

Titanium

Yhtiöraportti

4/2019

Hyvää hoivaa edelleen tarjolla

Toistamme Titaniumin 9,2 euron tavoitehintamme sekä lisää-suosituksen. Ennusteemme ovat pysyneet pitkälti muuttumattomina ja odotamme yhtiöltä lähivuosilta maltillista tuloskasvua. Tuloksen painopiste siirtyy kuitenkin voimakkaasti jatkuviin tuottoihin mikä asteittain alentaa yhtiön riskiprofiilia. Korkeasta riskiprofiilistaan johtuen Titaniumin absoluuttinen ja suhteellinen arvostus on matala (2019 P/E 10x ja osinko +9 %). Arvostus on mielestämme perusteltu ja emme näe siinä lyhyellä aikavälillä oleellista nousuvaraa. Korkea osinko yhdessä riskiprofiilin laskun sekä tuloskasvun luoma asteittainen kurssinousupotentiaali pitää osakkeen tuotto-odotuksen kuitenkin edelleen hyvänä.

Kotimainen sijoituspalveluyhtiö

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 2011-2018 aikana keskimäärin 55 % ja oikaisut liikevoittomarginaali on ollut erinomainen noin 50 %. Yhtiö on kasvattanut omistaja-arvoaan merkittävästi, josta kiitos kuuluu ennen kaikkea päätökselle perustaa Hoivarahasto 2012.

Korkean riskiprofiilin kasvava osinkoyhtiö

Titanium profiloituu sijoittajille mielestämme kasvavana osinkoyhtiönä, jonka riskiprofiili on verrokkeja korkeampi. Titanium on ollut kasvuyhtiö läpi historiansa ja sillä on tavoitteena säilyä kasvuyhtiönä myös jatkossa. Yhtiön liiketoiminta ei sido muiden sijoituspalveluyhtiöiden tapaan juurikaan pääomaa ja yhtiön tase on erittäin vahva. Tämän seurauksena Titaniumilla on hyvät edellytykset jatkaa aggressiivista voitonjakopolitiikkaansa myös tulevaisuudessa liiketoiminnan kasvusta huolimatta. Kokonaisuutena yhtiön sijoitusprofiilissa ei ole tapahtunut oleellisia muutoksia listautumisen jälkeen. Vaikka yhtiö onkin saanut pienennettyä riippuvuuttaan jakelukumppaneista ja jonkin verran avainhenkilöistään, on riippuvuus Hoivarahastosta kasvanut entisestään ja tämä säilyttää yhtiön riskiprofiilin verrokkeja korkeampana.

Lähivuosien tuloskasvu maltillista, mutta tuloksen mix parantuu selvästi

Ennustamme Titaniumin lähivuosien liikearvopoistoista oikaistun tuloksen kasvavan varsin maltillisesti (2019-2021 EPS CAGR 4 %). Sijoittajien on tärkeä huomioida, että 2018 numerot sisältävät poikkeuksellisen paljon Hoivarahaston kertatuottoja ja jatkuvien palkkioiden osuus koko konsernissa oli 2018 arviomme mukaan alle 50 % liikevaihdosta. Vaikka tulos ei lähivuosina ennusteissamme kasvakaan, tulee tuloksen mix muuttumaan huomattavasti suotuisammaksi painopisteen siirtyessä jatkuviin tuottoihin Hoivarahaston kasvun myötä. Hoivarahasto dominoi edelleen yhtiön osuutta ja ennustamme sen osuuden liikevaihdosta säilyvän yli 70 %:ssa. Riippuvuus Hoivarahastosta nostaa edelleen yhtiön riskiprofiilia ja yhtiön olisikin ensiarvoisen tärkeää saada markkinoille uusia merkittäviä tuotteita tasaamaan tätä riskiä sekä rakentamaan kasvua pitkällä aikavälillä.

