

Titanium

Laaja raportti

10/2020

Kaikki riippuu Hoivarahastosta

Tarkistamme Titaniumin tavoitehintamme 12,0 euroon (aik. 11,0e) ja laskemme suosituksemme tasolle lisää (aik. osta). Odotamme yhtiöltä lähivuosilta tervettä yli 10 %:n tuloskasvua Hoivarahaston vetämänä. Yhtiön riskitaso pysyy edelleen korkealla sen ollessa täysin riippuvainen Hoivarahaston kehityksestä. Vaikka arvostustaso onkin absoluuttisesti ja suhteellisesti edullinen, ei se tarjoa enää nousuvaraa ja lähivuosien tuotto-odotus nojaakin tuloskasvuun sekä vahvaan osinkoon. Mielestämme nämä tarjoavat edelleen hyvän korvauksen sijoittajien kantamista riskeistä ja tuotto-/riskisuhde pysyykin hyvällä tasolla.

Tuotevetoinen finanssipalveluyhtiö

Titanium on kotimainen omaisuudenhoitoon keskittyvä konserni. Yhtiön omaisuudenhoidon ytimen muodostavat sen omat tuotteet ja etenkin Hoivarahaston merkitys yhtiölle on erittäin suuri. Yhtiön pääkohderyhmä ovat varakkaat yksityishenkilöt ja arviomme mukaan valtaosa yhtiön hallinnoitavasta varallisuudesta tulee yksityishenkilöiltä. Taloudellisessa mielessä Titaniumin kehitys on ollut poikkeuksellisen hyvää. Yhtiön liikevaihto on kasvanut vuosien 2011-2019 aikana keskimäärin yli 50 % ja oikaistu liikevoittomarginaali on ollut erinomainen noin 50 %. Yhtiö on kasvattanut omistaja-arvoaan merkittävästi, josta kiitos kuuluu ennen kaikkea päätökselle perustaa Hoivarahasto 2012. Sijoittajille Titanium profiloituu osinkoyhtiönä, jonka riskitaso on selvästi sen verrokkeja korkeampi.

Lähivuosien tuloskasvunäkymä edelleen suotuisa

Yhtiöllä on hyvät edellytykset jatkaa Hoivarahastovetoista kasvuaan lähivuosina, kun rahaston uusmyynti säilyy hyvällä tasolla markkinatrendien tukemana. Ennustamme liikevaihdon kasvavan 2020-2023 noin 10 % vuodessa ja tämä kasvu tulee käytännössä täysin Hoivarahaston hallinnointipalkkioista. Yhtiön kulurakenne pysyy erittäin tiukkana ja näkemyksemme mukaan yhtiöllä on edellytykset ylläpitää erinomaista lähes 60 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia tulevina vuosina. Näin ollen tuloskasvu tulee lähivuosina pitkälti liikevaihdon kasvun kautta ja liikearvopoistoista oikaistu EPS kasvaa lähivuodet hieman yli 10 %:n tahtia. Vaikka Titaniumin riippuvuus Hoivarahastosta säilyykin erittäin korkealla, tulee yhtiön palkkiotuottojen jakauma jatkamaan parantumistaan painopisteen siirtymässä ennustettaviin hallinnointipalkkioihin. Pidemmällä aikavälillä Hoivarahaston kasvu uhkaa nykyisellä palkkiorakenteella hyyytä ja yhtiön olisikin ensiarvoisen tärkeää onnistua laajentamaan tuote- ja palvelutarjontaansa tulevan kasvupohjan rakentamiseksi. Yhtiön voitonjako pysyy ennusteissamme hyvin vuolaana ja ennustamme Titaniumin jakavan valtaosan tuloksestaan ulos omistajille.

Tuloskasvusta ja osingosta muodostuva tuotto-odotus edelleen hyvällä tasolla

Titaniumin arvostustaso on hyvin kaksijakoinen. Absoluuttisesti sekä suhteellisesti arvostus näyttää edulliselta ja osinkotuotto on pörssin korkeimpia. Alennus keskeisiin verrokkeihin on noin 25 % ja 2020e tuloksesta laskettu P/E-kerroin on noin 12x. Yhtiön riskiprofiili on kuitenkin selvästi verrokkeja korkeampi johtuen riippuvuudesta Hoivarahastosta ja tämä painaa yhtiön hyväksyttävää arvostusta selvästi. Myös Hoivarahaston hallinnoitavasta varallisuudesta maksettava poikkeuksellisen korkea hintalappu (hintaa/AUM: 25 %) toimii selkeänä jarruna hyväksyttävälle arvostustasolle. Nykyinen arvostus onkin hyväksyvämmä haarukan ylälaidassa ja näkemyksemme mukaan lähivuosien tuotto-odotus muodostuu tuloskasvusta sekä vahvasta osingosta. Lisäksi sijoittajat saavat kaupan päälle option siitä, että yhtiö onnistuu pienentämään riskitasoaan jonka seurauksena nykyisessä arvostustasossa olisi selkeää nousuvaraa.

Analytiikot

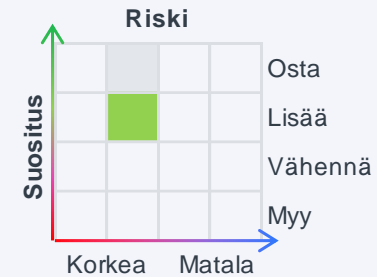


Sauli Vilen
+358 44 025 8908
sauli.vilen@inderes.fi



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

Suositus



Lisää

(aik. Osta)

12,0 EUR

(aik. 11,0 EUR)

Osakekurssi:

11,25 EUR

Potentiaali:

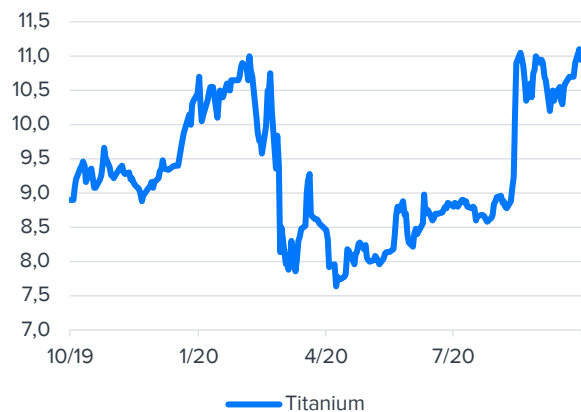
6,7 %

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	18,4	20,6	22,8	25,1
kasvu-%	10 %	12 %	11 %	10 %
EBIT oik.	9,9	11,9	13,3	15,0
EBIT-% oik.	53,5 %	57,9 %	58,5 %	59,6 %
Nettotulos	5,2	7,9	9,1	10,3
EPS (oik.)	0,79	0,94	1,06	1,17
P/E (oik.)	11,9	12,0	10,6	9,6
P/B	4,3	5,1	4,9	4,7
Osinkotuotto-%	7,7 %	7,2 %	8,1 %	8,5 %
EV/EBIT (oik.)	8,5	8,8	7,7	6,7
EV/EBITDA	8,2	8,4	7,5	6,5
EV/Liikevaihto	4,6	5,1	4,5	4,0

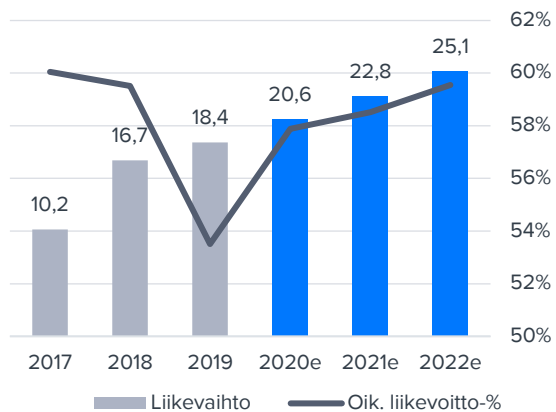
Lähde: Inderes

Osakekurssi



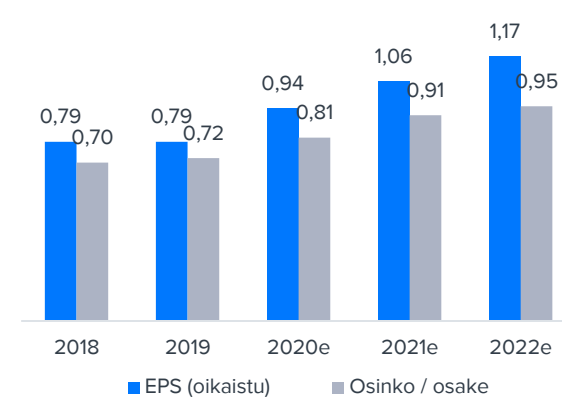
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Hoivarahaston kasvu
- Uudet tuotteet
- Omaishoidon kasvu
- Skaalautuva kulurakenne
- Yritysjärjestelyt

Riskitekijät

- Riippuvuus Hoivarahastosta
- Kertaluontoisten tuottojen osuus edelleen merkittävä
- Avainhenkilöriskit
- Korkeiden nousu
- Hoivamarkkinan riskit

Arvostus

- Verrokkeja korkeampi riskiprofiili painaa hyväksyttävää arvostusta
- Vahvan tuloskehityksen realisoituessa osakkeessa edelleen nousuvaraa
- Korkea osinkotuotto tukee osakkeen kokonaistuottoa
- Riskiprofiilin laskiessa hyväksyttävässä arvostuksessa olisi selvää nousuvaraa

MCAP
116
MEUR

Osinko-%
7,2%
2020e

EV/EBIT
8,8
2020e

P/E (oik.)
12,0
2020e

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-18
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	19
Riskianalyysi	20
Sijoitusprofiili	21
Toimiala	22-29
Taloudellinen tilanne	30
Ennusteet	31-34
Arvostus	35-37
Taulukot	38-42
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	43

Titanium lyhyesti

Titanium on kotimainen sijoituspalveluyhtiö jonka päätuotteena on Titanium Hoivakiinteistörahasto

2009-2012

- Titaniumin perustaminen 2009
- Liiketoiminnan ylösajo
- Varainhoidon fokus korkotuotteissa

2013-2016

- Hoivarahaston perustaminen 2013
- Hoivarahasto siivittää yhtiön uuteen kokoluokkaan
- Kulutehokkuus nousee poikkeukselliselle tasolle

2017-2019

- Listautuminen First Northiin 2017
- Hoivarahaston kehitys jatkuu vahvana
- Myyntivoima vahvistuu Investium-yritysoston myötä (2018)
- Kannattavuus sektorin parhaimmistoa

2020-

- Hoivarahaston kasvun jatkuminen
- Tuote- ja palvelutarjonnan laajentaminen
- Erinomaisen kulutehokkuuden ja korkean kannattavuuden ylläpito

2009

Perustamisvuosi

2017

Listautuminen First Northiin

18,4 MEUR (+10 % vs. 2018)

Liikevaihto 2019

9,9 MEUR (54 % lv:sta)

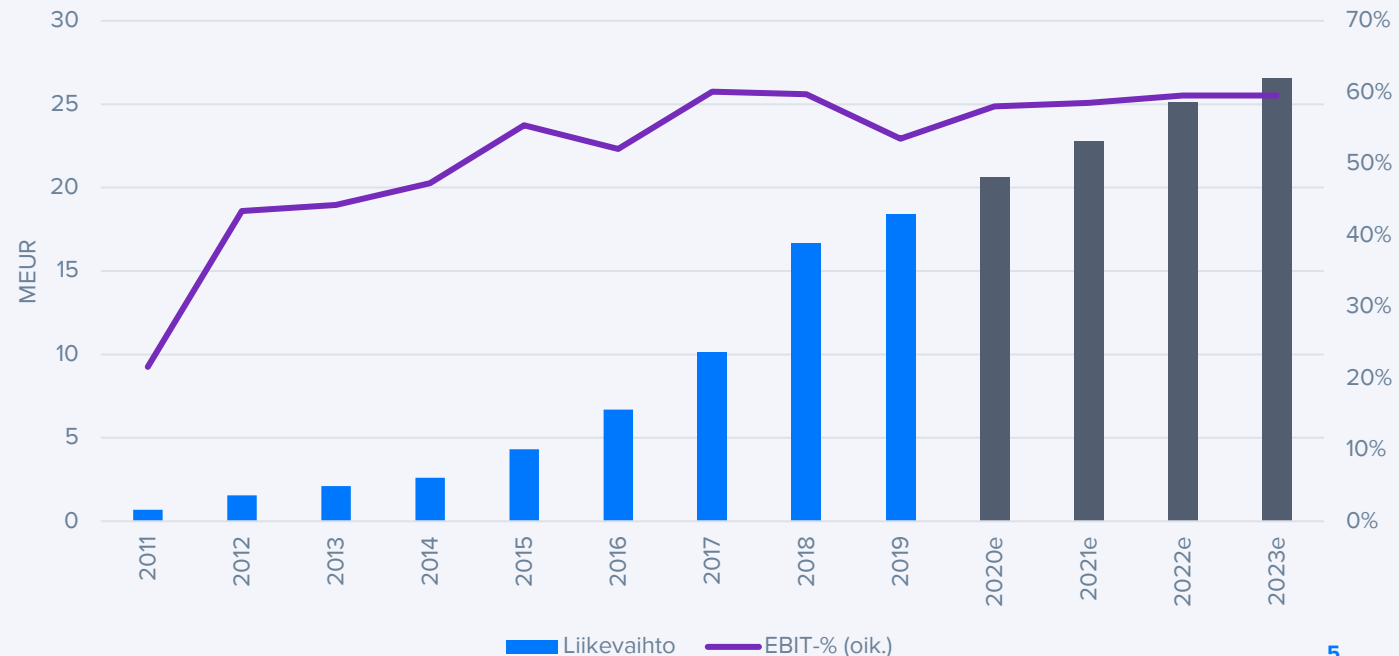
Oikaistu liikevoitto 2019

69

Henkilöstö H1'20 lopussa

+80 %

Hoivarahaston arvioitu osuus liikevaihdosta



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

Yhtiökuvaus

Hoivarahastoon fokusoitunut omaisuudenhoito-yhtiö

Titanium on kotimainen omaisuudenhoito-yhtiö. Yhtiön ytimen muodostavat sen omat tuotteet ja etenkin Hoivarahaston merkitys yhtiölle on erittäin suuri. Yhtiön pääkohderyhmä ovat varakkaat yksityishenkilöt ja arviomme mukaan valtaosa yhtiön hallinnoitavasta varallisuudesta tulee yksityishenkilöiltä. Yhtiöllä on yli 11 tuhatta asiakasta joista suurin osa yksittäisiin tuotteisiin sijoittaneita sijoittajia.

Yhtiöllä on maanlaajuinen myyntiverkosto ja toimipisteitä 8 paikkakunnalla. Titanium työllisti H1'20 lopussa 69 henkilöä joista 5 toimi sidonnaisasiamiehinä. Henkilöstöstä 66 % työskenteli myynnissä ja 34 % hallinnollisissa tehtävissä.

Titaniumin hallinnoitavat bruttovarat (GAV) olivat H1'20 lopussa noin 1200 MEUR ja hallinnoitavat nettovarot (AUM) laskelmiemme mukaan hieman alle miljardi euroa. Hallinnoitava varallisuus pitää sisällään jonkin verran päällekkäisyyksiä ja arviomme mukaan todellinen, niin sanottu ”kova AUM” on jonkin verran alle miljardi euroa.

Titaniumin henkilöstö ja lähipiiri omistaa yhtiöstä hieman alle 50 %.

Historiallinen kehitys on ollut erinomaista

Titaniumin historia voidaan jakaa kolmeen kauteen. Vuodet 2009-2011 olivat toiminnan ylösajo ja yhtiön ydinliiketoimintana oli täyden valtakirjan salkkujen omaisuudenhoito. Yhtiö toteutti tätä omaisuudenhoitoa etenkin suorien

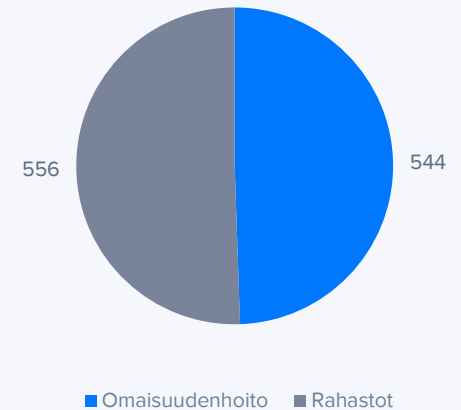
korkosijoitusten kautta.

Vuodesta 2012 alkaen yhtiön painopiste on siirtynyt omiin kiinteistörahastoihin ja yhtiö teki 2012 strategisen päätöksen perustaa oma Hoivakiinteistörahasto. Päätöksen taustalla oli hoivakiinteistömarkkinan houkuttelevat näkymät ja korkomarkkinan heikentynyt tilanne. Hoivarahasto on alusta asti ollut huikea menestys ja yhtiön taloudellinen menestys on pitkälti sen ansiota. Yhtiö oli tässä vaiheessa käytännössä hyvin fokusoitunut tuotetalo ja mm. myynti oli pitkälti ulkoistettu (Investium ja Suomen Pankkiiriliike myyntikumppaneina).

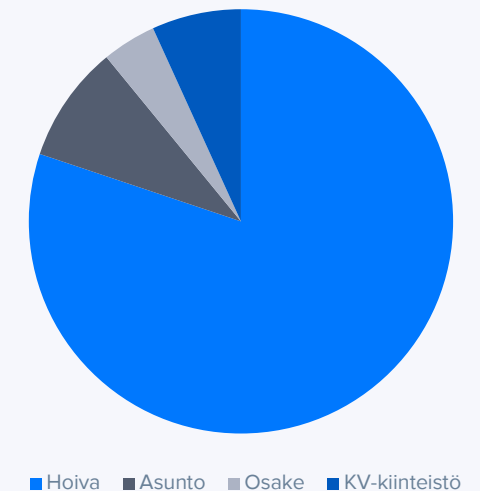
Yhtiön kolmas vaihe oli Investium-yrityskaupan (2018 kesä) toteuttaminen, jonka seurauksena Titanium kasvoi fokusoituneesta tuotetalosta valtakunnalliseksi sijoituspalveluyhtiöksi. Titaniumin henkilöstömäärä moninkertaistui ja yhtiön riskiprofiili muuttui myös selvästi. Investium-kauppa ei ole numeroiden valossa ollut jymymenestys ja laskelmiemme mukaan kaupan suora tulosvaikutus on ollut noin 1 MEUR. Kuitenkin kaupan merkittävä strateginen arvo (kontrolli Hoivan myynnistä) ja epäsuorat hyödyt (uusmyynnin kiihtyminen ja alusta uusien tuotteiden lanseerauksille) kääntävät kaupan osakkeenomistajien kannalta selvästi plussalle.

Taloudellisessa mielessä Titaniumin kehitys on ollut poikkeuksellisen hyvää. Yhtiön liikevaihto on kasvanut vuosien 2011-2019 aikana keskimäärin noin 50 %:n vauhtia ja oikaisut liikevoittomarginaali on ollut keskimäärin erinomainen noin 50 %. Yhtiö on kasvattanut omistaja-arvoaan merkittävästi, josta kiitos kuuluu ennen kaikkea päätökselle perustaa Hoivarahasto 2012.

