat tulleet vain rajallisesti läpi yhtiön numeroihin.
Vaihtoehtoiset omaisuusluokat	✓ ✓ ✓	Yhtiön rahastoliiketoiminta keskittynyt vaihtoehtoisiin omaisuusluokkiin (reaaliomaisuus), joiden kysyntä ollut poikkeuksellisen vahvaa viime vuosina. Yhtiö on suhteellisen nopeassa tahdissa rakentanut merkittävän kiinteistö- ja metsärahasotarjonnan.
Hintatason jatkuva paine	✓ ✓	Yhtiö kykenee puolustamaan hintatasoaan reaaliomaisuustuotteissa. Myös yhtiön ydinasiakaskunta (varakkaat yksityishenkilöt) tarjoaa jonkin verran hinnoitteluvoimaa. Perinteisessä varainhoidossa yhtiö kohtaa alan muiden toimijoiden tapaan jatkuvaa hintapainetta.
Vastuullisuus	✓	UB:n vastuullisuusstrategia on vielä pitkälti hämärän peitossa ja yhtiö on lähtenyt mukaan ESG:hen suhteellisen hitaasti. Ottaen huomioon ESG:n mukanaan tuoman muutoksen koko toimialalle, tulisi UB:n terävöittää ESG-strategiaansa ja vauhdittaa sen toteutusta.

Yhteenvedo listatuista verrokkiyhtiöistä

	eQ	Taaleri	Titanium	Evli	EAB Group	CapMan	United Bankers	Aktia	Privanet
MCAP (MEUR)	485	193	82	176	29	253	78	514	6
Osakkeen kokonaistuotto	2011 alkaen osakkeen kokonaistuotto noin 800%. IRR 30%.	2013 IPO:n jälkeen kokonaistuotto yli 300%. Anneista oikaistuna IRR +20%.	2017 listautumisen jälkeen kokonaistuotto +60%. IRR +25%.	2015 IPO:n jälkeen kokonaistuotto +60%. IRR +10%.	2015 listautumisen jälkeen kokonaistuotto noin -50 %, IRR noin -15 %.	2013 alkaen kokonaistuotto ~100%. IRR +10%.	2014 listautumisen jälkeen tuotto +35%. IRR alle 10%.	2009 IPO:n jälkeen kokonaistuotto ~120%. IRR ~10 %.	2016 listautumisen jälkeen kokonaistuotto noin -80 %, IRR ~-35%.
Toteutunut kannattavuus	EBIT +50%. Kannattavuus erinomaisella tasolla jo ilman tuottopalkkioita	EBIT +25%. Kannattavuus kohtuullisen hyvällä tasolla, mutta tuottopalkkioiden/myyntivoittojen merkitys suuri	EBIT-% (oik.) +50%. Kannattavuus erinomainen, tuotto& transaktiopalkkioilla merkittävä rooli	2019 EBIT 32%. Kannattavuus erittäin hyvä ja perustuu käytännössä täysin jatkuviin tuottoihin.	2019 tulos tappiollinen. Track-record on kannattavuuden osalta heikko	Konsernitason kannattavuus erittäin hyvä sijoitustuottojen ansiosta. Hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuus edelleen vaatimaton (EBIT +10%)	EBIT (oik.) 20%. Kannattavuus kohtalainen, mix parantunut selvästi.	Oman pääoman tuotto ollut viimevuosina tyydyttävä noin ~8% (oik.).	2018-2019 tulos painui rumasti tappiolle myös käyttökatetasolla.
Track-record	2014-2019 EPS CAGR-% +20%. Yhtiön organisen kasvun track-record poikkeuksellisen vahva viime vuosilta. Omistaja-arvo kasvanut ripeästi.	2014-2019 EPS +4,6e. Yhtiö luonut merkittävästi omistaja-arvoa yritysjärjestelyillä. Operatiivinen tuloskehitys ollut vaihtelevampaa johtuen kuluhaasteista.	14-18 EBIT (oik. CAGR-%) ~50 %. Track-record erittäin vahva johtuen Hoivarahaston poikkeuksellisen houkuttelevasta palkkiorakenteesta.	2015-2019 EPS CAGR 18%. Tulos kasvanut selvästi kulutehokkuuden parantumisen ja erinomaisen uusmyynnin myötä.	Yhtiö on kasvanut ripeästi, mutta kannattavuus on jatkuvasti ollut heikko. Epäselvää onko kasvu ollut kannattavaa.	Yhtiön tulos nousut uudelle tasolle 2013 jälkeen ja yhtiön track-record uuden CEO:n alaisuudessa on erittäin vahva.	Uusmyynti kehittynyt vahvasti, mutta tulos jäänyt odotuksista. Strategia ollut oikea, mutta eteneminen ollut odotuksiamme hitaampaa.	Varainhoidon track-record vahva. Perinteisessä pankkitoiminnassa kasvu ollut heikkoa ja kannattavuudessa haasteita.	Yhtiö on ajautunut kriisitilaan surkeiden (omien) sijoitusten ja selkeiden virheiden takia. Tämä näkyy myös hinnoittelussa.
Vahvuudet / heikkoudet	Vahva instituutiomyynti & erinomaiset tuotteet. Heikkoutena riippuvuus kiinteistörahoista.	HNW asiakaskunta joka mahdollistaa terveen hinnoittelun. Pääomarahastojen vahva track-record. Kulukontrollissa haasteita.	Hoivarahasto on poikkeuksellisen hyvä tuote rahastonhoitajalle. Heikkoutena riippuvuus yhdestä rahastosta.	Erinomainen instituutiomyynti. KV-myynti sekä matala hintataso selkeitä vahvuuksia. Riippuvuus korkorahastoista sekä kulutehokkuus heikkouksia.	Vahva myynti retail-asiakkaille, mutta heikompi positio instituutioissa. Tuotteiden laatu ei vastaa korkeaa hintatasoa.	Vahvuutena positio PE-kentässä. Heikkoutena hallinnointiliiketoiminnan vaisu kannattavuus sekä riippuvuus oman taseen tuloista.	Vahvuuksina reaaliomaisuusstrategia ja laaja myyntivoima. Tuotteiden vaihteleva laatu sekä SPL-fusion jälkeinen kulutuso.	EM-korkotuotteet menestyneet erinomaisesti. Uusmyynti ollut vahvaa. Riippuvuus korkorahastoista ja kulutehokkuudessa parantamisen varaa.	Around- ja Realinvest-joukkorahoitusaloissa on potentiaalia ja yhtiöllä on myyntivoimaa, mutta maine on heikko ja yhtiö on tehnyt karkeita virheitä omista sijoituksista.
Strateginen suunta	Jatkaa voimakasta kasvua kiinteistö ja PE-rahastoissa sekä ylläpitää poikkeuksellista kulutehokkuutta. Yrityssostot mahdollisia.	Jatkaa liiketoiminnan voimakasta organista ja epäorganista kasvua. Varainhoidossa fokus pääomarahastoissa. Yritysjärjestelyt osana yhtiön tarinaa myös jatkossa.	Jatkaa hoivarahaston voimakasta kasvua ja tuoda markkinoille uusia tuotteita.	Varainhoidon pääomien kasvattaminen, myynnin fokus yhä enemmän kansainvälisillä markkinoilla. Kulutehokkuutta pyritään parantamaan edelleen. Yrityskaupat epätodennäköisiä.	Jatkaa voimakasta kasvuaan varainhoidossa. Lyhyellä aikavälillä fokus kestävässä tuloskänteessä ja KY-liiketoiminnan ylösajossa.	Hallinnointiliiketoiminnan kasvu uusien tuotteiden avulla sekä hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuden selkeä parannus kasvun ja kulutehokkuuden kautta. Yrityssostot mahdollisia.	Fokus fokus kasvussa ja jatkuviin tuottoihin. Kasvua reaaliomaisuustuotteissa ja pääomarahastoissa. Yrityssostot todennäköisiä.	Uudessa strategiassa yhtiö hakee kasvua erityisesti varainhoidossa ja uusista asiakkaista Suomen kasvukeskuksissa.	Fokus yhä selvemmin joukkorahoitusliiketoiminnassa. Oman taseen rooli pienenee.