Tuotto-odotus edelleen hyvällä tasolla

Verrokkeja korkeammasta riskiprofiilista johtuen Titaniumin arvostus on varsin edullinen absoluuttisesti ja suhteellisesti. 2019 P/E kerroin on noin 10x ja osinkotuotto pörssin korkeimpia yli 9 %. Alennus suhteessa verokkiryhmään on keskeisillä kertoimilla 20-30 %:n välillä. Mielestämme arvostus on nykytasolla perusteltu ja emme näe siinä lyhyellä aikavälillä oleellista nousuvaraa. Lyhyellä aikavälillä osakkeen tuotto-odotus nojaakin pitkälti osinkoon, mutta pidemmällä aikavälillä osakekurssissa on asteittaista nousuvaraa riskiprofiilin laskun ja/tai tuloskasvun myötä. Yhtiön positiiviset näkökulmat huomioiden pidämme tuotto-odotusta edelleen riittävän houkuttelevana ja toistamme positiivisen näkökymme.

Analytikot



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

Suositus ja tavoitehintaa

Lisää



Edellinen: Lisää

9,2 EUR

Edellinen: 9,2

Osakekurssi: 8,2 EUR

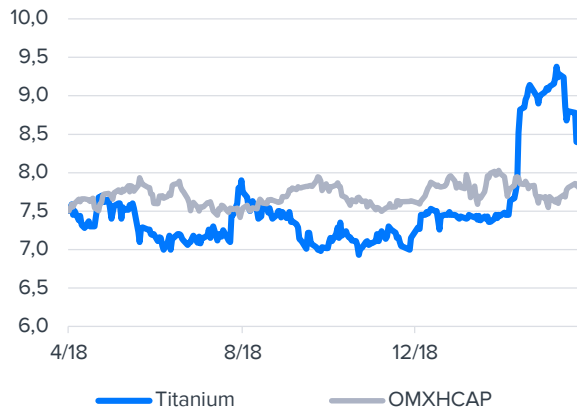
Potentiaali: +12 %

Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	16,7	18,3	20,7	22,0
kasvu-%	64 %	10 %	13 %	6 %
EBIT oik.	9,9	10,0	10,8	10,7
EBIT-% oik.	59,5 %	54,3 %	52,0 %	48,6 %
Nettotulos	6,1	5,3	7,2	7,2
EPS (oik.)	0,79	0,81	0,88	0,87
P/E (oik.)	9,0	10,1	9,3	9,4
P/B	3,0	3,7	3,7	3,9
Osinkotuotto-%	9,8 %	9,1 %	9,8 %	10,4 %
EV/EBIT (oik.)	6,1	7,1	6,5	6,5
EV/EBITDA	6,1	7,1	6,5	6,5
EV/Liikevaihto	3,7	3,9	3,4	3,2

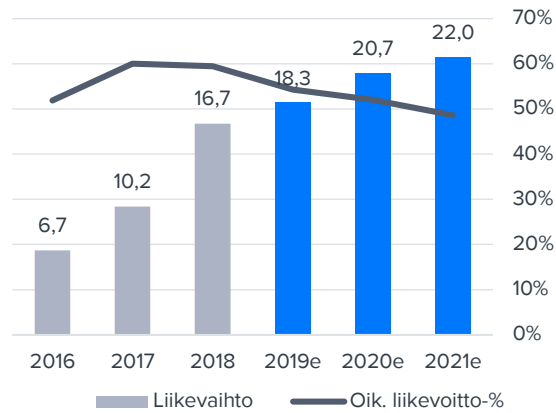
Lähde: Inderes

Kurssikehitys

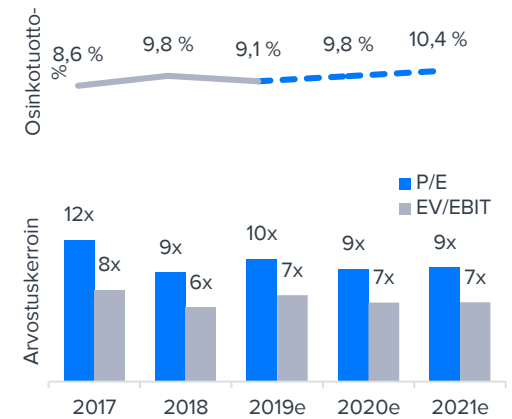


Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto



Arvostus ja osinkotuotto



Arvoajurit

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

Riskitekijät

- Riippuvuus hoivarahastosta
- Kertatuottojen merkittävä osuus
- Henkilöriskit
- Herkkyys korkojen nousulle