GAV jakauma H1'20e (~1200 MEUR)



Rahastojen AUM H1'20



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7

Liiketoimintamalli

Yhden tuotteen varainhoitotalo

Titaniumin liiketoimintamalli on varainhoitajalle tyypillisesti varsin yksinkertainen. Yhtiö hallinnoi asiakkaidensa puolesta heidän varojaan ja saa näistä pääomista sovitut palkkiot. Poikkeuksellisen Titaniumin liiketoimintamallista tekee sen suppea tuotetarjonta sekä iso myyntikoneisto. Tyypillisesti toimialalla iso myyntikoneisto tarkoittaa laajaa tuotetarjontaa ja vastaavasti kapea tuotetarjonta tarkoittaa yleensä kevyttä myyntiorganisaatiota ja fokusoitumista instituutioasiakkaisiin.

Titaniumin liikevaihdosta valtaosa koostuu rahastoista tulevista palkkioista ja etenkin Hoivarahaston rooli on täysin hallitseva (+80 %). Vaikka yhtiön nykyinen liiketoimintamalli onkin toiminut erinomaisesti kaikilla mahdollisilla mittareilla tarkasteltaessa, sisältyy siihen kuitenkin selkeitä haasteita.

Keskeinen ongelma on yhtiön korkea riippuvuus Hoivarahaston palkkiovirroista. Toisena haasteena puhtaana tuotetalona olemisessa on se, että yhtiöllä on vain rajallinen kontrolli sen asiakkaita, sillä sen asiakkaat hoitavat omaisuutensa joko itse tai käyttävät jotain muuta palveluntarjoajaa varainhoitajanaan. Kolmantena haasteena on yhtiön laajan myyntikoneiston teho. On selvää, että yhtiön myyntikoneisto ei toimi optimaalisesti myydessään pääsääntöisesti vain yhtä tuotetta. Tämä on mielestämme nähtävissä varsin selvästi yhtiön myyntinumeroissa. Esimerkiksi 2019 Titanium keräsi rahastoihinsa yhteensä

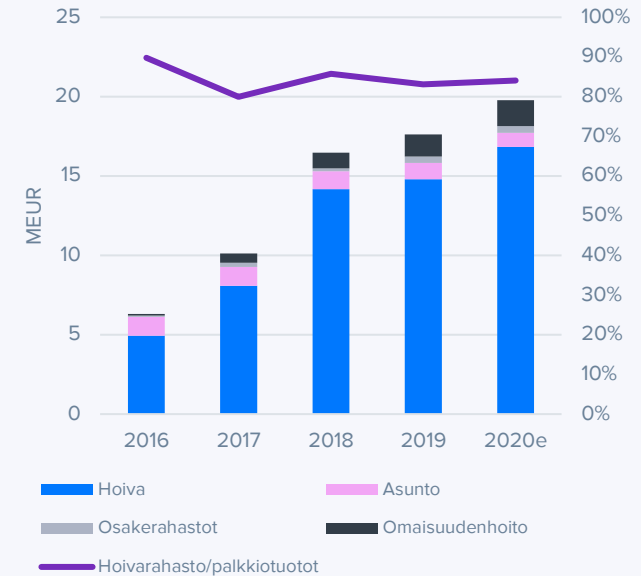
laskelmiemme mukaan noin 100 MEUR:n nettomerkinnot (Hoivarahaston osuus +60 %). Luvut ovat varsin vaatimattomia suhteessa myyntihenkilöstön lukumäärään ja yhtälö toimii ainoastaan tilanteessa, jossa myytävä tuote (Hoivarahasto) on poikkeuksellisen kannattava.

Yhtiön tulisi laajentaa tuote-/palvelutarjontaansa

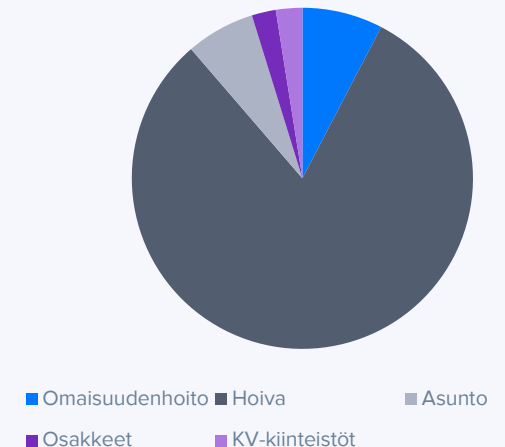
Titaniumin olisikin ensiarvoisen tärkeä pystyä laajentamaan palvelutarjontaansa taklataksaan näitä ongelmia. Loogisin ja helpoin askel olisi panostaa aiempaa enemmän varainhoitoon (täysivaltakirja tai konsultatiivinen). Tämä kasvattaisi yhtiön hallinnoitavaa varallisuutta, parantaisi kontrollia sen loppuasiakkaista ja loisi pohjaa uusien tuotteiden myynnille. Koska Hoivarahaston palkkiotaso on niin poikkeuksellisen hyvä, voisi Titanium tarjota perinteistä varainhoitoa hyvin kilpailukykyisesti ja nostaa asiakaskohtaista kannattavuutta tuotteiden kautta. Lisäksi yhtiö voisi rakentaa varainhoitopalvelunsa Hoivarahastoa hyödyntäen, mikä helpottaisi palvelun erottamista kilpailijoista.

Toinen looginen vaihtoehto nykyisten haasteiden taklaamiseksi olisi tuotetarjonnan laajentaminen. Mielestämme on selvää, että uutta Hoivarahaston veroista tuotetta emme tule Titaniumilta näkemään ja sen sijaan yhtiön tulisikin laajentaa tuotetarjontaansa useilla pienemmillä tuotteilla, joiden nettovaikutus olisi Hoivaan suhteessa jo merkittävä. Kasvuosinko ja Kansainväliset kiinteistöt ovat oikeita askelia tähän suuntaan, mutta yhtiön pitäisi kiihdyttää vauhtia tällä puolella selvästi nykyisestä.

Liikevaihdon jakauma tuotteittain (Inderes arvio)



Palkkiotutujen jakauma tuotteittain 2019 (Inderes arvio)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

Valtaosa palkkioista tulee rahastoista

Titaniumin liikevaihto koostuu rahastoista saatavista palkkioista sekä omaisuudenhoidopalkkioista (sisältää täyden valtakirjan sekä konsultatiivisen omaisuudenhoidon). Rahastoista saatavien palkkioiden osuus on ylivoimaisesti suurin osa yhtiön liikevaihdosta ja arviomme mukaan yli 90 % liikevaihdosta tulee rahastoista.

Rahastoista tulevat palkkiot voidaan jakaa kolmeen osaan: hallinnointipalkkiot, tuottosidonnaiset palkkiot sekä muut tuotot (merkintä ja lunastuspalkkiot sekä transaktiopalkkiot).

Hallinnointipalkkiot

Hallinnointipalkkioiden ennustettavuus on erittäin hyvä ja tuottotaso hyvin vakaa ja ne ovat sijoittajan kannalta arvokkainta tulovirtaa. Arviomme mukaan yhtiön hallinnointipalkkiot olivat vuonna 2019 noin 10,6 MEUR ja tästä Hoivakiinteistöt-rahaston osuus oli noin 9,0 MEUR.

Tuottosidonnaiset palkkiot

Titanium saa tuottosidonnaisia palkkiota sen molemmista kiinteistörahastoista. Yhtiön kiinteistörahastoissa on rahastomanagerin näkökulmasta hyvin houkutteleva tuottopalkkiorakenne ja sen myötä tuottopalkkioiden osuus on viime vuosina ollut erittäin korkea. Vuonna 2019 konsernin tuottopalkkiot olivat arviomme mukaan 4,2 MEUR josta käytännössä kaikki tulivat Hoivarahastosta. Kiinteistörahastojen tuottosidonnaiset palkkiot ovat sijoittajan näkökulmasta merkittävästi

perinteisistä rahastoista saatavia tuottopalkkioita arvokkaampia johtuen niiden paremmasta ennustettavuudesta. Titaniumilla ennustettavuutta parantaa huomattavasti se, että tuottosidonnaiset palkkiot lasketaan perustuen rahaston tuottoon sen perustamisesta asti, eikä tuottoon per kalenterivuosi. Tämän johdosta yhtiö tulee kirjaamaan vielä useamman vuoden tuhteja tuottosidonnaisia palkkioita, vaikka Hoivarahaston tuotto valuukin asteittain kohti aitakorkoa ja lopulta sen alle.

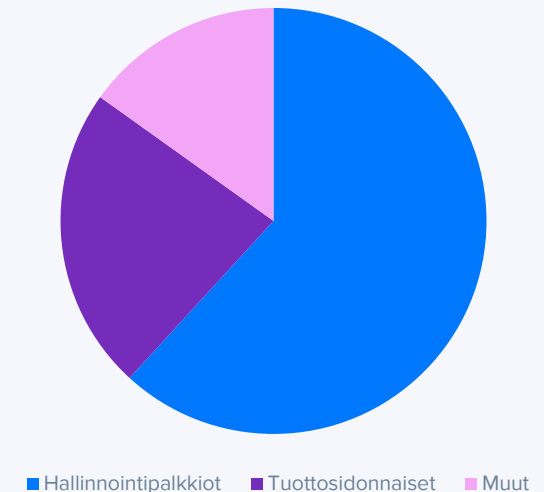
Muut palkkiotuotot

Titaniumin muut palkkiotuotot pitävät sisällään rahastojen merkintä- ja lunastuspalkkiot sekä kiinteistörahastoista saatavat transaktiopalkkiot. Näistä ylivoimaisesti merkittävimmät ovat kiinteistörahastoista saatavat transaktiopalkkiot. Yhtiö saa molemmista kiinteistörahastoista palkkion kohteita myytäessä tai ostettaessa. Palkkio on alalla harvinaisen. Arviomme mukaan yhtiö sai 2019 muita palkkiota yhteensä 2,1 MEUR.

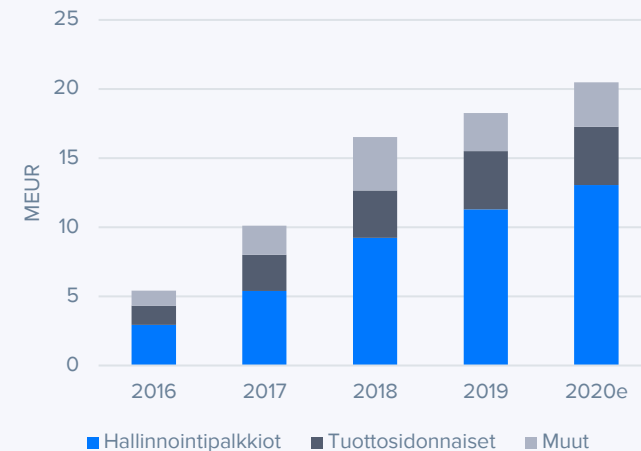
Palkkioiden jakauma parantunut selvästi

Kokonaisuutena Titaniumin palkkiotuottojen jakauma on parantunut merkittävästi viimeisen muutaman vuoden aikana Hoivan hallinnointipalkkioiden vahvan kasvun myötä. Tämä on yhtiön arvon kannalta tärkeää, sillä vakaat ja ennustettavat hallinnointipalkkiot ovat selvästi kertaluontoiseksi tulkittavia transaktiopalkkioita tai tuottosidonnaisia palkkioita arvokkaampia. Yhtiön riippuvuus Hoivarahastosta on kuitenkin säilynyt edelleen poikkeuksellisen korkeana ja tällä on selvä yhtiön riskiprofilia nostava vaikutus.

Palkkiotuottojen jakauma 2019 (Inderes arvio)



Palkkiotuottojen jakauma 2016-2020e (Inderes arvio)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7

Hoivarahasto

Hoivarahasto on poikkeuksellisen hyvä tuote

Titanium perusti Hoivakiinteistö-rahastonsa vuonna 2013. Rahaston aloittamisajankohta oli erinomainen ja rahaston kehitys on ollut poikkeuksellisen vahvaa. Rahaston koko (AUM) oli 2020 syyskuun lopussa 378 MEUR (GAV 572 MEUR).

Hoivakiinteistön palkkiorakenne on poikkeuksellisen houkutteleva rahastonhoitajan kannalta. Kiinteä hallinnointipalkkio on kiinteistörahastoille tyypillisesti korkea ja lisäksi yhtiön tuottosidonnaisen palkkion on yhtiön kannalta poikkeuksellisen hyvä, sillä tuottopalkkion määrittävä performanssi lasketaan rahaston perustamisesta asti. Myös 2 %:n transaktiopalkkio hankintahinnasta kohteiden oston ja myynnin yhteydessä on toimialalle varsin poikkeuksellinen. Vaikka tällä palkkiolla katetaankin osittain tiettyjä rahastonhoitoon liittyviä kuluja (mm. kiinteistöjen arvonmääritys), on selvää, että transaktiopalkkio on rahastonhoitajan kannalta erittäin houkutteleva ja se parantaa rahaston tuotekohtaista kannattavuutta merkittävästi. Rahasto on auki lunastuksille neljä kertaa vuodessa mikä parantaa pääoman pysyvyyttä ja laskee rahastonhoitajan riskiä.

Korkeasta kulurakenteesta huolimatta rahaston tuotot sijoittajille ovat olleet sen perustamisesta asti erittäin hyvällä tasolla. Perustamisen jälkeen vuotuinen tuotto on ollut noin 9 % ja merkittävä osa tästä on tullut vuokratuotoista.

Laadukas salkku

Hoivarahaston portfolio on mielestämme varsin laadukas. Kiinteistökananta on varsin uutta, vuokrasopimusten keskipituus on poikkeuksellisen pitkä (14v) ja vuokrausaste lähes 100 %. Tehostetun

palveluasumisen rooli rahastossa on hyvin suuri ja 2019 lopussa sen osuus oli 64 %. Rahastolla oli 2019 lopussa yhteensä 26 eri vuokravastapuolta joista ylivoimaisesti suurin on Attendo 57 %:n osuudella. Salkun tarkemmat tiedot löytyvät seuraavalta sivulta.

Markkinatilanne on kaksijakoinen

Hoivakiinteistömarkkinalla tilanne on tällä hetkellä kaksijakoinen. Lyhyellä aikavälillä hoivaoperaattoreiden investointihalut ovat vähissä johtuen niiden omista kannattavuusongelmista, SOTE-uudistukseen liittyvästä epävarmuudesta sekä poliittisten riskien kasvusta. Pitkällä aikavälillä markkinan näkymä on kuitenkin edelleen erittäin hyvä johtuen 1) Suomen demografisista realiteeteista, 2) vanhasta ja epäoptimaalisesta hoivakiinteistökannasta etenkin julkisella puolella sekä 3) julkisen sektorin kustannuspaineista. Mielestämme onkin täysin selvää, että pidemmällä aikavälillä investoinnit hoivakiinteistöihin tulevat kasvamaan merkittävästi ja merkittävä osa tästä tullaan rahoittamaan yksityisellä pääomalla.

Rahaston kannalta markkinatilanne tekee lyhyen aikavälin kasvusta aiempaa vaikeampaa, kun kohteita on vähemmän tarjolla. Vaikka Titanium onkin onnistunut löytämään uusia kohteita kohtuullisen hyvin, heijastuu vaikea markkina mielestämme jo nyt rahaston numeroihin, sillä velkavipu on jatkuvasti ollut alle optimaalisen tason. Vastaavasti kysynnän ja tarjonnan epätasapaino yhdessä nollakorkojen kanssa johtaa jatkuvaan paineeseen kohteiden hinnoissa. Hoivarahaston nettovuokratuotto oli 9/20 lopussa terveellä 5,7 %:n tasolla. Taso on näkemyksemme mukaan yli nykyisen markkinatason.

Hoivarahaston perustiedot 9/20:

NAV: 378 MEUR

GAV: 592 MEUR

Velkavipu: 36 %

Vuokrausaste: 99,6 %

Kohteiden lukumäärä: 144 kpl

Nettovuokratuotto: 5,70 %

Vuokrasopimusten keskipituus: 13,9 vuotta

Hoivarahaston palkkiot:

Hallinnointipalkkio: 2,95 % omasta pääomasta

Tuottosidonnainen palkkio: 20 % referenssituoton (7 %)

ylittävästä tuotosta rahaston alusta lukien

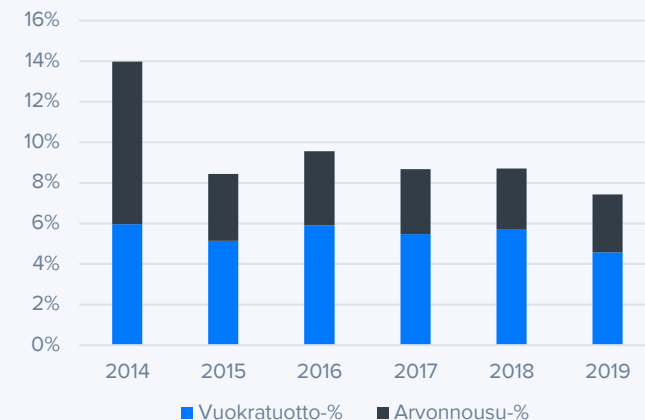
Transaktiopalkkio: enintään 2 % kiinteistön

kokonaisarvosta

Merkintäpalkkio: 2 %

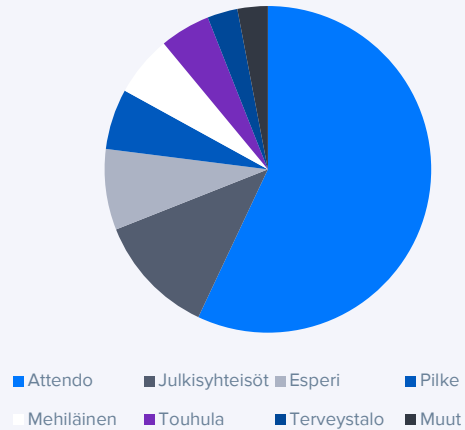
Lunastuspalkkio: <1 v. 3 %, <2v. 2 %, <3 v. 1 %

