

United Bankers

Laaja raportti

8.4.2022 19:30



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



Kasper Mellas
+358 45 6717 150
kasper.mellas@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Yhtiö sen kuin parantaa juoksuaan

UB:n viime vuosien operatiivinen kehitys on ollut erittäin vahvaa ja yhtiön suorittaminen on noussut uudelle tasolle. Lyhyellä aikavälillä haastava markkinatilanne heikentää näkymiä, mutta pidemmällä aikavälillä yhtiöllä on mielestämme hyvät edellytykset jatkaa tervettä tuloskasvuun. Osakkeen arvostustaso on mielestämme neutraali ja markkinatilanteen huomattava epävarmuus painaa lyhyellä aikavälillä vaakakupissa pidemmän aikavälin tuloskasvupotentiaalia enemmän. Toistammekin 14,0 euron tavoitehintamme sekä vähennä-suosituksemme.

Reaaliomaisuuteen keskittyvä sijoituspalvelutalo

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

Yhtiö on käynyt läpi ison muodonmuutoksen

UB on ollut historiassa tuotelähtöinen toimija, jonka pääpaino on ollut yksittäisten tuotteiden myymisessä. Yhtiö on keskittynyt viime vuosina strategiansa mukaisesti jatkuvaa kassavirtaa tuottavien rahastopääomien kasvattamiseen ja fokus on ollut erityisesti reaaliomaisuustuotteissa. Rahastopääomat ovatkin kasvaneet viime vuosina ripeästi vahvan markkinakehityksen, uusmyynnissä nähdyn selvän tasokorjauksen ja SPL-hankinnan (2017) myötä. Myös kulutehokkuudessa nähtiin 2021 aikana kauan odotettu tasokorjaus, jonka myötä yhtiön kannattavuus alkaa vihdoin olla hyvällä tasolla. Tuottojen mix painottuu edelleen suhteellisen paljon ei-jatkuviin tuottoihin, ja jatkuvan liikevaihdon osuus onkin yksi keskeisiä seikkoja, joita sijoittajan tulee yhtiön osalta seurata.

Pitkän aikavälin tuloskasvunäkymä on suotuisa lyhyen aikavälin epävarmuudesta huolimatta

UB:n lähtökohdat vuoteen 2022 ovat kaksijakoiset. Sisäisten tekijöiden näkökulmasta tarkasteltuna yhtiö lähtee vuoteen erinomaisista asemista. Tuotetarjonta vastaa nykyiseen markkinatilanteeseen varsin hyvin, uusmyynti on osoittanut toimivuutensa ja kulutehokkuus on saatu hyvälle tasolle. Ulkoisten tekijöiden osalta tilanne on kuitenkin huomattavasti synkempi markkinatilanteen heikennyttä merkittävästi alkuvuonna sodan ja stagflaatiopelkojen ajamina. Odotamme yhtiön tuloksen laskevan 2022 maltillisesti markkinatilanteen painaessa etenkin tuottopalkkioita. 2023 odotamme yhtiön palaavan terveeseen tuloskasvuun markkinan elpymisen ja strategian määrätietoisien toteuttamisen vetämänä. Kokonaisuutena odotamme 2022–2025 EPS:n vuosittaisen keskimääräisen kasvun olevan 7 %. Osinkovirta pysyy sektorille tyypilliseen tapaan vahvana.

Arvostus ei ole korkea, mutta markkinatilanne pitää meidät varovaisina

Eri arvonmäärittämenetelmämme ovat kaikki varsin hyvin linjassa nykyisen tavoitehintamme kanssa, ja nykyisillä tulosennusteilla osake on mielestämme oikein hinnoiteltu. Sijoittajien noin 10 %:n vuotuinen tuotto-odotus lähivuosille muodostuukin kohtuullisesta tuloskasvusta sekä terveestä osinkotuotosta. Taso on yhtiön riskiprofiili huomioiden neutraali, ja normaalimmassa markkinaympäristössä se olisi jo riittävän houkutteleva positiivisen suosituksen oikeuttamiseksi. Nykyisessä epävarmassa ympäristössä yhtiön tuloksen suunta on kuitenkin tällä hetkellä alaspäin, joten tuloskasvuun paluu on ehtona osakkeen positiiviselle kehitykselle. Näin ollen pysymme tarkkailuasemissa ja jääme odottamaan vahvistusta tuloskasvuun paluusta.

Suositus

Vähennä

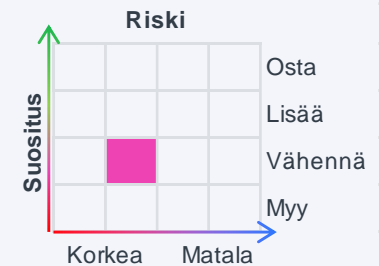
(aik. Vähennä)

14,00 EUR

(aik. 14,00 EUR)

Osakekurssi:

13,70



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	43,8	43,1	49,1	52,6
kasvu-%	27 %	-2 %	14 %	7 %
EBIT oik.	14,4	12,6	15,5	17,1
EBIT-% oik.	33,0 %	29,3 %	31,5 %	32,5 %
Nettotulos	10,3	9,5	11,5	12,6
EPS (oik.)	1,01	0,89	1,07	1,17

P/E (oik.)	13,5	15,5	12,8	11,7
P/B	3,2	3,3	3,1	2,9
Osinkotuotto-%	5,9 %	5,8 %	6,2 %	6,6 %
EV/EBIT (oik.)	8,9	10,5	8,3	7,2
EV/EBITDA	8,1	9,1	7,3	6,5
EV/Liikevaihto	2,9	3,1	2,6	2,4

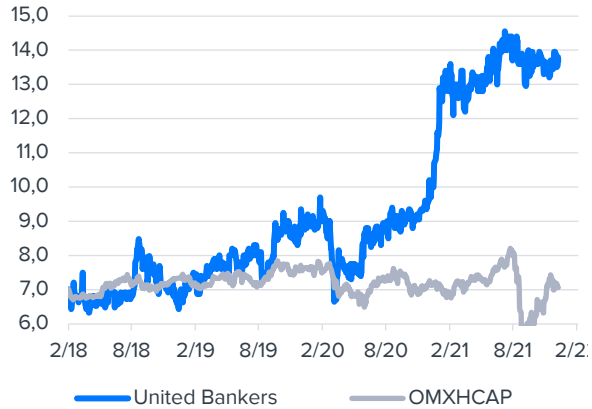
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

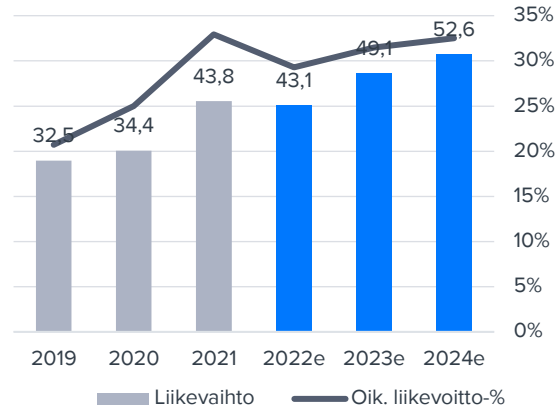
Yhtiö arvioi operatiivisen liikevoittonsa asettuvan lähelle vuoden 2021 tasoa, mikäli markkinatilanne ei kehity merkittävästi heikompaan suuntaan.

Osakekurssi



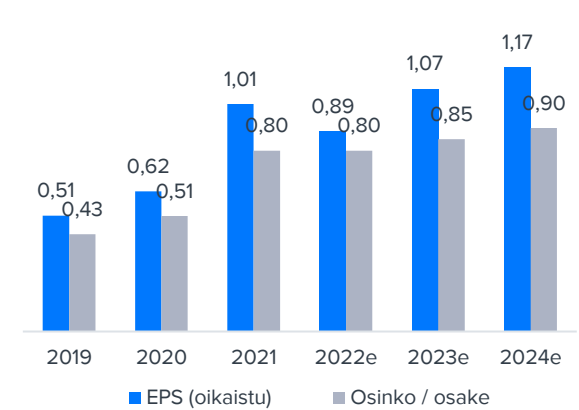
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Uudet tuotelanseeraukset
- Nykyisten tuotteiden kokoluokan kasvu
- Kulutehokkuudessa edelleen parannuspotentiaalia
- Yritysjärjestelyt ja toimialan konsolidaatio



Riskitekijät

- Markkinatilanteen heikentyminen
- Ei-jatkuvien tuottojen osuus edelleen merkittävä
- Kannattavuusparannuksen kestävyys

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	13,7	13,7	13,7
Osakemäärä, milj. kpl	10,7	10,7	10,8
Markkina-arvo	146	146	146
Yritysarvo (EV)	133	129	124
P/E (oik.)	15,5	12,8	11,7
P/E	15,5	12,8	11,7
P/Kassavirta	15,8	11,3	10,5
P/B	3,3	3,1	2,9
P/S	3,4	3,0	2,8
EV/Liikevaihto	3,1	2,6	2,4
EV/EBITDA (oik.)	9,1	7,3	6,5
EV/EBIT (oik.)	10,5	8,3	7,2
Osinko/tulos (%)	90,2 %	79,2 %	76,9 %
Osinkotuotto-%	5,8 %	6,2 %	6,6 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5–8
Varainhoito	9–14
Pääomamarkkinapalvelut	15
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	16
Sijoitusprofiili ja liiketoimintamallin riskiprofiili	17–18
Toimiala ja kilpailukenttä	19–27
Taloudellinen tilanne	28
Konsernitason ennusteet	29–31
Arvonmääritys	32–35
Liitteet	36–41
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	42

United Bankers lyhyesti

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

2014/2020

First North markkinapaikalle/Helsingin pörssin päälistalle

43,8 MEUR (+28 % vs. 2020)

Liiketoiminnan tuotot 2021

32,9 % (25,1%)

Operatiivinen liikevoitto-% 2021 (2020)

4800 MEUR

Hallinnoitava varallisuus 2021 lopussa

14 100

Asiakasmäärä 2021 lopussa

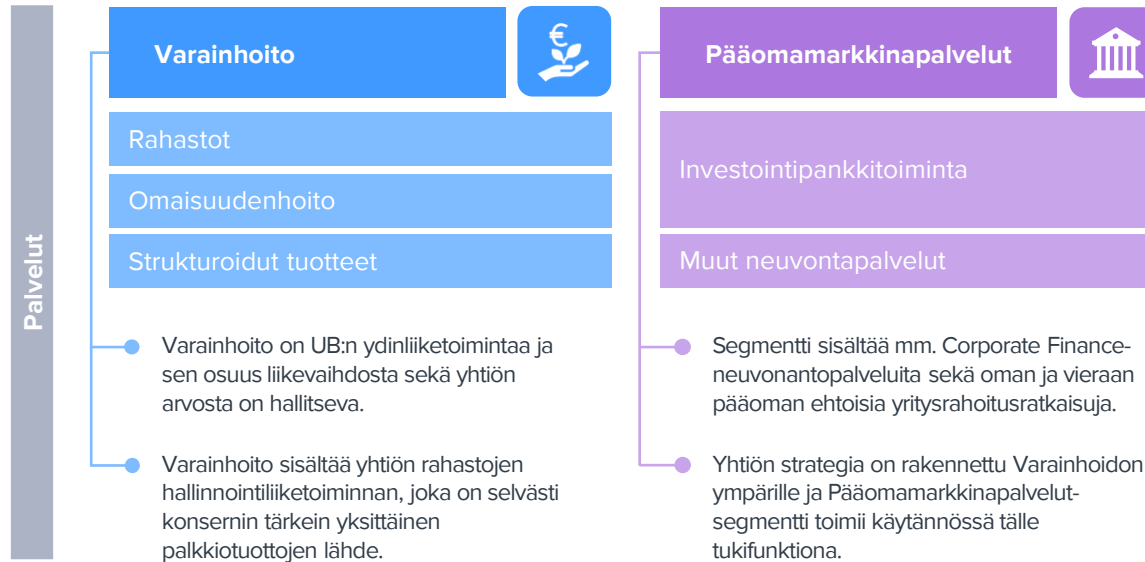
137 (lisäksi 31 asiamiestä)

Henkilöstön lkm 2021 lopussa



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

United Bankersin liiketoiminta on jaettu kahteen operatiiviseen segmenttiin eli Varainhoitoon sekä Pääomamarkkinapalveluihin. Yhtiö raportoi myös Muut-segmenttiä, joka sisältää konsernikulut. Hallinnoitavasta varallisuudesta selkeä enemmistö on peräisin yksityissijoittajilta.



Rahastotuotteet	LISTATUT	LISTAAMATTOMAT
	Osake- ja korkorahastot	Metsärahasot
	Monistrategiarahastot	Listaamattomat osakerahastot
	Listatut kiinteistörahastot	Listaamattomat kiinteistörahastot



Hallinnoitava varallisuus yhteensä 4,8 mrd. euroa (2021)



Noin kolmannes AUMista sijoitettu reaaliomaisuustuotteisiin (listattu ja listaamaton).

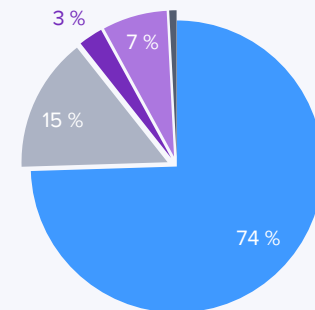


Hallinnoitavasta varallisuudesta selvästi suurin osa yksityissijoittajilta.



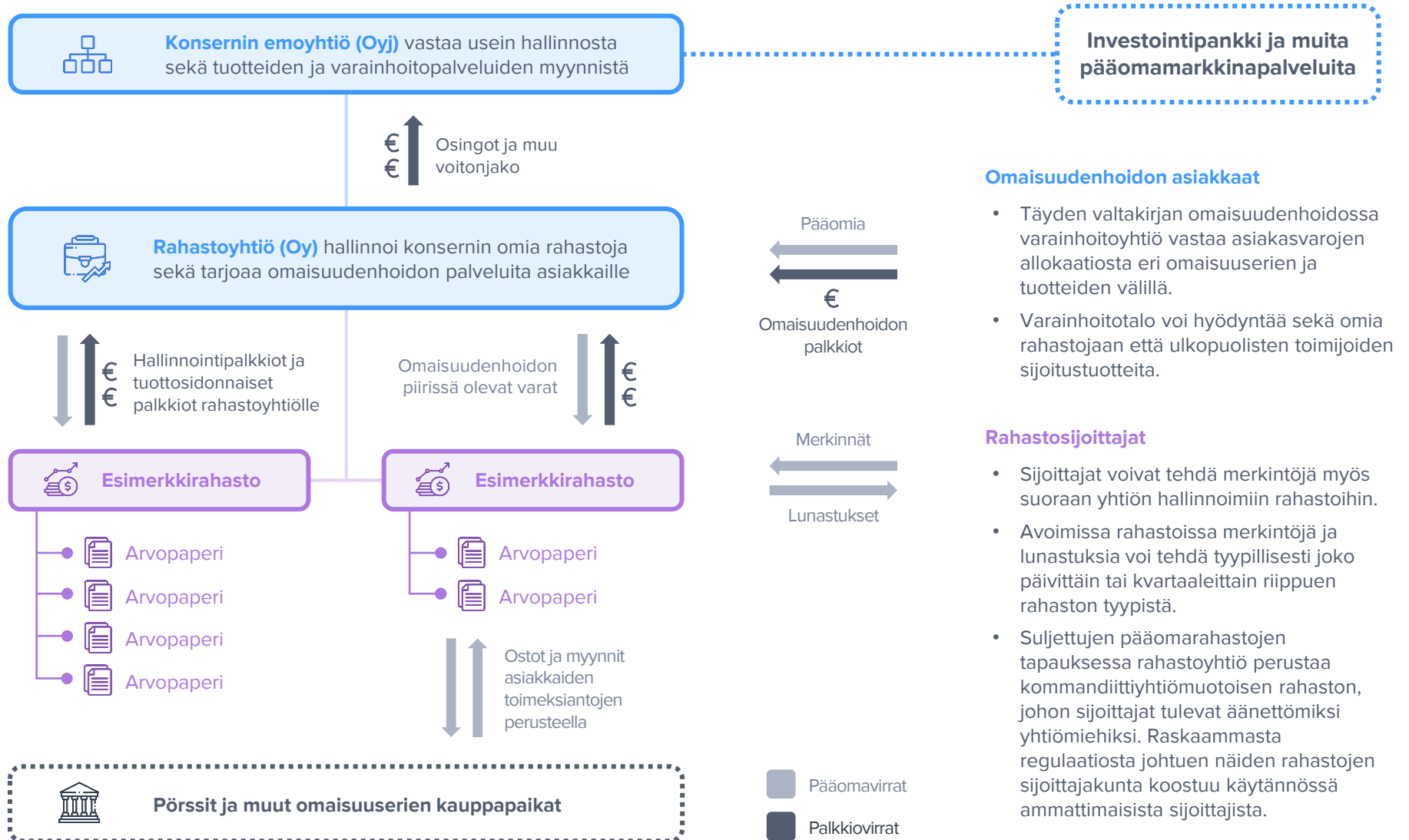
Varainhoidon osuus konsernin liikevaihdosta yli 90 %. Varainhoito-segmentin sisällä rahastoliiketoiminta tuo selvästi suurimman osan palkkiotuotoista.

Liikevaihdon jakauma palveluittain 2021



- Rahastot
- Strukturoidut sijoitukset
- Muut
- Omaisuudenhoito
- Pääomamarkkinapalvelut

Varainhoidon liiketoimintamalli yksinkertaistettuna



United Bankersin yritysjärjestelyt 2016–2021



Inderesin kommentit UB:n yritysjärjestelyistä

UB Capitalin vähemmistöosuuksien hankinta paransi läpinäkyvyyttä ja selkeytti konsernirakennetta. Kaupan arvostuskertoimet neutraalit.

UB Real Asset Managementin vähemmistöjen ostot strategisesti järkevä, sillä UBREAM:in hallinnoimat reaaliomaisuusrahastot ovat UB:n reaaliomaisuusstrategian keskiössä.