Taloudellinen tilanne

Kevyt ja nettovelaton tase

UB:n tase on sijoittajan näkökulmasta hyvin yksinkertainen ja liiketoiminta ei sektorille tyypillisesti sido merkittäviä pääomia. Yhtiön taseen loppusumma oli vuoden 2019 lopussa 62 MEUR. Tästä summasta noin 20 MEUR on liikearvoa sekä aineetonta omaisuutta pääosin yrityskauppoihin liittyen (UB siirtyi 2019 IFRS-kirjanpitoon eikä enää poista liikearvoa).

Aineellista varallisuutta yhtiön taseessa on toimialalle tyypillisesti erittäin vähän eli vain 2,0 MEUR ja tästä valtaosa on 2019 alussa voimaanastunutta IFRS16-vuokravelkaa.

UB:llä oli 2019 lopussa käteistä noin 15 MEUR ja muita sijoituksia pääosin omiin tuotteisiin noin 3 MEUR:n edestä. Konsernin strategiana ei ole tehdä sijoituksia omasta taseestaan, mutta se pyrkii saamaan tuottoa ylisuurelle kassalleen sijoittamalla osan tästä kassasta pääosin omiin tuotteisiinsa.

Muut varat olivat 2019 lopussa 21,8 MEUR. Tästä noin puolet oli yhtiön asiakkaiden arvopapereiden välityssaamisia. Tämä on puhtaasti kirjanpidollinen erä ja UB ei kannan näihin liittyvää taseriskiä. Loput muista varoista ovat liiketoiminnalle tyypillisiä palkkiosaamisia.

Omaa pääomaa yhtiöllä oli 2019 lopussa noin 37 MEUR. Yhtiöllä oli 2019 lopussa 2,8 MEUR pitkäaikaista velkaa ja näin ollen tase on nettovelaton. Muut velat sisältävät (noin 23 MEUR) asiakkaiden arvopapereiden välityselat sekä muita liiketoimintaan kuuluvia korottomia velkoja.

Taseessa on hyvin puskuria

Yhtiön omavaraisuusaste oli 2019 lopussa 60 % ja

CET1-vakavaraisuus oli 22,9 %. Viranomaisten asettama minimitaso CET1-vakavaraisuudelle on 8 % ja yhtiöllä on varoja yli minivaatimuksen noin 9 MEUR:lla. Ottaen huomioon yhtiön liiketoiminnan korkean markkinaherkkyuden, on mielestämme perusteltua, että yhtiö säilyttää kohtuullisen korkeaa puskuria vakavaraisuudessaan. Emme kuitenkaan pidä järkevänä kasvattaa nykyistä puskuria ja näin ollen yhtiö kykenee jatkossa käyttämään koko liiketoiminnan tuottaman pääoman joko osinkoihin tai yrityskauppoihin.

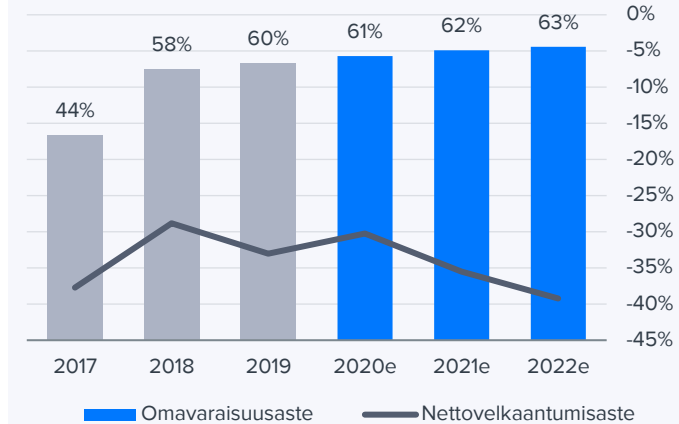
Vahva tase mahdollistaa yritysjärjestelyt

Nykyinen tase tarjoaa yhtiölle edelleen merkittävää liikkumavaraa ja laskelmiemme mukaan UB kykenisi nykytaseellaan toteuttamaan 10-20 MEUR:n yritystoston ilman, että yhtiö vaarantaisi taloudellista asemaansa tai joutuisi käyttämään omaa osakettaan maksuvälineenä.

Uskomme, että keskipitkällä aikavälillä UB tulee pysymään aktiivisena toimijana yritysjärjestelykentällä, sillä yhtiöllä on edelleen tavoitteena kokoluokkansa kasvattaminen. Yhtiötä kiinnostavia yritysjärjestelykohteita ovat arviomme mukaan pienet yhtiön tuotetarjontaa täydentävät finanssitalot Suomesta sekä keskikokoiset varainhoitajat Ruotsista, millä yhtiö pystyisi etabloitumaan entistä selvemmin Ruotsin markkinalle.

UB:n näytöt yritysjärjestelyistä ovat mielestämme varsin hyvät ja pidämme yritysjärjestelykorttia positiivisen optiona sijoittajille. Etenkin kotimaiset pienemmät tuotetalot olisivat UB:lle kiinnostava lisä, sillä UB kykenisi hyödyntämään näissä omaa tehokasta jakeluverkostoaan.

Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet konsernitasonalla 1/2

Olemme käsitelleet UB:n segmenttikohtaiset ennusteet segmenttien omista kappaleissa ja tässä kappaleessa keskitymme ennusteiden yhteenvetoon konsernin näkökulmasta.

Vuosi 2020: Koronavirus aiheuttaa väliaikaisen yskän tuloskehitykseen

UB lähtee vuoteen kaksijakoisesta tilanteesta. Sisäisesti lähtökohdat ovat mielestämme erittäin hyvät, sillä yhtiön hallinnoitava varallisuus oli 2019 lopussa ennätyskorkealla ja myyntikone toimii erinomaisesti. Lisäksi yhtiön rahastojen performanssi on 2019 aikana ollut erittäin hyvä, mikä tukee sekä uusmyyntiä että tuottopalkkiopotentiaalia.

Ulkoisesti yhtiö kuitenkin kärsii väistämättä merkittävästi meneillään olevasta markkinan voimakkaasta heikentymisestä. Markkinan heikentyminen tulee vaikuttamaan negatiivisesti yhtiön hallinnoitavaan varallisuuteen (varallisuusarvot laskevat) ja laskemaan perinteisen varainhoidon puolelta tulevia tuottopalkkioita selvästi. Laskun jyrkkyys todennäköisesti johtaa myös siihen, että yhtiön asiakkaat muuttuvat väliaikaisesti aiempaa passiivisemmiksi, mikä vaikeuttaa uusmyyntiä.

Kokonaisuutena odotamme UB:n hallinnoitavan varallisuuden laskevan kuluvaan vuonna voimakkaan markkinalaskun seurauksena 3284 MEUR:oon (2019: 3565 MEUR). Omaisuusarvojen laskua paikkaa ennusteissamme kuitenkin kohtuullisella tasolla säilyvä uusmyynti.

Konsernin liikevaihdon ennustamme laskevan kuluvaan vuonna 28,8 MEUR:oon (2019: 32,5 MEUR). Liikevaihdon laskun taustalla ovat Varainhoidon jatkuvien hallinnointipalkkioiden lasku, vertailukautta pienemmät tuottosidonnaiset palkkiot sekä Pääomamarkkinapalvelut-segmentin vertailukautta

matalampi liikevaihtotaso.

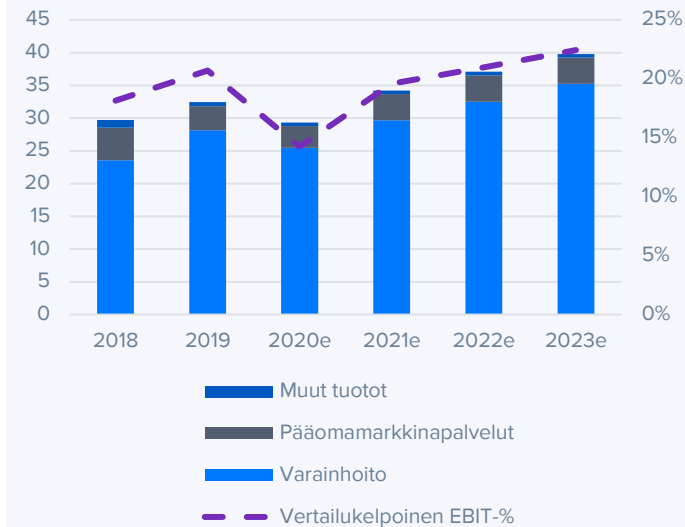
UB:n ohjeistuksen mukaan operatiivisen liikevoiton (2019: 6,7 MEUR) arvioidaan kasvavan vertailukaudesta. Oman ennustemme mukaan UB:n vertailukelpoinen liikevoitto laskee kuluvaan vuonna 4,1 MEUR:oon pääasiassa Varainhoidon palkkiotuottojen laskun myötä. Ennustemme perusteella ohjeistus vaikuttaakin jättävän yhtiölle varsin paljon kirittävää ja pidämmekin todennäköisenä, että UB joutuu vielä tarkistamaan maaliskuun alussa annettua ohjeistusta alaspäin.

