

United Bankers

Laaja raportti

10/2020

Suorittamisessa tehty selkeä tasokorjaus

Tarkistamme UB:n tavoitehintamme 9,0 euroon (aik. 8,8 euroa) ja toistamme vähennä-suosituksemme. UB on selvinnyt koronaviruksesta selvästi odotuksiamme paremmin ja tämä on vahvistanut luottamustamme yhtiön lähivuosien tuloskasvunnäkymiä kohtaan selvästi. Voimakkaan kurssinousun jälkeen osake on mielestämme oikein hinnoiteltu ja tuotto-odotus nojaakin pidemmän aikavälin tuloskasvun realisoitumiseen ja terveeseen osinkoon. Vaikka osakkeen tuotto-odotus onkin ennusteiden realisoituessa kohtuullisella tasolla, painaa tulosparannuksen realisoitumiseen liittyvä epävarmuus riski-/tuottosuhteen neutraaliksi ja jäämme käyttämään parempia ostopaikkoja.

Reaaliomaisuustuotteisiin keskittynyt sijoituspalveluyhtiö

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

Yhtiö on käynyt läpi ison muodonmuutoksen

UB on ollut historiassa tuotelähtöinen toimija ja yhtiön pääpaino on ollut yksittäisten tuotteiden myymisessä. Yhtiö on keskittynyt viime vuosina strategiansa mukaisesti jatkuvaa kassavirtaa tuottavien rahastopääomien kasvattamiseen ja fokus on ollut erityisesti reaaliomaisuustuotteissa. Rahastopääomat ovatkin kasvaneet viime vuosina ripeästi vahvan markkinakehityksen, uusmyynnissä nähdyn selvän tasokorjauksen ja SPL-hankinnan (2017) myötä. Vaikka yhtiö on onnistunut parantamaan viime vuosina myös kulutehokkuuttaan, on Varainhoidon kannattavuus ollut viime vuosina alle useimpien keskeisten verrokkien. Riippakivenä historiassa ollut kulutehokkuus otti H1'20:llä kuitenkin selviä edistysaskeleita ja tämä vahvistaa luottamustamme Varainhoidon kannattavuuspotentialia kohtaan.

Ohjeistuksen nosto on tässä vaiheessa vuotta jo selviö, lähivuosien tuloskehitys säilyy nousujohteisena

UB:n alkuvuodesta muodostui erittäin vahva ja pidämmekin todennäköisenä, että yhtiö tulee nostamaan varovaista ohjeistustaan. Ennustamme UB:n vertailukelpoisen liikevoiton kasvavan kuluvana vuonna 9,6 MEUR:oon (2019: 6,7 MEUR) ja oikaistun EPS:n 0,70 euroon (2019: 0,51e). Merkittävän tulosparannuksen taustalla on Varainhoito, jonka kuluvan vuoden vahvaa tulosta selittää kertatuottojen myötä selvästi kasvavat tuottosidonnaiset palkkiot, jatkuvien palkkioiden vahva kasvu sekä selvästi parantuva kulutehokkuus. Vuosien 2020-23 välillä ennustamme UB:n liikevoiton ja EPS:n kasvavan noin 6 %:n vuosivauhtia (CAGR-%). Tuloskasvua ajaa erityisesti UB:lle tärkeiden metsä- ja kiinteistörahastojen vahva uusmyynti ja parantuvan kulutehokkuuden myötä selvästi skaalautuva kudurakenne. Osinkovirta pysyy vahvana yhtiön jakaessa valtaosan tuloksestaan ulos osinkoina.

Tuotto-odotus on kohtuullinen, mutta ei riittävä

Eri arvonmäärittämenetelmiemme (AUM, DCF, suhteellinen ja historiallinen arvostus) lopputulokset ovat varsin hyvin lähellä toisiaan ja niiden vaihteluväli on 8,9 – 9,4 euroa/osake (keskiarvo 9,1 euroa). Kokonaisuutena pidämme UB:n osaketta oikein hinnoiteltuna nykytasolla ja sijoittajien tuotto-odotus lähivuosille muodostuu kohtuullisesta tuloskasvusta sekä terveestä osinkotuotosta. Kokonaisuutena lähivuosien tuotto-odotus on nykyennusteilla arviomme mukaan noin 10 %:n tasolla. Taso on kohtuullinen, mutta ei mielestämme riittävä ostojen perustelemiseksi johtuen tulosparannukseen liittyvästä epävarmuudesta.

Analytikot

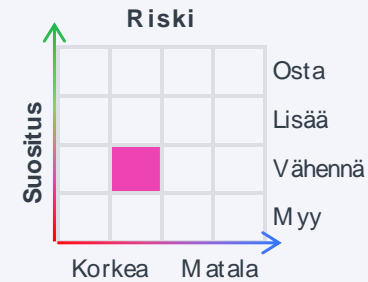


Sauli Vilen
+358 44 025 8908
sauli.vilen@inderes.fi



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

Suositus



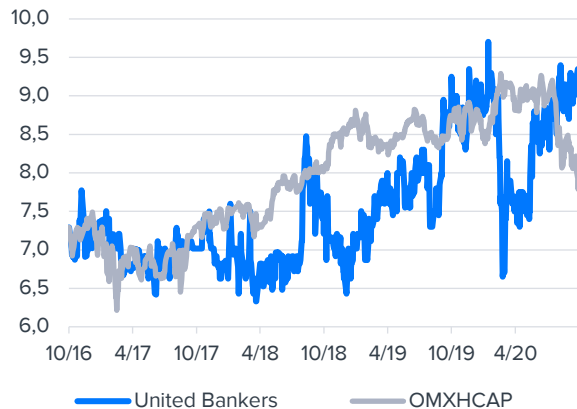
Vähennä
(aik. Vähennä)
9,0 EUR
(aik. 8,8 EUR)
Osakekurssi:
9,30 EUR

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	32,5	34,5	35,1	38,0
kasvu-%	9 %	6 %	2 %	8 %
EBIT oik.	6,7	9,6	8,7	10,0
EBIT-% oik.	20,7 %	27,8 %	24,8 %	26,4 %
Nettotulos	4,4	7,2	6,8	7,9
EPS (oik.)	0,51	0,71	0,64	0,74
P/E (oik.)	17,2	13,2	14,4	12,5
P/B	2,5	2,5	2,4	2,3
Osinkotuotto-%	4,9 %	5,9 %	5,9 %	6,5 %
EV/EBIT (oik.)	11,8	8,6	9,4	7,9
EV/EBITDA	10,4	7,5	7,9	6,8
EV/Liikevaihto	2,4	2,4	2,3	2,1

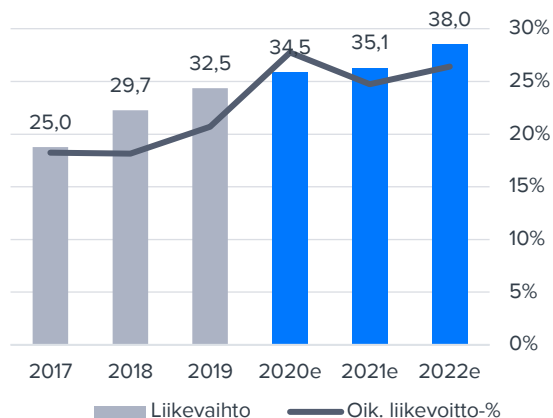
Lähde: Inderes

Osakekurssi



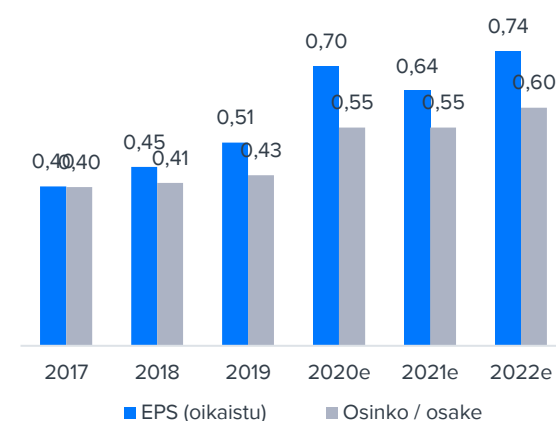
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Uusmyynnin kasvu vahvistuneen myyntivoiman myötä
- Nykyisten tuotteiden kasvu ja tuotetarjonnan laajentaminen
- Kulutehokkuuden parantuminen
- Yritysjärjestelyt

Riskitekijät

- Markkinatilanne
- Kulutehokkuuden parantuminen myynnin kasvaessa
- Regulaation kiristyminen

Arvostus

- Nykyinen arvostustaso on neutraali ja pitää sisällään odotuksen vahvasta operatiivisesta tulosparannuksesta
- Arvostus on linjassa keskeisin verrokkien kanssa
- Myös DCF-malli tukee näkemystämme osakkeen oikeasta hinnoittelusta

MCAP
98
MEUR

EV
83
MEUR

Osinko
5,9%
2020e

P/E (oik.)
13,2
2020e

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-7
Strategia	8
Sijoitusprofili ja liiketoimintamallin riskiprofiili	9-10
Varainhoito	11-16
Pääomamarkkinapalvelut	17
Toimiala ja kilpailukenttä	18-25
Taloudellinen tilanne	26
Ennusteet	27-29
Arvonmääritys	31-36
Liitteet	37-39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	40

United Bankers lyhyesti

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

32,5 MEUR (9% vs. 2018)

Liikevaihto 2019

15 % 2014-2019

Oman pääoman tuotto keskimäärin

20,6 % (13,5 %)

Operatiivinen liikevoitto-% 2019 (2018)

3216 MEUR

Hallinnoitava varallisuus H1'20 lopussa

15 900

Asiakasmäärä H1'20 lopussa

126 (lisäksi 37 asiamiestä)

Henkilöstön lkm H1'20 lopussa

2012-2015

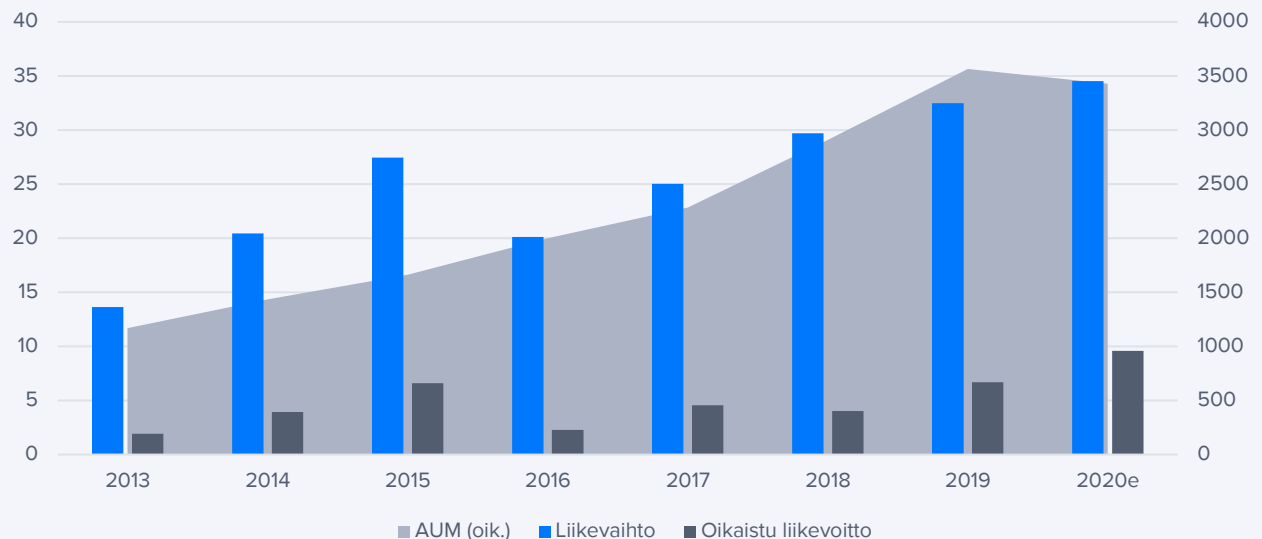
- Laajentuminen reaaliomaisuustuotteisiin
- Investointipankin perustaminen
- Transaktiovetoisen liiketoiminnan osuus edelleen merkittävä
- Listautuminen First North-markkinapaikalle vuonna 2014

2016-2019

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

2020-

- IFRS-raportointiin ja päälistalle siirtyminen
- Vahvalla tasolla säilyvä uusmyynti
- Panostukset HNW- ja instituutiokenttään
- Jatkuvien palkkiotuottojen kasvu ja jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuusparannus
- Varainhoidon asteittainen kansainvälistäminen
- Yritysosstot



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Yhtiökuvaus

Vuonna 1986 perustettu United Bankers (UB) on keski-suuri toimija kotimaisessa sijoituspalvelukentässä. Yhtiöllä oli H1'20:n lopussa 126 työntekijää ja 37 sidonnaisasiamiestä. Listatuille finanssialan palveluyrityksille tyypillisesti yhtiön henkilöstö on merkittävänä omistajana ja omistaa yli 60 % yhtiön osakekannasta. United Bankers siirtyi Helsingin pörssiin päälistalle kesäkuussa 2020.

Asiakkaita UB:llä on noin 15900 ja yhtiön 3,2 miljardin euron hallinnoitavasta varallisuudesta selkeä enemmistö tulee yksityissijoittajilta. Yhtiö on varainhoidossa profiloitunut etenkin reaaliomaisuustuotteillaan ja yhtiön hallinnoitavasta varallisuudesta noin kolmannes on sijoitettu reaaliomaisuustuotteisiin (listattu ja listaamaton). Palkkioista reaaliomaisuustuotteiden osuus on selvästi tätä suurempi.

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

Välittäjästä varainhoitajaksi

UB aloitti liiketoimintansa arvopaperinvälityksestä ja yhtiö oli alunperin puhdas pankkiiriliike. Finanssikriisin jälkeen yhtiö teki merkittävän

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

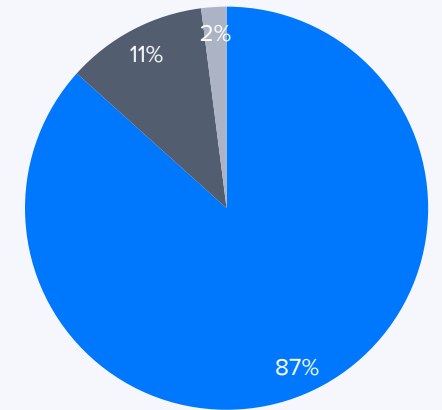
Voitonjakopolitiikka ja pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet

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

Yritysostot

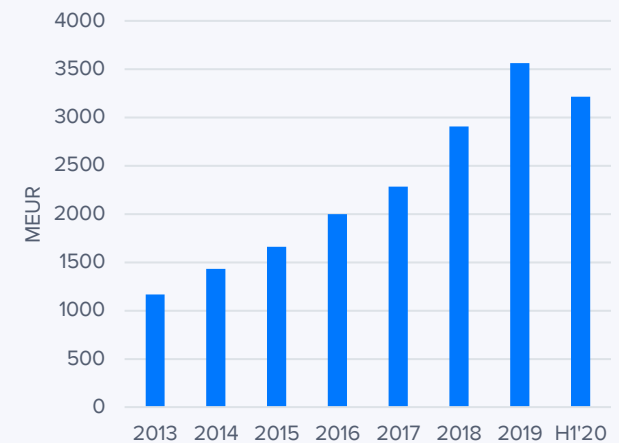
Epäorgaaninen kasvu on näytellyt United Bankersin kasvussa keskeistä roolia ja yhtiö on toteuttanut historiassa lukuisia yritysostoja. Keskeisimmät UB:n viime vuosien yritysjärjestelyt on kuvattu tarkemmin seuraavalla sivulla.

Palkkiotuottojen jakauma 2019



■ Varainhoito ■ Pääomamarkkinapalvelut ■ Muut tuotot

Hallinnoitavan varallisuuden kehitys



United Bankersin yritysjärjestelyt 2016-2019



Inderesin kommentit UB:n yritysjärjestelyistä

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

Strategia

2011
-
2014

Täyden palvelun finanssitaloksi

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

Strategian Must Win Battles

Toteutunut

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

2015
-
2018

Seuraava kokoluokka ja fokus jatkuviin tuottoihin

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

Lähitulevaisuus 1-2v

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

2019-

Tulospotentiaalin realisoiminen ja kasvun jatkuminen

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

Seuraavat 5 vuotta

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

Sijoitusprofiili

1.

Kasvuyhtiö

2.

Kulutehokkuuden parannuspotentiaalia

3.

Matala pääoman tarve mahdollistaa vuolaat osingot

4.

Yritysjärjestelyt

5.