Suomen Pankkiiriliike-yritysosto oli strategisessa mielessä looginen ja kasvatti UB:n myyntivoimaa selvästi. Integraatio kesti hieman odotuksiamme kauemmin, mutta etenkin myyntipuolen synergiat ovat olleet odotuksiamme suuremmat ja pidämme kauppaa UB:n kannalta hyvin onnistuneena.

UB Capitalin Ruotsin liiketoiminnan myynnissä arvostuskertoimet olivat edulliset ja kaupalla oli negatiivinen EPS-vaikutus. Kauppa kuitenkin paransi yhtiön liiketoiminnan ennustettavuutta.

KJK Capital Oy:n varainhoitoliiketoiminnan osto strategisesti perusteltu, sillä se kasvatti yhtiön läsnäoloa instituutiokentässä ja arvostus oli edullinen.

UB Rahoitukseen (ent. Joutsen Rahoitus) liiketoiminta (joukkorahoituslusta) on mielestämme UB:n ydinosajalueen ulkopuolella ja mielestämme sen strateginen rooli osana UB:tä on kyseenalainen.

UB Finnish Property:n vähemmistöosuuksien hankinta oli mielestämme looginen ja selkeyttää konsernirakennetta. Kaupan arvostus neutraali.

Varainhoito 1/5

UB on erityisesti reaaliomaisuustuotteisiin keskittynyt keskiuuri varainhoitaja. UB:n Varainhoitoliiketoiminta käsittää rahastot, omaisuudenhoidon ja strukturoitujen sijoitustuotteiden myynnin. Varainhoidon palkkiotuotot olivat vuonna 2021 40,3 MEUR ja käyttökate 16,2 MEUR. Vuoden 2021 lopussa yhtiöllä oli noin 14 100 asiakasta ja hallinnoitavaa varallisuutta 4800 MEUR.

Hallinnoitava varallisuus

Olemme jakaneet UB:n hallinnoitavan varallisuuden mallinnuksessamme 1) perinteisiin rahastoihin, 2) pääomarahastoihin, 3) muuhun rahastopääomaan 4) omaisuudenhoidon alla olevaan hallinnoitavaan varallisuuteen sekä 5) muihin pääomiin.

Perinteiset rahastopääomat olivat 2021 lopussa noin 1108 MEUR ja ne käsittävät UB Rahastoyhtiön rahastopääomat (pl. UB Metsä, UB Suomi Kiinteistöt- sekä UB Pohjoismaiset Liikekiinteistöt-rahastot). Arviomme mukaan UB:n perinteisistä sijoitusrahastoista saama keskimääräinen palkkiotaso on terve noin 0,8–1,0 %.

Pääomarahastojen hallinnoimat pääomat (NAV-perusteisesti) olivat 2021 lopussa noin 990 MEUR ja ne koostuvat 1) UB:n metsäomaisuuteen sijoittavista Nordic Forest Fund II & III -rahastoista sekä UB Metsä -erikoissijoitusrahastosta, 2) UB Yrityslainarahastosta sekä 3) kahdesta kiinteistörahastosta (UB Suomi Kiinteistöt ja UB Pohjoismaiset Liikekiinteistöt). Pääomarahastot ovat UB:n hallinnoitavasta varallisuudesta arvokkainta sen houkuttelevasta palkkiorakenteesta johtuen. Arviomme mukaan UB:n pääomarahastoista saama

keskimääräinen palkkiotaso on vahvalla yli 1,0 %:n tasolla.

Muu rahastopääoma (2021: 682 MEUR) koostuu KJK Capital-yritysosaston mukana tulleesta hallinnoitavasta varallisuudesta ja UB Pankkiiriliikkeen (entinen SPL) tarjoamista kolmansien osapuolten rahastoista (mm. eQ). Tämän hallinnoitavan varallisuuden palkkiotaso on arviomme mukaan rahastopääomista heikoin, noin 0,5 %, sillä UB saa niistä pääosin vain jakelukatteen.

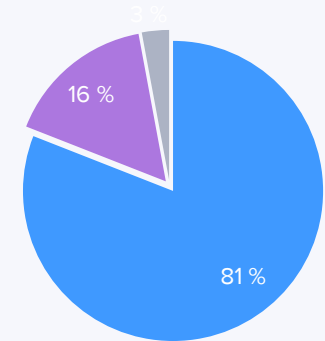
Omaisuudenhoidon alla olevat pääomat (2021: ~ 530 MEUR) koostuvat pääosin mandaateista ja vakuutusvaroista. Laskelmiemme mukaan UB:n omaisuudenhoidosta saama jatkuvien tuottojen palkkiotaso on keskimäärin 0,5–0,6 %.

Muut-erä koostuu käsityksemme mukaan pääosin asiakkasäilytyksessä olevista osakkeista ja joukkolainoista sekä strukturoitujen sijoitustuotteiden positiosta. Näiden erien palkkiotuotot perustuvat transaktioihin, joten erän sisältämä pääoma ei käytännössä tuota lainkaan jatkuvaa tulovirtaa, ja kokonaisuutena palkkiotaso on matala.

Rahastot

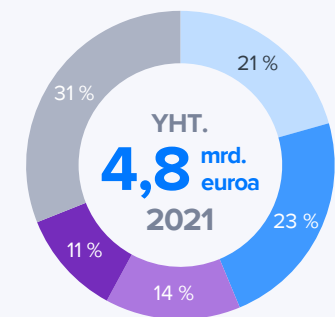
Rahastot muodostavat valtaosan Varainhoitoliiketoiminnasta ja rahastopalkkioiden osuus koko Varainhoidon palkkiotuotoista oli viime vuoden lopussa noin 81 %. Rahastojen palkkiotuotoista hallinnointipalkkioiden osuus oli noin 19,3 MEUR ja tuottosidonnaisten palkkioiden 11,5 MEUR. Merkintä- ja lunastuspalkkioiden osuus oli puolestaan 1,9 MEUR.

Varainhoidon palkkiotuottojen jakauma 2021



■ Rahastot ■ Omaisuudenhoito ■ Strukturoidut sijoitukset

Hallinnoitava varallisuus 2021 lopussa (Inderes arvio)



■ Pääomarahastot ■ Perinteiset rahastot
■ Muut rahastopääomat ■ Omaisuudenhoito
■ Muut

Varainhoito 2/5

UB:n rahastotarjonta käsitti maaliskuussa 2022 yhteensä 22 (19 avointa + 3 suljettua) rahastoa. Yhtiön rahastovalikoima pitää sisällään 1) perinteiset osake-, korko- ja monistrategiarahastot, 2) listatut kiinteistö- ja infrarahastot, 3) listaamattomat kiinteistörahastot sekä 4) metsärahasot. Jo käynnissä olevien rahastojen lisäksi yhtiö aloitti alkuvuonna varainkeruun uuteen listaamattomien metsäteollisuusyritysten osakkeisiin sijoittavaan pääomarahastoon.

UB:n tavoitteena on ollut kasvattaa jatkuvaa kassavirtaa tuottavien rahastopääomien osuutta hallinnoitavasta varallisuudesta, ja yhtiön fokus on ollutkin erityisesti reaaliomaisuustuotteissa (mm. kiinteistö- ja metsärahasot). Rahastopääomien kasvu on ollut viime vuosina ripeää ja rahastopääomat ovat kasvaneet viimeisen neljän vuoden aikana keskimäärin yli 20 %:n vuosivauhtia.

Rahastopääomien voimakkaan kasvun taustalla ovat olleet poikkeuksellisen vahva pääomamarkkinakehitys, tuotteiden hyvä performanssi, UB:n uusmyynnissä nähty selvä tasokorjaus ja SPL-hankinta. Yhtiön myyntivoima vahvistui vuoden 2017 lopun SPL-yrityskaupan myötä merkittävästi ja rahastojen kokonaisuusmyynti ylitti viime vuonna 600 MEUR:n tason. Kuluvana vuonna UB:n uusmyynti on kärsinyt alan muiden toimijoiden tapaan vaikeutuneesta markkinatilanteesta ja tämä näkyy selvästi esimerkiksi viimeisen 12 kuukauden rullaavien nettomerkintöjen kehityksessä (graafi oikealla).

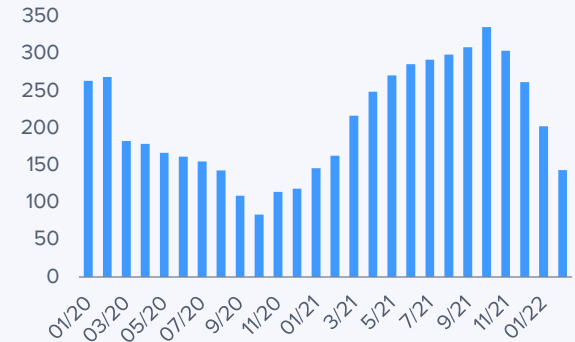
Omaisuu denhoito

Omaisuu denhoidon palkkiotuotot olivat viime vuonna 6,5 MEUR eli noin 16 % Varainhoidon kaikista palkkiotuotoista. Omaisuu denhoidon palkkiotuotot pitävät sisällään omien tuotteiden ulkopuoliset varainhoitosopimuksista saatavat palkkiot sekä erilaisia transaktiopalkkioita. Käsityksemme mukaan enemmistö Omaisuu denhoidon palkkioista on luonteeltaan jatkuvaa ja noin puolet transaktioveitoista.

UB:n omaisuu denhoitopalvelun ytimen muodostavat yhtiön omat tuotteet. Tapauksissa, joissa omaisuu denhoidon piirissä olevia varoja on sijoitettu UB:n omiin tuotteisiin, kirjataan omaisuu denhoidon palkkioihin vain varainhoidosta veloittettava palkkio. Alla olevista rahastoista perittävät palkkiot näkyvät rahastojen alla.

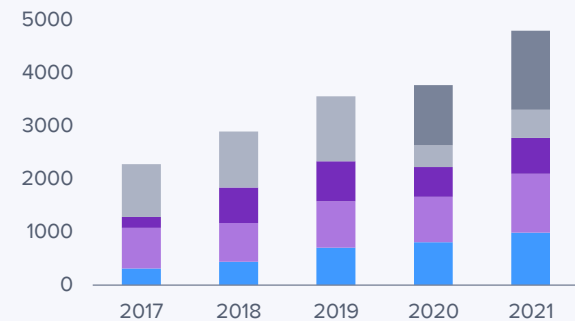
UB:lla on Suomessa myyntikonttorit seitsemällä paikkakunnalla, minkä lisäksi yhtiön jakeluverkostoa täydentävät myös yhteistyökumppaneiden (mm. POP-pankit) kanssa solmitut jakelusopimukset. POP-pankit toimivat pitkälti pienemmillä paikkakunnilla ja täydentävät siten hyvin UB:n omaa myyntiverkostoa. Omaisuu denhoidolla on myös sivuliike Ruotsissa (muutaman hengen instituutiomyyntitiimi Tukholmassa) ja Luxembourgiassa. UB on panostanut viime vuosina myös digitaalisen jakelukanavan kehittämiseen, minkä lisäksi sen tuotteita on ollut merkittävässä Ruotsin PPM-eläkejärjestelmässä sekä Nordnetin ja Avanzan rahastoportaaleissa.

Nettomerkinnät UB:n rahastoihin* (MEUR, rullaava 12kk)



*Ei sisällä merkintöji Nordic Forest Fund II & III sekä Yrityslainarahastoon.

Hallinnoitavan varallisuus* (MEUR)



■ Pääomarahastot
■ Muut rahastopääomat
■ Perinteiset rahastot
■ Omaisuu denhoito
■ Muut

*Omaisuu denhoidon alla oleva AUM jaettu vuodesta 2020 eteenpäin Omaisuu denhoitoon ja Muihin eriin.

Varainhoito 3/5

Strukturoidut sijoitustuotteet

UB:n strukturoitujen tuotteiden tarjonta käsittää sekä osakepohjaiset että luottoriskisidonnaiset sijoitustuotteet. UB:n strukturoiduista sijoitustuotteista saamat palkkiotuotot olivat viime vuonna 1,2 MEUR. Strukturoiduissa tuotteissa liikevaihto on ollut selvässä laskussa viime vuosina mm. yrityslainamarkkinoilla nähdystä tuottotasojen heikentymisestä johtuen. Vielä vuonna 2018 näiden tuotteiden euromääräinen volyyymi ylitti 100 MEUR, mutta viime vuonna taso oli jo alle 30 MEUR. Yhtiön keskittyessä jatkuvaa tulovirtaa kerryttävien varainhoitoratkaisujensa kehittämiseen ja myyntiin, ei transaktiovetoisen strukturoitujen tuotteiden myynnin lasku ole yhtiön sijoitustarinnan kannalta kovinkaan merkityksellistä.

Varainhoidon kulurakenne

Varainhoidon kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin kiinteä ja merkittävimmän kuluerän muodostavat henkilöstökulut. UB:n palveluksessa oli 2021 lopussa 137 työntekijää ja 31 sidonnaisasiamiestä. Yhtiö ei avaa henkilöstön jakaumaa segmenteittäin, mutta arviomme mukaan merkittävä enemmistö (noin 90–100 + kaikki asiamiehet) työskentelee Varainhoidossa.

Varainhoidon henkilöstökulut olivat yhteensä viime vuonna noin 13,9 MEUR, ja arviomme mukaan keskimääräinen henkilöstökulu on noin 113–125 TEUR/vuosi. Taso on lievästi alle keskeisten verrokkien, mitä selittää arviomme mukaan työntekijöiden mix sekä korkea henkilöstöomistus (konsernitason vertailu sivulla [27](#)).

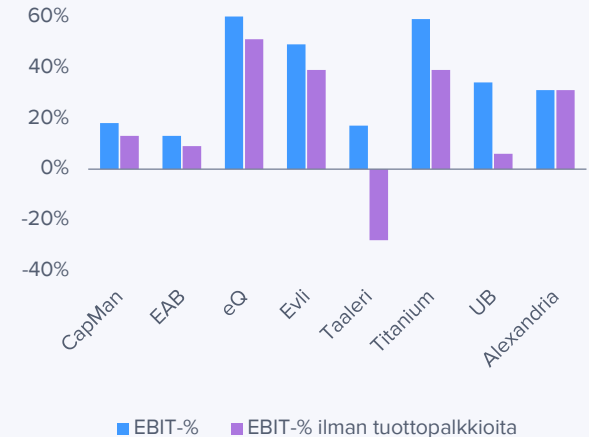
Varainhoidon muut kulut koostuvat pääasiassa sidonnaisasiamiehille ja muille jakelukumppaneille maksettavista palkkiokuluista (2021: 5,0 MEUR),

hallintokuluista (2021: 4,8 MEUR) ja poistoista. Poistot yhtiö raportoi vain konsernitason, ja niiden määrä oli vuonna 2021 noin 1,9 MEUR. Mikäli nämä jyvitetäisiin operatiivisille segmenteille (Varainhoito ja Pääomamarkkinapalvelut) liikevaihdon suhteessa, olisi Varainhoidon poistotaso on noin 1,8 MEUR. Yhtiön vuosipoistot ovat suhteellisen korkeat aineettomien hyödykkeiden korkeasta määrästä johtuen. Aineettomien hyödykkeiden korkean poistomassan taustalla on historiassa toteutetuista yritysjärjestelyistä syntyneet asiakassuhteiden poistot (PPA-poistot) ja IT-järjestelmien poistot.

UB:n Varainhoidon kannattavuus (2021: EBITDA-% 40 %) on parantunut merkittävästi viimeisen muutaman vuoden aikana ja poistot huomioiden alkaa se olla hyvällä tasolla suhteessa keskeisiin verrokkeihin. Kannattavuuden selvän parannuksen taustalla on ollut liiketoiminnan merkittävä skaalautuminen ja kulutehokkuuden nousu. Oikaistuna konsernikuluilla sekä poistolla saadaan vuoden 2021 liikevoittomarginaaliksi 34 %.

Keskeinen haaste kannattavuudessa liittyy edelleen tuottosidonnaisiin palkkioihin. Vaikka UB on onnistunut kasvattamaan jatkuvien tuottojen osuutta viime vuosina selvästi, näyttelevät tuottosidonnaiset palkkiot yhtiön kannattavuudessa edelleen varsin merkittävää roolia. Leikkaamalla tuottosidonnaiset palkkiot tuloksesta olisi Varainhoidon liikevoittomarginaali vain 6 %. Vaikka laskelma ei olekaan täysin reilu bonusten joustamattomuuden osalta, on jatkuvan liiketoiminnan kannattavuus silti edelleen vauhtiin absoluuttisesti ja suhteellisesti. Jatkuviin tuottoihin pohjautuvan kannattavuustason parannus onkin Varainhoidon arvon kannalta täysin keskiössä.

Verrokkien Varainhoidon kannattavuus 2021



Inderesin huomiot:

- UB:n Varainhoidon kannattavuus rasiin konsernikuluilla sekä poistoilla
- Titanium ja Alexandria konsernitason ilman liikearvoipoistoja
- CapManin Hallinnointiliiketoiminta rasiin konsernitoimintojen kuluilla
- EAB konsernitason
- eQ:n Varainhoitoa rasiin konsernikuluilla

Varainhoito 4/5

Asiakassegmentit

United Bankers on liiketoiminnassaan keskittynyt palvelemaan yksityissijoittajia, vaikka palvelualueittain asiakassegmenttien painopisteet eroavatkin aavistuksen toisistaan.

Omaisuuksienhoidon pääkohderyhmänä ovat Private Banking-asiakkaat, joille UB tarjoaa pääasiassa omia tuotteitaan. Yhtiö palvelee asiakkaita myyntikonttorien sekä OmaUB-digialustan kautta.

Varakkaille yksityishenkilöille UB tarjoaa pääasiassa suoria sijoituksia ja täyden valtakirjan salkunhoitoa. Täyden valtakirjan salkunhoidossa yhtiö hyödyntää reaaliomaisuuden osalta pääosin omia tuotteitaan ja perinteisissä omaisuuslajeissa yhtiö hyödyntää sekä omia rahastojaan että ulkopuolisten palvelutarjoajien ETF-rahastoja.

Erittäin varakkaat yksityishenkilöt (UHNW) ovat selvästi UB:n pienin asiakasryhmä. Yhtiön tahtotilana on kasvattaa UHNW-asiakkaiden määrää ja se onkin panostanut varakkaiden yksityishenkilöiden palvelukokemukseen muun muassa vuonna 2018 perustetun Private Investment Office-palvelukonseptin avulla.