Vuosien 2021-2023 ennusteet: Markkinan elpyessä hyvät eväät tuloskasvuun

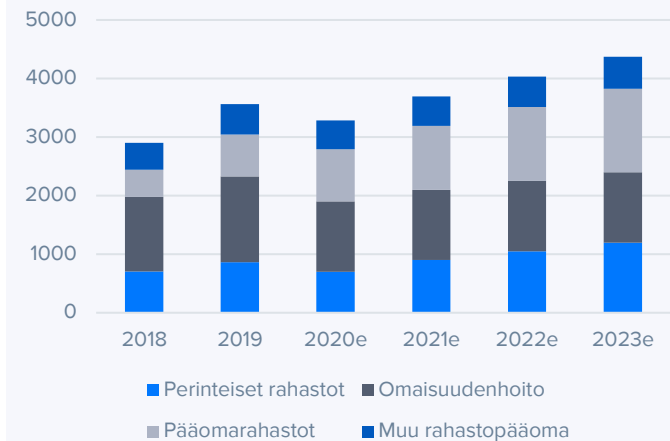
Näkemyksemme mukaan UB:lla on hyvät edellytykset palata markkinatilanteen elpyessä tuloskasvuun vuodesta 2021 alkaen. Tuloskasvaa ajaa ennusteissamme omaisuusarvojen maltillinen elpyminen, vahvana säilyvä uusmyynti ja Varainhoidon asteittain parantuva kulutehokkuus. Vahvan uusmyynnin ja omaisuusarvojen maltillisen elpymisen myötä UB:n hallinnoitava varallisuus kasvaa vuosina 2021-2023 ennusteissamme voimakkaasti ja ennustamme hallinnoitavan varallisuuden ylittävän 4 mrd euron rajapyykin vuonna 2022.

Ennustamme UB:n liikevaihdon kasvavan vuosina 2021-2023 yli 10 %:n vuosivauhtia (CAGR-%). Operatiivinen tuloskasvu huomattavasti liikevaihdon kasvua nopeampaa, sillä ennustamme konsernin vertailukelpoisen liikevoiton kasvavan vastaavalla ajanjaksolla lähes 30 %:n vuosivauhtia ja liikevoittomarginaalin nousevan noin 23 %:n tasolle vuoteen 2023 mennessä.

Konsernitason ennusteet



AUM-ennusteet



Ennusteet konsernitason 2/2

Huomautamme sijoittajalle, että vuodesta 2021 eteenpäin ennustamamme vahvan operatiivisen tuloskasvun toteutuminen edellyttää markkinatilanteen asteittaista elpymistä ja Varainhoidon kulurakenteen selvää skaalautumista. Markkinatilanteeseen yhtiö ei voi luonnollisesti itse vaikuttaa, mutta näkemyksemme mukaan Varainhoidon skaalautumispotentiaalin todistaminen on keskipitkällä aikavälillä täysin yhtiön omista käsissä (s. 13). Tämä Varainhoidon skaalautuminen on UB:n suurin yksittäinen arvoajuri ja sijoituscasen kannalta täysin ratkaisevaa.

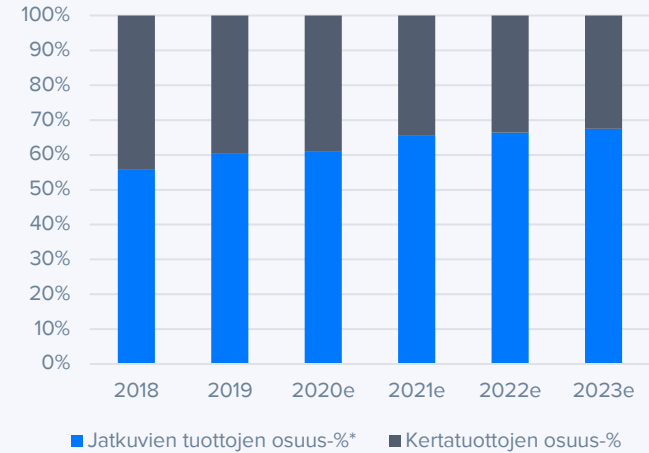
Tulovirta jatkaa muuttumistaan ennustettavampaan suuntaan

Konsernin jatkuvat palkkiotuotot jatkavat ennusteissamme tasaista kasvuaan ja odotamme niiden osuuden nousevan vuoteen 2023 mennessä lähes 70 %:n tasolle. Jatkuvat palkkiotuotot ovat sijoittajalle huomattavasti epävarmoja sekä kertaluontoisiksi tulkittavia tuottosidonnaisia ja transaktiovetoisia palkkioita arvokkaampia, sillä niiden kasvu pienentää tulosvolatiliteettia ja tukee hyväksyttävää arvostusta. Jatkuvien palkkiotuottojen kasvua ajaa ennusteissamme UB:lle strategisesti tärkeiden rahastopääomien vahvan kasvun jatkuminen. Sijoittajien on syytä huomata, että Inderesin ennusteet jatkuvien ja ei-jatkuvien tuottojen jakaumasta poikkeavat hieman UB:n omasta raportoinnissa. UB käsittelee omassa raportoinnissa tuottosidonnaiset palkkiot jatkuvina palkkioina, kun taas Inderes käsittelee ne kertatuottoina.

Osinko seurailee lähivuodet tuloskehitystä

UB:n osakekohtaisen tuloksen kehitys noudattelee ennusteissamme lähivuosina yhtiön operatiivista tuloskehitystä. Kertaluonteisista eristä oikaistu EPS laskee ennusteissamme kuluvana vuonna 0,31 euroon ja nousee vuonna 2021 lähelle viime vuoden tasoa 0,50 euroon (2019: 0,51 euroa). UB:n vakavaraisuusasema on erittäin vahva ja odotamme yhtiön jatkavan myös lähivuosina varsin avokätistä voitonjakoaa (osingonjakosuhte 2020-2023e: 80-100 %). Huomautamme kuitenkin, että vahvasta taseesta huolimatta osinko tulee arviomme mukaan olevan riippuvainen tuloskehityksestä ja emme odota yhtiön jakavan osinkoa merkittävästi yli osakekohtaisen tuloksen edes heikommassa markkinatilanteessa.

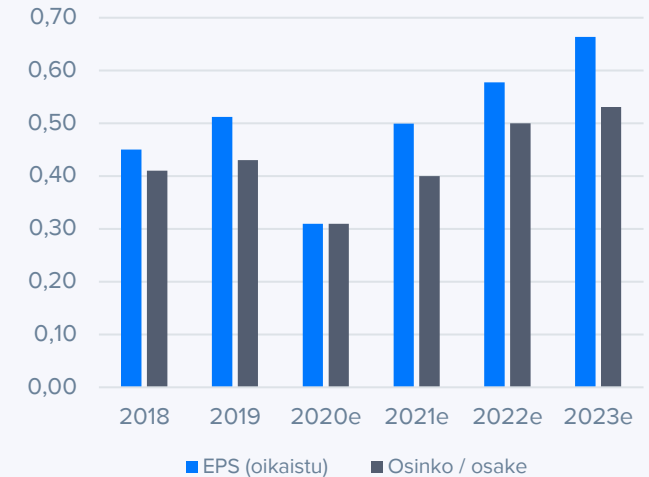
Palkkioiden mix



*Jatkuvat tuotot = rahastojen hallinnointipalkkiot, omaisuudenhoito ja noin puolet pääomamarkkinapalveluista

