

United Bankers

Laaja raportti

26.06.2024 8.20 EEST



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kasvua reaaliomaisuusrahastoista

UB:n viime vuosien operatiivinen kehitys on ollut erittäin vahvaa ja yhtiön tulos on kasvanut ripeästi. Vaikka lyhyellä aikavälillä haastava markkinatilanne hidastaa uusmyyntiä, on yhtiöllä on hyvät edellytykset jatkaa tervettä kasvuaan muun varainhoitomarkkinan tavoin erityisesti hieman pidemmällä aikavälillä. Osakkeen arvostus on kuitenkin mielestämme neutraali, joten haarukoimamme tuotto-odotus ei kurssin nousun jäljiltä riitä positiiviseen näkemykseen. Laskemmekin suosituksemme vähennä-tasolle (aik. lisää) ja toistamme 19,0 euron tavoitehintamme.

Reaaliomaisuuteen keskittyvä varainhoitotalo

Yhtiön liiketoiminta on jaettu kahteen operatiiviseen segmenttiin – 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 varainhoitoliiketoimintaa täydentävänä.

UB on ollut historiassa tuotelähtöinen toimija, jonka pääpaino on ollut yksittäisten tuotteiden myymisessä. Yhtiö on kuitenkin keskittynyt viime vuosina strategiansa mukaisesti jatkuvaa kassavirtaa tuottavien rahastopääomien kasvattamiseen ja fokus on ollut erityisesti reaaliomaisuustuotteissa. Rahastopääomat ovatkin kasvaneet historiassa ripeästi omaisuuserien arvonkehityksen sekä vahvan uusmyynnissä myötä. Myös kulutehokkuudessa on nähty selkeää tasokorjaus, jonka myötä yhtiön kannattavuus alkaa olla jo varsin hyvällä tasolla. Tuottojen jakauma painottuu kuitenkin edelleen suhteellisen paljon ei-jatkuviin tuottoihin. Jatkuvan liikevaihdon osuus onkin yksi keskeisiä muuttujia, joiden kehitystä sijoittajan tulee yhtiön osalta seurata. Rahastotuotteiden ohella yhtiö on panostanut viime vuosina omaisuudenhoitopalveluiden myyntiin.

Pitkän aikavälin tulokasvunäkymä on suotuisa lyhyen aikavälin epävarmuudesta huolimatta

Lyhyellä aikavälillä haastava markkinatilanne työntää kapuloita uusmyyntiin rattaisiin, mutta tästä huolimatta odotamme UB:n rahastopääomien jatkavan lähivuosina selvässä kasvussa uusien rahastolanserausten tukemana. Kokonaisuudessaan odotammekin UB:ltä keskimäärin noin 5 %:n tulokasvua vuosina 2024–2027. Tulokasvun ajurina ovat erityisesti hallinnoitavien varojen mukana kasvavat hallinnointipalkkiot, sillä odotamme tuottosidonnaisten palkkioiden normalisoituvan viime vuosina nähdyiltä poikkeuksellisen korkeilta tasoilta. Sijoittaja on kuitenkin hyvä huomioida, että tuottosidonnaisten palkkioiden määrä on yhä varsin korkea (~20 % liiketoiminnan tuotoista), mikä muodostaa osakkeen keskeisen ennusteriskin. Osinkovirta pysyy sektorille tyypilliseen tapaan vahvana investointitarpeiden ollessa matalia.

Kasvunäkymä ja voitonjako tukevat arvostusta

Kerroin pohjaisesti tarkasteltuna UB:n nykyinen arvostus on kohtalaisen neutraali, joten sijoittajan tuotto-odotus muodostuu osinkotuoton (~6 %) ja ennustamamme tulokasvun (~5 %) yhtälönä. Tulokasvun ajurina ovat erityisesti hallinnoitavien varojen mukana kasvavat hallinnointipalkkiot. Osingonjako taas saa tukea matalasta investointitarpeesta. Huomautamme kuitenkin, että osinko on lopulta riippuvainen toteutuvasta tuloksesta. Kokonaisuutena lähivuosien tuotto-odotus on siten arviomme mukaan suunnilleen soveltamamme 10 %:n oman pääoman tuottovaatimuksen tasolla, mitä emme pidä riittävänä korvauksena. Myös kassavirtamallimme mukainen arvo (19,5€) on linjassa tavoitehintamme kanssa.

Suositus

Vähennä

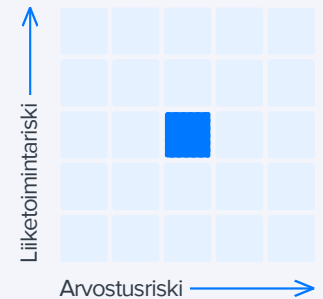
(aik. Lisää)

19,00 EUR

(aik. 19,00 EUR)

Osakekurssi:

18,55



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	52,2	60,6	59,1	62,6
kasvu-%	7 %	16 %	-2 %	6 %
EBIT oik.	16,9	22,6	19,1	20,3
EBIT-% oik.	32,3 %	37,3 %	32,3 %	32,5 %
Nettotulos	13,3	16,9	14,2	15,2
EPS (oik.)	1,22	1,57	1,30	1,39

P/E (oik.)	11,8	11,8	14,2	13,4
P/B	3,0	3,5	3,4	3,2
Osinkotuotto-%	6,9 %	5,9 %	6,2 %	6,5 %
EV/EBIT (oik.)	8,7	8,0	9,1	8,4
EV/EBITDA	7,6	7,2	8,0	7,4
EV/Liikevaihto	2,8	3,0	2,9	2,7

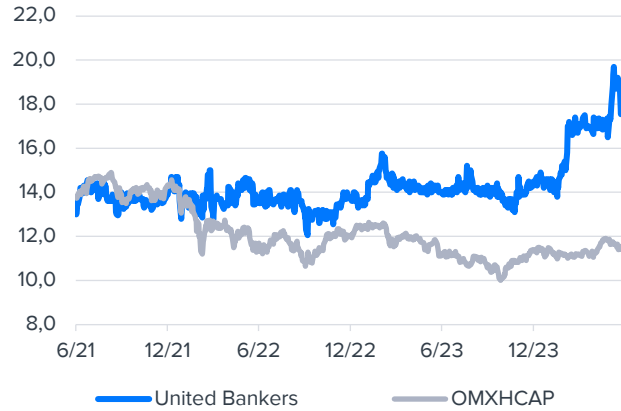
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

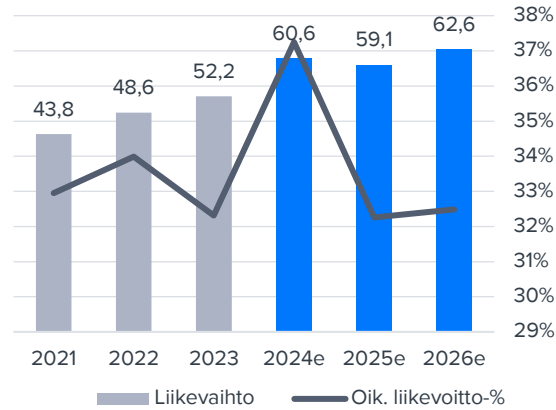
Yhtiö arvioi operatiivisen liikevoittonsa kasvavan selvästi vuoden 2023 tasosta (2023: 16,9 MEUR)

Osakekurssi



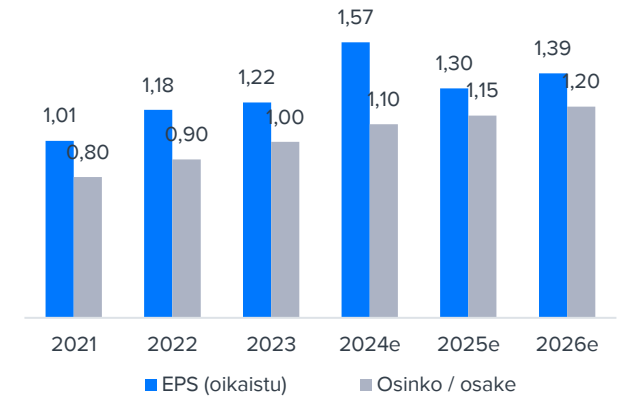
Lähde: Millstream Market Data AB

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
- Ilman tuottopalkkioita kannattavuus edelleen suhteellisen vauhti

	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	18,6	18,6	18,6
Osakemäärä, milj. kpl	10,8	10,9	10,9
Markkina-arvo	201	201	201
Yritysarvo (EV)	180	173	170
P/E (oik.)	11,8	14,2	13,4
P/E	11,8	14,2	13,4
P/B	3,5	3,4	3,2
P/S	3,3	3,4	3,2
EV/Liikevaihto	3,0	2,9	2,7
EV/EBITDA	7,2	8,0	7,4
EV/EBIT (oik.)	8,0	9,1	8,4
Osinko/tulos (%)	70,3 %	88,3 %	86,4 %
Osinkotuotto-%	5,9 %	6,2 %	6,5 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6–8
Varainhoito	9–12
Pääomamarkkinapalvelut	13
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	14–15
Sijoitusprofiili ja liiketoimintamallin riskiprofiili	16–17
Toimiala ja kilpailukenttä	18–27
Taloudellinen tilanne	28
Ennusteet	29–35
Arvonmääritys	36–40
Liitteet	41–46
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	47

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

52,1 MEUR (+7 % vs. 2022)

Liiketoiminnan tuotot 2023

32,5 % (34,1%)

Operatiivinen liikevoitto-% 2023 (2022)

4 585 MEUR

Hallinnoitava varallisuus 2023 lopussa

14 600

Asiakasmäärä 2023 lopussa

160 (lisäksi 31 asiamiestä)

Henkilöstön lkm 2023 lopussa

Laajentuminen reaaliomaisuuteen (2012–2015)

Laajentuminen reaaliomaisuustuotteisiin

Investointipankin perustaminen

Transaktiovetoisen liiketoiminnan osuus edelleen merkittävä

Listautuminen First North-markkinapaikalle vuonna 2014

Panostukset myyntiin (2016–2019)

SPL-yrityskaupalla valtakunnalliseksi toimijaksi

IT-investoinnit

Rahastopääomien ja jatkuvien palkkiotuottojen määrätietoinen kasvattaminen

SPL-integraatio ja myyntivoiman merkittävä kasvu

Ruotsin investointipankin divestointi

Kannattavan kasvun jatkaminen (2020–)

IFRS-raportointiin ja päälistalle siirtyminen

Vahvan uusmyynnin jatkaminen

Panostukset HNW- ja instituutiokenttään

Jatkuvien palkkiotuottojen kasvu ja jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuusparannus

Varainhoidon asteittainen kansainvälistäminen



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

United Bankersin liiketoiminta on jaettu kahteen operatiiviseen segmenttiin eli Varainhoitoon sekä Pääomamarkkinapalveluihin. Yhtiö raportoi myös Muut-segmenttiä, joka sisältää konsernikulut. Hallinnoitava varallisuus jakautuu pääosin instituutioasiakkaiden ja varakkaiden yksityishenkilöiden välille.



Hallinnoitava varallisuus yhteensä 4,6 mrd. euroa (2023).



Reilu kolmannes AUMista sijoitettu reaaliomaisuustuotteisiin (listattu ja listaamaton).

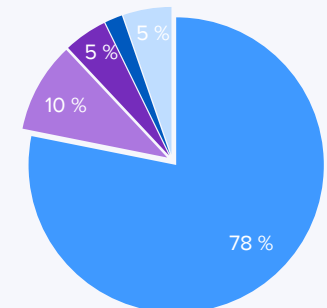


Hallinnoitava varallisuus on jakautunut varakkaiden yksityishenkilöiden ja instituutioasiakkaiden välillä.



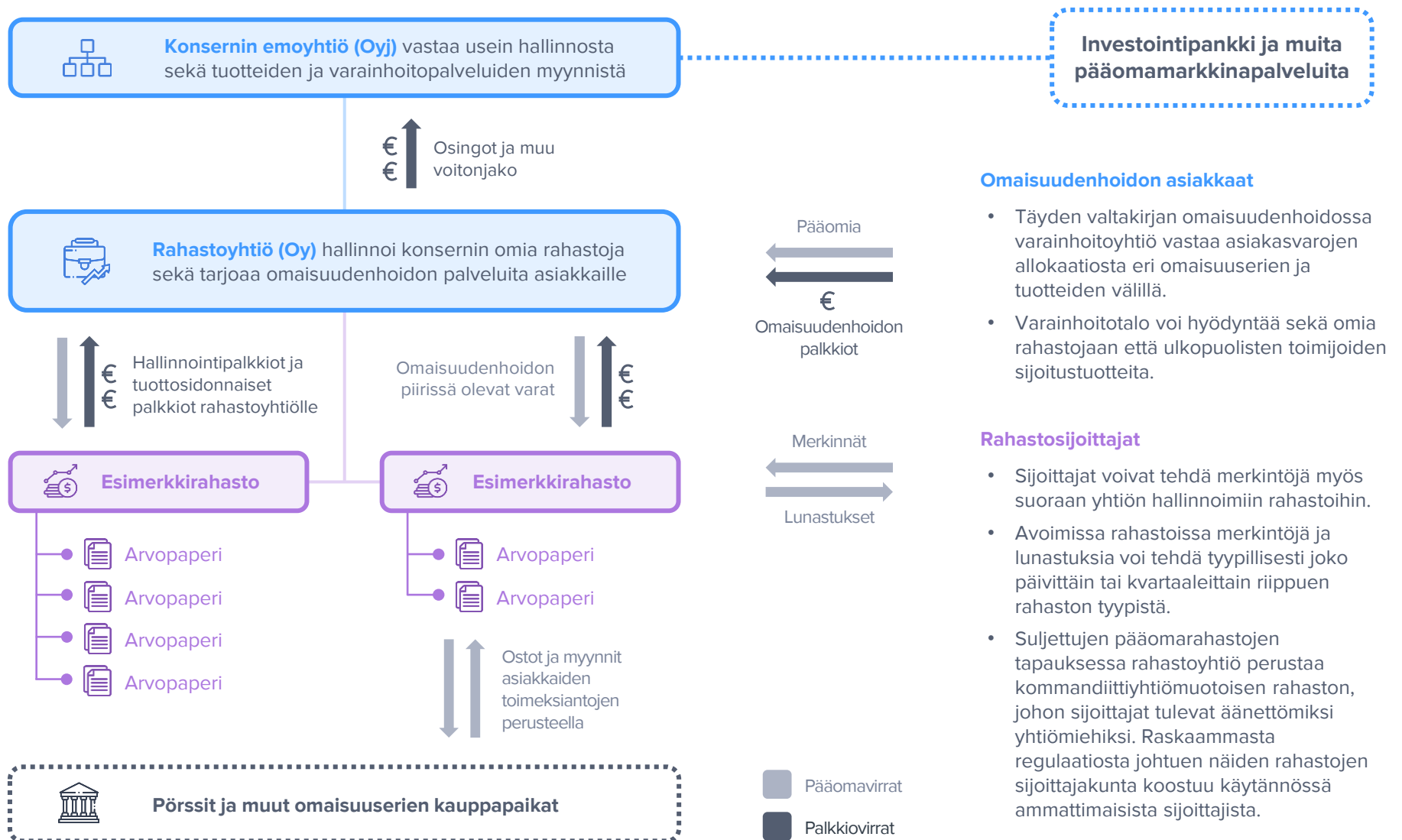
Varainhoidon osuus konsernin liikevaihdosta yli 90 %. Varainhoito-segmentin sisällä rahastoliiketoiminta tuo selvästi suurimman osan palkkiotuotoista.

Liikevaihdon jakauma (2023)



- Rahastot
- Omaisuudenhoito
- Strukturoidut sijoitukset
- Pääomamarkkinapalvelut
- Muut

Varainhoidon liiketoimintamalli yksinkertaistettuna*



*Huom: Kuvion on tarkoitus toimia liiketoimintamallin yksinkertaistettuna havainnollistuksena, eikä se siten huomio esimerkiksi UB:n tarkkaa konsernirakennetta.

Yritysjärjestelyt

Aventumin rahastoliiketoiminnan hankinnan myötä reaaliomaisuussijoitukset tulevat osaksi UB:n strategiaa. Nykyisin tuotealue on olennainen osa yhtiön varainhoitoliiketoimintaa.

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. Pidämmekin kauppaa UB:n kannalta hyvin onnistuneena.

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

AVENTUM

Aventumin rahastoliiketoiminnan hankinta **2012**

OPTIUM

Sijoituspalveluyhtiö Optium Oy:n hankinta POP-pankeilta alkuvuonna **2016**

SUOMEN PANKKIIRILIIKE

Suomen Pankkiiriliike -yritysosto loppuvuonna **2017**

KJK Capital

KJK Capital Oy:n varainhoitoliiketoiminnan hankinta syksyllä **2018**



Metsäomaisuuteen sijoittavan Nordic Forest Managementin hankinta toimi lähtölaukauksena UB:n metsärahadoliiketoiminnalle. Nykyisin UB on rahastojensa kautta Suomen kolmanneksi suurin yksityinen metsänomistaja.

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

UB Suomi Kiinteistöt -rahastoa hallinnoivan UB Finnish Property:n vähemmistöosuuksien hankinta oli mielestämme loogista ja selkeytti konsernirakennetta. Kaupan arvostus oli neutraali.

Varainhoito 1/4

UB on erityisesti reaaliomaisuustuotteisiin keskittynyt keskisuuri varainhoitaja. UB:n varainhoitoliiketoiminta käsittää rahastot, omaisuudenhoidon ja strukturoitujen sijoitustuotteiden myynnin. Varainhoidon 2023 palkkiotuotot olivat 48,4 MEUR ja käyttökate 20,0 MEUR. Yhtiöllä oli 2023 lopussa hallinnoitavia asiakasvaroja noin 4,6 mrd. euroa.

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 2023 lopussa noin 845 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 0,7–0,9 %.

Pääomarahastojen hallinnoimat pääomat (NAV-perusteisesti) olivat 2023 lopussa noin 1400 MEUR ja ne koostuvat 1) UB:n metsäomaisuuteen sijoittavista rahastoista (UB Nordic Forest Fund III & IV ja UB Metsä), 2) UB Yrityslainarahastosta, 3) UB Uusiutuva Energia -rahastosta, 4) listaamattomien metsäteollisuusyritysten osakkeisiin sijoittavasta UB Forest Industry Green Growth -rahastosta sekä 5) kahdesta kiinteistörahastosta (UB Suomi Kiinteistöt ja UB Pohjoismaiset Liikekiinteistöt). Pääomarahastot ovat UB:n hallinnoitavasta varallisuudesta arvokkainta näiden houkuttelevasta palkkiorakenteesta johtuen ja arviomme mukaan UB:n saama keskimääräinen palkkiotaso on vahvalla yli 1,0 %:n tasolla.

Muu rahastopääoma (2023: ~1330 MEUR) koostuu KJK Capital-yritystoston mukana tulleesta hallinnoitavasta varallisuudesta ja UB Pankkiiriliikkeen (entinen SPL) tarjoamista kolmansien osapuolten rahastoista (mm. eQ). Tämän hallinnoitavan varallisuuden palkkiotaso on arviomme mukaan rahastopääomista heikoin, alle 0,5 %, sillä UB saa niistä pääosin vain jakelukatteen.