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

Syklisyyden vaikutus rahastopääomiin

Uusmyynnin lisäksi arvonmuutokset vaikuttavat toimialan yhtiöiden hallinnoitavan varallisuuden määrään. Rahastot voidaan tässä tarkastelussa

jakaa kolmeen kategoriaan: 1) avoimet perinteiset rahastot, joiden arvo määräytyy listatuilla markkinoilla päivittäin 2) avoimet vaihtoehtorahastot sekä 3) suljetut vaihtoehtorahastot.

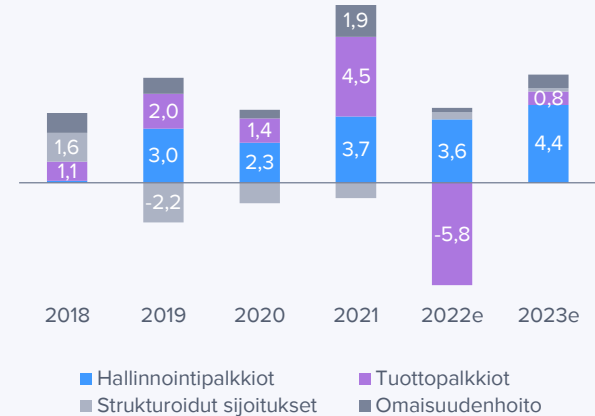
Avoimien vaihtoehtorahastojen osalta hallinnointiyhtiö voi käyttää jonkin verran omaa harkintaansa arvostaessaan portfolioissa olevia omaisuuseriä. Koska omaisuuserot eivät ole jatkuvan julkisen kaupankäynnin kohteena ovat arviot osittain subjektiivisia, ja arvonmuutosten volatilitteetti myös tyypillisesti yleistä markkinaa maltillisempi.

Suljetut vaihtoehtorahastot ovat toiminnassa vain tietyn aikaa (tyypillisesti 10v), eikä niistä tällöin ole mahdollista lunastaa pääomia. Useat yhtiöt kyllä laskevat myös suljetuille vaihtoehtorahastoilleen käyviä arvoja läpi rahaston toiminta-ajan, mutta hallinnointipalkkiot on silti sidottu rahastoon maksetun alkuperäisen pääoman määrään. Näin ollen yleisellä markkinakehityksellä ei ole olennaista merkitystä näiden rahastojen jatkuviin palkkioihin.

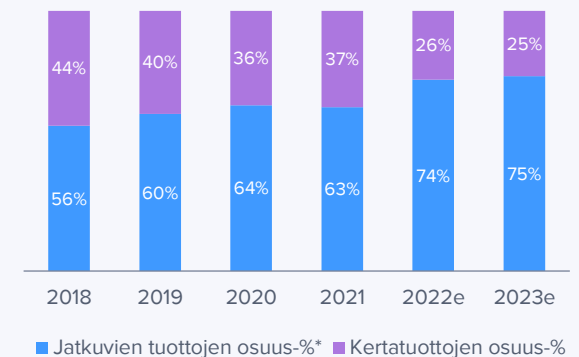
Yleisen markkinakehityksen heijastumista yhtiön rahastopääomiin (ja sitä kautta hallinnointipalkkioihin) arvonmuutosten kautta voidaankin karkeasti estimoida perinteisten rahastopääomien osuudesta koko AUMia.

UB:n palkkiovirtaa tuottavista hallinnoitavista varoista lähes kolmannes on pääomarahastoissa, jotka taas ovat luonteeltaan pääosin avoimia vaihtoehtorahastoja. Näin ollen yleinen markkinakehitys vaikuttaa arviomme mukaan yhtiön AUM:iin arvonmuutosten kautta keskeisiä verrokkeja maltillisemmin.

Varainhoidon liikevaihdon kasvun jakautuminen (MEUR)



Palkkioiden jakauman kehitys



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

Varainhoito 5/5

2022: Tuloskasvun osalta edessä välivuosi

Päättynyt tilikausi 2021 oli UB:lle äärimmäisen vahva, ja Varainhoito-segmentin liikevaihto kasvoi lähes 30 % edellisvuodesta. Erityisesti tuottopalkkiot olivat vahvan pääomamarkkinakehityksen myötä selvästi alkuvuoden odotuksiamme suuremmat. Tämän lisäksi yhtiön hallinnoitavat varat kasvoivat yli miljardilla eurolla, mikä luonnollisesti tuki myös yhtiön jatkuvien hallinnointipalkkioiden vahvaa kehitystä.

Tilinpäätöstiedotteessaan yhtiö arvioi 2022 operatiivisen liikevoiton asettuvan lähelle 2021 tasoa, mikäli markkinatilanne ei kehity merkittävästi heikompaan suuntaan. Ohjeistus on jopa yllättävän rohkea ja sen saavuttaminen ei missään nimessä tule olemaan helppoa, sillä erityisesti edellisvuoden ennätyskorkeisiin tuottopalkkioihin kohdistuu selvää laskupainetta. Yhtiön tuleekin onnistua erinomaisesti uusmyynnissään eikä markkinatilanne saa oleellisesti heikentyä, jotta yhtiö yltää antamaansa ohjeistukseen.

Olemme lähteneet uusmyyntiennusteissamme siitä, että pääomamarkkina säilyy vähintään kelvollisena, ja nettomerkinnät yhtiön vaihtoehtoihin rahastoihin ovat noin 300 MEUR:n tasolla. Rahastopääomien kasvusta vastaavat erityisesti kiinteistörahastot sekä varainkeruuvaiheessa oleva uusi listaamattomien metsäteollisuusyritysten osakkeisiin sijoittava UB Forest Industry Green Growth 1-rahasto. Lisäksi UB Metsä on jälleen avoin merkinnöille, ja uskomme rahaston sijoituskysynnän olevan

nykyisessä markkinaympäristössä vahvaa. Ennusteissamme perinteisten rahastojen pääomat laskevat hieman edellisvuodesta, sillä epävarmuuden kasvun myötä (Ukrainan sota, inflaatio, korkojen nousu) näyttäytyvät vuoden lopun arvostustasot vertailukohtana haastavalta. Samalla uusmyynti on alkuvuonna ollut verrokkien tapaan vaisua, ja lunastukset UB:n perinteisistä rahastoista olivat kuluvan vuoden ensimmäisen kolmen kuukauden aikana noin 68 MEUR. Kokonaisuutena odotamme vuoden 2022 jatkuvien hallinnointipalkkioiden nousevan 22,7 MEUR:oon (2021: 19,3) hallinnoitavien varojen kasvun myötä.

Aiempien vuosien tapaan tuottosidonnaisten palkkioiden tasoa on äärimmäisen haastavaa arvioida rahastojen performanssin ollessa merkittävin niiden tasoon vaikuttava komponentti. Ilman markkinan erityisen vahvaa kehitystä tai NFF2-rahaston myyntiä on tuottopalkkioiden kuitenkin vaikea nähdä säilyvän lähelläkään edellisvuoden tasoa, joten ennusteissamme tuottopalkkiot laskevat noin 6 MEUR:oon. Tämän johdosta odotamme Varainhoidon liikevaihdon laskevan hallinnointipalkkioiden vahvasta kehityksestä huolimatta 39,1 MEUR:oon (2021: 40,4 MEUR).

Kulutason odotamme pysyvän lähes 2021 tasolla, joten tuottopalkkioiden myötä edellisvuotta matalampi liikevaihto laskee ennusteissamme segmentin käyttökäteen 14,6 MEUR:oon (2021: 16,2 MEUR).

2023–2024: Takaisin tuloskasvuun

Vuonna 2023 odotamme UB:n palaavan takaisin

tuloskasvuun, ja ennustamme Varainhoidon liikevaihdon nousevan 48,7 MEUR:oon vuoden 2024 loppuun mennessä.

Edelleen valtaosa kasvusta tulee jatkuvista hallinnointipalkkioista, mikä parantaa UB:n tuloksen laatua sekä jatkuviin tuottoihin perustuvaa kannattavuutta olennaisesti. Vuoden 2024 liikevaihtoennusteillamme jatkuvien tuottojen osuus konsernin palkkiotuotoista nousee jo lähes 80 %:iin.

Ennustamamme jatkuviin tuottoihin perustuva Varainhoidon käyttökatemarginaali puolestaan kohoaa vuosina 2023–2024 jo yli 25 %:n. Parannus on toteutuessaan merkittävä, sillä tuottosidonnaisten huomattavasta liikevaihto-osuudesta johtuen vuoden 2021 taso oli vain noin 12 %:ssa (raportoitu EBITDA-% 40,2).

Pitkän aikavälin ennusteet

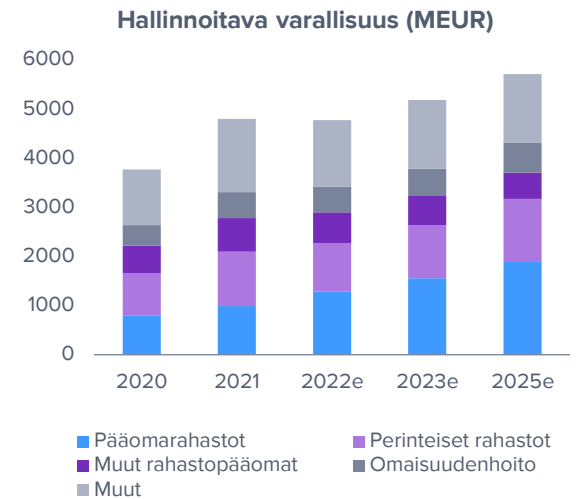
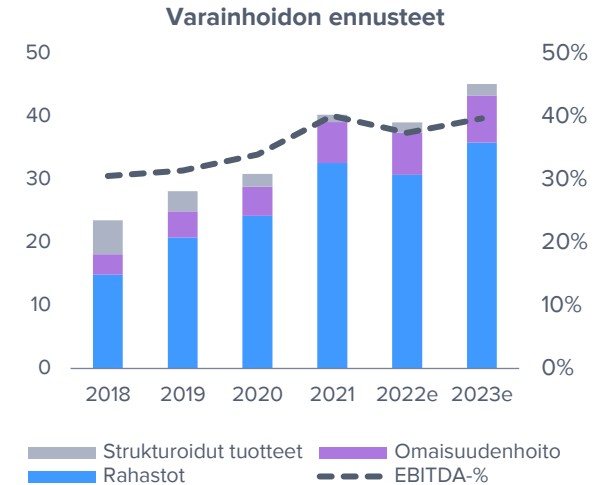
UB:n Varainhoidolla on näkemyksemme mukaan hyvät edellytykset jatkaa vahvaa orgaanista kasvua myös pitkällä aikavälillä. Yhtiön tuotetarjonta vastaa erinomaisesti markkinan trendeihin (erityisesti reaaliomaisuustuotteet) ja myyntikone on saatu hyvään iskuun. Jatkossa keskeisiä seikkoja hyvän operatiivisen kehityksen kannalta ovat: 1) tuotteiden laadun kehittäminen erityisesti perinteisessä varainhoidossa, 2) tuotetarjonnan laajentaminen sekä 3) kulutehokkuuden jatkuva parantaminen.

Pidämme myös varsin todennäköisenä, että UB tulee keskipitkällä aikavälillä kasvattamaan Varainhoito-segmenttiä yritysostoin.

Varainhoidon yhteenveto

Varainhoito (MEUR)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Rahastot	20,8	24,3	32,7	30,8	35,9	39,2	42,3
<i>Hallinnointipalkkiot</i>	13,3	15,5	19,3	22,8	27,2	30,5	33,6
<i>Tuottopalkkiot</i>	5,7	7,0	11,5	5,8	6,5	6,5	6,5
<i>Merkintä & lunastus</i>	1,9	1,7	1,9	2,2	2,2	2,2	2,2
Omaisuudenhoito	4,1	4,6	6,5	6,7	7,5	7,8	7,8
Strukturoidut sijoitukset	3,2	2,0	1,2	1,6	1,8	1,8	1,6
Liikevaihto yhteensä	28,1	31,1	40,4	39,1	45,2	48,7	51,7
Liikevaihdon kasvu-%	20 %	11 %	30 %	-3 %	16 %	8 %	6 %
Palkkiokulut	-3,8	-4,3	-5,0	-5,2	-5,9	-6,3	-6,8
Muu kulut yhteensä	-15,4	-16,3	-19,1	-19,2	-21,3	-22,6	-24,1
EBITDA	8,8	10,6	16,2	14,6	17,9	19,8	20,8
EBITDA-%	31,5 %	34,0 %	40,2 %	37,4 %	39,7 %	40,7 %	40,3 %
EBITDA jatkuvat tuotot	3,2	3,6	4,7	8,9	11,4	13,3	14,3
EBITDA-% jatkuvat tuotot	11,3 %	11,4 %	11,7 %	22,7 %	25,3 %	27,4 %	27,7 %
Hallinnoitava varallisuus	3565	3772	4800	4774	5184	5460	5710
Pääomarahastot	708	806	990	1291	1556	1737	1892
Perinteiset rahastot	875	859	1108	983	1083	1183	1283
Muut rahastopääomat	752	560	682	625	595	565	535
Omaisuudenhoito	1230	415	530	525	550	575	600
Muut	0	1132	1490	1350	1400	1400	1400
AUM kasvu v/v	23 %	6 %	27 %	-1 %	9 %	5 %	5 %
Rahastojen palkkiotuotot/rahasto-AUM (%)	0,89 %	1,09 %	1,17 %	1,06 %	1,11 %	1,12 %	1,14 %
Hallinnointipalkkiot/rahasto-AUM (%)	0,57 %	0,70 %	0,69 %	0,79 %	0,84 %	0,87 %	0,91 %

Perinteiset rahastot = UB rahastoyhtiön AUM pl. UB Metsä, UB Suomi Kiinteisöt ja UB Pohjoismaiset Liikekiinteistö-rahastot
Pääomarahastot = NFF-rahastot, Lainarahasto ja UB Metsä, UB Suomi Kiinteisöt ja UB Pohjoismaiset Liikekiinteistö-



Pääomamarkkinapalvelut

Pääomamarkkinapalveluliiketoiminta pitää sisällään investointipankki- sekä neuvontapalveluita ja tulevaisuudessa lakkautettavan UB Rahoituksen alla toimivan joukkorahoituskanavan.

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

Pääomamarkkinapalveluiden liikevaihto oli viime vuonna 3,1 MEUR (2020: 3,4 MEUR) ja käyttökate 1,2 MEUR (EBITDA-%: 39,6 %). Segmentin operatiivinen kulutaso on laskenut selvästi viime vuosina, mikä on tukenut sekä suhteellista että absoluuttista kannattavuutta.

Investointipankki

UB:n investointipankki on keskittynyt mm. oman ja vieraan pääoman ehtoisiin rahoitusjärjestelyihin ja listautumispalveluihin. Näiden lisäksi yhtiö toimii muun muassa hyväksyttynä neuvonantajana First Northissa listatuille yhtiöille. Käytännössä investointipankki vastaa valtaosasta segmentin liikevaihtoa. Segmentin kulurakenne puolestaan on liiketoiminnalle tyypillisesti erittäin kiinteä ja näin ollen kannattavuus skaalautuu voimakkaasti liiketoiminnan kasvun myötä.

UB Rahoitus

Nykyinen UB Rahoitus tuli osaksi United Bankersia SPL-yrityskaupan myötä, kun silloisen Joutsen Rahoituksen enemmistöomistus siirtyi UB:lle. UB Rahoitus on pk-yritysten rahoitukseen keskittynyt digitaalinen joukkorahoitusala.

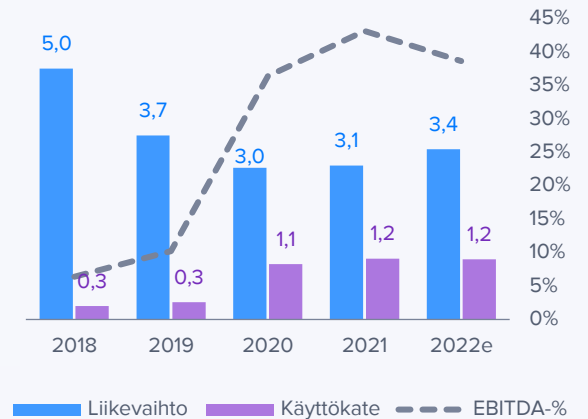
UB Rahoituksen liikevaihto on käsityksemme mukaan

selvästi alle 1 MEUR:n tasolla ja toiminta on arviomme mukaan nykyisillä lainavolyymeilla tappiollista. Yhtiö tiedotti huhtikuun alussa ajavansa liiketoiminta-alueen alas, kun viimeiset lainapäomat ja korot on maksettu sijoittajille. Olemme kommentoineet UB Rahoituksen divestointia tarkemmin [täällä](#).

Tulosennusteet

Näkemyksemme mukaan segmentin normaali liikevaihtotaso liikkuu noin 3–4 MEUR:n haarukassa, ja omat ennusteemme ovat linjassa tämän kanssa. Arviomme mukaan UB:llä ei ole oleellista halua segmentin kasvattamiseen se nykyisestä kokoluokasta johtuen tuloksen volatiliiteetista sekä konsernin strategisesta fokuksesta varainhoitoon. Huomautamme, että vaikka segmentti on 3–4 MEUR:n tasolla hyvin kannattava, on sen merkitys konsernin numeroihin pieni.

Pääomamarkkinapalveluiden liikevaihto ja käyttökate (MEUR)



Ennusteet	2021	2022e	2023e	2024e
Palkkiotuotot	3,0	3,4	3,4	3,4
Muut tuotot	0,1	0,1	0,2	0,2
Liikevaihto	3,1	3,5	3,6	3,6
Palkkiokulut	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4
Operatiiviset kulut	-1,6	-1,9	-2,0	-2,0
Käyttökate	1,2	1,2	1,2	1,1
Käyttökate-%	39,6 %	34,0 %	32,4 %	29,6 %

Strategia ja taloudelliset tavoitteet



Nykystrategian painopiste varainhoidossa

UB aloitti liiketoimintansa arvopaperinvälitystä harjoittavana pankkiiriliikkeenä, mutta finanssikiäriin jälkeen yhtiö teki merkittävän strategisen päätöksen keskittyä yhä selvemmin varainhoitoon. Strategiavalinta on osoittautunut oikeaksi, sillä välitystoiminta on Suomessa ajautunut rakenteellisiin ongelmiin ja vanhan liiketoimintamallin edellytykset ovat kadonneet.