**Inderesin arvio

EPS ja osakekohtainen osinko

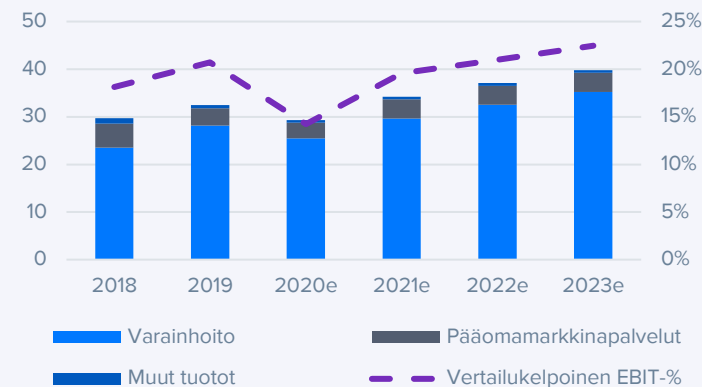


Ennusteet yhteenveto

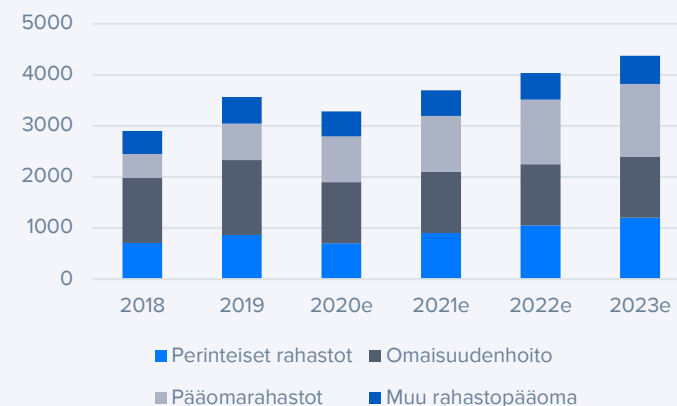
MEUR	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Palkkiotuotot	28,6	31,8	28,2	33,1	36,0	38,7
<i>Rahastot</i>	14,9	20,8	17,2	22,4	25,3	28,0
<i>Omaisuu denhoito</i>	3,2	4,1	3,2	3,5	3,5	3,5
<i>Strukturoidut sijoitukset</i>	5,4	3,2	5,0	3,8	3,8	3,8
Pääomamarkkinapalvelut	5,0	3,7	3,3	4,0	4,0	4,0
Muut tuotot	1,1	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Sijoituspalvelutoiminnan tuotot	29,7	32,5	28,8	33,7	36,5	39,2
Palkkiokulut	-3,9	-4,5	-3,9	-4,7	-5,1	-5,4
Nettopalkkiotuotot	25,8	28,0	24,9	28,9	31,5	33,9
Henkilöstökulut	-12,1	-14,0	-12,7	-14,1	-15,0	-15,8
Muut kulut	-8,3	-8,1	-8,0	-8,3	-8,8	-9,2
Liikevoitto	5,4	5,9	4,1	6,6	7,7	8,8
Kertaerät	0,0	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertailukelpoinen liikevoitto	5,4	6,7	4,1	6,6	7,7	8,8
Vertailukelpoinen EBIT-%	18,1 %	18,3 %	14,3 %	19,6 %	21,0 %	22,5 %
Kulut/ (tEUR)	-92	-102	-92	-97	-100	-102
Henkilöstömäärä (kpl)	130	135	140	145	150	155
Hallinnoitava varallisuus (MEUR)	2900	3565	3284	3694	4034	4374
Rahastot	1624	2101	2084	2494	2834	3174
Muu AUM	1276	1464	1200	1200	1200	1200
Rahastojen palkkiotuotot/rahasto AUM %	0,92 %	0,99 %	0,83 %	0,90 %	0,89 %	0,88 %
Hallinnointipalkkiot/rahasto AUM-%	0,63 %	0,63 %	0,59 %	0,65 %	0,65 %	0,65 %
Omaisuu denhoidon tuotot/muu AUM %	0,25 %	0,28 %	0,27 %	0,29 %	0,29 %	0,29 %
Jatkuvien tuottojen osuus-%*	56 %	60 %	61 %	66 %	66 %	68 %
Kertatuottojen osuus-%	44 %	40 %	39 %	34 %	34 %	32 %

*Jatkuvat tuotot = rahastojen hallinnointipalkkiot, omaisuu denhoito ja puolet pääomamarkkinapalveluista

Konsernitason ennusteet



AUM-ennusteet



Ennustemuutokset

Ennustemuutokset	2020	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	35,1	28,8	-18 %	38,6	33,7	-13 %	41,8	36,5	-13 %
Käyttökate	10,3	5,8	-44 %	11,7	8,2	-30 %	12,9	9,3	-28 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,6	4,1	-52 %	10,1	6,6	-35 %	11,3	7,7	-32 %
Tulos ennen veroja	8,6	4,1	-52 %	10,1	6,6	-35 %	11,3	7,7	-32 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,65	0,31	-52 %	0,76	0,50	-34 %	0,85	0,58	-32 %
Osakekohtainen osinko	0,55	0,31	-44 %	0,60	0,40	-33 %	0,65	0,50	-23 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/3

Yhteenveto arvonmäärityksestä

United Bankersille on tarjolla erinomainen verrokkiryhmä Helsingin pörssistä. Nämä kotimaiset sijoituspalveluyhtiöt kilpailevat samoilla markkinoilla, samankaltaisilla tuotteilla, samoista asiakkaista sekä samoista osaaajista. Olemme täydentäneet laadukasta kotimaisista verrokkiryhmää arvonmäärityksessämme myös muutamalla hyvällä ulkomaisella verrokkiyhtiöllä.

Verrokkiryhmän arvostuskertoimien käyttökelpoisuutta heikentää kuitenkin oleellisesti viimeisten viikkojen aikana nähty talouskasvukuvan heikentyminen ja voimakas omaisuusarvojen lasku, jotka eivät arviomme mukaan näy vielä läheskään täysimääräisesti verrokkien tulosennusteissa ja arvostuskertoimissa. Tästä syystä olemme antaneet arvonmäärityksessämme verrokkien arvostuskertoimille vain rajallisen painoarvon.

Kotimaisen ja laajan verrokkiryhmän lisäksi olemme tarkastelleet UB:n arvostusta yhtiön historiallisten arvostuskertoimien ja kassavirtamallin avulla. Edellä mainittujen menetelmien ohella olemme lähestyneet UB:n arvostusta myös laskemalla käänteisesti arvon yhtiön hallinnoitavalle varallisuudelle.

Arvonmääritysmenetelmien mukainen vaihteluväli UB:n käyvälle arvolle on 4,6-9,1 euroa/osake. Vaihteluväli on poikkeuksellisen suuri ja se kuvastaa sekä markkinatilanteeseen että tulosennusteisiin liittyvää merkittävää epävarmuutta. Vaihteluvälin yläraja heijastelee mielestämme UB:n pitkän aikavälin potentiaalia, jonka realisoituminen vaatisi taakseen markkinatilanteen selvää piristymistä ja

Varainhoidon operatiivisissa tehokkuusparannuksissa onnistumista. Vaihteluvälin alarajaa voidaan puolestaan pitää lähinnä viitteellisenä johtuen verrokkiryhmän perässä laahavista tulosennusteista.

Arvostusmenetelmien keskiarvo on 6,4 euroa, mikä on myös uusi tavoitehintamme (aik. 9,0 euroa). UB:n arvostus on mielestämme kokonaisuudessaan haastava yhtiön korkeat markkinariskit huomoiden. Näkemyksemme mukaan UB:n osakkeen seuraavan 12 kk:n tuotto-odotus jääkin puhtaasti osinkotuoton varaan, mitä emme pidä sijoittajalle riittävänä korvauksena korkeiden markkinariskien kantamisesta. Jäämmekin odottamaan riski-/tuottosuhteen paranemista ja toistamme aikaisemman vähennäsuosituksemme.