Avainhenkilöillä merkittävä omistus yhtiössä

Potentiaali



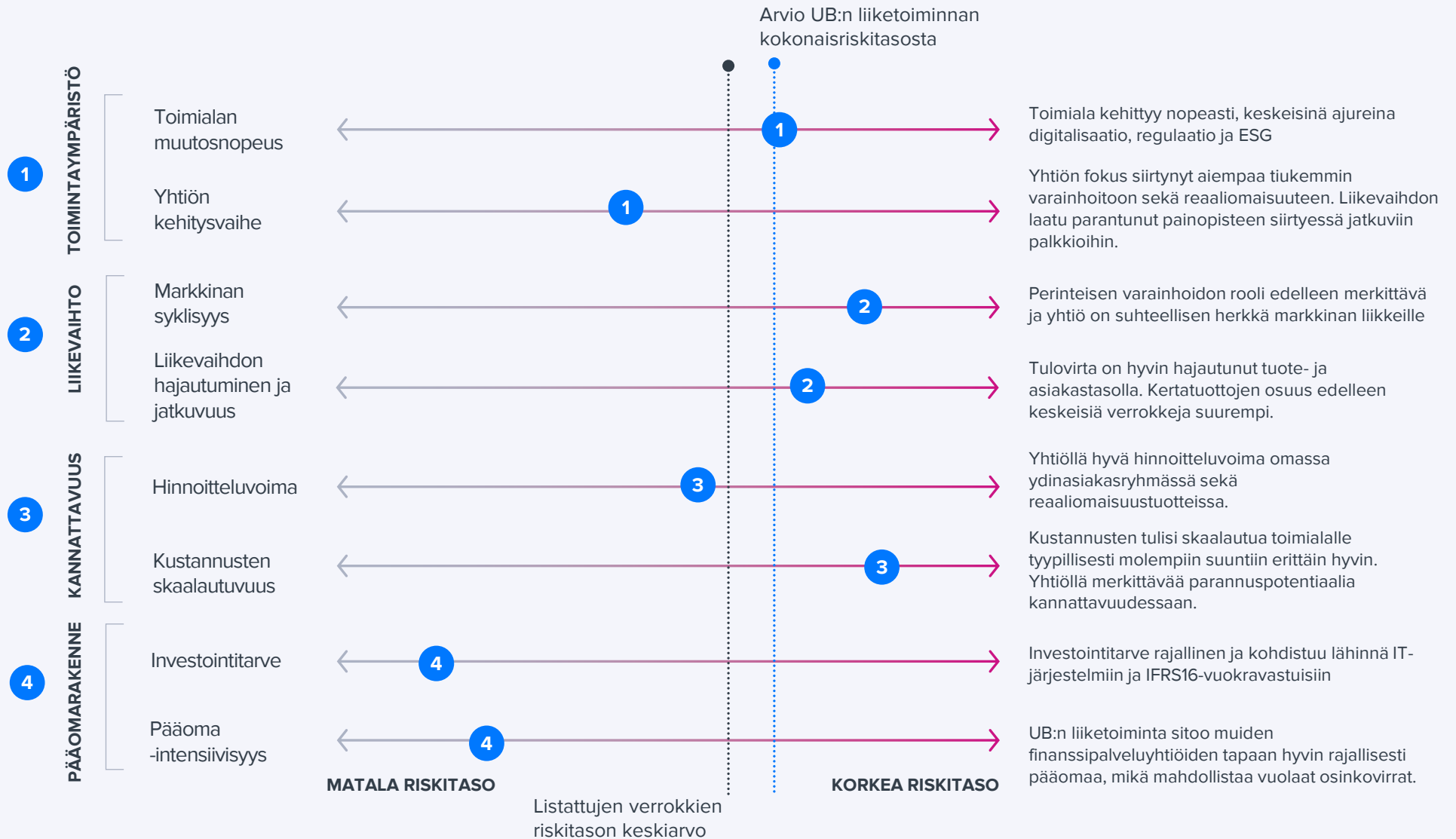
- Uudet tuotteet ja nykyisten tuotteiden kasvu
- Kulutehokkuudessa selkeää parannuspotentiaalia
- Asiakaskokojen kasvu siirtymällä tuotetalosta täyden palvelun varainhoitajaksi
- Yritysjärjestelyt ja toimialan konsolidaatio

Riskit



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

United Bankersin liiketoimintamallin riskiprofiili



Varainhoito 1/4

Konsernin ydin

UB on erityisesti reaaliomaisuustuotteisiin keskittynyt keskiuuri varainhoitaja. UB:n Varainhoitoliiketoiminta käsittää rahastot, omaisuudenhoidon ja strukturoitujen sijoitustuotteiden myynnin. Varainhoidon palkkiotuotot olivat vuonna 2019 28,1 MEUR ja käyttökate 8,8 MEUR. H1'20:n lopussa yhtiöllä oli noin 15 900 asiakasta ja hallinnoitavaa varallisuutta 3216 MEUR.

Hallinnoitava varallisuus

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

Perinteiset rahastopääomat olivat H1'20:n lopussa noin 693 MEUR ja ne käsittävät UB Rahastoyhtiön rahastopääomat (pl. UB Metsä, UB Suomi Kiinteistöt- sekä UB Pohjoismaiset Liikekiinteistöt-rahastot). Arviomme mukaan UB:n perinteisistä sijoitusrahastoista saama palkkiotaso on terve noin 0,8-1,0 %.

Pääomarahastojen hallinnoimat pääomat olivat H1'20:n lopussa noin 719 MEUR. Pääomarahastojen pääomat koostuvat koostuvat 1) UB:n metsäomaisuuteen sijoittavista Nordic Forest Fund II & III-rahastoista sekä UB Metsä-erikoissijoitusrahastosta, 2) UB Yrityslainarahastosta sekä 3) kahdesta kiinteistörahastosta (UB Suomi Kiinteistöt ja UB Pohjoismaiset Liikekiinteistöt). Pääomarahastot ovat UB:n hallinnoitavasta varallisuudesta arvokkainta sen houkuttelevasta palkkiorakenteesta johtuen. Arviomme mukaan UB:n pääomarahastoista saama keskimääräinen

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

Muu rahastopääoma (H1'20: 621 MEUR) koostuu KJK Capital-yritysoston mukana tulleesta hallinnoitavasta varallisuudesta ja UB Pankkiiriliikkeen (entinen SPL) tarjoamista kolmansien osapuolten rahastoista (mm. eQ). Tämän hallinnoitavan varallisuuden palkkiotaso on arviomme mukaan rahastopääomista heikoin noin 0,5 %.

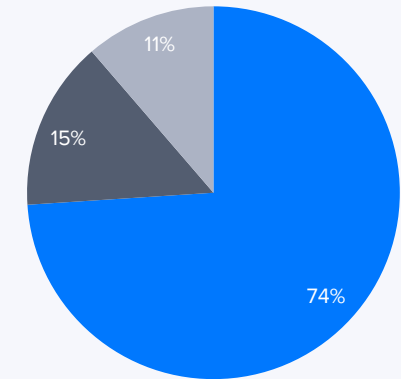
Omaisuudenhoidon alla olevat pääomat (H1'20: ~ 1200 MEUR) koostuvat mandaateista, asiakassäilytyksessä olevista osakkeista ja joukkolainoista, strukturoiduista sijoitustuotteista sekä vakuutusvaroista. Laskelmiemme mukaan UB:n omaisuudenhoidosta saama palkkiotaso on keskimäärin 0,2-0,3%, mutta tämä vaihtelee jonkin verran transaktioaktiiviteetin mukana.

Rahastot

Rahastot muodostavat valtaosan Varainhoitoliiketoiminnasta ja rahastopalkkioiden oli koko Varainhoidon palkkiotuotoista viime vuoden lopussa noin 74%. Rahastojen palkkiotuotoista hallinnointipalkkioiden osuus oli noin 13,3 MEUR ja tuottosidonnaisten palkkioiden 5,7 MEUR. Merkintä- ja lunastuspalkkioiden osuus oli puolestaan 1,9 MEUR.

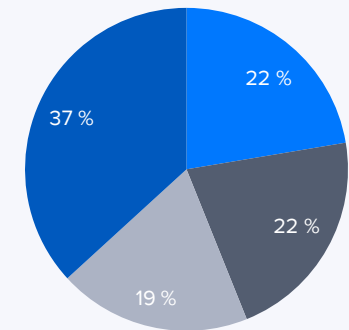
UB:n rahastotarjonta käsitti lokakuussa 2020 yhteensä 20 rahastoa. Yhtiön rahastovalikoima pitää sisällään 1) osake-, korko- ja monistrategiarahastot, 2) listatut kiinteistö- ja infrarahastot, 3) listaamattomat kiinteistörahastot sekä 3) metsärahastot. Kymmenellä UB:n rahastolla oli lokakuussa 2020 Morningstarin antama luokitus ja näistä puolilla luokituksena oli 3 tähteä ja puolilla 2 tähteä viidestä.

Varainhoidon palkkiotuottojen jakauma 2019



■ Rahastot ■ Omaisuudenhoito ■ Strukturoidut sijoitukset

Hallinnoitava varallisuus H1'20 lopussa (Inderes arvio)



■ Pääomarahastot ■ Perinteiset rahastot
■ Muut rahastopääomat ■ Omaisuudenhoito

Varainhoito 2/4

UB:n tavoitteena on ollut kasvattaa jatkuvaa kassavirtaa tuottavien rahastopääomien osuutta hallinnoitavasta varallisuudesta ja yhtiön fokus on ollutkin erityisesti reaaliomaisuustuotteissa (mm. kiinteistö- ja metsärahasot). Rahastopääomien kasvu on ollut viime vuosina ripeää ja rahastopääomat ovat kasvaneet viimeisen kolmen vuoden aikana keskimäärin yli 30 %:n vuosivauhtia.

Rahastopääomien voimakkaan kasvun taustalla ovat olleet poikkeuksellisen vahva pääomamarkkinakehitys, UB:n uusmyynnissä nähty selvä tasokorjaus ja SPL-hankinta. Yhtiön myyntivoima vahvistui vuoden 2017 lopun SPL-yrityskaupan myötä merkittävästi ja rahastojen kokonaisyhteisyyttä ylitti viime vuonna 500 MEUR:n tason. Kuluvana vuonna UB:n uusmyynti on kärsinyt alan muiden toimijoiden tapaan vaikeutuneesta markkinatilanteesta ja tämä näkyy selvästi esimerkiksi viimeisen 12 kk:n rullaavien nettomerkitöjen kehityksessä (graafi oikealla).

OmaisuuDENHOITO

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

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

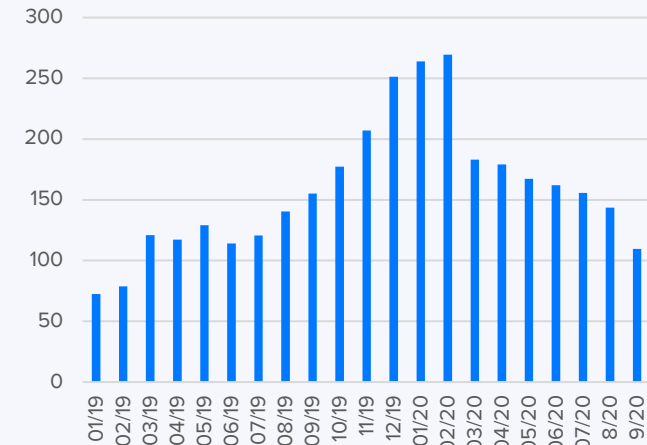
OmaisuuDENHOITON on myös sivuliike Ruotsissa (muutaman hengen instituutiomyyntitiimi Tukholmassa) ja Luxembourgiissa. UB on panostanut viime vuosina myös digitaalisen jakelukanavan kehittämiseen, minkä lisäksi sen tuotteita on ollut merkittävässä Ruotsin PPM-eläkejärjestelmässä sekä Nordnetin ja Avanzan rahastoportaaleissa. Rahastomyynti lähti Ruotsissa liikkeelle suhteellisen hitaasti, mutta se on kiihtynyt selvästi 2018-2019.

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

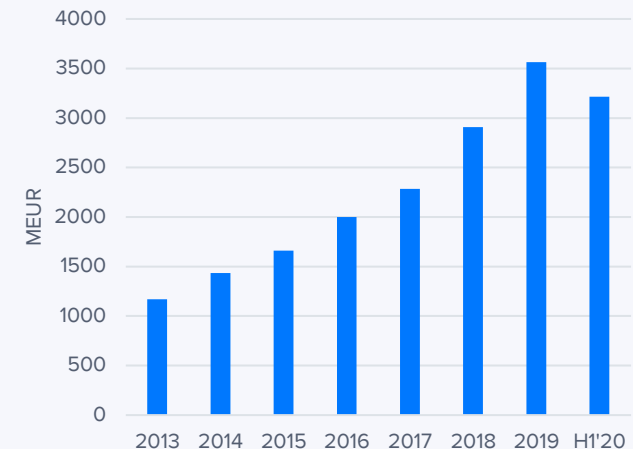
Instituutioasiakkaille UB tarjoaa pääasiassa pääomarahastoja sekä reaaliomaisuustuotteita. Instituutioasiakkaissa yhtiön keskipitkän aikavälin tavoitteena on tuotetarjonnan laajentaminen ja asiakaskunnan kasvattaminen Suomen ja Ruotsin ulkopuolella.

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

UB:n rahastojen nettomerkitönet rullaava 12kk



Hallinnoitavan varallisuuden kehitys



Varainhoito 3/4

Strukturoidut sijoitustuotteet

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

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

Varainhoidon kulurakenne

Varainhoidon kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin kiinteä ja merkittävimmän kuluerän muodostavat henkilöstökulut. UB:n palveluksessa oli H1'20:n lopussa noin 126 työntekijää ja 37 sidonnaisasiamiestä. Yhtiö ei avaa henkilöstön jakaamaa segmentteittäin, mutta arviomme mukaan merkittävä enemmistö (noin 90-100 + kaikki asiamiehet) henkilöstöstä työskentelee Varainhoidossa.

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

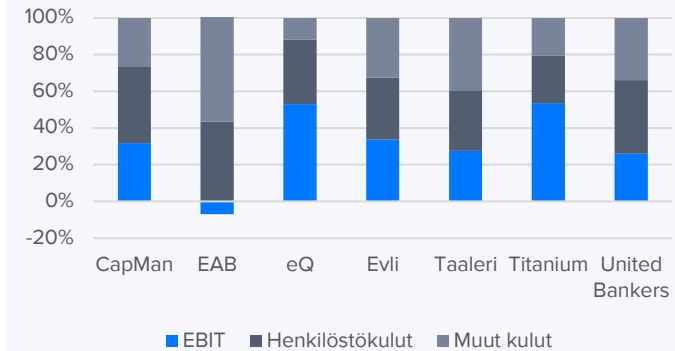
UB:n muut kulut koostuvat pääasiassa

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

UB:n Varainhoidon kannattavuus (2019e: EBIT-% 26 %) on ollut viime vuosina parantuneesta kulutehokkuudesta huolimatta edelleen alle useimpien keskeisten verrokkien ja Varainhoidon kulurakenteen selkeä skaalautuminen on ainakin toistaiseksi antanut odottaa itseään. Vaikka UB on onnistunut kasvattamaan jatkuvien tuottojen osuutta viime vuosina selvästi, näyttelevät tuottosidonnaiset palkkiot yhtiön tuotoissa ja kannattavuudessa edelleen varsin merkittävää roolia (2019: EBIT-% ilman tuottosidonnaisia palkkioita: ~7 %).

Riippakivenä historiassa ollut kulutehokkuus otti kuitenkin alkuvuonna 2020 selviä edistysaskeleita, sillä organisaation tiivistämisen myötä konsernin henkilöstömäärä laski vuodenvaihteen tasosta selvästi (126 vs. 135 hlö) ja vahvasta tuottokehityksestä johtuen Varainhoidon tuottosidonnaisista palkkioista oikaistu käyttökate nousi historian parhaalle tasolle (H1'20: 2,4 MEUR).