Voitonjakopolitiikka ja tavoitteet

United Bankers ei ole julkisesti asettanut liiketoiminnalle muita pitkän aikavälin taloudellisia tavoitteita kuin voitonjakotavoitteen, jonka mukaan yhtiö pyrkii maksamaan säännöllistä vuosittaista osinkoa. Osinkoa pyritään jakamaan vähintään 50 % tilikauden osakekohtaisesta tuloksesta tai osakekohtaisesta kassavirrasta ottaen kuitenkin huomioon yhtiön liiketoiminnan kehitystarpeet.

2011–2014

Täyden palvelun finanssitaloksi

- Laajentuminen reaaliomaisuuteen
- Investointipankin perustaminen
- IT-järjestelmien uudistaminen
- Tuotetarjonnan laajentaminen
- Yhtiö edelleen riippuvainen transaktiopalkkioista
- Listautuminen First Northiin vuonna 2014.

2015–2018

Seuraavaan kokoluokkaan ja fokus jatkuviin tuottoihin

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

2019–2020

Tulospotentiaalın realisoiminen

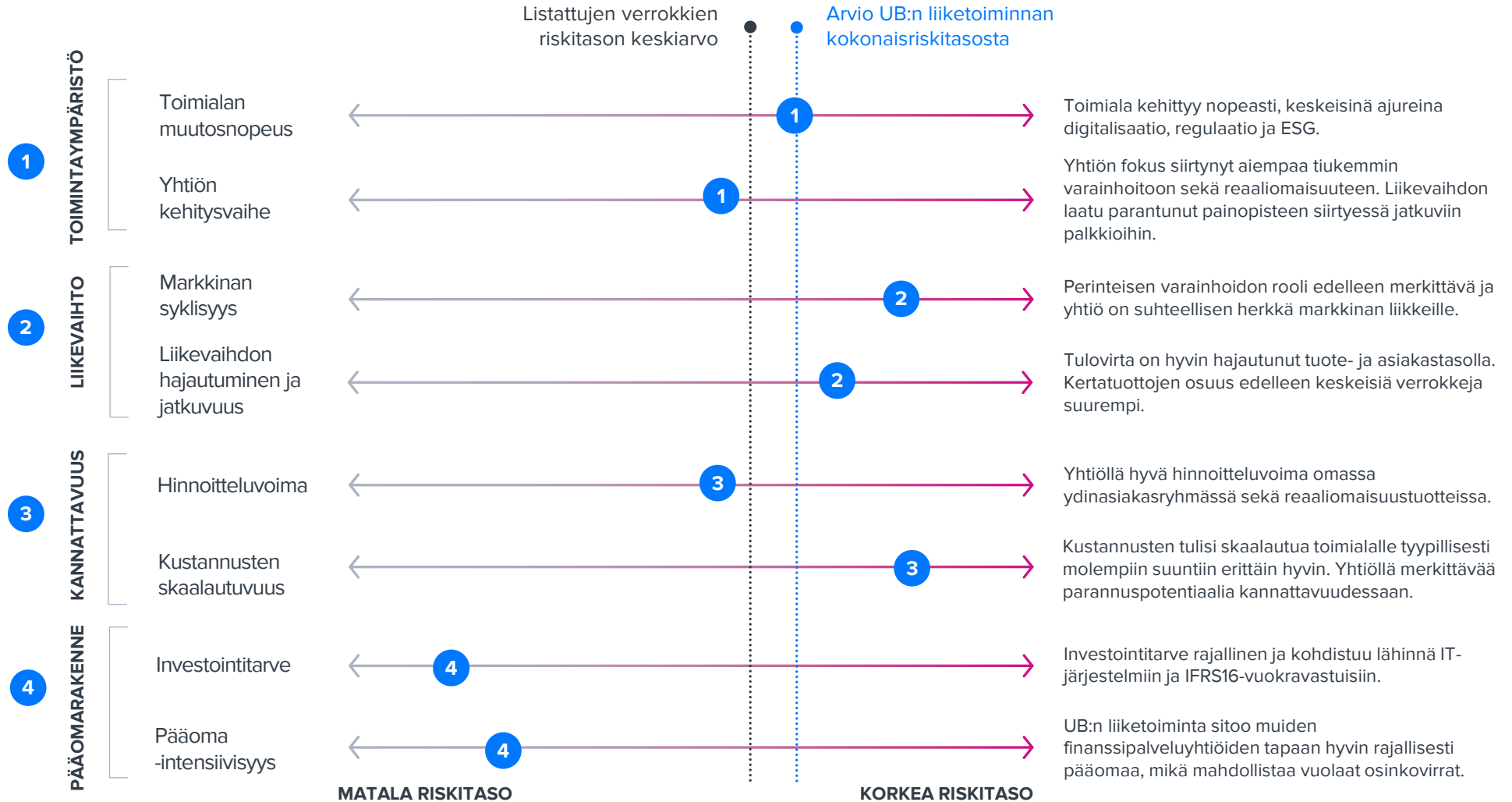
- SPL:n onnistunut integraatio ja myyntivoiman täysimääräinen hyödyntäminen
- Orgaanisen kasvun kiihdyttäminen
- Yhä selvemmin fokus reaaliomaisuus-varainhoidossa
- Pääomarahastoliiketoiminnan kasvattaminen ja uusia tuotelanseerauksia (mm. Pohjoismainen Liikekiinteistö ja Suomi Kiinteistö).
- ESG:n integraatio osaksi yhtiön toimintaa

2021–

Kannattavan kasvun jatkaminen

- Isompi päänavaus Ruotsin varainhoitomarkkinalla (todennäköisesti yrityskauppa)
- Kasvu merkittävästi nykyistä kokoluokkaa suuremmaksi toimijaksi
- Tuotetarjonnan laajentaminen etenkin pääomarahastoissa
- Fokuksen siirtyminen tuotetalosta selvemmin varainhoitajaksi
- Yksittäisten tuotteiden kokoluokkien selkeä kasvu nykyisestä

United Bankersin liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Kasvuyhtiö

2.

Kulutehokkuuden parannuspotentiaalia

3.

Matala pääoman tarve mahdollistaa vuolaat osingot

4.

Yritysjärjestelyt

5.

Avainhenkilöillä merkittävä omistus yhtiössä

Potentiaali



- Uudet tuotelanseeraukset
- Nykyisten tuotteiden kokoluokan kasvu
- Kulutehokkuudessa edelleen parannuspotentiaalia
- Yritysjärjestelyt ja toimialan konsolidaatio

Riskit



- Kannattavuusparannuksen kestävyys
- Ei-jatkuvien tuottojen osuus edelleen merkittävä
- Markkinatilanteen heikentyminen

Varainhoitomarkkina

Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

Varainhoitomarkkinat ovat Suomessa verrattain nuoret ja esimerkiksi ensimmäiset sijoitusrahastot perustettiin vasta 1980-luvun lopulla. Viimeisen kolmen vuosikymmenen aikana varainhoitoliiketoiminta on kasvanut ripeästi kansantalouden kasvun ja kansalaisten vaurastumisen myötä. Historiallisesti suomalaisten kotitalouksien varallisuudesta valtaosa on ollut sidottuna asuntoihin ja asunto on edelleen kotitalouksilla ylivoimaisesti suurin varallisuuden muoto, vaikka muut sijoitusmuodot ovatkin yleistyneet. Pääomamarkkinoiden nuori ikä heijastuu Suomessa myös siten, että kotitalouksien asuntojen ulkopuolisesta sijoitusvarallisuudesta huomattava osa on edelleen pankkien käyttötilailla.

Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli 2020 lopussa noin 240 miljardia euroa. Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut noin 5 % vuodessa. Kasvua on selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen omaisuudenhoidon piiriin. Tästä 240 miljardista noin puolet on sijoitettu kotimaisiin sijoitusrahastoihin ja loput ovat konsultatiivisen tai täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä. Luonnollisesti myös merkittävä osa rahastopääomasta on erilaisten omaisuudenhoitosopimusten alaisuudessa.

Pitkän aikavälin näkymä on hyvä

Pitkällä aikavälillä Suomen omaisuudenhoitomarkkina tulee saamaan

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

Toimialalla takanaan vahvat vuodet

Vaikka itse Suomen talous on kehittynyt vaisusti, ovat sijoituspalveluyritykset päässeet nauttimaan erittäin hyvistä tuotoista viimeisten vuosien aikana. Keskuspankkien elvytys ja tästä johtuvat historiallisen matalat korot ovat olleet omiaan ajamaan pääomia korkeamman kustannustason tuotteisiin (mm. osakerahastot) ja toisaalta avanneet ovia vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kehitykselle. Lisäksi osakemarkkinoiden historiallisen vahva kehitys 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.

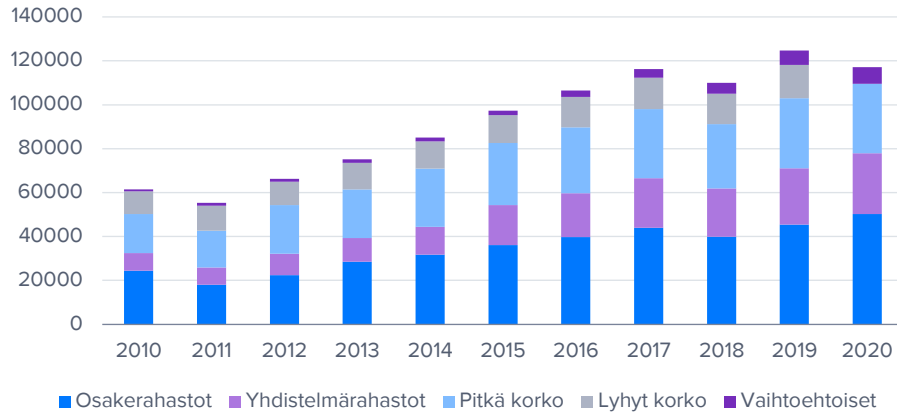
Listaamaton markkina

Globaali listaamattomien omaisuuslajien markkina on viimeisen 20 vuoden aikana kasvanut räjähdysmäisesti, sillä markkinan koko on yli kymmenkertaistunut vuodesta 1999. Hamilton Lane arvioi listaamattomien omaisuuslajien globaalin markkinakoon olleen kesäkuussa 2019 noin 5700 miljardia dollaria. Vaikka listaamattomien omaisuuslajien kasvu on ollut viimeisen kahden vuosikymmenen ajan räjähdysmäistä, edustaa listaamattomien omaisuuslajien markkinakoko vasta noin 12 % koko globaalista osakemarkkinasta.

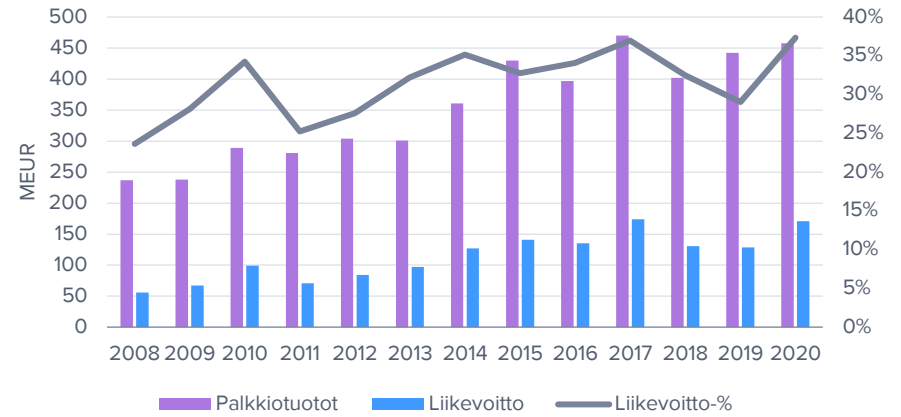
Listaamattomiin omaisuuslajeihin pääomia on ohjannut viime vuosina erityisesti jo pitkään jatkunut nollakorkoympäristö sekä sijoittajien halu hakea osakemarkkinoiden kanssa korreloimattomia tuotonlähteitä. Koronaviruspandemia ei ole pysäyttänyt listaamattomien omaisuuslajien voittokulkua ja listaamattomista omaisuusluokista markkinatutkimusta tekevän Preqinin kesäkuun 2020 sijoittajakyselyn perusteella enemmistö sijoittajista aikoi joko pitää ennallaan tai kasvattaa allokaatiotaan kaikissa keskeisissä listaamattomissa omaisuusluokissa (Private Equity, Private Debt, kiinteistöt, ja infra).

Varainhoitomarkkina

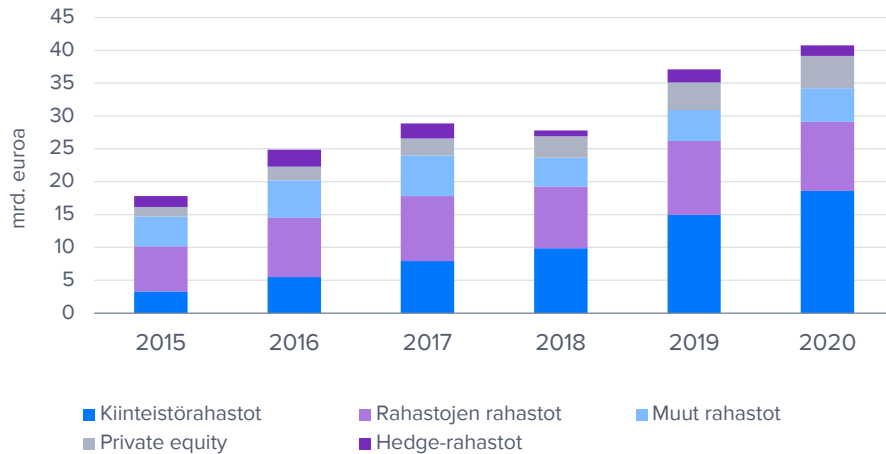
Suomen sijoitusrahastopääomien kehitys (MEUR)



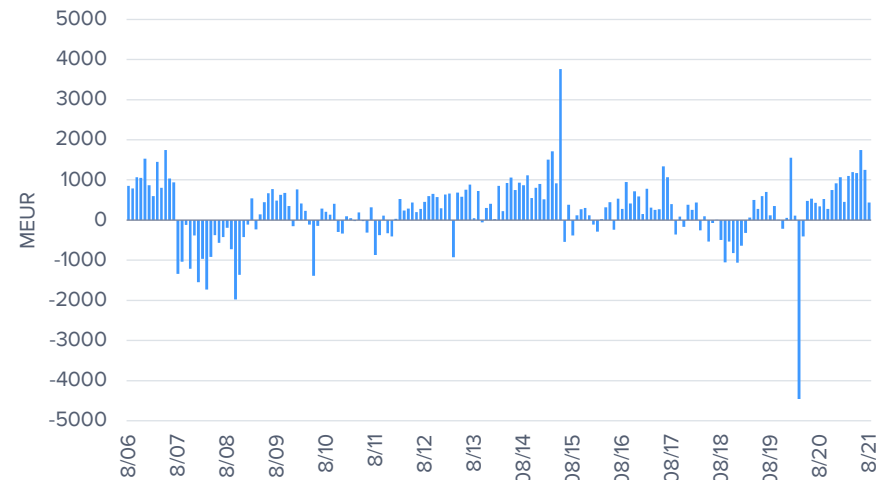
Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



Kotimaisten vaihtoehtorahastojen hoitajien hoidossa olevien vaihtoehtorahastojen (AIF) pääomat



Kotimaisten sijoitusrahastojen nettomerkinnot



Toimialan ajurit ja trendit



Digitalisaatio

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



Regulaation lisääntyminen

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



Pysyvästi madaltunut korkotas

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



Vastuullisuus (ESG)

ESG on noussut merkittäväksi trendiksi, kun sijoittajat ovat alkaneet vaatia myös rahoitusalan yrityksiä ottamaan aiempaa enemmän kantaa ESG-teemoihin ja kantamaan pääomien mukana tuomaa vastuuta.

Sijoittajien muuttuvat tarpeet

Uudet omaisuusluokat täyttävät korkomarkkinan jättämää aukkoa

Realiomaisuustuotteiden määrä tulee kasvamaan merkittävästi

Tuotteiden pitää olla aiempaa läpinäkyvämpiä (ESG)

Sijoittajat vaativat yhä yksilöllisempää varainhoitoa

Riski määritellään uudelleen

Regulaatio, digitalisaatio ja ESG nostavat alalletulokynnystä

Sijoittajien vaatimustaso nousee

Passiivisten sijoitustuotteiden kysyntä jatkaa kasvuaan niiden ylivertaisen kulu/tuottosuhteen ansiosta

Perinteinen varainhoito tulee kohtaamaan yhä voimakkaampaa hintapainetta

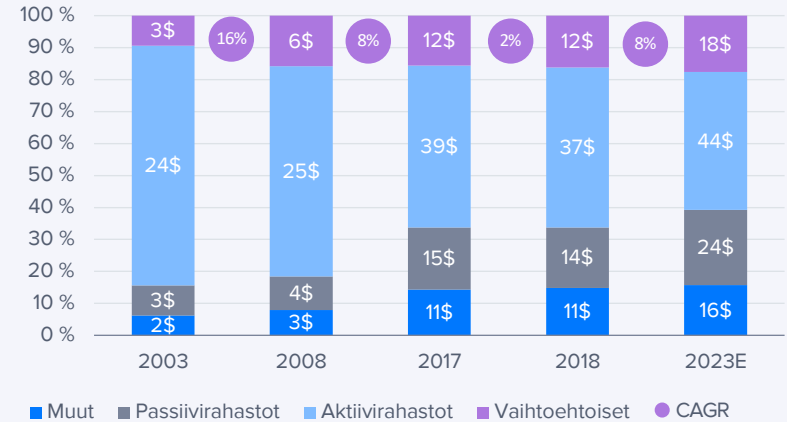
Varainhoitajien pitää pystyä luomaan aitoa lisäarvoa asiakkailleen

Toimialan ajurit ja trendit

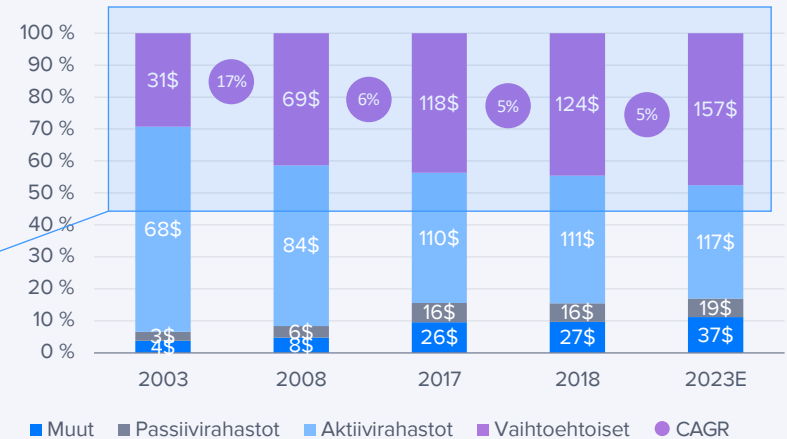
Vaihtoehtoisten voittokulku



Globaali AUMin jakauma (biljoonaa USD)



Globaali liikevaihdon jakauma (mrd. USD)



Lähde: BCG Global Asset Management 2019

Toimialan ajurit ja trendit

Sijoitustuotot kriittisessä roolissa

Suomen eläkejärjestelmässä sijoitusvarallisuudella on merkittävä rooli ja järjestelmän kestävyys on suurelta osin eläkevarojen pitkän aikavälin tuottojen varassa. Eläketurvakeskuksen laskelmien mukaan yksityisen sektorin työeläkemaksut saadaan pidettyä kurissa 2050-luvulle asti, mikäli laskelmien taustalla olevat oletukset (reaalituotto 2,5 prosenttia vuodessa vuoteen 2028 asti ja sen jälkeen 3,5 prosenttia vuodessa) pitävät paikkansa.

