

United Bankers

Vuosipäivitys

4/2016

**inde
res.**

Tuloskasvu jatkuu

Tarkistamme United Bankersin tavoitehintamme 43,0 euroon (45,0 euroon) tarkistettujen tulosennusteidemme myötä. Toistamme lisää-suosituksemme ja pidämme yhtiön arvostustasoa edelleen varsin houkuttelevana. UB:llä on hyvät edellytykset jatkaa tuloskasvuun lähivuosina ja mielestämme arvostus ei heijastele täysimääräisesti lähivuosien tuloskasvupotentiaalia.

Keskisuuri sijoituspalveluyhtiö

United Bankers on keskisuuri toimija Suomen sijoituspalvelumarkkinoilla. Yhtiö toimii omaisuudenhoidon lisäksi arvopaperivälityksessä, investointipankkitoiminnassa ja rahastojen hallinnoinnissa. Historiallisesti UB on ollut tuotelähtöinen toimija ja sen fokus on ollut yksittäisten tuotteiden myynnissä. Viime vuosina yhtiö on laajentanut toimintaansa selvästi ja samalla kasvattanut jatkuvien tuottojen osuutta liiketoiminnastaan.

Toimialan näkymät ovat suotuisat

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. Odotammekin toimialan kasvun jatkuvan suhteellisen ripeänä myös tulevina vuosina. Toimialan keskeiset trendit tukevat etenkin ketteriä ja erikoistuneita toimijoita joihin myös UB kuuluu. Alan konsolidaatio tulee jatkumaan, kun kasvava regulaatio ja kiistattomat synergiaedut ajavat toimijoita neuvottelupöytiin. UB on ilmaissut useaan otteeseen kiinnostuksensa osallistua toimialan konsolidaatioon ja odotamme yhtiön olevan aktiivinen toimija tällä rintamalla myös tulevaisuudessa.

Hyvät edellytykset jatkaa tuloskasvua

Arviomme mukaan UB:llä on hyvät edellytykset jatkaa voimakasta tuloskasvuun lähivuosina markkinatilanteen asteittaisesta heikentymisestä huolimatta. Tuloskasvun moottorina toimivat varainhoito ja pääomarahastot sekä kiinteän kulurakenteen myötä syntyvä tulosvipu. Sijoittajien on tärkeä huomioida, että UB:n tuottopalkkioiden mix tulee lähivuosina jatkamaan selkeää parantumistaan konsernin strategisen painopisteen mukaisesti jatkuihin tuottoihin. Näin ollen yhtiön tuloksen suhteellisen suuri volatiliiteetti pienenee asteittain ja yhtiön riskiprofiili laskee. Odotamme yhtiön liikevoiton paranevan noin 15 %:lla per vuosi periodilla 2015-2019e. EPS kasvun odotamme olevan tätä korkeampi johtuen vähemmistöille kuuluvan omistuksen asteittaisesta supistumisesta.

Arvostus ei heijastele tuloskasvupotentiaalia

United Bankers on sijoittajaprofiililtaan mielestämme selkeä kasvuyhtiö, joka tarjoaa vahvaa osinkotuottoa. Suhteessa lähivuosien tuloskasvunäkymiin yhtiön arvostus on edullinen (P/E 2016 & 2017 14x ja 11x) eikä nykykurssi täysimääräisesti heijastele yhtiön tuloskasvupotentiaalia. Johtuen tulosparannukseen liittyvästä epävarmuudesta sekä yhtiön liiketoiminnan varsin suuresta volatiliiteetista, annamme pääpainon kuluvan vuoden kertoimille ja olemme näkemysksemme suhteen edelleen suhteellisen varovaisia. Lähes 7 %:n tasolla oleva ennustettu osinkotuotto antaa osakkeelle kohtuullista tukea pääomamarkkinoiden mahdollista heiluntaa vastaan.

Analyytikko

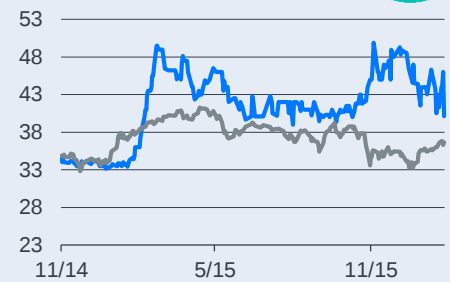
Sauli Vilén
+ 358 44 025 8908
sauli.vilen@inderes.fi



Suositus

Lisää

Tavoitehinta: 43,0 €



— United Bankers — OMXHCAP

Lähde: Bloomberg

Eilisen päätös **36,95 EUR**

12 kk vaihteluväli **37,0-50,5 EUR**

Potentiaali **+16,4 %**

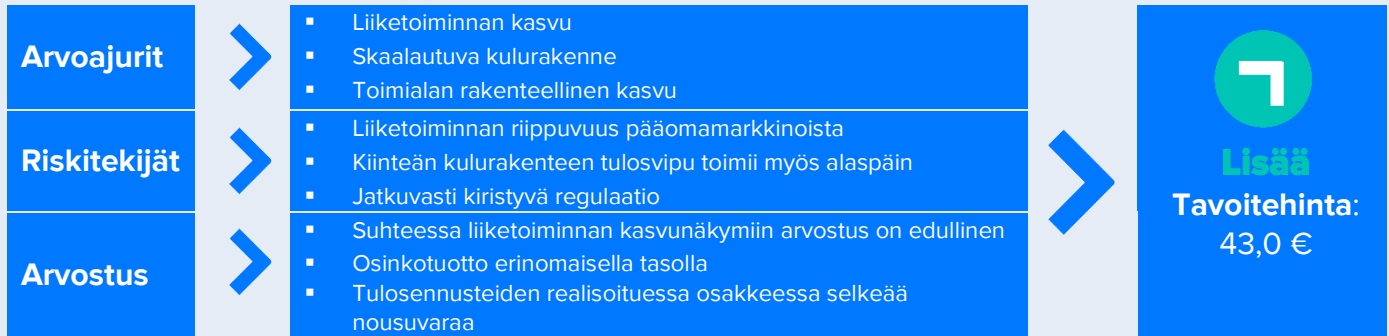
Avainluvut

MEUR	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	27,4	28,1	31,3
kasvu-%	35 %	2 %	11 %
Liikevoitto	6,5	7,1	9,0
Liikevoitto-%	24 %	25 %	29 %
Nettotulos	3,6	4,1	5,5
EPS	2,39	2,59	3,49
Osinko	2,35	2,50	3,00
Osinkosuhde-%	98 %	96 %	86 %
P/E	20,5	14,4	10,7
P/B	4,4	3,4	3,1
EV/S	2,4	1,9	1,7
EV/EBITDA	9,5	7,0	5,8
Osinkotuotto-%	5,6 %	6,7 %	8,1 %

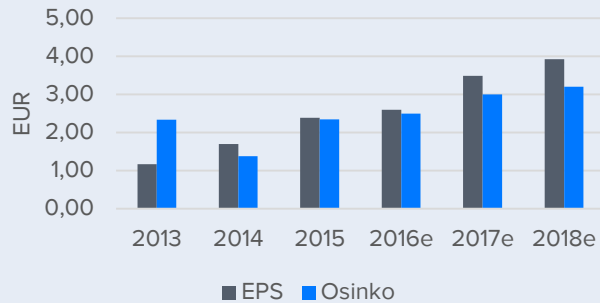
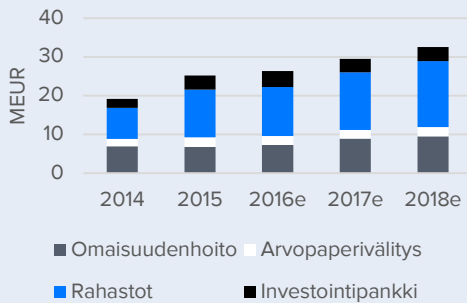
Lähde: Inderes

United Bankers yhteenveto

Sijoitusnäkemys

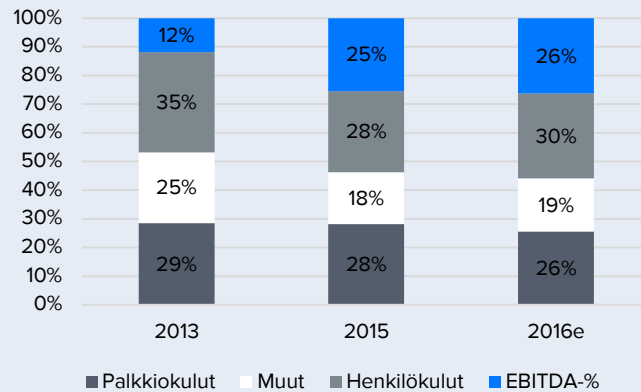
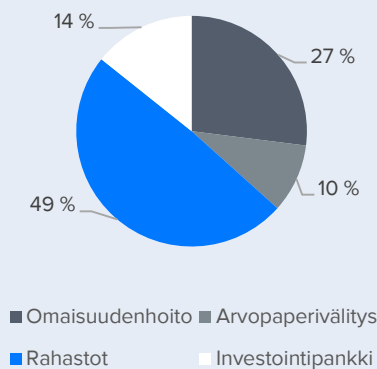


Liiketoiminnan kehitys



Lähde: Inderes ja United Bankers

Liiketoimintarakenne 2015



Lähde: Inderes ja United Bankers

Arvostus 2016e



Sisällysluettelo

United Bankers yhteenveto	3
Yhtiökuvaus	5
United Bankers lyhyesti	8
Liiketoimintamalli ja strategia	9
Liiketoimintamalli yhteenveto	15
Toimiala ja kilpailijakenttä	16
Toimiala yhteenveto.....	22
Tulevaisuuden ennusteet.....	23
Ennusteet ja tase	26
Arvostus ja riskit	27
Arvostus yhteenveto.....	29
Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli.....	30
Puolivuotisennusteet ja tiivistelmä.....	32
Suositus historia	33
Vastuuvapauslauseke	33

Yhtiökuvaus

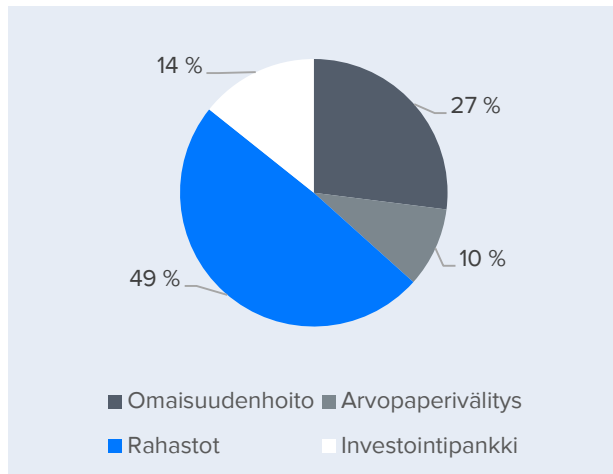
United Bankers on keskiuuri toimija Suomen sijoituspalvelumarkkinoilla. Yhtiö toimii omaisuudenhoidon lisäksi arvopaperivälityksessä, investointipankkitoiminnassa ja rahastojen hallinnoinnissa. Historiallisesti UB on ollut tuotelähtöinen toimija ja sen fokus on ollut yksittäisten tuotteiden myynnissä. Viime vuosina yhtiön on laajentanut toimintaansa selvästi ja samalla kasvattanut jatkuvien tuottojen osuutta liiketoiminnastaan.

Yhtiökuvaus

Keskiuuri finanssipalveluyhtiö

Vuonna 1986 perustettu United Bankers on keskiuuri peluri kotimaisessa omaisuudenhoitokentässä. Yhtiö aloitti liiketoimintansa arvopaperinvälityksestä ja on vuosien saatossa laajentanut toimintaansa merkittävästi. Tänä päivänä arvopaperinvälitys on vain pieni osa konsernia ja rahastoliiketoiminta sekä omaisuudenhoito kattavat valtaosan konsernin saamista palkkiotuotoista. Näiden lisäksi yhtiö harjoittaa myös investointipankkitoimintaa pääosin vuonna 2013 perustetun UB Capitalin kautta. Yhtiöllä oli 2015 lopussa 99 työntekijää (sis. 12 osa-aikaista) ja 5563 asiakasta. Listatuille finanssialan palveluyrityksille tyypillisesti yhtiön henkilöstö on merkittävänä omistajana ja omistaa noin 55 % yhtiön osakekannasta. Tästä johtuen myös henkilöstön vaihtuvuus on pysynyt erittäin matalana.

Palkkiotuottojen jakauma 2015



Lähde: United Bankers

Yhtiö rakenne

United Bankers -konserniin kuuluu emoyhtiö United Bankers Oy:n lisäksi kuusi tytäryhtiötä. Yhtiön täysin omistamat tytäryhtiöt ovat UB Securities Oy, UB Omaisuudenhoito Oy ja UB Rahastoyhtiö Oy. UB Capital Oy (omistus 62 %), UB Real Asset Management Oy (omistus 56 %) ja UB Nordic Forest Management Oy (omistus 78 %) ovat

tytäryhtiöitä, joissa konsernilla on enemmistöomistus. Lisäksi konserni omistaa 25 % Mikana Power Oy nimisestä yhtiöstä, joka omistaa 51 % Winda Power Oy:stä. Winda Power Oy on tuulipuistojen kehittämiseen ja hallintaan erikoistunut yhtiö. Kuvaus yhtiörakenteesta löytyy sivulta 8.

Voitonjakopolitiikka

United Bankersin tavoitteena on maksaa säännöllistä vuosittaista osinkoa. Osinkoa pyritään jakamaan vähintään 50 % tilikauden osakekohtaisesta tuloksesta tai osakekohtaisesta kassavirrasta ottaen kuitenkin huomioon yhtiön liiketoiminnan kehitystarpeet.

Missio

Yhtiön missiona on auttaa asiakkaitaan kartuttamaan varallisuuttaan tarjoamalla pitkäaikaiseen kokemukseen ja ammattitaitoon perustuvia korkealaatuisia sijoituspalveluita ja -tuotteita. Asiakkaan tavoitteet ja toiveet asetetaan etusijalle palvelu- ja sijoitustuotevalikoimaa kehittäessä. Asiantuntemuksen korkea taso sekä edelläkävijyyys ja joustavuus sijoitustuotteiden ja palveluiden kehittämisessä tuottavat asiakkaille lisäarvoa, johtavat pitkäaikaisiin asiakassuhteisiin ja edistävät yhtiön liiketoiminnan kasvattamista.

Visio

Yhtiön tavoitteena on olla haluttu yhteistyökumppani sekä yksityis- että yhteisöasiakkaiden varainhoidossa. Yhtiön visiona on kasvaa merkittäväksi ja tunnetuksi finanssitavarataloksi Suomessa ja Pohjoismaissa. Korkealaatuisten tuotteiden ja palveluiden markkinointi lisää yhtiön tunnettavuutta ja auttaa kasvattamaan asiakaskuntaa ja hallinnoitavan varallisuuden määrää merkittävästi.

Historiallinen kehitys

Vuodet 2009-2011 - finanssikriisistä toipumista ja merkittävä yritysjärjestely

Finanssikriisin seurauksena myös rahoitusalan yritykset kokivat kovia kolhuja, kun välitystoimintojen volyymit ja hallinnoitavan varallisuuden määrä laskivat selvästi pörssikurssien laaja-alaisen laskun myötä. United Bankers

selvisi finanssikriisistä verrattain vähin vaurioin ja yhtiön liikevoitto pysyi selvästi voitollisena vuosien 2008-2009 läpi. Vuonna 2011 alkanut Euroopan velkakriisi piti markkinatilanteen haastavana ja heikensi palkkiotuottojen kehitystä.

Kahdesta kriisistä huolimatta United Bankersin liiketoiminta kehittyi 2009-2011 suotuisasti. Yhtiön nettopalkkiotuotot kasvoivat vuoden 2009 6,2 MEUR:sta vuoden 2011 8,8 MEUR:oon. Liikevoitto kasvoi 1,6 MEUR:sta 1,9 MEUR:oon samalla ajanjaksolla. Kriisien johdosta toimialan regulaatio kasvoi voimakkaasti, joka omalta osaltaan heikensi United Bankersin kannattavuuskehitystä.

Vuoden 2011 lopussa yhtiö teki kaksi merkittävää strategista päätöstä, kun se päätti laajentaa investointipankki-liiketoimintaan ja osti Aventum -rahastoyhtiön liiketoiminnan.