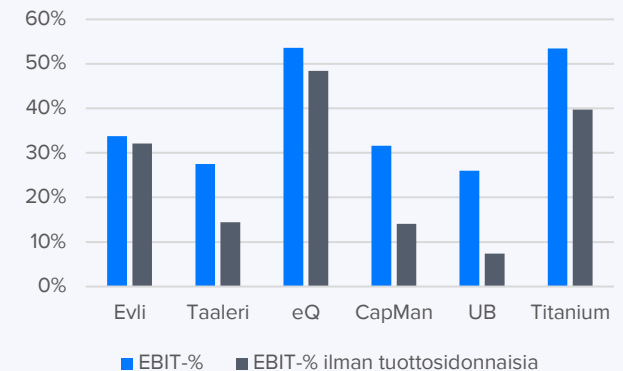
UB:n Varainhoidon kulurakenne ja kannattavuus suhteessa verrokkeihin 2019



Inderesin huomiot:

- CapManin kohdalla Hallinnointiliiketoiminnan kulurakenne ja kannattavuus
- EAB Groupin kulurakenne ja kannattavuus konsernitason
- eQ:n Varainhoitoa rasitettu konsernikuluilla
- Titanium konsernitason ilman liikearvopoistoja
- UB:n Varainhoito-segmentti. Poistot jyvitetty Varainhoidolle operatiivisten segmenttien liikevaihdon suhteessa

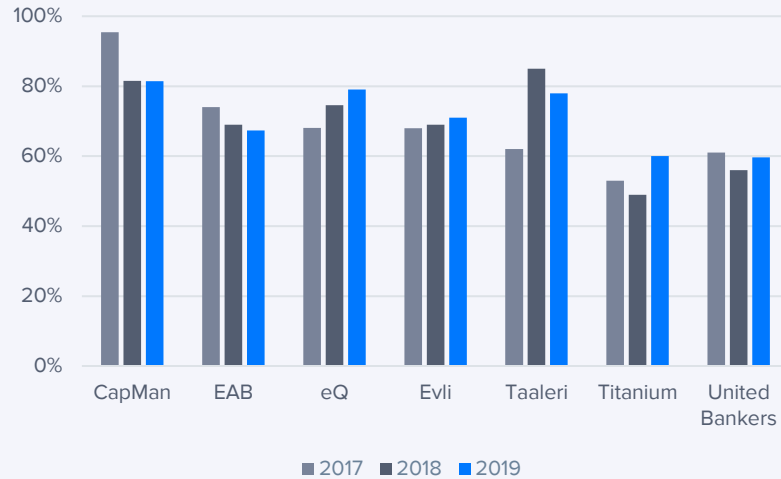
Verrokkien varainhoidon kannattavuudet



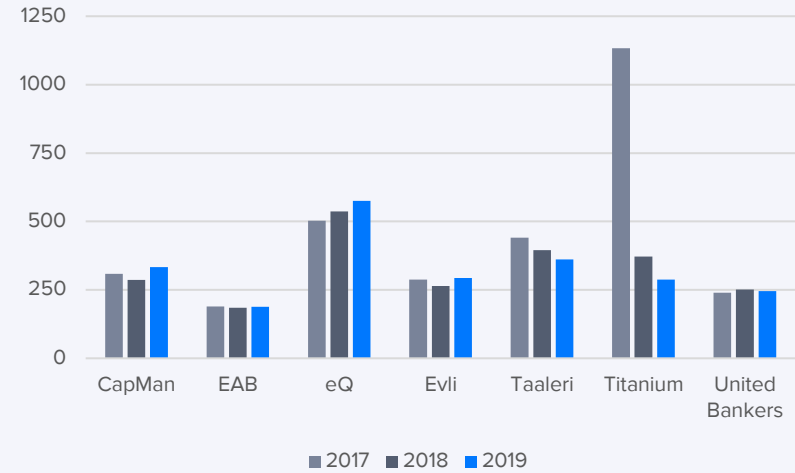
Huom. UB:n poistot jyvitetty Varainhoidolle operatiivisten segmenttien liikevaihdon suhteessa. Titanium konsernitason. Bonuksia ei oikaistu EBIT-% ilman tuottosidonnaisia-laskelmissa.

United Bankers suhteessa kotimaisiin verrokkeihin

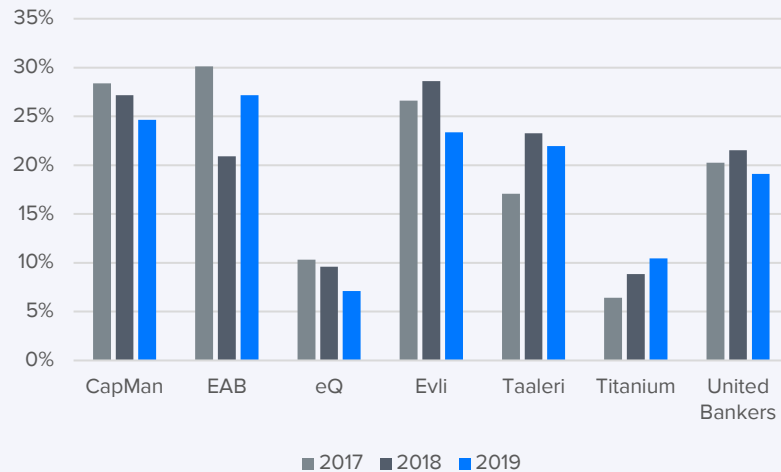
Jatkuvien tuottojen kehitys (konserni)*



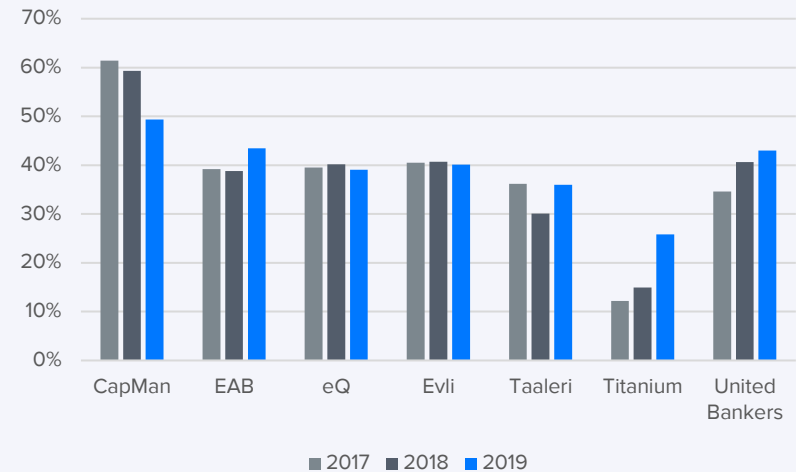
Liikevaihto per työntekijä (TEUR)



Hallinto- ja muut kulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



Huom. Jatkuvat tuotot Indersin arvio. Liikevaihto per työntekijä laskettu keskimääräisellä henkilöstömäärällä

Varainhoito 4/4

Kuluvasta vuodesta on tulossa erittäin hyvä

UB:n Varainhoidon alkuvuosi on sujunut koronaviruspandemiasta ja alkuvuoden markkinahermoilusta huolimatta erinomaisesti ja segmentin H1-tulos ylitti ennusteemme selvästi (käyttökate H1'20: 7,8 MEUR vs. H1'20e: 6,4 MEUR). Varainhoidon selkeän tulosylityksen taustalla oli ennusteitamme korkeammat jatkuvat palkkiot ja meidät positiivisesti yllättänyt kulutaso. Alkuvuoden tuloskehitys sai tukea myös NFF I-rahastosta tapahtuneesta irtaantumisesta, johon liittyy yhtiö kirjasi H1-tulokseensa huomattavan noin 2,8 MEUR:n kertaluontoisen myyntivoiton. Alkuvuoden vahvan tuloskehityksen myötä onkin selvää, että Varainhoito tulee tekemään kuluvana vuonna erinomaisen tuloksen.

UB:n uusmyynti sujui Q3:lla monen muun toimijan tapaan suhteellisen tahmeasti (Q3'20: sijoitusrahastojen nettomerkinnät 16,2 MEUR). Arviomme mukaan vaisuhkon Q3-uusmyynnin taustalla on osaltaan liikekiinteistömarkkinan haastava tilanne, joka on vaikeuttanut yhtiölle tärkeän Pohjoismaiset Liikekiinteistöt-rahaston uusmyyntiä (Q3'20: nettomerkinnät 1,0 MEUR) ja Suomen metsämarkkinoiden kireä tilanne, jonka johdosta myös UB Metsä-rahasto oli Q3:lla suljettuna merkinnöiltä. Yhtiölle toisen tärkeän avoimen kiinteistörahaston UB Suomi Kiinteistöjen uusmyynti sujui Q3:lla sen sijaan kohtuullisesti ja rahasto keräsi 9 MEUR:n nettomerkinnät.

Odotamme UB:n uusmyynnin kuitenkin piristävän loppuvuoden aikana erityisesti metsärahojen osalta. UB kerää tällä hetkellä pääomia Suomeen ja Baltiaan sijoittavaan Nordic Forest Fund III-rahastoon, minkä lisäksi pidämme todennäköisenä, että yhtiö tulee laajentamaan

metsärahojen tarjontansa uudella Baltian markkinoille keskittyvällä rahastolla vielä H2:n aikana. Ennustammekin yhtiön hallinnoitavan varallisuuden kohoavan piristyvän uusmyynnin ja pääomamarkkinakehityksen tukemana 3,4 mrd euroon (H1'20: 3,2 mrd).

Kokonaisuudessaan ennustamme Varainhoidon liikevaihdon kasvavan kuluvana vuonna noin 16 %:lla 32,6 MEUR:oon. Liikevaihdon kasvua ajaa ennusteissamme 1) rahastojen hallinnointipalkkioiden vahva 17 %:n kasvu, 2) vertailukautta korkeammat tuottosidonnaiset palkkiot H1:lle ajoittuneen NFF1-rahaston myyntivoiton myötä ja 3) omaisuuden hoidon palkkiotuottojen kasvu.

Varainhoidon kulutason odotamme olevan vuoden jälkipuoliskolla H1-tasolla ja näin ollen ennustamme käyttökateen kohoavan vuonna 2020 noin 13,0 MEUR:oon, mikä vastaa noin 40 %:n käyttökatemarginaalia. Rahastojen hallinnointipalkkioiden vahvan kasvun myötä jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuus paranee kuluvana vuonna myös selvästi (EBITDA-% ilman tuottosidonnaisia palkkioita 2020e: 17,2 % vs. 2019: 11,3 %)

Tuloksen laatu paranee selvästi vuonna 2021

Vuodelle 2020 ajoittuneen NFF1-rahaston myyntivoiton myötä Varainhoito-segmentin vertailuluvut ovat vuonna 2021 poikkeuksellisen vahvat ja ennustammekin segmentin tuloksen jäävän vertailukautta pienempien tuottosidonnaisien palkkioiden myötä vuoden 2020 tason alapuolelle.

Varainhoidon tuloksen laatu paranee vuonna ensi vuonna ennusteissamme kuitenkin selvästi, kun

sijoittajan kannalta arvokkaat jatkuvat hallinnointipalkkiot jatkavat vahvaa noin 14 %:n kasvuaan. Tässä keskeisenä ajurina toimii erityisesti metsärahojen kasvun jatkuminen ja vertailukaudesta piristyvää kiinteistörahastojen uusmyynti.

Hallinnointipalkkioiden vahvan kasvun myötä jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuus jatkaa parantumistaan ja tuottosidonnaisista palkkiosta oikaistu käyttökatemarginaali kohoaa noin 22 %:n tasolle. Jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuusparannus on toteutuessaan merkittävä, sillä vielä vuonna 2019 Varainhoidon tuottosidonnaisista palkkiosta oikaistu käyttökatemarginaali oli suhteellisen vaatimattomalla 11 %:n tasolla. Varainhoidon tuloksen painopisteen siirtyminen jatkuviin tuottoihin on sijoittajan kannalta arvokasta, sillä se pienentää koko konsernin tulosvolatiliteettia ja tukee hyväksyttävää arvostusta.

Pitkän aikavälin ennusteet

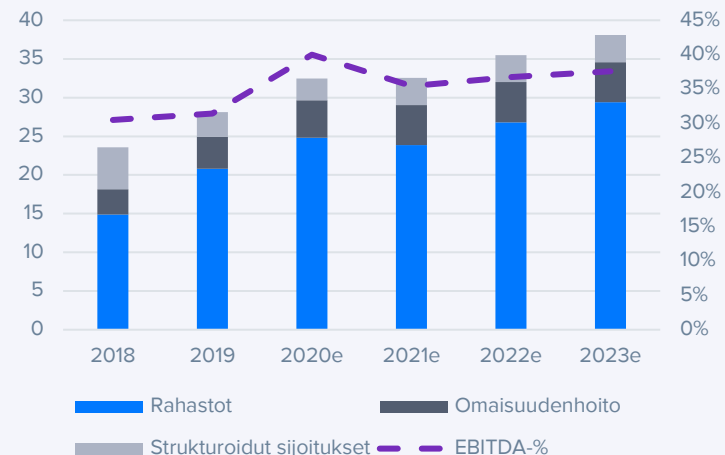
UB:n Varainhoidolla on näkemyksemme mukaan hyvät edellytykset jatkaa vahvaa orgaanista kasvua myös pitkällä aikavälillä. Ennustamme vaihtoehtoisten sijoitustuotteiden kysynnän säilyvän nykyisessä korkoympäristössä vahvalla tasolla, mikä tukee yhtiön reaaliomaisuustuotteiden uusmyyntiä ja jatkuvien palkkiotuottojen kehitystä. Pidämme myös varsin todennäköisenä, että UB tulee keskipitkällä aikavälillä kasvattamaan Varainhoitoa yritysostoin. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä pitäisi olla myös kaikki edellytykset yltää lähelle verrokkien tasoista kannattavuutta ja odotamme Varainhoidon kulutehokkuuden parantuvan keskipitkällä aikavälillä selvästi.

Varainhoito yhteenveto

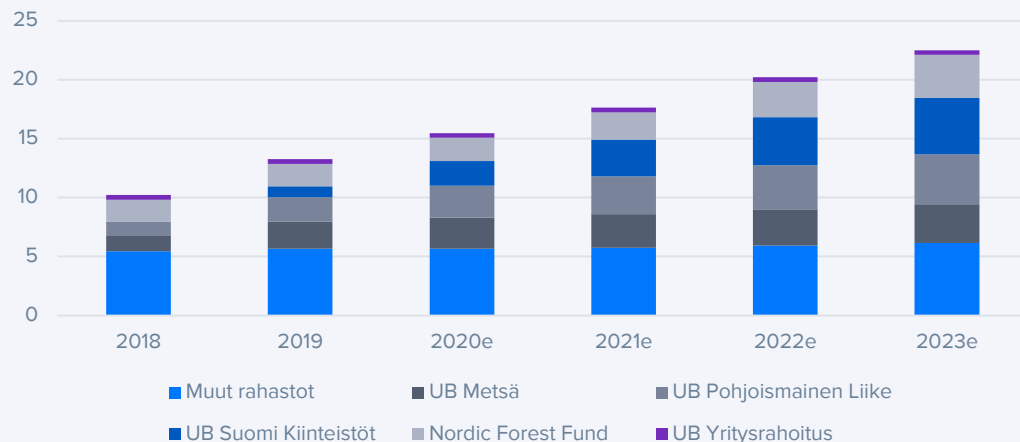
Varainhoito (MEUR)	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Rahastot	14,9	20,8	24,8	23,9	26,8	29,4
Omaisuu denhoito	3,2	4,1	4,8	5,2	5,2	5,2
Strukturoidut sijoitukset	5,4	3,2	2,8	3,5	3,5	3,5
Liikevaihto yhteensä	23,6	28,1	32,5	32,6	35,5	38,1
Palkkiokulut	-2,7	-3,8	-3,9	-4,5	-5,0	-5,3
Muu kulut yhteensä	-13,6	-15,4	-15,6	-16,5	-17,5	-18,5
EBITDA	7,2	8,8	13,0	11,5	13,0	14,3
EBITDA-%	30,5 %	31,4 %	40,2 %	35,4 %	36,7 %	37,6 %
Hallinnoitava varallisuus	2900	3565	3429	3654	3884	4094
Pääomarahastot	441	708	779	954	1134	1294
Perinteiset rahastot	729	875	750	800	850	900
Muut rahastopääomat	668	752	700	700	700	700
Omaisuu denhoito	1062	1230	1200	1200	1200	1200
AUM kasvu v/v	27 %	23 %	-4 %	7 %	6 %	5 %

Perinteiset rahastot = UB rahastoyhtiön AUM pl. UB Metsä, UB Suomi Kiinteistöt- ja UB Pohjoismaiset Liikekiinteistöt-rahastot
Pääomarahastot = NFF-rahastot, Lainarahasto ja UB Metsä sekä UB Suomi Kiinteistöt- ja UB Pohjoismaiset Liikekiinteistöt-rahastot

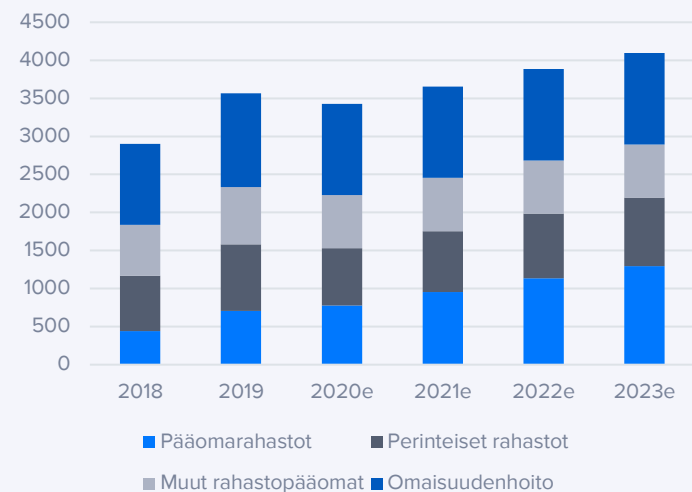
Varainhoidon tulosestimateet



Rahastojen hallinnointipalkkiot tuotteittain (MEUR)*



AUM-ennusteet



* Inderes arvio

Pääomamarkkinapalvelut

Pääomamarkkinapalveluliiketoiminta pitää sisällään investointipankin, arvopaperivälityksen sekä UB Rahoituksen alla toimivan joukkorahoituskanavan. Pääomamarkkinapalveluiden merkitys on UB:lle kokonaisuudessaan pieni ja se voidaan nähdä lähinnä täyden palvelun finanssitalon kokonaistarjontaa täydentävänä.