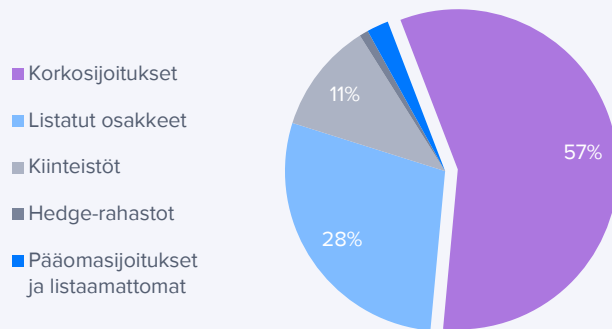
Kasvava riskinotto

Korkojen laskun myötä eläkeyhtiöiden on täytynyt enenevässä määrin pyrkiä hakeutumaan perinteisten sijoituskohteiden ulkopuolelle ja kohdata toisenlaisia ja aiempaa suurempia riskejä. Tämä on laskenut korkosijoitusten osuutta sijoitussalkussa merkittävästi.

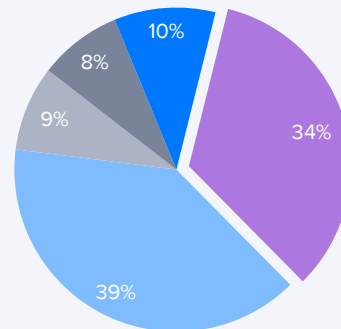
Kestävyysvaje uhkaa

Korkotason lasku vaikuttaa olevan pysyväluonteisempi kuin vielä muutama vuosi sitten uskottiin. Samalla väestö ikääntyy, mikä edelleen kasvattaa painetta eläkemaksujen nostoon. Viimeaikaisen kehityksen ja keskustelun perusteella osakkeiden ja vaihtoehtoisten sijoitusten osuus eläkeyhtiöiden salkuissa tulee yhä kasvamaan yhtenä keinona vastata näihin haasteisiin.

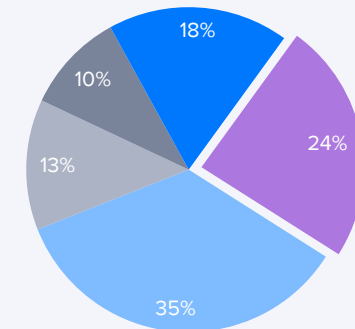
Työeläkelaitosten allokaatio 2004



Työeläkelaitosten allokaatio 2019



Havainnollistus työeläkelaitosten mahdollisesta allokaatiosta 2029*

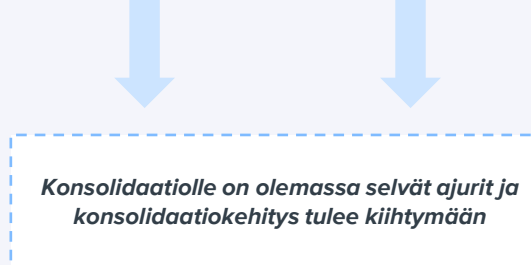
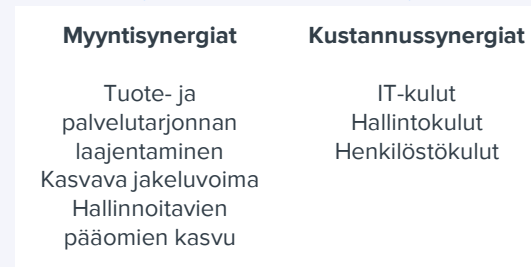


Toimialalla odotettavissa konsolidaatiota

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä



Konsolidaatioajurit



Toteutuneita järjestelyjä



Yhtiön positioituminen toimialan trendeihin

Skaala: ✓ — ✓ ✓ ✓

Trendi	Yhtiön asema	Kommentti
Regulaatio	✓ ✓	Regulaatiomuutokset ovat kasvattaneet yhtiön kuluja merkittävästi viime vuosina. Näkemyksemme mukaan yhtiön nykyiset järjestelmät ja prosessit ovat riittävällä tasolla vastaamaan kiristyvään sääntelyyn ja regulaation osalta pahin on takana.
Vaatimustason nousu	✓ ✓	Yhtiön tuotetarjonta on fokusoitunut pääosin reaaliomaisuusratkaisuihin, joissa yhtiöllä on kohtuullisen hyvä track-record ja selkeää kilpailuetua. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on tämän myötä kohtuullisen hyvä hinnoitteluvoima reaaliomaisuustuotteissa, mutta perinteisessä varainhoidossa emme näe yhtiöllä olennaista kilpailuetua.
Matala korkotas	✓ ✓ ✓	Yhtiö on hyötynyt merkittävästi matalasta korkotasosta, kun sijoittajat ovat etsineet tuottoa vaihtoehtoisista omaisuusluokista (mm. metsä ja kiinteistö).
Digitalisaatio	✓ ✓	Yhtiö on investoinut merkittävästi IT-järjestelmiinsä viime vuosina saadakseen aiemmin riittämättömät järjestelmänsä liiketoiminnan nykyisten vaatimusten tasolle. Vaikka yhtiön järjestelmät ovatkin nyt riittävällä tasolla, olisi yhtiöllä IT-järjestelmien puolella edelleen kustannustehokkuuspotentiaalia.
Vaihtoehtoiset omaisuusluokat	✓ ✓ ✓	Yhtiön rahastoliiketoiminta keskittynyt vaihtoehtoisiin omaisuusluokkiin (reaaliomaisuus), joiden kysyntä ollut poikkeuksellisen vahvaa viime vuosina. Yhtiö on suhteellisen nopeassa tahdissa rakentanut merkittävän kiinteistö- ja metsärahasuorituksen.
Hintatason jatkuva paine	✓ ✓	Yhtiö kykenee puolustamaan hintatasoaan reaaliomaisuustuotteissa. Myös yhtiön ydinasiakaskunta (varakkaat yksityishenkilöt) tarjoaa jonkin verran hinnoitteluvoimaa. Perinteisessä varainhoidossa yhtiö kohtaa alan muiden toimijoiden tapaan jatkuvaa hintapainetta.
Vastuullisuus	✓ ✓	UB:n lähti suhteellisen hitaasti implementoimaan ESG-periaatteita osaksi operatiivista liiketoimintaansa. Nyt käsityksemme mukaan yhtiö on terävöittänyt ESG-strategiaansa sekä integroinut sen osaksi salkunhoidon prosesseja.

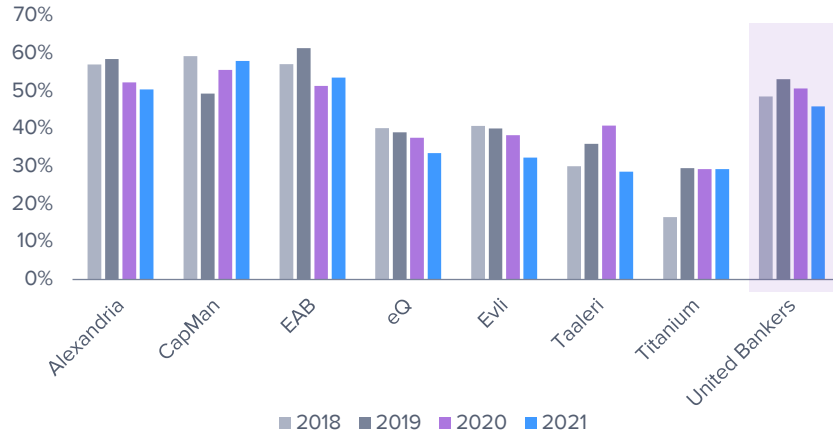
Yhteenveto listatuista verrokkiyhtiöistä

		TAALERI				CapMan		Aktia	ALEXANDRIA
MCAP (MEUR)	1020	410	150	480	40	390	140	790	100
Toteutunut kannattavuus	EBIT viime vuosina +50%. Kannattavuus erinomaisella tasolla jo ilman tuottopalkkioita.	Garantian kannattavuus ollut erittäin hyvä, mutta Varainhoidossa (sis. Pääomarahastot) kannattavuus ollut heikko etenkin jatkuvien tuottojen osalta.	EBIT-% (oik.) +50%. Kannattavuus erinomainen, tuotto- & transaktiopalkkioilla merkittävä rooli	EBIT +40%. Kannattavuus erittäin hyvä ja perustuu käytännössä täysin jatkuviin tuottoihin.	2021 kannattavuus teki selvän tasoloikan. EBIT-% edelleen kuitenkin selvästi verrokkiyhmää matalampi.	Hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuus parantunut viime vuosina selvästi. Kulutehokkuudessa kuitenkin edelleen reilusti parannuspotentiaalia.	EBIT (oik.) +30%. Verrokkien tapaan kannattavuus nousi reilusti 2021, ja tuloksen mix (jatkuvien tuottojen osuus) parantunut viime vuosina selvästi.	Oman pääoman tuotto ollut viime vuosina tyydyttävä.	Kannattavuus kohentunut liikevaihdon kasvun myötä selvästi, ja 2021 tulos oli ylivoimaisesti yhtiön historian paras. Transaktiovetoisten struksien osuus liikevaihdosta edelleen dominoiva (> 50 %).
Track-record	Yhtiön organisen tuloskasvun track-record poikkeuksellisen vahva viime vuosilta. Omistaja-arvo kasvanut ripeästi.	Yhtiö luonut merkittävästi omistaja-arvoa yritysjärjestelyillä. Operatiivinen tuloskehitys ollut vauvumpaa johtuen kuluhaasteista.	Track-record erittäin vahva johtuen Hoivarahaston poikkeuksellisen houkuttelevasta palkkiorakenteesta.	Tulos kasvanut selvästi kulutehokkuuden parantumisen ja erinomaisen uusmyynnin myötä.	Yhtiö on kasvanut, mutta kannattavuus on historiassa ollut heikko. Yhtiö ei ole viimeisten vuosien aikana kyennyt luomaan omistaja-arvoa.	Track-record uuden CEO:n alaisuudessa on erittäin vahva, merkittävä tulosparannus kuitenkin vielä todistamatta.	Uusmyynti kehittynyt vahvasti ja kannattavuus parantunut selvästi. Strategian toimeenpano tehostunut merkittävästi.	Varainhoidon track-record hyvä. Perinteisessä pankkitoiminnassa kasvu ollut heikkoa ja kannattavuudessa haasteita. Taaleri-integraatiossa odotuksia enemmän haasteita.	Yhtiön historiallisesti vauvu kehitys ottanut selvän tasokorjauksen ylöspäin viimeisen kahden vuoden aikana.
Vahvuudet / heikkoudet	Vahva instituutiomyynti & erinomaiset tuotteet. Heikkoutena riippuvuus yksittäisistä tuotteista.	Pääomarahastojen vahva track-record. Kulukontrollissa haasteita.	Hoivarahasto on poikkeuksellisen hyvä tuote rahastonhoitajalle. Heikkoutena huomattava riippuvuus yksittäisestä rahastosta.	Erinomainen instituutiomyynti. KV-myynti sekä matala hintataso selkeitä vahvuuksia. Riippuvuus perinteisestä varainhoidosta keskeinen heikkous.	Vahva myynti retail-asiakkaille, mutta heikompi positio instituutioissa. Kulutehokkuus jäänyt viime vuosina selvästi verrokeista.	Vahvuutena positio vaihtoehtoisissa sijoituksissa. Heikkoutena hallinnointiliiketoiminnan vauvu kannattavuus sekä tuloksen riippuvuus oman taseen tuotoista.	Vahvuuksina reaaliomaisuus-strategia ja laaja myyntivoima. Haasteina ollut tuotteiden vaihteleva laatu sekä SPL-fuusion jälkeinen kulutus.	Taaleri-kaupan myötä yhtiöllä on erinomainen perinteinen varainhoito. Vaihtoehtoisien sijoitustuotteiden puuttuminen sekä kulutehokkuus keskeiset haasteet.	Vahvuutena laaja jakeluverkosto vähemmän kilpailussa yksityissijoittajien segmentissä. Heikkoudet liiketoiminnan verrokkeja heikompi skaalautuvuus sekä hintaeroosion riski.
Strateginen suunta	Jatkaa voimakasta kasvua kiinteistö ja PE-rahastoissa sekä ylläpitää poikkeuksellista kulutehokkuutta. Yritysjärjestelyt mahdollisia.	Jatkaa liiketoiminnan voimakasta orgaanista ja epäorgaanista kasvua. Yritysjärjestelyt osana yhtiön tarinaa myös jatkossa.	Baltia-rahaston ylösajo ja tuotetarjonnan laajentaminen. Yrityskaupat hyvin mahdollisia.	Kasvu vaihtoehtoisissa sijoitustuotteissa sekä kansainvälisessä myynnissä. Yrityskaupat epätodennäköisiä.	Voimakas kasvu Varainhoidossa. Lyhyellä aikavälillä fokus kestävässä tuloskäänteessä ja vaihtoehtoisten rahastojen ylösajossa.	Hallinnointiliiketoiminnan kannattavan kasvun jatkaminen. Yritysosot mahdollisia.	Fokus kasvussa ja jatkuvissa tuotoissa. Kasvua reaaliomaisuustuotteissa ja pääomarahastoissa. Yritysosot todennäköisiä.	Yhtiö hakee voimakasta kasvua etenkin varainhoidossa, minkä avulla myös kannattavuuden pitäisi skaalautua.	Fokus jatkuvien tuottojen sekä asiakaskohtaisen kokoluokan kasvussa. Tässä rahastot sekä uusi varainhoitopalvelu keskiössä.

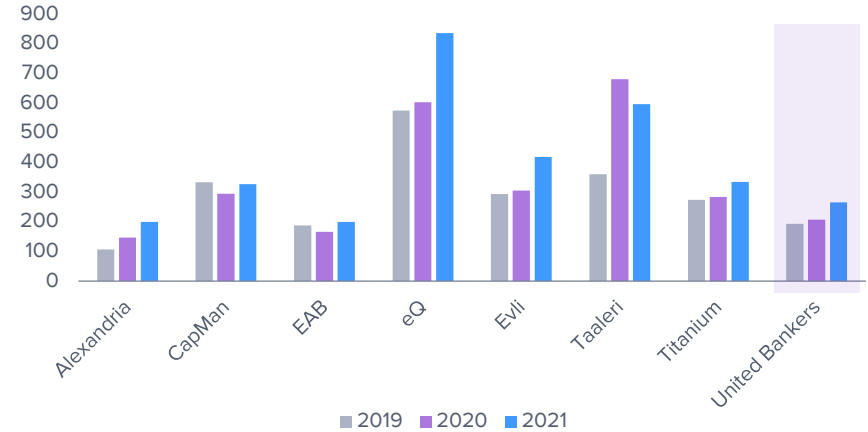
Lähde: Inderes. Data kerätty 31.3.2022

UB suhteessa kotimaisiin verrokkeihin

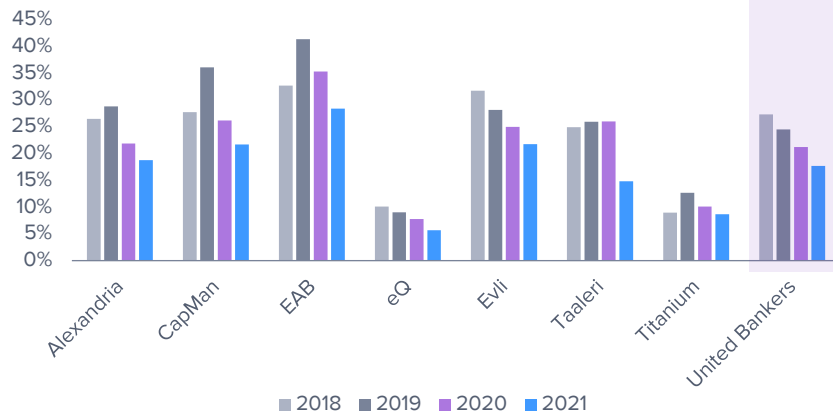
Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



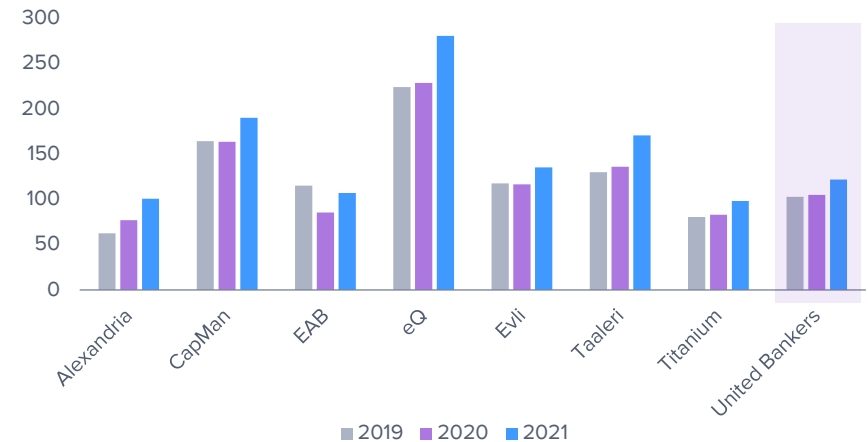
Liikevaihto per työntekijä (TEUR)



Hallintokulut, muut kulut ja poistot suhteessa liikevaihtoon (konserni)



Henkilöstökulut per työntekijä



Inderesin huomiot:

- Liikevaihto per työntekijä laskettu keskimääräisellä henkilöstömäärällä.
- Asiamiehet laskettu henkilöstöön ja henkilöstökuluihin mukaan
- Taalerin 2020–2021 luvuista oikaistu pois myyty Varainhoitoliiketoiminta

Taloudellinen tilanne

Kevyt ja nettovelaton tase

UB:n tase on sijoittajan näkökulmasta hyvin yksinkertainen eikä liiketoiminta varainhoitosektorille tyypilliseen tapaan sido merkittäviä pääomia. Yhtiön taseen loppusumma oli 2021 lopussa 78,2 MEUR, josta noin 19,6 MEUR koostui liikearvosta sekä pääosin yrityskauppoihin liittyvästä aineettomasta omaisuudesta (UB siirtyi vuonna 2019 IFRS-kirjanpitoon eikä enää poista liikearvoa). Aineellisia hyödykkeitä yhtiön taseessa on toimialalle tyypillisesti erittäin vähän eli vain 3,1 MEUR. Tästä valtaosa on vuonna 2019 käyttöön otetun IFRS 16 -standardin myötä taseeseen aktivoitua vuokrasopimusvelkaa.