Aventum-liiketoimintakauppa

Vuoden 2011 lopussa United Bankers ilmoitti ostavansa Aventum rahastoyhtiön liiketoiminnan. Kaupassa United Bankersille siirtyi 9 Aventumin hallinnoimaa rahastoa, joissa oli hallinnoitavaa varallisuutta noin 80 MEUR. Kaupan taustalla oli etenkin United Bankersin kiinnostus laajentaa rahastovalikoimaansa ja jalansijaansa instituutiopuolella. Kaupan seurauksena yhtiön rahastopääoma kasvoi merkittävästi. Kauppahinta oli käsityksemme mukaan erittäin matala ja lähinnä nimellinen, sillä myyjät saivat merkittävän osuuden uudesta perustettavasta yhtiöstä UB Real Asset Management (Aventumin entisten työntekijöiden osuus noin 44 %). Uskomme, että United Bankers pyrkii jatkossa etsimään Aventum-yritysjärjestelyn kaltaisia mahdollisuuksia kasvaa epäorgaanisesti alueille, missä se kykenee laajentamaan tuotevalikoimaansa ja kasvattamaan hallinnoitavaa varallisuuttaan kohtuullisella hinnalla.

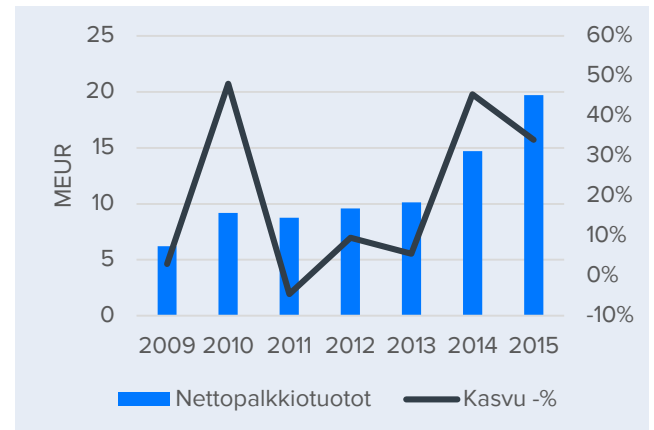
2012-2013 - kasvualustan rakentamista

Vuosien 2012 ja 2013 keskeisenä teemana United Bankersille oli investointipankkiliiketoiminnan ylösajo, Aventumin liiketoiminnan integraatio sekä pohjan luominen liikevaihdon kasvattamiselle tulevaisuudessa. Tällä pohjan luomisella tarkoitetaan mm. merkittäviä panostuksia omaan IT-järjestelmään, tuotetarjonnan kehittämistä ja asiakassuhteiden hoitoprosessin optimointia. Etenkin IT-järjestelmä on yhtiön jakelun kannalta hyvin kriittinen, sillä se mahdollistaa suurempien asiakasmassojen käsittelyn ilman merkittäviä henkilöstöresursseja. Tämä on kriittistä etenkin matalamman varallisuuden asiakassegmenteissä, joissa massat ovat isoja ja hallinnoitava varallisuus per asiakas suhteellisen alhainen.

Aventum-integraatio on kokonaisuutena sujunut hyvin ja se saatiin virallisesti päätökseen 2014 aikana, kun UB Real Asset Management Oy sai toimiluvan. United Bankers on onnistunut lähes nelinkertaistamaan Aventumin hoidossa olevan varallisuuden, joka on näkemyksemme mukaan osoitus Aventumin tuotteiden houkuttelevuudesta sekä United Bankersin omasta myyntivoimasta.

Markkinatilanne on pysynyt suotuisana keskuspankkien elvyttävän rahapolitiikan ja globaalien talouskasvun piristymisen ansiosta. Itse United Bankersin liiketoiminta jatkoi myös positiivista kehitystään ja vuoden 2013 nettopalkkiotuotot kasvoivat 10,1 MEUR:oon. Vuoden 2013 liikevoitto pysyi puolestaan 1,9 MEUR:ssa, sillä sitä rasittivat kasvuun tähtäävien hankkeiden investoinnit ja regulaation jatkuva kasvu.

Nettopalkkiotuottojen kehitys 2009-2015

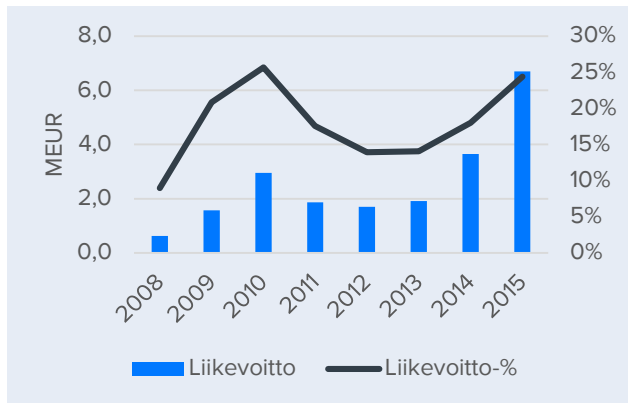


Lähde: United Bankers

2014-2015 - pörssilistaus ja kasvun kiihtyminen

United Bankersin aikaisempina vuosina tekemät kasvupanostukset alkoivat realisoitua vuonna 2014 ja nettopalkkiotuotot kasvoivat 45 % 14,7 MEUR:oon. Kasvun ajurina toimi Investointipankkiliiketoiminnan ylösajo, asiakasmäärän voimakas kasvu sekä reaaliomaisuusratkaisujen vahva kysyntä. Myös erittäin suotuisana jatkunut markkinatilanne sekä kohonneet omaisuusarvot tukivat liiketoiminnan kehitystä. Liiketoiminnan kiinteän kulurakenteen myötä myös liikevoitto kehittyi positiivisesti ja nousi 3,6 MEUR:oon. Yhtiö myös listautui onnistuneesti Helsingin pörssin First North listalle marraskuussa 2014.

Liikevoiton kehitys 2009-2015

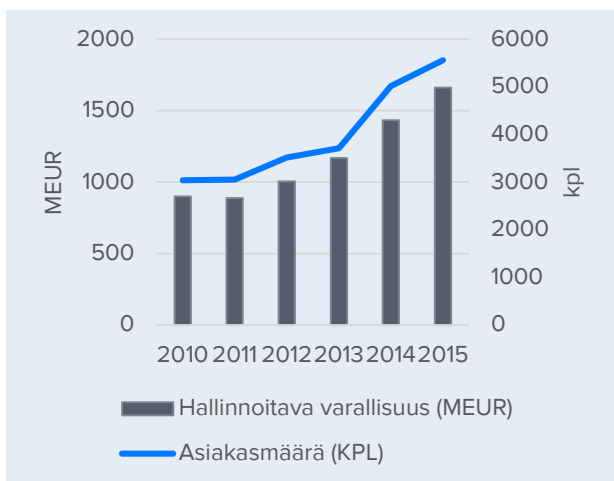


Lähde: United Bankers

Kasvupanostusten realisoituminen jatkui vuonna 2015 ja yhtiön nettopalkkiotuotot kasvoivat 34 % 19,7 MEUR:oon. Yhtiö jatkoi kasvustrategiansa toteuttamista ja investoi edelleen merkittävästi IT-järjestelmiensä kehittämiseksi. Yhtiö laajensi tuotetarjontaansa pääomarahastoissa merkittävästi ja osti liiketoimintakaupalla Quorumilta yritysrahoitusrahaston (UB Yritysrahoitusrahasto KY I), joka on tarkoitus lanseerata H1'16:n aikana. Yhtiö myös laajensi kiinteistövarainhoitoon perustamalla Nordic Properties kiinteistörahaston, joka on tarkoitus lanseerata niin ikään H1'16:n aikana. UB laajensi fyysistä jakeluverkostoaan perustamalla uuden myyntikonttorin Turkuun ja ostamalla POP-pankkien sijoituspalveluyritys Optiumin, jonka konttori sijaitsee Tampereella.

H2'15:lla heikentyneestä markkinatilanteesta huolimatta yhtiön liikevoitto kasvoi selvästi liiketoiminnan kasvun myötä ja yhtiön saavuttama 6,5 MEUR:n liikevoitto on sen historian toiseksi paras. Asiakasmäärä nousi noin 5500:een (+10 %) ja hallinnoitava varallisuus kasvoi 1,7 miljardiin (+16 %).

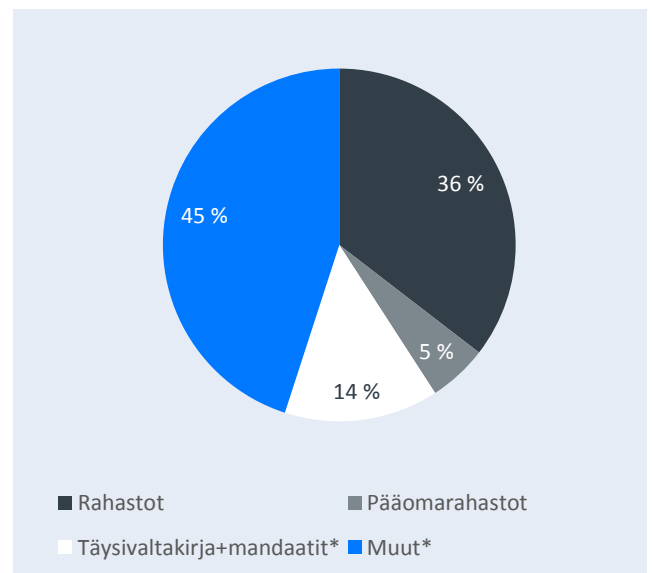
Hallinnoitavien varojen ja asiakasmäärän kehitys



Lähde: United Bankers

2015 lopussa yhtiön hallinnoitavista varoista 36 % tai 589 MEUR oli yhtiön omista rahastoista. Pääomarahastojen osuus oli noin 5 % ja niissä oli vuoden lopussa 90 MEUR. Sijoittajien on hyvä huomata, että pääomarahastoliiketoiminta on vasta ylösajovaiheessa ja 2015 lopussa se käsitti vasta kaksi metsärahoitusta. Arviomme mukaan täyden valtakirjan sekä mandaattipohjaisessa varainhoidossa yhtiöllä oli vuoden lopussa noin 14 % tai 235 MEUR. Määrä on suhteellisen pieni, sillä yhtiöllä ei aiemmin ole ollut yhtä selkeää varainhoitomallia ja varainhoidon rooli konsernissa on ollut pienempi. Muu varallisuus vastasi noin 45 % yhtiön hallinnoitavista varoista ja tämä sisältää arvopaperivälityksen hallinnoimat sijoitussalkut, asiakassalkuissa olevat strukturoidut tuotteet ja konsultatiivisen varainhoidon. Tästä pääomasta saatavat hallinnointipalkkiot ovat hyvin matalia ja esimerkiksi strukturoiduissa tuotteissa hallinnointipalkkiota ei ole. Näin ollen niin sanottua tuottavaa hallinnoitavaa varallisuutta UB:n varallisuudesta on hieman yli puolet.

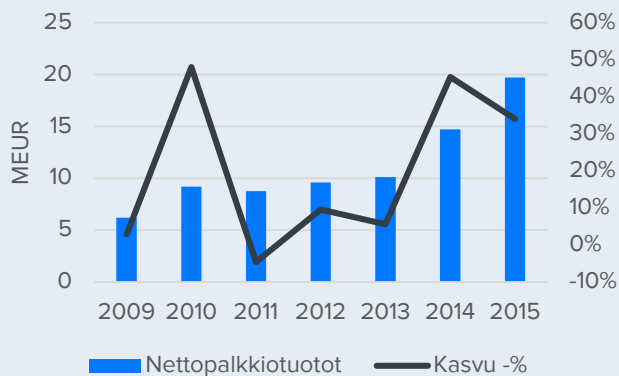
Hallinnoitavien varojen jako



Lähde: United Bankers ja Inderes * osalta

United Bankers lyhyesti

Nettopalkkiottojen kehitys 09-15



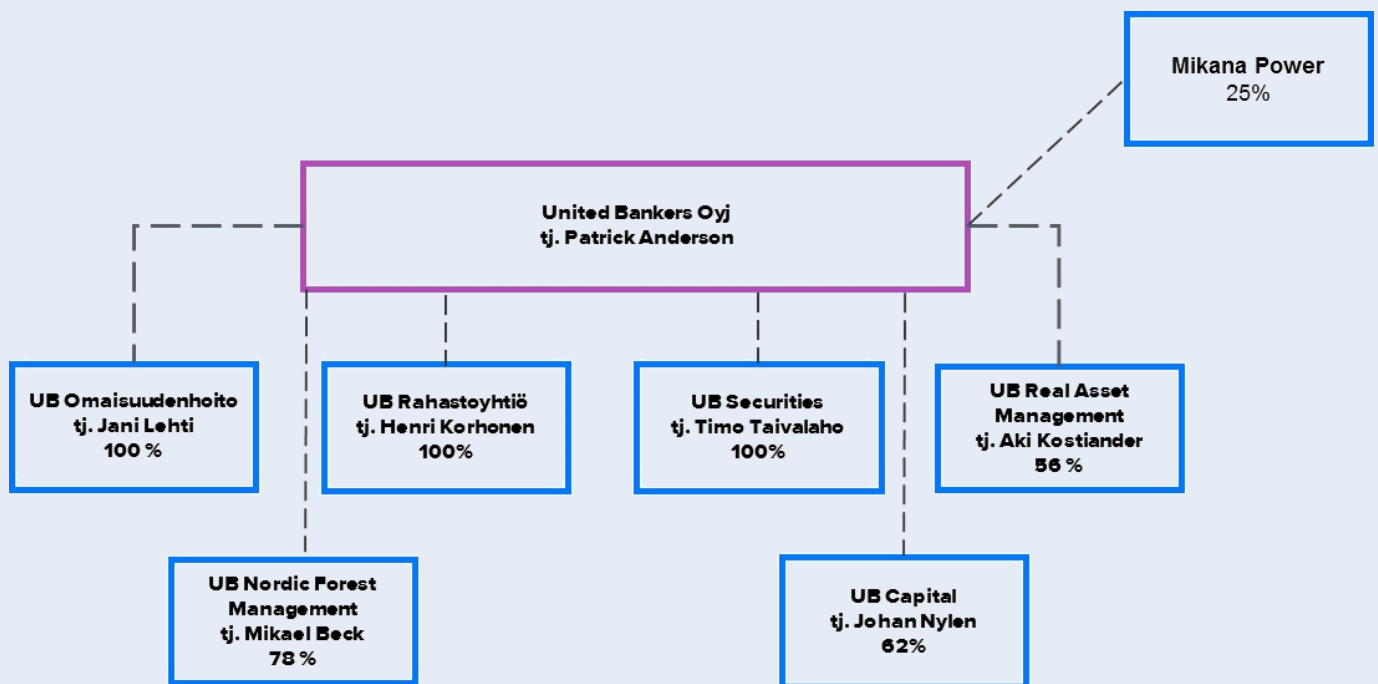
Lähde: United Bankers

Liikevoiton kehitys 08-15



Lähde: United Bankers

Konsernin rakenne



Lähde: United Bankers

Liiketoimintamalli ja strategia

United Bankers raportoi liiketoimintansa vuositason neljässä segmentissä. Näistä rahastoliiketoiminta on selvästi suurin ja myös lähivuosien kasvun kannalta rahastot sekä omaisuudenhoito ovat keskeisessä roolissa. Yhtiön strategiana on kasvattaa liiketoiminnan kokoa selvästi nykyisestä ja kasvua haetaan kaikilta liiketoiminta-alueilta. Jatkuvien tuottojen osuus UB:n liiketoiminnasta on selvästi verrokkeja matalampi ja tämä näkyy liiketoiminnan suurempana volatiliteettina. Kiinteästä kulurakenteesta johtuen yhtiön tulosvipu on merkittävä.

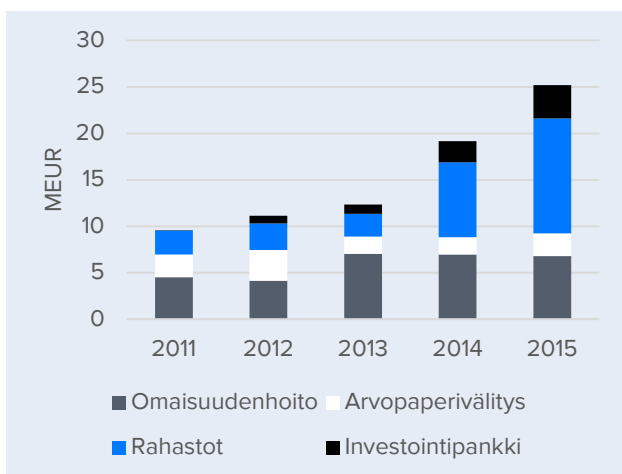
Liiketoimintamalli

Neljä liiketoiminta-aluetta

United Bankers raportoi liiketoimintansa vuositason neljässä segmentissä: Omaisuudenhoito, Rahastot, Arvopaperivälitys ja Investointipankkitoiminta. Raportoitu segmenttijako poikkeaa yhtiön virallisesta liiketoimintarakenteesta (sivu 8), mikä heikentää läpinäkyvyyttä yhtiön liiketoimintaan. Mallinnuksemme pohjana olemme käyttäneet yhtiön raportoimaa segmenttijakoa. Kulurakennetta mallinimme konsernitason.