Omaisuudenhoidon alla olevat pääomat (2023: ~370 MEUR) koostuvat pääosin mandaateista ja vakuutusvaroista. Arviomme mukaan UB:n omaisuudenhoidosta saama jatkuvien tuottojen palkkiotaso on keskimäärin 0,5–0,6 %.

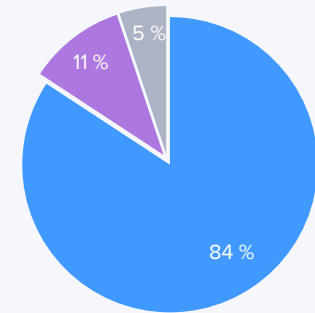
Muut-erä koostuu käsityksemme mukaan pääosin asiakassäilytyksessä olevista osakkeista ja joukkolainoista sekä strukturoitujen sijoitustuotteiden positiosta. Näiden erien palkkiotuotot perustuvat transaktioihin, joten erän sisältämä pääoma ei käytännössä tuota lainkaan jatkuvaa tulovirtaa, ja kokonaisuutena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

Rahastot

Rahastot muodostavat valtaosan Varainhoitoliiketoiminnasta ja rahastopalkkioiden osuus Varainhoidon 2023 kaikista palkkiotuotoista oli noin 85 %. Rahastojen palkkiotuotoista hallinnointipalkkioiden osuus oli noin 25,9 MEUR ja tuottosidonnaisten palkkioiden 13,6 MEUR. Merkintä- ja lunastuspalkkioiden osuus oli puolestaan 1,3 MEUR.

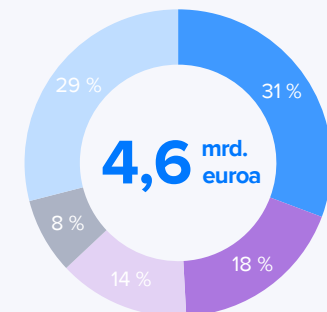
UB:n rahastotarjonta käsittää tällä hetkellä yhteensä 24 (21 avointa + 3 suljettua) rahastoa. Yhtiön rahastovalikoima pitää sisällään 1) perinteiset osake-, korko- ja yhdistelmärahastot, 2) listatut kiinteistö- ja infrarahastot, 3) listaamattomat kiinteistörahastot sekä 4) metsärahastot.

Varainhoidon palkkiotuottojen jakauma (2023)



■ Rahastot ■ Omaisuudenhoito ■ Strukturoidut sijoitukset

Hallinnoitava varallisuus (2023)



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

Lähde: UB

Varainhoito 2/4

UB:n tavoitteena on ollut kasvattaa jatkuvaa kassavirtaa tuottavien rahastopääomien osuutta hallinnoitavasta varallisuudestaan, ja yhtiön fokus onkin ollut erityisesti reaaliomaisuustuotteissa (mm. kiinteistö- ja metsärahasotot). Rahastopääomien kasvu on ollut viime vuosina ripeää ja rahastopääomat ovat kasvaneet viimeisen kuuden vuoden aikana keskimäärin noin 12 %:n vuosivauhtia.

Rahastopääomien voimakkaan kasvun taustalla ovat olleet vahva pääomamarkkinakehitys, tuotteiden hyvät tuotot sekä myynnissä nähty selvä tasokorjaus. Myynnin tehokkuuteen vaikutti positiivisesti vuonna 2017 toteutettu SPL-yritysosto, joka vahvisti UB:n myyntikoneistoa. Viime vuosina UB:n rahastojen nettomyynti (huomioitu merkinnät ja lunastukset) on vaihdellut 50 MEUR ja reilu 300 MEUR välillä (5v keskiarvo ~200 MEUR), ja myynnin pääpaino on ollut instituutioasiakkaissa.

OmaisuuDENHOITO

OmaisuuDENHOIDON palkkiotuotot vuonna 2023 olivat 5,2 MEUR eli noin 11 % Varainhoidon kaikista palkkiotuotoista. OmaisuuDENHOIDON palkkiotuotot pitävät sisällään omien tuotteiden ulkopuoliset varainhoitosopimuksista saatavat palkkiot sekä erilaisia transaktiopalkkioita. Käsitkemme mukaan enemmistö OmaisuuDENHOIDON palkkioista on luonteeltaan jatkuvaa ja loput transaktiovetoista.

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

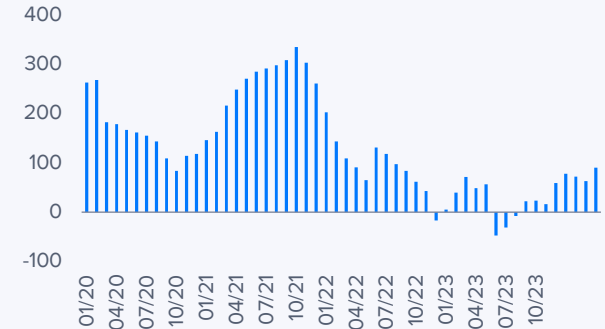
UB:lla on Suomessa myyntikonttorit seitsemällä paikkakunnalla, minkä lisäksi yhtiön jakeluverkostoa täydentävät myös yhteistyökumppaneiden (mm. POP-pankit) kanssa solmitut jakelusopimukset. POP-pankit toimivat pitkälti pienemmillä paikkakunnilla ja täydentävät siten hyvin UB:n omaa myyntiverkostoa. OmaisuuDENHOIDOLLA on myös muutaman hengen myyntitiimi Ruotsissa, joka vastaa myynnistä pohjoismaisille instituutioasiakkailla. Arviomme mukaan yhtiön kansainvälinen myynti painottuu metsätuotteisiin. UB on panostanut viime vuosina myös digitaalisen jakelukanavan kehittämiseen, minkä lisäksi sen tuotteita on ollut merkittävässä Ruotsin eläkejärjestelmässä sekä Nordnetin ja Avanzan rahastoportaaleissa.

Strukturoidut sijoitustuotteet

UB:n strukturoitujen tuotteiden tarjonta käsittää sekä osakepohjaiset että luottoriskisidonnaiset sijoitustuotteet. UB:n strukturoiduista sijoitustuotteista saamat palkkiotuotot olivat 2,5 MEUR vuonna 2023, mikä vastasi noin 5 % Varainhoidon kaikista palkkiotuotoista.

Strukturoiduissa tuotteissa liikevaihto on ollut selvässä laskussa viime vuosina mm. yritysainamarkkinoilla nähdystä tuottotasojen heikentymisestä johtuen. Vielä vuonna 2018 näiden tuotteiden euromääräinen volyyymi ylitti 100 MEUR, mutta viime vuosina taso on jäänyt noin 50 MEUR:oon. Yhtiön keskittyessä jatkuvaa tulovirtaa kerryttävien varainhoitoratkaisujensa kehittämiseen ja myyntiin, ei transaktiovetoisen strukturoitujen tuotteiden myynnin kehitys kuitenkaan ole yhtiön sijoitustarinnan kannalta kovinkaan merkityksellistä.

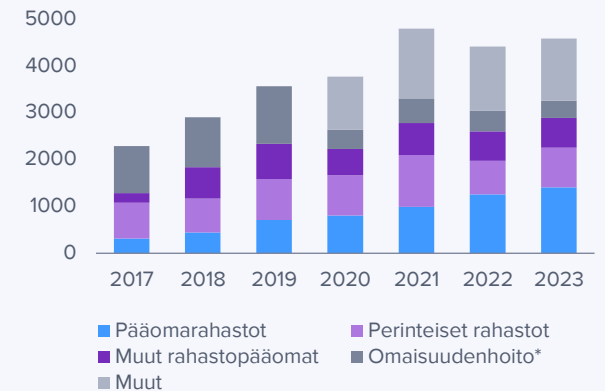
Nettomerkinnät UB:n sijoitusrahastoihin* (MEUR, rullaava 12kk)



*Ei sisällä merkintöjä kommandiittiyhtiömuotoisiin vaihtoehtorahastoihin (Forest Funds, Yrityslainarahasto)

Lähde: Suomen Sijoitustutkimus

Hallinnoitava varallisuus (MEUR)



*OmaisuuDENHOIDON alla oleva AUM jaettu vuodesta 2020 eteenpäin OmaisuuDENHOITOON ja Muihin eriin.

Lähde: UB

Varainhoito 3/4

Varainhoidon kulurakenne

Varainhoidon kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin kiinteä ja merkittävimmän kuluerän muodostavat henkilöstökulut. UB:n palveluksessa oli 2023 lopussa 160 työntekijää ja 31 sidonnaisasiamiestä. Yhtiö ei avaa henkilöstön jakaumaa segmenteittäin, mutta arviomme mukaan merkittävä enemmistö (noin 90–100 + kaikki asiamiehet) työskentelee Varainhoidossa.

Vuonna 2023 Varainhoidon henkilöstökulut olivat yhteensä noin 17,6 MEUR, ja arviomme mukaan keskimääräinen henkilöstökulu on noin 110–120 TEUR/vuosi. Taso on lievästi alle keskeisten verrokkien, mitä selittää arviomme mukaan työntekijöiden jakauman painotus myyntihenkilöstöön sekä korkea henkilöstöomistus (konsernitason vertailu s. 26).

Varainhoidon muut kulut koostuvat pääasiassa sidonnaisasiamiehille ja muille jakelukumppaneille maksettavista palkkiokuluista (2023: 4,8 MEUR), hallintokuluista (2023: 6,3 MEUR) ja poistoista. Poistot yhtiö raportoi vain konsernitason, ja niiden määrä oli vuonna 2023 noin 2,2 MEUR.

Mikäli nämä jyvitetäisiin operatiivisille segmenteille (Varainhoito ja Pääomamarkkinapalvelut) liikevaihdon suhteessa, olisi Varainhoidon poistotaso reilu 2 MEUR. Yhtiön vuosipoistot ovat suhteellisen korkeat aineettomien hyödykkeiden korkeasta määrästä johtuen. Aineettomien hyödykkeiden korkean poistomassan taustalla ovat historiassa toteutetuista yritysjärjestelyistä syntyneet asiakassuhteiden poistot (PPA-poistot) ja IT-järjestelmien poistot.

UB:n Varainhoidon kannattavuus (2023: EBITDA-%

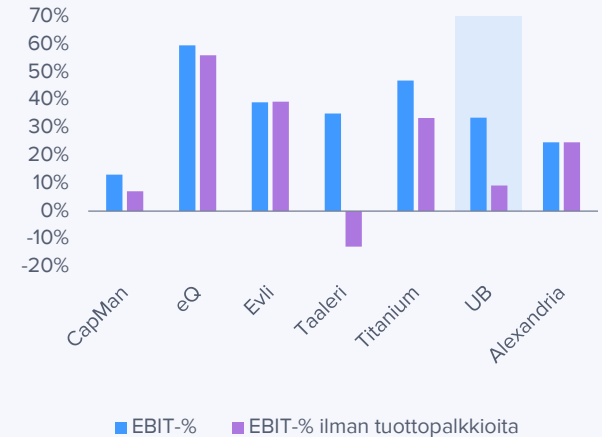
40 %) on parantunut merkittävästi viime vuosien aikana ja on jo varsin hyvällä tasolla suhteessa keskeisiin verrokkeihin. Kannattavuuden selvän parannuksen taustalla on ollut liiketoiminnan merkittävä skaalautuminen ja kulutehokkuuden nousu. Muiden varainhoitajien kanssa vertailukelpoista liikevoittolukua voidaan taas haarukoida allokoimalla konsernikuluja ja poistoja suunnilleen liikevaihdon suhteessa. Näin laskettu liikevoittomarginaali on viime vuosina liikkunut 35 %:n molemmin puolin.

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. Oikaisemalla tuottosidonnaiset palkkiot tuloksesta olisi Varainhoidon liikevoittomarginaali vain noin 10 %. Vaikka laskelma ei olekaan täysin johdonmukainen bonusten joustamattomuuden osalta, on jatkuvan liiketoiminnan kannattavuus silti edelleen varsin vaisulla tasolla. Jatkuviin tuottoihin pohjautuvan kannattavuustason parannus onkin Varainhoidon arvon kehityksen kannalta täysin keskiössä.

Asiakassegmentit

United Bankers on liiketoiminnassaan keskittynyt palvelemaan yksityisijoittajia, vaikka palvelualueittain asiakassegmenttien painopisteet eroavatkin aavistuksen toisistaan. Omaisuudenhoidon pääkohderyhmänä ovat Private Banking -asiakkaat, joille UB tarjoaa pääasiassa omia tuotteitaan. Yhtiö palvelee asiakkaita myyntikonttorien sekä OmaUB-digialustan kautta.

Varainhoitoliiketoimintojen kannattavuudet (2023)



Inderesin huomiot:

- UB:n Varainhoidon kannattavuus rasiutettu konsernikuluilla sekä poistoilla
- Titanium ja Alexandria konsernitason ilman liikearvopoistoja
- CapManin Hallinnointiliiketoiminta rasiutettuna konsernitoimintojen kuluilla
- eQ:n Varainhoitoa rasiutettu konsernikuluilla
- Evlin kannattavuus huomioi konsernin allokaatiot

Varainhoito 4/4

Varakkailla yksityishenkilöillä 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. Arviomme mukaan Varainhoidon palkkiotuotoista yli puolet tulee toistaiseksi yksityishenkilöiltä, kun taas hallinnoitavat varat jakautuvat karkeasti puoliksi.

Syklisyyden vaikutus rahastopääomiin

Uusmyynnin lisäksi arvomuutokset 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

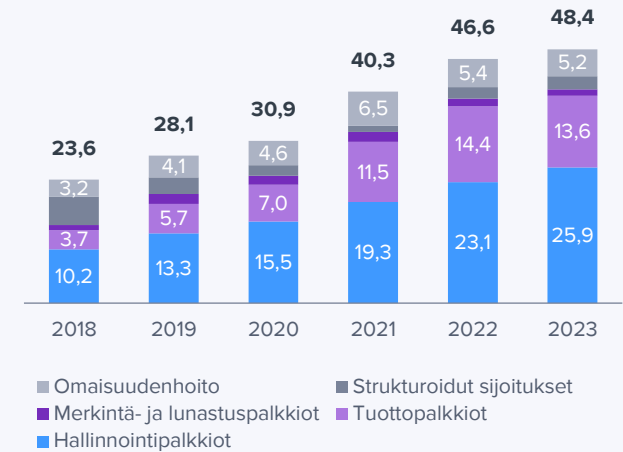
hallinnointiyhtiö voi käyttää jonkin verran omaa harkintaansa arvostaessaan portfolioissa olevia omaisuuseriä. Koska omaisuuserat eivät ole jatkuvan julkisen kaupankäynnin kohteena, ovat arviot osittain subjektiivisia, ja arvomuutosten volatilitteetti myös tyypillisesti yleistä markkinaa maltillisempi.

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 alkuperäisten sijoitussitoumusten määrään. Näin ollen yleisellä markkinakehityksellä ei ole olennaista merkitystä näiden rahastojen jatkuviin palkkioihin.

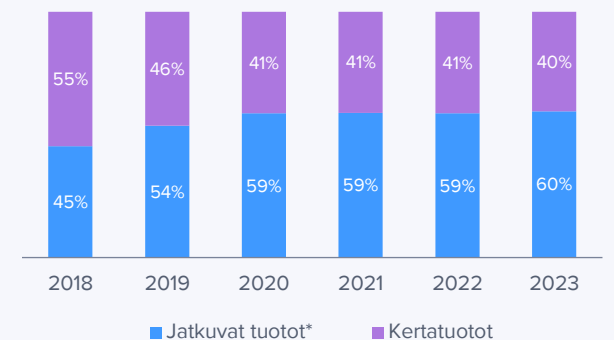
Yleisen markkinakehityksen heijastumista yhtiön rahastopääomiin (ja sitä kautta hallinnointipalkkioihin) arvomuutosten kautta voidaan karkeasti estimoida perinteisten rahastopääomien osuudesta koko AUMia.

UB:n palkkiovirtaa tuottavista asiakasvaroista lähes kolmannes on pääomarahastoissa, jotka taas ovat luonteeltaan pääosin avoimia vaihtoehtorahastoja. Näin ollen yleinen markkinakehitys vaikuttaa arviomme mukaan yhtiön palkkiotuottoihin arvomuutosten kautta lyhyellä aikavälillä maltillisesti. Yhtiö ei kuitenkaan ole immuuni markkinatilanteelle, vaan suurin vaikutus tulee uusmyynnin sekä tuottosidonnaisten palkkioiden kautta, joita kumpaakin heikentyvä markkinasentimentti tyypillisesti rokottaa.

Varainhoidon liikevaihdon jakauma (MEUR)



Palkkioiden jakauman kehitys



*Jatkuvat tuotot = rahastojen hallinnointipalkkiot + omaisuudenhoidon palkkiot

Pääomamarkkinapalvelut

Pääomamarkkinapalveluliiketoiminta pitää sisällään Corporate Finance -yksikön, joka tarjoaa yrityskauppoihin liittyvää neuvonantoa, listautumispalveluita sekä oman ja vieraan pääoman ehtoihin rahoitusjärjestelyihin liittyvää neuvonantoa. Segmentissä raportoidaan myös jo lakkautettu joukkorahoituskanava UB Rahoitus. UB Rahoituksen merkitys segmentin liikevaihtoon ja kuluihin on nykyisellään kuitenkin jo hyvin pientä, joten segmentin tulos muodostuu valtaosin neuvonantopalveluista.

Pääomamarkkinapalveluiden merkitys on UB:lle kokonaisuudessaan pieni, ja se voidaan nähdä lähinnä yhtiön kokonaistarjontaa täydentävänä. Segmentin liikevaihto oli viime vuonna 1,0 MEUR (2022: 1,7 MEUR) ja käyttökate -0,3 MEUR (2022: 0,2 MEUR).

Neuvonantopalvelut

UB:n Corporate Finance -liiketoiminta on keskittynyt mm. oman ja vieraan pääoman ehtoihin rahoitusjärjestelyihin ja listautumispalveluihin. Näiden lisäksi yhtiö toimii muun muassa hyväksyttynä neuvonantajana First Northissa listatuille yhtiöille.

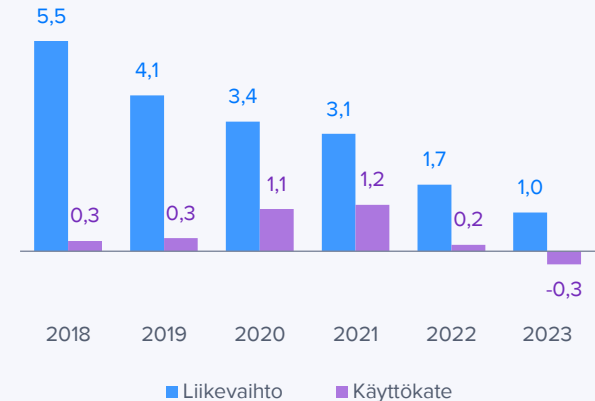
Pääomamarkkinapalveluiden kulurakenne on varsin kiinteä, ja arviomme mukaan segmentti tekee nollatulosta 1,0–1,5 MEUR:n liikevaihdolla. Tämän jälkeen kannattavuus skaalautuu varsin hyvin, vaikka henkilöstölle maksettavat bonukset kasvavatkin jonkun verran tuloksen mukana.