UB:llä oli 2021 lopussa kassavarvoja noin 14,3 MEUR ja muita sijoituksia pääosin omiin tuotteisiinsa noin 8,7 MEUR. Kassavarat ovat sängen suuret suhteessa yhtiön ydinliiketoiminnan kokoluokkaan, mitä selittää tytäryhtiö UB Securitiesin likviditeettitarpeet. Näin ollen pidämme ylisuuren kassan purkamista suhteellisen epätodennäköisenä.

Muut varat olivat 2021 lopussa 30,6 MEUR. Tästä arviomme mukaan noin puolet on yhtiön asiakkaiden arvopapereiden välityssaamia. Erä on puhtaasti kirjanpidollinen eikä UB kannä näihin liittyvää taseriskiä. Loput muista varoista ovat liiketoiminnalle tyypillisiä palkkiosaamia.

Omaa pääomaa yhtiöllä oli 2021 lopussa noin 44,3 MEUR ja korollista velkaa 2,0 MEUR. Näin ollen tase on nettovelaton. Muut velat (noin 22,2 MEUR) sisältävät asiakkaiden arvopapereiden välitysvelat sekä muita liiketoimintaan kuuluvia korottomia velkoja.

Taseessa on hyvin puskuria

Yhtiön omavaraisuusaste oli 2021 lopussa 56,7 % ja CET1-vakavaraisuus 24,9 % (viranomaisvaatimus 8 %). Reilun vakavaraisuuspuskurin säilyttäminen on mielestämme perusteltua liiketoiminnan korkea markkinaherkkyys huomioiden. Emme kuitenkaan näe järkevänä puskurin kasvattamista nykytasoltaan, joten yhtiö kykenee jatkossa käyttämään koko liiketoiminnan tuottaman pääoman joko osinkoihin tai yrityskauppoihin.

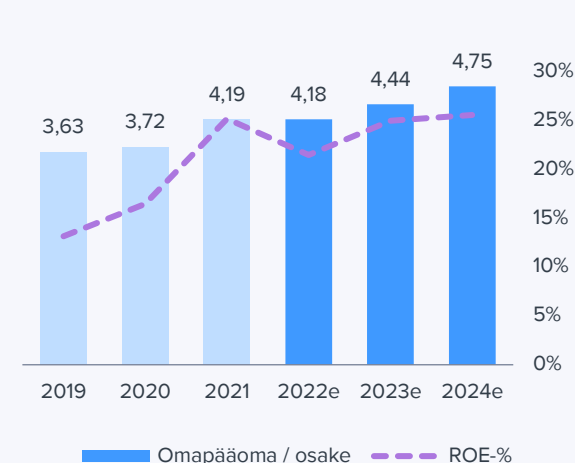
Vahva tase mahdollistaa yritysjärjestelyt

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

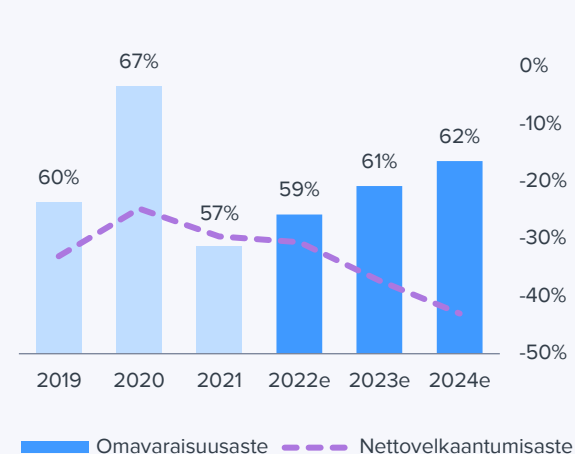
Uskomme, että keskipitkällä aikavälillä UB tulee pysymään aktiivisena toimijana yritysjärjestelykentällä, sillä yhtiöllä on edelleen tavoitteena kokoluokkansa kasvattaminen. Yhtiötä kiinnostavia yritysjärjestelykohteita ovat arviomme mukaan pienet, yhtiön tuotetarjontaa täydentävät finanssitalot Suomesta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

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

Oma pääoma / osake ja ROE-%



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet konsernitason 1/3

Olemme käsitelleet UB:n segmenttikohtaiset ennusteet segmenttien omissa kappaleissa, ja tässä osiossa keskitymme ennusteiden yhteenvetoon konsernin näkökulmasta.

Yhtiön tuloskehitys on parantunut merkittävästi viimeisten vuosien aikana. Yhtiön uusmyynti on SPL-integraation jälkeen tehnyt tasokorjauksen seuraavalle tasolle ja myynnin painopiste on siirtynyt yhä voimakkaammin strategian ytimen muodostamiin reaaliomaisuustuotteisiin. Viime vuoden aikana yhtiön kulutehokkuus otti pitkään odotetun tasoloikan ja UB tekikin vuonna 2021 historiansa parhaan tuloksen lähes kaikilla mahdollisilla mittareilla.

2022: markkinatilanne painaa

UB:n lähtökohdat vuoteen 2022 ovat ristiriitaiset. Sisäisten tekijöiden näkökulmasta tarkasteltuna yhtiö lähtee vuoteen erinomaisista asemista. Tuotetarjonta vastaa nykyiseen markkinatilanteeseen varsin hyvin, uusmyynti on osoittanut toimivuutensa ja kulutehokkuus on saatu hyvälle tasolle.

Ulkoisten tekijöiden osalta tilanne on kuitenkin huomattavasti synkempi markkinatilanteen heikennyttä merkittävästi alkuvuoden aikana. Pääomamarkkinat ovat laskeneet laajalla rintamalla, kun hidastuva talouskasvu sekä kiihtyvä inflaatio ovat kasvattaneet pelkoja stagflaatiosta. Myös Venäjän hyökkäys Ukrainaan on nostanut riskipreemiota laajasti markkinalla.

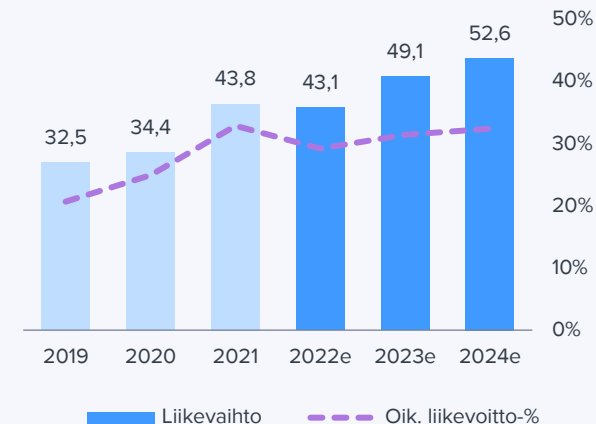
United Bankers on ohjeistanut operatiivisen liikevoiton asettuvan lähelle 2021 tasoa, mikäli markkinatilanne ei kehity merkittävästi heikompaan suuntaan.

Heikentynyt markkinatilanne on jo heijastunut UB:n hallinnoitavaan varallisuuteen ja se on laskenut arviomme mukaan noin 5 %:lla vuodenvaihteen tasosta. Uusmyynnin osalta huomautamme, että kaikki UB:n myynnin keihäänkärkituotteet (Metsä, Suomi Kiinteistö, Pohjoismaiset Liikekiinteistöt) ovat kaikki vaihtoehtoisia rahastoja ja odotamme niiden uusmyynnin jatkavan hyvää kehitystään heikentyneestä markkinatilanteesta huolimatta. Yhtiö tulee myös lanseeraamaan lähikuukausien aikana uuden metsäsektoriin sijoittavan vaihtoehtorahaston.

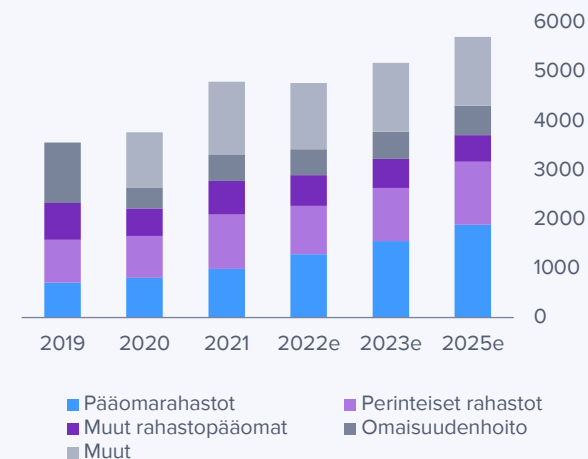
Kokonaisuutena odotammekin UB:n uusmyynnin vetävän edelleen kohtuullisen hyvin heikosta markkinatilanteesta huolimatta. Suurin epävarmuus liittyy tuottosidonnaisiin palkkioihin, joita yhtiö on kirjannut viime vuosina runsaasti. Odotamme tuottosidonnaisten palkkioiden määrän laskevan reippaasti vuodesta 2021 johtuen heikentyneestä tuottokehityksestä pääomamarkkinoilla.

Kokonaisuutena odotamme UB:n liikevaihdon pysyvän suunnilleen vertailukauden tasolla 43 MEUR:ssa. Liikevoitto laskee noin 10 %:lla 12,7 MEUR:oon johtuen kasvupanostuksista sekä yleisestä kustannusinflaatiosta. Mikäli markkinatilanne heikkenee vielä lisää nykyisestä, voi yhtiö joutua laskemaan ohjeistustaan. Tämä tapahtuisi kuitenkin vasta H1-raportin yhteydessä. Sijoittajien on hyvä huomioida, että 12,7 MEUR:n tulos olisi edelleen kirkkaasti UB:n historian toiseksi paras ja mielestämme nykyisen kaltaisessa vaikeassa markkinaympäristössä suorituksena erinomainen. Yhtiö jatkaa perusosinkonsa korottamista, ja ennustamme perusosingon nousevan 0,80 euroon vuoden 2021 0,70 eurosta (2021 0,80e osinko sisältä 0,10e juhlaosingon).

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Hallinnoitava varallisuus (MEUR)



Ennusteet konsernitason 2/3

2023: paluu tuloskasvuun, jos vain markkina sen sallii

Keskeinen kysymys UB:n sijoittajatarinassa on tällä hetkellä se, koska yhtiö pääsee takaisin kiinni tuloskasvuun. Tämä taas on pitkälti riippuvainen markkinan kehityksestä, sillä nykyisessä markkinatilanteessa tuloskasvu on kiven alla.

Ennustamme markkinatilanteen paranevan asteittain 2022 aikana ja 2023 odotamme ns. normaalia markkinaympäristöä. Vuosien 2023–2025 välillä odotamme yhtiöltä keskimäärin 13 %:n tuloskasvua. Tuloskasvun ajureina toimii vahva uusmyynti etenkin vaihtoehtoisissa sijoitustuotteissa. Tuottosidonnaisten palkkioiden suhteen olemme ennusteissamme varsin konservatiivisia johtuen niiden heikosta ennustettavuudesta. Ennustamme eivät pidä sisällään mahdollisia rahastojen myyntejä (esim. 2020 tehty NFF 1:n myynti).

Kulutehokkuuden osalta emme odota oleellista parantumista 2021 nähdyttä tasolta. Näkemyksemme mukaan UB:llä olisi pitkällä aikavälillä edellytykset vielä selvästi tätä korkeampiin kannattavuustasoihin, mutta se vaatisi liiketoiminnan kokoluokan selvää kasvua. Mikäli yhtiön liikevaihto olisi 60–70 MEUR:n kokoluokassa, olisi yhtiöllä arviomme mukaan edellytykset saavuttaa konsernitason yli 40 %:n liikevoittomarginaali. Liikevaihdon kasvun lisäksi tämä vaatisi luonnollisesti hyviä tuotekohtaisia kannattavuuksia sekä kulutehokkuuden jatkuvaa parantumista etenkin taustafunktiossa.

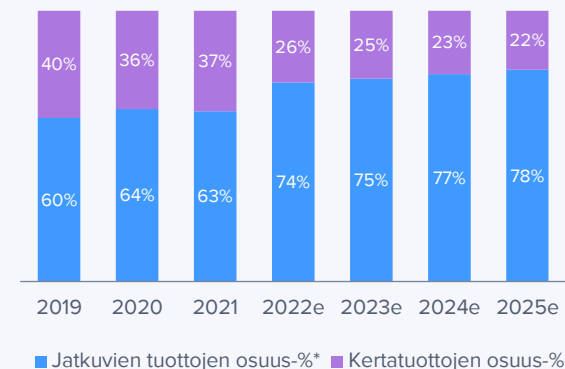
Tuloksen laatu parantuu lähivuosina selvästi

Konsernin jatkuvat palkkiotuotot jatkavat ennusteissamme tasaista kasvuaan ja odotamme niiden osuuden nousevan vuoteen 2025 mennessä lähes 80 %:n tasolle. Taso alkaa olla jo erittäin hyvä ja mielestämme suhteellisen lähellä yhtiölle optimaalista tasoa. Jatkuvat palkkiotuotot ovat huomattavasti ennustettavampia sekä kertaluontoisiksi tulkittavia tuottosidonnaisia ja transaktiovetoisia palkkioita arvokkaampia sijoittajalle, sillä niiden kasvu pienentää tulosvolatiliteettia ja tukee hyväksyttävää arvostusta. Jatkuvien palkkiotuottojen kasvua ajaa ennusteissamme UB:lle strategisesti tärkeiden rahastopääomien vahvan kasvun jatkuminen. Sijoittajien on syytä huomata, että Inderesin ennusteet jatkuvien ja ei-jatkuvien tuottojen jakaumasta poikkeavat hieman UB:n omasta raportoinnissa. UB käsittelee omassa raportoinnissa tuottosidonnaiset palkkiot jatkuvina palkkioina, kun taas Inderes käsittelee ne kertatuottoina.

Osinkovirta jatkuu vuolaana, mutta on riippuvainen tuloskehityksestä

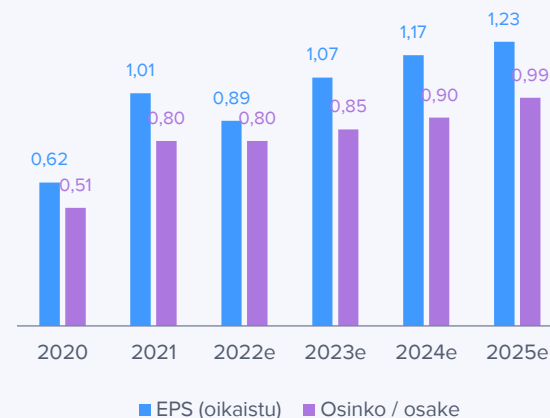
UB:n virallinen osinkopolitiikka on jakaa omistajille osinkoina vähintään 50 % tilikauden tuloksesta, mikä on tavoitteena mielestämme hyvin konservatiivinen. Odotamme UB:n jatkavan lähivuodet varsin avokätistä voitonjakopolitiikkaansa ja ennustamme todellisen osingonjakosuhteen asettuvan 75–90 %:n välille vuosina 2022–2025. Vaikka UB:n tase on erittäin vahva, uskomme, että osinko tulee tulevana vuosina olemaan riippuvainen tuloskehityksestä, emmekä siten odota yhtiön jakavan osinkoa merkittävästi yli osakekohtaisen tuloksen edes heikommassa markkinatilanteessa.