Arvostus

- Verrokkeja korkeampi riskiprofiili painaa hyväksyttävää arvostusta
- Kertoimet neutraalilla tasolla, osakkeen tuotto nojaa osinkoon sekä tuloskasvuun
- Mikäli yhtiö onnistuisi pienentämään riskiprofiiliaan, olisi osake selvästi aliarvostettu



Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-11
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	12
Sijoitusprofiili	13-14
Toimiala	15-20
Taloudellinen tilanne	21
Ennusteet	22-24
Arvonmääritys	25-28
Taulukot	29-32
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	33

Titanium lyhyesti

Titanium on kotimainen sijoituspalveluyhtiö jonka päätuotteena on Titanium Hoivakiinteistörahasto

2009

Perustamisvuosi

2017

Listautuminen First Northiin

16,7 MEUR (+65 % vs. 2017)

Liikevaihto 2018

10,0 MEUR (60 % lv:sta)

Käyttökate 2018

72

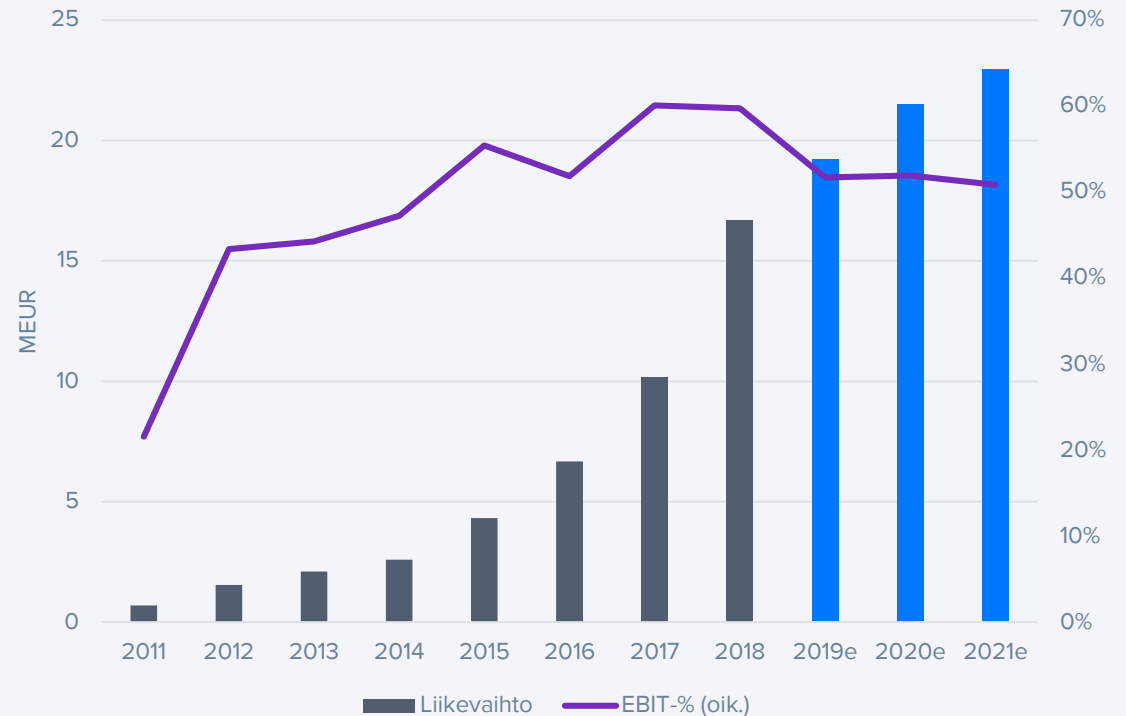
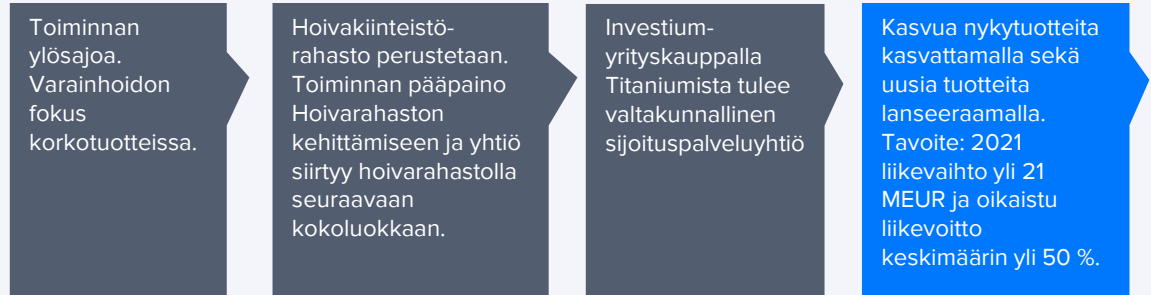
Henkilöstö 2018 lopussa