Vuosina 2018–2023 segmentin liikevaihto on

vaihdellut 1,0–5,5 MEUR:n välillä, mutta tämä sisälsi vielä joukkorahoituskanava UB Rahoituksen liiketoimintaa. Arviomme mukaan tämän vaikutus liikevaihtoon oli selvästi alle 1 MEUR, joten neuvonantopalveluiden normaalin liikevaihto pyöri arviomme mukaan 3–4 MEUR:n tietämillä. Tässä liikevaihtoluokassa segmentin liiketoiminta on varsin kannattavaa, mutta tämän merkitys konsernitason lukuihin on segmentin suhteellisesti pienestä koosta johtuen matala. Arviomme mukaan UB:llä ei ole myöskään oleellista halua segmentin kasvattamiseen nykyisestä kokoluokasta johtuen tuloksen volatiliteetista sekä konsernin strategisesta fokuksista varainhoitoon. Lisäksi kilpailu neuvonantopalveluissa on kohtalaisen kova.

Pääomamarkkinat-segmentin käyttökate on puolestaan vaihdellut viime vuosina -0,3–1,2 MEUR:n välillä. Myös tässä on syytä huomioida UB Rahoituksen vaikutus, sillä arviomme mukaan liiketoiminta on ollut tappiollista.

Pääomamarkkinapalveluiden liikevaihto ja käyttökate (MEUR)



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/2

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



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/2

UB:n taloudelliset tavoitteet (asetettu helmikuussa 2023)



Kasvu

Tavoitteena kasvattaa hallinnoitavien asiakasvarojen määrä yli 10 mrd. euroon vuoteen 2028 mennessä



UB:n hallinnoitavan varallisuuden kasvutavoitteeseen ylttäminen vastaisi noin 17 %:n keskimääräistä vuosittaista kasvua 2023–2028. Tavoite on mielestämme äärimmäisen kunnianhimoinen, ja tämän orgaaninen saavuttaminen vaatii 1) erinomaista uusmyyntiä, 2) tuotetarjonnan onnistunutta laajentamista sekä 3) pääosin suotuisaa markkinakehitystä.

Ilman yritysostoja emme usko yhtiön tavoitteeseen ylttävän, vaikka lähtökohdat kasvulle ovatkin hyvät. Arviomme mukaan johto näkeekin myös epäorgaanisen kasvun yhtenä polkuna tavoitteen saavuttamiseksi. Yhtiö on myös kertonut hakevansa kasvua laajentamalla liiketoimintaa muihin Pohjoismaihin.



Kannattavuus

Tavoitteena nostaa operatiivinen liikevoittoprosentti yli 40 %:iin vuoteen 2028 mennessä.



Yli 40 %:n kannattavuustavoitetta pidämme yhtiölle realistisena, mutta tätäkin tärkeämpää on tuloksen jakauman kohentuminen. Omissa ennusteissamme odotamme tavoitekauden lopulle hieman yli 30 %:n liikevoittomarginaalia, mutta samalla tuotot ovat aiempaa selvästi vahvemmin painottuneet jatkuviin palkkioihin, mikä nostaa tuloksen arvoa sijoittajalle.

Arviomme mukaan tavoitetason saavuttaminen vaatisi nykyisiä ennusteitamme ripeämpää kasvua. Esimerkiksi UB:n ylttäessä sen hallinnoitavan varallisuuden 10 mrd. euron kasvutavoitteeseen, olisi myös kannattavuus todennäköisesti odotuksiamme parempi.



Voitonjako

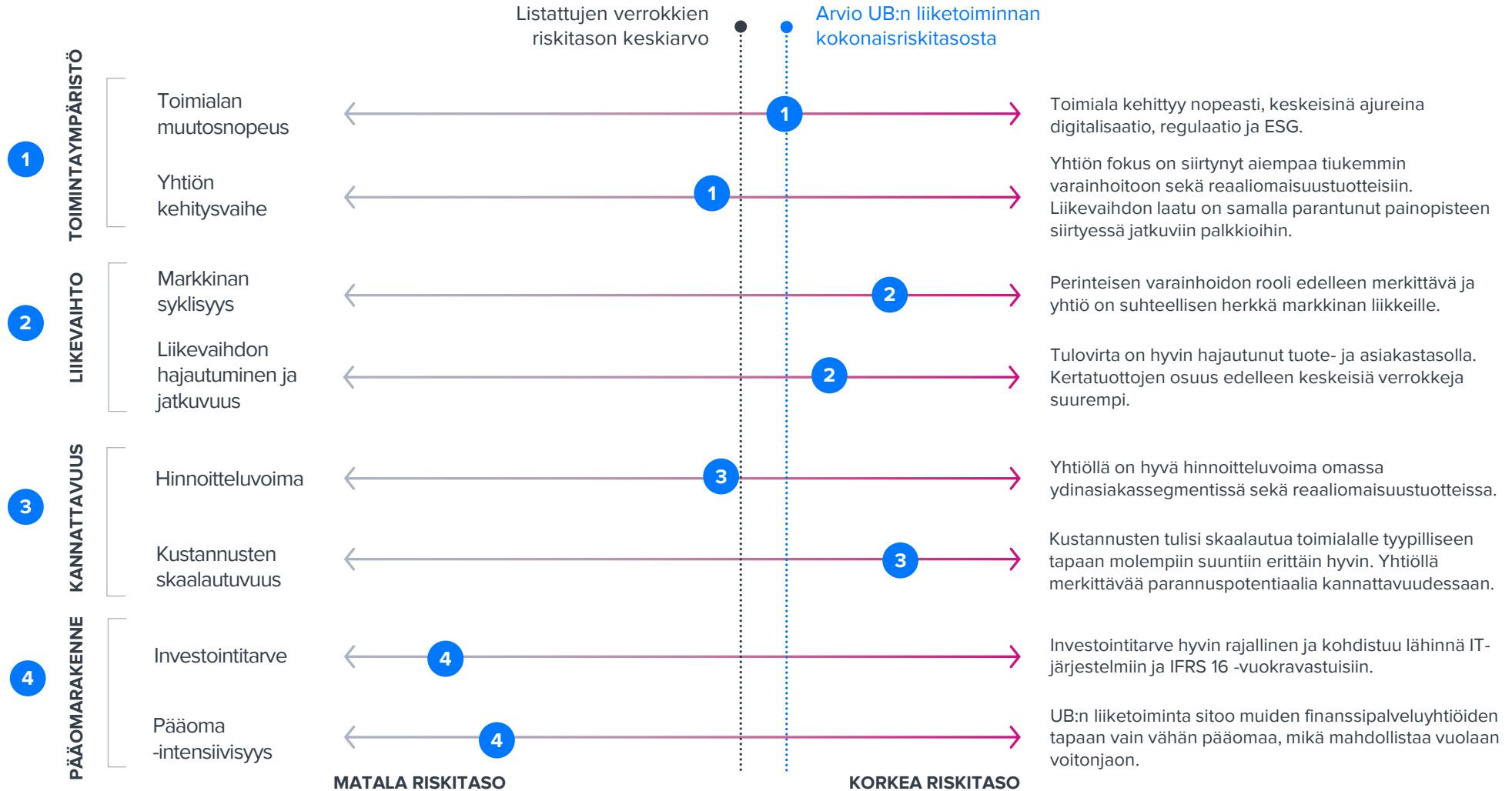
Tavoitteena jakaa vuosittain osinkoa vähintään 70 % osakekohtaisesta tuloksesta tai kassavirrasta.



Tavoite on mielestämme varsin konservatiivinen liiketoiminnan vaatimattomat investointitarpeet huomioiden. Odotammekin UB:n jatkavan lähivuodet varsin avokätistä voitonjakopolitiikkaansa ja ennustamme todellisen osingonjakosuhteen asettuvan 70–90 %:n välille vuosina 2024–2027.

Vaikka UB:n tase on erittäin vahva, uskomme, että osinko tulee tulevina vuosina olemaan riippuvainen tuloskehityksestä. Emme siten odota yhtiön jakavan osinkoa merkittävästi yli osakekohtaisen tuloksen edes heikommassa markkinatilanteessa. Vastaavasti yhtiön löytäessä mielekkäitä yritysostokohteita jäisi voitonjako todennäköisesti lähelle haarukan alalaitaa.

United Bankersin liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Pitkän ajan kysyntänäkymä on vahva yhtiön päätuoteryhmissä

2.

Kulutehokkuudessa on potentiaalia parempaan

3.

Matala pääomatarve mahdollistaa vuolaat osingot kasvun ohella

4.

Mahdollisuus arvonaluontiin yritysjärjestelyillä

5.

Avainhenkilöillä on merkittävä osakeomistus yhtiössä

Potentiaali



- Uudet tuotelanseeraukset ja rahastovalikoiman kehitys
- Nykyisten rahastojen kokoluokkien kasvu
- Merkittävää tuottopalkkiopotentiaalia rahastojen tuottaessa hyvin
- Kulutehokkuudessa edelleen parannuspotentiaalia
- Yritysjärjestelyt ja toimialan konsolidaatio

Riskit



- Kulujen odotuksia voimakkaampi kasvu ja matalana pysyvä jatkuviin palkkioihin perustuvaa kannattavuus
- Ei-jatkuvien tuottojen (tuottopalkkiot sekä merkintä- ja lunastuspalkkiot) osuus on edelleen merkittävä
- Markkinatilanteen heikentyminen ja tämän negatiivinen vaikutus toimialan kysyntään
- Pysyvä lasku sijoittajien allokaatiossa vaihtoehtoisiiin omaisuuslajeihin

Varainhoitomarkkina 1/8

Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

Varainhoitomarkkina on Suomessa verrattain nuori 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 kotitalouksien ylivoimaisesti suurin varallisuuserä, vaikka muut sijoitusmuodot ovatkin yleistyneet. Pääomamarkkinoiden nuori ikä näkyy Suomessa myös siten, että kotitalouksien asuntojen ulkopuolisesta sijoitusvarallisuudesta huomattava osa on edelleen pankkien käyttötileillä.

Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli 2022 lopussa arviomme mukaan noin 230 miljardia euroa hallinnoitavan varallisuuden määrällä mitattuna (lähde: Finanssivalvonnan tilastot). Kokonaismarkkinan liikevaihdoksi arvioimme puolestaan noin 1,7 mrd. euroa vuonna 2022. Vuodesta 2014 markkina on kasvanut laskelmiemme mukaan noin 9 %:n keskimääräistä vuosivauhtia (CAGR).

Valtaosa kokonaismarkkinan liikevaihdosta tulee rahastoista veloitetavista palkkioista. Lisäksi merkittävä määrä varallisuutta on erilaisten omaisuudenhoitosopimusten alaisuudessa (mm. täyden valtakirjan varainhoito), mutta näiden keskimääräinen palkkiotaso on selvästi rahastoja

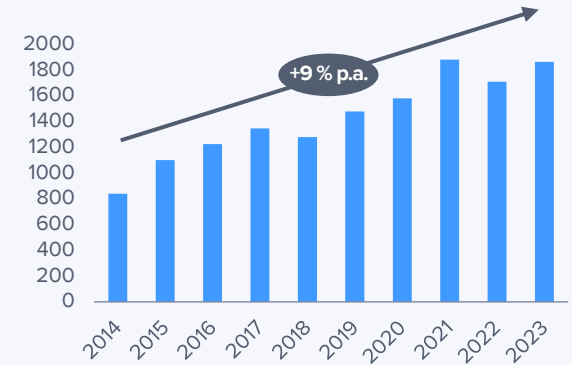
matalampi. Emme ole esimerkiksi sisällyttäneet laskelmiimme arvioita erilaisista kertapalkkioista (mm. tuottosidonnaiset palkkiot ja merkintä-/lunastuspalkkiot), jotka nostavat todellista lukua.

Huomautamme, että markkinan tarkan kokoluokan laskeminen on näistä lähtökohdista haastavaa, sillä se riippuu lisäksi siitä, minkälaisia oletuksia tehdään tuotteiden keskimääräisistä palkkiotasosta. Näin ollen laskelmaamme tulee suhtautua ennen kaikkea suuntaa antavana.

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 omatoimiselle kerryttämiselle. 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, joten kyseessä on edelleen selkeä kasvuala.

Kotimaisen varainhoitomarkkinan kehitys (MEUR)



Lähde: Inderes

Esimerkkejä suomalaisista varainhoitajista

Aktia ALEXANDRIA

MANDATUM CapMan

OP eQ Nordea

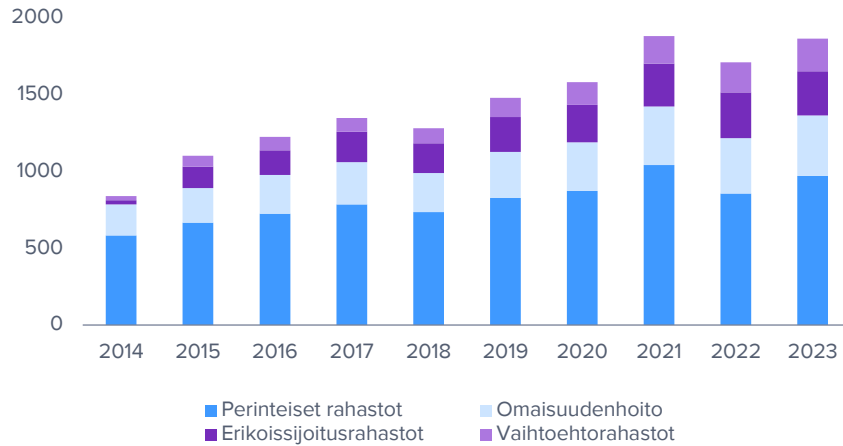
TITANIUM

UB
UNITED
BANKERS

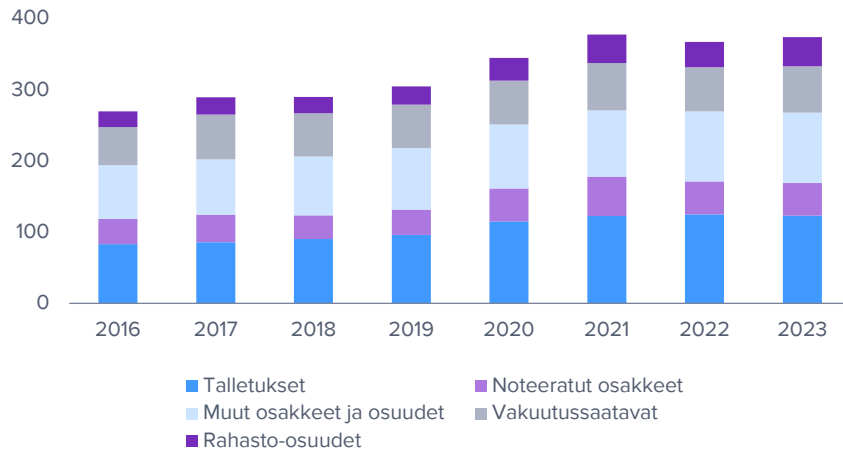
EVLI TAALERI

Varainhoitomarkkina 2/8

Kotimaisen varainhoitomarkkinan kehitys (MEUR)



Kotitalouksien rahoitusvarat (mrd. euroa)

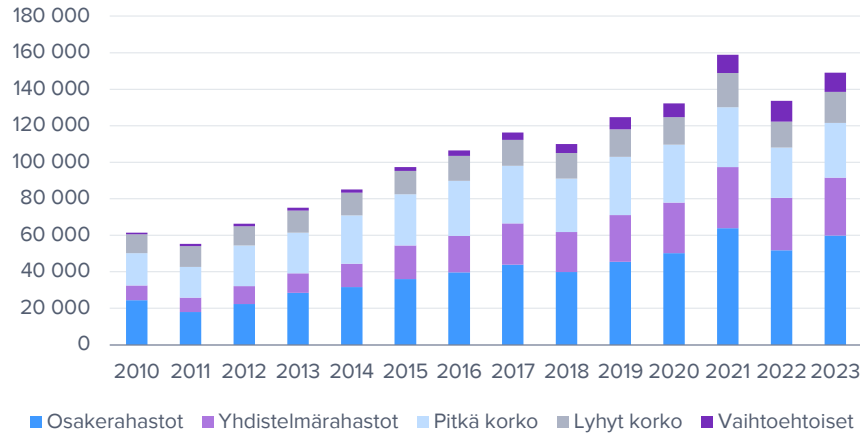


Varainhoitomarkkinan ajurit

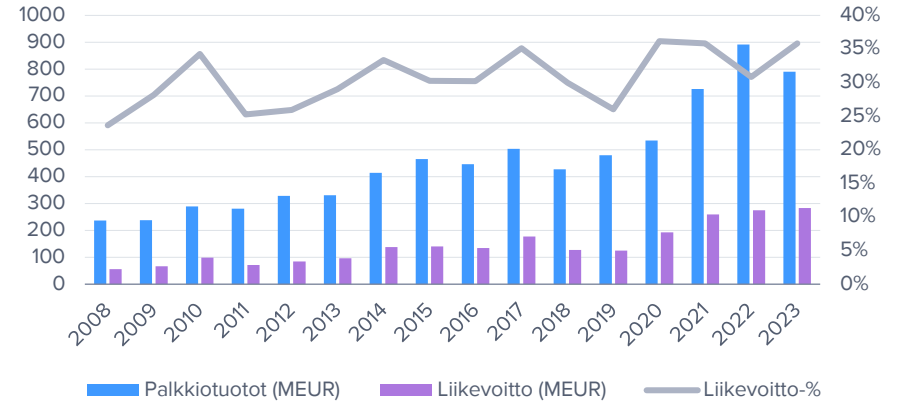


Varainhoitomarkkina 3/8

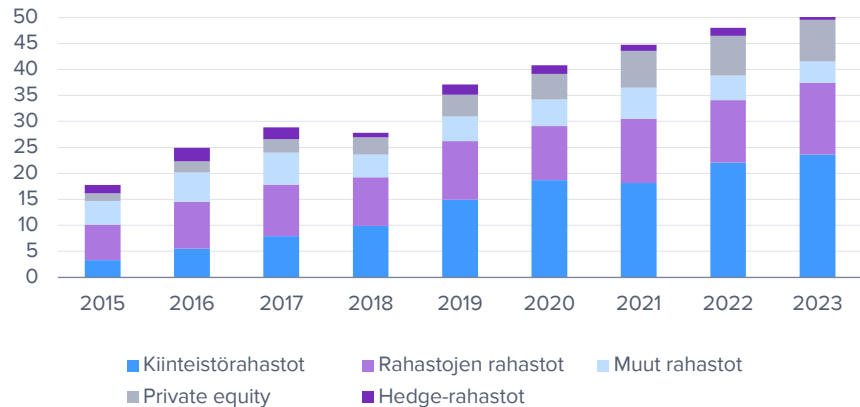
Suomen sijoitusrahastopääomien kehitys (MEUR)



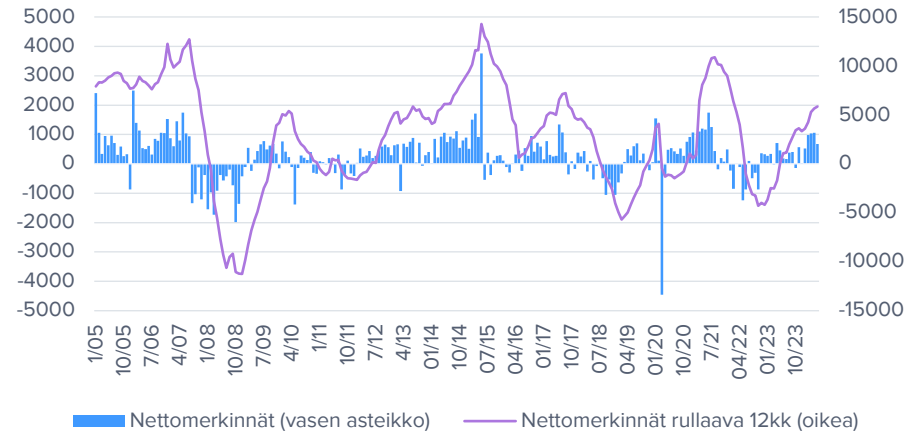
Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



Kotimaisten vaihtoehtorahastojen ja erikoissijoitusrahastojen pääomat (mrd. euroa)



Kotimaisten sijoitusrahastojen nettomerkinnot (MEUR)



Varainhoitomarkkina 4/8 – toimialan trendit

Vastuullisuus (ESG)



Vastuullisuudesta on tullut keskeinen osa sijoitusprosessia, kun sijoittajat haluavat yhä voimakkaammin vaikuttaa pääomillaan. Vastuullisuudesta on jo muodostunut keskeinen sijoituspäätöksiä ohjaava teema sekä merkittävä standardi koko toimialalle.