Palkkioiden jakauman kehitys



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

EPS ja osakekohtainen osinko



Ennusteet konsernitason 3/3

Tuloslaskelma	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22e	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	34,4	21,0	22,8	43,8	20,2	22,9	43,1	49,1	52,6	55,6
Käyttökate	10,1	7,1	8,8	15,9	6,2	8,4	14,6	17,5	19,2	20,1
Poistot ja arvonalennukset	-1,7	-0,8	-0,8	-1,6	-1,0	-1,0	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,6	6,4	8,0	14,4	5,2	7,4	12,6	15,5	17,1	18,0
Liikevoitto	8,4	6,3	8,0	14,3	5,2	7,4	12,6	15,5	17,1	18,0
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	8,4	6,3	8,0	14,3	5,2	7,4	12,6	15,5	17,1	18,0
Verot	-1,8	-1,4	-1,7	-3,1	-1,1	-1,5	-2,6	-3,2	-3,6	-3,8
Vähemmistöosuudet	-0,3	-0,4	-0,5	-0,9	-0,3	-0,2	-0,5	-0,7	-0,9	-0,9
Nettotulos	6,2	4,5	5,9	10,3	3,8	5,6	9,5	11,5	12,6	13,3
EPS (oikaistu)	0,62	0,44	0,56	1,01	0,36	0,53	0,89	1,07	1,17	1,23
EPS (raportoitu)	0,60	0,43	0,56	1,00	0,36	0,53	0,89	1,07	1,17	1,23

Tunnusluvut	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22e	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	5,7 %	17,8 %	38,0 %	27,5 %	-4,2 %	0,6 %	-1,7 %	14,0 %	7,2 %	5,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	27,7 %	16,4 %	159,9 %	68,0 %	-18,3 %	-8,1 %	-12,6 %	22,6 %	10,6 %	5,1 %
Käyttökate-%	29,3 %	33,7 %	38,8 %	36,3 %	30,9 %	36,6 %	33,9 %	35,7 %	36,5 %	36,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	25,0 %	30,4 %	35,3 %	33,0 %	25,9 %	32,2 %	29,3 %	31,5 %	32,5 %	32,3 %
Nettotulos-%	18,1 %	21,4 %	25,7 %	23,6 %	19,0 %	24,6 %	22,0 %	23,5 %	24,0 %	23,9 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Inderes	Toteutunut	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	43,8	43,1	-2 %	47,6	49,1	3 %	51,2	52,6	3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	13,7	12,6	-8 %	14,8	15,5	5 %	16,6	17,1	3 %
Liikevoitto	13,7	12,6	-8 %	14,8	15,5	5 %	16,6	17,1	3 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,96	0,89	-8 %	1,03	1,07	5 %	1,16	1,17	1 %
Osakekohtainen osinko	0,80	0,80	0 %	0,85	0,85	0 %	0,90	0,90	0 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 1/4

Yhteenveto arvonmäärityksestä

UB:lle on tarjolla erinomainen verrokkiryhmä Helsingin pörssistä. Nämä kotimaiset sijoituspalveluyhtiöt kilpailevat samoilla markkinoilla, samankaltaisilla tuotteilla, samoista asiakkaista sekä samoista osaaajista. Näin ollen tämä verrokkiryhmä tarjoaa mielestämme erittäin hyvän pohjan UB:n käypää arvoa haarukoitaessa. Verrokkiryhmään perustuvan arvostuksen lisäksi olemme tarkastelleet UB:n arvostusta hyväksyttävien arvostuskertoimien, kassavirtamallin sekä hallinnoitavien pääomien arvon kautta.

Arvonmäärityksemme on jälleen noussut merkittävästi edellisestä laajasta raportistamme (9/20) ja tämän taustalla ovat etenkin selvästi kohonneet tulosennusteemme (20–40 %). Lisäksi UB:n hyväksyttävä arvostustaso on mielestämme jatkanut nousuaan yhtiön vahvan operatiivisen suorittamisen seurauksena.

Eri arvonmääritysmenetelmämme ovat kaikki varsin hyvin linjassa nykyisen tavoitehintamme kanssa, ja nykyisillä tulosennusteilla osake on mielestämme oikein hinnoiteltu. Olemme käsitelleet eri arvostusmenetelmät tarkemmin seuraavilla sivuilla.

Sijoittajien tuotto-odotus lähivuosille muodostuukin kohtuullisesta tuloskasvusta sekä terveestä osinkotuotosta. Sijoittajien on syytä huomata, että 2022 tapahtuvasta tuloksen laskusta johtuen ennustamamme tuloskasvu näyttää varsin vaatimattomalta (2022–2025 CAGR 7 %). Yhtiö tulee lähivuodet jakamaan valtaosan tuloksestaan ulos osinkoina, mutta korostamme,

että osinko on hyvin riippuvainen toteutuvasta tuloksesta.

Kokonaisuutena lähivuosien tuotto-odotus on arviomme mukaan noin 10 %:n tasolla. Taso on yhtiön riskiprofiili huomioiden neutraali, ja normaalimmassa markkinaympäristössä se olisi jo riittävän houkutteleva positiivisen suosituksen oikeuttamiseksi. Nykyisessä epävarmassa ympäristössä yhtiön tuloksen suunta on kuitenkin tällä hetkellä alaspäin, eikä ilman markkinatilanteen piristymistä tuloksella ole edellytyksiä kasvuun. Näin ollen pysymme tarkkailuasemissa ja odotamme vahvistusta tuloskasvuun paluusta.

+ UB:n arvostusta tukevia tekijöitä:

- Pitkän aikavälin tulosparannuspotentiaali
- Kilpailukykyinen ydintuotetarjonta
- Viime vuosina nähty tuloksen tasokorjaus
- Madaltunut riskiprofiili (jatkuvien tuottojen kasvu)

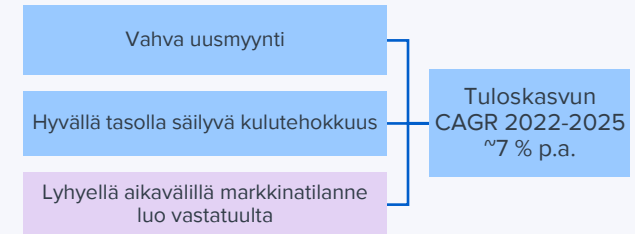
- Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

- Perinteisen varainhoidon suuri rooli (markkinaherkkyys)
- Tuottosidonnaisten palkkioiden heikko ennustettavuus ja iso rooli

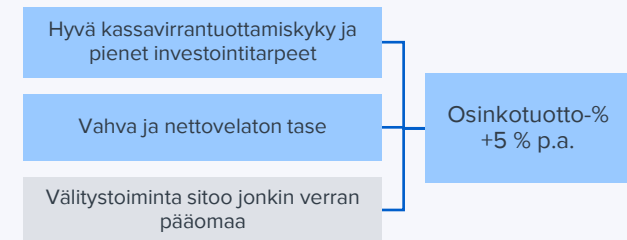
Osaketuoton ajurit 2022-2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

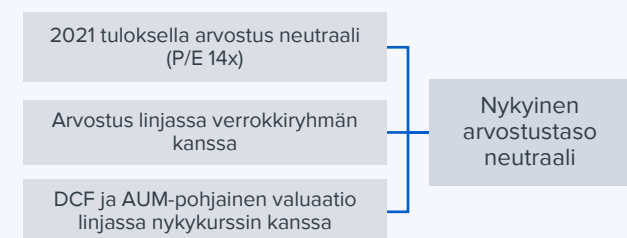
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus lähivuosille noin 10 % p.a.

Arvonmääritys 2/4

Tulospohjainen arvostus suhteessa verrokkeihin

United Bankersille on tarjolla erinomainen verrokkiryhmä Helsingin pörssistä. Nämä kotimaiset sijoituspalveluyhtiöt kilpailevat samoilla markkinoilla, samankaltaisilla tuotteilla, samoista asiakkaista sekä samoista osajista. Olemme käyttäneet verrokkeina kaikkia pörssiin listattuja varainhoitajia eli Evliä, eQ:ta, Taaleria, CapMania, EAB:tä, Alexandriaa, Titaniumia ja Aktiaa. Lisäksi olemme ottaneet Oma Säästöpankin mukaan verrokkiryhmään, vaikkei se olekaan varainhoitaja, sillä näemme yhtiöllä selvän roolin toimialan mahdollisessa konsolidaatiossa.

Keskitymme arvonmäärityksessämme P/E- ja EV/EBIT-kertoimiin sekä osinkotuottoon, jotka ovat mielestämme sektorin keskeiset hinnoittelukertoimet, ja samalla niiden

vertailukelpoisuus on hyvä.

2022 ja 2023 ennusteillamme UB:ta hinnoitellaan tulospohjaisesti suunnilleen linjassa verrokkiryhmän kanssa. Myös UB:n osinkotuotto (~6 %) on niin ikään hyvin linjassa verrokkiryhmään nähden. Pidämme tätä perusteltuna, sillä tässä vaiheessa yhtiötä ei näkemyksemme mukaan tulisikaan hinnoitella alennuksella tai preemiolla suhteessa sen keskeisiin verrokkeihin.

Absoluuttisesti verrokkiryhmän kertoimet ovat mielestämme suhteellisen neutraalilla tasolla ja lähellä yhtiöiden normaaleja tasoja. Näin ollen verrokkiryhmä antaakin suhteellisen oikean kuvan UB:n tämänhetkisestä käyvästä arvosta.

Absoluuttiset arvostuskertoimet

UB:ta on hinnoiteltu sen pörssihistorian ajan

keskimäärin eteenpäin katsovalla 10x EV/EBIT-kertoimella, 6 % osinkotuotolla ja 13x P/E-kertoimella (historialliset 12kk eteenpäin katsovat kertoimet otettu Reutersilta). Mielestämme historialliset tasot ovat absoluuttisesti järkeviä ja varsin lähellä toimialan neutraaleja kertoimia. Näin ollen ne tarjoavat relevantin tukipisteen UB:n arvostusta haarukoidessa.

2022 ja 2023 UB:n P/E-kertoimet ovat 16x ja 13x sekä vastaavat EV/EBIT-kertoimet 11x ja 9x. 2022 kertoimet ovat näkemyksemme mukaan neutraalilla tasolla, mutta eteenpäin katsoessa alkaa näissä olla jo asteittain nousuvaraa, varsinkin jos tähtäintä siirretään pidemmälle (2025e P/E 11x).

Kokonaisuutena kertoimien kautta tarkasteltuna arvostus on mielestämme suhteellisen neutraali ja tukee arviotamme osakkeen oikein hinnoittelusta.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2022e
				2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	
eQ	24,75	993	936	19,1	16,4	18,7	16,1	11,3	9,8	25,5	22,0	4,1	4,7	12,5
Taaleri	11,48	331	275	17,1	7,4	16,3	7,2	5,4	3,8	28,5	12,5	8,0	8,2	1,6
Titanium	14,00	144	124	7,3	6,5	7,0	6,3	4,4	3,9	10,5	9,5	8,1	8,8	5,4
CapMan	2,51	394	422	11,8	9,9	11,8	9,6	5,6	5,5	16,4	12,8	6,4	6,8	3,2
Evli	18,10	438	398	10,6	10,1	9,4	9,1	4,1	4,2	16,0	14,7	13,0	9,2	5,2
EAB Group	2,92	40	40	9,8	6,7	6,3	5,0	1,7	1,4	13,2	8,9	5,1	5,5	1,8
Aktia	10,20	735								10,1	9,2	5,9	6,9	1,0
Oma Säästöpankki	18,26	547								11,7	10,6	2,2	2,7	1,3
Alexandria	8,88	89	72	7,9	6,8	6,3	5,6	1,6	1,5	13,3	12,1	7,2	7,9	3,0
United Bankers (Inderes)	13,70	146	133	10,5	8,3	9,1	7,3	3,1	2,6	15,5	12,8	5,8	6,2	3,3
Keskiarvo				12,0	9,1	10,8	8,4	4,9	4,3	16,1	12,5	6,7	6,7	3,9
Mediaani				10,6	7,4	9,4	7,2	4,4	3,9	13,3	12,1	6,4	6,9	3,0
Erotus-% vrt. mediaani				-1%	13%	-3%	2%	-30%	-33%	16%	6%	-9%	-9%	9%

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

Arvonmääritys 3/4

Kassavirtamalli

Kassavirtamallimme (s. 40) indikoi UB:n osakkeen käyväksi arvoksi noin 15,5 euroa. Taso on hieman yli nykyisen osakekurssin ja antaa mielestämme varovaista indikaatiota yhtiön pidemmän aikavälin potentiaalista hyvän kehityksen jatkuessa.

UB:n tulos lähtee ennusteissamme 2022 kuopan jälkeen taas selvään kasvuun vuosina 2023–2024. Vuodesta 2025 eteenpäin tulos kääntyy ennustemallissamme maltilliseen laskuun varovaisuusperiaatteeeseen tukeutuen. Huomautamme kuitenkin, että vuosien 2023–2030 välillä yhtiön tuloskunto on silti merkittävästi historiallisia toteutuneita tasoja korkeampi, ja ennusteissamme yhtiö tekee läpi tarkastelujakson 2021 ennätysvuotta korkeampaa tulosta. Terminaalijakson kannattavuutena olemme soveltaneet 25 % liikevoittomarginaalia, joka on yhtiön historiallista tasoa (20 %) korkeampi. Pidämme tätä kuitenkin perusteltuna yhtiön suoritustason tehtyä selvän loikan eteenpäin viime vuosina.

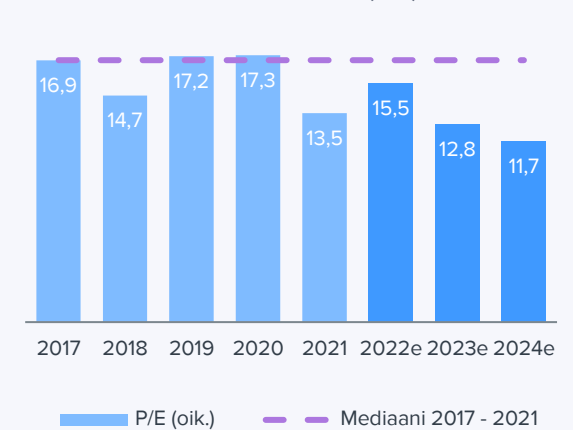
Toisaalta huomautamme myös, että ennusteissamme tulos ei korkeimmillaankaan ole kuin ~25 % yli 2021 ennätystason. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on kuitenkin edellytykset kasvattaa kokoluokkansa jopa yli kaksinkertaiseksi seuraavan vuosikymmenen aikana, mikä tarkoittaisi tätäkin voimakkaampaa

tuloskasvua kulujen skaalautuvuuden johdosta. Tämä taas vaatisi taakseen strategian onnistunutta toimeenpanoa sekä suotuisaa markkinatilannetta, joista erityisesti jälkimmäiseen liittyy huomattavaa epävarmuutta.

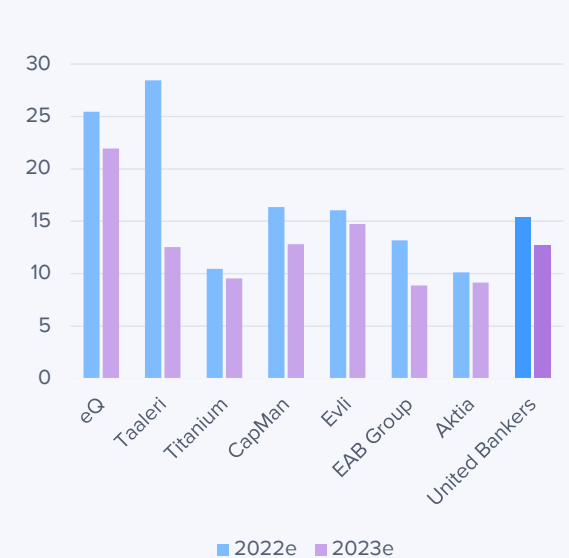
Soveltamamme 9,5 % keskimääräinen pääoman kustannus (WACC) on suhteellisen hyvin linjassa yhtiön verrokkiryhmän kanssa. Näkemyksemme mukaan myös tätä matalampi taso olisi perusteltavissa, mikäli UB kykenee todistamaan nykyisen tulostason olevan kestäväällä pohjalla ja tuloksen jakauman painopiste siirtyy vielä voimakkaammin jatkuviin tuottoihin.

Kokonaisuutena DCF-malli summaa UB:n sijoitustarinan varsin hyvin. Lyhyellä aikavälillä osake on oikein hinnoiteltu, mutta mikäli yhtiön tulos pysyy lähivuodet nousussa ja tuottojen mix paranee, olisi DCF-mallimme mukaisessa arvossa merkittävää nousuvaraa korkeampien ennusteiden ja laskevan tuottovaatimuksen myötä.

UB:n P/E-kertoimet (oik.)



Kotimaisten verrokkien P/E-kertoimet



Arvonmääritys 4/4

Hallinnoitavan varallisuuden arvo linjassa käyvän arvon näkemyksemme kanssa

Viimeisenä arvonmääritysmenetelmänä olemme käyttäneet UB:n hallinnoitavaa varallisuutta. UB:n liikevaihdosta valtaosa syntyy sen AUM:iin liittyvistä tuotteista ja palveluista, joten arvonmäärityksessä olemme haarukoineet myös arvoa yhtiön hallinnoitavan varallisuuden eri osa-alueille.

Hallinnoitavan varallisuuden arvo vaihtelee merkittävästi riippuen sen tuottamasta palkkiotasosta sekä pääomien pysyvyyteen liittyvästä riskistä. Korkeaa palkkiovirtaa tuottava private equity -rahasto voidaan hinnoitella korkeallakin kertoimella, kun taas vastaavasti konsultatiivisessa varainhoidossa olevan transaktiovetoisen rahan kerroin jää matalaksi. Karkeana yleistykseen voidaan todeta, että valtaosa hallinnoitavasta varallisuudesta hinnoitellaan 1–5 %:n arvoiseksi, ja esim. 10 %:n taso vaatisi jo poikkeuksellisen houkuttelevan palkkiorakenteen tuotetta. Olemme käyttäneet yhtiön AUM-tasoina H1'22 lopun ennustamaamme tasoa, sillä alkuvuoden kurssilaskun myötä tämä antaa vuoden 2021 loppua paremman kuvan tilanteesta.

Perinteisissä sijoitusrahastoissa olevan pääoman (H1'22e: 933 MEUR) olemme arvottaneet 3 %:n kertoimella, mikä on linjassa muiden finanssiyhtiöiden vastaavien kertoimien kanssa. Rahastojen performanssi on ollut viime vuosina mielestämme kohtuullista ja palkkiotasot ovat säilyneet terveellä tasolla. Rahastot ovat kuitenkin avoimia ja näin ollen pääomien pysyvyyteen liittyy etenkin heikommassa markkinassa epävarmuutta.