Hoivakiinteistön tuotto sijoittajille

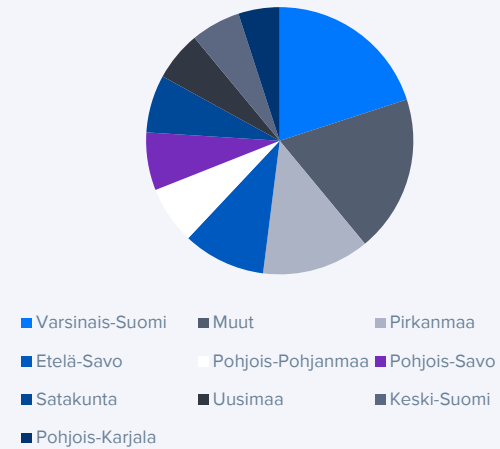


Hoivarahaston tarkemmat tiedot

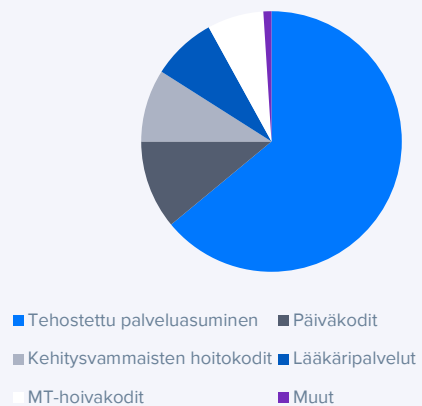
Kiinteistöjen vuokralaisjakauma 2019



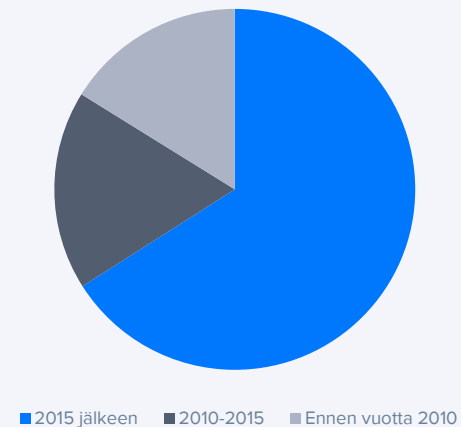
Kiinteistöjen alueellinen jakauma 2019



Kiinteistöjen toimialakohtainen jakauma 2019

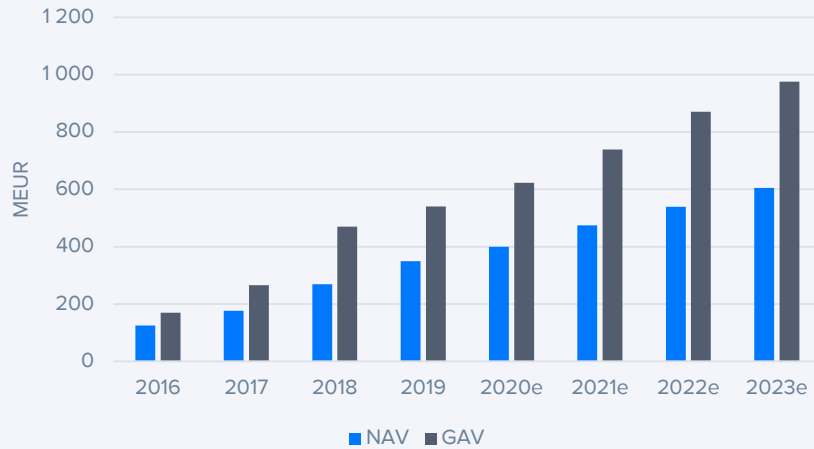


Kiinteistöjen ikäjakauma 2019*



Hoivarahaston tarkemmat tiedot

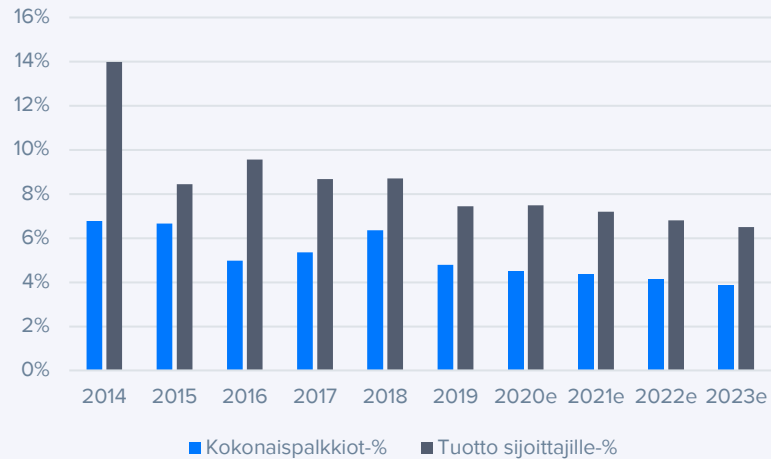
Hoivarahaston kokoluokan kehitys



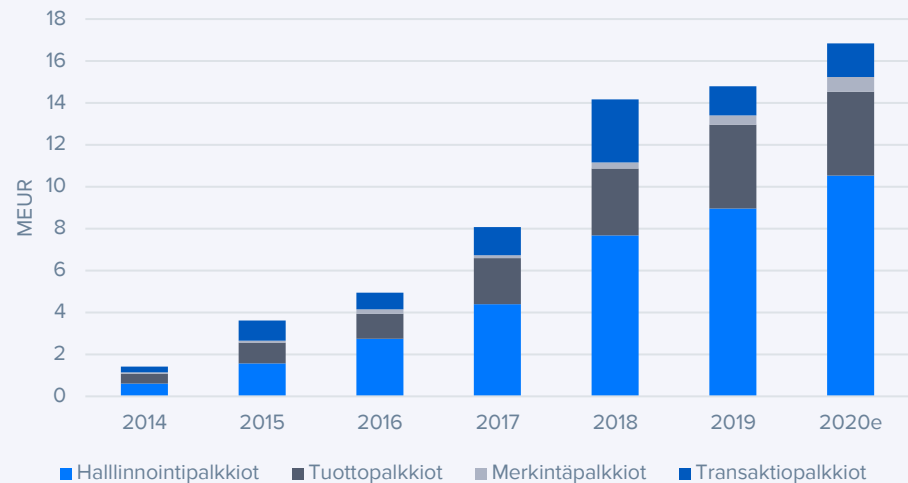
Hoivarahaston sijoittajien saama tuoton jakautuminen (Inderes arvio)



Hoivarahaston palkkiot- ja tuotot-% (Inderes arvio)

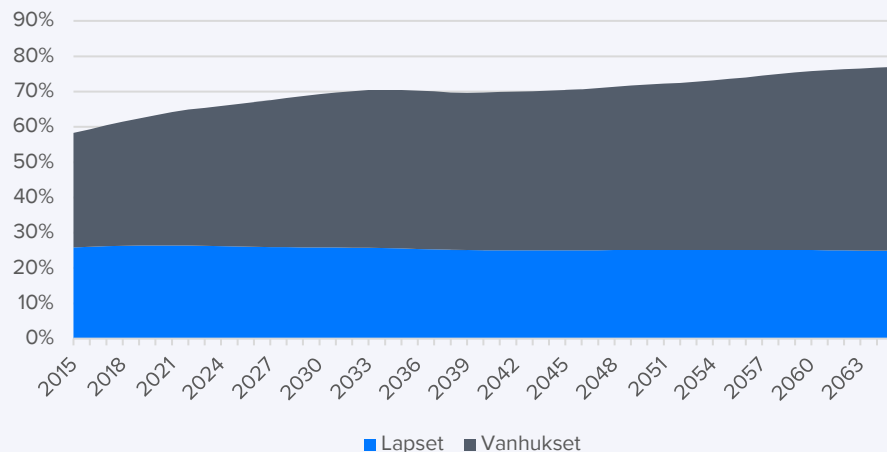


Hoivarahaston palkkiot (Inderes arvio)

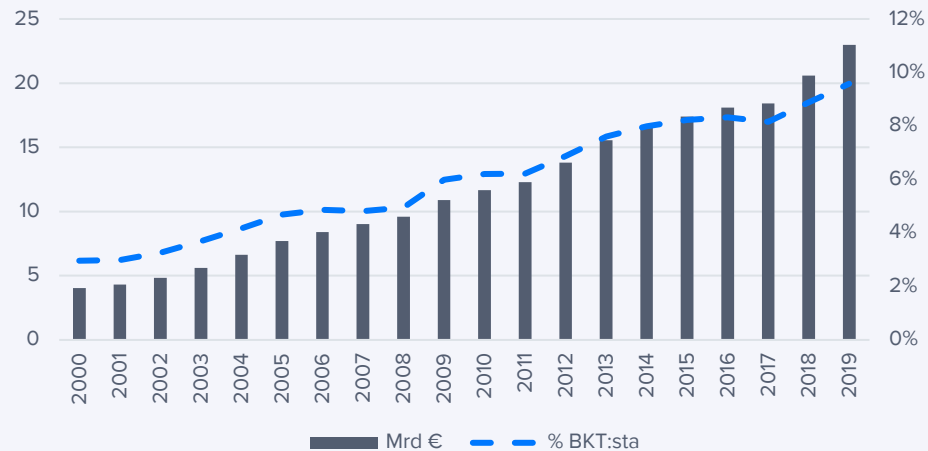


Hoivamarkkinan ajurit ja trendit

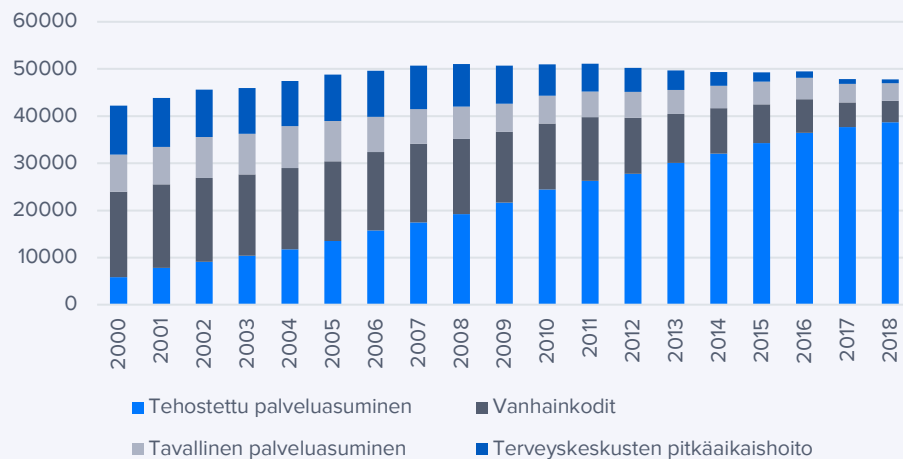
Väestöllinen huoltosuhde 2015-2065e



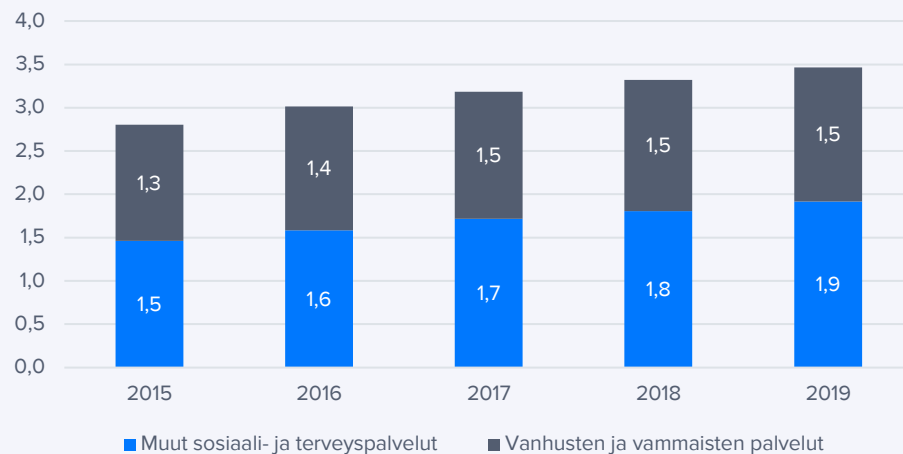
Kuntien ja kuntayhtymien lainakanta 2000-2019



Hoivapalveluiden rakenne Suomessa (yli 75-vuotiaiden määrä)



Kuntien ja kuntayhtymien ostot yksityiseltä sektorilta (mrd €)



Hoivamarkkinan ajurit ja trendit



Väestön ikääntyminen

Suomen väestö on yksi Euroopan nopeimmin ikääntyvistä. Yli 75-vuotiaiden määrän odotetaan lähes kaksinkertaistuvan vuoteen 2040 mennessä. Ikääntymisen taustalla on Suomen ns. suuri ikäluokka, sekä vanhusten eliniänodotteen voimakas kasvu.



Väestön keskittyminen

Suomessa on tällä hetkellä käynnissä historiallisen nopea muuttoliike maalta kaupunkiin. Väestön keskittyminen ja kaupungistuminen luo vahvan kysynnän ja tarpeen päiväkodeille ja kouluille sekä hoivailoille, erityisesti kasvukeskuksissa.



Julkisen sektorin velkaantuminen

Viimeisen 10 vuoden aikana kuntien lainakanta on yli kaksinkertaistunut ja väestön ikääntyminen tulee aiheuttamaan merkittäviä haasteita julkiselle sektorille. Kunnat hakevatkin yhä aktiivisemmin yksityisiä toimijoita tuottamaan sosiaali- ja terveydenhuollon palveluita, koska tämä vähentää kuntien velkataakkaa.



Palvelusetelin käytön yleistyminen

Odotamme palvelusetelien käytön jatkavan kasvuaan ja lisäävän merkittävästi kysyntää yksityisille päivä- ja hoivakotiinlaitoksille. Päivähoidossa yksityisen sektorin osuus on arviomme mukaan vasta noin 16 %.

Hoivakiinteistöjen loppukysyntä kasvaa voimakkaasti

Suomeen tarvitaan tulevaisuudessa vähintään 20 000-30 000 hoiva- ja palveluasumisen paikkaa

Kunnat hakevat yksityisiä sijoittajia ja tulevat mielellään itse vuokratiloihin, jotka eivät kasvata kuntien velkataakkaa

Yksityisten palvelutuottajien kysyntä kasvaa voimakkaasti

Muuttoliikkeestä johtuen Suomeen tarvitaan arviomme mukaan satoja uusia päiväkoteja ja kouluja seuraavan 25 vuoden aikana

Suomessa erityisesti koulut ovat huonossa kunnossa ja kärsivät sisäilmaongelmista

Valinnanvapaus tulee arviomme mukaan lisääntymään pitkällä aikavälillä erityisesti päivähoitossa

Hoivakiinteistösijoitusten kysyntä kasvaa

Kilpailu hoivakiinteistö-hankkeista kasvaa, rakennuttamisen kehityskatteet tulevat laskemaan

Matalana jatkuva korkotaso lisää edelleen hoivakiinteistö-sijoitusten kysyntää

Tuottovaatimusten lasku tulee jatkumaan, hoivakiinteistöjen arvostustaso nousee

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

Hoivarahaston kasvunäkymät edelleen hyvät

Yhtiön tavoitteena on kasvattaa Hoivakiinteistöä edelleen voimakkaasti ja yhtiö on itse julkisesti sanonut pyrkivänsä saavuttamaan 650 MEUR:n bruttovarat 2-3 vuoden tähtämellä (tavoite annettu 11/2018). Laskelmiemme mukaan yhtiö tulee saavuttamaan tavoitteensa H1'21 aikana myynnin säilyessä arvioimallamme tasolla. Yhtiö tulee todennäköisesti antamaan Hoivarahastolle uuden kasvutavoitteen parin vuoden päähän mikä indikoi kasvun jatkumista suunnilleen nykyisellä tahdilla. Esimeriksi miljardin euron bruttoarvoa koskeva tavoite 2024 aikana olisi mielestämme varsin realistinen.

Vaikka Hoivarahaston tuottotaso onkin laskenut uusien kohteiden madaltuneiden tuottovaatimusten johdosta on rahaston näkymä edelleen hyvä. 5,7 %:n nettovuokratuotto yhdistettynä poikkeuksellisen pitkään sopimuskantaan on erittäin houkutteleva yhdistelmä niin suhteellisesti kuin absoluuttisesti. Markkinoilla on tällä hetkellä poikkeuksellisen kova kysyntä reaaliomaisuustuotteille ja lisäksi rahaston vahva track-record on omiaan tukemaan myyntiä.

Arviomme mukaan yhtiöllä onkin hyvät edellytykset ylläpitää nettomerkintöjen vuotuista noin 60-70 MEUR:n myyntitahtia myös tulevina vuosina. Suurimpana riskinä uusmyynnille näemme uusien kohteiden löytymisen. Rahaston nettovuokratuotto jatkaa tasaista luisua yleisen markkinan tuottovaatimuksen mukana, mutta arviomme mukaan nettovuokratuoton pysyessä yli

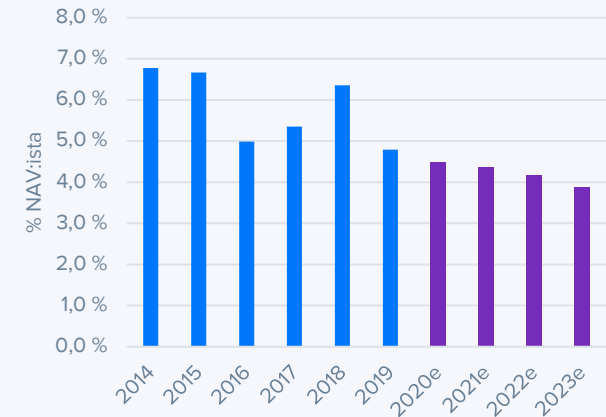
5 %:n tasolla ei sillä pitäisi olla oleellista vaikutusta uusmyyntiin, ilman että yleisessä korkotasossa tapahtuu muutoksia ylöspäin.

Rahaston palkkiot toistaiseksi kestäväällä tasolla

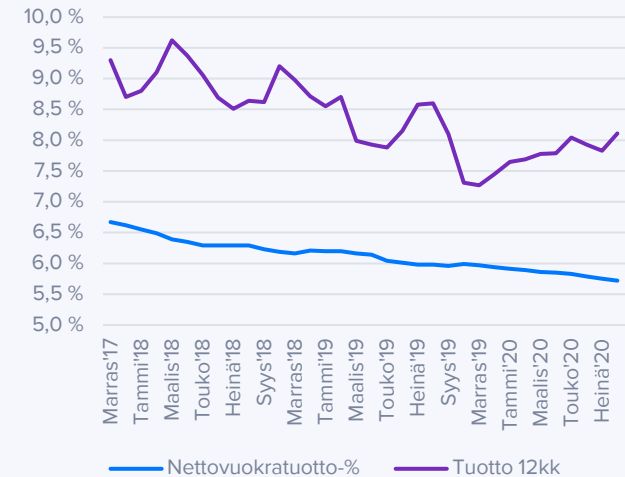
Sijoittajien kannalta keskeinen kysymys Hoivarahastoon liittyen on sen palkkiotasojen kestävyys. Rahaston historiallinen kokonaispalkkiotaso on ollut arviomme mukaan erittäin korkea (2014-2019 keskiarvo 5,8 %), mutta kuitenkin selkeällä laskutrendillä. Laskutrendin taustalla on tuottosidonnaisen palkkion sekä transaktiopalkkioiden osuuden asteittainen lasku.

Mielestämme on selvää, että nykyinen trendi jatkuu ja kokonaispalkkiotaso valuu asteittain kohti 3 %:n tasoa (kiinteä hallinnointipalkkio 2,95 %). Laskelmiemme mukaan rahaston nykyistä palkkiorakennetta voidaan ylläpitää, niin pitkään kun rahaston nettovuokratuotto on yli 5 %. Arviomme mukaan 4,5-5,0 %:n välillä nettovuokratuotto ei enää riitä tarjoamaan riittäviä tuottoja sijoittajille, mikä käytännössä tyrehdyttää asteittain uusmyynnin ja kasvattaisi myös asteittain lunastuksia. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä olisi tässä skenaariossa kaksi vaihtoehtoa: 1) leikata palkkioita ja/tai 2) laittaa rahasto kiinni uusilta merkinnöiltä. Arviomme mukaan rahaston kiinni laittaminen uusilta merkinnöiltä olisi osakkeenomistajien kannalta fiksumpi vaihtoehto. Nykyisellä nettotuoton laskutahdilla (noin 0,33% p.a. 2017-2020) alle 5 %:n tasolle pudottaisi H1'2023 aikana. Vaikka laskelma onkin tässä vaiheessa vielä täysin hypoteettinen, alleviivaa tämä jälleen Hoivarahastoon liittyviä riskejä.

Hoivarahaston kokonaispalkkiot-% (Inderes arvio)



Titanium Hoivarahaston tuotto-%



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7

Muiden tuotteiden merkitys olematon

Titaniumilla on Hoivarahaston lisäksi kolme muuta omaa tuotetta: Asuntorahasto, Kasvuosinkorahasto sekä Kansainväliset kiinteistöt. Näiden merkitys Titaniumille on suhteellisen pieni ja laskelmiemme mukaan niiden yhteenlaskettu liikevaihto oli 2019 hieman yli 2 MEUR tai noin 11 % konsernin liikevaihdosta.