85 %

Hoivarahaston arvioitu osuus liikevaihdosta

~50 %

Henkilökunnan omistusosuus



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Yhtiökuvaus

Hoivarahastoon fokusoitunut omaisuudenhoitoyhtiö

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. Yhtiöllä on yli 11 tuhatta asiakasta joista suurin osa yksittäisiin tuotteisiin sijoittaneita sijoittajia.

Yhtiöllä on maanlaajuinen myyntiverkosto ja toimipisteitä 8 paikkakunnalla. Titanium työllisti 2018 lopussa 72 henkilöä joista 8 oli sidonnaisiamiehiä. Henkilöstöstä 65 % työskenteli myynnissä ja 35 % hallinnollisissa tehtävissä.

Titaniumin hallinnoitavat bruttovarat (GAV) olivat 2018 lopussa noin 1100 MEUR ja hallinnoitavat nettoverat (AUM) laskelmiemme mukaan noin 870 MEUR. Hallinnoitava varallisuus pitää sisällään jonkin verran päällekkäisyyksiä ja arviomme mukaan todellinen AUM on noin 700 MEUR.

Titaniumin henkilöstö ja lähipiiri omistaa yhtiöstä hieman alle 50 %.

Yhtiön historiallinen kehitys on ollut erinomaista

Titaniumin historia voidaan jakaa kolmeen kauteen. Vuodet 2009-2011 olivat toiminnan

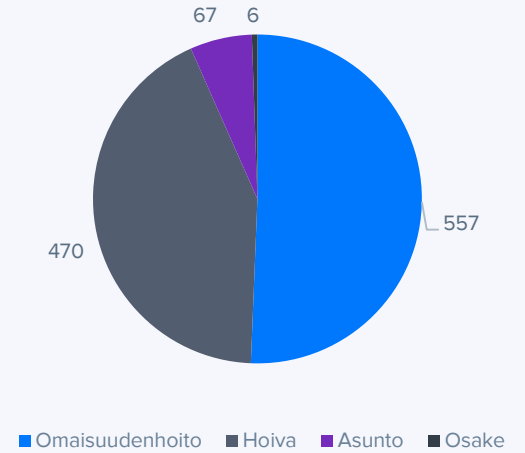
ylösajoa ja yhtiön ydinliiketoimintana oli täyden valtakirjan salkkujen omaisuudenhoito. Yhtiö toteutti tätä omaisuudenhoitoa etenkin suorien korkosijoitusten kautta.

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.

Taloudellisessa mielessä Titaniumin kehitys on ollut poikkeuksellisen hyvää. Yhtiön liikevaihto on kasvanut vuosien 2011-2018 aikana keskimäärin 55 % ja oikaisut liikevoittomarginaali on ollut erinomainen noin 50 %. Yhtiö on kasvattanut omistaja-arvoaan merkittävästi, josta kiitos kuuluu ennen kaikkea päätökselle perustaa hoivarahasto 2012.