Poiketen pörssilistautuista keskeisistä verrokeista (eQ, Taaleri ja Evli) UB:n liiketoiminnan painopiste on historiallisesti ollut huomattavasti enemmän yksittäisten sijoitustuotteiden myynnissä (mm. rahastot ja strukturoidut tuotteet) ja varainhoidon rooli on ollut suhteellisen pieni. Tästä johtuen myös ei-jatkuvien tuottojen osuus yhtiön liiketoiminnasta on ollut selvästi verrokkeja korkeampi.

UB:n palkkiotuottojen jakauma 2015



Lähde: United Bankers

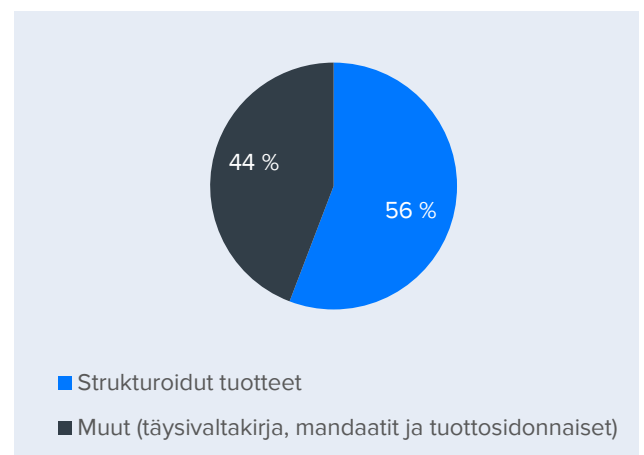
Omaisuudenhoito

UB Omaisuudenhoito tarjoaa varainhoidon tuotteita ja palveluita, vastaa strukturoitujen sijoituslainojen tuotekehityksestä ja toimii yhtiön kaikkien

varainhoitotuotteiden ja -palveluiden myyjänä ja markkinoijana. UB Omaisuudenhoito tarjoaa täyden valtakirjan varainhoitoa ja sen kohderyhmänä ovat varakkaat yksityishenkilöt sekä instituutiot. Perinteisen suoriin osake- ja joukkolainasijoituksiin perustuvan varainhoidon rinnalla yritys tarjoaa erityisesti reaaliomaisuuteen perustuvia varainhoitoratkaisuja. United Bankers onkin varainhoitajana profiloitunut ennen kaikkea reaaliomaisuusrahastojen osajaksi. Omaisuudenhoidolla on myös tytäryhtiö Ruotsissa ja sen tuotteita on ollut merkittävässä Ruotsin PPM-eläkejärjestelmässä sekä Nordnetin ja Avanzan rahastoportaaleissa. Käsityksemme mukaan Ruotsista tulleen varallisuuden määrä on jäänyt suhteellisen pieneksi ja uskomme, että merkittävien pääomien saanti Ruotsista vaatisi lisäpanostuksia paikalliseen myyntihenkilöstöön.

Omaisuudenhoidon liikevaihto oli vuonna 2015 6,8 MEUR. Arviomme mukaan strukturoitujen tuotteiden osuus segmentin palkkiotuotoista on hieman yli puolet. Yhtiön markkinaosuus strukturoiduissa tuotteissa on viimeiset vuodet säilynyt 6 %:ssa, jota voidaan pitää mielestämme varsin hyvänä tasona. Strukturoiduissa tuotteissa pääkohderyhmänä yhtiöllä on yksityissijoittajat.

Omaisuudenhoidon palkkiojakauma 2015e



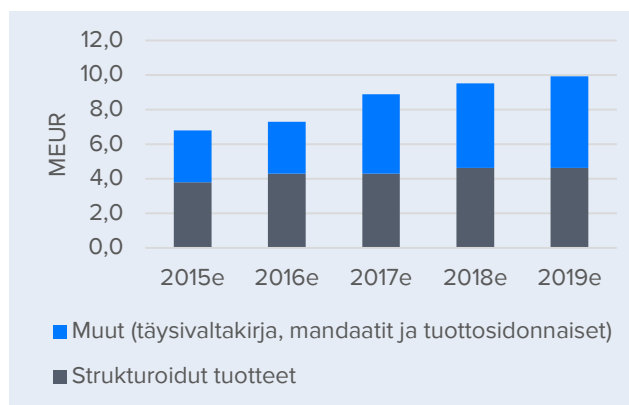
Lähde: Inderes

Perinteinen täydenvaltakirjan varainhoito on UB:n osalta edelleen suhteellisen pientä ja yhtiö on vasta viimeisen kahden vuoden aikana luonut yhtenäiset sijoitusstrategiat ja palvelumallit, joita se tarjoaa asiakkaille. Aikaisemmin yhtiön varainhoidon salkut on hoidettu yksilöllisesti, missä tehokkuus on kärsinyt ja toisaalta asiakas ei ole välttämättä päässyt hyötymään koko konsernin sijoitusosaamisesta. Yhtiön hallinnoitavasta varallisuudesta arviomme mukaan noin 400-500 MEUR on varainhoidossa joko täyden valtakirjan ja mandaattien tai konsultatiivisen varainhoidon alla. Konsultatiivisessa varainhoidossa palkkiot ovat pääosin transaktiopohjaisia ja näin ollen tuottotaso suhteellisen vaatimaton (arviomme 0,1-0,3 % vuodessa). Täyden valtakirjan sekä mandaattipohjaisessa varainhoidossa yhtiön keskimääräinen palkkiotaso on arviomme mukaan lähellä toimialan keskiarvoja (0,6-0,8 %).

Varainhoidon kasvattaminen on yhtiön strategian kannalta keskeisessä roolissa lähivuosina ja yhtiö on vuoden 2016 alusta lanseerannut uudet yhtenäiset sijoitusstrategiat. Yhtenäiset sijoitusstrategiat mahdollistavat selvästi tehokkaammat sisäiset prosessit ja helpottavat myös palvelun myyntiä. Varainhoidossa kasvu tulee arviomme mukaan sekä uusien asiakkaiden, että vanhojen konsultatiivisten asiakassalkkujen konversion myötä. Tämän pitäisi kasvattaa hallinnoitavaa varallisuutta ja samalla parantaa hallinnoitavasta varallisuudesta saatavaa keskimääräistä palkkiotasoa (mix). Yhtiön suhteellisen suuresta asiakasmassasta ja pääomarahastotuotteiden merkittävästä roolista johtuen pidämme yhtiön mahdollisuuksia varainhoidon kasvattamisessa hyvinä, etenkin yksityissijoittajien puolella.

Ennustamme Omaisuudenhoidon liikevaihdon kasvavan 9,5 MEUR:oon vuoteen 2018 mennessä. Tämä kasvu tulee puhtaasti varainhoidon puolelta ja strukturoitujen tuotteiden liikevaihtotaso pysyy muuttumattomana. Emme odota strukturoitujen tuotteiden markkinan kasvavan juurikaan lähivuosina ja kireä korkoympäristö asettaa haasteita etenkin korkopohjaisille tuotteille. Strukturoitujen tuotteiden 6 %:n markkinaosuudessa emme odota myöskään muutoksia ja arviomme mukaan markkinaosuuden kasvattaminen vaatisi entistä selkeämmin hinnalla kilpailua.

Omaisuudenhoidon palkkiojakauma 2015-19e



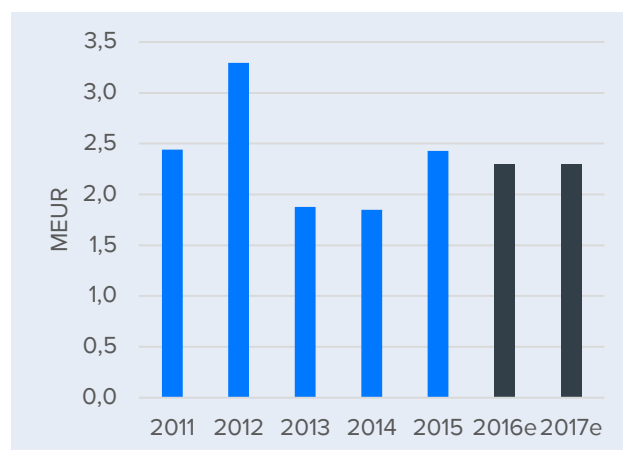
Lähde: Inderes

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. UB Securities on aktiivisesti mukana myös primäärimarkkinalla listaamassa yhtiöitä pohjoismaisille pääomamarkkinoille. Kotimaisista toimijoista UB:n välitystoiminta on ainoa pankeista riippumaton.

Välitystoiminta on jo pitkään ollut Suomessa rakenteellisissa ongelmassa, kun pörssin kaupankäyntivolyymit ovat jatkaneet laskuaan ja samalla online-välityksen kasvu on kiihdyttänyt hintaeroosiota. UB:n arvopaperivälityksen liikevaihto oli viime vuonna 2,4 MEUR ja sitä tukivat useat listautumisannit. Arviomme mukaan perinteisen välityслиiketoiminnan liikevaihto on pysynyt ennallaan ja myös pidemmällä aikavälillä kasvunäkymät ovat suhteellisen vaisut. Ennustammekin segmentin liikevaihdon pysyvän nykyisellä kohtuullisella tasolla myös lähivuosina.

Arvopaperivälityksen liikevaihto 2011-2017e



Lähde: Inderes ja UB

Vaikka arvopaperivälitys onkin suhteellisen pieni liiketoiminta ja sen liiketoiminta on arviomme mukaan suhteellisen huonosti kannattavaa, on sen strateginen merkitys UB:lle merkittävä. Oma riippumaton välitys parantaa varainhoidon palvelutarjontaa ja täydentää investointipankin kokonaistarjontaa. Näin ollen yksikköä ei mielestämme pidä tarkastella itsenäisenä, vaan enemmän eräänlaisena konsernin kokonaisuutta tukevana funktiona.

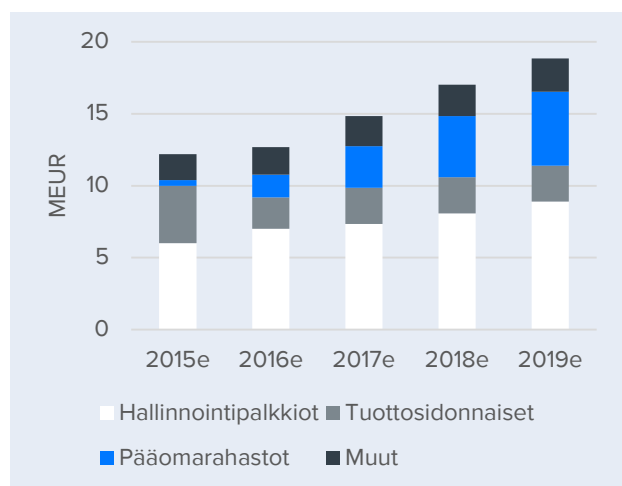
Rahastot

Rahastot on United Bankersin ylivoimaisesti suurin liiketoimintasegmentti ja sen osuus yhtiön palkkiotuotoista oli 2015 49 %. Rahastot kattavat yhtiön kaikkien rahastojen hoitamisen (sis. myös pääomarahastot) sekä UB Rahastoyhtiön harjoittaman rahastojen hallinnan sekä

erilaiset backoffice toiminnot (mm. arvonlaskenta). UB:llä oli 2015 lopussa yhteensä 17 perinteistä sijoitusrahastoa sekä 2 pääomarahastoa. Perinteisissä rahastoissa pääomaa oli 2015 lopussa 589 MEUR ja pääomarahastoissa noin 100 MEUR. Tästä pääomasta noin 180 MEUR oli Vision-omaisuudenhoidon hoitamassa kahdessa rahastossa, joita UB hallinnoi. Rahastot-liiketoiminnan alla ovat myös UB Real Asset Management (UB omistus 56 %) ja UB Nordic Forest Management (omistusosuus 88 %).

Rahastojen liikevaihto oli vuonna 2015 12,4 MEUR ja se kasvoi 53 % edellisestä vuodesta (2014: 8,1 MEUR). Kasvun keskeisenä ajurina toimi rahastopääomien kasvu sekä erinomaisella tasolla olleet tuottopalkkiot. Tuottopalkkiot olivat poikkeuksellisen hyvällä tasolla etenkin Vision rahastoissa. Vision korkeat tuottopalkkiot näkyvät myös konsernin selvästi kasvaneina palkkionpalautuksina. Tästä syystä UB:n vuoden 2015 kasvuluvut ovat hieman harhaanjohtavia, sillä Vision rooli kokonaispalkkiotuotoista oli poikkeuksellisen suuri. Vaikka UB saa itse tietyn osuuden Vision palkkioista ja osakeomistustaan oikeuttavan osuuden tuloksesta, ovat Vision palkkiot UB:n osakkeenomistajien kannalta selkeästi konsernin omia palkkiotuottoja heikompia.

Rahastot-segmentin kehitys 2015-2019e

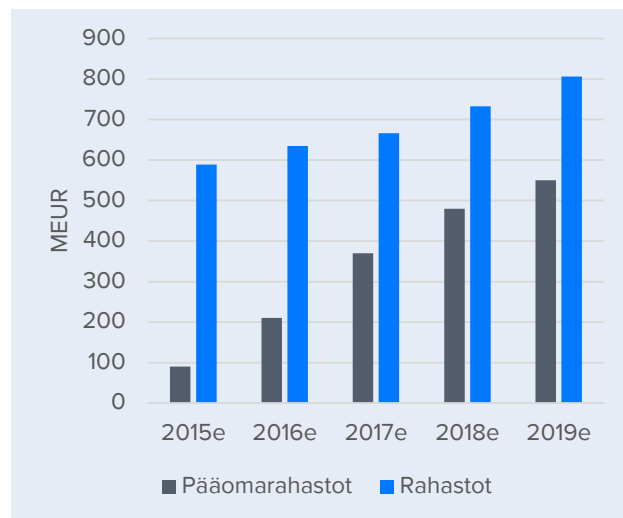


Lähde: Inderes

Odotamme Rahastot-segmentin liikevaihdon pysyvän kuluvana vuonna vuoden 2015 tasolla. Vaikka UB tulee arviomme mukaan keräämään rahastoihin uutta pääomaa selvästi kuluvan vuoden aikana, tulee tuottopalkkioiden lasku poikkeuksellisen hyvältä tasolta hautaamaan tämän kasvun pitkälti alleen. 2016 aikana lanseerattavat uudet pääomarahastot (Nordic Property, UB Yritysrahoitusrahasto) eivät vielä kontribuoi kasvuun merkittävästi johtuen rahastojen suhteellisen hitaasta ylösajosta. Sijoittajien kannalta on kuitenkin tärkeä huomioda, että segmentin palkkiorakenne muuttuu huomattavasti paremmaksi osakkeenomistajien kannalta.

2017-2018 kasvun pitäisi kiihtyä selvästi strategisesti tärkeiden pääomarahastojen vetäminä. Myös rahastopääoma tulee jatkamaan kasvuaan etenkin reaaliomaisuusrahastojen osalta, joiden markkinakysyntä pysyy poikkeuksellisen vahvana.

Rahastot-segmentin kehitys 2015-2019e



Lähde: Inderes ja UB rahastopääoman osalta

Investointipankkiliiketoiminta

United Bankersin investointipankkiliiketoiminta kattaa UB:n 62 prosenttisesti omistaman UB Capital Oy:n sekä UB:n ECM toiminnan. Investointipankkiliiketoiminnan liikevaihto vuonna 2015 oli 3,6 MEUR, josta UB Capitalin osuus oli arviomme mukaan noin 2,4 MEUR. UB Capitalilla oli 2015 lopussa töissä 10 henkilöä, joista enemmistö työskentelee Tukholmassa. ECM:ssä työskentelee arviomme mukaan noin 5 henkilöä Helsingissä. Vuosi 2015 oli investointipankkiliiketoiminnalle kokonaisuutena hyvä ja se hyötyi vahvasta transaktioaktiiviteetista Suomessa ja Ruotsissa.

Odotamme vuoden 2016 liikevaihdon jatkavan kasvuaan johtuen vahvasta transaktiomarkkinasta etenkin Ruotsissa. Ennustamme investointipankkiliiketoiminnan liikevaihdon kasvavan 4,1 MEUR:oon kuluvana vuonna. Ensi vuonna odotamme liikevaihdon kääntyvän lievään laskuun johtuen heikentyvästä markkinatilanteesta ja ennustamme 3,5 MEUR:n liikevaihtoa. Pidämme nykyistä noin 4 MEUR:n liikevaihtotasoa suhteellisen hyvänä tasona yhtiön investointipankkiliiketoiminnalle emmekä näe siinä merkittävää kasvuvaraa ilman uusia avainrekrytointeja. Sijoittajien on hyvä muistaa, että investointipankkiliiketoiminta on luonteeltaan erittäin syklistä ja markkinatilanteen merkittävä heikentyminen laskisi liikevaihtoa selvästi. Näin ollen emme pidä kiinteän kulurakenteen kasvattamista nykyisessä poikkeuksellisen hyvässä markkinassa erityisen järkevänä.