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

Investointipankki

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

Arvopaperivälitys

UB arvopaperivälitys tarjoaa arvopaperinvälitystä ja sijoitusneuvontaa kaikilla keskeisillä markkinoilla. UB Securitiesin välityspalvelut kattavat listattujen sekä listaamattomien osakkeiden ja joukkolainojen lisäksi pörssinoteeratut rahastot sekä johdannaiset. Kotimaisista toimijoista UB:n välitystoiminta on ainoa pankeista riippumaton. Välitystoiminta on ollut Suomessa jo vuosia rakenteellisissa ongelmassa, kun pörssin kaupankäyntivolyymit ovat jatkaneet laskuaan ja samalla online-välityksen kasvu on kiihdyttänyt hintaeroosiota. Arviomme mukaan arvopaperivälityksen palkkiotuotot olivat viime vuonna noin 1 MEUR:n tasolla.

UB Rahoitus

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

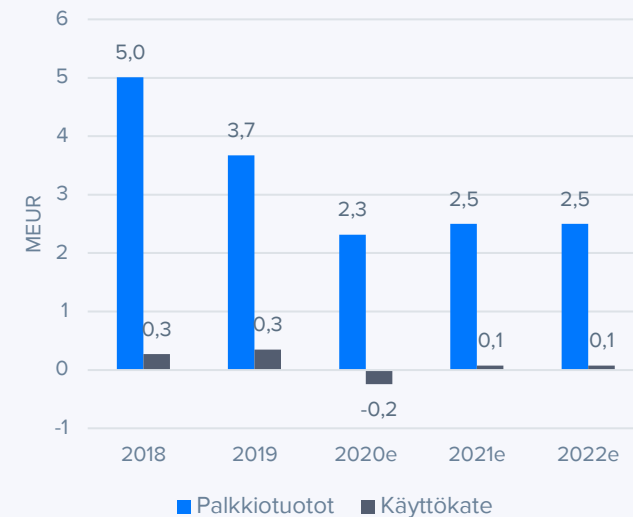
UB Rahoituksen liikevaihto on käsityksemme mukaan noin 1 MEUR:n tasolla ja toiminta on arviomme mukaan nykyisillä lainavolyymeilla tappiollista. Joukkorahoitusala omaisuuseränä mielestämme hyvin kiinnostava, mutta UB:n ydinosaamisen ulkopuolella. Emme yllätyisi mikäli UB luopuisi UB Rahoituksesta jollain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

Tulosennusteet

Pääomamarkkinapalveluiden H1-tulos jäi matalasta transaktioaktiiviteetista johtuen heikoksi ja segmentin tulos oli käyttökate- ja tappiollinen. Transaktioaktiiviteetti on syksyn mittaan piristynyt ja myös UB:n investointipankki on saanut vuoden jälkipuoliskolle useampia toimeksiantoja (mm. Enersensen yrityskauppa ja Incapin merkintäoikeusanti). Ennustammekin segmentin H2-liikevaihdon kohoavan tämän myötä 1,5 MEUR:oon ja käyttökateen 0,3 MEUR:oon. H1-tappiotasosta johtuen segmentin koko vuoden tulos jää ennusteissamme kuitenkin lievästi tappiolliseksi (2020e: -0,2 MEUR).

Vuoden 2020 jälkeen ennustamme segmentin liikevaihdon olevan noin 2,5 MEUR:n tasolla ja käyttökateen noin 0,1 MEUR:n tasolla. Emme ennusta segmentille oleellista kasvua, sillä tämä vaatisi näkemyksemme mukaan taakseen Investointipankin toimeksiantomäärien kasvattamista, mitä pidämme epätodennäköisenä, sillä yhtiön strateginen fokus on tällä hetkellä Varainhoidossa.

Pääomamarkkinapalvelut



Varainhoitomarkkina

Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

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

Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli kesällä 2020 noin 230 miljardia euroa. Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut noin 5 % vuodessa. Kasvua on selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen omaisuudenhoidon piiriin. Tästä 230 miljardista noin puolet on sijoitettu kotimaisiin sijoitusrahastoihin ja loput ovat konsultatiivisen tai täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä. Luonnollisesti myös merkittävä osa rahastopääomasta on erilaisten omaisuudenhoitosopimusten alaisuudessa.

Johtuen Suomen talouden rakenteellisesti heikoista näkymistä, uskomme, että uutta

varallisuutta syntyy lähivuosina Suomeen rajallisesti. Näin ollen varainhoitomarkkinan kasvu tulee myös jatkossa perustumaan varallisuus-arvojen kasvuun ja rotaatioon talletustileiltä tuottavampiin sijoituskohteisiin.

Pitkän aikavälin näkymä on hyvä

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

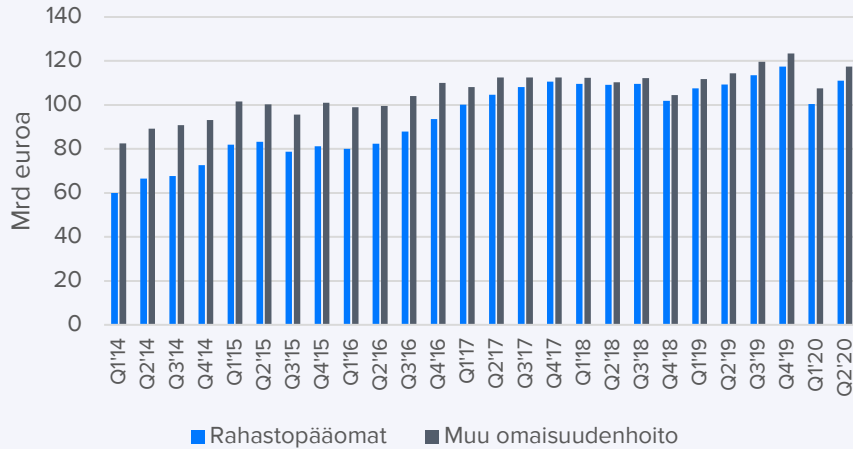
Toimialalla takanaan vahvat vuodet

Vaikka itse Suomen talous on kehittynyt vaisusti, ovat sijoituspalveluyritykset päässeet nauttimaan erittäin hyvistä tuotoista viimeisten vuosien aikana. Keskuspankkien elvytys ja tästä johtuvat

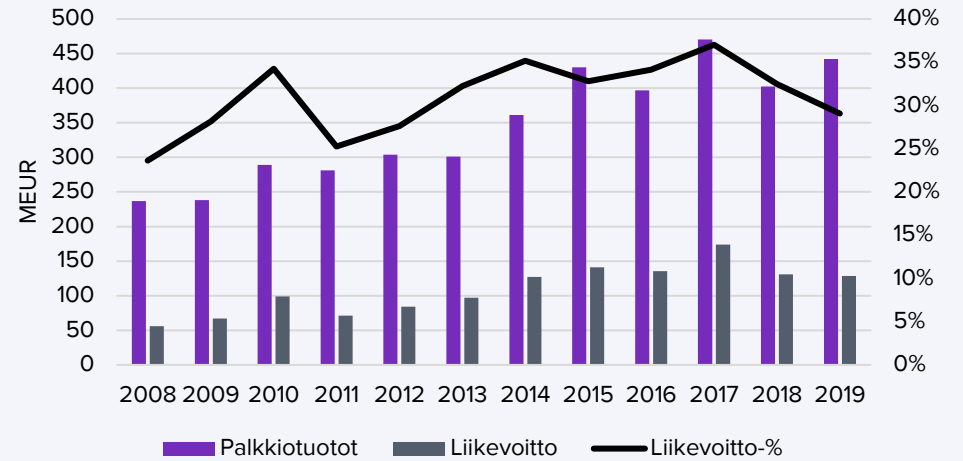
historiallisen matalat korot ovat olleet omiaan ajamaan pääomia korkeamman kustannustason tuotteisiin (mm. osakerahastot) ja toisaalta avanneet ovia vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kehitykselle. Lisäksi osakemarkkinoiden historiallisen vahva kehitys on kasvattanut hallinnoitavan varallisuuden määrää ja kasvattanut tuottosidonnaisia palkkioita. Yritys- ja kiinteistöjärjestelyiden määrä on myös kasvanut selvästi johtuen likviditeetin hyvästä saatavuudesta ja matalasta korkotasosta. Alan toimijat ovatkin tällä hetkellä keskimäärin erittäin hyvin kannattavia.

Varainhoitomarkkina

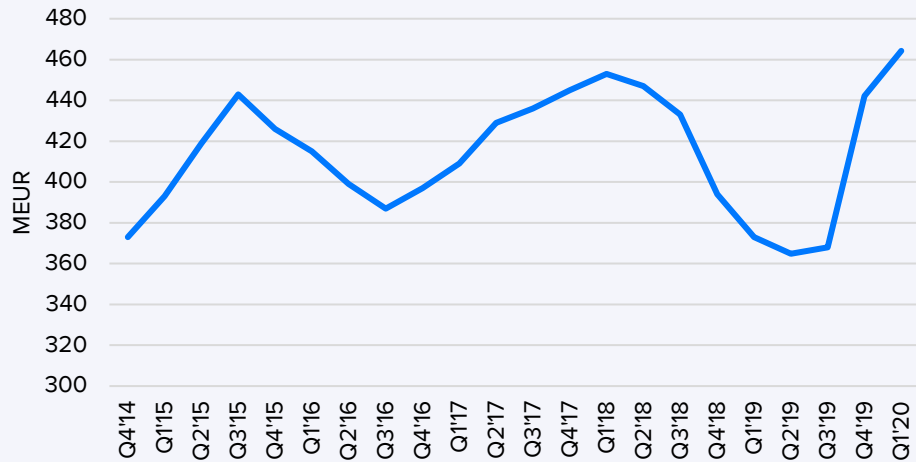
Suomen omaisuudenhoitomarkkinan kehitys



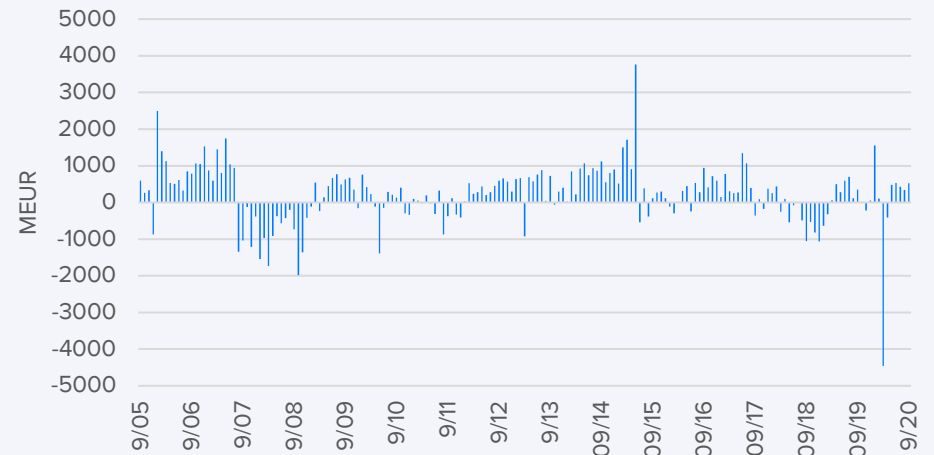
Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



Sijoituspalveluyhtiöiden palkkiotuotot (rullaava 12kk)

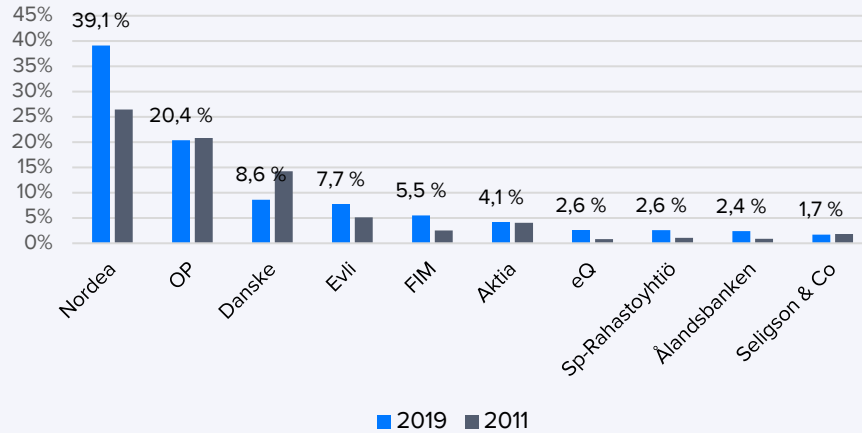


Kotimaisten sijoitusrahastojen nettomerkinnot

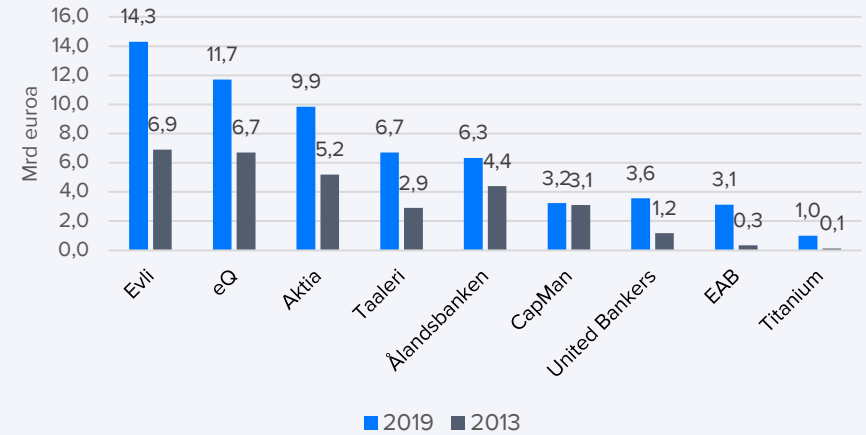


Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä

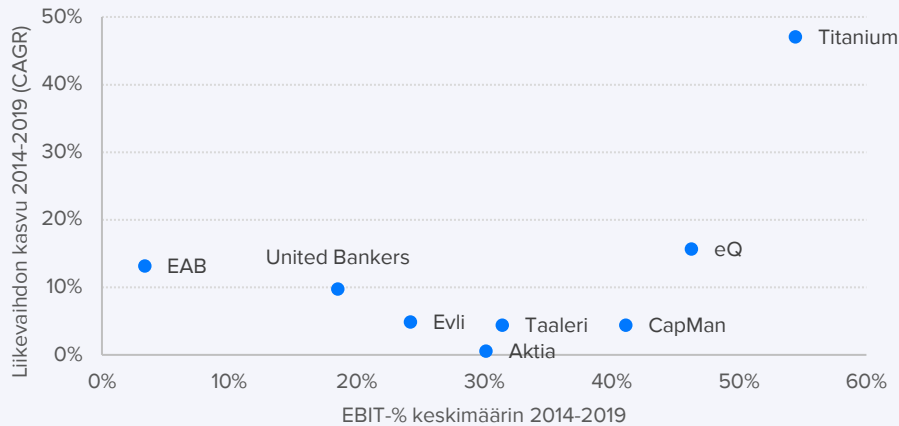
Kymmmenen suurinta kotimaista rahastoyhtiötä markkinaosuudella mitattuna (2019 lopussa)