Korkojen renessanssi



Lähes vuosikymmenen kestäneen matalien korkojen ajan jälkeen korot ovat nousseet voimakkaasti ja tämän myötä tehneet paluun relevantiksi omaisuusluokaksi.

Digitalisaatio



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

Regulaation lisääntyminen

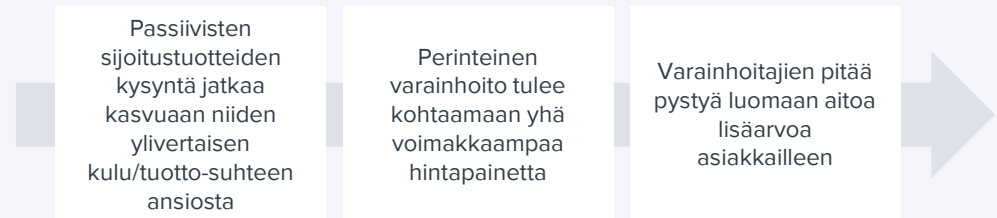


Regulaation lisääntyminen kasvattaa toimijoiden hallinnollista taakkaa ja hankaloittaa etenkin pienten toimijoiden asemaa. Pahimmin regulaatio iskee pienten toimijoiden lisäksi pankkeihin.

Sijoittajien muuttuvat tarpeet



Sijoittajien vaatimustaso nousee

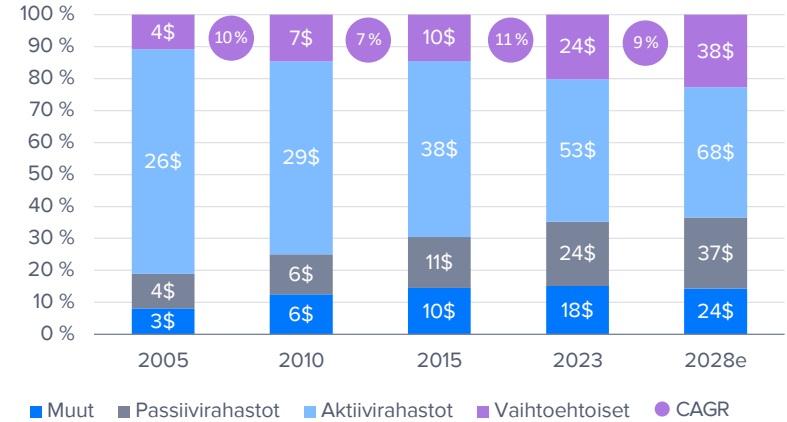


Varainhoitomarkkina 5/8 – toimialan trendit

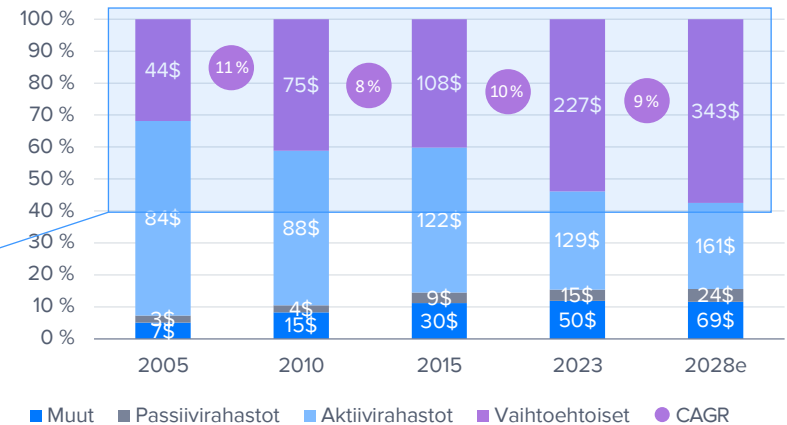
Vaihtoehtoisten voittokulku



Globaali AUMin jakauma (biljoonaa USD)



Globaali liikevaihdon jakauma (mrd. USD)



Lähde: BCG Global Asset Management 2024

Varainhoitomarkkina 6/8 – toimialan 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.

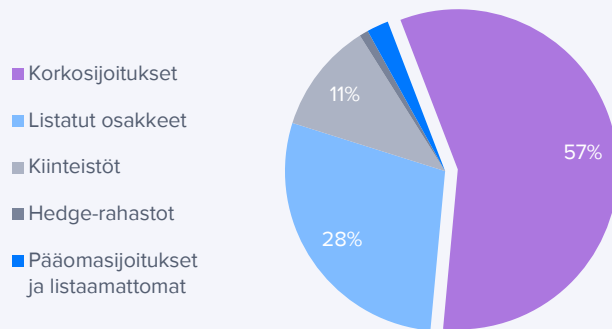
Kasvava riskinotto

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.

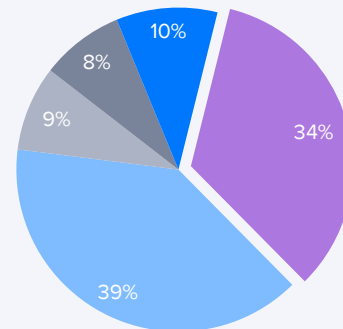
Kestävyyssvaje uhkaa

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 tuleekin yhä kasvamaan yhtenä keinona vastata näihin haasteisiin.

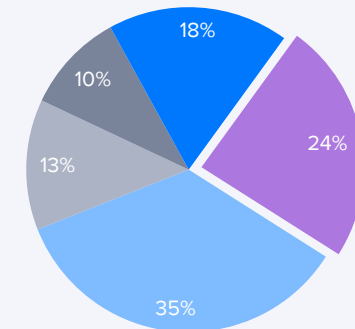
Työeläkelaitosten allokaatio 2004



Työeläkelaitosten allokaatio 2019

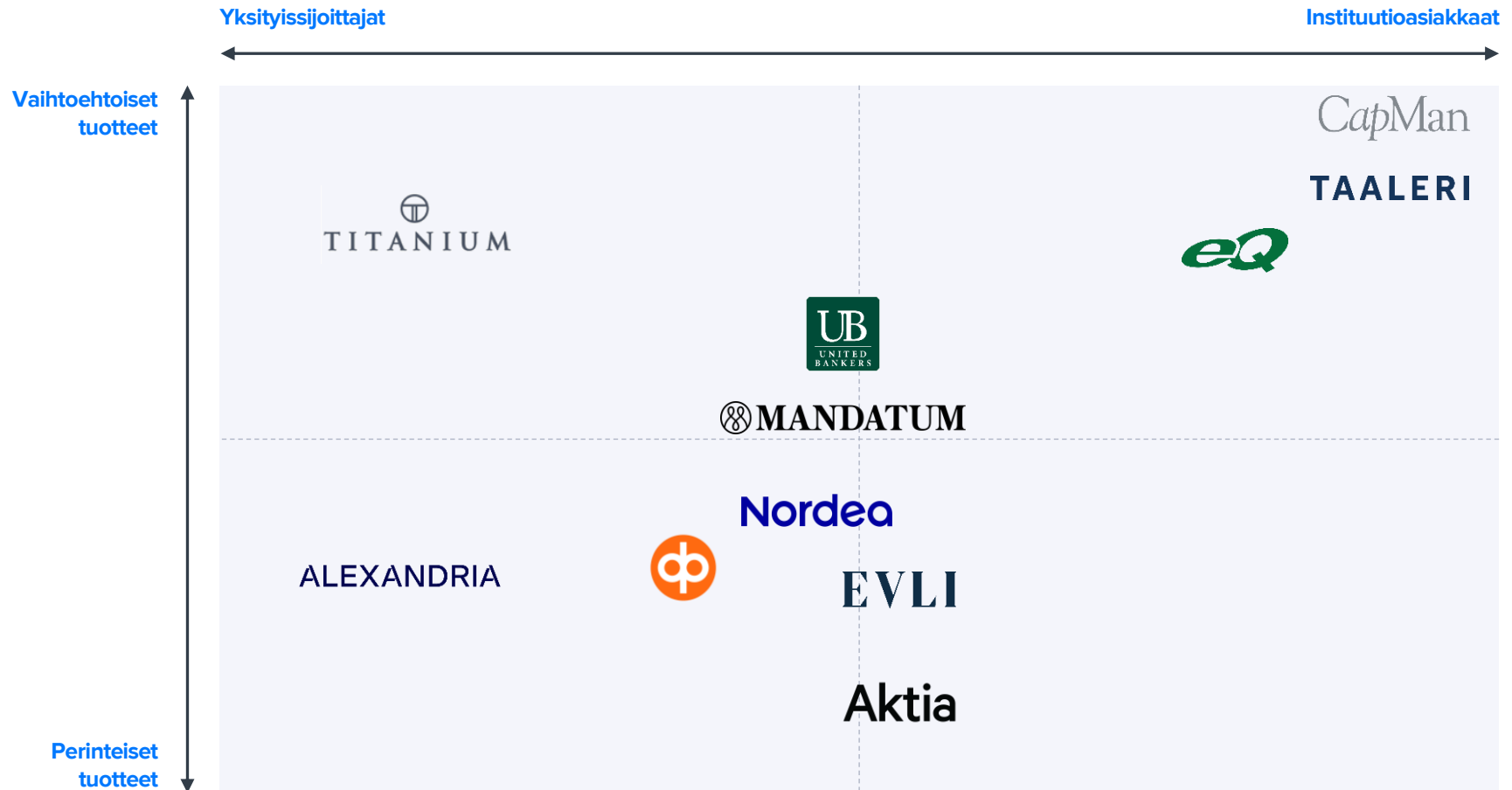


Havainnollistus työeläkelaitosten mahdollisesta allokaatiosta 2029*



Varainhoitomarkkina 7/8 – kilpailukenttä

Suomen varainhoitomarkkinan rakenne asiakaskoon ja tuotekohtaisen asemoitumisen perusteella



Varainhoitomarkkina 8/8 – toimialalla odotettavissa konsolidaatiota

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä

Konsolidaatioajurit

Toteutuneita järjestelyjä

Pankit

Nordea  PANKKI

ÅLANDSBANKEN SEB Aktia

Danske Bank 

Trendit

Digitalisaatio Regulaatio

Korkotuottojen paluu Vaihtoehtoiset omaisuusluokat

Vastuullisuus (ESG)





Keskisuuret sijoituspalveluyhtiöt

MANDATUM EVLI CapMan

LÄHITAPIOLA  TAALERI

TITANIUM  ALEXANDRIA

Myyntisynergiat **Kustannussynergiat**

Tuote- ja palvelutarjonnan laajentaminen IT-kulut

Kasvava jakeluvoima Hallintokulut

Hallinnoitavien pääomien kasvu Henkilöstökulut

CapMan 

 DASOS CAPITAL

ELITE 

TITANIUM 

Pienet sijoituspalveluyhtiöt

ICECAPITAL FINLANDIA

FOURTON 

PYN ELITE DASOS CAPITAL

Konsolidaatiolle on olemassa selvät ajurit ja konsolidaatiokehitys tulee näkemyksemme mukaan jatkumaan aktiivisena

TAALERI 

Aktia 

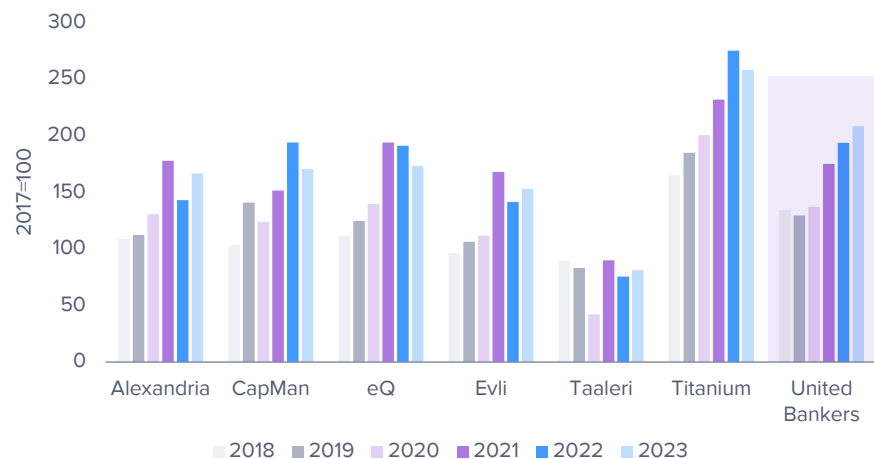
EVLI 



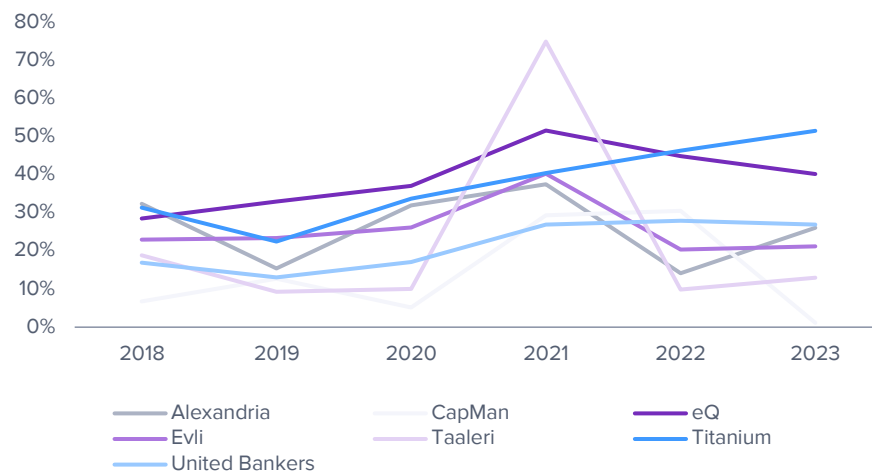
Ab Kelonia Oy

United Bankers suhteessa kotimaisiin verrokkeihin 1/2

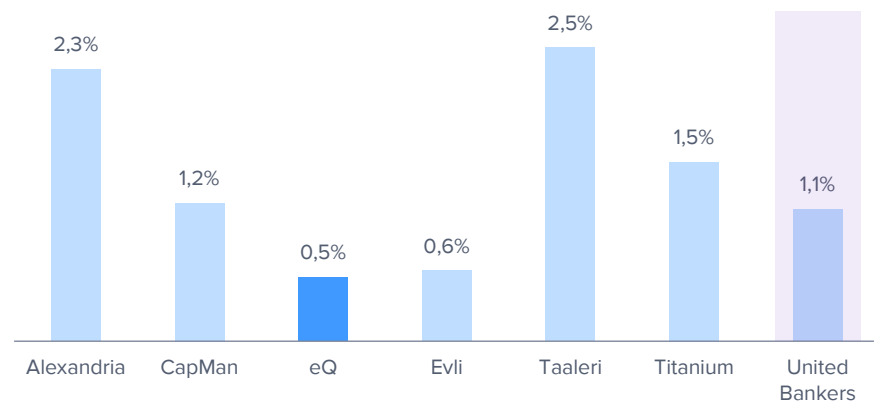
Liiketoiminnan tuottojen kehitys indeksoituna



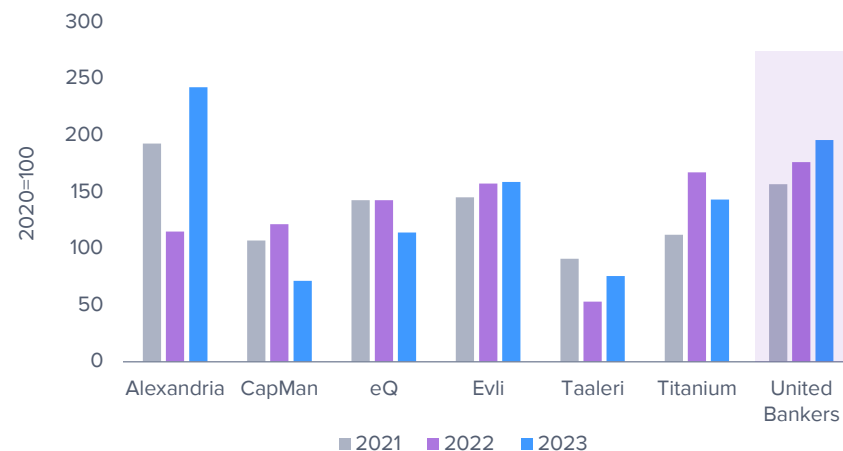
Oman pääoman tuotto (ROE)