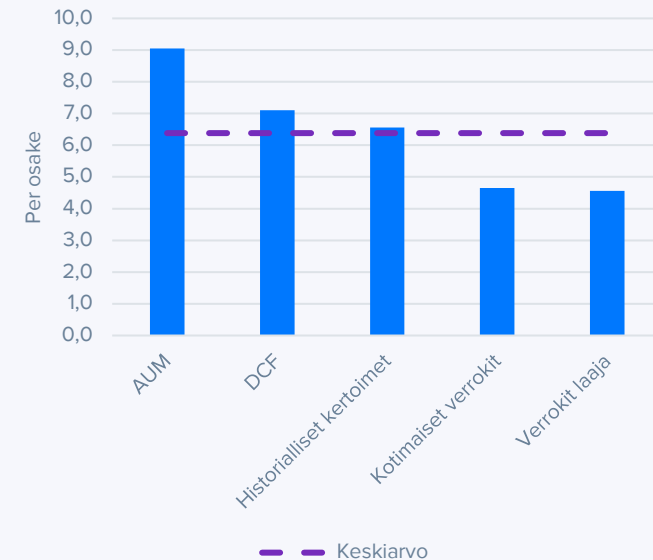
UB:n arvostusta tukevia tekijöitä ovat:

- Pitkän aikavälin tulosparannuspotentiaali
- Madaltunut riskiprofiili (jatkuvien tuottojen kasvu)
- Parantunut läpinäkyvyys (IFRS ja uudistunut raportointi)

Vastaavasti arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Perinteisen varainhoidon suuri rooli (markkinaherkkyys)
- Heikko track-record kulutehokkuuden suhteen (Varainhoidon skaalautuvuus vielä todistamatta)

Arvonmäärityksen yhteenveto



Arvonmääritys 2/3

Suhteellinen arvostus ja verrokki

Olemme antaneet UB:n suhteellista arvostusta haarukoitaessa pääpainon tulos pohjaisille EV/EBITDA-, EV/EBIT- ja P/E-kertoimille sekä osinkotuotolle. Vuoden 2019 toteutuneella tuloksella UB:n tulos pohjainen arvostus on kaksijakoinen. Yhtiön velattoman taseen huomoivat EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimet ovat noin 7x ja 9x, mitkä ovat selvästi alle yhtiön kotimaisten verrokkien mediaanin. 2019 tuloksella laskettu P/E-kerroin (14x) on sen sijaan yli verrokkien mediaanin.

Kuluvalle vuodelle ennustamamme selvän tulosheikennyksen myötä EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimet nousevat tasoille 10x ja 15x. Arvostuskertoimet ovat noin 13-38 % yli kotimaisen verrokkiryhmän ja 20-64 % yli laajan verrokkiryhmän. Vuoden 2020 P/E-kerroin 22x on puolestaan kotimaisen verrokkiryhmän korkeimpia ja noin 89 % yli yhtiön laajan verrokkiryhmän. Vuoden 2020 ennusteidemme mukainen osinkotuotto (4,6 %) on myös selvästi alle kotimaisen ja laajan verrokkiryhmän mediaanin (+7 %).

UB:ta tulisi hinnoitella näkemyksemme mukaan normaalissa markkinatilanteessa lievällä alennuksella kotimaisiin verrokkeihin nähden perinteiseen varainhoitoon painottuvasta tuotetarjonnasta ja kertatuottojen yhä suhteellisen suuresta osuudesta johtuen. Huomautamme kuitenkin, että suhteelliseen arvostukseen nojaamista vaikeuttaa oleellisesti verrokkien tulosennusteisiin liittyvä merkittävä epävarmuus. Kokonaisuudessaan arvostuskertoimet ovat mielestämme kuitenkin absoluuttisesti haastavalla tasolla UB:n korkeat markkinariskit huomioiden.

Olemme soveltaneet UB:hen kotimaisten verrokkien vuoden 2020 tulos pohjaisia EV/EBITDA-, EV/EBIT-

ja P/E-kertoimia sekä osinkotuottoa tasapainoilla (25 %). Kotimaisen verrokkiryhmän kertoimien painotetulla keskiarvolla UB:n arvo on 4,7 euroa per osake. UB:n arvoksi saadaan vastaavasti 4,6 euroa/osake, kun edellä mainittuja painokertoimia sovelletaan yhtiön laajaan verrokkiryhmään. Eteenpäin katsovilla (2021e-) kertoimilla UB:n osakkeen arvo olisi selvästi tätä korkeampi, mutta nykyisessä kriisitilanteessa ei eteenpäin katsovia kertoimia ole mielekäästä käyttää. Tuloksia voidaan pitää näkemyksemme mukaan lähinnä viitteellisinä johtuen verrokkien perässä laahaavista ennusteista.

Historiallinen arvostus tukee näkemystämme osakkeen rajallisesta nousuvarasta

UB:ta on hinnoiteltu sen pörssihistorian ajan keskimäärin eteenpäin katsovilla EV/EBITDA-, EV/EBIT- ja P/E-kertoimilla 8x, 11x ja 13x. UB:n historialliset eteenpäin katsovat arvostuskertoimet ja vuosien 2020-2021e tulosennusteidemme keskiarvo indikoivat osakkeen käyväksi arvoksi 5,8-7,0 euroa keskiarvon ollessa 6,6 euroa/osake. Historiallisiin arvostuskertoimiin perustuva arvonmääritys tukee näkemystämme osakkeen rajallisesta lyhyen aikavälin nousuvarasta.

DCF-arvonmääritys

Kassavirtamallissamme lähdemme oletuksesta, että UB:n kasvu hidastuu selvästi vuoden 2023 jälkeen. Kannattavuus paranee ennusteissamme vuosien 2021-2023 aikana ja kääntyy maltilliseen laskuun 2024 alkaen. Terminaalikannattavuutena olemme käyttäneet 17 %:n tasoa joka on linjassa yhtiön historiallisen operatiivisen marginaalin kanssa. Soveltamamme WACC-% on 10,9 % on lievästi verrokkiryhmän keskiarvon yläpuolella. DCF-laskelman mukainen arvo yhtiölle on 7,1 euroa/osake. Tarkempi DCF-malli löytyy liiteistä.

Yhtiö	EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E	
	2019	2020e	2019	2020e	2019	2020e
eQ	15,0	11,1	15,6	11,4	18,8	14,7
Taaleri	13,3	8,7	15,5	9,5	15,9	8,6
Titanium	6,7	5,8	7,0	6,9	10,1	9,1
CapMan	11,5	20,4	14,9	22,2	12,6	36,4
Evli	6,5	7,0	7,4	8,2	9,7	11,1
EAB Group	29,0	9,4	0,0	25,2	0,0	24,9
Aktia					8,3	9,8
Mediaani	12,4	9,0	11,2	10,4	10,1	11,1
UB	7,1	10,2	8,8	14,5	13,1	21,6
Erotus	-43 %	13 %	-21 %	38 %	29 %	95 %

Lähde: Thomson Reuters ja Inderes

Verrokkien oman pääoman kustannus ja WACC-%



Arvonmääritys 3/3

Hallinnoitavan varallisuuden arvo heijastelee pitkän aikavälin potentiaalia

Viimeisenä arvonmääritysmenetelmänä olemme käyttäneet UB:n hallinnoitavaa varallisuutta. UB:n liikevaihdosta valtaosa syntyy sen AUM:iin liittyvistä tuotteista ja palveluista ja näin ollen voimme käänteisesti laskea, kuinka paljon sijoittajat maksavat hallinnoitavan varallisuuden eri osa-alueista. Hallinnoitavan varallisuuden arvo vaihtelee merkittävästi riippuen sen tuottamasta palkkioasosta sekä rahan pysyvyydestä. Korkeaa palkkiovirtaa tuottava private equity -rahasto voidaan hinnoitella korkeallakin kertoimella, kun taas konsultatiivisessa varainhoidossa olevan transaktiovetoisen rahan kerroin jää matalaksi. Karkeana yleistyksenä voidaan todeta, että valtaosa hallinnoitavasta varallisuudesta hinnoitellaan 1-5 %:n arvoiseksi ja esim. 10 %:n taso vaatisi poikkeuksellisen hyvää tuotetta.

Perinteisissä sijoitusrahastoissa olevan pääoman (2019: 864 MEUR) olemme arvottaneet 3 %:n kertoimella, mikä on linjassa muiden finanssiyhtiöiden vastaavien kertoimien kanssa. Rahastojen performanssi on ollut viime vuosina mielestämme välttävä (ka. Morningstar-tähdet 2,9), mutta palkkiotasot ovat säilyneet tästä huolimatta terveellä tasolla. Rahastot ovat kuitenkin avoimia ja näin ollen pääomien pysyvyys on epävarmaa etenkin heikommassa markkinassa.