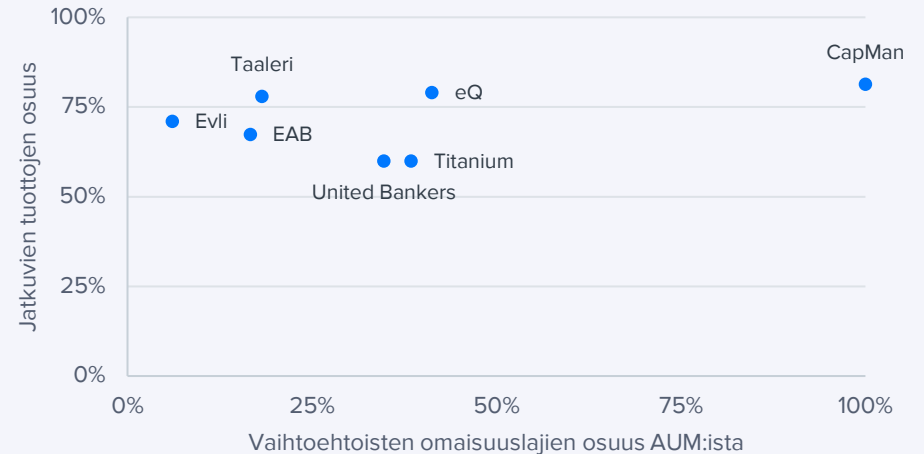
Listattujen suomalaisten pankkien ja varainhoitajien hallinnoima varallisuus (2019 lopun tilanne)



Kasvu ja kannattavuus



Jatkuvien tuottojen osuus ja AUM:n mix



Toimialan ajurit ja trendit



Digitalisaatio

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



Regulaation lisääntyminen

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



Pysyvästi madaltunut korkotaso

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



Vastuullisuus (ESG)

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

Sijoittajien muuttuvat tarpeet

Uudet omaisuusluokat täyttävät korkomarkkinan jättämää aukkoa

Reaaliomaisuustuotteiden määrä tulee kasvamaan merkittävästi

Tuotteiden pitää olla aiempaa läpinäkyvämpiä (ESG)

Sijoittajat vaativat yhä yksilöllisempää varainhoitoa

Riski määritellään uudelleen

Regulaatio, digitalisaatio ja ESG nostavat alalletulukynnystä

Sijoittajien vaatimustaso nousee

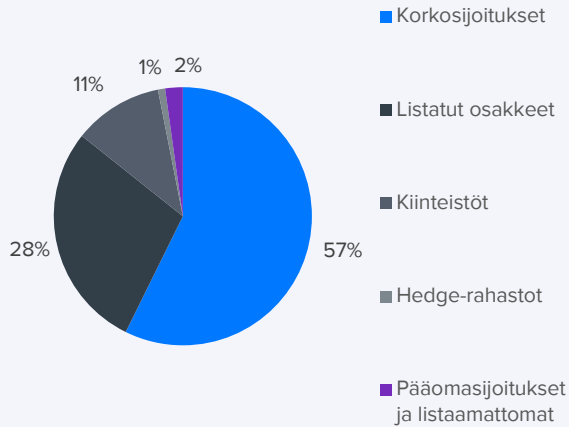
Passiivisten sijoitustuotteiden kysyntä jatkaa kasvuaan niiden ylivertaisen kulu/tuottosuhteen ansiosta

Perinteinen varainhoito tulee kohtaamaan yhä voimakkaampaa hintapainetta

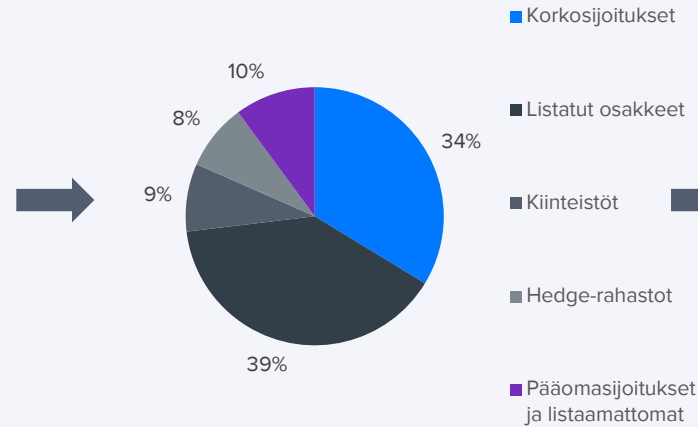
Varainhoitajien pitää pystyä luomaan aitoa lisäarvoa asiakkailleen

Toimialan ajurit ja trendit

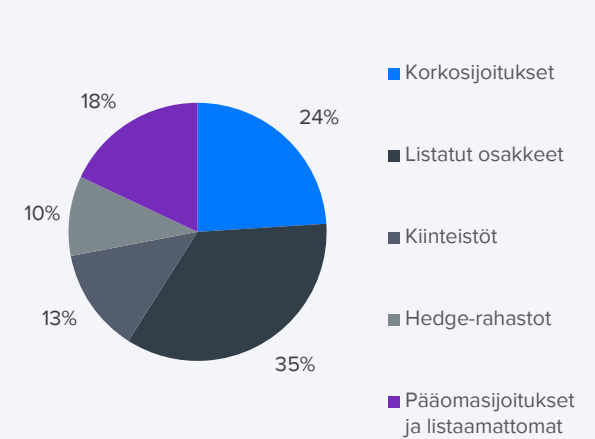
Työeläkelaitosten allokaatio 2004



Työeläkelaitosten allokaatio 2019

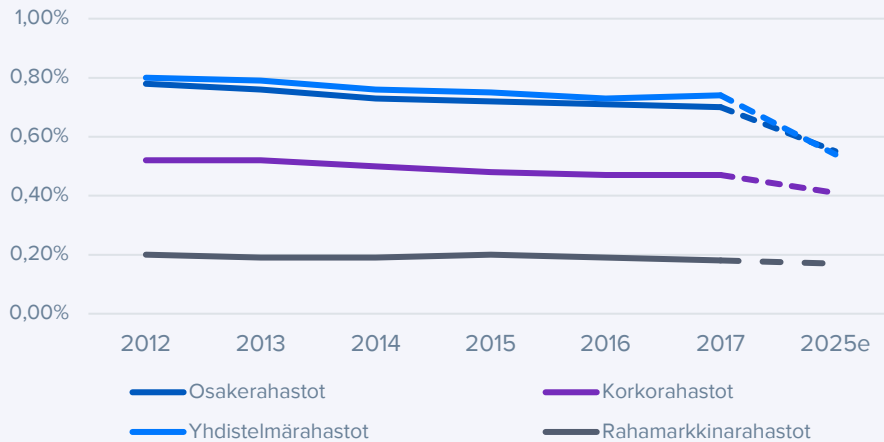


Havainnollistus työeläkelaitosten mahdollisesta allokaatiosta 2029*

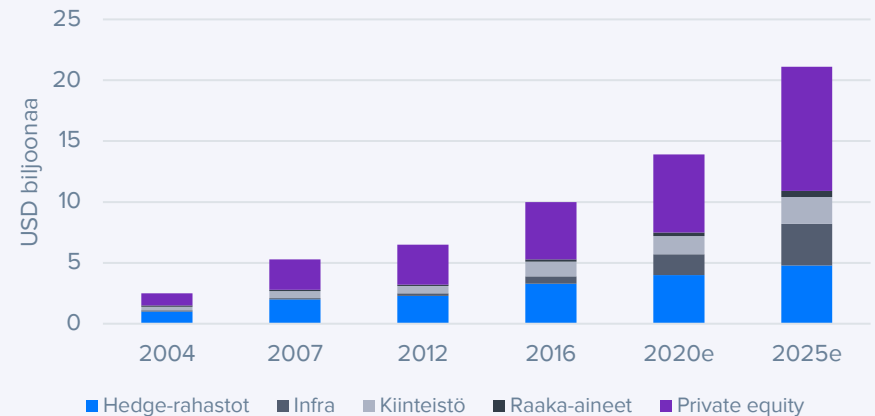


* Inderesin arvio työeläkeyhtiöiden mahdollisesta allokaatiosta 2029 nykyisen korkoympäristön jatkuessa

Aktiivisten sijoitusrahastojen palkkiotasot globaalisti



Vaihtoehtoiset omaisuusluokat 2004-2025e

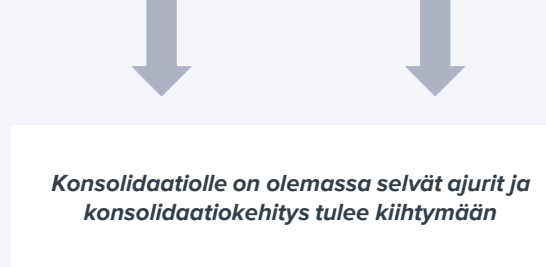
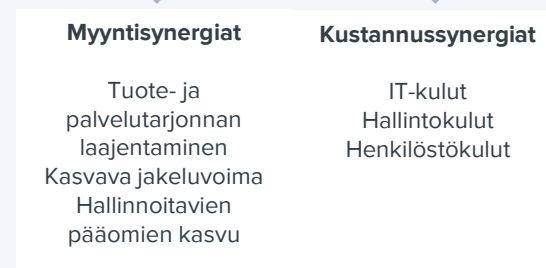


Toimialalla odotettavissa konsolidaatiota

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä



Konsolidaatioajurit



Toteutuneita järjestelyjä



Yhtiön positioituminen toimialan trendeihin

Skaala: ✓ — ✓ ✓ ✓

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

Yhteenvedo listatuista verrokkiyhtiöistä

	eQ	Taaleri	Titanium	Evli	EAB Group	CapMan	United Bankers	Aktia
MCAP (MEUR)	510	200	110	240	45	330	95	660
Osakkeen kokonaistuotto	2011 alkaen osakkeen kokonaistuotto ~1000%. IRR ~30%.	2013 IPO:n jälkeen kokonaistuotto +300%. Anneista oikaistuna IRR ~25%.	2017 listautumisen jälkeen kokonaistuotto ~120%. IRR ~30%.	2015 IPO:n jälkeen kokonaistuotto ~110%. IRR +15%.	2015 listautumisen jälkeen kokonaistuotto ~-27%. IRR ~-5%.	2013 alkaen kokonaistuotto ~140%. IRR ~15%.	2014 listautumisen jälkeen tuotto ~60%. IRR ~10%.	2009 IPO:n jälkeen kokonaistuotto ~170%. IRR ~10%.
Toteutunut kannattavuus	EBIT +50%. Kannattavuus erinomaisella tasolla jo ilman tuottopalkkioita	EBIT +25%. Kannattavuus kohtuullisen hyvällä tasolla, mutta tuottopalkkioiden/myyntivoittojen merkitys suuri	EBIT-% (oik.) +50%. Kannattavuus erinomainen, tuotto & transaktiopalkkioilla merkittävä rooli	2019 EBIT 32%. Kannattavuus erittäin hyvä ja perustuu käytännössä täysin jatkuviin tuottoihin.	2019 tulos tappiollinen. Track-record on kannattavuuden osalta heikko	Konsernitason kannattavuus erittäin hyvä sijoitustuottojen ansiosta. Hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuus edelleen vaatimaton (EBIT +10%)	EBIT (oik.) 20%. Kannattavuus kohtalainen, mix parantunut selvästi.	Oman pääoman tuotto ollut viime vuosina tyydyttävä noin ~8% (oik.).
Track-record	2014-2019 EPS CAGR-% +20%. Yhtiön organisen kasvun track-record poikkeuksellisen vahva viime vuosilta. Omistaja-arvo kasvanut ripeästi.	2014-2019 EPS +4,6e. Yhtiö luonut merkittävästi omistaja-arvoa yritysjärjestelyillä. Operatiivinen tuloskehitys ollut vaihtelevampaa johtuen kuluhaasteista.	14-19 EBIT (oik. CAGR-%) ~50%. Track-record erittäin vahva johtuen Hoivarahaston poikkeuksellisen houkuttelevasta palkkiorakenteesta.	2015-2019 EPS CAGR 18%. Tulos kasvanut selvästi kulutehokkuuden parantumisen ja erinomaisen uusmyynnin myötä.	Yhtiö on kasvanut ripeästi, mutta kannattavuus on jatkuvasti ollut heikko. Epäselvää onko kasvu ollut kannattavaa.	Yhtiön tulos noussut uudelle tasolle 2013 jälkeen ja yhtiön track-record uuden CEO:n alaisuudessa on erittäin vahva.	Uusmyynti kehittynyt vahvasti, mutta tulos jäänyt odotuksista. Strategia ollut oikea, mutta eteneminen ollut odotuksiamme hitaampaa.	Varainhoidon track-record vahva. Perinteisessä pankkitoiminnassa kasvu ollut heikkoa ja kannattavuudessa haasteita.
Vahvuudet / heikkoudet	Vahva instituutiomyynti & erinomaiset tuotteet. Heikkoutena riippuvuus kiinteistörahastoista.	HNW asiakaskunta joka mahdollistaa terveen hinnoittelun. Pääomarahastojen vahva track-record. Kulukontrollissa haasteita.	Hoivarahasto on poikkeuksellisen hyvä tuote rahastonhoitajalle. Heikkoutena riippuvuus yhdestä rahastosta.	Erinomainen instituutiomyynti. KV-myynti sekä matala hintataso selkeitä vahvuuksia. Riippuvuus korkorahastoista sekä kulutehokkuus heikkouksia.	Vahva myynti retail-asiakkaille, mutta heikompi positio instituutioissa. Kulutehokkuus jäänyt viime vuosina selvästi verrockeista.	Vahvuutena positio PE-kentässä. Heikkoutena hallinnointiliiketoiminnan vaisu kannattavuus sekä riippuvuus oman taseen tuotoista.	Vahvuuksina reaaliomaisuusstrategia ja laaja myyntivoima. Tuotteiden vaihteleva laatu sekä SPL-fuusion jälkeinen kulutuso.	EM-korkotuotteet menestyneet erinomaisesti. Uusmyynti ollut vahvaa. Riippuvuus korkorahastoista ja kulutehokkuudessa parantamisen varaa.
Strateginen suunta	Jatkaa voimakasta kasvua kiinteistö ja PE-rahastoissa sekä ylläpitää poikkeuksellista kulutehokkuutta. Yritysostot mahdollisia.	Jatkaa liiketoiminnan voimakasta organista ja epäorganista kasvua. Varainhoidossa fokus pääomarahastoissa. Yritysjärjestelyt osana yhtiön tarinaa myös jatkossa.	Jatkaa hoivarahaston voimakasta kasvua ja tuoda markkinoille uusia tuotteita.	Varainhoidon pääomien kasvattaminen, myynnin fokus yhä enemmän kansainvälisillä markkinoilla. Kulutehokkuutta pyritään parantamaan edelleen. Yrityskaupat epätodennäköisiä.	Jatkaa voimakasta kasvuaan varainhoidossa. Lyhyellä aikavälillä fokus kestävässä tuloskäänteessä ja vaihtoehtoisten rahastojen ylösajossa.	Hallinnointiliiketoiminnan kasvu uusien tuotteiden avulla sekä hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuden selkeä parannus kasvun ja kulutehokkuuden kautta. Yritysostot mahdollisia.	Fokus fokus kasvussa ja jatkuviin tuottoihin. Kasvua reaaliomaisuustuotteissa ja pääomarahastoissa. Yritysostot todennäköisiä.	Uudessa strategiassa yhtiö hakee kasvua erityisesti varainhoidossa ja uusista asiakkaista Suomen kasvukeskuksissa.

Taloudellinen tilanne

Kevyt ja nettovelaton tase

UB:n tase on sijoittajan näkökulmasta hyvin yksinkertainen ja liiketoiminta ei sektorille tyypillisesti sido merkittäviä pääomia. Yhtiön taseen loppusumma oli H1'20:n lopussa 55,3 MEUR. Tästä summasta noin 19,6 MEUR on liikearvoa sekä aineetonta omaisuutta pääosin yrityskauppihin liittyen (UB siirtyi vuonna 2019 IFRS-kirjanpitoon eikä enää poista liikearvoa).

Aineellista varallisuutta yhtiön taseessa on toimialalle tyypillisesti erittäin vähän eli vain 1,7 MEUR ja tästä valtaosa on vuoden 2019 alussa voimaanastunutta IFRS16-vuokraelkaa.

UB:llä oli H1'20:n lopussa käteistä noin 15,9 MEUR ja muita sijoituksia pääosin omiin tuotteisiin noin 3,6 MEUR:n edestä. Kassa on hyvin suuri suhteessa UB:n ydinliiketoiminnan kokoluokkaan nähden ja sitä selittää tytäryhtiö UB Securitiesin likviditeettitarpeet. Näin ollen pidämme ylisuuren kassan purkamista suhteellisen epätodennäköisenä.

Muut varat olivat H1'20:n lopussa 13,8 MEUR. Tästä arviomme mukaan noin puolet oli yhtiön asiakkaiden arvopapereiden välityssaamisia. Tämä on puhtaasti kirjanpidollinen erä ja UB ei kannan näihin liittyvää taseriskiä. Loput muista varoista ovat liiketoiminnalle tyypillisiä palkkiosaamisia.

Omaa pääomaa yhtiöllä oli H1'20:n lopussa noin 36,9 MEUR. Korollista velkaa UB:lla oli H1'20:n lopussa 2,9 MEUR pitkäaikaista velkaa ja näin ollen tase on nettovelaton. Muut velat sisältävät (noin 15,6 MEUR) asiakkaiden arvopapereiden välitysvelat sekä muita liiketoimintaan kuuluvia korottomia velkoja.