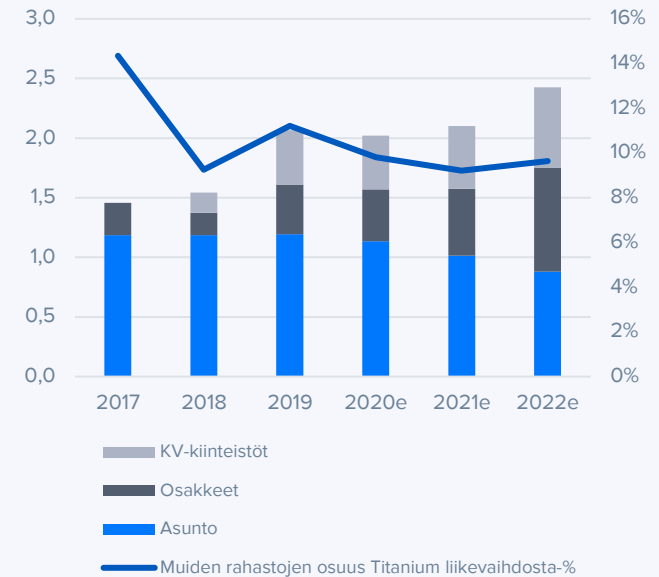
Asuntorahasto on perustettu 2016 ja se sijoittajaa kotimaisiin asuntoihin ja asuinkiinteistöihin. Sen koko oli 9/20 lopussa 71 MEUR josta 40 MEUR oli omaa pääomaa. Vahvan startin jälkeen rahaston myynti on hyytynyt käytännössä täysin eikä sen koko ole kasvanut H2'18 jälkeen käytännössä lainkaan. Heikon uusmyynnin taustalla on arviomme mukaan asuntorahastojen ympärillä viime vuosina käyty negatiivinen yleinen keskustelu, rahaston vaatimaton tuottotaso (2018-2019 3,9 % p.a.) ja yhtiön oman myyntikoneen fokus Hoivarahastoon. Näkemyksemme mukaan Asuntorahaston kasvunäkymät ovat vaisut ja selkeä kasvu vaatisi mielestämme yhtiön onnistumista laajempien varainhoitopalveluiden myynnissä missä Asuntorahasto olisi osana hajautettua varainhoitoratkaisua.

Kasvuosinkorahasto on vuonna 2019 perustettu listattuihin osakkeisiin sijoittava rahasto. Rahaston kehitys on lähtenyt erittäin hyvin liikkeelle ja sen tuottotasot ovat olleet absoluuttisesti sekä suhteellisesti erittäin hyviä. Hyvästä kehityksestä huolimatta rahaston myynti on ollut tahmeaa ja sen koko oli H1'20 lopussa noin 20 MEUR. Arviomme

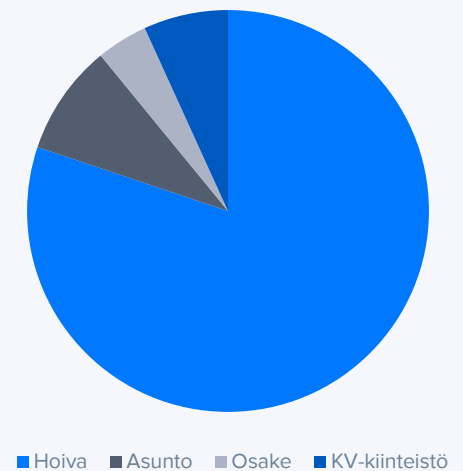
mukaan myyntiä vaikeuttaa rahaston lyhyehkö historia sekä nykyinen epävarma markkinatilanne, jossa perinteisten tuotteiden myynti on suhteellisen hankalaa. Rahastolla on hyvät edellytykset jatkaa selkeää kasvuaan lähivuosina, mutta sen merkitys jää hyvässäkin skenaariossa konsernitasolla rajalliseksi.

Titanium **Kansainväliset kiinteistöt** on rahastojen rahasto joka sijoittaa kiinteistörahastoihin (mm. eQ, Titanium, CapMan, Axa ja J&O). Rahasto on sen perustamisen jälkeen tuottanut kohtuullisesti (+5 % p.a.) ja sen koko on tällä hetkellä noin 30 MEUR. Näkemyksemme mukaan rahastolla on tuotteena kohtuullisen hyvä ja sillä pitäisi olla hyvät edellytykset kasvaa selvästi nykyistä suuremmaksi ilman että sitä myytäisi osana laajempaa varainhoitopalvelua. Näkemyksemme mukaan rahastolla olisi 2-3v tähtäimellä mahdollisuus kasvaa Titaniumin mittakaavassa merkitykselliseksi tuotteeksi (AUM 100-200 MEUR). Olemme kuitenkin omissa arvioissamme huomattavasti varovaisempia, sillä yhtiön näytöt muiden kun Hoivarahaston ylösajosta ovat vaatimattomat.

Muiden rahastojen liikevaihto (MEUR)



Rahastojen AUM H1'20



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

Kulurakenne

Kulutehokkuus alan kärkeä

Titaniumin kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin yksinkertainen ja kiinteät kulut näyttelevät valtaosaa kuluista. Suurin yksittäinen kuluerä on henkilökulut, jotka olivat 2019 noin 4,7 MEUR tai noin 26 % liikevaihdosta. Keskimääräinen henkilöstökulu 76 TEUR/henkilö on matala suhteessa verrokkeihin (taulukko seuraavalla sivulla). Mielestämme suhteellisen matala taso kertoo yhtiön liiketoimintamallin luomasta henkilömixistä (vähän rahastonhoitajia sekä yksityispankkiireja) sekä kolmen avainhenkilön alipalkkauksesta (Prittinen, Santanen ja Kärkkäinen sitoutuneet pitämään palkkansa IPO:a edeltävällä tasolla 2022 asti).

Toiseksi merkittävien erä ovat hallintokulut (mm. IT, vuokrat ja markkinointi) jotka olivat 2019 1,9 MEUR tai 10 % liikevaihdosta. Taso on erittäin alhainen absoluuttisesti ja suhteellisesti ja yhtiö on verrokkiryhmän tehokkaimpia yhtiöitä.

Kolmas merkittävä kuluerä ovat palkkiokulut, jotka koostuvat jakelijoille sekä asiamiehille maksettavista palkkioista, back-officen ulkoistamisesta ja kiinteistörahastojen tietyistä kuluista (mm. arvonmääritys). Palkkiokulut olivat 2019 noin 1,8 MEUR (9 %/lv). Palkkiokulujen taso on laskenut selvästi Investium-kaupan jälkeen (2017: 21 %), sillä ennen kauppaa Titanium maksoi merkittävät jakelupalkkiot Investiumille. Investium-kaupan suurin vaikutus numeroissa näkyikin laskeneina palkkiokuluina, ei kasvaneena ylärivinä.

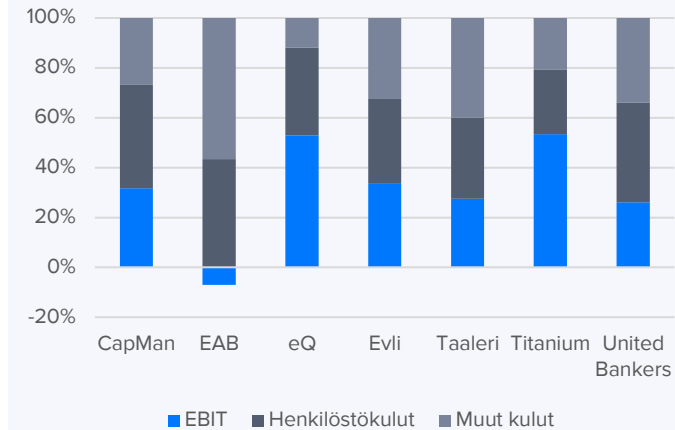
Viimeinen merkittävä kuluerä yhtiölle on poistot. Yhtiö poistaa FAS-kirjanpitosäädösten mukaisesti liikearvoa 5v tasapoistoilla ja 2019 liikearvopoistot olivat noin 2,9 MEUR. 2020 taso laskee selvästi, kun yhtiön 2014 tekemän omistusjärjestelyn myötä syntynyt liikearvo on poistettu kokonaan taseesta. Nykyinen noin 1,8 MEUR vuotuinen taso käsittää Investium-kaupan liikearvon ja ne on täysimääräisesti poistettu 2022 loppuun mennessä. Näillä liikearvopoistoilla ei ole kassavirtavaikutusta ja näin ollen ne on syytä oikaista yhtiön tuloksesta. Muita poistoja yhtiöllä on varsin rajallisesti ja arvioimme niiden olevan noin 0,4 MEUR per vuosi.

Titaniumin kannattavuus on viime vuosina ollut erinomaisella tasolla ja 2016-2019 keskimääräinen käyttökate on ollut 56 %. Taso on toimialan ehdotonta parhaimmista ja se heijastelee yhtiön erinomaista kulutehokkuutta ja Hoivarahaston poikkeuksellisen hyvää tuotekohtaista kannattavuutta.

Kannattavuus erinomaisella tasolla

2020 nähtävän kannattavuusparannuksen jälkeen emme näe kannattavuudessa enää oleellista parantumisen varaa nykyisellä liiketoimintarakenteella. Arviomme mukaan kulut skaalautuvat enää rajallisesti. Jatkossa tuloskasvu tuleekin yhä selvemmin liikevaihdon kasvun kautta.

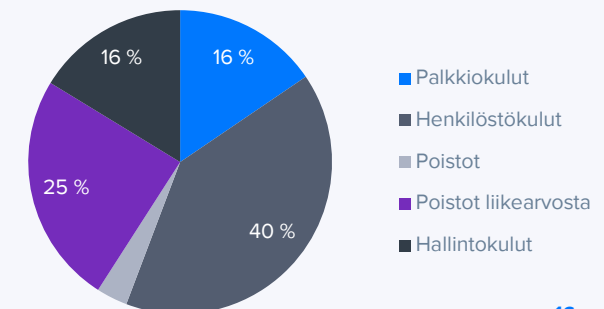
Titaniumin kulurakenne ja kannattavuus suhteessa verrokkeihin 2019



Inderesin huomiot:

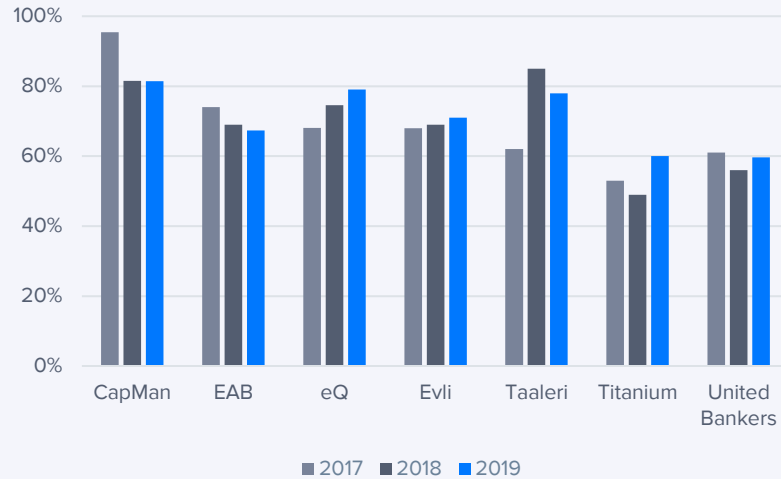
- CapManin kohdalla Hallinnointiliiketoiminnan kulurakenne ja kannattavuus
- EAB Groupin kulurakenne ja kannattavuus konsernitason
- eQ:n Varainhoitoa rasitettu konsernikuluilla
- Titanium konsernitason ilman liikearvopoistoja
- UB:n Varainhoito-segmentti. Poistot jyvitetty Varainhoidolle operatiivisten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

Kulujen jakautuminen 2019

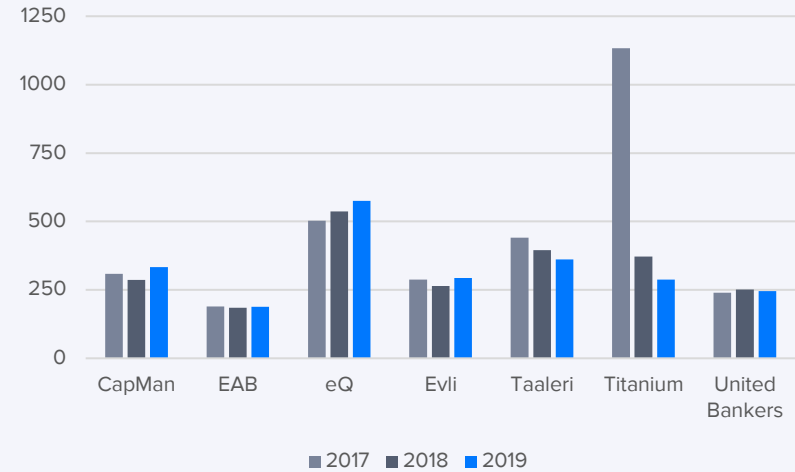


Titanium suhteessa kotimaisiin verrokkeihin

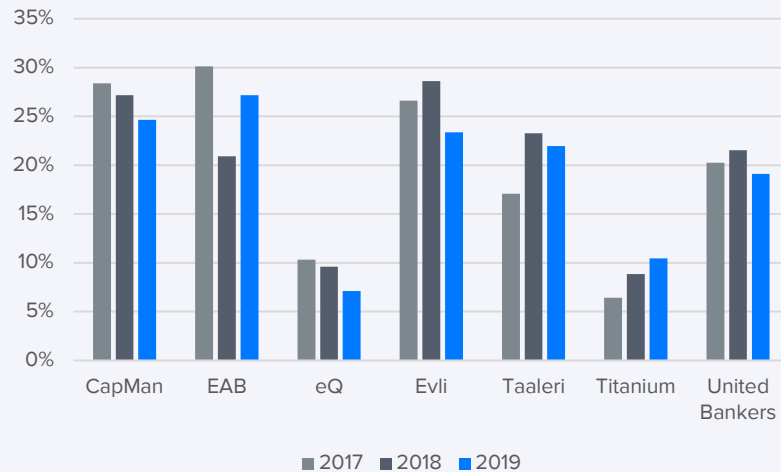
Jatkuvien tuottojen kehitys (konserni)*



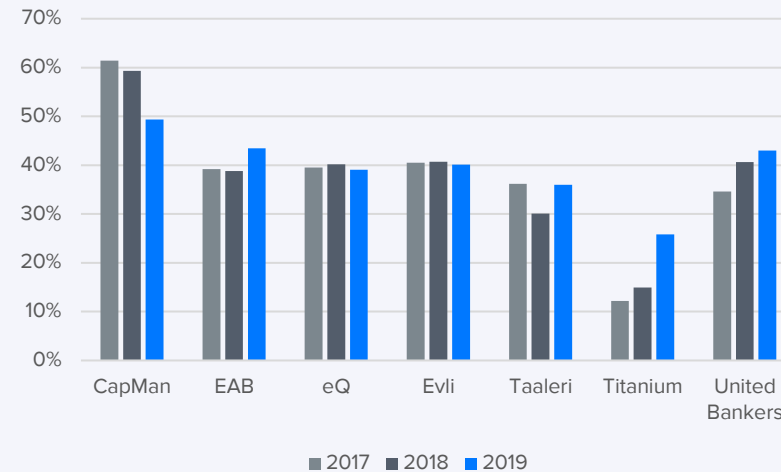
Liikevaihto per työntekijä (TEUR)



Hallinto- ja muut kulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)

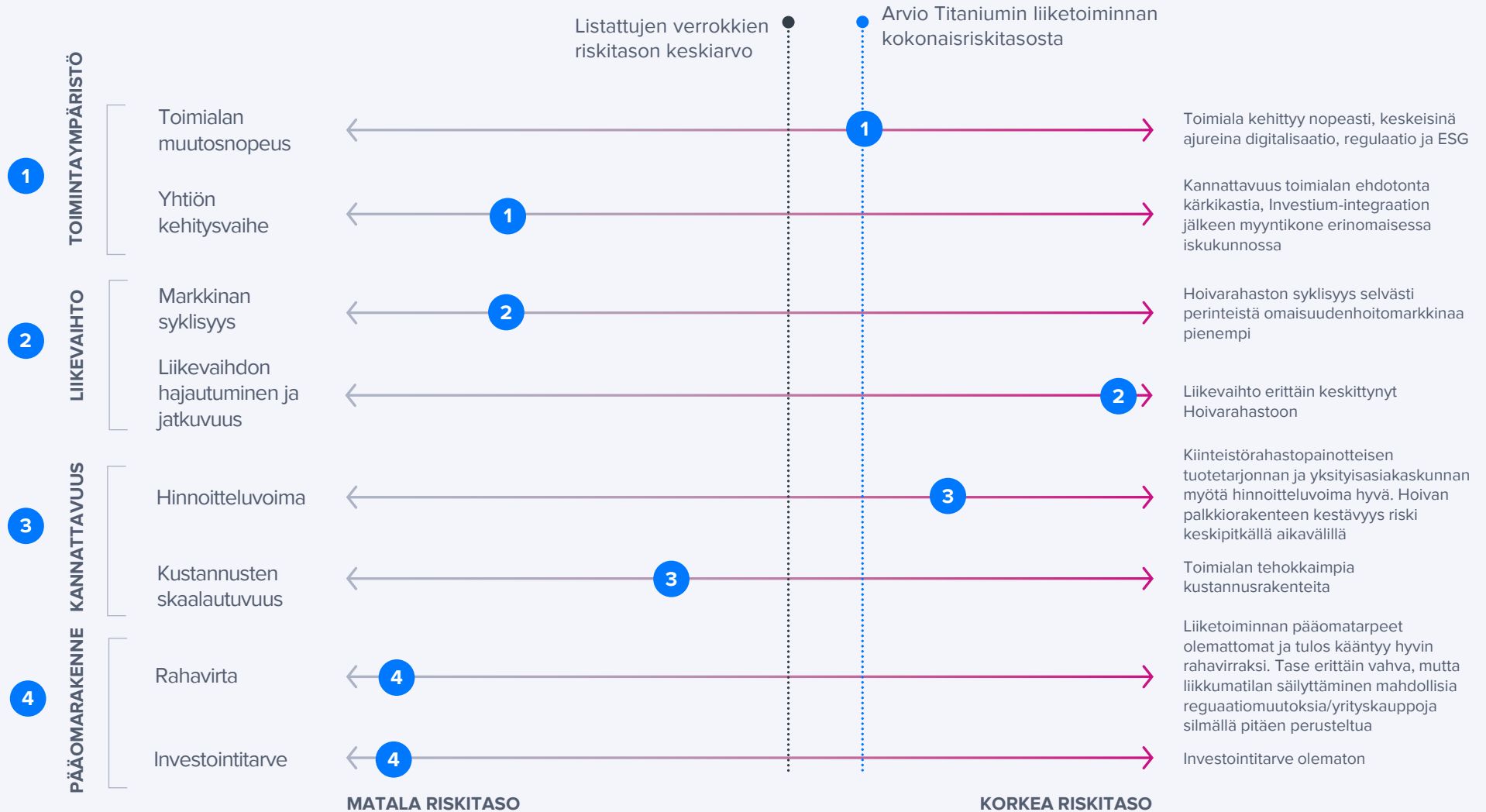


Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



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

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet



Taloudelliset tavoitteet (annettu 1.10.2018)

Yli 20 MEUR:n liikevaihto vuodelle 2021

- Tavoite konservatiivinen ja odotamme yhtiön yltävän jo kuluvana vuonna lähelle 21 MEUR:n liikevaihtotasoa

Keskimäärin +50 %:n oikaistu liikevoittomarginaali keskipitkällä aikavälillä

- Tavoite on realistinen ja tiukan kulufokuksen myötä odotamme oikaistun kannattavuuden olevan lähivuodet noin 55-60 %:n tasolla
- Kannattavuustaso on toimialan ehdotonta parhaimmistoa

Tavoitteena kasvava osinko ja vähintään 70 %:n osingonjakosuhte

- Titanium haluaa profiloitua osinkoyhtiöksi
- Liiketoiminta ei vaadi oleellista pääomaa, mutta arviomme mukaan yhtiö haluaa säilyttää taseensa suhteen liikkumavaraa mahdollisia pääomavaatimusmuutoksia ja yrityskauppoja silmällä pitäen
- Uskomme lähivuosien osingonjakosuhteen olevan kuitenkin lähempänä 100 % kuin 70 %

Riskianalyysi

Hoivan riski on ns. binäärinen

Titaniumin verrokkeja korkeampi riskitaso perustuu siihen, että käytännössä koko yhtiön liiketoiminta on Hoivarahaston varassa (osuus liikevaihdosta +80 %). Itse Hoivarahastoon liittyvä riskitaso on itseasiassa varsin pieni johtuen pitkistä vuokrasopimuksista, uudesta kiinteistökannasta, terveyden ja hyvinvoinnin kannalta kriittisestä sektorista, hajautuneesta asiakaskunnasta sekä laajasta sijoittajajoukosta. Vaikka itse Hoivarahaston riski onkin pieni, aiheuttaa se Titaniumille itselleen merkittävän riskikeskittymän ja tämä riski on näkemyksemme mukaan ainakin osittain ns. binäärinen riski. Sen realisoitumisella olisi yhtiölle katastrofaaliset seuraukset, mutta samalla kuitenkin todennäköisyys tähän on kuitenkin suhteellisen matala. Tämän kaltaisen riskin hinnoittelu on luonnollisesti äärimmäisen vaikeaa.