Pääomarahastoja (2019: 720 MEUR) olemme hinnoitelleet 5 %:n kertoimella. Yhtiön pääomarahastoista yli puolet on suljetuissa rahastoissa ja loput UB Metsä-pääomarahastossa, joka on avoin merkinnöille ja lunastuksille kvartaaleittain. Tämän pääoman pysyvyys on

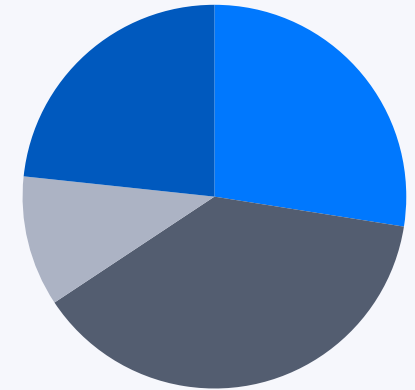
kokonaisuudessaan varsin hyvä ja myös palkkiotasot ovat hyvin terveitä. Olemme hinnoitelleet UB:n pääomarahastojen pääomaa hieman eQ:n, Taalerin ja Evlin kertoimia matalammalla tasolla pääoman jonkin verran heikommasta pysyvyydestä (isompi osuus avoimissa tai puoliavoimissa tuotteissa).

Muun rahastopääoman (2019: 518 MEUR) olemme arvottaneet 2 %:lla. Tämä pitää sisällään sekä korkeamman palkkiotason pääomarahastoja (KJK Capital) että UB:n jakelemia kolmansien osapuolten rahastoja. Näkyvyys muuhun rahastopääomaan on suhteellisen heikko, mutta arviomme mukaan se jakautuu karkeasti puoliksi pääomarahastojen ja kumppanien rahastojen kesken. Kolmansien osapuolten rahastojen palkkiotaso on näkemyksemme mukaan terveellä tasolla, mutta palkkioista kuitenkin tyypillisesti noin puolet menee rahastonhoitajalle, joka laskee sen arvoa UB:n kannalta.

Omaisuuksien hallinnoitavat pääomat (2019 1464 MEUR) olemme hinnoitelleet 1,5 %:n hinnalla heijastellen hallinnoitavan varallisuuden suhteellisen matalaa tuottotasoa ja tämän tyyppiselle pääomalle tyypillisesti käyttämääme kerrointa.

Kokonaisuutena UB:n hallinnoitavan varallisuuden arvo on laskelmiemme mukaan 94,2 MEUR eli 9,1 euroa/osake. Näkemyksemme mukaan hallinnoitavan varallisuuden arvo heijastelee yhtiön pitkän aikavälin potentiaalia, jonka realisoituminen edellyttäisi markkinatilanteen selvää piristymistä ja Varainhoidon operatiivisissa tehokkuusparannuksissa onnistumista.

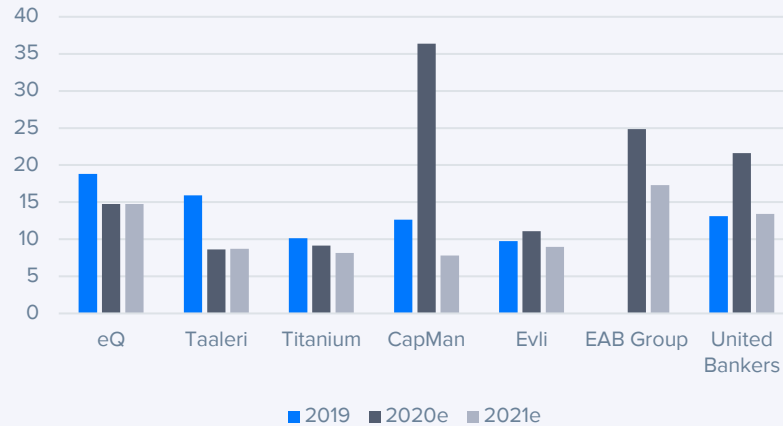
AUM-pohjaisen arvon jakauma



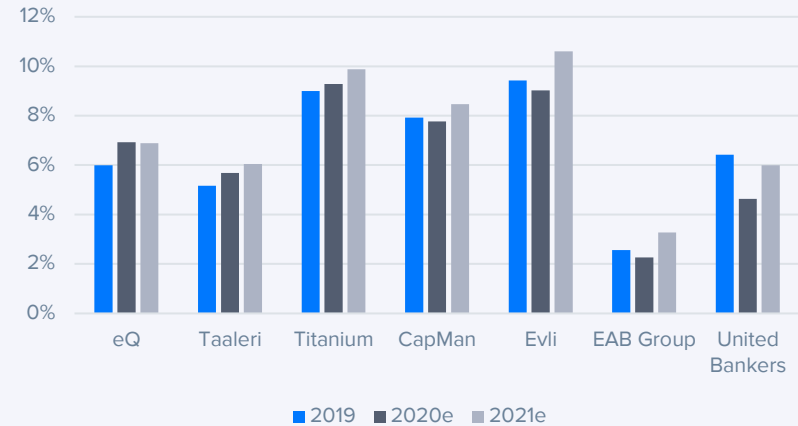
■ Perinteiset rahastot ■ Pääomarahastot
■ Muu rahastopääoma ■ Omaisuuksienhoito