Pääomarahastoja (H1'22e: 1146 MEUR) olemme hinnoitelleet 6 %:n kertoimella (aik. 5 %). Yhtiön pääomarahastoista merkittävä enemmistö on

avoimissa rahastoissa (Pohjoismainen Liikekiinteistö, Suomi Kiinteistö ja Metsä) ja loput suljetuissa rahastoissa (pääosin NFF II & III). Tämän pääoman pysyvyys on kokonaisuudessaan sangen hyvä ja palkkiotasot hyvin terveitä. Olemme hinnoitelleet UB:n pääomarahastoissa olevia varoja linjassa keskeisten verrokkien vastaavien pääomien kanssa.

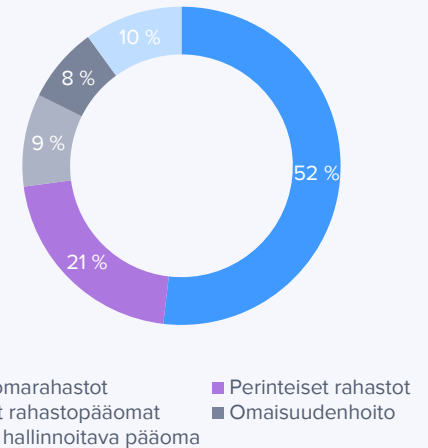
Muun rahastopääoman (H1'22e: 625 MEUR) olemme arvottaneet 2 %:lla. Tämä pitää sisällään sekä korkeamman palkkiotason pääomarahastoja (KJK Capital) että UB:n jakelemia kolmansien osapuolten rahastoja. Näkyvyys muuhun rahastopääomaan on suhteellisen heikko, mutta arviomme mukaan varat jakautuvat karkeasti puoliksi pääomarahastojen ja kumppanien rahastojen kesken. Kolmansien osapuolten rahastojen palkkiotaso on näkemyksemme mukaan terveellä tasolla, mutta palkkioista tyypillisesti noin puolet menee rahastonhoitajalle, joka laskee tämän rahastopääoman arvoa UB:n kannalta.

OmaisuuDENHOIDON hallinnoitavat pääomat (H1'22e: 510 MEUR) olemme hinnoitelleet 1,5 %:n kertoimella heijastellen hallinnoitavan varallisuuden suhteellisen matalaa tuottotasoa sekä tämän tyyppiselle pääomalle tyypillisesti käyttämäämme kerrointa.

Muun hallinnoitavan pääoman (H1'22e: 1325 MEUR) olemme hinnoitelleet 1 %:n tasolla muiden finanssiyhtiöiden tapaan. Taso heijastelee muun hallinnoitavan pääoman matalaa tuottotasoa ja heikosti ennustettavaa tulovirtaa.

Kokonaisuutena UB:n hallinnoitavan varallisuuden arvo on laskelmiemme mukaan 133 MEUR eli 12,7e/osake. Arvio on hyvin linjassa muiden arvostusmenetelmiemme kanssa, sillä tämä arvio ei huomioi yhtiön toista segmenttiä tai nettokassaa.

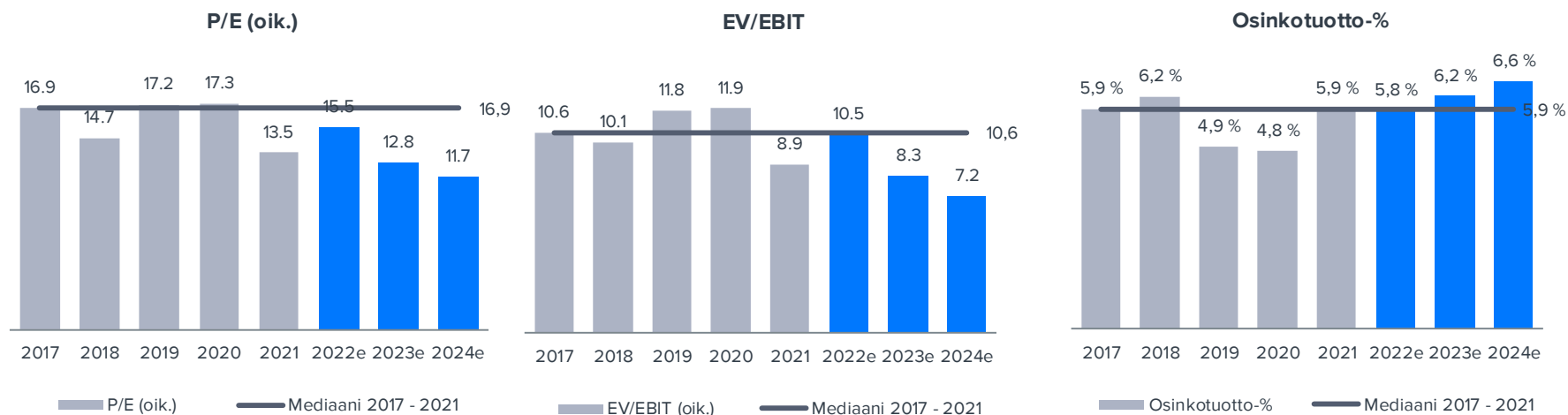
AUM-pohjaisen arvon jakauma



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	6,80	6,60	8,80	10,7	13,6	13,7	13,7	13,7	13,7
Osakemäärä, milj. kpl	8,24	9,59	10,2	10,4	10,4	10,7	10,7	10,8	10,8
Markkina-arvo	56	63	92	112	141	146	146	146	146
Yritysarvo (EV)	49	55	79	102	129	133	129	124	119
P/E (oik.)	16,9	14,7	17,2	17,3	13,5	15,5	12,8	11,7	11,2
P/E	24,0	14,7	20,3	17,9	13,7	15,5	12,8	11,7	11,2
P/Kassavirta	13,4	33,5	79,1	57,8	15,0	15,8	11,3	10,5	10,1
P/B	2,9	2,1	2,5	2,9	3,2	3,3	3,1	2,9	2,7
P/S	2,2	2,1	2,8	3,3	3,2	3,4	3,0	2,8	2,6
EV/Liikevaihto	1,9	1,8	2,4	3,0	2,9	3,1	2,6	2,4	2,1
EV/EBITDA (oik.)	9,7	7,7	10,4	10,2	8,1	9,1	7,3	6,5	5,9
EV/EBIT (oik.)	10,6	10,1	11,8	11,9	8,9	10,5	8,3	7,2	6,6
Osinko/tulos (%)	141,2 %	91,0 %	101,2 %	85,4 %	80,3 %	90,2 %	79,2 %	76,9 %	80,3 %
Osinkotuotto-%	5,9 %	6,2 %	4,9 %	4,8 %	5,9 %	5,8 %	6,2 %	6,6 %	7,3 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e
eQ	24,75	993	936	19,1	16,4	18,7	16,1	11,3	9,8	25,5	22,0	4,1	4,7	12,5
Taaleri	11,48	331	275	17,1	7,4	16,3	7,2	5,4	3,8	28,5	12,5	8,0	8,2	1,6
Titanium	14,00	144	124	7,3	6,5	7,0	6,3	4,4	3,9	10,5	9,5	8,1	8,8	5,4
CapMan	2,51	394	422	11,8	9,9	11,8	9,6	5,6	5,5	16,4	12,8	6,4	6,8	3,2
Evli	18,10	438	398	10,6	10,1	9,4	9,1	4,1	4,2	16,0	14,7	13,0	9,2	5,2
EAB Group	2,92	40	40	9,8	6,7	6,3	5,0	1,7	1,4	13,2	8,9	5,1	5,5	1,8
Aktia	10,20	735								10,1	9,2	5,9	6,9	1,0
Oma Säästöpankki	18,26	547								11,7	10,6	2,2	2,7	1,3
Alexandria	8,88	89	72	7,9	6,8	6,3	5,6	1,6	1,5	13,3	12,1	7,2	7,9	3,0
United Bankers (Inderes)	13,70	146	133	10,5	8,3	9,1	7,3	3,1	2,6	15,5	12,8	5,8	6,2	3,3
Keskiarvo				12,0	9,1	10,8	8,4	4,9	4,3	16,1	12,5	6,7	6,7	3,9
Mediaani				10,6	7,4	9,4	7,2	4,4	3,9	13,3	12,1	6,4	6,9	3,0
Erutus-% vrt. mediaani				-1 %	13 %	-3 %	2 %	-30 %	-33 %	16 %	6 %	-9 %	-9 %	9 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22e	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	34,4	21,0	22,8	43,8	20,2	22,9	43,1	49,1	52,6	55,6
Käyttökate	10,1	7,1	8,8	15,9	6,2	8,4	14,6	17,5	19,2	20,1
Poistot ja arvonalennukset	-1,7	-0,8	-0,8	-1,6	-1,0	-1,0	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,6	6,4	8,0	14,4	5,2	7,4	12,6	15,5	17,1	18,0
Liikevoitto	8,4	6,3	8,0	14,3	5,2	7,4	12,6	15,5	17,1	18,0
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	8,4	6,3	8,0	14,3	5,2	7,4	12,6	15,5	17,1	18,0
Verot	-1,8	-1,4	-1,7	-3,1	-1,1	-1,5	-2,6	-3,2	-3,6	-3,8
Vähemmistöosuudet	-0,3	-0,4	-0,5	-0,9	-0,3	-0,2	-0,5	-0,7	-0,9	-0,9
Nettotulos	6,2	4,5	5,9	10,3	3,8	5,6	9,5	11,5	12,6	13,3
EPS (oikaistu)	0,62	0,44	0,56	1,01	0,36	0,53	0,89	1,07	1,17	1,23
EPS (raportoitu)	0,60	0,43	0,56	1,00	0,36	0,53	0,89	1,07	1,17	1,23

Tunnusluvut	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22e	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	5,7 %	17,8 %	38,0 %	27,5 %	-4,2 %	0,6 %	-1,7 %	14,0 %	7,2 %	5,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	27,7 %	16,4 %	159,9 %	68,0 %	-18,3 %	-8,1 %	-12,6 %	22,6 %	10,6 %	5,1 %
Käyttökate-%	29,3 %	33,7 %	38,8 %	36,3 %	30,9 %	36,6 %	33,9 %	35,7 %	36,5 %	36,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	25,0 %	30,4 %	35,3 %	33,0 %	25,9 %	32,2 %	29,3 %	31,5 %	32,5 %	32,3 %
Nettotulos-%	18,1 %	21,4 %	25,7 %	23,6 %	19,0 %	24,6 %	22,0 %	23,5 %	24,0 %	23,9 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	28,5	31,7	31,9	32,1	32,3
Liikearvo	15,7	15,6	15,6	15,6	15,6
Aineettomat hyödykkeet	4,0	4,3	4,6	4,9	5,1
Käyttöomaisuus	1,6	3,1	2,9	2,9	2,9
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	7,2	8,7	8,7	8,7	8,7
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	30,1	46,5	46,4	50,0	54,8
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	17,8	30,6	30,6	30,6	30,6
Myyntisaamiset	0,6	0,8	0,7	0,8	0,9
Likvidit varat	11,7	15,1	15,1	18,5	23,3
Taseen loppusumma	58,5	78,2	78,3	82,0	87,1

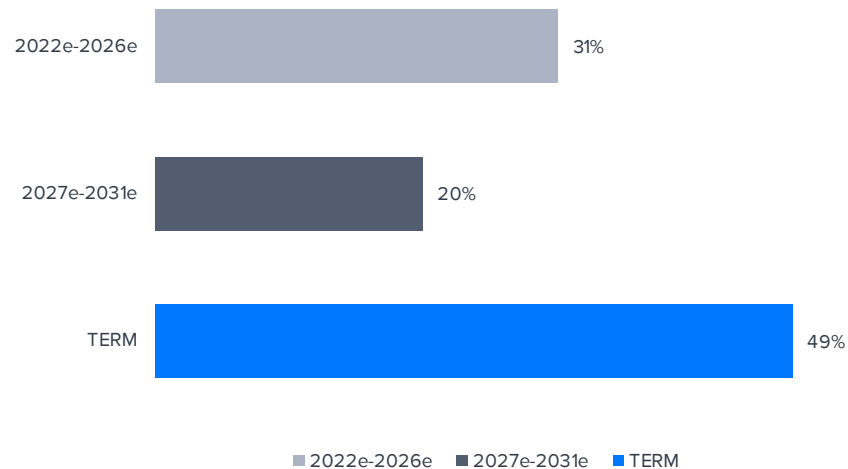
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	39,1	44,3	46,0	49,7	54,1
Osakepääoma	5,4	5,5	5,5	5,5	5,5
Kertyneet voittovarot	12,0	16,7	17,8	20,8	24,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	21,4	21,4	21,4	21,4	21,4
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,3	0,8	1,3	2,0	2,9
Pitkäaikaiset velat	3,3	3,4	2,4	1,4	1,4
Laskennalliset verovelat	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	2,0	2,0	1,0	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	16,1	30,5	30,0	31,0	31,7
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	6,0	8,3	7,8	8,8	9,5
Muut lyhytaikaiset velat	10,1	22,2	22,2	22,2	22,2
Taseen loppusumma	58,5	78,2	78,3	82,0	87,1

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	14,3	12,6	15,5	17,1	18,0	17,2	17,1	17,0	16,9	16,1	16,5	
+ Kokonaispoistot	1,6	2,0	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3	2,4	2,4	2,5	2,6	
- Maksetut verot	-3,0	-2,6	-3,2	-3,6	-3,8	-3,6	-3,6	-3,6	-3,5	-3,4	-3,5	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	1,4	-0,5	1,0	0,6	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
Operatiivinen kassavirta	14,2	11,5	15,2	16,2	16,8	16,1	16,1	16,1	16,1	15,5	15,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-4,8	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,5	-2,6	-2,7	-2,7	-2,8	-2,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	9,4	9,3	13,0	13,9	14,4	13,6	13,5	13,4	13,4	12,8	13,0	
+/- 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	9,4	9,3	13,0	13,9	14,4	13,6	13,5	13,4	13,4	12,8	13,0	191
Diskontattu vapaa kassavirta		8,7	11,1	10,8	10,3	8,9	8,0	7,3	6,6	5,8	5,4	78,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		162	153	142	131	121	112	104	96,7	90,1	84,3	78,9
Velaton arvo DCF		162										
- Korolliset velat		-2,0										
+ Rahavarat		15,1										
-Vähemmistöosuus		-0,8										
-Osinko/pääomapalautus		-8,3										
Oman pääoman arvo DCF		166										
Oman pääoman arvo DCF per osake		15,5										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,80 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	9,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,5 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	32,5	34,4	43,8	43,1	49,1	EPS (raportoitu)	0,43	0,60	1,00	0,89	1,07
Käyttökate	7,7	10,1	15,9	14,6	17,5	EPS (oikaistu)	0,51	0,62	1,01	0,89	1,07
Liikevoitto	5,9	8,4	14,3	12,6	15,5	Operat. kassavirta / osake	0,23	0,71	1,37	1,07	1,42
Voitto ennen veroja	5,9	8,4	14,3	12,6	15,5	Vapaa kassavirta / osake	0,11	0,19	0,90	0,87	1,21
Nettovoitto	4,4	6,2	10,3	9,5	11,5	Omapääoma / osake	3,63	3,72	4,19	4,18	4,44
Kertaluontoiset erät	-0,8	-0,2	-0,1	0,0	0,0	Osinko / osake	0,43	0,51	0,80	0,80	0,85
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	62,3	58,5	78,2	78,3	82,0	Liikevaihdon kasvu-%	9 %	6 %	27 %	-2 %	14 %
Oma pääoma	37,1	39,1	44,3	46,0	49,7	Käyttökateen kasvu-%	8 %	31 %	58 %	-8 %	20 %
Liikearvo	15,7	15,7	15,6	15,6	15,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	25 %	28 %	68 %	-13 %	23 %
Nettovelat	-12,2	-9,7	-13,1	-14,1	-18,5	EPS oik. kasvu-%	14 %	21 %	62 %	-12 %	21 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	23,6 %	29,3 %	36,3 %	33,9 %	35,7 %
Käyttökate	7,7	10,1	15,9	14,6	17,5	Oik. Liikevoitto-%	20,7 %	25,0 %	33,0 %	29,3 %	31,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-4,1	-0,8	1,4	-0,5	1,0	Liikevoitto-%	18,2 %	24,3 %	32,7 %	29,3 %	31,5 %
Operatiivinen kassavirta	2,4	7,4	14,2	11,5	15,2	ROE-%	13,1 %	16,4 %	25,1 %	21,5 %	24,9 %
Investoinnit	-1,2	-5,5	-4,8	-2,2	-2,3	ROI-%	15,8 %	20,6 %	32,8 %	27,0 %	32,0 %
Vapaa kassavirta	1,2	1,9	9,4	9,3	13,0	Omavaraisuusaste	59,5 %	66,8 %	56,7 %	58,7 %	60,5 %
						Nettovelkaantumisaste	-33,0 %	-24,7 %	-29,5 %	-30,6 %	-37,2 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	2,4	3,0	2,9	3,1	2,6						
EV/EBITDA (oik.)	10,4	10,2	8,1	9,1	7,3						
EV/EBIT (oik.)	11,8	11,9	8,9	10,5	8,3						
P/E (oik.)	17,2	17,3	13,5	15,5	12,8						
P/B	2,5	2,9	3,2	3,3	3,1						
Osinkotuotto-%	4,9 %	4,8 %	5,9 %	5,8 %	6,2 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämät 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 käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
16/12/2019	Myy	8,20 €	9,35 €
20/12/2019	Myy	8,20 €	8,95 €
07/02/2020	Vähennä	9,00 €	9,45 €
03/03/2020	Vähennä	9,00 €	8,90 €
23/03/2020	Vähennä	6,40 €	6,90 €
14/05/2020	Vähennä	7,50 €	7,75 €
08/06/2020	Vähennä	8,00 €	7,95 €
27/08/2020	Vähennä	8,80 €	9,00 €
26/10/2020	Vähennä	9,00 €	9,30 €
22/02/2021	Vähennä	11,00 €	12,80 €
26/05/2021	Vähennä	13,00 €	13,15 €
27/08/2021	Vähennä	12,50 €	14,30 €
24/09/2021	Vähennä	14,00 €	13,60 €
21/02/2022	Vähennä	14,00 €	13,95 €
11/04/2022	Vähennä	14,00 €	13,70 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**