GAV jakauma 2018 (1100 MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Liiketoimintamalli

Valtaosa palkkioista tulee rahastoista

Titaniumin liiketoimintamalli on varainhoitajalle tyypillisesti varsin yksinkertainen. Yhtiö hallinnoi asiakkaidensa puolesta heidän varojaan ja saa näistä pääomista sovitut palkkiot. Titaniumin liikevaihto koostuu rahastoista saatavista palkkioista sekä omaisuudenhoitopalkkioista (sisältää täyden valtakirjan sekä konsultatiivisen omaisuudenhoidon). Rahastoista saatavien palkkioiden osuus on ylivoimaisesti suurin osa yhtiön liikevaihdosta ja arviomme mukaan yli 85 % liikevaihdosta tulee rahastoista.

Rahastoista tulevat palkkiot voidaan jakaa kolmeen osaan: hallinnointipalkkiot, tuottosidonnaiset palkkiot sekä muut tuotot (merkintä ja lunastuspalkkiot sekä transaktiopalkkiot). Seuraavilla sivuilla olemme käsitelleet Titaniumin liikevaihdon jakautumista tuotekohtaisesti.

Hallinnointipalkkiot

Hallinnointipalkkioiden ennustettavuus on erittäin hyvä ja tuottotaso hyvin vakaa. Arviomme mukaan yhtiön hallinnointipalkkiot olivat vuonna 2018 noin 8,1 MEUR ja tästä Hoivakiinteistö-rahaston osuus oli noin 6,5 MEUR.

Tuottosidonnaiset palkkiot

Titanium saa tuottosidonnaisia palkkiota sen molemmista kiinteistörahastoista. Molemmissa kiinteistörahastoissa on rahastomanagerin

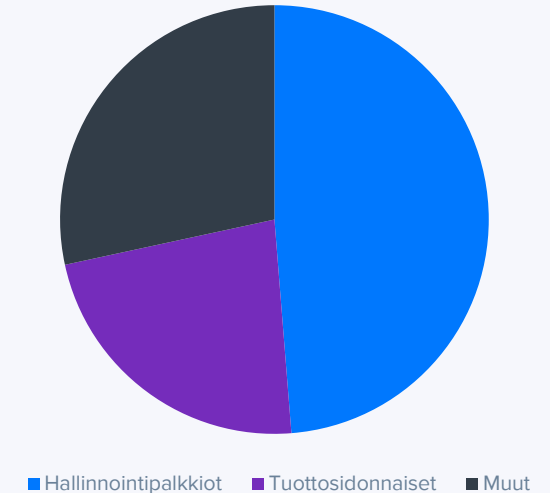
näkökulmasta hyvin houkutteleva tuottorakenne ja sen myötä tuottopalkkioiden osuus on viime vuosina ollut erittäin korkea. Vuonna 2018 konsernin tuottopalkkiot olivat arviomme mukaan 3,8 MEUR josta kaikki tulivat käytännössä Hoivarahastosta. Vaikka kiinteistörahastojen tuottosidonnaisten palkkioiden jatkuvuus on esimerkiksi perinteistä osakerahastoa parempi, liittyy tuottosidonnaisten palkkioiden jatkuvuuteen aina epävarmuutta ja pitkällä aikavälillä tuottosidonnaisten palkkioiden näkymä on vaisu johtuen markkinatilanteen muutoksista (uusi kilpailu ja laskeneet tuottovaatimukset).

Muut palkkiotuotot

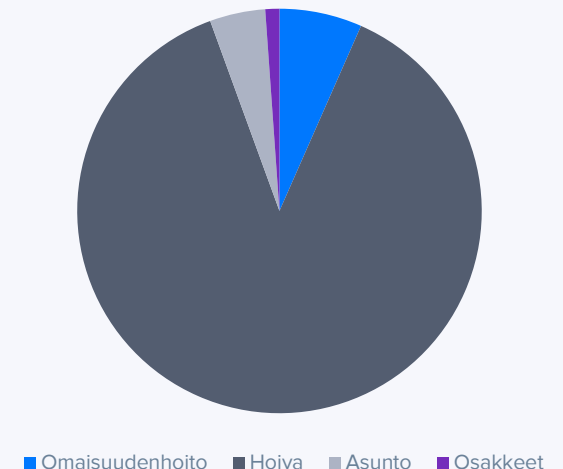
Titaniumin muut palkkiotuotot pitävät sisällään rahastojen merkintä- ja lunastuspalkkiot sekä kiinteistörahastoista saatavat transaktiopalkkiot. Näistä ylivoimaisesti merkittävimmät ovat kiinteistörahastoista saatavat transaktiopalkkiot. Yhtiö saa molemmista kiinteistörahastoista palkkion kohteita myytäessä tai ostettaessa. Palkkio on alalla harvinainen. Arviomme mukaan yhtiö sai 2018 muita palkkiota yhteensä 4,7 MEUR.