Taseessa on hyvin puskuria

Yhtiön omavaraisuusaste oli H1'20:n lopussa 66,7 % ja CET1-vakavaraisuus 26,1 %. Viranomaisten asettama minimitaso CET1-vakavaraisuudelle on 8 % ja yhtiön omat varat ylittävät minivaatimuksen noin 8 MEUR:lla. Ottaen huomioon yhtiön liiketoiminnan korkean markkinaherkkyuden, on mielestämme perusteltua, että yhtiö säilyttää kohtuullisen korkeaa puskuria vakavaraisuudessaan. Emme kuitenkaan pidä järkevänä kasvattaa nykyistä puskuria ja näin ollen yhtiö kykenee jatkossa käyttämään koko liiketoiminnan tuottaman pääoman joko osinkoihin tai yrityskauppihin.

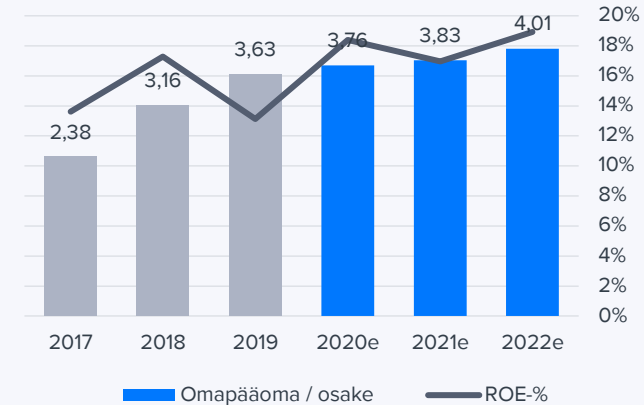
Vahva tase mahdollistaa yritysjärjestelyt

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

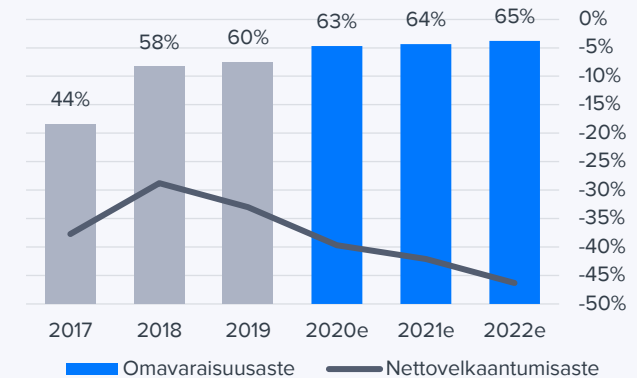
Uskomme, että keskipitkällä aikavälillä UB tulee pysymään aktiivisena toimijana yritysjärjestelykentällä, sillä yhtiöllä on edelleen tavoitteena kokoluokkansa kasvattaminen. Yhtiötä kiinnostavia yritysjärjestelykohteita ovat arviomme mukaan pienet yhtiön tuotetarjontaa täydentävät finanssitalot Suomesta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

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

Oma pääoma / osake ja ROE-%



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet konsernitason 1/3

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

Vuosi 2020: Ohjeistuksen nosto on tässä vaiheessa jo selviö

UB:n alkuvuodesta muodostui erittäin vahva, kun Varainhoito ylsi erittäin hyvään suoritukseen. Alkuvuoden hyvän tuloskehityksen taustalla oli NFF1-rahaston merkittävä kertaluontoinen myyntivoitto, Varainhoidon jatkuvien hallinnointipalkkioiden vahva 24 %:n kasvu vertailukaudesta sekä kulutehokkuudessa otetut selvät edistysaskeleet.

UB toisti H1-tuloksensa yhteydessä aiemman operatiivisen liikevoiton kasvua koskevan ohjeistuksensa. Vahvan alkuvuoden jälkeen ohjeistus on mielestämme hyvin varovainen ja pidämmekin käytännössä varmana, että yhtiö tulee nostamaan ohjeistustaan lähikuukausina.

Ennustamme UB:n vertailukelpoisen liikevoiton kasvavan kuluvana vuonna 9,6 MEUR:oon (2019: 6,7 MEUR) ja oikaistun EPS:n 0,70 euroon (2019: 0,51 euroa). Merkittävän tulosparannuksen taustalla on Varainhoito, jonka kuluvan vuoden vahvaa tulosta selittää 1) NFF1-myyntivoiton myötä selvästi vertailukaudesta kasvavat tuottosidonnaiset palkkiot, 2) rahastojen jatkuvien hallinnointipalkkioiden ja omaisuudenhoidon palkkiotuottojen 17 %:n kasvu sekä 3) selvästi viime vuodesta parantuva kulutehokkuus. Konsernitason tuloskasvua laimentaa lievästi Pääomamarkkinapalveluiden ja konsernitoimintojen (Muut-segmentti) pienet tappiot.

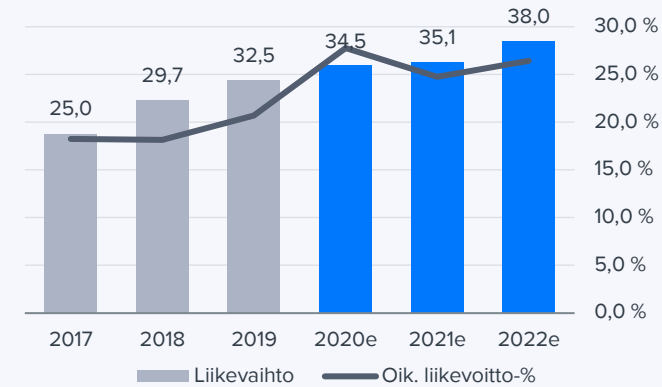
Ensi vuonna vastassa kovat vertailuluvut, mutta tuloskehitys säilyy nousujohteisena

Vuodelle 2020 ajoittuneen NFF1-rahaston myyntivoiton myötä UB:lla on ensi vuonna vastassa poikkeuksellisen kovat vertailuluvut ja pidämme todennäköisenä, että yhtiön tulostaso jää ensi vuonna ilman kertaluonteisia myyntivoittoja/yritysjärjestelyitä vuoden 2020 alapuolelle.

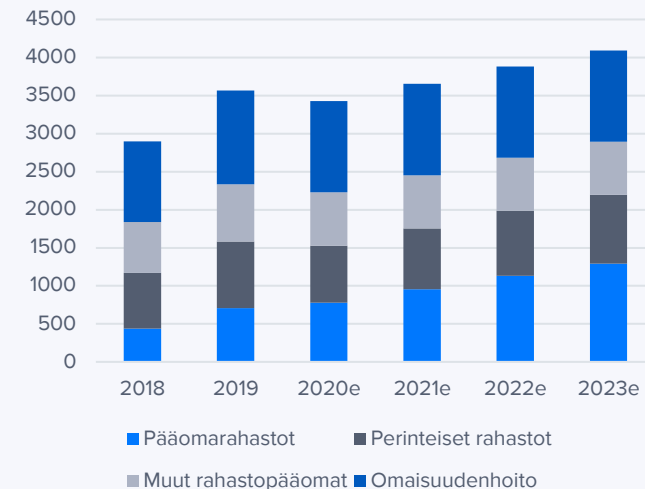
Ennustamme UB:n liikevoiton ja EPS:n kasvavan vuosien 2020-2023 välillä tervettä noin 6 %:n vuosivauhtia (CAGR-%). Ensi vuonna eteen tulevien vertailulukujen haasteellisuutta korostaa se, että vuoden 2020 NFF1-rahaston myyntivoitosta (0,27 euroa per osake) oikaistuna EPS:n vuosikasvu olisi ennusteissamme vuosien 2020-2023 välillä noin 24 %.

Tervetä tuloskasvua ajaa ennusteissamme lähivuosina erityisesti UB:lle tärkeiden metsärahojen ja avoimien kiinteistörahastojen vahva uusmyynti ja parantuvan kulutehokkuuden myötä selvästi skaalautuva kulurakenne. UB:n hallinnoitavan varallisuuden ennustamme kohoavan vahvan uusmyynnin vetämänä vuoteen 2023 mennessä noin 4,1 mrd euron tasolle (H1'20: 3,2 mrd euroa). AUM:n ja tuloksen laatu paranee tulevina vuosina myös selvästi, kun ennustettavaa palkkiovirtaa tuottavien pääomarahastojen osuus hallinnoitavasta varallisuudesta nousee noin 32 %:n tasolle vuoteen 2023 mennessä (H1'20: 22 %).

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



AUM-ennusteet



Ennusteet konsernitason 2/3

Tuloksen laatu parantuu lähivuosina selvästi

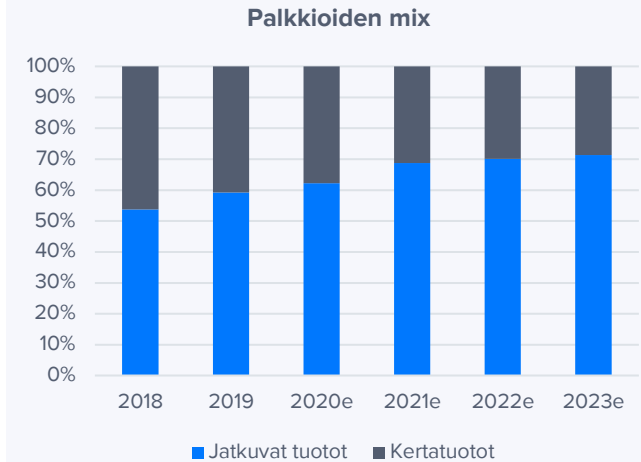
Konsernin jatkuvat palkkiotuotot jatkavat ennusteissamme tasaista kasvuaan ja odotamme niiden osuuden nousevan vuoteen 2023 mennessä yli 70 %:n tasolle. Jatkuvat palkkiotuotot ovat sijoittajalle huomattavasti epävarmoja sekä kertaluontoisiksi tulkittavia tuottosidonnaisia ja transaktiovetoisia palkkioita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

Osinkovirta jatkuu vuolaana, mutta on riippuvainen tuloskehityksestä

UB:n oikaistu EPS kohoaa kertaluonteisen NFF1-rahaston myyntivoiton myötä kuluvana vuonna 0,70 euroon (2019: 0,51 euroa) ja tämän jälkeen osakekohtaisen tuloksen kehitys noudattelee ennusteissamme yhtiön operatiivista tuloskehitystä.

Ennustamme UB:n jatkavan lähivuodet varsin avokätistä voitonjakopolitiikkaa ja ennustamme osingonjakosuhteen olevan vuosien 2020-2023 78-86 %:n välillä. Vaikka UB:n tase on erittäin vahva, uskomme, että osinko tulee tulevina vuosina olemaan riippuvainen tuloskehityksestä, emmekä odota yhtiön jakavan osinkoa merkittävästi yli

osakekohtaisen tuloksen edes heikommassa markkinatilanteessa.



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

**Inderesin arvio



Ennusteet konsernitason 3/3

Tuloslaskelma	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	29,7	14,7	17,8	32,5	17,9	16,7	34,5	35,1	38,0	40,6
United Bankers	29,7	14,7	17,8	32,5	17,9	0,0	17,9	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	7,1	2,9	4,8	7,7	6,1	4,9	11,1	10,3	11,7	12,8
Poistot ja arvonalennukset	-1,7	-0,8	-1,0	-1,7	-0,9	-0,9	-1,7	-1,6	-1,6	-1,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,4	2,3	4,4	6,7	5,5	4,1	9,6	8,7	10,0	11,3
Liikevoitto	5,4	2,1	3,8	5,9	5,3	4,1	9,3	8,7	10,0	11,3
United Bankers	5,4	2,1	3,8	5,9	5,3	4,1	9,3	8,7	10,0	11,3
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	5,4	2,1	3,8	5,9	5,3	4,1	9,3	8,7	10,0	11,3
Verot	-1,2	-0,5	-1,0	-1,5	-1,2	-0,9	-2,0	-1,8	-2,1	-2,3
Vähemmistöosuudet	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Nettotulos	4,3	1,6	2,8	4,4	4,0	3,2	7,2	6,8	7,9	8,9
EPS (oikaistu)	0,43	0,18	0,33	0,51	0,40	0,30	0,70	0,64	0,74	0,83
EPS (raportoitu)	0,45	0,16	0,27	0,43	0,38	0,30	0,68	0,64	0,74	0,83
Tunnusluvut	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	18,6 %	6,2 %	12,2 %	9,4 %	22,0 %	-6,7 %	6,2 %	1,5 %	8,4 %	6,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	17,9 %	15,0 %	30,6 %	24,8 %	139,1 %	-7,8 %	42,4 %	-9,5 %	15,7 %	12,5 %
Käyttökate-%	23,9 %	19,7 %	26,8 %	23,6 %	34,3 %	29,6 %	32,0 %	29,3 %	30,7 %	31,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	18,1 %	15,7 %	24,8 %	20,7 %	30,8 %	24,5 %	27,8 %	24,8 %	26,4 %	27,8 %
Nettotulos-%	14,5 %	11,1 %	15,6 %	13,6 %	22,4 %	19,1 %	20,8 %	19,4 %	20,7 %	21,9 %

Ennustemuutokset	2020	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	34,4	34,5	0 %	34,9	35,1	0 %	37,3	38,0	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,4	9,6	2 %	8,6	8,7	1 %	9,4	10,0	6 %
Liikevoitto	9,2	9,3	2 %	8,6	8,7	1 %	9,4	10,0	6 %
Tulos ennen veroja	9,2	9,3	2 %	8,6	8,7	1 %	9,4	10,0	6 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,69	0,70	2 %	0,63	0,64	1 %	0,70	0,74	6 %
Osakekohtainen osinko	0,55	0,55	0 %	0,55	0,55	0 %	0,60	0,60	0 %

Arvonmääritys 1/4

Yhteenveto arvonmäärityksestä

Olemme lähestyneet UB:n arvostusta verrokkiryhmän, historiallisten arvostuskertoimien, AUM-pohjaisen arvostuksen sekä kassavirtamallin kautta. Eri arvonmääritysmenetelmien lopputulokset ovat varsin hyvin lähellä toisiaan ja niiden vaihteluväli on 8,9 – 9,4 euroa/osake. Arvostusmenetelmien keskiarvo on 9,1 euroa, mikä linjassa uuden tavoitehintamme kanssa.

Arvonmäärityksemme on noussut merkittävästi edellisestä laajasta raportistamme (3/20) ja tämän taustalla ovat etenkin selvästi kohonneet tulosennusteemme (20-30 %) sekä verrokkiryhmän korona- ja myrskyn silmästä toipuneet arvostustasot. Käsittelemme UB:n laadusta on myös parantunut kuluvaan vuoteen aikana, yhtiön suoriuduttua erinomaisesti korona- ja myrskyn keskellä ja tällä on ollut positiivinen vaikutus pidemmän aikavälin ennusteisiin.

Kokonaisuutena pidämme UB:n osaketta oikein hinnoiteltuna nykytasolla ja arvostustason nousuvara vaatisikin taakseen nykyistä korkeampia tulosennusteita.

Sijoittajien tuotto-odotus lähivuosisille muodostuukin kohtuullisesta tuloskasvusta sekä terveestä osinkotuotosta. Sijoittajien on syytä huomata, että 2020 poikkeuksellisen hyvää tuloksesta johtuen 2020-2023 tuloskasvu näyttää varsin vaatimattomalta ja kertatuotoista oikaistuna tuloskasvu olisi merkittävästi ripeämpää. Yhtiö tulee lähivuodet jakamaan valtaosan tuloksestaan ulos osinkoina, mutta korostamme, että osinko on hyvin riippuvainen tuloksesta.

Kokonaisuutena lähivuosisien tuotto-odotus on

arvionne mukaan noin 10 %:n tasolla. Taso on kohtuullinen, mutta ei mielestämme riittävä ostojen perustelemiseksi johtuen tulosparannukseen liittyvästä epävarmuudesta ja jäämme odottelemaan parempia ostopaikkoja.