UB:n arvostus suhteessa kotimaisiin verrokkeihin

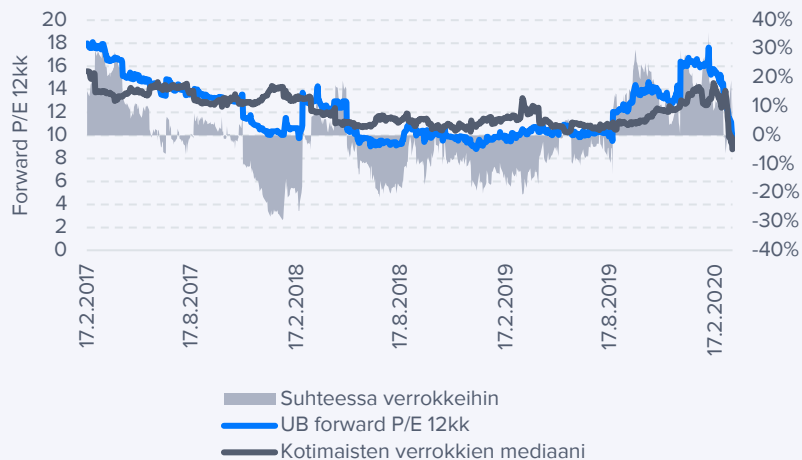
Kotimaisten verrokkien P/E-kertoimet



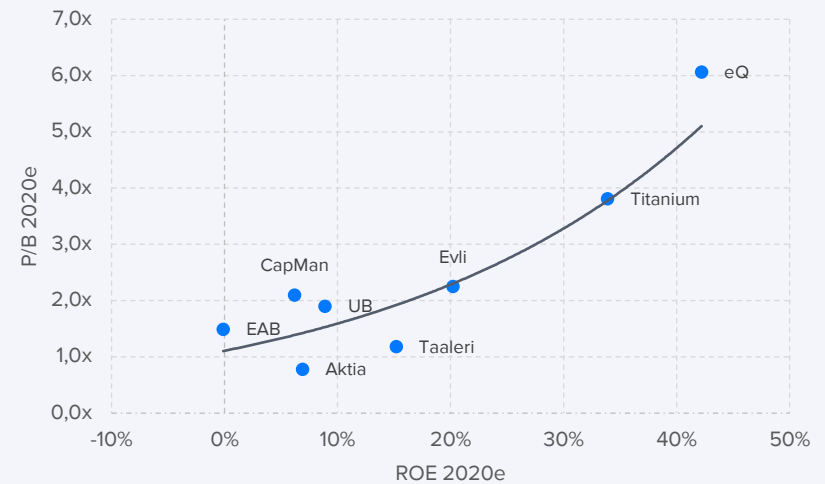
Kotimaisten verrokkien osinkotuotot



UB:n tulospohjainen arvostus vs. kotimaiset verrokkit

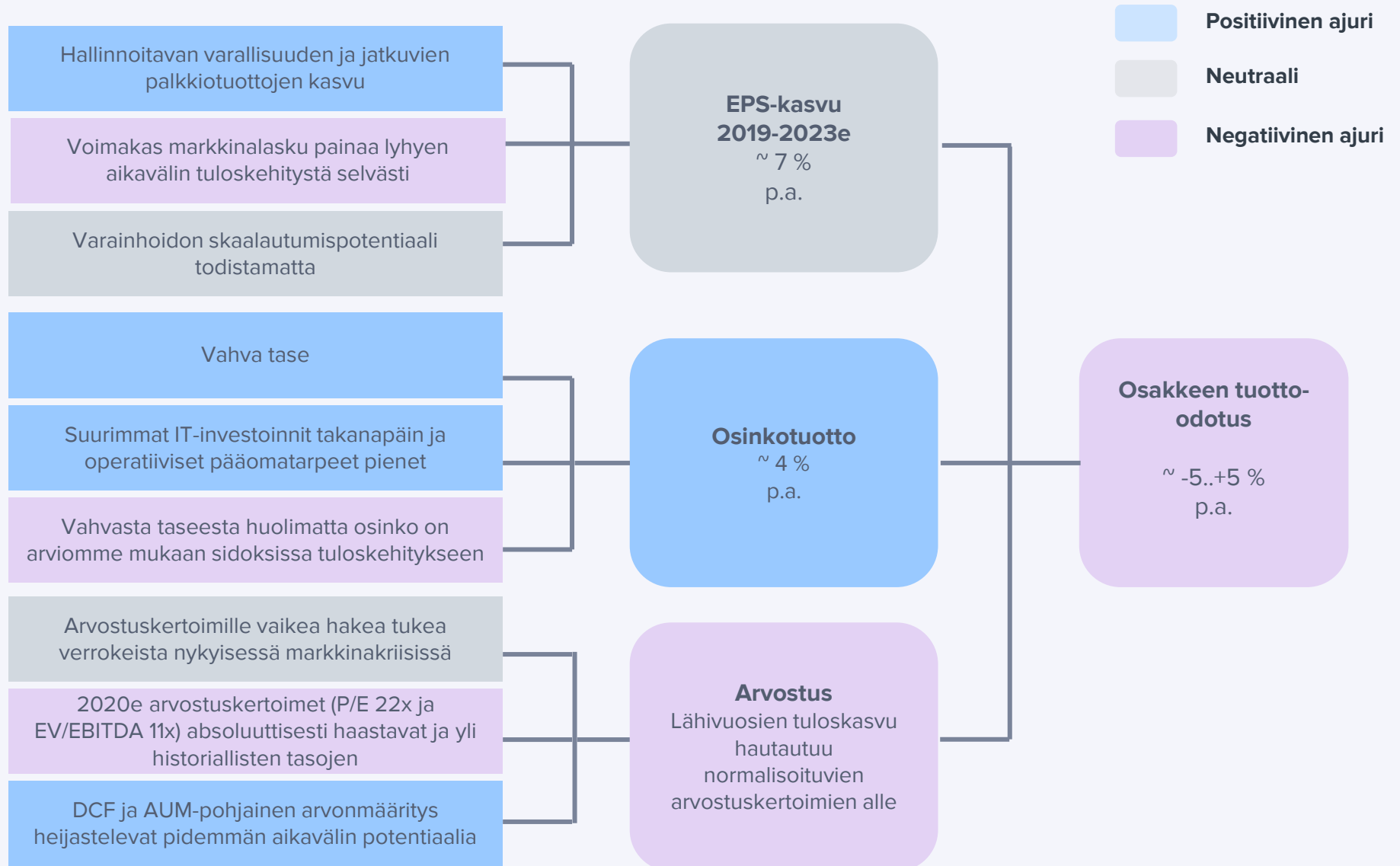


ROE ja P/B 2020e



Lähde: Thomson Reuters, Inderes

UB:n osaketuoton ajurit



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e
eQ	10,35	418	410	11,4	11,3	11,1	11,0	6,3	6,1	14,7	14,7	6,9	6,9	6,1
Taaleri	6,20	180	255	9,5	9,6	8,7	8,7	3,2	3,1	8,6	8,7	5,7	6,0	1,2
Titanium	8,00	85	69	6,9	6,3	5,8	5,3	3,3	3,0	9,1	8,1	9,3	9,9	3,8
CapMan	1,64	281	289	22,2	6,2	20,4	6,0	6,7	4,1	36,4	7,8	7,8	8,5	2,1
Evli	7,00	181	179	8,2	7,0	7,0	6,2	2,4	2,2	11,1	9,0	9,0	10,6	2,2
EAB Group	1,95	28	38	25,2	18,9	9,4	7,5	1,9	1,9	24,9	17,3	2,3	3,3	1,4
Aktia	6,55	483								9,8	7,9	8,1	8,8	0,8
AGF Management	2,67	152	239	6,3	6,6	3,6	3,6	0,9	0,9	6,2	6,0	11,4	10,8	0,2
Wisdom Tree Investments	2,36	364	566	9,4	8,8	9,6	8,4	2,2	2,1	11,4	10,0	5,0	5,0	1,0
River & Mercantile Group	160,00	174	151	7,5	6,1	8,4	6,8	1,9	1,6	13,5	11,7	6,0	6,9	2,7
United Bankers (Inderes)	6,70	70	59	14,5	8,6	10,2	6,9	2,1	1,7	21,6	13,4	4,6	6,0	2,0
Keskiarvo				10,7	8,1	8,4	6,4	2,9	2,5	14,5	9,7	7,1	7,6	2,0
Mediaani				8,8	6,8	8,5	6,5	2,3	2,1	11,4	8,7	7,0	7,0	1,4
Erotus-% vrt. mediaani				64 %	26 %	20 %	7 %	-9 %	-21 %	89 %	55 %	-34 %	-14 %	40 %

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

DCF-laskelma

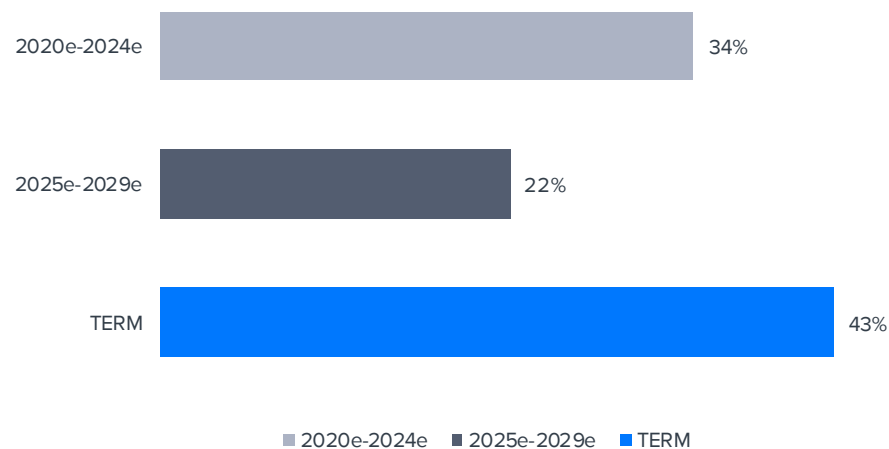
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	5,9	4,1	6,6	7,7	8,8	8,1	7,9	7,7	7,5	7,7	7,9	
+ Kokonaispoistot	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	
- Maksetut verot	-1,2	-0,9	-1,4	-1,6	-1,8	-1,7	-1,6	-1,6	-1,5	-1,6	-1,6	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-4,1	-0,3	0,6	0,4	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	
Operatiivinen kassavirta	2,4	4,7	7,4	8,1	9,0	8,2	8,1	8,0	7,9	8,1	8,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-1,2	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,9	-2,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,2	3,1	5,8	6,4	7,3	6,4	6,3	6,2	6,1	6,2	6,1	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,2	3,1	5,8	6,4	7,3	6,4	6,3	6,2	6,1	6,2	6,1	74,1
Diskontattu vapaa kassavirta		2,8	4,9	4,8	4,9	3,9	3,5	3,1	2,7	2,5	2,2	26,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		62,1	59,2	54,4	49,6	44,7	40,8	37,3	34,2	31,5	29,0	26,8
Velaton arvo DCF		62,1										
- Korolliset velat		-2,8										
+ Rahavarat		15,0										
-Vähemmistöosuus		-0,1										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		74,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		7,1										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,50 %
Riskitön korko	3,5 %
Oman pääoman kustannus	10,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,9 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20e	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	29,7	14,7	17,8	32,5	13,3	15,5	28,8	33,7	36,5	39,2
United Bankers	29,7	14,7	17,8	32,5	13,3	15,5	28,8	33,7	36,5	39,2
Käyttökate	7,1	2,9	4,8	7,7	2,2	3,6	5,8	8,2	9,3	10,4
Poistot ja arvonalennukset	-1,7	-0,8	-1,0	-1,7	-0,9	-0,9	-1,7	-1,6	-1,6	-1,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,4	2,3	4,4	6,7	1,4	2,7	4,1	6,6	7,7	8,8
Liikevoitto	5,4	2,1	3,8	5,9	1,4	2,7	4,1	6,6	7,7	8,8
United Bankers	5,4	2,1	3,8	5,9	1,4	2,7	4,1	6,6	7,7	8,8
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	5,4	2,1	3,8	5,9	1,4	2,7	4,1	6,6	7,7	8,8
Verot	-1,2	-0,5	-1,0	-1,5	-0,3	-0,6	-0,9	-1,4	-1,6	-1,8
Vähemmistöosuudet	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	4,3	1,6	2,8	4,4	1,1	2,1	3,2	5,2	6,1	7,0
EPS (oikaistu)	0,43	0,18	0,33	0,51	0,10	0,21	0,31	0,50	0,58	0,66
EPS (raportoitu)	0,45	0,16	0,27	0,43	0,10	0,21	0,31	0,50	0,58	0,66