Liikevaihto/AUM-%

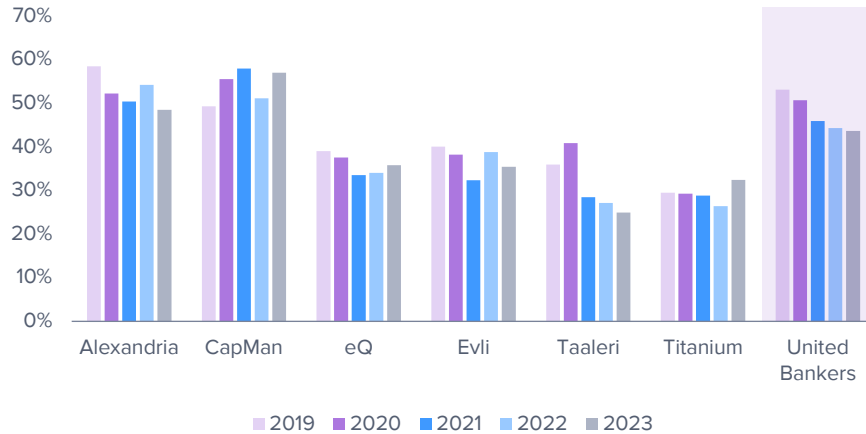


Osinko per osake kehitys indeksoituna

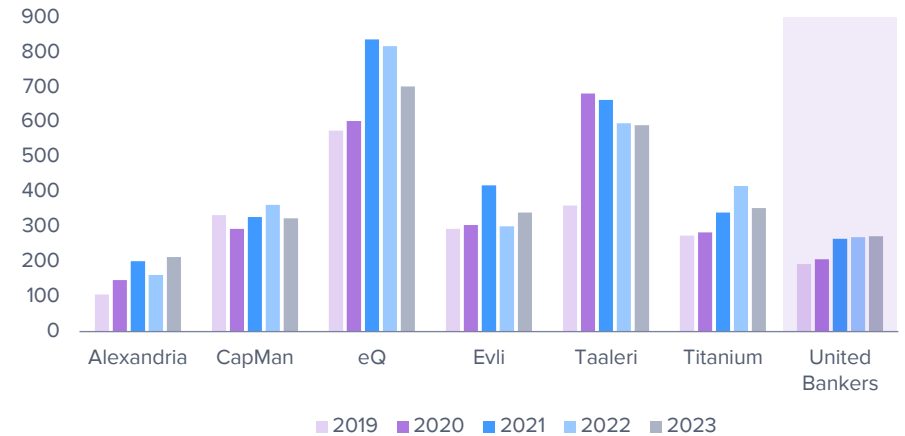


United Bankers suhteessa kotimaisiin verrokkeihin 2/2

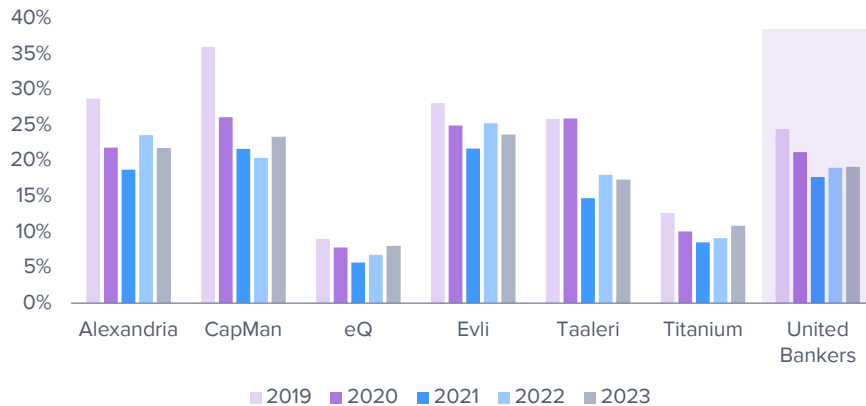
Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



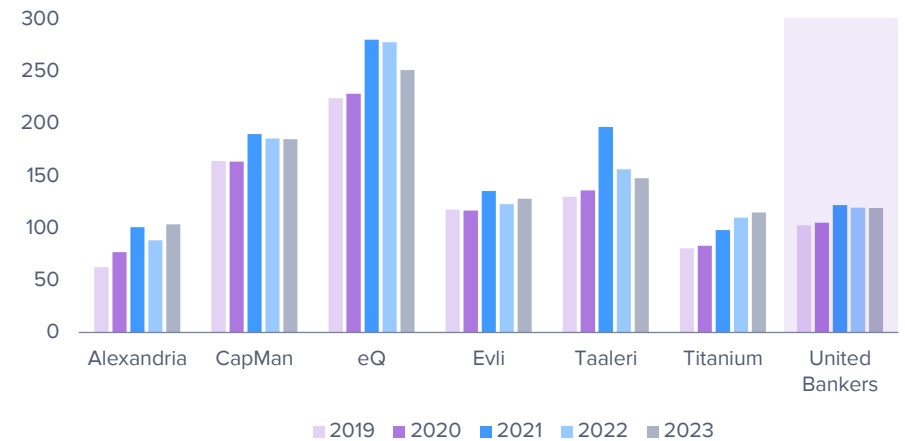
Liikevaihto per työntekijä (TEUR)



Hallintokulut, muut kulut ja poistot suhteessa liikevaihtoon (konserni)



Henkilöstökulut per työntekijä (TEUR)



Inderesin huomiot:

- Liikevaihto per työntekijä laskettu keskimääräisellä henkilöstömäärällä.
- Asiamiehet laskettu henkilöstöön ja henkilöstökuluihin mukaan.
- Taalerin 2019–2021 luvuista oikaistu pois myyty Varainhoitoliiketoiminta.

Taloudellinen tilanne

Aineeton omaisuus kasvattaa tasetta

UB:n tase on sijoittajan näkökulmasta hyvin yksinkertainen eikä kasvu sido toimialalle tyypilliseen tapaan merkittäviä pääomia. Huomattava aineettoman omaisuuden määrä (~31 % taseesta) kasvattaa kuitenkin taseen kokoa. Aineeton omaisuus koostuu 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 2,9 MEUR. Tästä valtaosa on IFRS 16 -standardin mukaista taseen vuokrasopimusvelkaa.

Likvidejä varoja ja velkakirjasijoituksia taseessa oli 2023 lopussa yhteensä noin 10,6 MEUR ja muita sijoituksia pääosin yhtiön omiin tuotteisiin noin 8,2 MEUR.

Taseen varojen viimeinen merkityksellinen erä on muut varat (31,0 MEUR), joka koostuu pääosin palkkiosaamisista.

Omaa pääomaa yhtiöllä oli 2023 lopussa noin 51,6 MEUR ja korollista velkaa 2,0 MEUR. Korollinen velka koostuu puhtaasti IFRS 16 -vuokrasopimusveloista. Muut velat (22,7 MEUR) koostuvat tavanomaisista liiketoiminnan pyörittämiseen liittyvistä käyttöpääoman eristä.

Taseessa on reilusti puskuria

Yhtiön omavaraisuusaste oli 2023 lopussa 67,7 % ja CET1-vakavaraisuus 24,1 % (viranomaisvaatimus 8 %), joka ylitti yhtiön oman 13 %:n tavoitteen reilusti. Ylimääräistä pääomaa taseessa on vakavaraisuustavoitteeseen nähden noin 7 MEUR.

Arviomme mukaan yhtiö haluaa kuitenkin säilyttää taseessaan liikkumavaraa muun muassa yritysjärjestelyjen varalta. Näin ollen emme pidä ylimääräistä voitonjakoa ja taseen keventämistä todennäköisenä. Emme myöskään näe järkevänä puskurin kasvattamista nykytasoltaan, joten yhtiö kykenee jatkossa käyttämään valtaosan liiketoiminnan tuottamasta pääomasta joko voitonjakoon tai yrityskauppoihin.

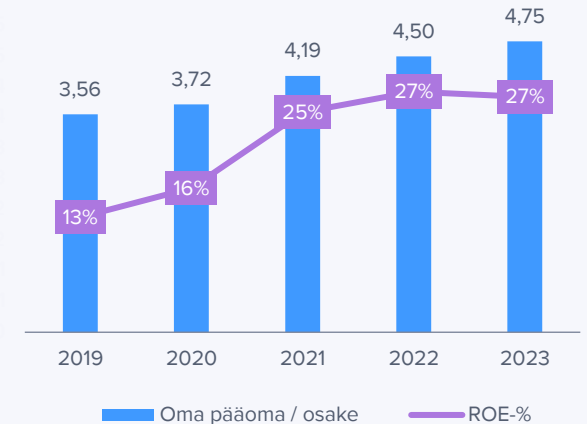
Yritysjärjestelyt mahdollisia myös jatkossa

Nykyinen tase tarjoaa yhtiölle jonkin verran liikkumavaraa ja laskelmiemme mukaan UB kykenisi nykytaseellaan toteuttamaan ainakin noin 10 MEUR:n yritysoston ilman, että yhtiö vaarantaisi taloudellista asemaansa tai joutuisi käyttämään omaa osakettaan maksuvälineenä. Tätä suuremmissa kaupoissa oman osakkeen käyttö olisi lähtökohtaisesti vaatimuksena.

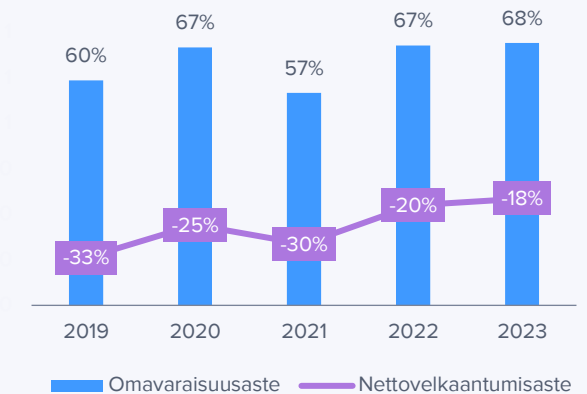
Uskomme, että keskipitkällä aikavälillä UB tulee pysymään aktiivisena toimijana yritysjärjestelykentällä, sillä yhtiöllä on edelleen tavoitteena kokoluokkansa kasvattaminen. Yhtiötä kiinnostavia yritysjärjestelykohteita ovat arviomme mukaan pienet, yhtiön tuotetarjontaa täydentävät finanssitalot Suomesta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

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

Oma pääoma/osake ja ROE-%



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet 1/4

Ennustemuutokset

Olemme tehneet laajan raportin yhteydessä ennusteisiimme jonkin verran muutoksia. Kokonaisuutena näiden vaikutus on jäänyt varsin maltilliseksi, ja lähivuosien liikevoittoennusteemme ovat laskeneet 3–5 %. Myös osinkoennusteemme ovat laskeneet tulosennusteidemme mukana. Isossa kuvassa näkemyksemme yhtiön tuloskehityksestä on kuitenkin ennallaan.

Olemme tarkastaneet hieman alaspäin perinteisten rahastopääomien lähivuosien kasvuennusteitamme. Lisäksi siirsimme varainkeruuvaiheessa olevan pääomarahaston (FIGG) lopullista sulkemista vuoden jälkimmäiselle puoliskolle. Odotamme tämän tapahtuvan noin 200 MEUR:n kokoluokassa. Samalla viivästyimme odotuksiamme seuraavan pääomarahaston lanseerauksesta vuodelle eteenpäin. Muilta osin ennusteemme ovat pysyneet käytännössä ennallaan.

Ennusteiden yhteenveto

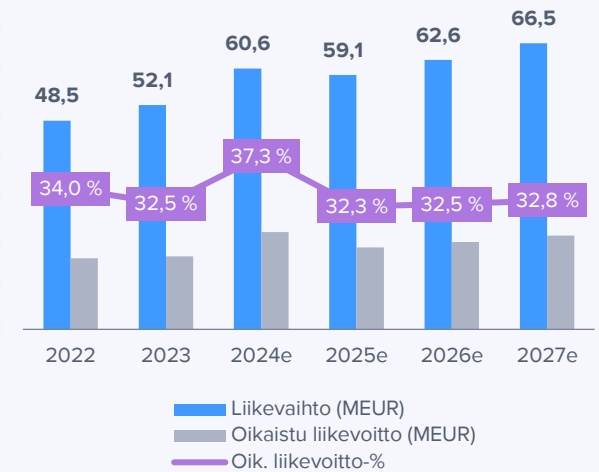
UB:n tuloskehitys on parantunut merkittävästi viimeisten vuosien aikana. Yhtiön uusmyynti on SPL-integraation jälkeen tehnyt selvän tasokorjauksen ylöspäin ja myynnin painopiste on siirtynyt yhä voimakkaammin strategian ytimen muodostaviin reaaliomaisuustuotteisiin. Yhtiön kannattavuus on skaalautunut niin ikään kasvun mukana, ja käyttökatemarginaali on pyörinyt viime vuodet hyvällä 40 %:n tasolla. Myös euromääräisesti kasvu on ollut väkevää, ja viime tilikaudella UB ylsi jälleen uuteen ennätystulokseensa hankaloituneesta markkinatilanteesta huolimatta.

Kertatuottojen merkitys on kuitenkin yhä varsin korkea ja nämä muodostavat keskeisiä verrokkeja suuremman osan UB:n liiketoiminnan tuotoista. Kertatuottojen osuuden tulisi kuitenkin lähivuosina laskea asteittain, kun hallinnoitavien asiakasvarojen kasvu kohentaa jatkuviin tuottoihin perustuvaa kannattavuutta.

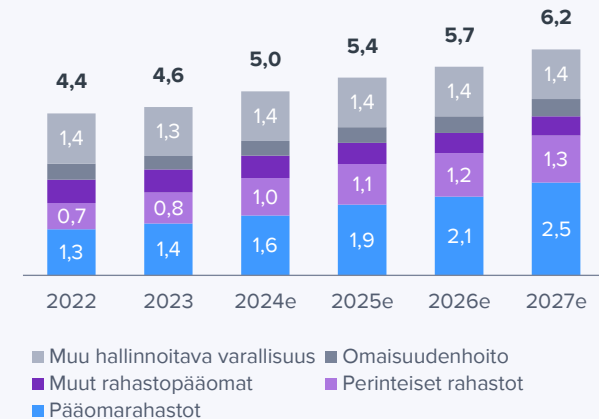
Kokonaisuudessaan odotamme UB:itä keskimäärin noin 5 %:n tuloskasvua vuosina 2024–2027. Valtaosa tästä tulee varainhoidon jatkuvista hallinnointipalkkioista, joiden osuuden konsernin tuotoista odotamme nousevan vuoteen 2027 mennessä noin 70 %:n tasolle (viime vuosina ~60 %). Taso alkaa olla jo hyvä ja 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 reaaliomaisuustuotteiden pääomien vahvan kasvun jatkuminen. Sijoittajien on syytä huomata, että ennusteemme jatkuvien ja ei-jatkuvien tuottojen jakaumasta poikkeavat hieman UB:n omasta raportoinnissa. UB käsittelee omassa raportoinnissa tuottosidonnaiset palkkiot jatkuvina palkkioina, kun taas omat tulkintamme käsittelevät nämä kertatuottoina. Samalla huomautamme, että ennusteissamme vuositason tuloskehitys heittelee jonkin verran tuottosidonnaisten palkkioiden ajoittumisen mukaan.

Liikevaihto- ja kannattavuusennusteet



AUM-ennusteet (mrd. euroa)



Ennusteet 2/4

Markkinatilanteen osalta odotamme kysyntänäköymän säilyvän kiinteistötuotteissa vaisuna vielä tämän vuoden. Ensi vuonna odotettavissa on jo kohentumista, kun ennusteissa oleva korkotason lasku tukee omaisuuserän tuottonäkymiä ja tätä kautta myös rahastotuotteiden kysynnän kehitystä. Tämän pidemmälle emme ota erityistä näkemystä makrotalouden kehityksestä, vaan vuosille 2025–2027 odotamme normaalia markkinatilannetta.

2024: Tulos jälleen uuteen ennätykseen

UB antoi maaliskuussa positiivisen tulovaroituksen, kun UB Nordic Forest Fund II -rahaston myynnistä tuloutuu kuluvalle vuodelle 10 MEUR:n edestä tuottosidonnaisia palkkioita. Nykyinen ohjeistus odottaa yhtiön operatiivisen liikevoiton kasvavan selvästi vuoden 2023 tasosta, ja arviomme mukaan tällä tarkoitetaan vähintään 20 %:n tuloskasvua. Näin ollen liikevoiton tulisi uuden ohjeistuksen mukaan olla ohjeistuksen alarajalla vähintään 20,3 MEUR. Arviomme mukaan yhtiöllä on omissa ennusteissa puskuria suhteessa ohjeistuksen alarajaan, sillä tulosvaroituksen aikaan vuosi oli vasta alussa ja näkyvyys loppuvuoden tuottopalkkioihin rajallinen. Kokonaisuutena odotammekin UB:ltä kuluvalta vuodelta selvästi sen historian parasta tulosta, ja ennusteemme liikevoitolle on 22,6 MEUR.

Uusmyyntiennusteissamme olemme lähteneet oletuksesta, että vuoden 2024 jälkipuoliskolla kysyntä UB:n rahastotuotteille säilyy vähintään alkuvuoden tasolla. Loppuvuonna odotamme kysyntänäköymän saavan tukea asteittain kohenevasta talouskehityksestä ja korkojen laskusta. Odotamme nettomerkintöjen yhtiön vaihtoehtoiisiin

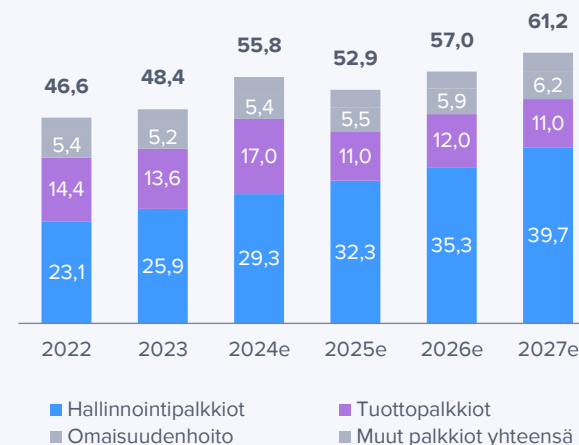
rahastoihin olevan tänä vuonna noin yli 200 MEUR:n tasolla. Rahastopääomien kasvusta vastaavat erityisesti metsärahasot sekä varainkeruuvaiheessa oleva uusi listaamattomien metsäteollisuusyritysten osakkeisiin sijoittava UB Forest Industry Green Growth -rahasto, jonka viimeisestä sulkemisesta yhtiö tiedottanee lähiaikoina. Odotamme rahaston lopullisen koon asettuvan noin 200 MEUR:oon. Lisäksi odotamme uuden UB Uusiutuva Energia -rahastolta tervettä uusmyyntiä.

Myös perinteisissä rahastopääomissa odotamme reipasta kasvua koko vuoden osalta. Tästä on erityisesti kiittäminen alkuvuonna nähtyjä rahastojen arvonnousuja. Kiinteistörahastojen myynti puolestaan säilyy arviomme mukaan haastavana läpi vuoden, ja odotamme näiden pääomien laskevan hieman vaisujen tuottojen ja lunastusten takia. Kokonaisuutena odotamme UB:n uusmyynnin vetävän kuitenkin edelleen kohtuullisen hyvin heikosta markkinatilanteesta huolimatta ja ennusteemme 2024 hallinnointipalkkioiksi on 29,3 MEUR (2023: 26,4) ja vuoden lopun hallinnoitaviksi varoiksi 5,0 mrd. euroa (2023: 4,6 mrd.).