UB:n arvostusta tukevia tekijöitä ovat:

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

Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

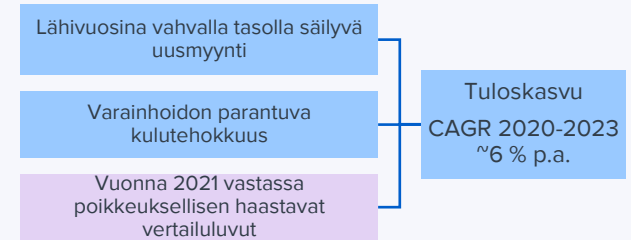
- Perinteisen varainhoidon suuri rooli (markkinaherkkyys)
- Heikko track-record kulutehokkuuden suhteen (Varainhoidon skaalautuvuus vielä todistamatta)



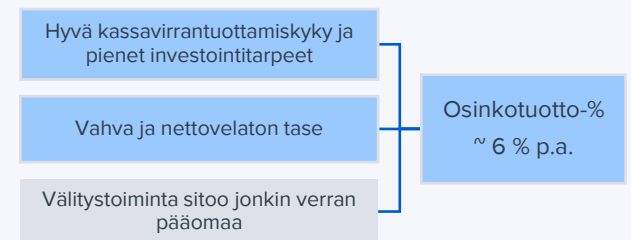
Osaketuoton ajurit 2020-2023

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

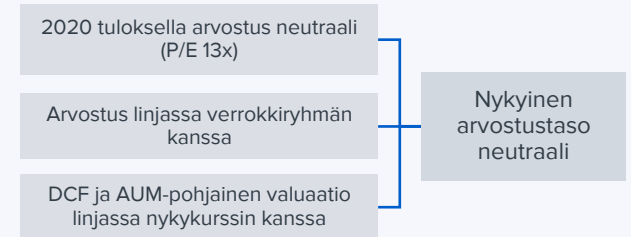
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



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

Arvonmääritys 2/4

Tulospohjainen arvostus suhteessa verrokkeihin

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

Olemme antaneet suhteellista arvostusta haarukoidessa annamme pääpainon tulospohjaisille P/E-kertoimelle sekä osinkotuotolle. Kuluva vuoden ennusteillamme UB:ta hinnoitellaan tulospohjaisesti (P/E 2020e: ~13x) 20 %:n alennuksella laajaan verrokkiryhmään nähden. Kuluva vuoden tulosestimatemme sisältää kuitenkin merkittävän (2,8 MEUR tai 0,27 euroa per osake) myyntivoiton NFF1-rahastosta tapahtuneeseen irtaantumiseen liittyen ja

myyntivoiton kertaluontoisuudesta johtuen kuluva vuoden tulostasoa voidaan pitää poikkeuksellisen hyvänä. Vuoden 2021 tulosestimateillamme UB on puolestaan arvostettu (P/E 2021e: ~14x) noin 10 %:n preemiolla laajan verrokkiryhmään nähden.

Osinkotuotto sektorin korkeimpia, mutta ei mielestämme indikoi aliarvostuksesta

UB:n osinkotuotto (~6 %) on kuluva vuoden ennusteillamme verrokkiryhmän korkeimpia ja se tarjoaa osakkeelle hyvää pohjatuottoa. Kuluva vuoden vuolasta voitonjakoa ja täten korkeaa osinkotuottoa selittää kuitenkin osaltaan NFF1-rahaston kertaluonteinen myyntivoitto, emmekä tällä hetkellä odota yhtiön tekevän vuonna 2021 tasokorotusta osinkoonsa. Vuoden 2021 ennusteillamme osinkotuotto on linjassa verrokkiryhmän mediaanitason kanssa ja vahvistaa näkemystämme osakkeen järkevästä hinnoittelusta.

UB:n käypää arvoa haarukoidessamme käytämme verrokkiryhmän 2021 arvostustasoa (P/E ~13x), sillä se antaa paremman kuvan sektorin normaalista hinnoittelusta (2020 tuloksissa merkittävä vaikutus koronasta). Osinkotuoton osalta olemme soveltaneet vuosien 2020-2021 keskimääräistä osinkotuottoa (~5,5 %).

Soveltamalla UB:lle ennustamaamme vuosien 2020-2021 keskimääräistä tulostasoa sekä vastaavia osinkoja, saadaan UB:n käyväksi arvoksi 9,4 euroa per osake. Tällä perusteella laskettu arvostus on myös linjassa UB:lle hyväksyvämmä absoluuttisen arvostushaarukan (P/E noin 12-14x). Kokonaisuudessaan verrokkien tulospohjaiset arvostuskertoimet tukevat näkemystämme siitä, että UB:n osake on tällä hetkellä hyvin pitkälti oikein hinnoiteltu.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2020e
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	
eQ	13,10	506	504	17,8	13,7	17,2	13,4	9,5	7,6	22,2	17,4	4,6	6,0	7,9
Taaleri	6,98	197	273	17,0	11,4	14,3	10,5	4,2	3,6	18,1	10,7	4,8	5,4	1,4
Titanium	11,60	120	107	10,7	9,0	9,0	7,7	5,1	4,7	12,5	11,1	6,9	7,7	5,3
CapMan	2,09	327	356	40,9	10,9	35,2	11,6	8,2	6,4	103,7	13,1	6,7	7,1	2,9
Evli	10,70	257	257	11,8	9,2	9,3	7,5	3,6	3,0	16,2	12,3	5,1	6,5	3,2
EAB Group	3,08	42	49		19,5	16,3	9,8	2,7	2,4		22,7	0,8	2,9	2,2
Aktia	9,34	640								15,1	10,9	4,9	6,8	1,0
AGF Management	6,00	300	398	8,4	12,2	5,7	7,0	1,5	1,5	12,7	12,7	5,3	5,3	0,4
GAM Holding	1,65	261	82	0,8	0,8	11,7	3,7	0,4	0,4		20,2		2,1	0,8
Wisdom Tree Investments	3,75	474	651	14,8	14,4	14,2	14,5	3,1	3,0	17,2	16,7	3,2	3,2	1,6
River & Mercantile Group	156,25	146	124	8,7		8,4	6,7	1,6	1,5	13,6	13,2	6,0	6,2	2,4
United Bankers (Inderes)	9,30	98	83	8,6	9,4	7,5	7,9	2,4	2,3	13,2	14,4	5,9	5,9	2,5
Keskiarvo				14,6	11,2	14,1	9,2	4,0	3,4	25,7	14,6	4,8	5,4	2,6
Mediaani				11,8	11,4	13,0	8,7	3,3	3,0	16,2	13,1	5,0	6,0	2,2
Erotus-% vrt. mediaani				-27 %	-17 %	-42 %	-9 %	-28 %	-23 %	-19 %	11 %	18 %	0 %	11 %

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

Arvonmääritys 3/4

Historialliset arvostuskertoimet

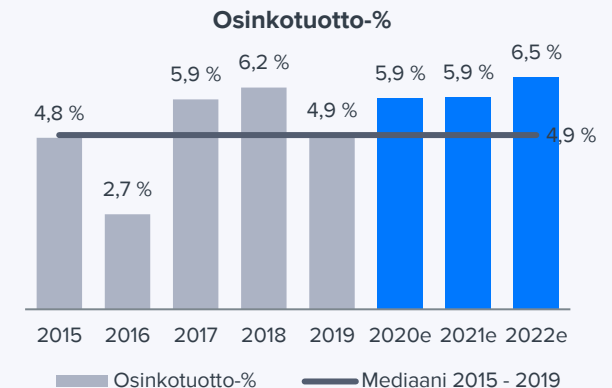
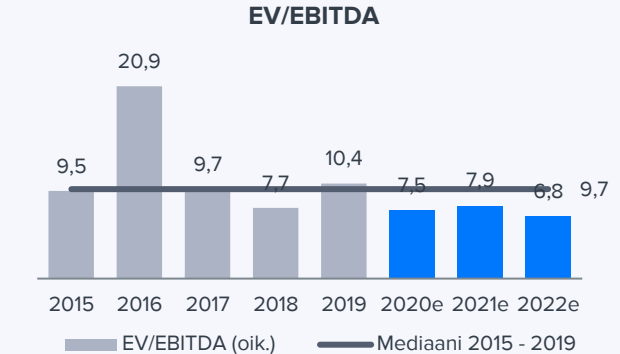
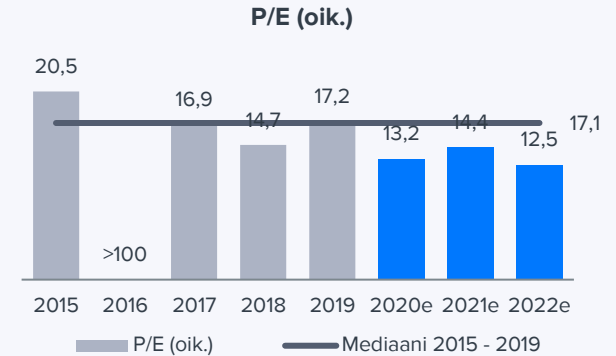
UB:ta on hinnoiteltu sen pörssihistorian ajan keskimäärin eteenpäin katsovilla EV/EBITDA-, osinkotuotolla ja P/E-kertoimilla 9x, 6 % ja 13x. Historialliset kertoimet on otettu Thomson Reutersilta ja ne katsovat aina 12kk eteenpäin, kun taas oheisissa graafeissa olevat keskiarvot ovat kunkin vuoden lopun tilanteesta laskettuja numeroita. UB:n historialliset eteenpäin katsovat arvostuskertoimet ja 2021e tulosenusteemme indikoivat osakkeen käyväksi arvoksi 8,6-9,8 euroa keskiarvon ollessa 9,1 euroa/osake. Vaikka UB onkin kokenut merkittävän rakennemuutoksen pörssihistoriansa aikana, tarjoavat historialliset kertoimet kohtuullisen hyvän indikaation yhtiölle hyväksyttävistä arvostustasoista.

Kassavirtamalli

Kassavirtamallimme (s. 36) indikoi UB:n osakkeen käyväksi arvoksi noin 9,1 euroa, mikä tukee näkemystämme osakkeen oikein hinnoittelusta ja rajallisesta lyhyen aikavälin nousuvarasta. UB:n kannattavuus paranee ennusteissamme vuosien 2021-2023 aikana ja kääntyy maltilliseen laskuun 2024 alkaen. Terminaalikannattavuutena olemme käyttäneet 19 %:n tasoa (yli 2014-2019 keskiarvon ja toiseksi korkein taso yhtiön pörssihistoriassa). Soveltamamme WACC-% on 10,2 % (aik. 10,9%). Laskun taustalla on osaketutkimuksessa tekemämme riskittömän korkotason korjaus 3

%:sta 2 %:iin. Lisäksi madaltunut tuottovaatimus heijastelee myös UB:n parantunutta läpinäkyvyyttä ja ennustettavuutta. Taso on edelleen lievästi verrokkiryhmän keskiarvon (noin 9 %) yläpuolella johtuen kertatuottojen merkittävästä roolista yhtiön tuloksessa ja voimakkaaseen tulosparannukseen liittyvästä epävarmuudesta.

Kokonaisuutena DCF-malli summaa UB:n sijoituscasen varsin hyvin. Lyhyellä aikavälillä osake on oikein hinnoiteltu, mutta mikäli yhtiö osoittaa tulevina vuosina, että sen tulostaso tekee tasokorjauksen ja jatkuviin tuottoihin nojaava kannattavuus nousee seuraavalle tasolle, olisi DCF-mallimme kannattavuusennusteissa nousuvaraa ja tuottovaatimuksessa laskuvaraa. Tämä luonnollisesti nostaisi yhtiön DCF-mallin mukaista arvoa selvästi ja alustavien arvioidemme mukaan taso olisi 11-14 euron tuntumassa.



Arvonmääritys 4/4

Hallinnoitavan varallisuuden arvo linjassa käyvän arvon näkemyksemme kanssa

Viimeisenä arvonmääritysmenetelmänä olemme käyttäneet UB:n hallinnoitavaa varallisuutta. UB:n liikevaihdosta valtaosa syntyy sen AUM:iin liittyvistä tuotteista ja palveluista ja näin ollen voimme käänteisesti laskea, kuinka paljon sijoittajat maksavat hallinnoitavan varallisuuden eri osa-alueista. Hallinnoitavan varallisuuden arvo vaihtelee merkittävästi riippuen sen tuottamasta palkkioasosta sekä rahan pysyvyydestä. Korkeaa palkkiovirtaa tuottava private equity -rahasto voidaan hinnoitella korkeallakin kertoimella, kun taas konsultatiivisessa varainhoidossa olevan transaktiovetoisen rahan kerroin jää matalaksi. Karkeana yleistyksenä voidaan todeta, että valtaosa hallinnoitavasta varallisuudesta hinnoitellaan 1-5 %:n arvoiseksi ja esim. 10 %:n taso vaatisi poikkeuksellisen hyvää tuotetta. Olemme käyttäneet AUM tasoina poikkeuksellisesti eteenpäin katsovaa vuoden 2020 lopun ennustamaamme tilannetta, sillä yhtiön rahastopääoma on jatkanut elpymistään H1'20 tasolta ja mielestämme 2020 lopun tilanne antaa sijoittajille oikeamman kuvan AUM:n tilanteesta.

Perinteisissä sijoitusrahastoissa olevan pääoman (2020e: 750 MEUR) olemme arvottaneet 3 %:n kertoimella, mikä on linjassa muiden finanssiyhtiöiden vastaavien kertoimien kanssa. Rahastojen performanssi on ollut viime vuosina mielestämme välttävä, mutta palkkioasot ovat säilyneet tästä huolimatta terveellä tasolla. Rahastot ovat kuitenkin avoimia ja näin ollen pääomien pysyvyys on epävarmaa etenkin heikommassa markkinassa.

Pääomarahastoja (2020e: 779 MEUR) olemme

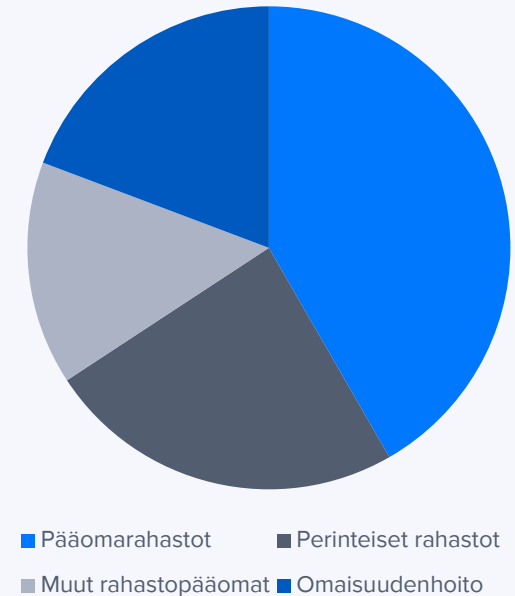
hinnoitelleet 5 %:n kertoimella. Yhtiön pääomarahastoista yli puolet on suljetuissa rahastoissa ja loput UB Metsä-pääomarahastossa, joka on avoin merkinnöille ja lunastuksille kvartaaleittain. Tämän pääoman pysyvyys on kokonaisuudessaan varsin hyvä ja myös palkkioasot ovat hyvin terveitä. Olemme hinnoitelleet UB:n pääomarahastojen pääomaa hieman eQ:n, Taalerin ja Evlin kertoimia matalammalla tasolla pääoman jonkin verran heikommasta pysyvyydestä (isompi osuus avoimissa tai puoliavoimissa tuotteissa).

Muun rahastopääoman (2020e: 700 MEUR) olemme arvottaneet 2 %:lla. Tämä pitää sisällään sekä korkeamman palkkioason pääomarahastoja (KJK Capital) että UB:n jakelemia kolmansien osapuolten rahastoja. Näkyvyys muuhun rahastopääomaan on suhteellisen heikko, mutta arviomme mukaan se jakautuu karkeasti puoliksi pääomarahastojen ja kumppanien rahastojen kesken. Kolmansien osapuolten rahastojen palkkioaso on näkemyksemme mukaan terveellä tasolla, mutta palkkioista kuitenkin tyypillisesti noin puolet menee rahastonhoitajalle, joka laskee sen arvoa UB:n kannalta.

Omaisuuksien hallinnoitavat pääomat (2020e: 1200 MEUR) olemme hinnoitelleet 1,5 %:n hinnalla heijastellen hallinnoitavan varallisuuden suhteellisen matalaa tuottotasoa ja tämän tyyppiselle pääomalle tyypillisesti käyttämäämme kerrointa.

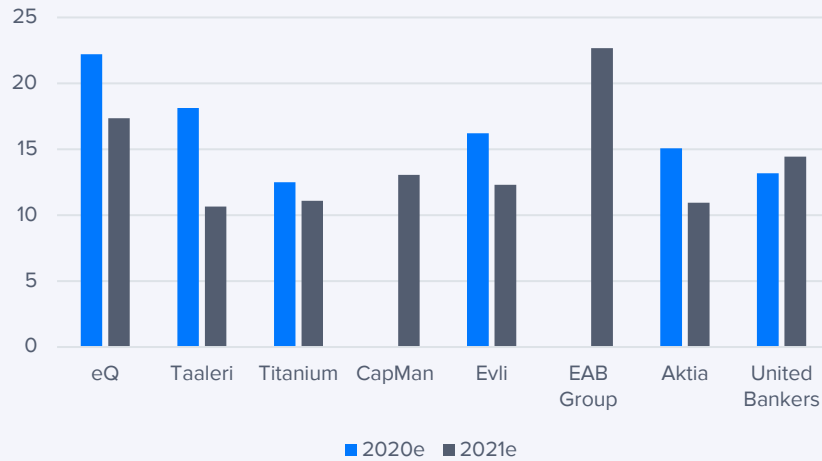
Kokonaisuutena UB:n hallinnoitavan varallisuuden arvo on laskelmiamme mukaan 94 MEUR eli 8,9 euroa/osake.