Investointipankkitoiminnan synergiat UB:n muihin liiketoimintoihin ovat kohtuulliset ja esimerkiksi UB

Securities pystyy toimimaan osakeanneissa merkintäpaikkana. Myös konsernin myyntikoneista tarjoaa selkeää synergiaa esimerkiksi osakeantien myyntiä ja markkinointia ajatellen.

Strategia

Kasvu strategian keskiössä

UB:n strategian keskiössä on asiakasvarallisuuden kasvattaminen ja tuottaa asiakkaille lisäarvoa UB:n omilla tuotteilla. Yhtiön strategiana on liiketoiminnan voimakas kasvattaminen ja yhtiön näkemyksen mukaan finanssisektorin nykyisessä ympäristössä, jossa regulaatio kiristyy ja digitalisaatio haastaa vanhoja toimintamalleja kasvu on UB:n kaltaiselle toimijalle ainoa vaihtoehto. Mielestämme tulkinta on täysin oikea ja uskomme finanssipalvelusektorin jatkavan voimakasta konsolidoitumistaan Suomessa myös tulevana vuosina. Keskustelemme tästä tarkemmin seuraavassa kappaleessa ”Toimiala ja kilpailijat”.

UB:n kasvustrategian keskeisiä osa-alueita ovat:

- Hallinnoitavien varojen kasvattaminen. Hallinnoitavien varojen kasvattamisessa keskiössä ovat asiakasmäärän kasvattaminen, tuotetarjonnan laajentaminen sekä tuotteiden hyvä tuottokehitys.
- Uusien kannattavuutta ja kasvua tukevien liiketoiminta-alueiden perustaminen tai hankkiminen (sis. yritysjärjestelyt). Yhtiön johdon mukaan yhtiö etsii aktiivisesti uusia yritysjärjestelykohteita ja näkemyksemme mukaan UB:llä olisi todennäköisesti kiinnostusta laajentaa omaisuudenhoito-liiketoimintaansa Ruotsissa ja pääomarahastotarjontaa Suomessa.
- Tuote- ja palveluvalikoiman laajentaminen. Uskomme tässä fokuksen olevan etenkin pääomarahasto- ja reaaliomaisuusratkaisuissa.
- Myyntiverkoston laajentaminen. Nykyinen fyysinen myyntiverkosto kattaa Suomen kolme keskeisintä talousaluetta ja pidämme fyysisen myyntiverkoston laajentumista tästä lyhyellä tähtäimellä epätodennäköisenä. Sen sijaan digitaaliseen jakeluun panostaminen IT-investointien kautta tulee jatkumaan.
- IT-järjestelmän kehittäminen. Finanssisektorin digitalisaatio mahdollistaa liiketoiminnan tehokkuuden merkittävän parannuksen (backofficen tehokkuus) ja mahdollistaa myös asiakaspalvelun kehittämisen (mm. raportointi, automaattinen jälkimarkkina yms.).

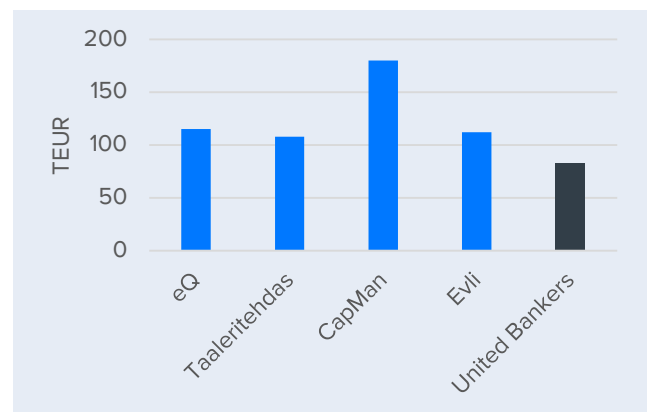
Kulurakenne

United Bankersin kulurakenne on finanssialan yhtiöille tyypillisesti pitkälti kiinteä ja kulurakenteessa on vain vähän

muuttuvia osia. Näin ollen tulospivu on erittäin voimakas molempiin suuntiin. United Bankersin kuluista suurin yksittäinen erä ovat henkilöstökulut ja ne vastasivat noin 28 % yhtiön liikevaihdosta vuonna 2015. Yhtiön henkilöstömäärä on kasvanut voimakkaasti viimeisen kahden vuoden aikana (2013 70 kpl vs. 2015 99 kpl), kun yhtiö on tehnyt etupainotteisia investointeja mm. IT-järjestelmiinsä ja laajentanut liiketoimintapohjaa (mm. investointipankki). Uskomme henkilöstömäärän pysyvän nykyisellä noin 100 kpl tasolla tulevana vuosina emmekä näe siinä merkittävää kasvupainetta ilman yrityskauppoja tai laajentumista uusille toiminta-alueille.

UB:n keskimääräinen kulu per työntekijä oli vuonna 2015 laskelmiemme mukaan noin 83 TEUR. Taso on selvästi alle keskeisten verrokkien. Arviomme mukaan tätä eroa selittää osin erot työntekijämixissä (asiantuntijat vs. tukifunktioissa työskentelevät), erot bonusrakenteissa, osa-aikaisten työntekijöiden suhteellisen suuri osuus (12kpl 2015) ja etenkin UB:n henkilöstön korkeat omistussuodet emoyhtiössä sekä tytäryhtiöissä (UB Capitalissa ja UB Real Asset Managementissa). Arviomme mukaan bonusten osuus palkkakuluista oli 2015 noin 15 % ja näistä oikaistuna keskimääräinen kulu per henkilö oli noin 70 TEUR. Näemme yhtiön palkkakuluissa lieviä inflaatiopaineita lähivuosina johtuen toimialan näkökulmasta suhteellisen maltillisesta palkkarakenteesta sekä tulosparannuksen myötä kasvavista tulossidonnaisista bonuspalkkioista. Isossa kuvassa emme kuitenkaan odota merkittävää muutosta kuluissa per työntekijä. Näin ollen yhtiön henkilöstökulujen pitäisi tarjota edelleen varsin voimakasta tulospivua liikevaihdon jatkaessa kasvuaan.

Keskimääräinen henkilöstökulu 2015e



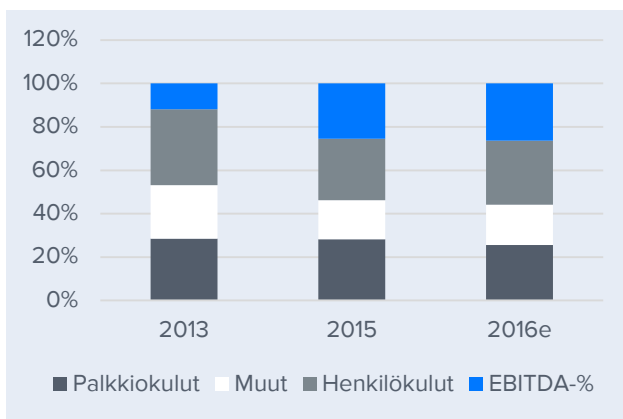
Lähde: Inderes ja yhtiöt

Toinen merkittävä kuluerä yhtiölle ovat liiketoiminnan muut kulut, jotka sisältävät mm. vuokrat, ulkopuoliset palvelut, korkokulut ja matkakulut. Muut kulut suhteessa liikevaihtoon olivat noin 18 % vuoden 2015 liikevaihdosta. Pidämme yhtiön saavuttamaa 18 %:n tasoa varsin hyvänä, etenkin kun huomioidaan yhtiön jatkuvat investoinnit IT-järjestelmiin (vain osa kuluista aktivoidaan). Muut kulut tarjoavat edelleen jonkin verran tulospivua liikevaihdon kasvaessa jatkuvista

kasvupanostuksista huolimatta. Yhtiön poistomassa on olematon ja sillä ei ole oleellista merkitystä yhtiön numeroihin.

Yhtiölle merkittävä, mutta erittäin vaikeasti ennustettava, kuluerä ovat palkkiokulut. Niiden osuus 2015 liikevaihdosta oli 26 % ja ne sisältävät mm. palkkionpalautukset ja välittäjien palkkiot. Käsityksemme mukaan yksittäinen suurin erä palkkiokuluissa on Visio Varainhoito, jonka hoitamia rahastoja UB hallinnoi. Vision osuus palkkiokuluista oli 2015 arviomme mukaan noin puolet ja merkittävä osuus tästä liittyi tuottosidonnaisiin palkkioihin. Kokonaisuutena palkkiokulujen kehityksellä ei ole yhtiön kannalta oleellista merkitystä, sillä se on pääasiassa läpilaskutettavaa liiketoimintaa. Näin ollen suosittelimme sijoittajia UB:n tapauksessa keskittymään nettopalkkiotuottojen kehitykseen, joka antaa paremman kuvan liiketoiminnan kehityksestä.

UB:n kulurakenne 13-16e



Lähde: Inderes, United Bankers

Kokonaisuutena pidämme UB:n 2015 saavuttamaa 25 %:n liikevoittomarginaalia hyvänä tasona. Näemme siinä kuitenkin edelleen selkeää parantumisen varaa liikevaihdon kasvun myötä johtuen henkilöstö- sekä muiden kulujen skaalautumisesta. Näin ollen kasvun kautta syntyvä tulosvipu on edelleen merkittävä.

Merkittävät vähemmistöomistajat

United Bankersilla on useita liiketoimintoja missä liiketoimintojen vetäjillä on merkittävät omistusosuudet yhtiöissä. Vähemmistöomistusten tarkoituksena on sitouttaa liiketoimintojen avainhenkilöt yhtiöön pitkäjänteisesti. Merkittävien vähemmistöjen johdosta yhtiön liikevoitosta kanavoituu huomattava osa vähemmistöomistajille ja näin ollen sijoittajien on UB:ssa syytä keskittyä etenkin osakekohtaisen tuloksen kehitykseen. Vuonna 2015 vähemmistöjen osuus nettotuloksesta oli 1,5 MEUR tai 28 % koko nettotuloksesta.

Vähemmistöistä ylivoimaisesti merkittävin on UB Real Asset Management, josta sen henkilöstö omistaa 44 % ja UB 56 %. Real Asset Management hallinnoi 11 UB:n rahastoa ja sillä oli hallinnoitavaa pääomaa 2015 lopussa noin 330 MEUR. Arviomme mukaan Real Asset Managementin osuus 2015

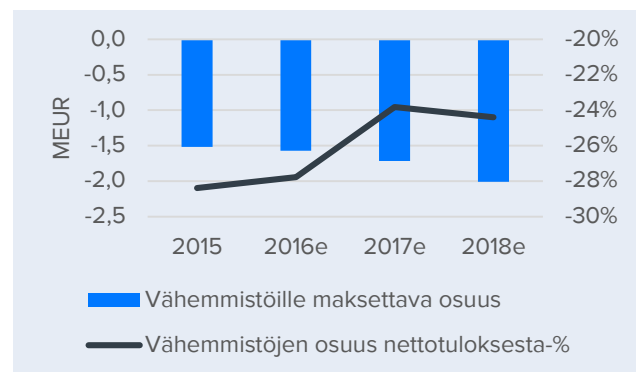
vähemmistöille kuuluvasta tuloksesta oli noin 1,1 MEUR. Vuosi 2015 oli Real Asset Managementille erittäin hyvä merkittävien tuottopalkkioiden johdosta ja näin ollen emme odota 2015 tasoa saavutettavan 2016 aikana. Pitkällä aikavälillä vähemmistön saamat tuotot tulevat kuitenkin kasvamaan, kun hallinnoitava varallisuus jatkaa kasvuaan ja kulurakenne pysyy pitkälti ennallaan.

Toinen merkittävä vähemmistö on UB Capitalissa, josta toimiva johto omistaa 38 % ja UB 62 %. UB Capital teki vuonna 2015 arviomme mukaan noin miljoonan euron liikevoiton ja tästä maksettiin vähemmistöille noin 0,3 MEUR:n osuus. UB Capital oli 2015 jo suhteellisen lähellä täyttää tulospotentialiaan ja maksettu vähemmistöosuus heijastelee arviomme mukaan normalisoitua tasoa pidemmällä aikavälillä.

UB Nordic Forest Managementissa UB:n omistusosuutta on nostettu asteittain ja 2015 lopussa se oli 88 %. Suhteellisen pienestä vähemmistöstä johtuen Nordic Forest Managementin negatiivinen tulosvaikutus tulee jäämään lähivuonna pieneksi.

Neljäs vähemmistö on UB Yritysrahoitusrahasto, jonka UB osti Quorumilta (entinen Quorum Lainoittaja Oy). Siitä UB omistaa 60 % ja rahastonhoitajat 40 %. Rahasto on vasta ylösajovaiheessa ja odotamme vähemmistön osuuden jäävän lähivuonna vaatimattomaksi.

Vähemmistöjen osuus tuloksesta 2015-18e



Lähde: Inderes, United Bankers

Vaikka suorilla kohdeyhtiöiden omistuksilla onkin kiistattomia positiivisia sitouttamisvaikutuksia, ovat vähemmistöomistukset mielestämme pitkällä aikavälillä ongelmallisia. Vähemmistöomistuksissa piilee selkeä riski intressiristiriidoista sekä epäoikeudenmukaisesta palkitsemisesta. Mielestämme paras tapa sitouttaa henkilöstöä olisi emoyhtiön osakkeiden kautta, sillä se poistaa intressiristiriidat ja varmistaa, että kaikki ovat samassa veneessä yhtiötä kehitettäessä. Osakkeenomistajien kannalta olisikin mielestämme paras vaihtoehto, että UB jollain aikavälillä pyrkisi konvertoimaan vähemmistöomistukset emoyhtiön osakkeiksi.

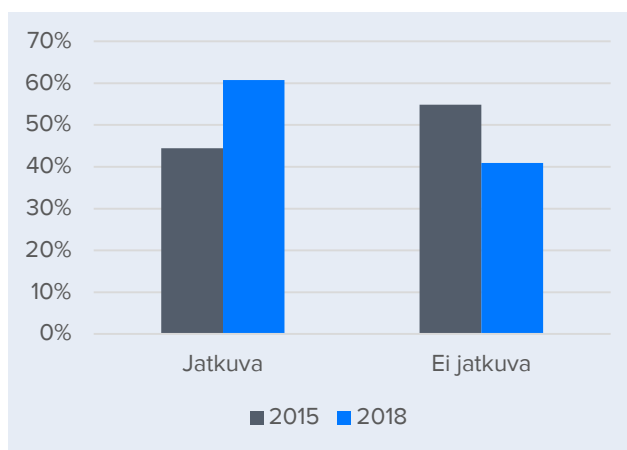
Ei-jatkuvien tuottojen osuus merkittävä

United Bankersin liiketoiminnassa jatkuvien tuottojen osuus (mm. rahastojen hallinnointipalkkiot, rahastoyhtiö sekä omaisuudenhoidon palkkiot) kattoivat laskelmiemme mukaan hieman alle puolet kaikista palkkiotuotoista 2015.

Vastaavasti ei-jatkuvat liiketoiminnan tuotot (mm. strukturoidut tuotteet, investointipankkitoiminta, arvopaperivälitys sekä tuottopalkkiot) kattoivat palkkioista hieman yli puolet. Luku antaa projektiliiketoiminnalle ylisuuren painoarvon, sillä se pitää sisällään Visio Varainhoidon erittäin korkeat tuottopalkkiot vuodelta 2015. Odotammekin suhdeluvun tasoittuvan noin 50/50 tasolle vuonna 2016. Tasoittumisesta huolimatta ei-jatkuvien liiketoimintojen osuus UB:n liikevaihdosta on poikkeuksellisen suuri ja keskeisillä verrokkiyhtiöillä (eQ, Evli ja Taaleri) vastaava luku on laskelmiemme mukaan 20-30 %:n tuntumassa.

UB:n strategia tähtää jatkuvien tuottojen osuuden nostamiseen yhtiön palkkiotuotoista ja odotamme jatkuvien toimintojen osuuden nousevan palkkiotuotoista nousevan 60 %:iin vuoteen 2018 mennessä. Johtuen ei-jatkuvien suuresta osuudesta on UB:n liiketoiminta herkempi markkinoiden muutoksille, kun sen keskeisten verrokkien. Vuoden 2015 merkittävät tulospvaihtelut H1:n ja H2:n välillä olivat tästä selkeä osoitus. Suuremmasta tuloksen syklisyydestä johtuen UB:n riskiprofiili on myös verrokkeja korkeampi ja vastaavasti hyväksyttävä arvostustaso jonkin verran matalampi.