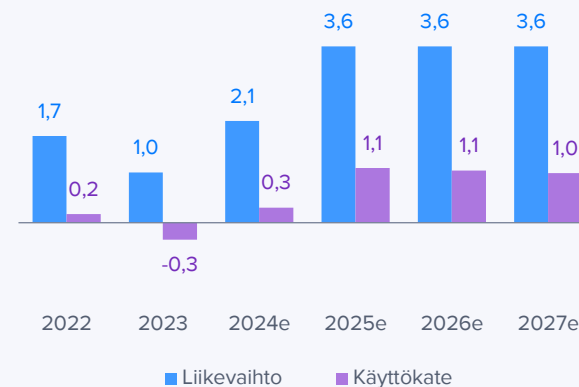
Kuluvalle vuodelle ennustamistamme 17 MEUR:n tuottosidonnaisista palkkioista valtaosa tulee NFF II -rahaston myynnistä, minkä lisäksi odotamme UB Metsä -rahastolta tuottopalkkioita. Kiinteistörahastoista emme odota kirjattavan tuottosidonnaisia palkkioita.

Varainhoidon kulurakenne pysyy ennusteissamme varsin vakaana, joten liikevaihdon kasvu valuu tehokkaasti tulokseen. Samalla jatkuviin palkkioihin pohjautuva kannattavuus paranee.

Varainhoidon palkkioennusteet (MEUR)



Pääomamarkkinapalveluiden ennusteet (MEUR)



Ennusteet 3/4

Pääomamarkkinapalveluiden puolella transaktiomarkkinan yleinen tahmeus pitää aktiiviteetin matalana kuluvana vuonna, joten liikevaihtoennusteemme on normaalivolyymien alapuolella 2,1 MEUR:ssa. Kiinteästä kulurakenteesta johtuen kannattavuus jää niin ikään vaatimattomaksi, ja odotamme segmentiltä vain hieman positiivista tulosta. Konsernikuluja sisältävä Muut-segmentti puolestaan kirjaa pienen tappion.

Tarkemmat tulosennusteemme löytyvät raportin sivujen 33–34 taulukoista.

2025–2027: Liiketoiminnan painopiste vahvemmin jatkuviin palkkioihin

Odotamme markkinatilanteen paranevan asteittain vuoden 2024 aikana ja vuodelta 2025 odotamme jo varsin normaalia markkinaympäristöä. Tällä tarkoitamme tilannetta, jossa omaisuusarvot tuottavat suunnilleen historiallisten keskiarvojen mukaisesti ja rahastotuotteet käyvät kaupaksi suunnilleen historiallisella keskimääräisellä volyymilla koko markkinan tasolla.

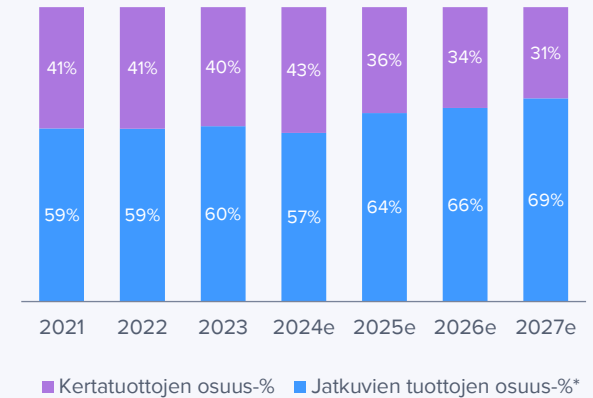
Vuosilta 2025–2027 odotamme keskimäärin noin 7 %:n kasvua UB:n hallinnoitavissa asiakasvaroissa. Pääomarahastojen uusmyyntiennusteita ajavat strategisesti tärkeät rahastot (UB FIGG, UB NFF IV, UB Uusiutuva Energia ja UB Metsä). Perinteisten rahastopääomien odotamme kasvavan lähivuodet keskimäärin noin 8 % arvonmuutosten ja uusmyynnin vetämänä. Kiinteistörahastoissa ennustetun korkotason laskun pitäisi virkistää asteittain kysyntää ensi vuodesta lähtien. Näiden osalta odotamme myyntimäärien jäävän kuitenkin selvästi huippuvuosien tasoista. Strukturoitujen tuotteiden normaalivolyymien arviomme olevan noin 50 MEUR, mikä tarkoittaa reilun 2 MEUR:n palkkiotuottoja.

Suurin epävarmuus liittyy tuottosidonnaisiin palkkioihin, joita yhtiö on kirjannut viime vuosina runsaasti. Näiden suhteen olemme ennusteissamme varsin konservatiivisia, sillä aiempien vuosien tapaan näiden taso on äärimmäisen haastavaa arvioida rahastojen performanssin ollessa merkittävin tähän vaikuttava komponentti. Odotamme tuottosidonnaisten palkkioiden määrän olevan lähivuodet noin 11 MEUR (2018–2023 keskiarvo ~9 MEUR). Tuottosidonnaiset palkkiot tulevat ennusteissamme lähivuosina lähes yksinomaan metsärahalta. Kiinteistörahastojen puolella tilanne säilyy haastavana vielä jonkin aikaa, sillä rahastoilla on käytössä ns. High-Water-Mark-periaate. Tämä tarkoittaa, ettei rahastoista voida veloittaa tuottosidonnaista palkkiota ennen kuin rahaston arvo on ylittänyt sen edellisen huipun. Viime vuosien heikon tuottokehityksen sekä nousseiden korkojen vuoksi arvioimme, että tuottosidonnaisten palkkioiden paluuta saadaan kiinteistörahastojen osalta odottaa ainakin vuoteen 2026.

Varainhoidon tulokselta odotamme kokonaisuudessaan keskimäärin nollakasvua 2025–2027. Tämä selittyy kuitenkin tuottosidonnaisten palkkioiden normalisoinnilla poikkeuksellisen korkealta 2024 tasolta. Samasta syystä UB:n konsernitason nettotulos kasvaa ennusteissamme samalla aikavälillä vain nimellisesti.

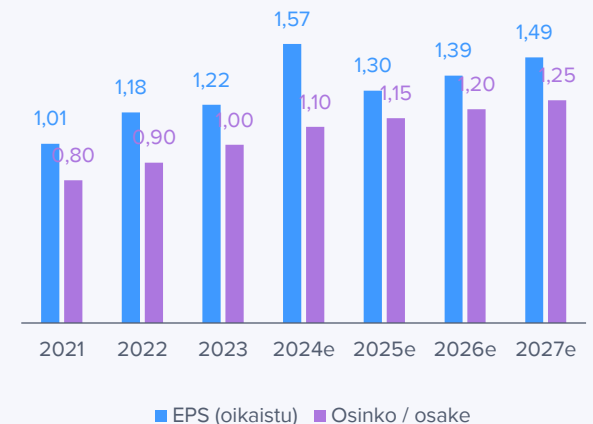
Ennustamamme varainhoitoliiketoiminnan jatkuviin tuottoihin perustuva käyttökate kuitenkin jatkaa ennusteissamme kasvuaan ja käyttökatemarginaali kohoaa vuoteen 2027 mennessä jo noin 25 %:n tuntumaan. Parannus on toteutuessaan merkittävä, sillä tuottosidonnaisten huomattavasta liikevaihto-osuudesta johtuen vuoden 2023 taso oli vain noin 14 % (EBITDA-% kertatuottojen kanssa noin 40 %).

Palkkioiden jakauman kehitys



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

EPS ja osakekohtainen osinko



Ennusteet 4/4

Pääomamarkkinapalveluiden ennusteemme odottavat vuosille 2025–2027 noin 3,6 MEUR:n liikevaihtoa, joka vastaa arviotamme segmentin normalisoidusta tasosta. Liikevaihdon normalisoitumisen myötä segmentin käyttökate nousee ennusteissamme noin 1,0 MEUR:oon. Tämä tarkoittaa hieman alle 35 %:n käyttökatemarginaalia. Huomautamme, että vaikka segmentti on 3–4 MEUR:n liikevaihtotasolla hyvin kannattava, on sen merkitys konsernin numeroihin pieni.

Pitkän aikavälin ennusteet

UB:n Varainhoidolla on näkemyksemme mukaan hyvät edellytykset jatkaa vahvaa orgaanista kasvua myös pitkällä aikavälillä. Yhtiön tuotetarjonta vastaa erinomaisesti markkinan pitkän aikavälin kysyntätrendeihin (erityisesti reaaliomaisuustuotteet) ja myyntikone on saatu hyvään iskuun. Jatkoissa keskeisiä tekijöitä 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-segmenttiään yritysostoin.

Pidemmällä aikavälillä odotamme tuottosidonnaisten palkkioiden kasvavan suunnilleen linjassa hallinnoitavan varallisuuden kanssa, sillä tuottosidonnaisten palkkioiden koko on rahaston tuoton ohella riippuvainen sen koosta.

Osinkovirta jatkuu vuolaana, mutta on riippuvainen tuloskehityksestä

UB:n virallinen osinkopolitiikka on jakaa omistajille osinkoina vähintään 70 % tilikauden tuloksesta, mikä on tavoitteena mielestämme varsin konservatiivinen liiketoiminnan vaatimattomat investointitarpeet huomioiden. Odotammekin UB:n jatkavan lähivuodet varsin avokätistä voitonjakopolitiikkaansa ja ennustamme todellisen osingonjakosuhteen asettuvan 70–90 %:n välille vuosina 2024–2027. 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.

UB on myös ostanut omia osakkeitaan pörssissä, mutta tämän kokoluokka on ollut hyvin pientä. Osakkeita onkin hankittu lähinnä henkilöstön palkitsemistarkoituksessa pääomarakenteen optimoinnin sijaan. Odotammekin osinkojen olevan pääasiallinen voitonjakokanava myös jatkossa, sillä omien osakkeiden laajempaa osto-ohjelmaa vaikeuttaa jo pelkästään osakkeen heikko likviditeetti.

Ennustemuutokset

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2024e		Muutos %	2025e		Muutos %	2026e		Muutos %
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Liikevaihto	61,4	60,6	-1 %	59,8	59,1	-1 %	63,8	62,6	-2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	23,3	22,6	-3 %	19,7	19,1	-3 %	21,5	20,3	-5 %
Liikevoitto	23,3	22,6	-3 %	19,7	19,1	-3 %	21,5	20,3	-5 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,62	1,57	-3 %	1,35	1,30	-3 %	1,47	1,39	-6 %
Osakekohtainen osinko	1,10	1,10	0 %	1,20	1,15	-4 %	1,30	1,20	-8 %

Lähde: Inderes

Varainhoidon ennusteet

Varainhoito (MEUR)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Rahastot	14,9	20,8	24,3	32,7	39,0	40,8	47,8	45,1	48,9	52,8
<i>Hallinnointipalkkiot</i>	10,2	13,3	15,5	19,3	23,1	25,9	29,3	32,3	35,3	39,7
<i>Tuottopalkkiot</i>	3,7	5,7	7,0	11,5	14,4	13,6	17,0	11,0	12,0	11,0
<i>Merkintä & lunastus</i>	1,0	1,9	1,7	1,9	1,5	1,3	1,6	1,8	1,5	2,1
Omaisuu denhoito	3,2	4,1	4,6	6,5	5,4	5,2	5,4	5,5	5,9	6,2
Strukturoidut sijoitukset	5,4	3,2	2,0	1,2	2,2	2,5	2,5	2,3	2,3	2,3
Liikevaihto yhteensä	23,5	28,1	31,1	40,4	46,8	50,6	58,1	55,1	58,7	62,5
Liikevaihdon kasvu-%	10 %	20 %	11 %	30 %	16 %	8 %	15 %	-5 %	7 %	7 %
Palkkiokulut	-2,7	-3,8	-4,3	-5,0	-5,2	-4,8	-5,4	-5,2	-5,6	-6,0
Muu kulut yhteensä	-13,6	-15,4	-16,3	-19,1	-22,1	-24,6	-26,1	-27,2	-28,9	-30,7
EBITDA	7,2	8,8	10,6	16,2	19,5	20,0	25,5	21,5	23,3	25,2
<i>EBITDA-%</i>	30,6 %	31,5 %	34,0 %	40,2 %	41,6 %	39,5 %	43,9 %	39,1 %	39,7 %	40,2 %
EBITDA jatkuvat tuotot	2,5	1,3	1,8	2,8	3,5	5,1	6,9	8,7	9,8	12,1
<i>EBITDA-% jatkuvat tuotot</i>	10,7 %	4,6 %	5,9 %	7,0 %	7,5 %	10,1 %	11,9 %	15,9 %	16,6 %	19,3 %
Hallinnoitava varallisuus	2900	3565	3772	4800	4411	4585	5010	5385	5680	6155
Pääomarahastot	441	708	806	990	1254	1409	1630	1930	2140	2530
Perinteiset rahastot	729	875	859	1108	718	845	1020	1100	1190	1280
Muut rahastopääomat	668	752	560	682	630	635	610	580	550	520
Omaisuu denhoito	1062	1230	415	530	441	367	400	425	450	475
Muut	0	0	1132	1490	1367	1330	1350	1350	1350	1350
AUM kasvu v/v	27 %	23 %	6 %	27 %	-8 %	4 %	9 %	7 %	5 %	8 %
Rahastojen palkkiotuotot/rahasto-AUM (%)	0,81 %	0,89 %	1,09 %	1,17 %	1,50 %	1,41 %	1,47 %	1,25 %	1,26 %	1,22 %
Hallinnointipalkkiot/rahasto-AUM (%)	0,56 %	0,57 %	0,70 %	0,69 %	0,89 %	0,90 %	0,90 %	0,89 %	0,91 %	0,92 %

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

Pääomarahastot = NFF-rahastot, Lainarahasto ja UB Metsä, UB Suomi Kiinteisöt, UB Pohjoismaiset Liikekiinteisöt, UB Uusiutuva Energia ja FIGG

Konsernitason ennusteet

MEUR	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Palkkiotuotot	29,1	32,2	34,3	43,4	48,3	49,4	57,8	56,4	60,5	64,8
Rahastot	14,9	20,8	24,3	32,7	39,0	40,8	47,8	45,1	48,9	52,8
<i>Hallinnointipalkkiot</i>	10,2	13,3	15,5	19,3	23,1	25,9	29,3	32,3	35,3	39,7
<i>Tuottopalkkiot</i>	3,7	5,7	7,0	11,5	14,4	13,6	17,0	11,0	12,0	11,0
<i>Merkintä&lunastus</i>	1,0	1,9	1,7	1,9	1,5	1,3	1,6	1,8	1,5	2,1
Omaisuudenhoito	3,2	4,1	4,6	6,5	5,4	5,2	5,4	5,5	5,9	6,2
Strukturoidut sijoitukset	5,4	3,2	2,0	1,2	2,2	2,5	2,5	2,3	2,3	2,3
Pääomamarkkinapalvelut	5,5	4,1	3,4	3,1	1,7	1,0	2,1	3,6	3,6	3,6
Muut tuotot	0,6	0,3	0,0	0,4	0,3	2,8	2,8	2,7	2,1	1,7
Sijoituspalvelutoiminnan tuotot	29,7	32,5	34,4	43,8	48,6	52,2	60,6	59,1	62,6	66,5
Palkkiokulut	-3,9	-4,5	-4,6	-5,3	-5,1	-4,8	-5,6	-5,7	-6,1	-6,5
Nettopalkkiotuotot	25,8	28,0	29,7	38,5	43,4	47,4	55,0	53,5	56,5	60,0
Henkilöstökulut	-12,1	-14,0	-14,0	-16,3	-17,5	-19,0	-20,9	-22,4	-23,9	-25,5
Muut kulut	-8,3	-8,1	-7,4	-8,0	-9,4	-11,4	-11,5	-12,0	-12,2	-12,6
Liikevoitto	5,4	5,9	8,3	14,3	16,5	17,0	22,6	19,1	20,3	21,8
Kertaerät	0,0	-0,8	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertailukelpoinen EBIT-%	18,1 %	18,3 %	24,3 %	32,7 %	33,9 %	32,6 %	37,3 %	32,3 %	32,5 %	32,8 %
Henkilöstökulut/työntekijä (tEUR)	-92	-102	-108	-119	-118	-119	-126	-131	-136	-141
Henkilöstömäärä (FTE)	130	135	129	137	148	160	166	171	176	181
Hallinnoitava varallisuus (MEUR)	2900	3565	3772	4800	4411	4585	5010	5385	5680	6155
Pääomarahastot	441	708	806	990	1254	1409	1630	1930	2140	2530
Perinteiset rahastot	729	875	859	1108	718	845	1020	1100	1190	1280
Muut rahastopääomat	668	752	560	682	630	635	610	580	550	520
Omaisuudenhoito	1062	1230	415	530	441	367	400	425	450	475
Muu hallinnoitava varallisuus				1490	1367	1330	1350	1350	1350	1350
Rahastojen palkkiotuotot/rahasto-AUM (%)	0,81 %	0,89 %	1,09 %	1,17 %	1,50 %	1,41 %	1,47 %	1,25 %	1,26 %	1,22 %
Hallinnointipalkkiot/rahasto-AUM (%)	0,56 %	0,57 %	0,70 %	0,69 %	0,89 %	0,90 %	0,90 %	0,89 %	0,91 %	0,92 %
Jatkuvien tuottojen osuus*	46 %	54 %	59 %	59 %	59 %	63 %	60 %	67 %	68 %	71 %
Kertatuottojen osuus	54 %	46 %	41 %	41 %	41 %	37 %	40 %	33 %	32 %	29 %

*Jatkuvat tuotot = rahastojen hallinnointipalkkiot + omaisuudenhoidon palkkiot

Arvonmääritys 1/3

Yhteenveto arvonmäärityksestä

Olemme tarkastelleet UB:n arvonmääritystä kassavirtamallin (DCF), arvostuskertoimien sekä verrokkianalyysin kautta. Keskeiset arvonmääritysmenetelmämme indikoivat osakkeen olevan varsin neutraalisti arvostettu kurssinousun seurauksena. Eri menetelmät ovat myös kaikki varsin hyvin linjassa 19,0 euron tavoitehintamme kanssa. Tavoitehintamme on niin ikään linjassa arvioomme UB:n osakkeen käyvästä arvosta (17,0–21,0€). Olemme käsitelleet soveltamiamme arvostusmenetelmiä tarkemmin raportin seuraavilla sivuilla.

Kerroin pohjaisesti tarkasteltuna UB:n nykyinen arvostus on kohtalaisen neutraali, joten sijoittajan tuotto-odotus muodostuu osinkotuoton (~6 %) ja ennustamamme tuloskasvun (~5 %) yhtälönä. Tuloskasvun ajurina ovat erityisesti hallinnoitavien varojen mukana kasvavat hallinnointipalkkiot, sillä odotamme tuottosidonnaisten palkkioiden normalisoituvan viime vuosina nähdyiltä poikkeuksellisen korkeilta tasoilta. Sijoittaja on kuitenkin hyvä huomioida, että tuottosidonnaisten palkkioiden määrä on yhä varsin korkea (~20 % liikevoiminnan tuotoista), mikä muodostaa osakkeen keskeisen ennusteriskin. Osingonjako taas saa tukea matalasta investointitarpeesta. Huomautamme kuitenkin, että osinko on lopulta riippuvainen toteutuvasta tuloksesta.