Pahin skenaario olisi asiakkaiden joukkopako

Käytännössä Hoivarahaston riskin realisoituminen tarkoittaisi sitä, että Hoivasta tulevat palkkiovirrat kääntyisivät laskuun. Tämä puolestaan vaatisi sitä, että sijoittajat lähtisivät vetämään rahojaan pois rahastosta (AUM laskee). Skenaario, jossa sijoittajat lähtisivät isommassa mittakaavassa vetämään rahojaan pois epäliiketoimittavista kiinteistörahastosta johtaisi potentiaalisesti negatiiviseen kierteseen jossa lunastukset ruokkisivat pakkomyyntejä, jotka johtavat alaskirjauksiin, jotka taas puolestaan johtavat kiihtyvään lunastuksiin. Manageri voi tuki laittaa rahaston väliaikaisesti kiinni, mutta tämä vain pitkittäisi spiraalin realisoitumista.

Näkemyksemme mukaan todennäköisin syy sille, että sijoittajat vetäisivät rahojaan pois Hoivarahastosta olisi sen heikko tuotto (yleisin syy sijoitukselle on ollut tuoton haku). Tuoton heikentymiseen on mielestämme löydettävissä kaksi syytä: 1) tuotto heikkenee jatkuvasti, kun markkinan tuottovaatimukset painuvat alaspäin ja kohteista saatava nettovuokratuotto laskee. Tästä tulee toki lyhyellä aikavälillä arvonnousua olemassaolevaan salkkuun, mutta se on kaikki pois tulevaisuuden tuotoista. Nettovuokratuotto laskee tasaisesti ja johtaa lopulta tilanteeseen, jossa Hoivan myynti muuttuu vaikeaksi (lisää sivulla 32). Tämä ei kuitenkaan johda ulosvirtaukseen vaan ennemminkin uusmyynnin tyrehtymiseen ja mahdollisesti rahaston sulkemiseen. Näin ollen tämä riski ei itsessään ole nykyisille osakkeenomistajille erityisen merkittävä, vaan se rajaa lähinnä tulevaa kasvupotentiaalia.

Toinen mahdollinen syy tuoton äkilliseen laskuun olisi mielestämme ison asiakkaan konkurssi. Attendo on Hoivarahastolle ylivoimaisesti suurin asiakas ja sen konkurssi voisi aiheuttaa yllättäviä seuraamuksia. Toki on selvää, että toimintaa ei voida noin vain lopettaa, mutta tämä olisi luonnollisesti valtava riski Titaniumille. Konkurssin tai velkasaneerauksen (esim. Touhula) seurauksen vastapuolella on oikeus irtisanoa vuokrasopimuksia. Lisäksi Attendon tapauksessa sen neuvotteluvoima Titaniumia kohtaan olisi pelottavan iso, joka voisi johtaa sopimusten heikompiin ehtoihin myös jäljelle jäävässä kannassa, mikä voisi realisoituessaan laskea rahaston kiinteistökannan arvoa.

Osin tähän liittyen toinen riski on poliittinen.

Vaikka Titaniumin Hoivarahaston oma poliittinen riski on aika pieni (hyvin epätodennäköistä, että viranomainen puuttuisi hoivasektorin kiinteistöomistuksiin), on epäsuora poliittinen riski silti todellinen. Jos esimerkiksi yksityisten toimijoiden elintilaa lähdetäisiin reippaasti supistamaan, voisi se johtaa kohonneisiin konkurssiriskeihin asiakkaissa.

Kolmas selkeä (mutta epätodennäköinen) riski olisi, että kiinteistökannan arvo jostain muusta syystä laskisi. Tämä johtaisi isoon miinukseen tuottoraportissa ja voisi pahimmillaan johtaa tilanteeseen, jossa sijoittajat lähtisivät kotiuttamaan voittojaan. Koska kiinteistökanta on hyvin hajautunut, ei yksittäisiin kiinteistöihin liittyvää riskiä ole ja oikeastaan ainoa yhteinen nimittäjä on asiakkaat (eli Attendo).

Korkotason nousu voisi periaatteessa toimia sytykkeenä tuottovaatimusten nousulle, minkä seurauksena arvonkorotukset muuttuisivat arvonlaskuiksi. Korkotason nousu nostaisi myös velan hintaa, joka heikentäisi tuottoa entisestään.

Kokonaisuutena äkillisen tuoton heikentymisen ja tämän seurauksena syntyvän sijoittajien joukkopakon riski on mielestämme hyvin matala. Koska riski olisi toteutuessaan Titaniumille täysin kohtalokas, on sillä kuitenkin selvästi osakkeen riskitasoa nostava vaikutus. Mikäli Hoivarahasto olisi Titaniumin tuotetarjonnassa vain yksi tuote muiden joukossa, ei tätä ylimääräistä riskipreemiota tarvitsisi soveltaa.

Sijoitusprofiili

1.

Erinomainen kannattavuus

2.

Vuolas osinkovirta

3.

Verrokkeja korkeampi riskitaso

4.

Erinomainen track-record

5.

Yhtiö positioitunut hyvin markkinatrendeihin

Potentiaali



- Hoivarahaston kasvun jatkuminen
- Uudet tuotteet
- Tarjonnan laajentaminen yrityskaupoilla
- Omaisuudenhoidon kasvu

Riskit



- Hoivarahaston hallitseva osuus liikevaihdosta
- Hoivan poikkeuksellisen houkuttelevan palkkiotason kestävyys
- Ei-jatkuvien palkkioiden osuus edelleen huomattava
- Avainhenkilöriippuvuus
- Korkojen nousu
- Hoivamarkkinaan liittyvät riskit

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 käyttötileillä 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.

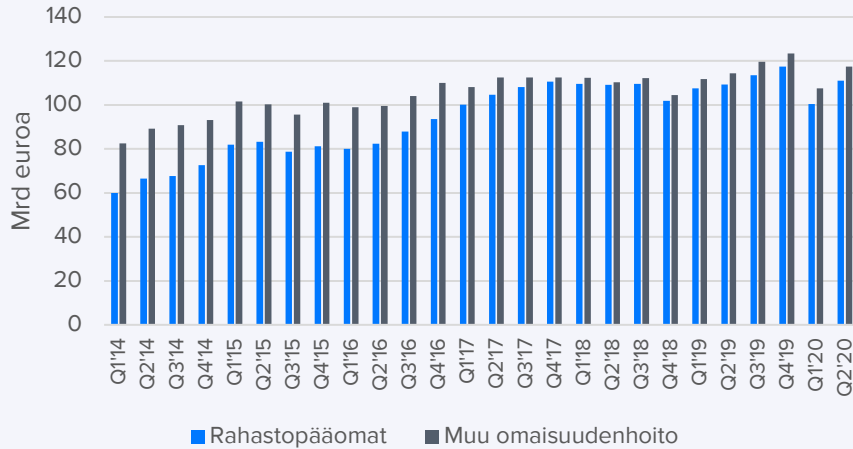
Toimialalla takanaan vahvat vuodet

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

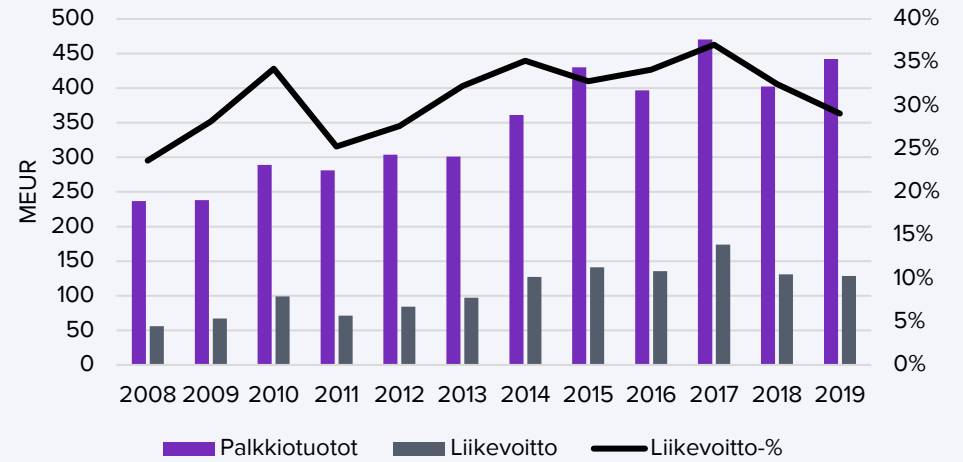
historiallisen matalat korot ovat olleet omiaan ajamaan pääomia korkeamman kustannustason tuotteisiin (mm. osakerahastot) ja toisaalta avanneet ovia vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kehitykselle. Lisäksi osakemarkkinoiden historiallisen vahva kehitys on kasvattanut hallinnoitavan varallisuuden määrää 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

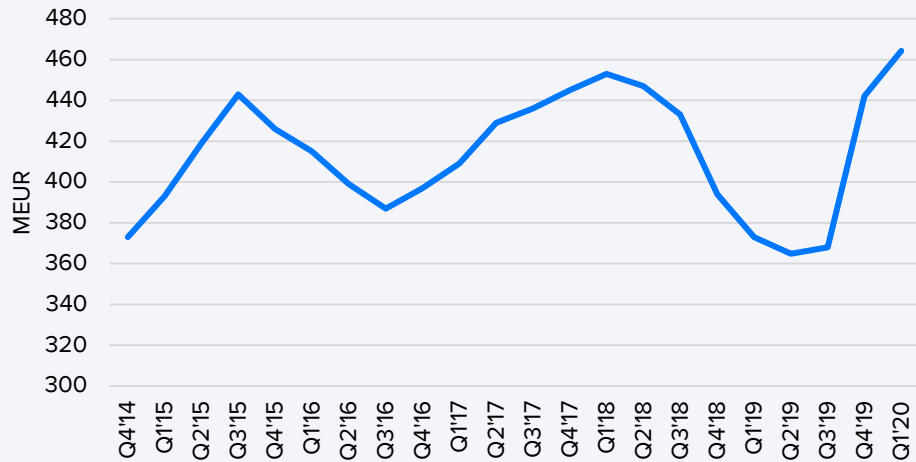
Suomen omaisuudenhoitomarkkinan kehitys



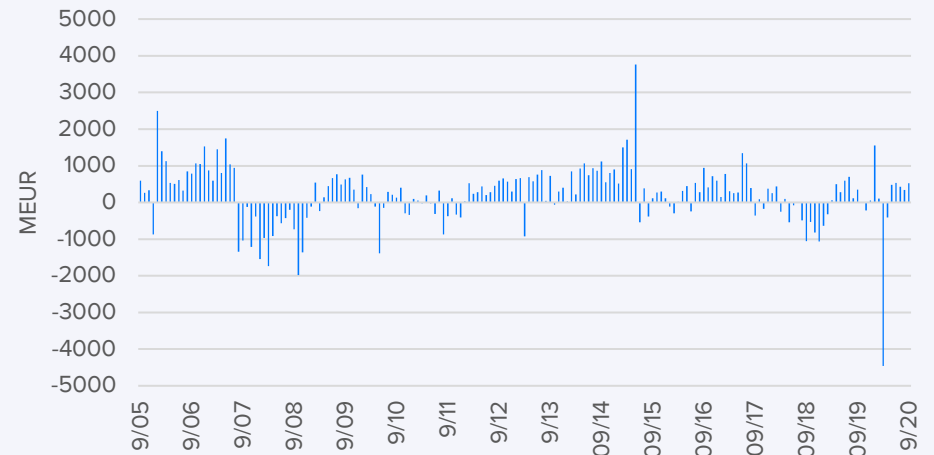
Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



Sijoituspalveluyhtiöiden palkkiotuotot (rullaava 12kk)



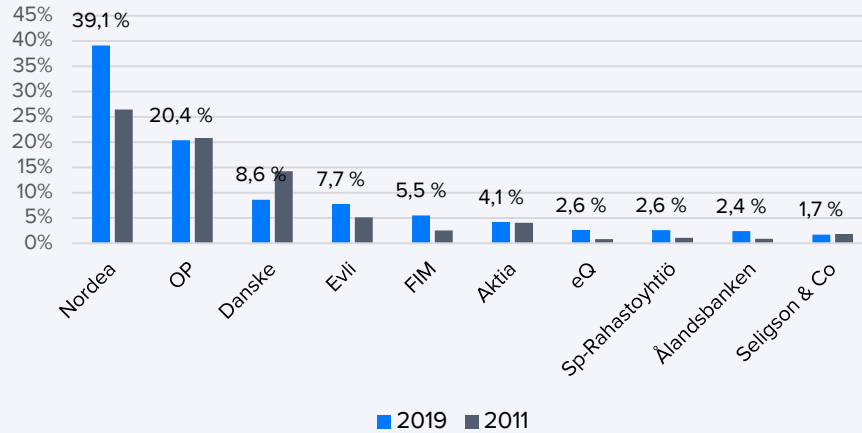
Kotimaisten sijoitusrahastojen nettomerkinnot



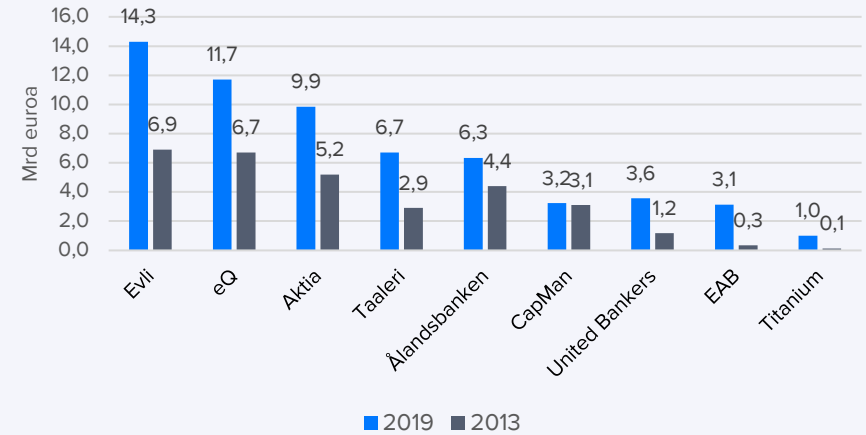
Lähde: Inderes, Tilastokeskus, Finanssivalvonta, Suomen Sijoitustutkimus

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä

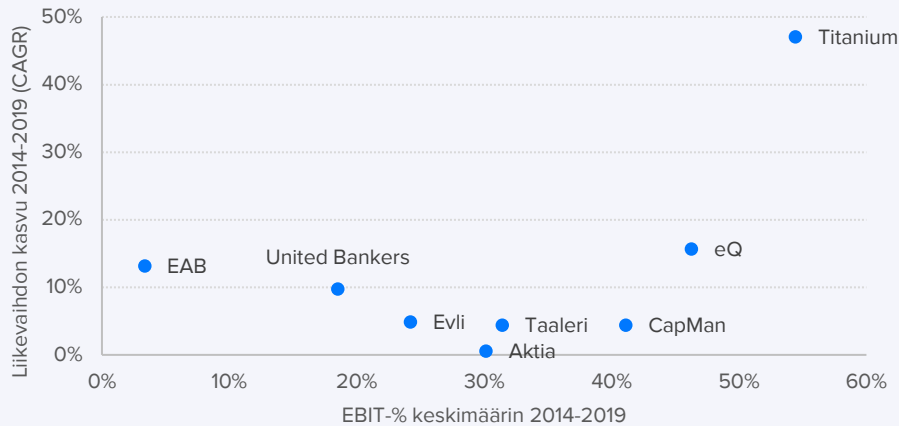
Kymmmenen suurinta kotimaista rahastoyhtiötä markkinaosuudella mitattuna (2019 lopussa)



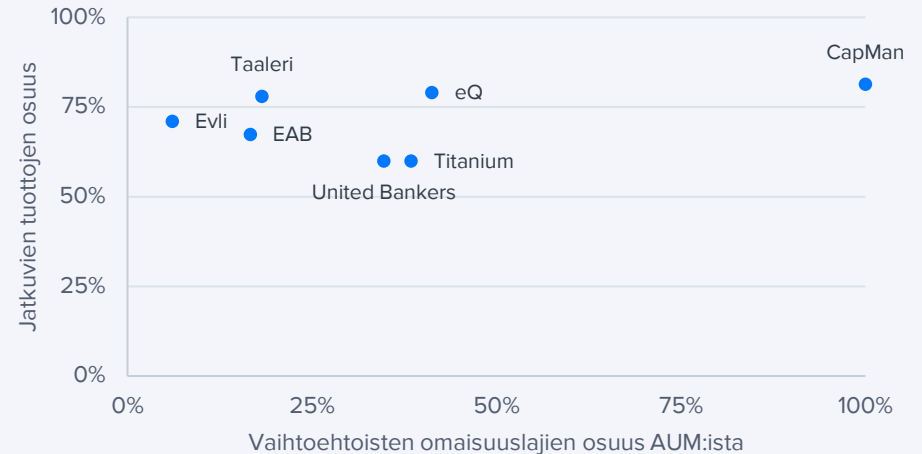
Listattujen suomalaisten pankkien ja varainhoitajien hallinnoima varallisuus (2019 lopun tilanne)



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 eurokriisin 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 alalletulokynnystä

Sijoittajien vaatimustaso nousee

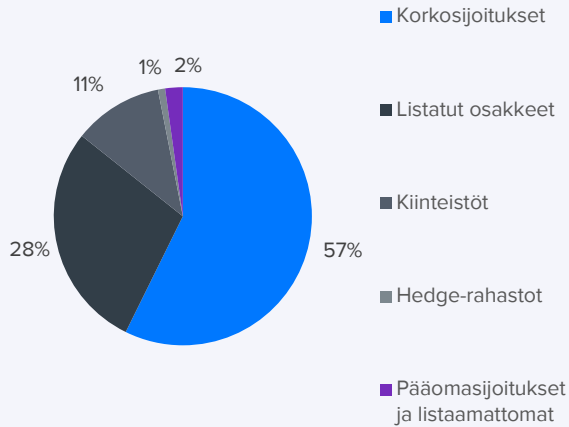
Passiivisten sijoitustuotteiden kysyntä jatkaa kasvuaan niiden ylivertaisen kulu/tuottosuhteen ansiosta