Kokonaisuutena Titaniumin palkkiotuotoista hallinnointipalkkioiden suhteellinen osuus on edelleen varsin matala. Tämä johtuu osin liiketoiminnan voimakkaasta kasvusta ja lähivuosina hallinnointipalkkioiden suhteellisen osuuden pitäisi kasvaa selvästi. Tämä on yhtiön arvon kannalta tärkeää, sillä vakaat ja ennustettavat hallinnointipalkkiot ovat selvästi kertaluontoiseksi tulkittavia transaktiopalkkioita tai tuottosidonnaisia palkkioita arvokkaampia.

Palkkiotuottojen jakauma 2018e



Palkkiotuottojen jakauma tuotteittain 2018e



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Tuotetarjonta

Hoivarahasto on poikkeuksellisen hyvä tuote

Titanium perusti Hoivakiinteistö-rahastonsa vuonna 2013. Rahaston aloittamisajankohta oli kaikilta osin erinomainen ja rahaston kehitys on ollut poikkeuksellisen vahvaa sen perustamisesta asti. Rahaston koko (AUM) oli 2018 lopussa 269 MEUR (GAV 470 MEUR). Hoivakiinteistön palkkiorakenne on poikkeuksellisen houkutteleva rahastonhoitajan kannalta (tarkemmat tiedot seuraavalla sivulla). Etenkin yhtiön 2 %:n transaktiopalkkio hankintahinnasta kohteiden oston ja myynnin yhteydessä on toimialalle hyvin poikkeuksellinen. Vaikka tällä palkkiolla katetaan 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.

Hoivarahaston portfolio on mielestämme varsin laadukas. Kiinteistökanta on varsin uutta, vuokrasopimusten keskipituus on poikkeuksellisen pitkä (14v) ja vuokrausaste 100 %. Nettovuokratuotto oli Q1'19 lopussa terveellä 6,16 %:n tasolla ja hieman yli yleisten markkinatasojen. Attendon osuus yhtiön vuokrasopimuksista oli 2018 lopussa 53 % ja tämä nostaa salkun

riskiprofilia hieman. Olemme käsitelleet hoivakiinteistömarkkinaa tarkemmin [oheisessa raportissa sivuilla 13-20](#).

Tavoitteena vahva kasvu

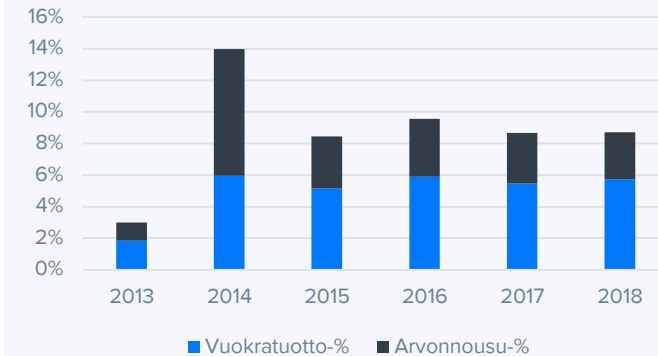
Yhtiön tavoitteena on kasvattaa Hoivakiinteistöä edelleen voimakkaasti ja yhtiö on itse julkisesti sanonut pyrkivänsä saavuttamaan 650 MEUR:n bruttovarat 2-3 vuoden tähtäimellä (tavoite annettu 11/2018). Normalisoidulla velkavivulla tämä 650 MEUR:n bruttovarallisuus tarkoittaisi noin 400 MEUR:n omaa pääomaa.