Kokonaisuutena lähivuosien tuotto-odotus on siten arviomme mukaan noin 10 %:n tasolla, mikä vastaa soveltamaamme 10 %:n oman pääoman tuottovaatimusta. Tämä taas ei mielestämme ole riittävä korvaus suhteessa yhtiön riskiprofiiliin.



UB:n arvostusta tukevia tekijöitä:

- Kasvava markkina
- Kilpailukykyinen ydintuotetarjonta
- Pitkän aikavälin tuloskasvupotentiaali
- Maltillinen riskitaso (jatkuvien tuottojen osuuden kasvu)



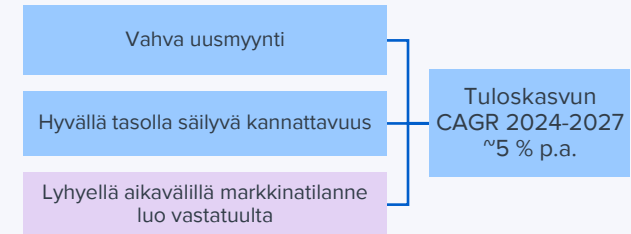
Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

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

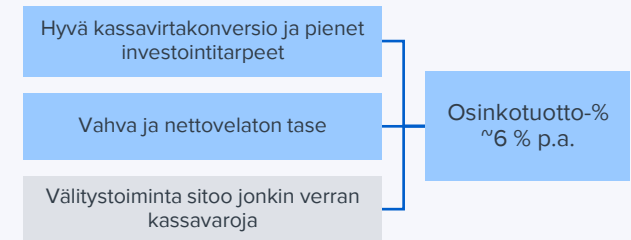
Osaketuoton ajurit 2023–2027

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

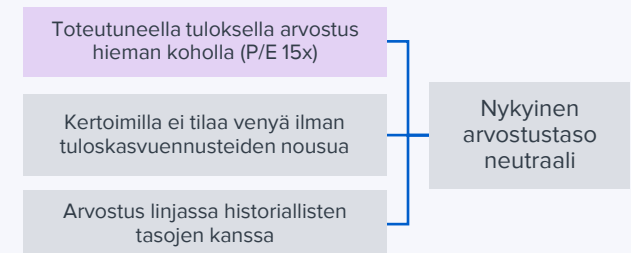
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



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

Arvonmääritys 2/3

Kassavirtamalli (DCF)

DCF-laskelmassamme lähdemme oletuksesta, että UB:n liikevaihdon kasvu hidastuu lähivuosina historialliselta noin 16 %:n tasolta (2018–2023). Kasvavan markkinan sekä vahvan tuotetarjonnan ansiosta odotamme kasvun kuitenkin jatkuvan reippaana vielä lähivuodet. Tämän jälkeen kasvu hidastuu ennusteissamme 3,0 %:iin, joka on yhä yli arvioimamme Suomen talouskasvunopeuden. Terminaalijakson kasvuolettamana olemme käyttäneet 2,5 %.

Suhteellisen kannattavuuden odotamme säilyvän lähivuodet suunnilleen vuoden 2023 tasolla ja laskevan tasaisesti kohti terminaalijakson 27 %:n liikevoittomarginaaliennustetta. Taso on yhtiön nykyiseen suoritustasoon ja potentiaaliin nähden kohtalaisen vaatimaton, mutta sisältää samalla turvamarginaalia ennusteriskien madaltamiseksi. Taso on kuitenkin selvästi koronapandemiaa edeltäneitä vuosia korkeampi.

UB:n liiketoiminnan investointitarve on varsin vaatimaton, joten valtaosa tilikauden tuloksesta kääntyy vapaaksi kassavirraksi osakkeenomistajille läpi ennusteperiodin.

Sovellamme UB:lle 10 %:n oman pääoman kustannusta, joka on kohtalaisen hyvin linjassa yhtiön keskeisten verrokkien kanssa. Yhtiön kohdalla tuottovaatimusta nostavat erityisesti tuottosidonnaisiin palkkioihin liittyvät ennusteriskit. Näin ollen myös nykyistä matalampi taso olisi perusteltavissa, mikäli UB kykenee todistamaan nykyisen tulostason olevan kestäväällä pohjalla ja tuloksen jakauman painopiste siirtyy vielä

voimakkaammin jatkuviin tuottoihin.

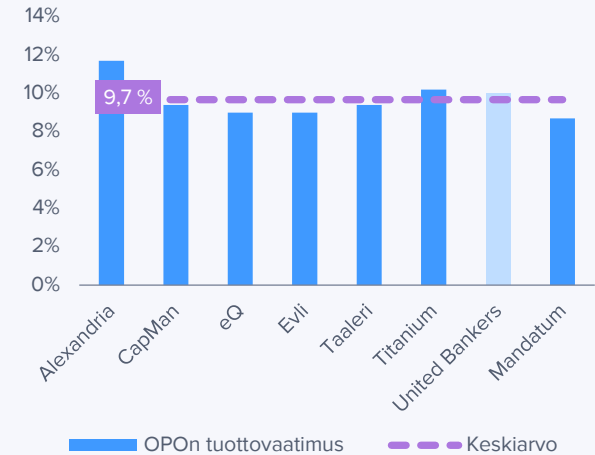
Kassavirtamallimme (s. 45) indikoi UB:n osakkeen arvoksi noin 19,5 euroa (aik. 20€). Muutos selittyy maltillisilla ennustelaskuilla suhteessa viime päivitykseen. Taso on linjassa nykyiseen osakekurssiin ja antaa myös mielestämme hyvän indikaation yhtiön käyvistä arvosta.

Tuloskertoimet

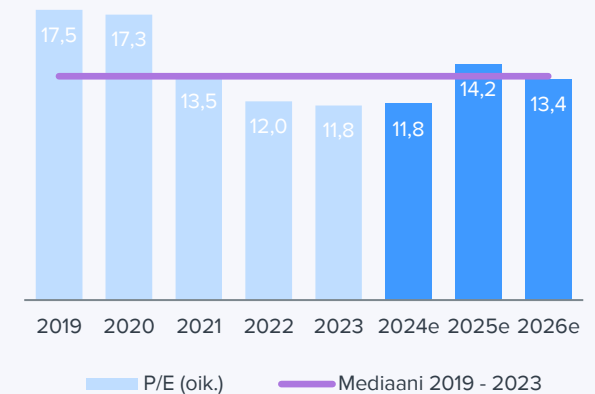
UB:n osakkeen arvoa voidaan haarukoida myös kerroin pohjaisesti. Suosimme analyysissämme P/E-lukua, joka on vertailukelpoinen läpi sektorin, sillä vakavaraisuusvaatimukset asettavat rajoja sijoituspalveluyhtiöiden taserakenteelle. Näin ollen yritysarvoon (EV) pohjautuvat kertoimet saattavat jossain tapauksissa antaa harhaanjohtavan kuvan arvostuksesta. Tarkastelun käänköpuolena taas on se, ettei P/E-luku huomioi usean yhtiön varsin muhkeaa ylimääräistä kassaa. Joka tapauksessa pidämme menetelmää selvästi käyttökelpoisimpana sen pienistä heikkouksista huolimatta.

Kuluvan vuoden ennustetulla tuloksella P/E-kerroin on maltillinen 12x, joka on UB:lle hyväksymämme arvostushaarukan (13–15x) alapuolella. Pidämme kuitenkin parempana tarkastelupisteenä vuoden 2025 tulosennustettamme, sillä kuluvana vuonna tuottosidonnaisten palkkioiden määrä on normaaliksi katsomaamme tasoa korkeampi. Vuoden 2025 tulosennusteellamme P/E-luku on noin 14x, joten myös tulos pohjaisesti tarkasteltuna UB:n arvostustaso on mielestämme varsin neutraali.

Verrokkien oman pääoman kustannus



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



Arvonmääritys 3/3

Verrokkianalyysi tukee arvonmääritystä

UB:lle on tarjolla varsin kattava verrokkiryhmä Helsingin pörssistä. Nämä kotimaiset rahasto- ja sijoituspalveluyhtiöt kilpailevat samoilla markkinoilla, samankaltaisilla tuotteilla, samoista asiakkaista sekä samoista osajista. Näin ollen verrokkiryhmä tarjoaa mielestämme relevantin tarkastelupisteen UB:n arvonmäärityksen tueksi.

Olemme käyttäneet verrokkeina kaikkia pörssiin listattuja varainhoitajia eli Alexandriaa, Aktiaa, CapMania, eQ:ta, Evliä, Taaleria ja Titaniuma. Keskitymme tarkastelussamme P/E-kertoimeen ja sekä osinkotuottoon, jotka ovat mielestämme sektorin keskeiset hinnoittelukertoimet, ja samalla näiden vertailukelpoisuus on hyvä.

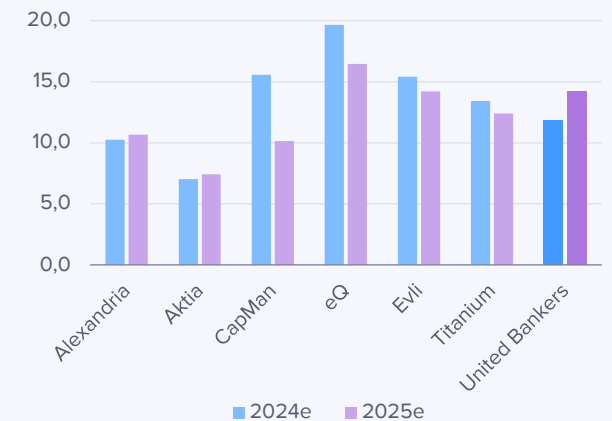
Vuosien 2024 ja 2025 keskimääräisillä tuloskerroimilla UB:ta hinnoitellaan pienellä preemiolla suhteessa sen keskeisiin verrokkeihin. Osinkotuotto taas on hieman keskimääräistä verrokkia matalampi. Emme pidä preemiohinnoittelua perusteltuna yhtiön keskeistä verrokkia hieman korkeampi riskitaso ja tuottovaatimus huomioiden. Näin ollen verrokkianalyysin huomioidut antavat samansuuntaisen tuloksen muun arvonmäärityksemme kanssa.

Myös UB:n historialliset kertoimet kertovat samaa tarinaa, sillä yhtiötä on hinnoiteltu viimeisen viiden vuoden ajan keskimäärin 14x P/E-luvulla. Mielestämme taso on järkevä ja perusteltavissa yhtiön tulostasolla, tuloksen kasvunäkymällä ja riskitasolla.

	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	18,6	18,6	18,6
Osakemäärä, milj. kpl	10,8	10,9	10,9
Markkina-arvo	201	201	201
Yritysarvo (EV)	180	173	170
P/E (oik.)	11,8	14,2	13,4
P/E	11,8	14,2	13,4
P/B	3,5	3,4	3,2
P/S	3,3	3,4	3,2
EV/Liikevaihto	3,0	2,9	2,7
EV/EBITDA	7,2	8,0	7,4
EV/EBIT (oik.)	8,0	9,1	8,4
Osinko/tulos (%)	70,3 %	88,3 %	86,4 %
Osinkotuotto-%	5,9 %	6,2 %	6,5 %

Lähde: Inderes

Kotimaisten verrokkien P/E-kertoimet

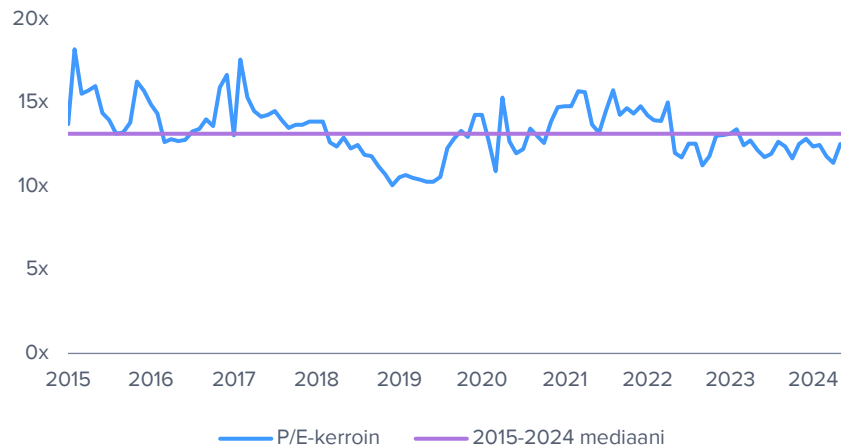


Verrokkiryhmän arvostus 1/2

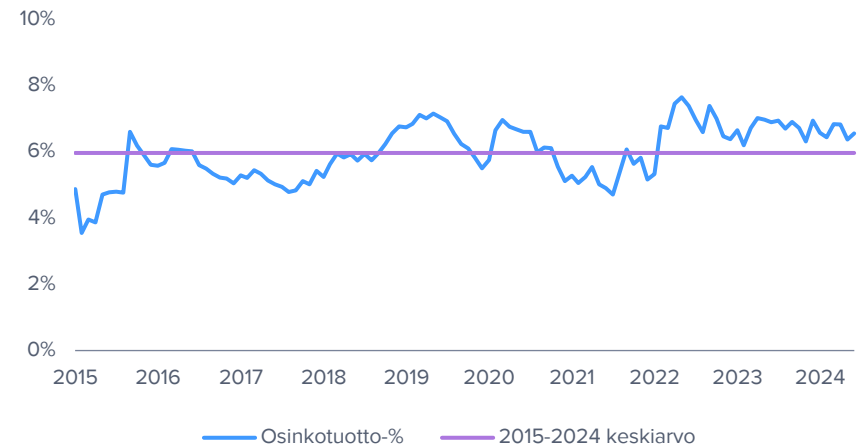
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Alexandria	81	76	7,4	7,0	6,1	5,8	1,7	1,5	10,3	10,7	7,9	7,6	2,4
Aktia	681								7,0	7,4	9,2	8,8	1,0
CapMan	329	389	11,3	8,4	11,2	8,2	5,4	4,9	15,6	10,2	6,4	11,1	2,0
eQ	598	567	14,8	12,2	14,3	11,9	8,3	7,0	19,7	16,5	5,3	6,4	7,7
Evli	523	519	11,3	10,5	8,0	9,4	4,2	4,6	15,4	14,2	7,5	8,2	3,6
Taaleri	235	202	6,0	6,3	5,9	6,2	3,1	3,2	9,9	10,1	6,4	6,6	1,1
Titanium	122	108	9,4	8,7	9,0	8,2	4,3	4,0	13,4	12,4	7,8	8,2	6,2
United Bankers (Inderes)	201	173	8,0	9,1	7,2	8,0	3,0	2,9	11,8	14,2	5,9	6,2	3,5
Keskiarvo			10,0	8,9	9,1	8,3	4,5	4,2	13,0	11,6	7,2	8,1	3,4
Mediaani			10,4	8,5	8,5	8,2	4,3	4,3	13,4	10,7	7,5	8,2	2,4
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			-23 %	6 %	-15 %	-2 %	-30 %	-32 %	-12 %	33 %	-21 %	-24 %	45 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Kotimaisten varainhoitajien P/E-kertoimen kehitys

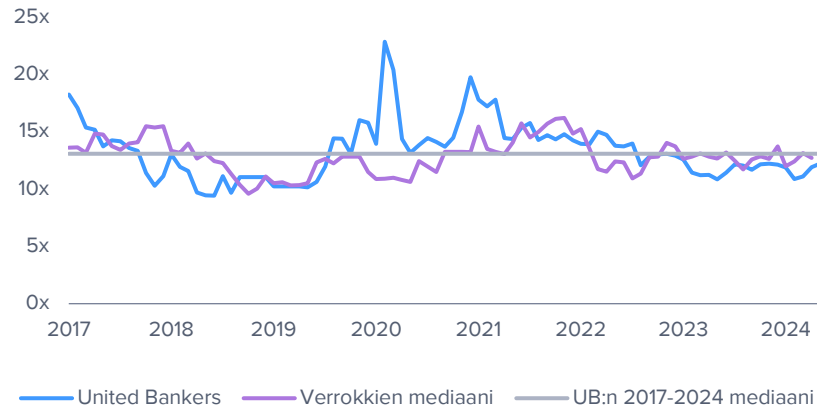


Kotimaisten varainhoitajien osinkotuotto-%:n kehitys

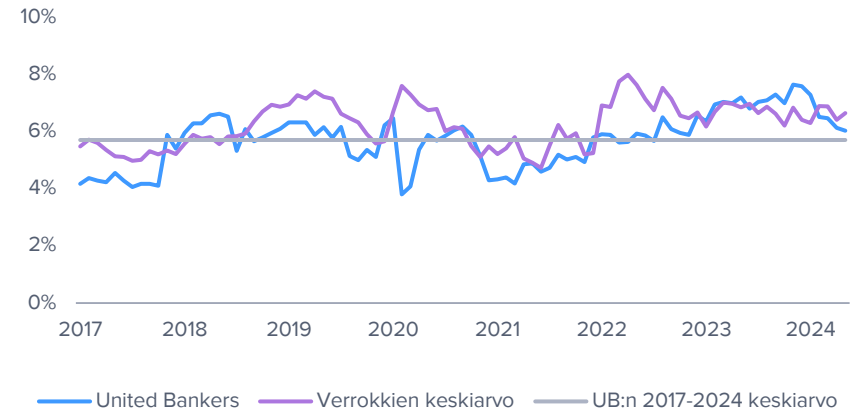


Verrokkiryhmän arvostus 2/2

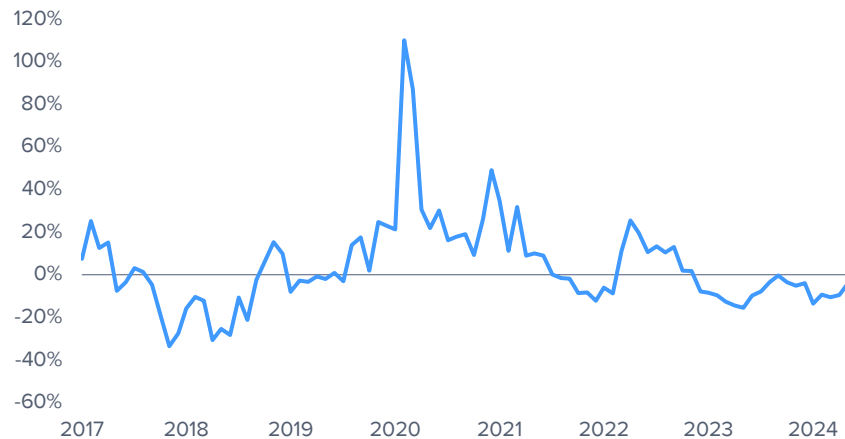
United Bankersin ja verrokkien P/E-kerroin