Perinteinen varainhoito tulee kohtaamaan yhä voimakkaampaa hintapainetta

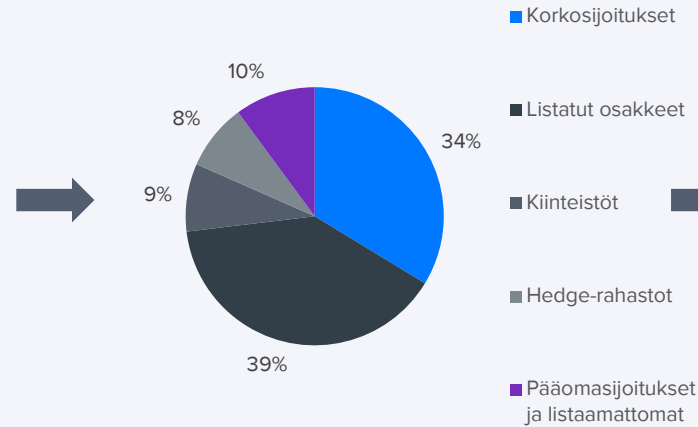
Varainhoitajien pitää pystyä luomaan aitoa lisäarvoa asiakkailleen

Toimialan ajurit ja trendit

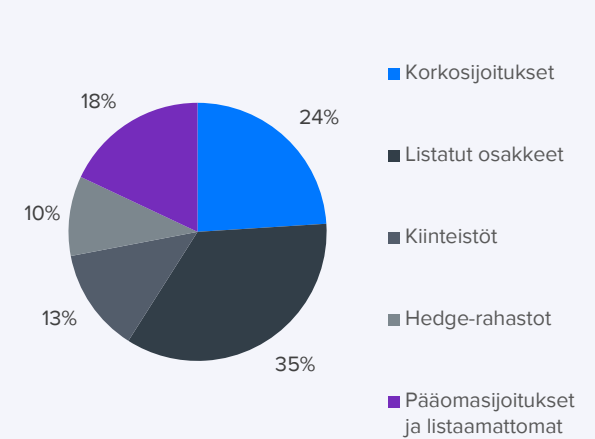
Työeläkelaitosten allokaatio 2004



Työeläkelaitosten allokaatio 2019

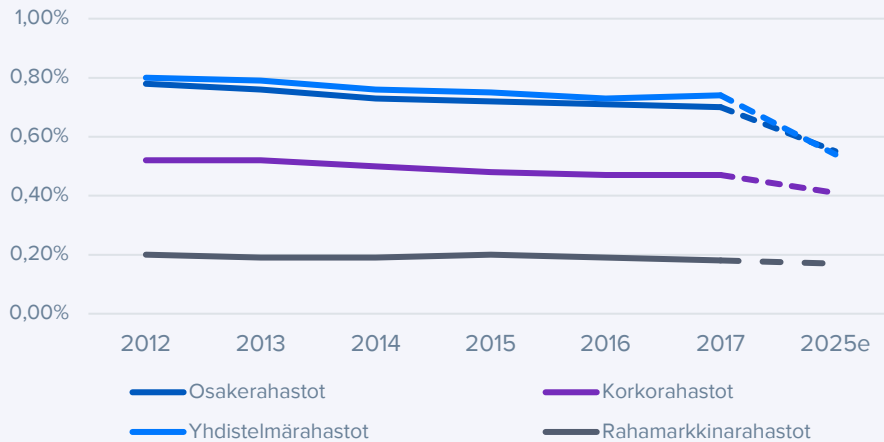


Havainnollistus työeläkelaitosten mahdollisesta allokaatiosta 2029*

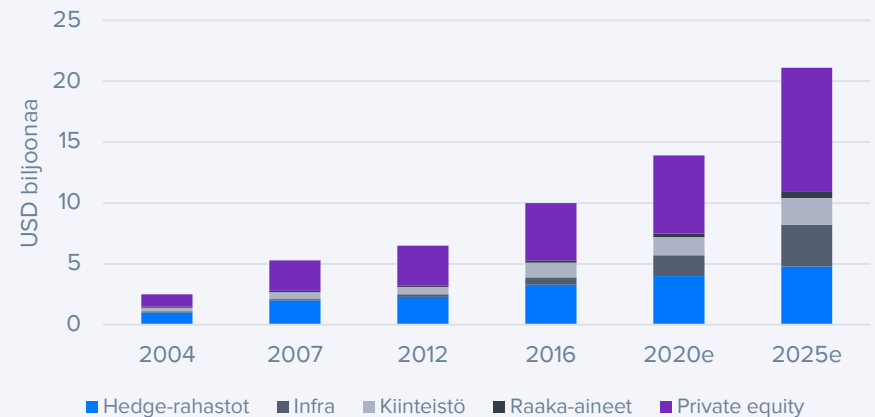


* Inderesin arvio työeläkeyhtiöiden mahdollisesta allokaatiosta 2029 nykyisen korkoympäristön jatkuessa

Aktiivisten sijoitusrahastojen palkkiotasot globaalisti



Vaihtoehtoiset omaisuusluokat 2004-2025e

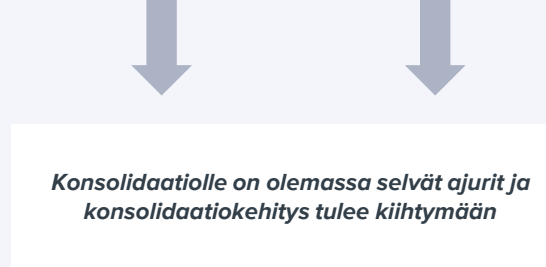
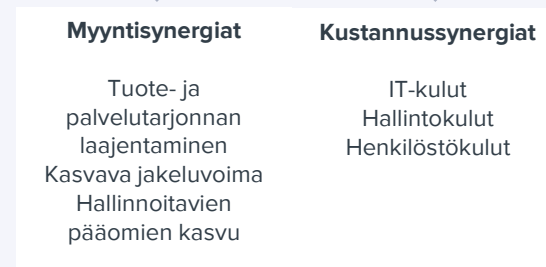


Toimialalla odotettavissa konsolidaatiota

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä



Konsolidaatioajurit



Toteutuneita järjestelyjä



Titaniumin positioituminen toimialan trendeihin

Skaala: ✓ — ✓✓✓

Trendi	Titaniumin asema	Kommentti
Regulaatio	✓✓	Investiumilla oli ennen Titaniumiin liittymistä haasteita uuden regulaation kanssa, mutta integraation myötä haasteet ovat poistuneet. Vuonna 2021 voimaantuleva uusi SIPA-lainsäädäntö ei käsityksemme mukaan aseta yhtiölle oleellista lisätaakkaa, mutta asiamiesmallin liittyy pidemmällä aikavälillä epävarmuutta (Titaniumilla 5kpl asiamiehiä).
Vaatimustason nousu	✓✓	Hoivarahaston menestys on ollut viime vuosina erittäin vahvaa ja rahaston lähivuosien tuottonäkymä on edelleen hyvä. Korkea palkkiorakenne asettaa kuitenkin paineita tuotolle tulevaisuudessa.
Matala korkotaso	✓✓✓	Yhtiö on osannut hyödyntää matalan korkotason tuomat mahdollisuudet täysimääräisesti. Yhtiö perusti Hoivarahaston täydelliseen aikaan ja kiinteistörahastoihin pohjautuva strategia on ollut oikea valinta.
Digitalisaatio	✓✓	Yhtiö sai Investium-kaupassa erittäin toimivan IT-järjestelmän. IT-investointitarve on lähivuosina pieni, mikä mahdollistaa erinomaisen kannattavuustason ylläpitämisen. Titanium ei ole kuitenkaan täysimääräisesti lähtenyt hyödyntämään digitalisaation tuomia mahdollisuuksia.
Vaihtoehtoiset omaisuusluokat	✓✓✓	Yhtiön koko strategia nojaa vahvasti vaihtoehtoiisiin omaisuusluokkiin (kiinteistörahastot). Strategia on ollut täysin oikea ja vaihtoehtoiset omaisuusluokat ovat yhtiön viime vuosien menestyksen taustalla. Vaihtoehtoisten tuotetarjonta kaipaisi kuitenkin kipeästi laajennusta.
Hintatason jatkuva paine	✓✓	Yhtiön hintataso on korkea, mutta Hoivarahaston hyvä tuottokehitys on mahdollistanut palkkiotasojen säilymisen. Näemme palkkioiden eroosion yhtenä keskeisenä riskinä. Yhtiön on ensiarvoisen tärkeää säilyttää tuotteidensa korkea laatu (etenkin Hoiva), jotta nykyiset palkkiot voidaan säilyttää.
Vastuullisuus	✓	Vastuullisuus ei ole Titanium asiakaskunta huomioiden yhtiölle erityisen merkittävässä roolissa. Yhtiö on kuitenkin integroinut ESG:n osaksi sen salkunhoidon prosesseja.

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	Konsernitasolla 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 organaisen 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 kulutus.	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

Tase on hyvin yksinkertainen

Titaniumin tase on sijoittajien näkökulmasta poikkeuksellisen yksinkertainen. Taseen loppusumma oli H1'20:n lopussa 21,2 MEUR ja oma pääoma 18,7 MEUR. Korollista nettovelkaa yhtiöllä ei ole.

Pitkäaikaisten varojen osalta yhtiöllä on taseessaan noin 5,5 MEUR:n edestä liikearvoa liittyen vuonna 2014 toteutettuun konsernirakenteen synnyttämiseen sekä 2018 tehtyyn Investium-kauppaan. Yhtiö poistaa tätä liikearvoa FAS-kirjanpidon mukaisesti tasapoistoilla. Liikearvon poistamisella ei ole kassavirtavaikutusta ja näin ollen suosittellemekin sijoittajia seuraamaan liikearvopoistoista oikaistua tulosta. Pitkäaikaista aineellista omaisuutta Titaniumilla om taseessaan hyvin vähän (H1'20: 0,4 MEUR).

Titaniumin lyhytaikaiset varat koostuvat käteisestä (8,8 MEUR) ja yhtiön sijoituksista sen omiin rahastoihin (3,8 MEUR). Omista rahastosijoituksista valtaosa on tehty Hoivarahastoon. Loput erät (noin 2,6 MEUR) ovat saamia ja liittyvät liiketoiminnan pyörittämiseen.

Yhtiön liiketoiminta ei vaadi sen pyörittämiseen juurikaan pääomaa ja regulaattorien vakavaraisuusvaatimukset asettavatkin rajat yhtiön taseelle. Regulaattorin asettama minimitaso yhtiön vakavaraisuussuhteelle on 8 %, kun se H1'20:n lopussa oli rahastoyhtiön osalta arviomme mukaan yli 22 %. Vakavaraisuussäädökset eivät aiheuta yhtiölle mitään ongelmia ja ne eivät esimerkiksi rajoita osingonmaksua.

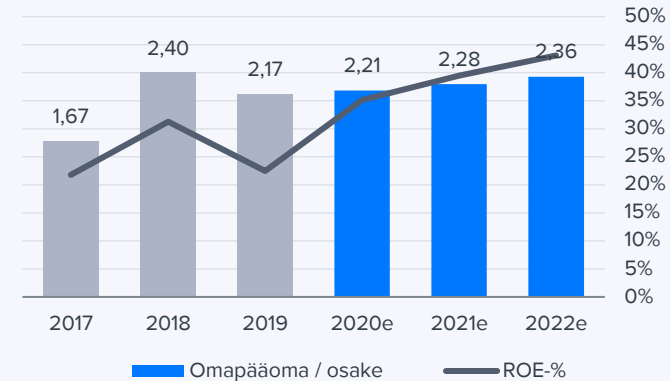
Taseasema tarjoaa yhtiölle selkeää liikkumatilaa

Kokonaisuutena Titaniumin tase on vahvassa kunnossa ja omavaraisuusaste oli H1'20:n lopussa 88 %. Arviomme mukaan Titanium haluaa säilyttää myös jatkossa taseensa suhteen selkeää liikkumavaraa esimerkiksi mahdollisia regulaatio- ja pääomavaatimusmuutoksia sekä yritysjärjestelyitä silmällä pitäen. Näin ollen odotamme taseen säilyvän vahvana myös jatkossa. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että odotamme osingonjakosuhteen säilyvän lähivuodet lievästi alle 100 %:n tason ja pidämme taseen keventämistä ylisuurien osinkojen kautta epätodennäköisenä.

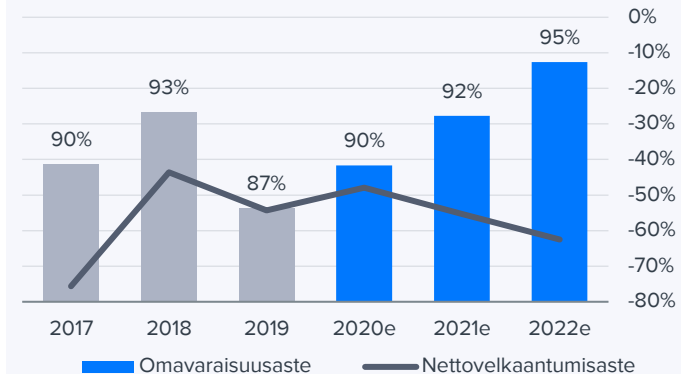
Titaniumin tase mahdollistaisi keskikokoisten yrityskauppojen toteuttamisen käteisellä ja lisäksi yhtiö voi tarvittaessa käyttää myös omaa osakettaan mahdollisissa suuremmissa järjestelyissä. Nykyisellä osakekurssilla yhtiön tulisikin mielestämme preferoida oman osakkeen käyttöä rahavarojen sijaan (kuten Investium-transaktiossa), sillä vaikka yhtiön absoluuttiset kertoimet ovatkin hyvin maltilliset, on Hoivarahastosta saatava hintalappu poikkeuksellisen korkea (sivu 37).

Mielestämme yrityskaupat tarjoavat Titaniumille erinomaiset lähtökohdat omistaja-arvon luomiseksi. Sen lisäksi, että yritysjärjestelyiden logiikka on finanssisektorilla varsin suoraviivainen (sivu 27), pystyisi Titanium yrityskauppojen avulla pienentämään omaa riskiprofiliaan selvästi. Tämä nostaisi selvästi Titaniumin omaa hyväksyttävää arvostustasoa ja näin ollen yrityskauppa tarjoaisi arvonnousua niin tuloskasvun (ostettava liiketoiminta + synergiat) sekä kohoavien arvostuskertoimien myötä.

Oma pääoma / osake ja ROE-%



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet 1/2

Ennusteidemme lähtökohdat

Arviomme mukaan Titaniumin markkinatilanne säilyy lähivuodet varsin suotuisana. Vaikka pääomamarkkinan epävarmuus onkin kasvanut selvästi, on yhtiö varsin hyvin suojassa tältä johtuen kiinteistörahastojen hallitsevasta painoarvosta yhtiön liiketoiminnassa. Suotuisten markkinatrendien johdosta Hoivarahastolla on hyvät edellytykset jatkaa kasvuaan lähivuosina.

Hoivarahaston painoarvo säilyy hyvin hallitsevana ja emme näe yhtiön nykyisten tuotteiden kasvavan riittävän suuriksi, jotta Titaniumin riippuvuus Hoivarahastosta laskisi oleellisesti. Odotamme yhtiön oman uusmyynnin keskittyvän valtaosin Hoivarahastoon ja omaisuudenhoidon maltillisella kasvulla on vain pieni vaikutus ennusteisiimme. Emme myöskään huomioi ennusteissamme mahdollisia uusia tuotteita ja ennusteemme pohjautuvat vain nykyiseen tuotetarjontaan. Vastaavasti myös kulupuolella emme huomioi uusia tuotteita ja näin ollen kannattavuus säilyy poikkeuksellisella tasolla myös jatkossa.

Vaikka Hoivarahaston rooli säilyykin ennusteissamme hyvin hallitsevana, tulee Titaniumin palkkioiden mix parantumaan selvästi, kun Hoivarahaston palkkioiden painopiste siirtyy epävarmoista transaktio- ja tuottopalkkioista ennustettaviin hallinnointipalkkioihin.

2020: yhtiö tekee historiansa parhaan tuloksen

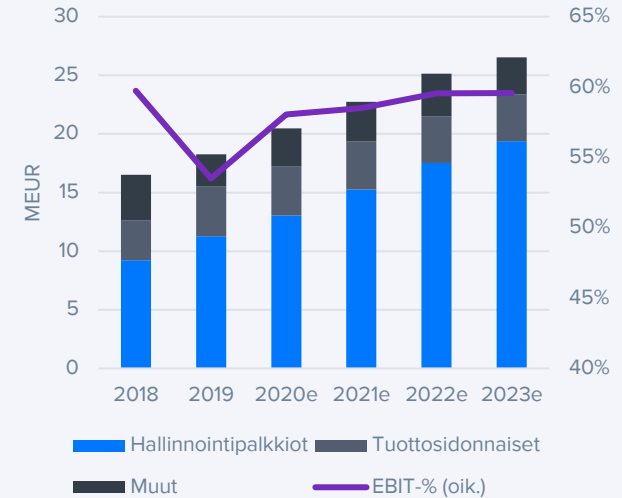
Titaniumin alkuvuosi sujui kaksijakoisesti. Tulospöytäkirjässä yhtiö raportoi historiansa toiseksi parhaan puolivuotistuloksen H1:ltä ja kehitys oli erittäin hyvää, varsinkin kun huomioidaan, että tulos tehtiin keskellä koronavirusta. Vaikka koronan

suora vaikutus yhtiön numeroihin on jäänyt rajalliseksi, on sillä ollut selvä vaikutus uusmyyntiin. Hoivarahaston nettomerkinnot olivat H1:llä lievästi miinusella ensi kertaa sen historiassa. Taustalla on kuitenkin osin kertaluontoisia syitä, kun yhtiö [purki yhteistyönsä UB-pankkiiriliikkeen kanssa](#). Lisäksi koronavirusta johti myös pieneen piikkiin lunastuksissa kesäkuussa (rahasto auki vain 4x vuodessa ja lunastukset pitää ilmoittaa 3kk etukäteen). Syyskuussa rahaston ollessa jälleen auki lunastuksille, ei lunastuksia enää tullut ja nettomerkinnot olivat vahvalla lähes 10 MEUR:n tasolla. Kokonaisuutena voidaan todeta, että vaikka Hoivarahaston uusmyynti jääkin 2020 osalta selvästi odotuksia vaisummaksi, voidaan koko vuodelle ennustamaamme +30 MEUR:n tasoa pitää eräänlaisena torjuntavoittona ja osoituksena Hoivarahaston kriisinkestävyydestä.

Ennustamme Titaniumin 2020 liikevaihdon kasvavan 12 %:lla 20,6 MEUR:oon. Kasvun keskeisenä ajurina toimii luonnollisesti Hoivarahasto ja sen hallinnointipalkkiot. Yhtiön kulurakenne pysyy edelleen erittäin tiukkana ja Investiumin saneerauksen sekä Hoivarahaston kasvun myötä kannattavuus tekee tasokorjauksen takaisin noin 60 %:n oikaistulle liikevoittomarginaalitasolle. Koska kasvu tulee pääosin hallinnointipalkkioista, jatkaa tuloksen mix selvää parantumistaan.

Liikearvon poistoista oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennustamme nousevan 0,94 euroon. Yhtiö jatkaa avokätistä osingonjakopolitiikkaansa ja ennustamme osingon kohoavan 0,81 euroon (0,66e perusosinko ja 0,15e lisäosinko).