Tunnusluvut	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20e	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	18,6 %	6,2 %	12,2 %	9,4 %	-9,1 %	-13,4 %	-11,5 %	17,0 %	8,5 %	7,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	17,9 %	15,0 %	30,6 %	24,8 %	-40,0 %	-38,6 %	-39,0 %	60,8 %	16,2 %	14,9 %
Käyttökate-%	23,9 %	19,7 %	26,8 %	23,6 %	16,7 %	23,1 %	20,2 %	24,3 %	25,4 %	26,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	18,1 %	15,7 %	24,8 %	20,7 %	10,4 %	17,6 %	14,3 %	19,6 %	21,0 %	22,5 %
Nettotulos-%	14,5 %	11,1 %	15,6 %	13,6 %	8,2 %	13,9 %	11,3 %	15,6 %	16,7 %	17,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	25,3	24,7	24,6	24,6	24,7
Liikearvo	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7
Aineettomat hyödykkeet	4,3	4,0	3,8	3,6	3,6
Käyttöomaisuus	2,8	2,0	2,1	2,3	2,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	2,5	3,0	3,0	3,0	3,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	26,7	37,6	34,0	36,1	38,3
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	12,3	21,8	21,8	21,8	21,8
Myyntisaamiset	0,7	0,8	0,7	0,8	0,9
Likvidit varat	13,7	15,0	11,5	13,4	15,6
Taseen loppusumma	52,0	62,3	58,6	60,7	63,0

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	30,3	37,1	35,8	37,8	39,7
Osakepääoma	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1
Kertyneet voittovarot	7,9	10,5	9,3	11,3	13,2
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	17,2	21,4	21,4	21,4	21,4
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Pitkäaikaiset velat	6,1	4,1	2,0	1,3	1,3
Laskennalliset verovelat	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	5,0	2,8	0,7	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	15,6	21,1	20,8	21,5	22,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,1	4,6	4,3	5,0	5,5
Muut lyhytaikaiset velat	12,5	16,5	16,5	16,5	16,5
Taseen loppusumma	52,0	62,3	58,6	60,7	63,0

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	25,0	29,7	32,5	28,8	33,7	EPS (raportoitu)	0,28	0,45	0,43	0,31	0,50
Käyttökate	5,0	7,1	7,7	5,8	8,2	EPS (oikaistu)	0,40	0,45	0,51	0,31	0,50
Liikevoitto	3,6	5,4	5,9	4,1	6,6	Operat. kassavirta / osake	0,90	0,73	0,23	0,45	0,71
Voitto ennen veroja	3,6	5,4	5,9	4,1	6,6	Vapaa kassavirta / osake	0,51	0,20	0,11	0,29	0,56
Nettovoitto	2,3	4,3	4,4	3,2	5,2	Omapääoma / osake	2,38	3,16	3,63	3,42	3,60
Kertaluontoiset erät	-1,0	0,0	-0,8	0,0	0,0	Osinko / osake	0,40	0,41	0,43	0,31	0,40
Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	44,5	52,0	62,3	58,6	60,7	Liikevaihdon kasvu-%	25 %	19 %	9 %	-11 %	17 %
Oma pääoma	19,6	30,3	37,1	35,8	37,8	Käyttökateen kasvu-%	92 %	42 %	8 %	-24 %	41 %
Liikearvo	8,1	15,7	15,7	15,7	15,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	205 %	18 %	25 %	-39 %	61 %
Nettovelat	-7,4	-8,7	-12,2	-10,8	-13,4	EPS oik. kasvu-%	1149 %	12 %	14 %	-39 %	61 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	20,0 %	23,9 %	23,6 %	20,2 %	24,3 %
Käyttökate	5,0	7,1	7,7	5,8	8,2	Oik. Liikevoitto-%	18,3 %	18,1 %	20,7 %	14,3 %	19,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	3,4	0,0	-4,1	-0,3	0,6	Liikevoitto-%	14,4 %	18,1 %	18,2 %	14,3 %	19,6 %
Operatiivinen kassavirta	7,4	7,0	2,4	4,7	7,4	ROE-%	13,6 %	17,3 %	13,1 %	8,9 %	14,3 %
Investoinnit	-7,6	-12,1	-1,2	-1,6	-1,6	ROI-%	17,6 %	18,6 %	15,8 %	10,7 %	17,7 %
Vapaa kassavirta	4,2	1,9	1,2	3,1	5,8	Omavaraisuusaste	44,1 %	58,3 %	59,5 %	61,1 %	62,4 %
						Nettovelkaantumisaste	-37,7 %	-28,8 %	-33,0 %	-30,2 %	-35,5 %
Suurimmat omistajat						Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
OY Castor-Invest AB (Carl-Gustaf Von Troil)			10,6 %			EV/Liikevaihto	1,9	1,8	2,4	2,1	1,7
Amos Partners (Antti Asunmaa)			10,1 %			EV/EBITDA (oik.)	9,7	7,7	10,4	10,2	6,9
Jarafi Oy (Rasmus Finnilä)			10,0 %			EV/EBIT (oik.)	10,6	10,1	11,8	14,5	8,6
J. Lehti & Co Oy (Jani Lehti)			5,8 %			P/E (oik.)	16,9	14,7	17,2	21,6	13,4
Bockholmen Invest AB (Patrick Anderson)			5,7 %			P/B	2,9	2,1	2,5	2,0	1,9
Biomerit Oy			4,8 %			Osinkotuotto-%	5,9 %	6,2 %	4,9 %	4,6 %	6,0 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suositus myy, vähennä, lisää ja

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

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

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
25.11.2014	Vähennä	6,60 €	6,60 €
18.12.2014	Vähennä	7,00 €	6,76 €
26.2.2015	Vähennä	7,40 €	7,52 €
10.4.2015	Vähennä	8,80 €	9,20 €
26.8.2015	Lisää	9,60 €	8,40 €
4.1.2016	Lisää	10,60 €	9,80 €
18.2.2016	Lisää	9,00 €	8,00 €
5.4.2016	Lisää	8,60 €	7,40 €
9.6.2016	Lisää	8,60 €	7,25 €
27.7.2016	Vähennä	7,40 €	7,15 €
25.8.2016	Vähennä	7,20 €	6,90 €
16.2.2017	Vähennä	6,80 €	7,30 €
3.5.2017	Vähennä	6,80 €	6,99 €
24.8.2017	Vähennä	7,20 €	7,16 €
16.11.2017	Vähennä	7,80 €	7,60 €
28.2.2018	Vähennä	7,80 €	7,36 €
16.5.2018	Lisää	7,50 €	7,00 €
24.8.2018	Lisää	8,30 €	7,50 €
16.10.2018	Vähennä	8,00 €	7,95 €
18.2.2019	Vähennä	8,00 €	7,65 €
26.6.2019	Vähennä	8,00 €	7,55 €
23.8.2019	Vähennä	7,50 €	7,40 €
16.12.2019	Myy	8,20 €	9,35 €
20.12.2019	Myy	8,20 €	8,95 €
7.2.2020	Vähennä	9,00 €	9,45 €
3.3.2020	Vähennä	9,00 €	8,90 €
23.3.2020	Vähennä	6,40 €	6,70 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**