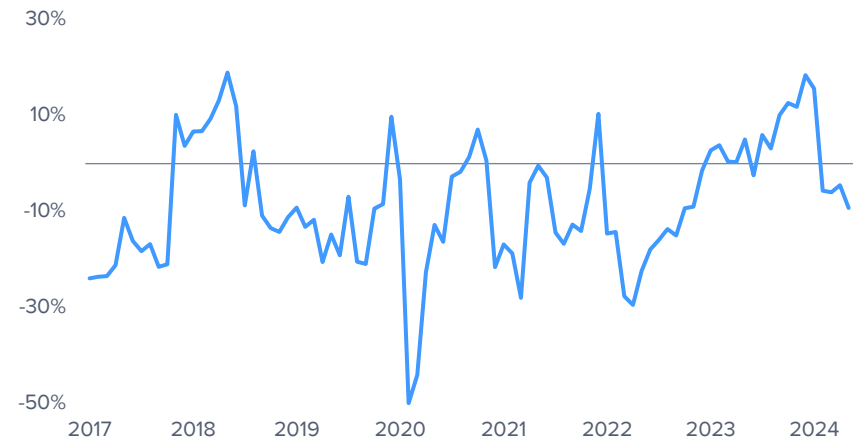
United Bankersin ja verrokkien osinkotuotto-%



United Bankersin P/E-kerroin vs. verrokkien mediaani



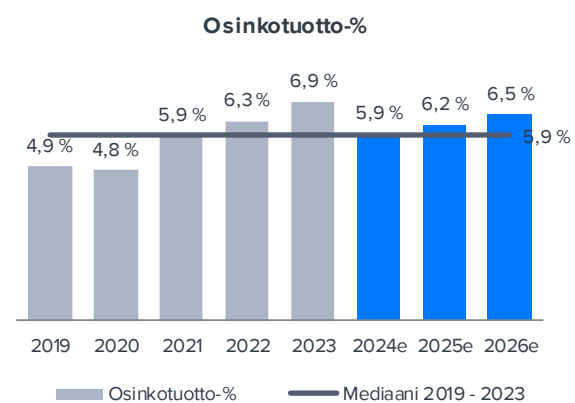
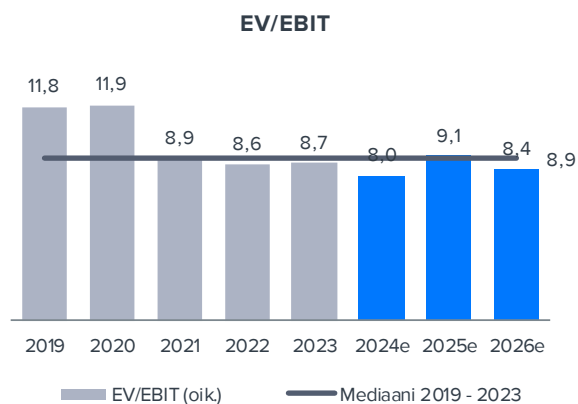
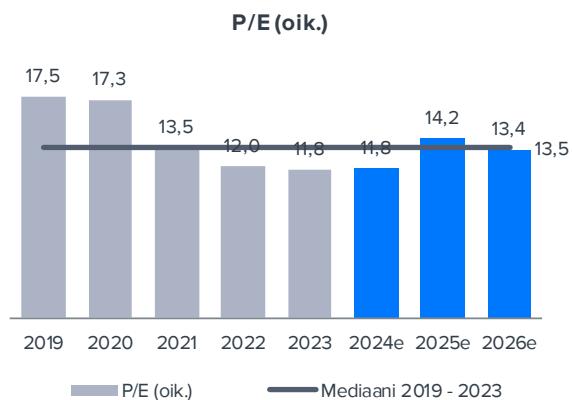
United Bankersin osinkotuotto-% vs. verrokkien keskiarvo



Arvostustaulukko

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	8,80	10,7	13,6	14,2	14,4	18,6	18,6	18,6	18,6
Osakemäärä, milj. kpl	10,4	10,4	10,4	10,6	10,8	10,8	10,9	10,9	11,0
Markkina-arvo	92	112	141	151	155	201	201	201	201
Yritysarvo (EV)	79	102	129	142	147	180	173	170	166
P/E (oik.)	17,5	17,3	13,5	12,0	11,8	11,8	14,2	13,4	12,4
P/E	20,7	17,9	13,7	12,0	11,7	11,8	14,2	13,4	12,4
P/B	2,5	2,9	3,2	3,2	3,0	3,5	3,4	3,2	3,1
P/S	2,8	3,3	3,2	3,1	3,0	3,3	3,4	3,2	3,0
EV/Liikevaihto	2,4	3,0	2,9	2,9	2,8	3,0	2,9	2,7	2,5
EV/EBITDA	10,4	10,2	8,1	7,7	7,6	7,2	8,0	7,4	6,7
EV/EBIT (oik.)	11,8	11,9	8,9	8,6	8,7	8,0	9,1	8,4	7,6
Osinko/tulos (%)	101,2 %	85,4 %	80,3 %	76,4 %	81,1 %	70,3 %	88,3 %	86,4 %	83,9 %
Osinkotuotto-%	4,9 %	4,8 %	5,9 %	6,3 %	6,9 %	5,9 %	6,2 %	6,5 %	6,8 %

Lähde: Inderes



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24e	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	48,6	24,7	27,5	52,2	32,0	28,6	60,6	59,1	62,6	66,5
Käyttökate	18,4	8,0	11,2	19,2	13,7	11,3	25,0	21,6	23,0	24,6
Poistot ja arvonalennukset	-1,9	-1,0	-1,2	-2,2	-1,2	-1,2	-2,4	-2,5	-2,7	-2,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	16,5	7,0	9,9	16,9	12,5	10,1	22,6	19,1	20,3	21,8
Liikevoitto	16,5	7,0	10,0	17,0	12,5	10,1	22,6	19,1	20,3	21,8
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	16,5	7,0	10,0	17,0	12,5	10,1	22,6	19,1	20,3	21,8
Verot	-3,6	-1,6	-1,6	-3,1	-2,6	-2,1	-4,7	-4,0	-4,3	-4,6
Vähemmistöosuudet	-0,3	-0,1	-0,5	-0,5	-0,3	-0,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Nettotulos	12,5	5,4	7,9	13,3	9,6	7,4	16,9	14,2	15,2	16,4
EPS (oikaistu)	1,18	0,50	0,73	1,22	0,88	0,68	1,57	1,30	1,39	1,49
EPS (raportoitu)	1,18	0,50	0,74	1,23	0,88	0,68	1,57	1,30	1,39	1,49

Tunnusluvut	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24e	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	10,9 %	5,9 %	9,0 %	7,5 %	29,6 %	4,1 %	16,2 %	-2,5 %	5,9 %	6,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	14,4 %	-5,9 %	8,8 %	2,2 %	78,6 %	2,3 %	33,9 %	-15,6 %	6,6 %	7,4 %
Käyttökate-%	37,9 %	32,3 %	40,7 %	36,7 %	42,7 %	39,5 %	41,2 %	36,5 %	36,7 %	37,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	34,0 %	28,3 %	35,9 %	32,3 %	39,0 %	35,3 %	37,3 %	32,3 %	32,5 %	32,8 %
Nettotulos-%	25,8 %	21,7 %	28,8 %	25,5 %	29,9 %	25,8 %	27,9 %	24,0 %	24,2 %	24,6 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	32,0	32,8	33,7	34,6	35,4
Liikearvo	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6
Aineettomat hyödykkeet	5,1	6,1	7,1	8,2	9,1
Käyttöomaisuus	2,7	2,9	2,7	2,5	2,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	8,6	8,2	8,2	8,2	8,2
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	39,6	43,3	50,5	52,6	55,9
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	28,8	32,7	27,7	22,7	22,7
Myyntisaamiset	1,2	1,2	1,5	1,5	1,6
Likvidit varat	9,5	9,4	21,3	28,4	31,6
Taseen loppusumma	71,6	76,1	84,2	87,2	91,3

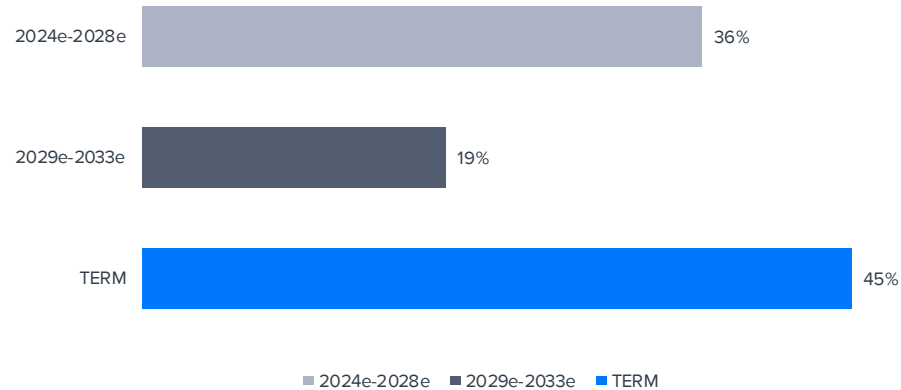
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	48,1	51,6	58,6	61,8	65,4
Osakepääoma	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Kertyneet voittovarot	17,6	22,8	28,9	31,2	33,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	24,6	22,9	22,9	22,9	22,9
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,4	0,4	1,3	2,2	3,1
Pitkäaikaiset velat	2,5	3,0	3,0	3,0	3,0
Laskennalliset verovelat	2,5	3,0	3,0	3,0	3,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	21,0	21,5	22,6	22,3	22,9
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	7,8	8,1	9,1	8,9	9,4
Muut lyhytaikaiset velat	13,2	13,5	13,5	13,5	13,5
Taseen loppusumma	71,6	76,1	84,2	87,2	91,3

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	7,5 %	16,2 %	-2,5 %	5,9 %	6,2 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	32,5 %	37,3 %	32,3 %	32,5 %	32,8 %	33,0 %	30,0 %	28,0 %	28,0 %	27,0 %	27,0 %	27,0 %
Liikevoitto	17,0	22,6	19,1	20,3	21,8	22,6	21,2	20,3	21,0	20,8	21,3	
+ Kokonaispoistot	2,2	2,4	2,5	2,7	2,8	3,0	3,1	3,3	3,4	3,5	3,6	
- Maksetut verot	-2,6	-4,7	-4,0	-4,3	-4,6	-4,7	-4,4	-4,3	-4,4	-4,4	-4,5	
- 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	-3,4	5,8	4,8	0,4	0,5	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	
Operatiivinen kassavirta	13,2	26,0	22,4	19,2	20,5	21,1	20,1	19,6	20,2	20,2	20,7	
+ 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	-3,0	-3,3	-3,4	-3,4	-3,6	-3,6	-3,8	-3,8	-3,9	-3,9	-3,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	10,2	22,7	19,0	15,7	16,9	17,4	16,3	15,8	16,3	16,3	16,9	
+/- 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	10,2	22,7	19,0	15,7	16,9	17,4	16,3	15,8	16,3	16,3	16,9	232
Diskontattu vapaa kassavirta		21,6	16,5	12,4	12,1	11,3	9,6	8,5	8,0	7,2	6,8	93,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		208	186	169	157	145	134	124	116	108	100	93,5
Velaton arvo DCF		208										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		9,4										
-Vähemmistöosuus		-0,8										
-Osinko/pääomapalautus		-5,4										
Oman pääoman arvo DCF		211										
Oman pääoman arvo DCF per osake		19,5										

Rahavirranjakauma jaksoittain



■ 2024e-2028e ■ 2029e-2033e ■ TERM

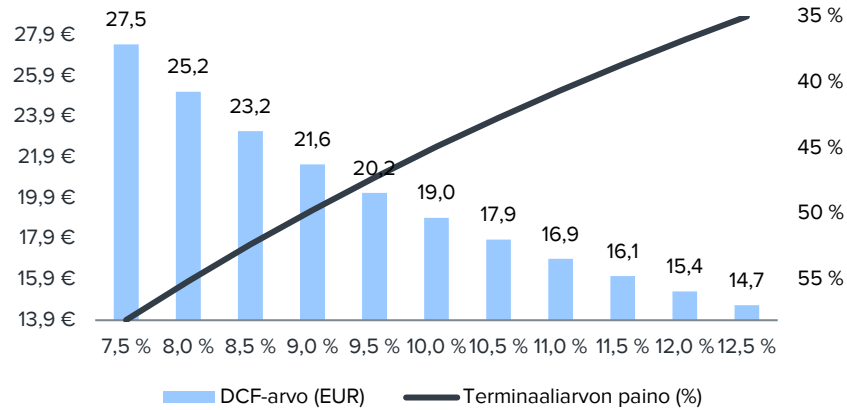
Pääoman kustannus (WACC)

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	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,0 %

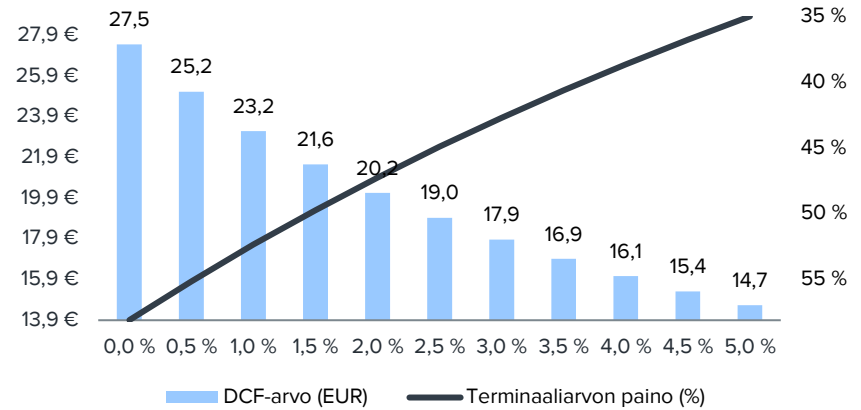
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

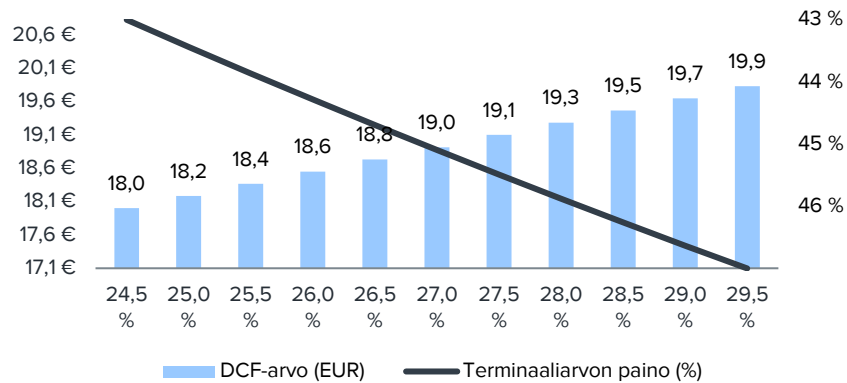
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



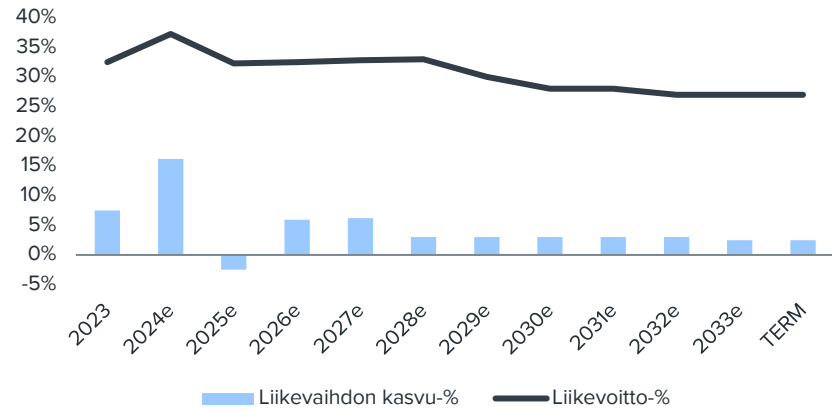
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	43,8	48,6	52,2	60,6	59,1	EPS (raportoitu)	1,00	1,18	1,23	1,57	1,30
Käyttökate	15,9	18,4	19,2	25,0	21,6	EPS (oikaistu)	1,01	1,18	1,22	1,57	1,30
Liikevoitto	14,3	16,5	17,0	22,6	19,1	Operat. kassavirta / osake	1,37	0,74	1,22	2,40	2,06
Voitto ennen veroja	14,3	16,5	17,0	22,6	19,1	Vapaa kassavirta / osake	0,90	0,53	0,94	2,10	1,75
Nettovoitto	10,3	12,5	13,3	16,9	14,2	Omapääoma / osake	4,19	4,50	4,75	5,29	5,48
Kertaluontoiset erät	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	Osinko / osake	0,80	0,90	1,00	1,10	1,15
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	78,2	71,6	76,1	84,2	87,2	Liikevaihdon kasvu-%	27 %	11 %	7 %	16 %	-2 %
Oma pääoma	44,3	48,1	51,6	58,6	61,8	Käyttökateen kasvu-%	58 %	16 %	4 %	30 %	-14 %
Liikearvo	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	68 %	14 %	2 %	34 %	-16 %
Nettovelat	-13,1	-9,5	-9,4	-21,3	-28,4	EPS oik. kasvu-%	62 %	17 %	4 %	28 %	-17 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	36,3 %	37,9 %	36,7 %	41,2 %	36,5 %
Käyttökate	15,9	18,4	19,2	25,0	21,6	Oik. Liikevoitto-%	33,0 %	34,0 %	32,3 %	37,3 %	32,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,4	-8,1	-3,4	5,8	4,8	Liikevoitto-%	32,7 %	34,0 %	32,5 %	37,3 %	32,3 %
Operatiivinen kassavirta	14,2	7,8	13,2	26,0	22,4	ROE-%	25,1 %	27,5 %	26,9 %	31,3 %	24,2 %
Investoinnit	-4,8	-2,3	-3,0	-3,3	-3,4	ROI-%	32,8 %	35,0 %	34,1 %	41,0 %	31,7 %
Vapaa kassavirta	9,4	5,6	10,2	22,7	19,0	Omavaraisuusaste	56,7 %	67,1 %	67,8 %	69,6 %	70,9 %
						Nettovelkaantumisaste	-29,5 %	-19,8 %	-18,1 %	-36,3 %	-46,0 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	2,9	2,9	2,8	3,0	2,9						
EV/EBITDA	8,1	7,7	7,6	7,2	8,0						
EV/EBIT (oik.)	8,9	8,6	8,7	8,0	9,1						
P/E (oik.)	13,5	12,0	11,8	11,8	14,2						
P/B	3,2	3,2	3,0	3,5	3,4						
Osinkotuotto-%	5,9 %	6,3 %	6,9 %	5,9 %	6,2 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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 käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin 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 yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä 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 Inderesiin, voivat liiketoimintansa 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.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
23/08/2019	Vähennä	7,50 €	7,40 €
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 €
29/08/2022	Vähennä	14,00 €	13,85 €
06/02/2023	Lisää	16,00 €	14,30 €
20/02/2023	Lisää	16,00 €	14,80 €
25/08/2023	Lisää	16,00 €	14,80 €
19/02/2024	Lisää	17,00 €	14,60 €
07/03/2024	Lisää	19,00 €	17,00 €
26/06/2024	Vähennä	19,00 €	18,55 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**