Liikevaihto ja kannattavuus



EPS ja osinko (EUR)



Lähde: Inderes

Ennusteet 2/2

2021-2023: Vakaata kehitystä

Ennustamme Titaniumin organisen liikevaihdon kasvun säilyvän hyvällä noin 10 %:n tasolla 2021-2023. Taustalla on luonnollisesti Hoivarahasto jonka uusmyynti pysyy hyvällä tasolla laskevista tuottotasoista huolimatta. Odotamme myös muiden rahastojen kasvavan, mutta niiden merkitys jää konsernitason pieneksi. Kasvu tulee käytännössä täysin hallinnointipalkkioista ja liikevaihdon mix jatkaa parantumistaan. 2023 hallinnointipalkkiot edustavat jo yli 70 % yhtiön liikevaihdosta mikä on varsin hyvin linjassa keskeisten verrokkien kanssa.

Yhtiön operatiivinen kannattavuus säilyy erinomaisella tasolla ja yhtiöllä on hyvät edellytykset säilyttää käyttökateensa lähellä 60 %:n tasoa. Kannattavuutta tukee Hoivarahaston poikkeuksellinen kannattavuus ja konsernin erinomainen kulutehokkuus.

Kasvun ja vahvan kulutehokkuuden ansiosta oikaistu osakekohtainen tulos kasvaa hieman yli 10 %:n vuosivauhtia 2021-2023.

Odotamme yhtiön jatkavan avokätistä osinkopolitiikkaansa ja ennustamme osingonjakosuhteen pysyvän korkealla noin 90 %:ssa.

Pitkän aikavälin kasvunäkymä vaisumpi

Pidemmillä aikavälillä yhtiön kasvu uhkaa näkemyksemme mukaan hidastua selvästi, kun Hoivarahaston tuottotaso jatkaa laskuaan laskevan nettovuokratuoton myötä. Näkemyksemme mukaan Hoivarahasto tulee keskipitkällä aikavälillä ajautumaan tilanteeseen, jossa sen uusmyynti muuttuu erittäin hankalaksi

nykyisellä korkealla palkkiorakenteella (tarkemmin sivulla 14). Pidämmekin täysin realistisena skenaariona, että rahaston kasvu pysähtyy 3-4v tähtäimellä.

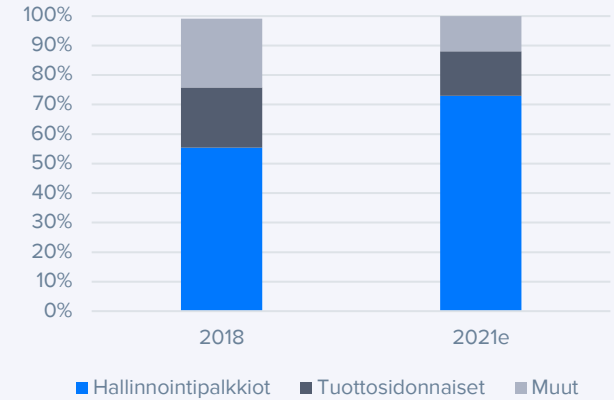
Tämä alleviivaa jälleen Hoivarahastoon liittyviä riskejä ja Titaniumin olisi ensiarvoisen tärkeää saada hajautettua tuote-/palvelutarjontaansa pienentääkseen Hoivarahastoon liittyviä riskejä. Yhtiön pitäisikin edetä tämän asian kanssa selvästi seuraavan 24kk aikana, jotta se ehtii rakentaa riittävän pohjan tulevan kasvun turvaamiseksi.

Hoivarahaston tarkemmat ennusteet

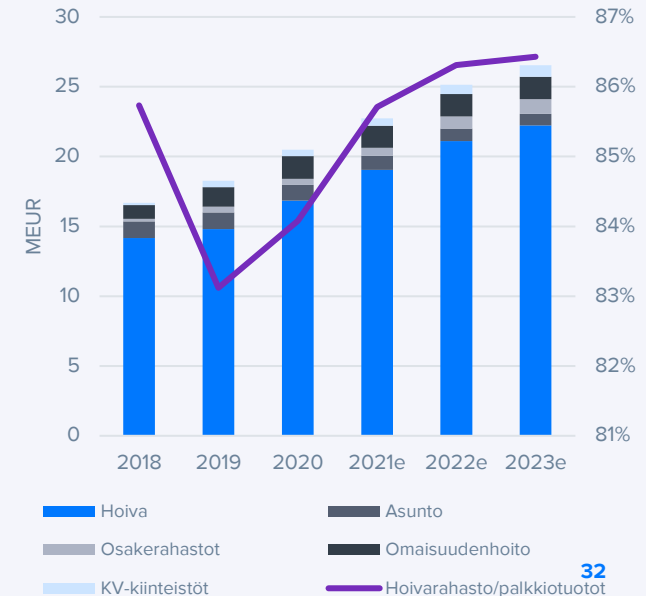
Odotamme Hoivarahaston uusmyynnin olevan lähivuosina noin 60-70 MEUR:n tasolla. Rahaston tuottotaso tulee jatkamaan laskuaan madaltuneiden tuottovaatimusten johdosta, mutta suhteellisesti tuottotaso pysyy hyvin kilpailukykyisenä. Sijoittajien on hyvä huomata, että ennusteemme ei nojaa aiemmin esittämäämme skenaarioon rahaston myynnin hyytymisestä, sillä ennusteissamme rahaston nettovuokratuotto laskee hyvin maltillisesti. Mikäli rahaston nettovuokratuotto laskisi 3 vuodessa esimerkiksi prosenttiyksiköllä nykyisestä, tarkoittaisi tämä merkittävästi ennusteistamme suurempia tuottosidonnaisia palkkioita kiinteistökannan rajujen arvonkorotusten johdosta.

Tuottosidonnaisten palkkioiden osalta odotamme lähivuosilta 4 MEUR:n palkkioita mikä on laskelmiemme mukaan realistinen taso vaikka rahaston vuotuinen tuotto laskeekin kohti 7 %:n tasoa. Tarkemmat Hoivarahaston ennusteet löytyvät seuraavan sivun taulukosta.

Palkkioiden mixin muutos



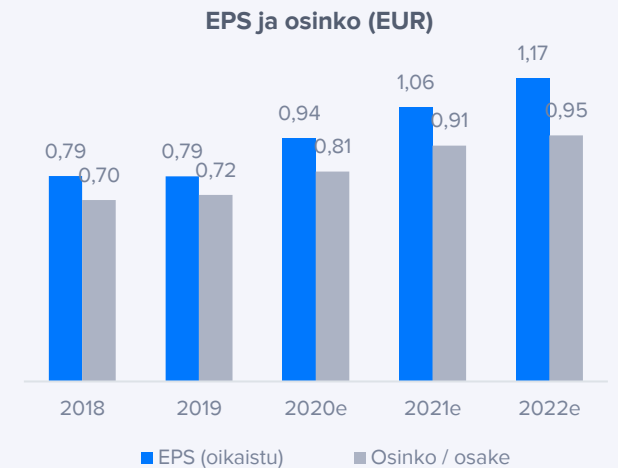
Liikevaihdon jakauma tuotteittain (Inderes arvio)



Ennusteet yhteenveto

	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	16,7	18,4	20,6	22,8	25,1	26,5
<i>Rahastot*</i>	15,7	16,9	18,9	21,1	23,5	24,9
<i>Omaisuudenhoito*</i>	1,0	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6
<i>Muut*</i>	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
Palkkiokulut	-2,8	-1,8	-1,6	-1,8	-1,9	-2,0
Henkilöstökulut	-2,5	-4,7	-5,0	-5,3	-5,7	-6,0
Hallintokulut	-1,5	-1,9	-1,7	-2,0	-2,1	-2,2
Poistot	0,0	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5
Poistot liikearvosta	-1,8	-2,9	-1,8	-1,8	-1,8	-1,0
Liikevoitto	8,1	7,0	10,2	11,5	13,2	14,8
Liikevoitto (oik.)	9,9	9,9	12,0	13,3	15,0	15,8
EBIT-%	48,7 %	37,7 %	49,3 %	50,6 %	52,4 %	55,8 %
EBIT-% (oik.)	59,7 %	53,5 %	58,1 %	58,5 %	59,6 %	59,6 %
EPS (oik.)	0,79	0,79	0,94	1,06	1,17	1,23
Henkilömäärä (kpl)*	72	62	65	67	69	71
Kulut/henkilö (TEUR)	-79	-76	-78	-80	-83	-85
AUM (MEUR)*	876	1037	1145	1289	1224	1310
<i>Omaisuudenhoito</i>	551	600	650	700	550	550
<i>Hoiva</i>	269	349	400	474	539	605
<i>Asunto</i>	38	38	40	40	40	40
<i>Osake</i>	6	20	25	35	45	55
<i>KV-kiinteistö</i>	12	30	30	40	50	60
Liikevaihdon jakauma*						
<i>Hallinnointipalkkiot</i>	9,2	11,3	13,1	15,3	17,5	19,4
<i>Tuottosidonnaiset</i>	3,4	4,2	4,2	4,1	4,0	4,0
<i>Muut</i>	3,9	2,8	3,2	3,4	3,6	3,2
Hoivarahaston liikevaihto*	14,2	14,8	16,8	19,0	21,1	22,2
<i>Hallinnointipalkkiot</i>	7,7	9,0	10,5	12,5	14,4	16,0
<i>Tuottosidonnaiset</i>	3,2	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
<i>Muut</i>	3,3	1,8	2,3	2,5	2,7	2,2
Hoivan nettomerkinnot (sis. arvonnousu)	92	80	51	74	65	65
Hoivan tuotto -% sijoittajille	8,7 %	7,5 %	7,5 %	7,2 %	6,8 %	6,5 %

* Inderesin arvio myös historiallukujen osalta



Lähde: Inderes

Ennustemuutokset

Ennustemuutokset	2020e	2020e	Muutos	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	20,3	20,6	2 %	22,7	22,8	1 %	24,6	25,1	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,6	11,9	3 %	12,9	13,3	4 %	14,2	15,0	5 %
Liikevoitto	9,8	10,2	4 %	11,1	11,5	4 %	12,4	13,2	6 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,91	0,94	3 %	1,01	1,06	4 %	1,11	1,17	5 %
Osakekohtainen osinko	0,80	0,81	1 %	0,90	0,91	1 %	0,95	0,95	0 %

Lähde: Inderes

Arvostus 1/3

Suositus ja tavoitehinta

Tarkistamme Titaniumin tavoitehinnan kohonneita tulosennusteita heijastellen 12,0 euroon (aik. 11,0 euroa) ja laskemme suosituksemme lisää-tasolle (aik. osta). Titaniumin tulospohjainen arvostus on nykykurssilla ja kuluvan vuoden ennusteillamme yhtiölle hyväksyvämmä arvostushaarukan (P/E ~10-12x) ylälaidassa, emmekä näin ollen näe arvostuskertoimissa oleellista lyhyen aikavälin nousuvaraa. Näkemyksemme mukaan yli 7 %:n osinkotuotto ja lähivuosien terve yli 10 %:n tuloskasvu tarjoavat sijoittajalle edelleen hyvän tuotto-odotuksen.

Yhteenveto arvonmäärittämisestä

Olemme tarkastelleet Titaniumin arvostusta verrokkiryhmän ja absoluuttisten arvostuskertoimien sekä kassavirtamallin kautta. Käypää arvoa määriteltäessä olemme antaneet pääpainon verrokkiryhmän arvostuskertoimille ja DCF-mallille (molemmilla 50 %:n painoarvo) ja tavoitehintamme on linjassa käyvän arvon näkemyksemme kanssa. Tarkastelemme eri arvonmäärittämis menetelmiä tarkemmin seuraavilla sivuilla.

Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että Titaniumiin soveltamamme tuottovaatimus on varsin korkea johtuen yhtiön verrokkeja korkeasta riskitasosta. Mikäli yhtiö onnistuisi pienentämään riskitasoaan (Hoivarahaston roolin pienennys), voitaisi yhtiölle hyväksyä nykyistä korkeampi arvostustaso ja tällä olisi osakkeen arvoon merkittävä positiivinen vaikutus.

Titaniumin arvostusta tukevia tekijöitä ovat:

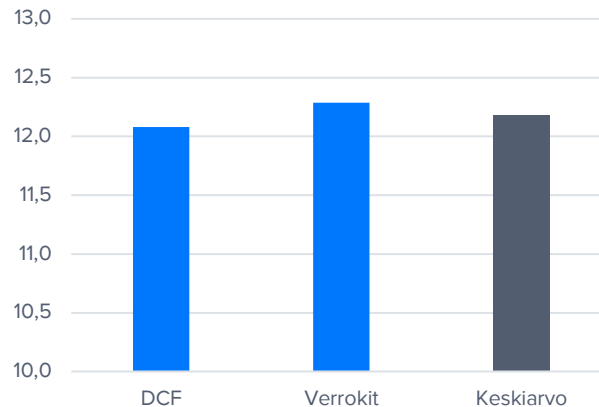
- Vahva track-record
- Erinomainen kannattavuus
- Hoivarahaston rajallinen riippuvuus pääomamarkkinan heilahteluista

Vastaavasti arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Riippuvuus Hoivarahastosta
- Verrokkeja korkeampi riskiprofiili
- Kertatuottojen huomattava osuus

Kokonaisuutena pidämme Titaniumin riskiprofiilia listattuja verrokkeja korkeampana ja tämän tulee näkyä yhtiölle hyväksyttävässä arvostustasossa.

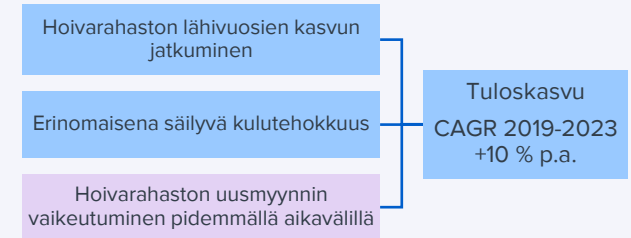
Titaniumin käypä arvo (EUR/osake)



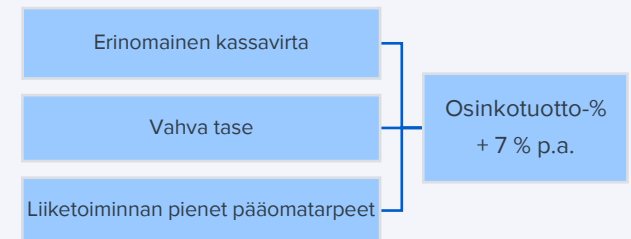
Osaketuoton ajurit 2020-2023

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

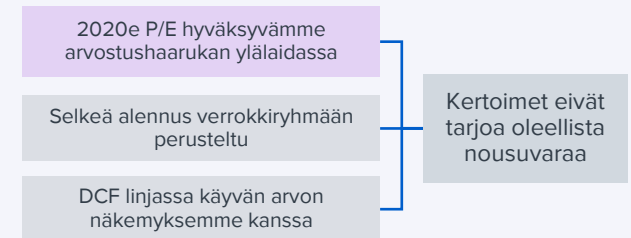
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus edelleen hyvällä 10-15 % p.a. tasolla

Arvostus 2/3

Verrokkiryhmä

Titaniumille on tarjolla Helsingin pörssissä poikkeuksellisen laaja ja laadukas verrokkiryhmä. Nämä yhtiöt kilpailevat pitkälti samoista osajista sekä asiakkaista ja yhtiöiden tuotetarjonnat ovat suhteellisen lähellä toisiaan. Kotimaisina verrokkeina olemme käyttäneet kaikkia pörssiin listattuja varainhoitajia eli Evliä, eQ:ta, Taaleria, CapMania, United Bankersia, EAB Groupia ja Aktiaa. Tämän lisäksi olemme täydentäneet verrokkiryhmää muutamalla hyvällä kansainvälisellä verrokillä.

Suhteellista arvostusta haarukoidessa annamme pääpainon tulosperusteisille P/E- ja EV/EBIT-kertoimille sekä osinkotuotolle. Yhtiöiden poikkeavista kirjanpitoikäytännöistä (osa FAS- ja osa IFRS-kirjanpidossa) johtuen suosimme

EV/EBITDA-kertoimen sijasta ennemmin EV/EBIT-kerrointa, koska siinä IFRS-16 vaikutus on pienempi. FAS-yhtiöiden osalta liikearvopoistot on oikaistu kaikilta yhtiöiltä vertailtavuuden parantamiseksi.

Suhteessa verrokkiryhmään Titanium hinnoitellaan selvällä alennuksella ja vuoden 2020 osalta tulosperusteiset EV/EBIT- ja P/E-kertoimet ovat noin 24-25 % alle verrokkiryhmän mediaanin. Ottaen huomioon Titaniumin verrokkeja korkeamman riskitason, voidaan selvää alennusta suhteessa verrokkiryhmään pitää perusteltuna. Osinkotuotto (2020e: 7,2 %) on verrokkiryhmän korkein ja noin 36 % yli verrokkien mediaanin.

Soveltamalla 2020-2021 EV/EBIT- ja P/E-kertoimia sekä 2020 osinkotuottoa identtisillä painoarvoilla saamme Titaniumin arvoksi 14,5 euroa per osake.

Titaniumin selvästi verrokkeja korkeammasta riskitasosta johtuen yhtiötä tulee kuitenkin hinnoitella selvällä alennuksella suhteessa verrokkeihin. Olemme soveltaneet analyysissämme 15 % alennusta, jota pidämme sopivana tasona Titaniumin riskiprofiili huomioiden (2017 IPO:n yhteydessä käyttämämme alennus oli 20 %). 15 %:n alennusta soveltamalla saamme Titaniumin käyväksi arvoksi noin 12,3 euroa per osake.

Kokonaisuutena Titaniumin osake tarjoaa vain lievää nousuvaraa suhteessa verrokkiryhmään. Verrokkiryhmän arvostus tukee näkemystämme siitä, että lyhyellä aikavälillä osakkeen tuotto-odotus nojaa pitkälti osinkotuottoon ja lähivuosille ennustamaamme tuloskasvuun.

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	
Evli	10,20	253	243	11,6	9,0	9,1	7,4	3,5	3,0	15,9	12,1	5,2	6,7	3,1
eQ	13,05	508	502	18,7	13,6	18,0	13,2	9,5	7,6	22,3	17,3	4,6	6,0	7,9
Taaleri	7,08	201	274	7,4	9,7	6,2	9,0	1,8	3,1	18,3	10,7	4,8	5,4	1,4
CapMan	2,09	333	358	36,7	10,1	32,0	9,7	8,1	5,9	104,2	13,2	6,6	7,1	3,0
United Bankers	9,15	95	97	8,7	9,2	7,3	7,8	2,3	2,3	13,5	14,4	6,1	6,1	2,4
EAB Group	3,24	47	53		13,7	15,0		2,5	2,0		25,5	0,9	2,6	2,4
Aktia	9,42	663								15,6	11,2	4,7	6,7	1,0
AGF Management	6,12	306	405							12,7	12,8	5,3	5,3	0,4
GAM Holding	1,73	256	78										3,0	0,8
Wisdom Tree Investments	4,01	507	686							18,6	18,0	3,0	2,9	1,7
River and Mercantile Group	148,00	141	116			8,8	7,2	1,7	1,6	12,7	13,0	6,4	6,3	2,2
Titanium (Inderes)	11,25	116	105	8,8	7,7	8,4	7,5	5,1	4,5	12,0	10,6	7,2	8,1	5,1
Keskisarvo				16,6	10,9	13,8	9,1	4,2	3,6	26,0	14,8	4,8	5,3	2,4
Mediaani				11,6	9,9	9,1	8,4	2,5	3,0	15,9	13,1	5,0	6,0	2,2
Erotus-% vrt. mediaani				-24 %	-22 %	-7 %	-11 %	103 %	51 %	-25 %	-19 %	44 %	35 %	131 %

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

Arvostus 3/3

Kassavirtalaskelma

DCF-laskelmassamme lähdemme oletuksesta, että Titaniumin kasvu hidastuu selvästi vuoden 2022 jälkeen. Kannattavuus pysyy ennusteissamme lähivuodet nykyisenkaltaisella erinomaisella tasolla ja kääntyy vuoden 2025 jälkeen loivaan laskuun, mutta on ennustejaksomme loppupäässä seuraamiemme sijoituspalveluyhtiöiden parhaimmistoa.