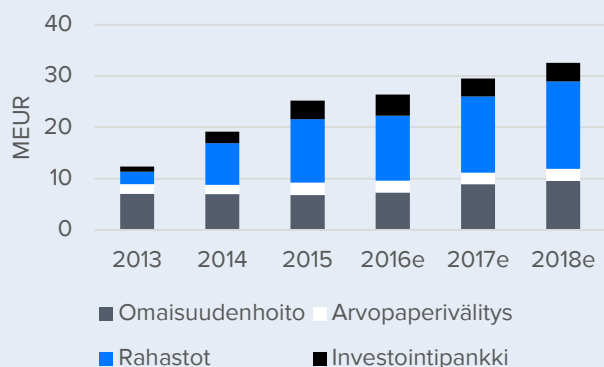
Jatkuvien tuottojen osuus 2015e ja 2018e



Lähde: Inderes

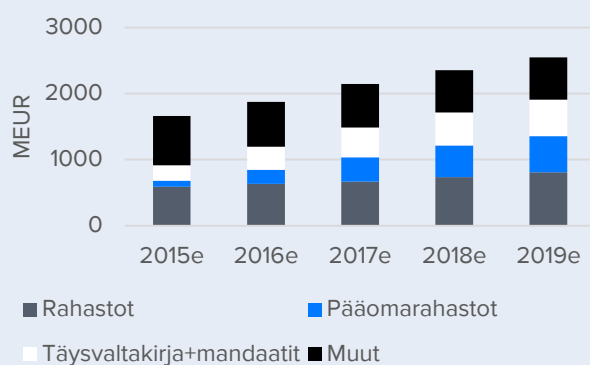
Liiketoimintamalli yhteenveto

Liiketoiminnan kehitys 13-18e



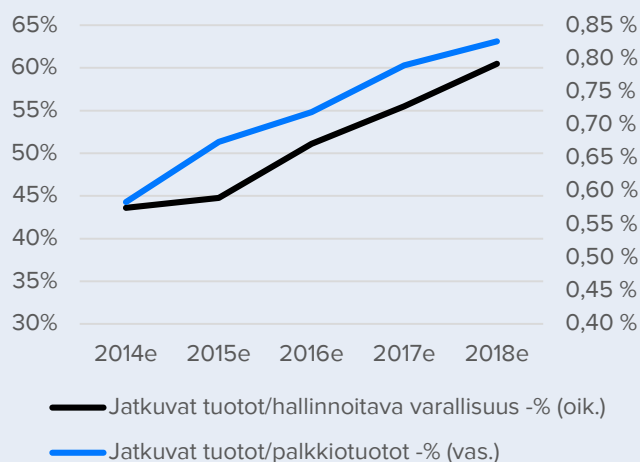
Lähde: UB ja Inderes

Hallinnoitava varallisuus



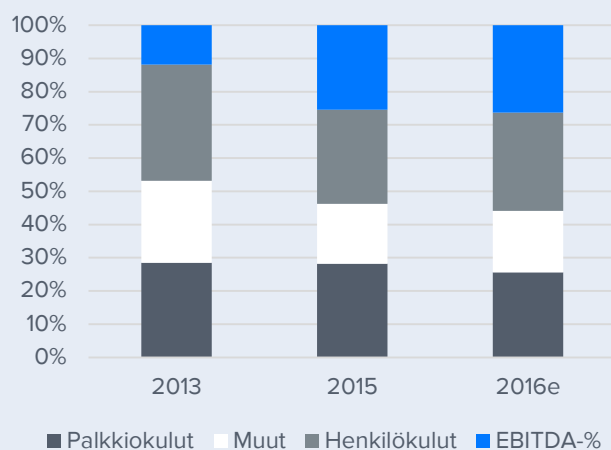
Lähde: Inderes

Jatkuvat tuotot hallinnoitavasta varallisuudesta -%



Lähde: Inderes

Kulurakenteen kehitys



Lähde: Inderes ja UB

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 kuluva 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 kilpailukyvyistä, 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 (yli 9 %) johtuen talouden

heikosta kasvusta, valtion toimintojen supistamisesta ja teollisuuden jatkuvasta rakennemuutoksesta.

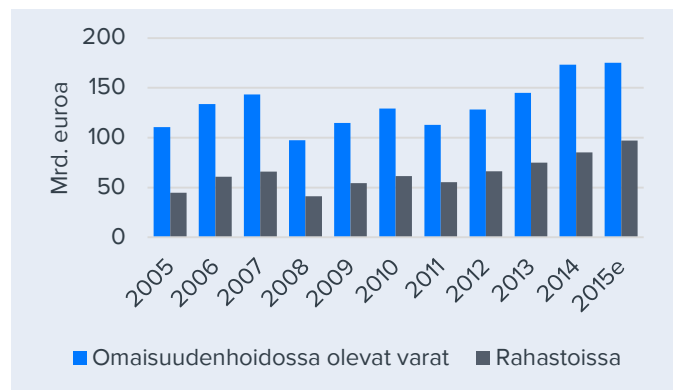
Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

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 käyttötileillä tehottomassa käytössä.

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

Suomen omaisuudenhoitomarkkina 2005-2015e



Lähde: Inderes, Finanssivalvonta & Sijoitustutkimus

Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli vuoden 2015 lopussa 175 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 175 miljardista noin 95 miljardia on sijoitettu kotimaisiin sijoitusrahastoihin ja loput ovat konsultatiivisen tai täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä. Luonnollisesti myös merkittävä osa rahastopääomasta on erilaisten omaisuudenhoitosopimuksien 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.

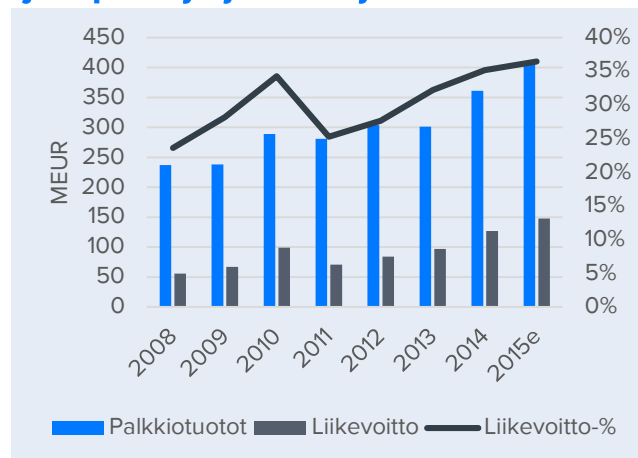
Toimialalla takana vahvat vuodet

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 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 ja toimialan näkymät ovat etenkin pankkitoiminnan ulkopuolisilta osin hyvin suotuisat. Odotamme alan positiivisen kehityksen jatkuvan vielä 1-2 vuotta, 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 tuottotavotteiden 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 transaktiemarkkinaan, 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 suotuisa 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 Aventum-liiketoimintakauppa, eQ:n IceCapital-osto, Elite Pankkiiriliikkeen Eufex-osto, Taaleritehtaan Garantia-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, Alfred Berg, Seligson ja United Bankers.
- **Pienet sijoituspalveluyhtiöt:** jotka pääsääntöisesti keskittyvät omaisuuden- tai rahastonhoitoon. Tähän ryhmään kuuluvat mm. Fondita, Fourton, PYN ja Elite.

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 kokoluokkansa 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 hallinnoitavia 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 tiettyihin 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 kehitysmahdollisuuksia. 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. Rahoitusallalla 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 matalasuhteeseen (pörssin kääntyminen laskuun) asti.

UB:n rooli konsolidaatiossa

United Bankers on pörssilistautumisestaan asti kertonut varsin avoimesti kiinnostuksestaan yritysjärjestelyihin ja yksi keskeinen syy listauksessa oli saada sotakassaa sekä kyky hyödyntää omaa osaketta kaupankäyntivaluuttana. UB:n tase on selvästi ylikapitalisoitunut osakeannin seurauksena ja arviomme mukaan se on korvamerkitty yritysjärjestelyjä silmällä pitäen. Yhtiön johdon kommenttien perusteella yhtiö etsii aktiivisesti ostokohteita niin Suomesta kuin myös ulkomailta (todennäköisesti Ruotsi).

Laskelmiemme mukaan yhtiöllä olisi yritysjärjestelyjä silmällä pitäen käytettävissä noin 10-15 MEUR, ilman että tase heikkenisi mukavuusalueen ulkopuolelle. Tämän lisäksi yhtiöllä on optio käyttää järjestelyssä myös sen omaa osaketta, minkä avulla myyjät saataisiin sitoutettua UB:hen. Uskomme, että UB olisi yritysjärjestelyiden kautta

kiinnostunut joko kasvattamaan hallinnoitavaa varallisuuttaan ja/tai laajentamaan tuotetarjontansa. Etenkin erilaiset reaaliomaisuus- tai pääomarahastotuotteet ovat arviomme mukaan yhtiön prioriteetti listalla suhteellisen korkealla. Myös kokonaan uudet liiketoiminnot eivät arviomme mukaan ole poissuljettuja. Yhtenä mahdollisuutena järjestelylle on myös vähemmistö-omistajien lunastaminen pois. Tämä kasvattaisi osakekohtaista tulosta ja poistaisi riskejä intressiristiriidoista. Tämä järjestely toteutettaisiin kuitenkin todennäköisesti UB:n omilla osakkeilla, jotta avainhenkilöt saadaan pidettyä sitoutettuna liiketoimintaan.

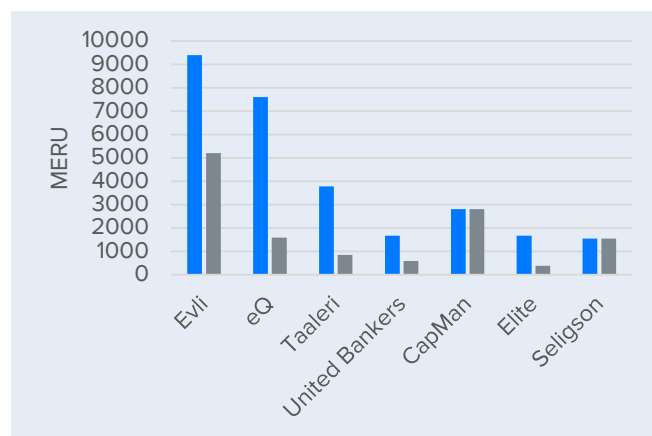
Suhtaudumme mahdollisiin yritysjärjestelyihin lähtökohtaisesti positiivisesti, sillä toimialan luonteon mukaisesti synergiat ovat etukäteen tarkkaan identifioitavissa ja suhteellisen helposti saavutettavissa. Lisäksi yhtiö on selkeästi osoittanut, että sillä ei ole yritysjärjestelyissä kiire ja korostanut jatkuvasti omistaja-arvon luonnin sekä valuatiotasojen merkitystä. Vaikka UB onkin osoittanut, että sillä ei ole mikään kiire yritysjärjestelykohteita etsiessä, on selvää, että paine kassan asteittaiselle purkamiselle voitonjaon kautta kasvaa, mikäli UB ei onnistu löytämään yritysjärjestelykohteita.

Kilpailijat ja vertailuyhtiöt

Keskisuuret pelurit ovat kasvaneet ripeästi

Näkemyksemme mukaan UB:n keskeisiä verrokkeja ovat keskisuuret Evli, United Bankers, eQ, Seligson ja Taaleri. 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.

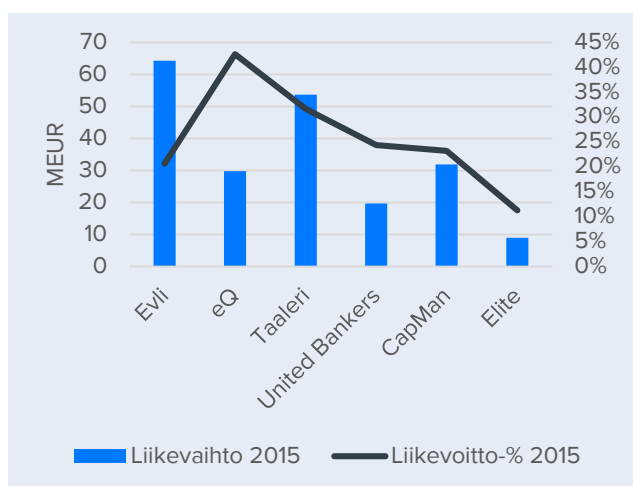
Hallinnoitavat varat ja rahastopääomat 2015



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.

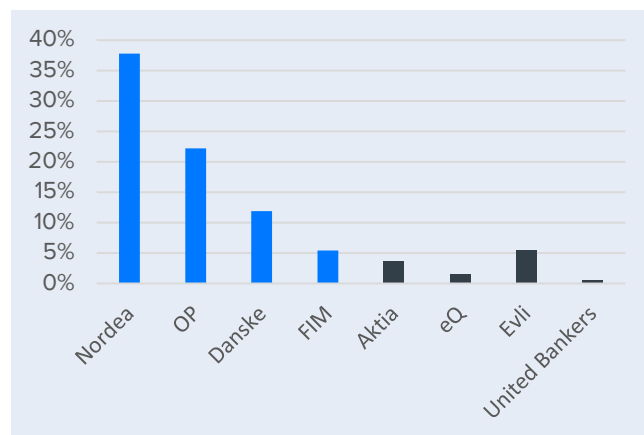
Verrokkien nettopalkkiotuotot ja kannattavuus



Lähde: Inderes, Evli, eQ, UB, Taaleri

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

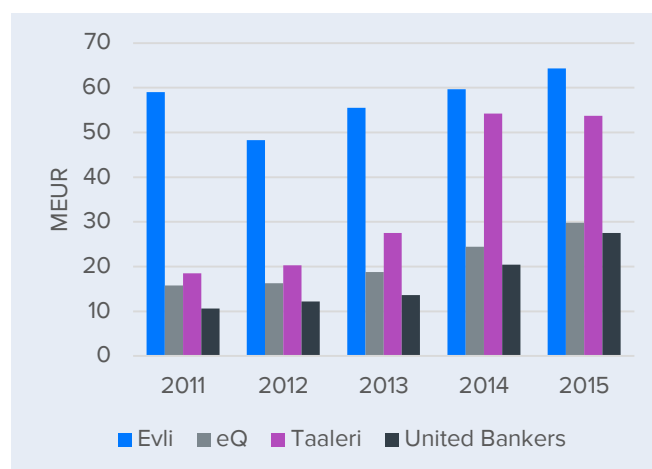
Rahastopääomien markkinaosuudet 2015



Lähde: Inderes, Sijoitustutkimus, FiVa

Keskisuuret toimijat ovat näkemyksemme mukaan olleet viimevuosien 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 UB:n liikevaihto on kasvanut keskimäärin 31 %, Taaleritehtaan 30 % (sis. Garantia-yrityskaupan) ja eQ:n 17 %. Evli on joukon ainoa, jonka liikevaihto on pysynyt käytännössä paikallaan.

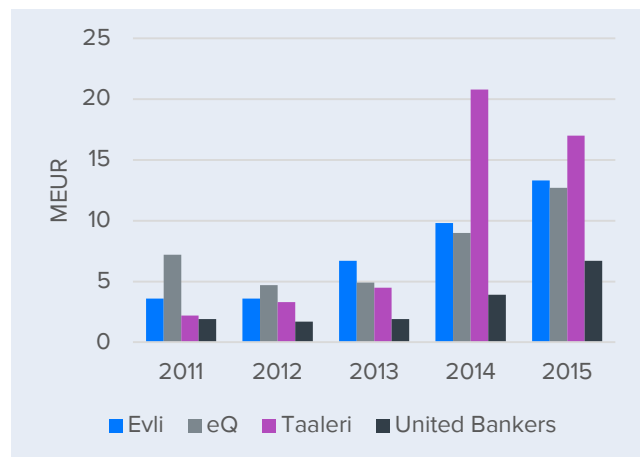
Verrokkien liikevaihdon kehitys



Lähde: Inderes, Evli, eQ, UB, Taaleri

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

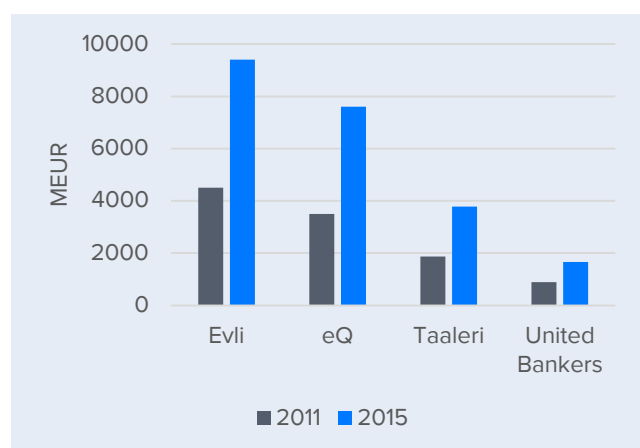
Verrokkien liikevoiton kehitys



Lähde: Evli, eQ, Taaleri, UB

Keskisuuret omaisuudenhoitotalot ovat kaikki myös onnistuneet kasvattamaan hallinnoitavaa varallisuuttaan yleistä markkinakehitystä nopeammin ja voittamaan markkinaosuuttaan. Taustalla on mielestämme alan trendit, jotka tukevat ketteriä ja innovatiivisia toimijoita. Häviäjänä 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 % ja näin ollen markkinoiden isossa kuvassa ei ole tapahtunut merkittäviä muutoksia.