AUM-pohjaisen arvon jakauma

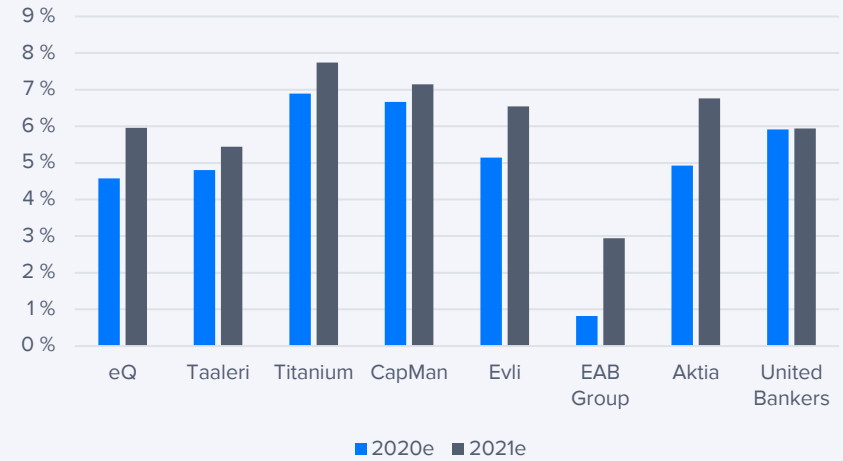


UB:n arvostus suhteessa kotimaisiin verrokkeihin

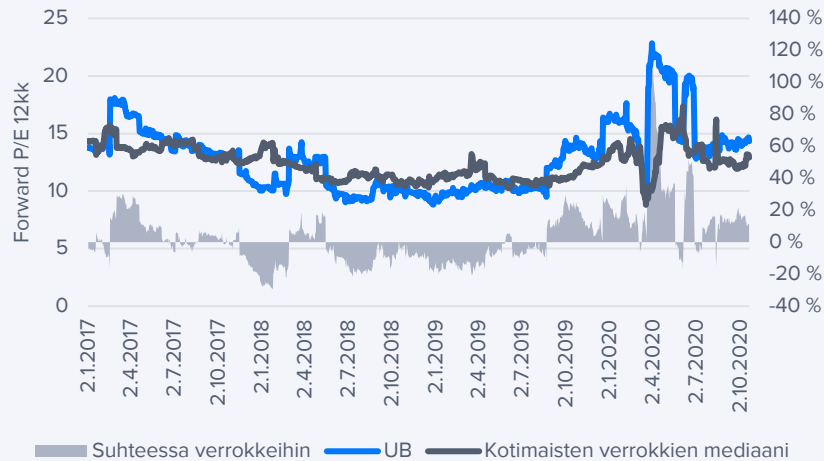
Kotimaisten verrokkien P/E-kertoimet



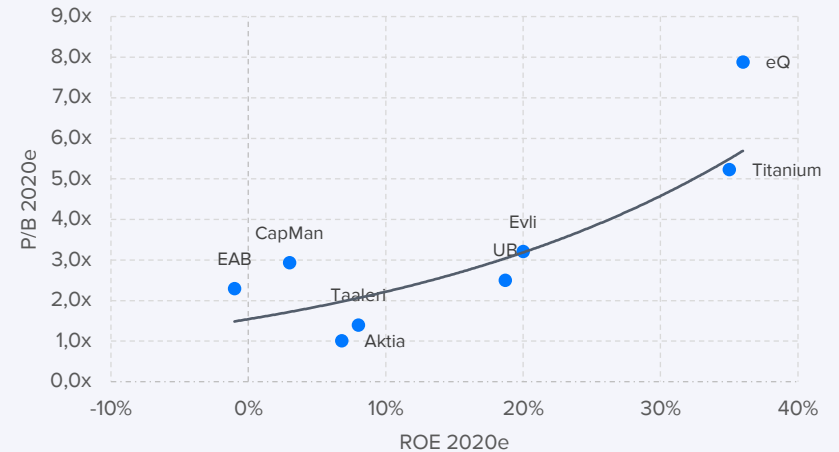
Kotimaisten verrokkien osinkotuotot



UB:n tulospohjainen arvostus vs. kotimaiset verrokkit



ROE ja P/B 2020e

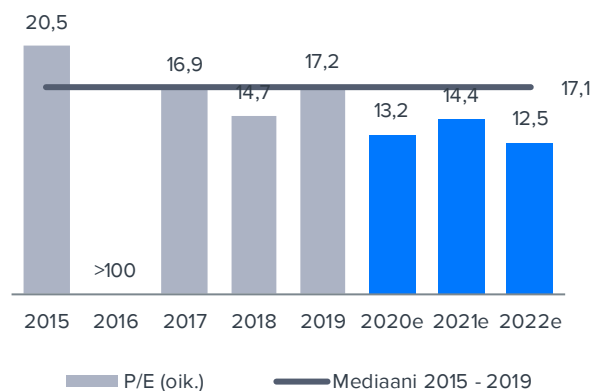


Arvonmääritystaulukko

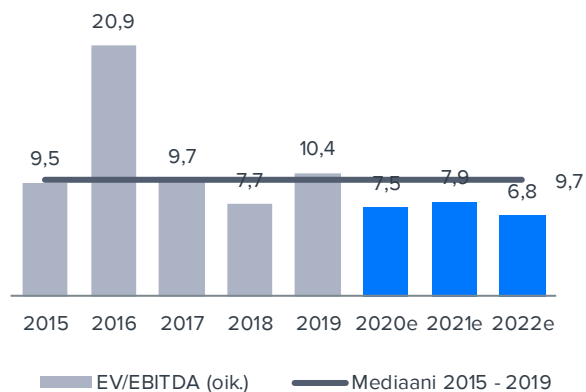
Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	9,78	7,50	6,80	6,60	8,80	9,30	9,30	9,30	9,30
Osakemäärä, milj. kpl	7,53	7,68	8,24	9,59	10,2	10,5	10,6	10,6	10,7
Markkina-arvo	74	58	56	63	92	98	98	98	98
Yritysarvo (EV)	65	54	49	55	79	83	81	79	76
P/E (oik.)	20,5	>100	16,9	14,7	17,2	13,2	14,4	12,5	11,2
P/E	20,5	>100	24,0	14,7	20,3	13,6	14,4	12,5	11,2
P/Kassavirta	14,1	neg.	13,4	33,5	79,1	12,5	13,6	11,5	10,5
P/B	4,4	3,9	2,9	2,1	2,5	2,5	2,4	2,3	2,2
P/S	2,7	2,9	2,2	2,1	2,8	2,8	2,8	2,6	2,4
EV/Liikevaihto	2,4	2,7	1,9	1,8	2,4	2,4	2,3	2,1	1,9
EV/EBITDA (oik.)	9,5	20,9	9,7	7,7	10,4	7,5	7,9	6,8	5,9
EV/EBIT (oik.)	10,0	36,3	10,6	10,1	11,8	8,6	9,4	7,9	6,7
Osinko/tulos (%)	98,4 %	622,2 %	141,2 %	91,0 %	101,2 %	80,5 %	85,4 %	80,8 %	80,0 %
Osinkotuotto-%	4,8 %	2,7 %	5,9 %	6,2 %	4,9 %	5,9 %	5,9 %	6,5 %	7,3 %

Lähde: Inderes

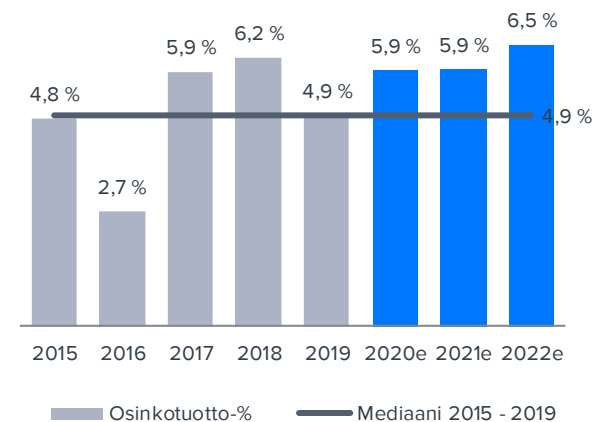
P/E (oik.)



EV/EBITDA



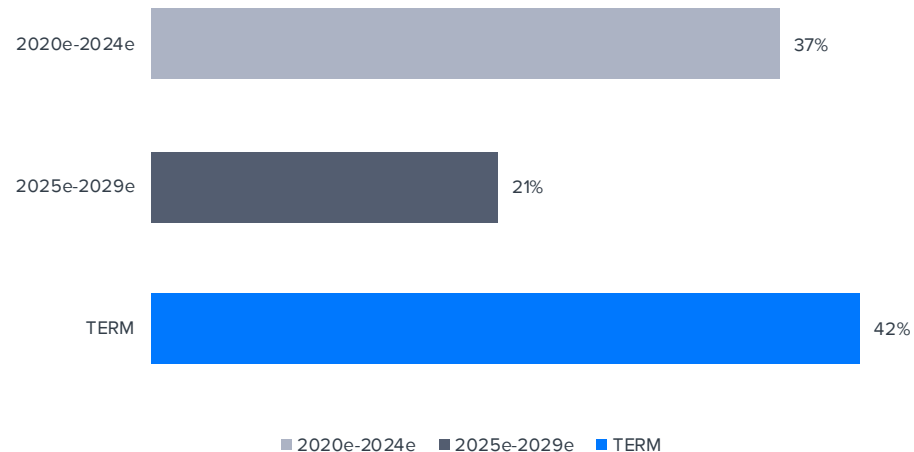
Osinkotuotto-%



DCF-laskelma

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	5,9	9,3	8,7	10,0	11,3	9,7	9,6	9,4	9,2	9,0	9,3	
+ Kokonaispoistot	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,5	1,4	1,5	1,5	1,6	1,7	
- Maksetut verot	-1,2	-2,0	-1,8	-2,1	-2,3	-2,0	-2,0	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-4,1	0,1	0,1	0,3	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	
Operatiivinen kassavirta	2,4	9,1	8,5	9,9	10,8	9,5	9,2	9,1	9,0	8,9	9,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-1,2	-1,3	-1,4	-1,5	-1,5	-1,6	-1,7	-1,7	-1,8	-1,9	-2,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,2	7,8	7,2	8,5	9,3	7,9	7,5	7,4	7,3	7,0	6,8	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,2	7,8	7,2	8,5	9,3	7,9	7,5	7,4	7,3	7,0	6,8	91,0
Diskontattu vapaa kassavirta		7,7	6,4	6,9	6,8	5,3	4,5	4,1	3,6	3,2	2,8	37,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		88,6	80,9	74,5	67,6	60,8	55,5	51,0	46,9	43,3	40,1	37,3
Velaton arvo DCF		88,6										
- Korolliset velat		-2,8										
+ Rahavarat		15,0										
-Vähemmistöosuus		-0,5										
-Osinko/pääomapalautus		-4,5										
Oman pääoman arvo DCF		95,9										
Oman pääoman arvo DCF per osake		9,1										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	10,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,2 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	25,3	24,7	24,3	24,1	23,9
Liikearvo	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7
Aineettomat hyödykkeet	4,3	4,0	3,5	3,1	2,8
Käyttöomaisuus	2,8	2,0	2,1	2,3	2,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	2,5	3,0	3,0	3,0	3,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	26,7	37,6	38,2	39,7	42,4
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	12,3	21,8	21,8	21,8	21,8
Myyntisaamiset	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0
Likvidit varat	13,7	15,0	15,6	17,0	19,7
Taseen loppusumma	52,0	62,3	62,5	63,7	66,3

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	30,3	37,1	39,9	41,0	43,2
Osakepääoma	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1
Kertyneet voittovarot	7,9	10,5	13,2	14,2	16,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	17,2	21,4	21,4	21,4	21,4
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4
Pitkäaikaiset velat	6,1	4,1	1,3	1,3	1,3
Laskennalliset verovelat	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	5,0	2,8	0,0	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	15,6	21,1	21,3	21,4	21,8
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,1	4,6	4,8	4,9	5,3
Muut lyhytaikaiset velat	12,5	16,5	16,5	16,5	16,5
Taseen loppusumma	52,0	62,3	62,5	63,7	66,3

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	25,0	29,7	32,5	34,5	35,1	EPS (raportoitu)	0,28	0,45	0,43	0,68	0,64
Käyttökate	5,0	7,1	7,7	11,1	10,3	EPS (oikaistu)	0,40	0,45	0,51	0,71	0,64
Liikevoitto	3,6	5,4	5,9	9,3	8,7	Operat. kassavirta / osake	0,90	0,73	0,23	0,87	0,81
Voitto ennen veroja	3,6	5,4	5,9	9,3	8,7	Vapaa kassavirta / osake	0,51	0,20	0,11	0,74	0,68
Nettovoitto	2,3	4,3	4,4	7,2	6,8	Omapääoma / osake	2,38	3,16	3,63	3,78	3,86
Kertaluontoiset erät	-1,0	0,0	-0,8	-0,2	0,0	Osinko / osake	0,40	0,41	0,43	0,55	0,55
Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	44,5	52,0	62,3	62,5	63,7	Liikevaihdon kasvu-%	25 %	19 %	9 %	6 %	2 %
Oma pääoma	19,6	30,3	37,1	39,9	41,0	Käyttökateen kasvu-%	92 %	42 %	8 %	44 %	-7 %
Liikearvo	8,1	15,7	15,7	15,7	15,7	Liikevoiton oik. kasvu-%	205 %	18 %	25 %	42 %	-9 %
Nettovelat	-7,4	-8,7	-12,2	-15,6	-17,0	EPS oik. kasvu-%	1149 %	12 %	14 %	38 %	-9 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	20,0 %	23,9 %	23,6 %	32,0 %	29,3 %
Käyttökate	5,0	7,1	7,7	11,1	10,3	Oik. Liikevoitto-%	18,3 %	18,1 %	20,7 %	27,8 %	24,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	3,4	0,0	-4,1	0,1	0,1	Liikevoitto-%	14,4 %	18,1 %	18,2 %	27,1 %	24,8 %
Operatiivinen kassavirta	7,4	7,0	2,4	9,1	8,5	ROE-%	13,6 %	17,3 %	13,1 %	18,7 %	16,9 %
Investoinnit	-7,6	-12,1	-1,2	-1,3	-1,4	ROI-%	17,6 %	18,6 %	15,8 %	23,4 %	21,4 %
Vapaa kassavirta	4,2	1,9	1,2	7,8	7,2	Omavaraisuusaste	44,1 %	58,3 %	59,5 %	63,8 %	64,4 %
						Nettovelkaantumisaste	-37,7 %	-28,8 %	-33,0 %	-39,1 %	-41,4 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
OY Castor-Invest AB (Carl-Gustaf Von Troil)			11,0 %			EV/Liikevaihto	1,9	1,8	2,4	2,4	2,3
Amos Partners (Antti Asunmaa)			10,3 %			EV/EBITDA (oik.)	9,7	7,7	10,4	7,5	7,9
Jarafi Oy (Rasmus Finnilä)			10,1 %			EV/EBIT (oik.)	10,6	10,1	11,8	8,6	9,4
J. Lehti & Co Oy (Jani Lehti)			5,8 %			P/E (oik.)	16,9	14,7	17,2	13,2	14,4
Bockholmen Invest AB (Patrick Anderson)			5,7 %			P/B	2,9	2,1	2,5	2,5	2,4
Biomerit Oy			4,8 %			Osinkotuotto-%	5,9 %	6,2 %	4,9 %	5,9 %	5,9 %

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 kehoitukseksi 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 arvon 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 Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27/07/2016	Vähennä	7,40 €	7,15 €
25/08/2016	Vähennä	7,20 €	6,90 €
16/02/2017	Vähennä	6,80 €	7,30 €
03/05/2017	Vähennä	6,80 €	6,99 €
24/08/2017	Vähennä	7,20 €	7,16 €
16/11/2017	Vähennä	7,80 €	7,60 €
28/02/2018	Vähennä	7,80 €	7,36 €
16/05/2018	Lisää	7,50 €	7,00 €
24/08/2018	Lisää	8,30 €	7,50 €
16/10/2018	Vähennä	8,00 €	7,95 €
18/02/2019	Vähennä	8,00 €	7,65 €
26/06/2019	Vähennä	8,00 €	7,55 €
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 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme tarpeisiin.

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**