Titaniumille soveltamamme tuottovaatimus on laskenut lievästi (WACC 10,7 % vs. aik. 11,2 %), sillä olemme tarkistaneet koko osaketutkimuksemme tasolla riskitöntä korkoa alaspäin nykyistä korkoympäristöä heijastellen. Soveltamamme WACC-% heijastelee yhtiön selvästi verrokkeja korkeampaa riskitasoa. DCF:n mukainen arvo yhtiölle on 12,1 euroa, joka on linjassa tavoitehintamme kanssa (DCF-malli sivulla 41).

Mielestämme DCF-mallin käytettävyys Titaniumin osalta viime vuosina parantunut yhtiön vahvan operatiivisen kehityksen myötä. Titaniumin korkeasta riskiprofiilista johtuen soveltamamme tuottovaatimus on edelleen korkea ja mikäli yhtiö saisi riskitasoaan laskettua, olisi osakkeessa selkeää nousuvaraa, kuten viereinen DCF-herkkyys-graafi kertoo.

Absoluuttiset arvostuskertoimet

Titaniumin arvostuskertoimet (2020e: P/E 12x, EV/EBIT 9x) ovat absoluuttisesti matalat, mikä on kuitenkin perusteltua, sillä yhtiön koko liiketoiminta on käytännössä yhden tuotteen eli Hoivarahaston varassa (kts. lisää s. 20). Olemme pitäneet Titaniumille hyväksyttävänä arvostushaarukkana P/E-kertoimella mitattuna noin 10-12x tasoa ja

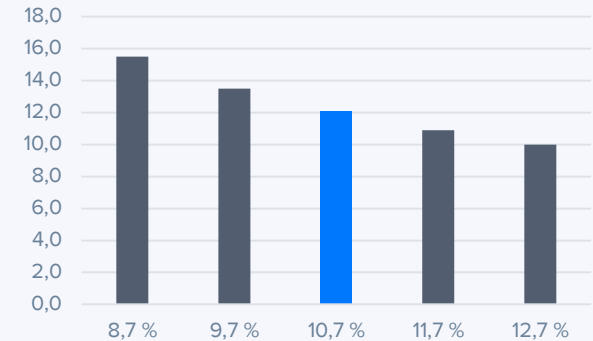
nykykursilla tulospohjainen arvostus on haarukan ylälaidassa, emmekä näin ollen näe arvostuskertoimissa oleellista lyhyen aikavälin nousuvaraa.

Titaniumin osinkotuotto on sektorin ja koko pörssin korkeimpia. Korkean osinkotuoton taustalla on yhtiön vahva taseasema ja avokätinen voitonjakopolitiikka. Yhtiön tämän hetkinen tulostaso ja lähivuosien tuloksen ja osingon kasvuedellytykset ovat kuitenkin täysin riippuvaisia Hoivarahastosta. Tästä syystä Titaniumin osinkotuoton kuulukin olla korkea, sillä se on sijoittajille kompensatio Hoivarahastoriippuvuudesta johtuvasta korkeammasta riskistä.

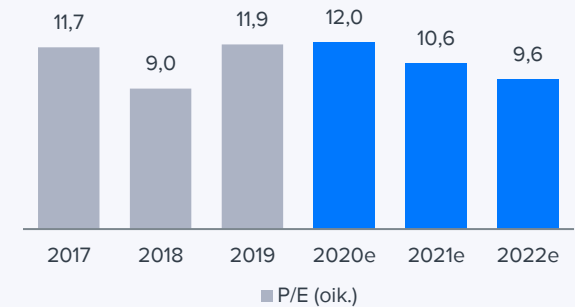
Hallinnoitavasta varallisuudesta maksettava hinta on todella kova

Vaikka Titaniumin raportoima hallinnoitava varallisuus onkin varsin suuri, nojaa käytännössä koko yhtiön arvo Hoivarahaston AUM:iin. Muiden rahastojen (AUM ~90 MEUR) arvo on näkemyksemme mukaan 3-5 MEUR (alan perinteisillä kertoimilla laskettuna) ja omaisuudenhoidon alaisen AUM:n arvo on niin ikään hyvin matala johtuen matalasta palkkiotasosta. Näkemyksemme mukaan Hoivarahaston nykyisestä 378 MEUR:n AUM:sta maksettava hinta on yli 100 MEUR, eli yli 25 %. Hinta on poikkeuksellisen korkea, sillä perinteistä varainhoitoa hinnoitellaan tyypillisesti 1-3 %:n arvolla ja 10 %:n taso on laadukkaasta vaihtoehtoisesta tuotteesta on jo korkea. Hoivarahaston poikkeuksellisen korkea arvostustaso toimii hyvänä muistutuksena yhtiöön liittyvistä riskeistä ja on omiaan painamaan alaspäin yhtiön hyväksyttävää arvostustasoa.

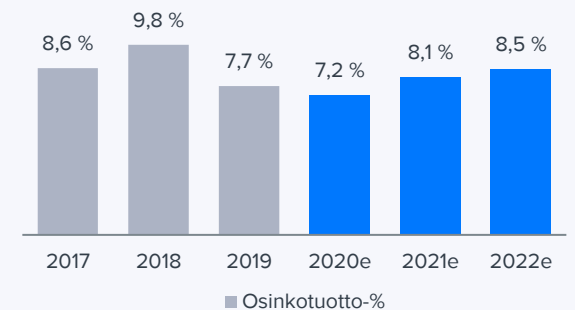
DCF-herkkyys (EUR/osake)



P/E (oik.)



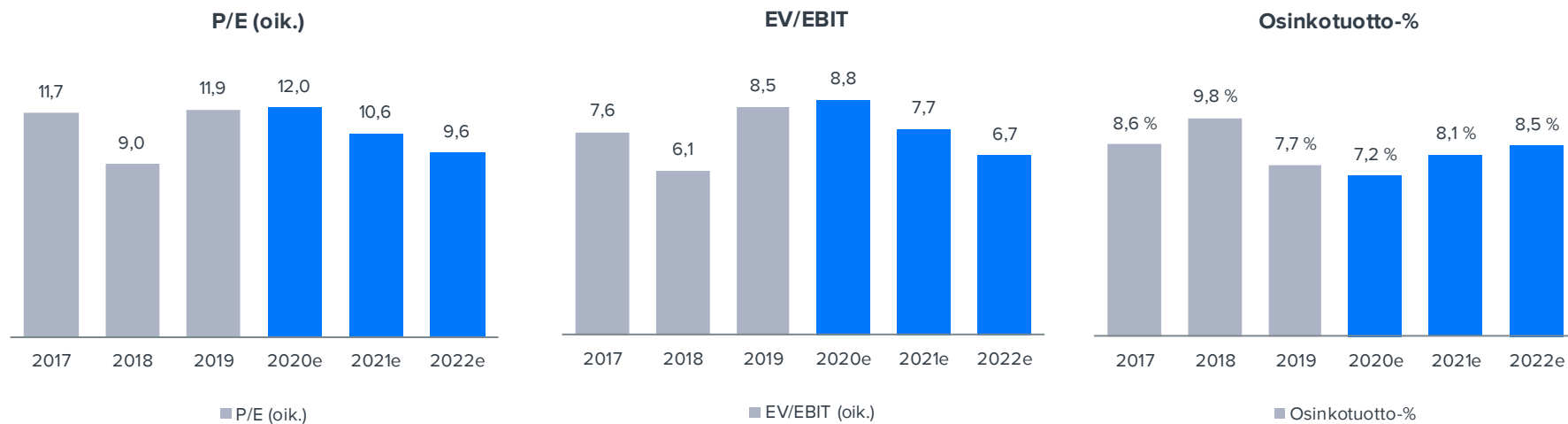
Osinkotuotto-%



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi			6,40	7,15	9,40	11,3	11,3	11,3	11,3
Osakemäärä, milj. kpl			8,99	10,0	10,2	10,3	10,3	10,4	10,4
Markkina-arvo			58	72	96	116	116	116	116
Yritysarvo (EV)			46	61	84	105	103	100	98
P/E (oik.)			11,7	9,0	11,9	12,0	10,6	9,6	9,2
P/E			22,0	11,7	18,5	14,7	12,7	11,3	9,9
P/Kassavirta			5,9	18,1	11,5	19,2	11,3	10,1	9,5
P/B			3,8	3,0	4,3	5,1	4,9	4,7	4,4
P/S			5,7	4,3	5,2	5,6	5,1	4,6	4,4
EV/Liikevaihto			4,5	3,7	4,6	5,1	4,5	4,0	3,7
EV/EBITDA (oik.)			7,6	6,1	8,2	8,4	7,5	6,5	6,0
EV/EBIT (oik.)			7,6	6,1	8,5	8,8	7,7	6,7	6,2
Osinko/tulos (%)			189,3 %	114,9 %	141,7 %	105,6 %	103,0 %	95,4 %	88,4 %
Osinkotuotto-%			8,6 %	9,8 %	7,7 %	7,2 %	8,1 %	8,5 %	9,0 %

Lähde: Inderes



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	16,7	8,1	10,3	18,4	9,9	10,7	20,6	22,8	25,1	26,5
Titanium	16,7	8,1	10,3	18,4	9,9	10,7	20,6	22,8	25,1	26,5
Käyttökate	10,0	3,8	0,0	10,3	6,1	6,3	12,4	13,8	15,4	16,3
Poistot ja arvonalennukset	-1,9	-1,5	-1,8	-3,3	-1,1	-1,1	-2,2	-2,2	-2,2	-1,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,9	3,8	6,1	9,9	5,8	6,1	11,9	13,3	15,0	15,8
Liikevoitto	8,1	2,3	4,7	7,0	4,9	5,2	10,2	11,5	13,2	14,8
Titanium	8,1	2,3	4,7	7,0	4,9	5,2	10,2	11,5	13,2	14,8
Nettorahoituskulut	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
Tulos ennen veroja	8,2	2,4	4,8	7,2	5,0	5,4	10,4	11,8	13,5	15,1
Verot	-2,1	-0,8	-1,2	-2,0	-1,2	-1,3	-2,5	-2,7	-3,1	-3,3
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	6,1	1,6	3,6	5,2	3,8	4,1	7,9	9,1	10,3	11,8
EPS (oikaistu)	0,79	0,30	0,49	0,79	0,46	0,49	0,94	1,06	1,17	1,23
EPS (raportoitu)	0,61	0,16	0,35	0,51	0,37	0,40	0,77	0,88	1,00	1,13

Tunnusluvut	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	64,5 %	7,9 %	12,3 %	10,3 %	22,6 %	3,4 %	11,8 %	10,7 %	10,3 %	5,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	63,0 %	-22,0 %	19,5 %	-0,8 %	52,6 %	1,2 %	21,0 %	11,9 %	12,2 %	5,6 %
Käyttökate-%	59,6 %	46,6 %	0,0 %	55,6 %	61,1 %	59,2 %	60,1 %	60,3 %	61,3 %	61,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	59,5 %	47,0 %	58,6 %	53,5 %	58,5 %	57,3 %	57,9 %	58,5 %	59,6 %	59,6 %
Nettotulos-%	36,5 %	19,9 %	34,7 %	28,2 %	38,3 %	38,2 %	38,2 %	40,0 %	41,1 %	44,4 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	12,9	10,8	8,8	7,2	5,5
Liikearvo	9,4	6,4	4,6	2,8	1,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,1	0,3	0,3
Käyttöomaisuus	0,1	0,6	0,5	0,5	0,6
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	3,5	3,8	3,5	3,5	3,5
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	13,0	14,7	16,5	18,2	20,1
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	2,5	2,6	3,1	3,4	3,8
Likvidit varat	10,5	12,0	13,4	14,8	16,3
Taseen loppusumma	25,9	25,4	25,3	25,4	25,6

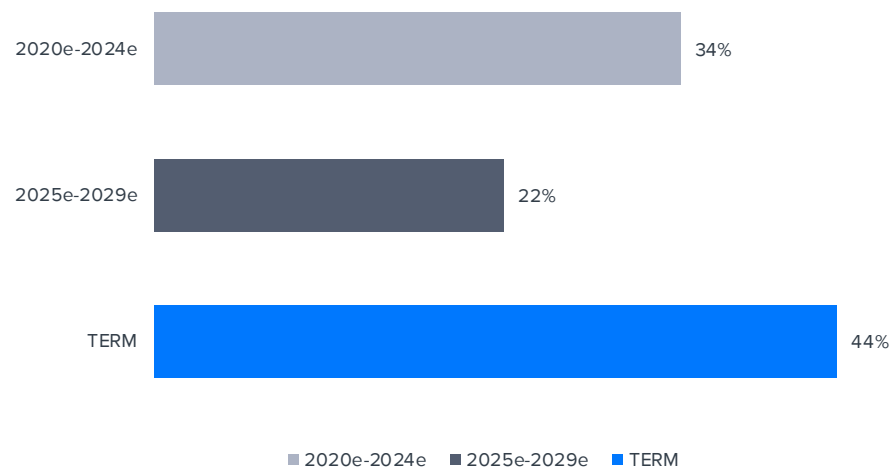
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	24,0	22,2	22,7	23,5	24,4
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	6,6	4,8	5,3	6,1	7,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	17,3	17,3	17,3	17,3	17,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	1,9	3,2	2,5	1,8	1,1
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	2,5	1,8	1,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset velat	1,9	3,2	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	25,9	25,4	25,3	25,4	25,6

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	7,0	10,2	11,5	13,2	14,8	14,6	14,8	14,6	13,6	13,4	13,7	
+ Kokonaispoistot	3,3	2,2	2,2	2,2	1,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	
- Maksetut verot	-2,0	-2,5	-2,7	-3,1	-3,3	-3,1	-3,1	-3,1	-2,8	-2,8	-2,8	
- 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	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	
- Käyttöpääoman muutokset	1,1	-3,6	-0,3	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	9,5	6,3	10,8	12,0	12,9	12,1	12,3	12,2	11,3	11,2	11,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-1,2	-0,3	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	8,4	6,0	10,2	11,4	12,2	11,4	11,6	11,5	10,6	10,5	10,7	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	8,4	6,0	10,2	11,4	12,2	11,4	11,6	11,5	10,6	10,5	10,7	134
Diskontattu vapaa kassavirta		5,9	9,0	9,1	8,8	7,4	6,8	6,1	5,1	4,5	4,2	52,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		119	113	104	95,3	86,5	79,1	72,3	66,2	61,1	56,5	52,4
Velaton arvo DCF		119										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		12,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-7,4										
Oman pääoman arvo DCF		124										
Oman pääoman arvo DCF per osake		12,1										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	3,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	10,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,7 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	10,2	16,7	18,4	20,6	22,8	EPS (raportoitu)	0,29	0,61	0,51	0,77	0,88
Käyttökate	6,1	10,0	10,3	12,4	13,8	EPS (oikaistu)	0,55	0,79	0,79	0,94	1,06
Liikevoitto	4,8	8,1	7,0	10,2	11,5	Operat. kassavirta / osake	0,57	0,69	0,93	0,62	1,04
Voitto ennen veroja	3,9	8,2	7,2	10,4	11,8	Vapaa kassavirta / osake	1,09	0,39	0,82	0,59	0,99
Nettovoitto	2,6	6,1	5,2	7,9	9,1	Omapääoma / osake	1,67	2,40	2,17	2,21	2,28
Kertaluontoiset erät	-1,3	-1,8	-2,9	-1,8	-1,8	Osinko / osake	0,55	0,70	0,72	0,81	0,91
Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	16,7	25,9	25,4	25,3	25,4	Liikevaihdon kasvu-%	52 %	64 %	10 %	12 %	11 %
Oma pääoma	15,0	24,0	22,2	22,7	23,5	Käyttökateen kasvu-%	76 %	63 %	3 %	21 %	11 %
Liikearvo	2,4	9,4	6,4	4,6	2,8	Liikevoiton oik. kasvu-%	76 %	63 %	-1%	21 %	12 %
Nettovelat	-11,3	-10,5	-12,0	-10,9	-13,0	EPS oik. kasvu-%	410 %	45 %	0 %	19 %	13 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	60,2 %	59,6 %	55,6 %	60,1 %	60,3 %
Käyttökate	6,1	10,0	10,3	12,4	13,8	Oik. Liikevoitto-%	60,0 %	59,5 %	53,5 %	57,9 %	58,5 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,5	-0,9	1,1	-3,6	-0,3	Liikevoitto-%	47,7 %	48,5 %	37,7 %	49,3 %	50,6 %
Operatiivinen kassavirta	5,1	6,9	9,5	6,3	10,8	ROE-%	21,8 %	31,3 %	22,5 %	35,1 %	39,5 %
Investoinnit	-0,4	-10,8	-1,2	-0,3	-0,5	ROI-%	40,4 %	42,2 %	31,3 %	44,1 %	46,8 %
Vapaa kassavirta	9,8	3,9	8,4	6,0	10,2	Omavaraisuusaste	89,7 %	92,7 %	87,2 %	89,7 %	92,5 %
						Nettovelkaantumisaste	-75,6 %	-43,7 %	-54,3 %	-47,9 %	-55,3 %
Suurimmat omistajat			%-osakeista			Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
Tommi Santanen			13,3 %			EV/Liikevaihto	4,5	3,7	4,6	5,1	4,5
Petri Kärkkäinen			10,1 %			EV/EBITDA (oik.)	7,6	6,1	8,2	8,4	7,5
Investium Group Oy			10,0 %			EV/EBIT (oik.)	7,6	6,1	8,5	8,8	7,7
Henri Prittinen			9,4 %			P/E (oik.)	11,7	9,0	11,9	12,0	10,6
Mikko Leppänen			6,4 %			P/B	3,8	3,0	4,3	5,1	4,9
Markus Oksa			4,2 %			Osinkotuotto-%	8,6 %	9,8 %	7,7 %	7,2 %	8,1 %

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 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 investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille 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
10.10.2017	Vähennä	7,00 €	6,98 €
18.1.2018	Lisää	7,00 €	6,70 €
23.3.2018	Lisää	8,00 €	7,40 €
21.5.2018	Osta	8,30 €	7,30 €
17.6.2018	Lisää	8,30 €	7,56 €
31.8.2018	Lisää	8,50 €	8,00 €
25.10.2018	Lisää	7,50 €	7,00 €
14.3.2019	Lisää	9,20 €	8,52 €
30.4.2019	Lisää	9,20 €	8,20 €
18.6.2019	Lisää	8,90 €	7,94 €
30.8.2019	Lisää	9,20 €	8,44 €
29.10.2019	Vähennä	9,20 €	9,36 €
15.12.2020	Vähennä	9,70 €	10,70 €
5.3.2020	Vähennä	10,00 €	10,75 €
15.4.2020	Vähennä	8,50 €	8,32 €
29.4.2020	Lisää	8,50 €	7,82 €
28.8.2020	Osta	11,00 €	10,15 €
19.10.2020	Lisää	12,00 €	11,25 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

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

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

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä 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)



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.**