Hallinnoitavan varallisuuden kasvu

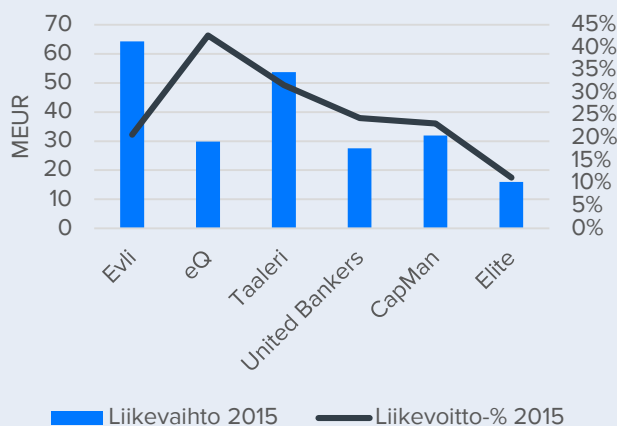


Lähde: Evli, eQ, Taaleri, UB

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.

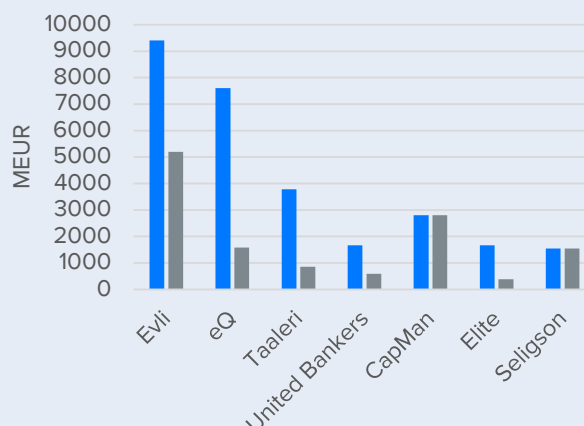
Toimiala yhteenveto

Verrokkien kannattavuus ja koko



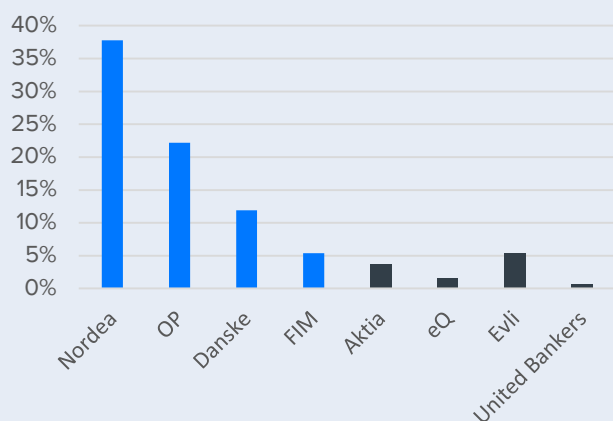
Lähde: Yhtiöt

AUM ja rahastopääoma 2015



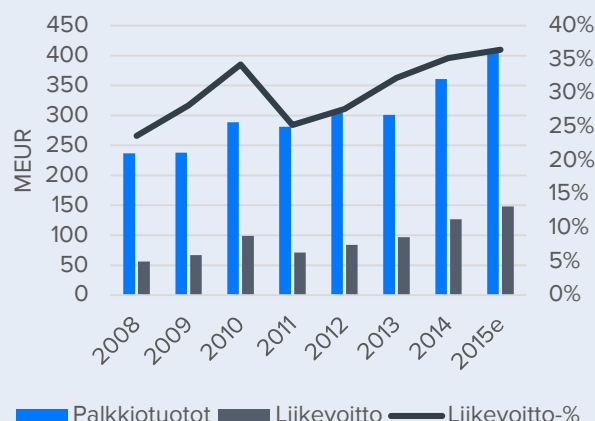
Lähde: Yhtiöt

Rahastopääomien markkinaosuudet 2015



Lähde: Sijoitustutkimus

Sijoituspalveluyhtiöiden kehitys 08-15e



Lähde: Tilastokeskus ja Inderes

Kilpailijamatriisi

	United Bankers	Taaleri	Evli	eQ	Seligson	Elite
Investointipankki	Kyllä	Ei	Kyllä	Kyllä	Ei	Ei
Omaisuuksienhoito	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	Ei
Private equity	Kyllä	Kyllä	Ei	Kyllä	Ei	Ei

Tulevaisuuden ennusteet

Markkinatilanteen asteittaisesta heikentymisestä huolimatta odotamme UB:n pysyvän strategiansa mukaisesti kasvu-uralla lähivuosina. Keskeisinä kasvuajureina toimivat pääomarahastot, varainhoidon mixin muutos ja hallinnoitavien varojen kasvu. Myös pidemmällä aikavälillä kasvunäkymät ovat hyvät johtuen toimialan suotuisista pitkän aikavälin näkymistä. Yhtiön tase on selvästi ylikapitalisoitunut ja kassa on korvamerkitty yritysjärjestelyjä silmällä pitäen.

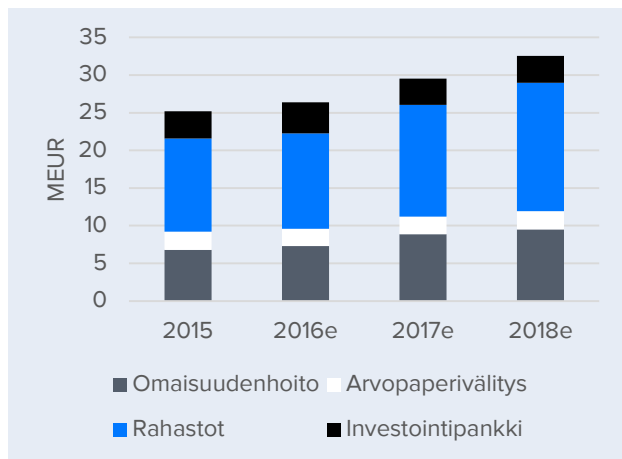
Yhtiö jatkaa kasvupolulla

2016 - alkuvuosi tulee olemaan haastava

UB varoitti 2015 tilinpäätöksensä yhteydessä antamassaan ohjeistuksessa, että vuoden alkupuolisko tulee olemaan vaisu markkinan tammi-helmikuun rajun heilunnan myötä. Koko vuoden osalta yhtiön kasvunäkymä on kuitenkin positiivinen ja maaliskuun aikana rauhoittunut markkinatilanne myös tukee tätä. Yhtiö tulee H1:n aikana lanseeraamaan kaksi uutta pääomarahastoa (Nordic Property ja UB Yritysrahoitusrahasto), jotka luovat pohjaa pääomarahastoliiketoiminnan kasvuille. Myös investointipankkitoiminnassa transaktiomarkkinan näkymät ovat positiiviset etenkin Ruotsissa.

Odotamme vuoden 2016 hallinnoitavan varallisuuden kasvavan 13 %:lla 1874 MEUR:oon. Kasvua vetävät erityisesti pääomarahastot ja rahastot. Varainhoidossa uutta pääomaa tulee sisään vielä suhteellisen vähän, mutta vanhempaa pääomaa siirtyä konsultatiivisista salkuista täyteen valtakirjaan, mikä parantaa omaisuudenhoidon palkkiorakennetta (mix).

Liikevaihdon kehitys 2015-2018e



Lähde: Inderes, UB

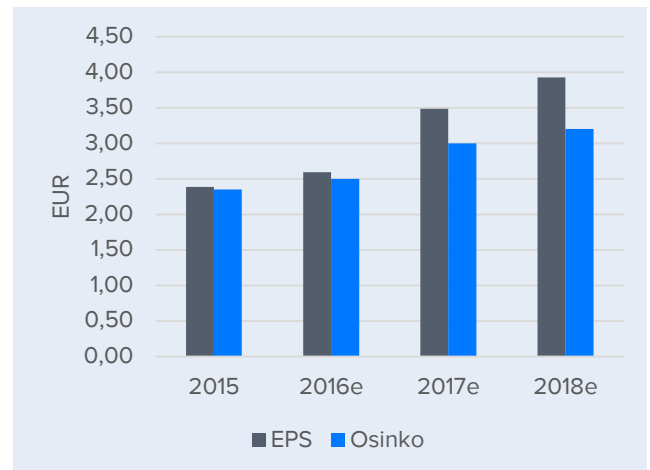
Kokonaisuutena odotamme liikevaihdon kasvavan 2,2 %:lla 28,1 MEUR:oon vaisusta alkuvuodesta huolimatta. Sijoittajien on tärkeä huomioda, että Vision ansaitsemat palkkiot laskevat selvästi vuodesta 2015 johtuen vertailukauden poikkeuksellisen korkeista tuottopalkkioista. Näin ollen, vaikka liikevaihto pysyy käytännössä paikallaan, muuttuu

sen rakenne UB:n kannalta paremmaksi. Palkkiokulut laskevat 7,2 MEUR:oon (2015: 7,7 MEUR) johtuen Vision pienentyneistä palkkioista. Kiinteä kulurakenne kasvaa hieman johtuen palkkainflaatiosta sekä jatkuvista kasvupanostuksista (mm. Tampereen ja Turun konttorit sekä IT). Liikevoiton ennustamme paranevan hieman edellisvuodesta 7,1 MEUR:oon. Vähemmistöille kuuluva osuus tuloksesta säilyy edellisvuoden tasolla ja osakekohtaisen tuloksen ennustamme olevan 2,59 euroa. Johtuen ylikapitalisoituneesta taseesta odotamme yhtiön jakavan koko tuloksensa ulos osinkoina emmekä pidä lisäosinkoa poissuljettuna.

2017 - kasvu kiihtyy

Odotamme liikevaihdon kasvun kiihtyvän vuonna 2017 11 %:iin ja ennustamme liikevaihdon olevan 31,3 MEUR. Liikevaihdon kasvua kiihdyttää hallinnoitavien varojen kasvu, varainhoidon parantuva mix sekä uudet pääomarahastot. Investointipankkitoiminnassa odotamme markkinan säilyvän edelleen kohtuullisena, mutta viilentävän hieman nykyiseltä poikkeuksellisen hyvältä tasolta. Kokonaisuutena odotamme markkinatilanteen asteittain heikentyvän vuodesta 2017 alkaen johtuen jo suhteellisen kypsästä syklistä. Sijoittajien on hyvä huomata, että ei-jatkuvien palkkiotuottojen osuus UB:n palkkiotuotoista jatkaa laskuaan 2017 ja palkkiotuottojen jakauman riskiprofiili jatkaa laskuaan.

EPS ja osinko 2015-2018e



Lähde: Inderes

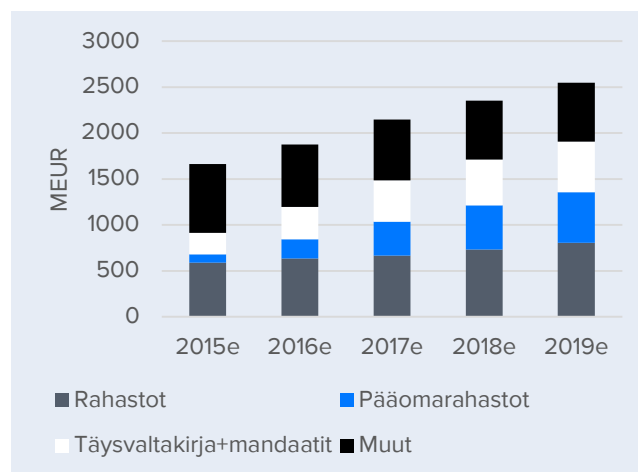
Kulurakenne kasvaa liikevaihtoa hitaammin ja voimakkaan tulosvivun ansiosta odotamme liikevoiton kasvavan 9,0 MEUR:oon. Vähemmistöjen selvästi kasvaneesta osuudesta huolimatta osakekohtainen tulos nousee 3,49 euroon. Koko tulos tullaan suurella todennäköisyydellä jakamaan ulos ja mikäli yhtiö ei ole löytänyt kassalleen investointikohteita, on lisäosinko/pääomanpalautus entistä todennäköisempi.

2018 – kasvu jatkuu, mutta markkina huolettaa

Odotamme UB:n liikevaihdon kasvavan 10 %:lla 34,4 MEUR:oon vuonna 2018. Odotamme markkinatilanteen jatkavan asteittaista heikentymistään myös 2018, kun FED jatkaa koronnostojaan ja Yhdysvaltojen talouden noususykli lähestyy lakipistettään. Omaisuusarvojen nousun hiipuminen ohjaa kysyntää reaaliomaisuusratkaisuihin ja etenkin pääomarahastoihin, jotka ovat suojassa markkinan heikentymiseltä. Keskeisinä kasvuaajureina toimivat edelleen pääomarahastot, varainhoidon mixin muutos ja rahastopääomien kasvu. Ennustamme pääomarahastojen pääomien nousevan 480 MEUR:oon, täyden valtakirjan ja mandaattisalkkujen pääomien 500 MEUR:oon. Kokonaisuutena odotamme hallinnoitavan varallisuuden nousevan 2350 MEUR:oon ja tästä saatavien jatkuvien tuottojen olevan 0,83 %. Kokonaisuutena palkkiotuottojen rakenne jatkaa parantumistaan ja siihen liittyvä riskiprofiili pienenee.

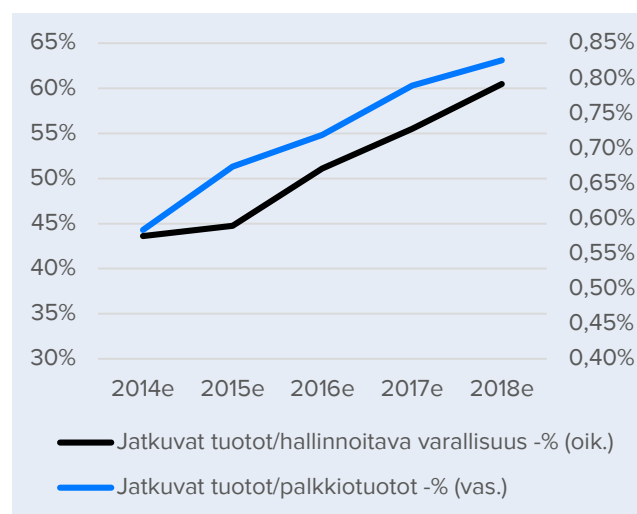
Kulurakenteessa ei tapahdu isompia muutoksia ja kasvu heijastuu tehokkaasti läpi yhtiön tulokseen. Liikevoitto nousee 10,3 MEUR:oon ja osakekohtainen tulos 3,93 euroon.

Hallinnoitavan varallisuuden kehitys 2015-18e



Lähde: Inderes

Jatkuvat tuotot ja AUM mix -%



Lähde: Inderes

Pitkä aikaväli

Pitkällä aikavälillä odotamme Suomen omaisuudenhoitomarkkinan jatkavan noin 5 %:n kasvuaan. Kasvua tukee varallisuusarvojen kasvu (osakkeet) sekä uusi omaisuudenhoitoon siirtyvä varallisuus. UB:llä on mielestämme hyvät edellytykset jatkaa voimakasta kasvuaan myös pidemmällä aikavälillä johtuen sen suhteellisen pienestä koosta ja toisaalta pankkien pitkään jatkuneen ylivallan murtumisesta. Kannattavuudella on edellytykset jatkaa skaalautumistaan liikevaihdon kasvun myötä, mutta on kuitenkin selvää, että pidemmällä aikavälillä tuotteiden hintoihin tulee kohdistumaan yhä enemmän painetta ja palkkioitasot tulevat koko toimialalla laskemaan nykyisestä. Tuotekohtaiset erot tulevat tässä pysymään suurina ja hyvistä selkeää lisäarvoa tuottavista tuotteista voi edelleen pyytää korkeita palkkiota, kun taas heikon lisäarvon piiloindeksintuotteista hinnoittelu tulee painumaan yhä lähemmäs passiivisia indeksituotteita.

Odotamme UB:n kannattavuuden säilyvän 2018 jälkeen noin 30 %:n tasolla. 30 %:n liikevoittotaso on hyvä, mutta mikäli yhtiö onnistuu strategiansa toteuttamisessa ja kasvattamaan kokoluokkaansa selvästi nykyisestä, pidämme yli 40 %:n liikevoittomarginaalitasoa mahdollisena saavutusta.

Taserakenne

Tase selvästi ylikapitalisoitunut

UB:n liiketoiminta ei sido merkittäviä pääomia, mikä mahdollistaa kevyen taserakenteen. Yhtiön taseen loppusumma oli 2015 lopussa 22,7 MEUR ja tästä valtaosa noin 15,6 MEUR on käteistä rahaa tai siihen verrannollisia eriä.

Yhtiöllä on myös osakkeita ja omistuksia yhteensä 2,5 MEUR:n arvosta. Nämä omistukset ja osakkeet sisältävät konsernin oman sijoitussalkun ja Visio Varainhoidon osakkeet. Konserni ei strategisessa mielessä tee sijoituksia omasta taseestaan, mutta se pyrkii saamaan tuottoa ylisuurelle kassalleen sijoittamalla osan tästä kassasta.

Aineetonta ja aineellista varallisuutta yhtiöllä oli 2015 lopussa yhteensä noin 1,3 MEUR:n arvosta. Yhtiö on viime vuosina investoinut merkittävästi IT-järjestelmäänsä, mikä on heijastunut näiden tase-erien kasvuna. Odotamme yhtiön jatkavan panostuksiaan IT-järjestelmäänsä myös jatkossa, sillä IT-järjestelmä näyttelee strategisesti keskeistä roolia yhtiön jakelussa.

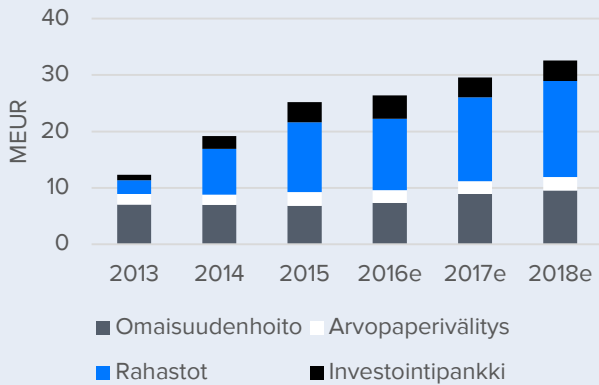
Yhtiön tase on nettovelaton eikä sillä ole ollenkaan korollista vierasta pääomaa. Vähemmistöille kuuluva pääoma oli 2015 lopussa 1,5 MEUR. Tämä erä tulee jatkossa kasvamaan selvästi, kun yhtiö kirjaa vähemmistöomistajien osuuden tytäryhtiöiden tuloksista tänne. Omaa pääomaa yhtiöllä oli 2015 lopussa noin 16,9 MEUR.

Yhtiön omavaraisuusaste oli 2015 lopussa 81 %, joka heijastelee taseen selkeää ylikapitalisaatiota. Myös regulatorisesta näkökulmasta yhtiön vakavaraisuus on erittäin vahva ja ydinpääoma (CET1) suhteessa riskipainotettuihin eriin on 41 %, kun regulaattorin asettama minitaso on 8 %.

Emme odota yhtiön taserakenteeseen merkittäviä muutoksia lähivuosina johtuen liiketoiminnan luonteesta.

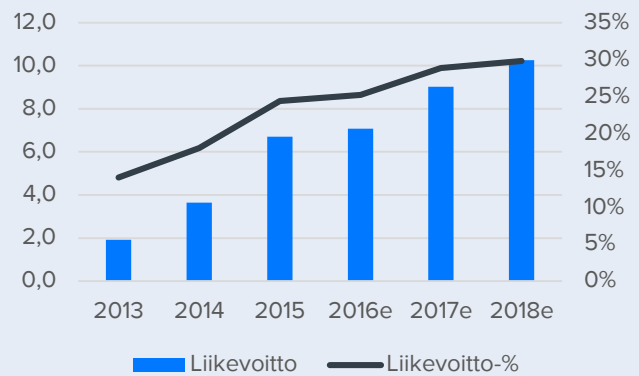
Ennusteet ja tase

Liikevaihdon kehitys



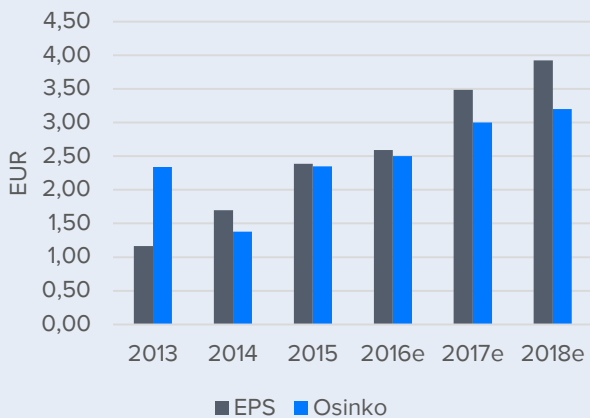
Lähde: UB, Inderes

Liikevoiton kehitys



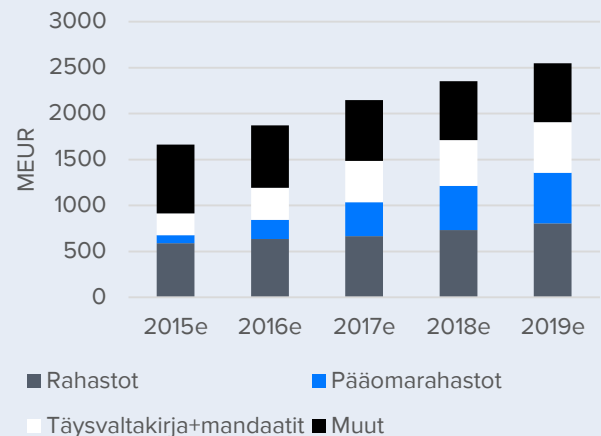
Lähde: UB ja Inderes

EPS ja osinko kehitys



Lähde: Inderes, UB

Hallintoivan varallisuuden kehitys



Taserakenne

Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	1,1	4,5	4,3	5,1	5,9
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat oikeudet	0,1	0,8	1,3	2,1	2,9
Käyttöomaisuus	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2
Muut sijoitukset	0,9	3,6	2,6	2,6	2,6
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	6,9	15,8	18,4	19,9	22,5
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	1,7	1,8	2,4	2,4	2,4
Myyntisaamiset	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5
Likvidit varat	5,0	13,6	15,6	17,0	19,6
Taseen loppusumma	8,0	20,3	22,7	24,9	28,4

Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Oma pääoma	5,8	15,4	16,9	17,4	19,0
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	2,5	3,2	6,8	7,4	8,9
Omat osakkeet	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	2,3	11,2	9,1	9,1	9,1
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,1	0,8	1,5	3,1	4,8
Pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	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	2,1	4,1	4,3	4,4	4,7
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,2	2,3	1,8	2,0	2,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,9	1,8	2,5	2,5	2,5
Taseen loppusumma	8,0	20,3	22,7	24,9	28,4

Arvostus ja riskit

United Bankers on sijoittajaprofiililtaan mielestämme selkeä kasvuyhtiö, joka tarjoaa vahvaa osinkotuottoa. Suhteessa lähivuosien tulostulokasvunäkymiin yhtiön arvostus on edullinen ja nykykurssi ei täysimääräisesti heijastele yhtiön tulostulokasvupotentiaalia. Johtuen tulosparannukseen liittyvästä epävarmuudesta sekä yhtiön liiketoiminnan varsin suuresta volatilitteetista, annamme pääpainon kuluvaan vuoteen kertomille ja olemme näkemyksemme suhteen edelleen suhteellisen varovaisia. Suurimmat riskit UB:llä liittyvät toimialan yhtiöille tyypillisesti avainhenkilöihin, regulaatioon ja markkinatilanteen kestävyys.

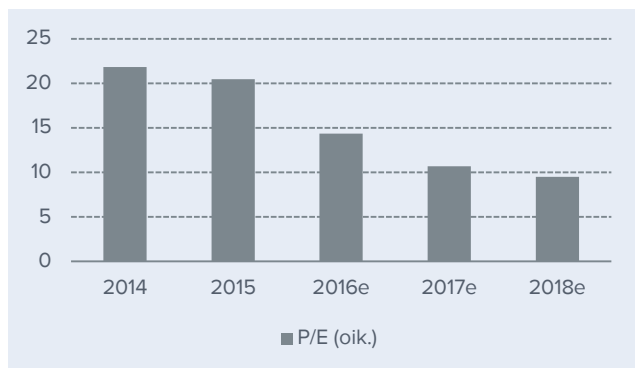
Arvostus

Kasvuyhtiö hyvällä osinkotuotolla

Sijoittajaprofiililtaan UB on mielestämme selkeä kasvuyhtiö. Yhtiö operoi kasvavalla toimialalla ja viimeisen viiden vuoden aikana toteutettujen kasvuparannusten ansiosta yhtiöllä on hyvät lähtökohdat jatkaa voimakasta kasvuaan myös tulevina vuosina. Liiketoiminnan kausivaihtelut ovat suhteellisen suuria johtuen ei-jatkuvien tuottojen suhteellisen suuresta osuudesta sekä toimialan syklisyydestä ja riippuvuudesta pääomamarkkinoiden kehityksestä. Myös yhtiön heikko läpinäkyvyys laskee UB:lle hyväksyttävää arvostuskertoimia.

United Bankersin arvostusta haarukoidessa sijoittajien on tärkeä huomioida yhtiön merkittävät vähemmistöomistukset tärkeissä tytäryhtiöissä (Real Asset Management, Capital ja Nordic Forest Management). Vähemmistöjen osuus yhtiön nettotuloksesta oli 28 % vuonna 2015 ja näin ollen osakekohtaisen tuloksen yläpuoliset rivit antavat yhtiön tulostekokuvasta osakkeenomistajien näkökulmasta liian positiivisen kuvan. Yhtiötä onkin syytä tarkastella etenkin EPS-pohjaisten kertomien kautta.

P/E-kertoimet



Lähde: Inderes, UB

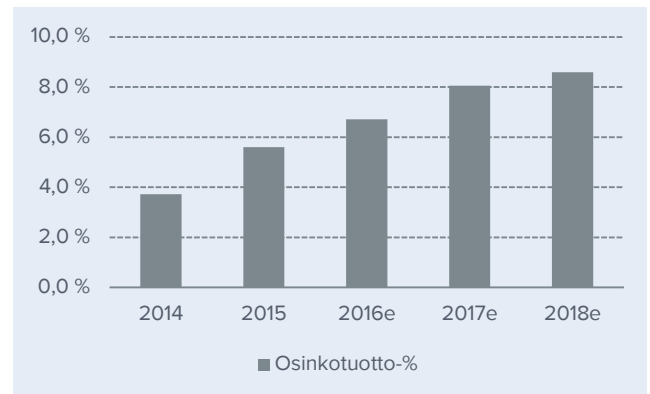
Päivitettyillä ennusteillamme kuluvaan vuoteen P/E-kerroin on hieman yli 14x ja ensi vuoden ennustamamme tulostulokasvun myötä P/E-kerroin laskee 11x tasolle. Yhtiön isolla kassalla oikaistut vastaavat kertoimet ovat 11x ja 8x. Kokonaisuutena

pidämme UB:n nykyistä tulospohjaista arvostustasoa varsin edullisena ja etenkin ensi vuoden kertomilla osake on edullinen, kun se suhteutetaan yhtiön lähivuosien tulostulokasvunäkymiin. Ensi vuoden tulostulokasvuun liittyy kuitenkin edelleen merkittävää epävarmuutta liittyen yhtiön omaan etenemiseen (etenkin uusmyynnin onnistuminen ja tuottopalkkioiden kehitys) sekä markkinatilanteen kestävyys. Näin ollen emme halua antaa liian suurta painoarvoa vielä ensi vuoden kertomille ja pääpaino on edelleen kuluvaan vuoteen kertomilla nykyistä 43,0 euron tavoitehintamme ja lisää-suositusta asetettaessa. Mikäli UB kykenee jatkamaan voimakasta tulostulokasvuaan ja tulostulokehitys etenee linjassa ennusteidemme kanssa, on osakkeessa mielestämme selkeää nousuvaraa, kun painopiste voidaan asteittain kääntää 2017 kertomiin.

Osinko tulee pysymään erinomaisella tasolla

Yhtiön tase on ylikapitalisoitunut listautumisannin myötä ja yhtiön sotakassa yritysjärjestelyjä ajatellen on riittävä. Näin ollen yhtiöllä ei ole tarvetta kasvattaa taseensa puskureita ja odotamme yhtiön jakavan koko tuloksensa ulos osinkoina lähivuosina. Iso kassa (noin 10 euroa per osake) mahdollistaa myös sen, että yhtiö voi pitää osinkonsa kasvu-uralla myös heikomman tulostulokehityksen aikana. Yhtiön johto on mielestämme selkeästi indikoinut halusta pitää osinko kasvu-uralla ja näin ollen osinko tarjoaa omistajien näkökulmasta kohtuullista tukea mahdollisia tulostulokehityksiä ajatellen.

Osinkotuottoennusteet



Lähde: Inderes, UB

Osinkotuottoennusteemme ovat vuosille 2016 ja 2017 6,7 % ja 8,1 %, jotka molemmat ovat pörssin sekä verrokkiryhmän parhaimmistoa.

Verrokkit

UB:n osake on hinnoiteltu kohtuullisella alennuksella keskeisiin verrokkiyhtiöihin. Ero johtuu etenkin UB:lle ennustamastamme voimakkaasta tulosparannuksesta ja erot arvostuskertoimissa kasvavat ajan myötä. Vuoden 2016 P/E-kertoimilla UB on hinnoiteltu hieman alle 10 %:n alennuksella suhteessa vertailuryhmään tai Helsingin pörssiin ja osinkotuotto on vertailuryhmän sekä pörssin parhaimmistoa. Pidämme tulos pohjaisesti pientä alennusta suhteessa vertailuryhmään perusteltuna johtuen UB:n tuloksen suuremmasta volatiliiteetista.

Vuoden 2017 osalta arvostusero suhteessa verrokkeihin sekä pörssin yleiseen hinnoitteluun kasvaa merkittävästi ja yhtiö on vuoden 2017 P/E-kertoimella mitattuna hinnoiteltu yli 25 %:n alennuksella suhteessa verrokkiryhmään. Alennus on mielestämme selvästi ylimitoitettu ja arvostus suhteessa verrokkeihin vahvistaa näkemystämme siitä, että UB:n osakkeessa on merkittävää nousuvaraa, mikäli ennustamamme tulosparannus realisoituu.

Verrokkien arvostukset

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

OMXH mediaani 15,2 14,1 8,8 8,3 1,8 3,5 %
Lähde: Inderes

DCF-laskelma

DCF-laskelmassamme lähdemme oletuksesta, että UB:n kasvu hidastuu asteittain vuoden 2019 jälkeen kohti toimialan keskiarvoa. 2019 saavutettu 30 %:n liikevoitto säilyy vakaana muutaman vuoden, jonka jälkeen se kääntyy lievästi laskuun. 10,5 %:n WACC-% on verrokkeja korkeampi, mutta perusteltu johtuen yhtiön selvästi verrokkeja heikommasta läpinäkyvyydestä ja jatkuvien palkkiotuottojen selvästi verrokkeja pienemmästä osuudesta. 54 euron DCF-arvo heijastelee yhtiössä piilevää tuottopotentiaalia. Tavoitehintamme on edelleen selvästi alle DCF-arvon johtuen yhtiön lähivuosien tulosparannuspotentiaaliin liittyvästä epävarmuudesta.

Riskit

Arviomme mukaan liiketoiminnan keskeisiä riskejä ovat:

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

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. UB on muiden keskisuurten toimijoiden kanssa positioidun varsin hyvin tähän ja muutokset regulaatiossa eivät uhkaa UB:n nykyistä markkina-asemaa.

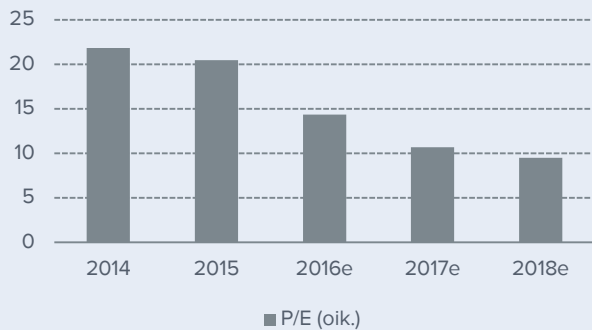
Maineriski: Toimialalle tyypillisesti maine ja asiakasmielikuva ovat erittäin tärkeitä. Maineriski voi näkemysksemme mukaan realisoitua esimerkiksi tilanteessa, jossa yhtiön rahasto tai strukturoitu tuote epäonnistuu totaalisesti.

Yrityskauppariski: Arviomme mukaan yrityskaupat tulevat olemaan oleellinen osa United Bankersin kasvustrategiaa lähivuosina. Vaikka omaisuudenhoidossa yrityskauppojen tarjoamat synergiat ovat lähtökohtaisesti erittäin hyviä, liittyy yrityskauppoihin aina merkittäviä riskejä. Suurimmat riskit liittyvät ostettaviin henkilöihin ja heidän sitoutumiseensa uuteen yhtiöön.

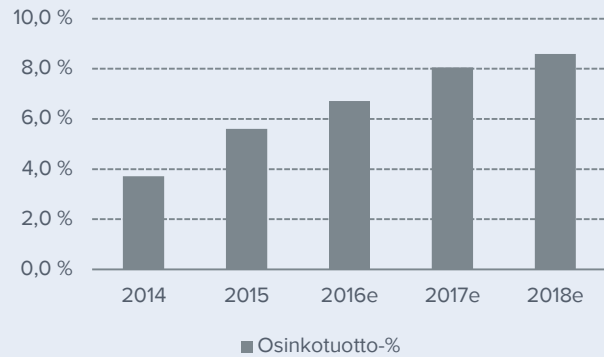
Makrotalouteen liittyvät riskit: Euroopan taloustilanne on edelleen heikko ja talouskasvunäkymät lähivuosille ovat vaisut. Valtioiden rakenteelliset ongelmat kasvattavat riskiä kasvun pysymisestä heikkona vielä pidemmän aikaa ja myös mahdollisuutta uudesta eurokriisistä ei voida sulkea pois. Keskuspankkien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

Arvostus yhteenveto

Keskeiset arvostuskertoimet



Lähde: Inderes, UB



Lähde: Inderes, UB

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
Schwab	21,97	29045	26110	10,4	8,3	9,1	7,6	4,0	3,5	19,6	15,6	1,4	1,6	2,2
Perpetual	26,27	1221	1081	9,4	8,9	8,5	8,1	3,4	3,1	15,1	14,2	6,3	6,7	3,2
Union Financiere	24,00	396	395					1,8	1,7	13,2	12,6	7,9		3,9
eQ	6,12	224	224	15,0	13,0	14,4	12,8	6,9	6,4	19,0	16,5	8,1	8,0	4,0
Panostaja	0,86	44	114	8,1	7,7	5,7	5,5	0,7	0,6	10,2	8,9	7,1	7,2	1,1
E*Trade	19,99	5884	6648	9,9	9,8	8,6	7,5	3,7	3,5	14,4	12,0	0,5	0,7	1,1
TD Ameritrade	25,00	13458	15388	11,9	10,4	10,8	9,6	5,0	4,6	17,2	14,9	2,8	3,2	2,9
Liontrust	3,27	150	127	9,2	7,5	7,9	7,0	2,5	2,4	11,3	10,1	4,8	5,6	3,9
CapMan	0,94	82	130	11,7	10,2	11,4	9,9	4,0	3,8	12,8	10,7	8,0	8,5	1,2
EFG International	5,95	900								11,3	8,2	6,4	7,6	0,8
OVH Holdings	13,75	196	154	11,4	11,4	9,1	9,0	0,7	0,7	20,7	20,5	4,7	4,9	2,3
Polar Capital Holdings	4,70	431	397	11,8	10,7	10,8	10,4	3,7	3,6	15,1	14,4	6,9	7,1	
Taaleri	8,61	244	301	11,9	11,1	11,4	10,4	4,3	4,0	16,6	14,8	2,5	2,9	2,7
Julius Baer Group	37,14	8303								12,1	11,1	3,6	4,1	1,7
United Bankers (Inderes)	37,25	59	52	7,3	6,0	7,0	5,8	1,9	1,7	14,4	10,7	6,7	8,1	3,4
Keskiarvo				11,0	9,9	9,8	8,9	3,4	3,2	14,9	13,2	5,1	5,2	2,4
Mediaani				11,4	10,2	9,1	9,0	3,7	3,5	14,7	13,4	5,6	5,6	2,3
Erotus-% vrt. mediaani				-36 %	-41 %	-23 %	-36 %	-51 %	-51 %	-2 %	-20 %	21 %	43 %	45 %

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

Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli

Tuloslaskelma

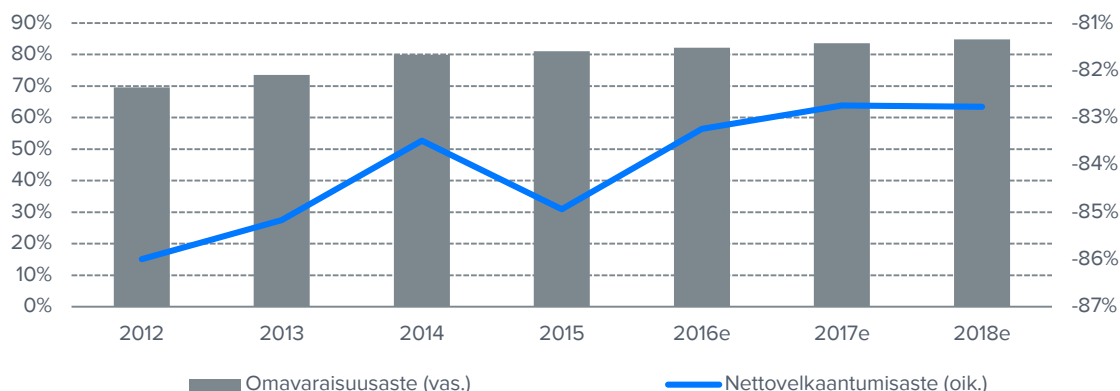
(MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	13,6	20,4	27,4	28,1	31,3	34,4
Kulut	-11,7	-16,4	-20,7	-20,7	-21,9	-23,7
EBITDA	2,0	4,0	6,8	7,4	9,3	10,6
Poistot	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4
Liikevoitto	1,9	3,9	6,5	7,1	9,0	10,3
Liikevoiton kertaerät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto ilman kertaerää	1,9	3,9	6,5	7,1	9,0	10,3
Rahoituserät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	1,9	3,9	6,5	7,1	9,0	10,3
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,5	-0,8	-1,4	-1,4	-1,8	-2,1
Vähemmistöosuus	0,0	-0,6	-1,5	-1,6	-1,7	-2,0
Nettotulos	1,4	2,6	3,6	4,1	5,5	6,2
Nettotulos ilman kertaerää	1,4	2,6	3,6	4,1	5,5	6,2
Satunnaiset erät	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	1,4	2,1	3,6	4,1	5,5	6,2
Osaakekohtainen tulos	1,17	1,70	2,39	2,59	3,49	3,93
Osaakekohtainen tulos (oikaistu)	1,17	1,70	2,39	2,59	3,49	3,93

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	1,1	4,5	4,3	5,1	5,9
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat oikeudet	0,1	0,8	1,3	2,1	2,9
Käyttöomaisuus	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2
Muut sijoitukset	0,9	3,6	2,6	2,6	2,6
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	6,9	15,8	18,4	19,9	22,5
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	1,7	1,8	2,4	2,4	2,4
Myyntisaamiset	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5
Likvidit varat	5,0	13,6	15,6	17,0	19,6
Taseen loppusumma	8,0	20,3	22,7	24,9	28,4

Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Oma pääoma	5,8	15,4	16,9	17,4	19,0
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	2,5	3,2	6,8	7,4	8,9
Omat osakkeet	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	2,3	11,2	9,1	9,1	9,1
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,1	0,8	1,5	3,1	4,8
Pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	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	2,1	4,1	4,3	4,4	4,7
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,2	2,3	1,8	2,0	2,2
Muut lyhytaikaiset velat	0,9	1,8	2,5	2,5	2,5
Taseen loppusumma	8,0	20,3	22,7	24,9	28,4

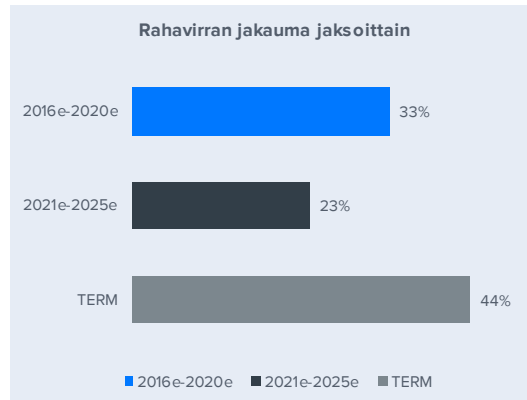
Taseen avainlukujen kehitys



DCF-malli

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
Liikevoitto	6,5	7,1	9,0	10,3	10,9	11,4	11,0	10,5	10,0	10,3	10,5	
+ Kokonaispoistot	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	
- Maksetut verot	-1,4	-1,4	-1,8	-2,1	-2,2	-2,3	-2,2	-2,1	-2,0	-2,1	-2,1	
- Käyttöpääoman muutos	-0,3	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	
Operatiivinen kassavirta	5,1	6,1	7,7	8,8	9,3	9,8	9,5	9,2	8,8	9,1	9,3	
- Bruttoninvestoinnit	0,2	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	5,2	5,0	6,5	7,6	8,2	8,6	8,3	8,0	7,6	7,9	7,7	
+/- 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	5,2	5,0	6,5	7,6	8,2	8,6	8,3	8,0	7,6	7,9	7,7	93,3
Diskontattu vapaa kassavirta		4,6	5,5	5,8	5,6	5,4	4,7	4,1	3,5	3,3	2,9	35,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		80,7	76,1	70,6	64,8	59,2	53,8	49,1	45,1	41,5	38,2	35,3
Velaton arvo DCF		80,7										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		15,6										
- Vähemmistöosuus		-11,1										
- Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		85,1										
Oman pääoman arvo DCF per osake		54,03										

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



Yhteenveto

MEUR	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Omaisuuksienhoito	7,0	6,8	7,3	8,9	9,5
Arvopaperinvälitys	1,8	2,4	2,3	2,3	2,4
Rahastot	8,1	12,4	12,7	14,9	17,0
Investointipankki	2,3	3,6	4,1	3,5	3,6
Palkkiotuotot yhteensä	19,2	25,2	26,4	29,5	32,6
Palkkiokulut	-5,5	-7,7	-7,2	-8,0	-8,8
Henkilöstökulut	-6,3	-7,8	-3,9	-8,5	-9,0
Muut hallintokulut	-3,6	-3,8	-4,0	-4,1	-4,3
Muut kulut	-0,8	-1,1	-1,1	-1,2	-1,4
Liikevoitto	3,6	6,7	7,1	9,0	10,3
Vähemmistöt	-0,6	-1,5	-1,6	-1,7	-2,0
Nettotulos	2,6	3,6	4,1	5,5	6,2
Henkilöstömäärä	85	99	100	101	104
Hallinnoitava varallisuus MEUR	1434	1662	1874	2146	2354
Rahastot	486	589	635	666	733
Pääomarahastot	35	90	210	370	480
Täysivaltakirja+mandaatit*	190	235	350	450	500
Muut*	723	748	679	660	641
AUM kasvu MEUR	266	228	212	273	208
AUM kasvu-%	23 %	16 %	13 %	15 %	10 %
Jatkuvat tuotot* (MEUR)	8,4	11,2	13,5	17,0	19,4
Jatkuvat tuotot palkkiotuotoista-% *	44 %	45 %	51 %	56 %	60 %
Jatkuvat tuotot / AUM -% *	0,58 %	0,67 %	0,72 %	0,79 %	0,83 %

* merkityt ovat Inderesin ennusteita myös 2014 ja 2015 osalta

Puolivuotisennusteet ja tiivistelmä

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2014	H1'15	H2'15	2015	H1'16	H2'16	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	20,4	17,2	10,2	27,4	12,9	15,2	28,1	31,3	34,4
<i>United Bankers</i>	<i>20,4</i>	<i>17,2</i>	<i>10,2</i>	<i>27,4</i>	<i>12,9</i>	<i>15,2</i>	<i>28,1</i>	<i>31,3</i>	<i>34,4</i>
Käyttökate	4,0	5,4	1,4	6,8	2,9	4,5	7,4	9,3	10,6
Poistot ja arvonalennukset	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,9	5,2	1,3	6,5	2,8	4,3	7,1	9,0	10,3
Liikevoitto	3,9	5,2	1,3	6,5	2,8	4,3	7,1	9,0	10,3
<i>United Bankers</i>	<i>3,9</i>	<i>5,2</i>	<i>1,3</i>	<i>6,5</i>	<i>2,8</i>	<i>4,3</i>	<i>7,1</i>	<i>9,0</i>	<i>10,3</i>
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	3,9	5,2	1,3	6,5	2,8	4,3	7,1	9,0	10,3
Verot	-0,8	-1,2	-0,1	-1,4	-0,6	-0,9	-1,4	-1,8	-2,1
Vähemmistöosuudet	-0,6	-1,3	-0,3	-1,5	-0,5	-1,1	-1,6	-1,7	-2,0
Nettotulos	2,6	2,7	0,9	3,6	1,7	2,4	4,1	5,5	6,2
EPS (oikaistu)	1,70	1,81	0,58	2,39	1,09	1,51	2,59	3,49	3,93
EPS (raportoitu)	2,12	1,81	0,58	2,39	1,14	1,58	2,59	3,49	3,93

Tunnusluvut	2014	H1'15	H2'15	2015	H1'16	H2'16	2016e	2017e	2018e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	49,5 %	61,3 %	5,2 %	34,5 %	-25,1 %	48,4 %	2,3 %	11,4 %	10,0 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	105,2 %	171,4 %	-35,9 %	65,9 %	-46,8 %	239,1 %	9,4 %	27,5 %	13,6 %
<i>Käyttökate-%</i>	19,8 %	31,2 %	13,7 %	24,7 %	22,6 %	29,4 %	26,3 %	29,8 %	30,9 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	19,1 %	30,2 %	12,4 %	23,6 %	21,5 %	28,4 %	25,2 %	28,9 %	29,8 %
<i>Nettotulos-%</i>	12,5 %	15,8 %	8,6 %	13,1 %	13,3 %	15,7 %	14,6 %	17,6 %	18,0 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma	2013	2014	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	13,6	20,4	27,4	28,1	31,3
EBITDA	2,0	4,0	6,8	7,4	9,3
EBITDA-marginaali (%)	14,6	19,8	24,7	26,3	29,8
EBIT	1,9	3,9	6,5	7,1	9,0
Voitto ennen veroja	1,9	3,9	6,5	7,1	9,0
Nettovoitto	1,4	2,1	3,6	4,1	5,5
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2013	2014	2015	2016e	2017e
Taseen loppusumma	8,0	20,3	22,7	24,9	28,4
Oma pääoma	5,9	16,2	18,3	20,5	23,7
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Kassavirta	2013	2014	2015	2016e	2017e
EBITDA	2,0	4,0	6,8	7,4	9,3
Nettokäyttöpääoman muutos	0,0	1,6	-0,3	0,1	0,2
Operatiivinen kassavirta	1,5	4,9	5,1	6,1	7,7
Vapaa kassavirta	1,2	0,9	5,2	5,0	6,5

Yhtiökuvaus	
United Bankers -konserni on suomalainen, pääosin avainhenkilöidensä omistama rahoitusalan konserni. UB:n historia ulottuu vuoteen 1986, jolloin Oy United Bankers Ab perustettiin. Toiminta pörssivälittäjänä Helsingin pörssissä käynnistyi vuonna 1987. Lähes 30 vuoden toimintahistoriallaan UB on yksi vanhimmista keskisuurista sijoitusalan toimijoista. Yhtiön perustajaosakkaat ovat edelleen mukana kehittämässä konsernin liiketoimintaa.	

Osakekohtaiset luvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
EPS	1,17	1,70	2,39	2,59	3,49
EPS oikaistu	1,17	1,70	2,39	2,59	3,49
Operat. kassavirta per osake	1,27	3,26	3,36	3,85	4,88
Tasearvo per osake	4,82	10,25	11,20	11,05	12,04
Osinko per osake	2,34	1,38	2,35	2,50	3,00
Voitonjako, %	201	81	98	96	86
Osinkotuotto, %		3,7	4,8	6,2	7,5

Tunnusluvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
P/E			20,5	15,5	11,5
P/B			4,4	3,6	3,3
P/Liikevaihto			2,7	2,3	2,0
P/CF			14,6	10,4	8,2
EV/Liikevaihto			2,4	2,0	1,9
EV/EBITDA			9,5	7,8	6,4
EV/EBIT			10,0	8,1	6,6

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Jarafi Oy (Rasmus Finnilä)	12,0 %
OY Castor-Invest AB (Carl-Gustaf Von Troil)	10,7 %
J. Lehti & Co Oy (Jani Lehti)	8,0 %
Bockholmen Invest AB (Patrick Anderson)	7,8 %
Palkkiyhtymä Oy	7,0 %
Tom Olsio	6,4 %

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
25.11.2014	Vähennä	33,00 €	33,00 €
18.12.2014	Vähennä	35,00 €	33,80 €
26.2.2015	Vähennä	37,00 €	37,60 €
10.4.2015	Vähennä	44,00 €	46,00 €
26.8.2015	Lisää	48,00 €	42,00 €
4.1.2016	Lisää	53,00 €	49,00 €
18.2.2016	Lisää	45,00 €	40,00 €
5.4.2016	Lisää	43,00 €	37,00 €

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 esittäjensä 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 esittäjensä 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 käytettävät neuvonantajat. 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 prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen 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 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 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 yhtiöissä. Inderes Oy:llä ei ole omistuksia kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiineen analyytikon palkitseminen ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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.**