Vaikka Hoivarahaston tuottotaso onkin laskenut uusien kohteiden madaltuneiden tuottovaatimusten johdosta on rahaston näkymä edelleen hyvä. Markkinoilla on tällä hetkellä poikkeuksellisen kova kysyntä reaaliomaisuustuotteille ja lisäksi rahastojen vahva track-record on omiaan tukemaan myyntiä. Rahaston poikkeuksellisen korkea kulurakenne tulee todennäköisesti kohtaamaan eroosiota lähivuosina, mutta tuottojen pysyessä hyvällä tasolla, emme pidä rajua eroosiota todennäköisenä. Uskomme, että rahaston palkkiotaso voidaan säilyttää myös jatkossa korkeana johtuen yksityissijoittajien suuresta painosta rahaston sijoittajakunnassa.

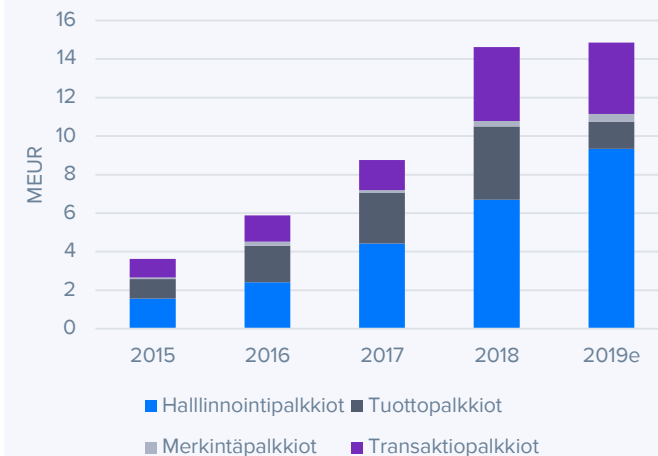
Muiden tuotteiden merkitys olematon

Titaniumilla on Hoivarahaston lisäksi kolme tuotetta Titanium brändin alla (Asunto-, Osake- ja Kasvuosinkorahasto) sekä yksi tuote Investiumin brändin alla (Investium kiinteistövarainhoito). Näiden tuotteiden merkitys Titaniumille on toistaiseksi hyvin pieni (2018e liikevaihto 1 MEUR) ja käsittelemme ne tiivistetysti seuraavalla sivulla.

Hoivakiinteistön tuotto sijoittajille



Hoivarahaston palkkioiden jakauma (Inderes ennuste)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

	Kuvaus	Palkkiot	Tuottokehitys	AUM Q4'18	Merkitys yhtiölle	Näkymät
Hoivarahasto	<ul style="list-style-type: none"> Rahasto sijoittaa kotimaisiin hoivakiinteistöihin Rahaston kiinteistöissä tarjotaan lakisääteisiä hoivapalveluja kuntien ja yksityisten palveluoperaattorien toimesta. 	<ul style="list-style-type: none"> Palkkiotaso erittäin houkutteleva Hallinnointipalkkio/AUM 2,95% 20 % tuottosidonnainen palkkio 7 % ylittävästä tuotosta 2 %:n transaktiopalkkio kiinteistökaupoista 1-3 % merkintä- ja lunastuspalkkiot 	<ul style="list-style-type: none"> Tuotto (2013-) erinomainen 9 % p.a. Tuottotavoite +8 %. 	269 MEUR	<ul style="list-style-type: none"> Yhtiön ylivoimaisesti tärkein tuote Osuus liikevaihdosta hallitseva 	<ul style="list-style-type: none"> Hoivamarkkinan näkymä on suotuisa Vahvistuneen myyntikoneiston johdosta rahastolla edellytykset jatkaa kovaa kasvua.
Asuntorahasto	<ul style="list-style-type: none"> Rahasto sijoittaa vuokrattaviin kotimaisiin asuntoihin ja asuinkiinteistöihin Sijoituskohteita ovat kerrostalot, pienkerrostalot sekä palveluasunnot Hankittavat kohteet pääosin uusia, uudehkoja tai modernisoituja 	<ul style="list-style-type: none"> Palkkiotaso on erinomainen Hallinnointipalkkio/AUM 2,25% 15 % tuottosidonnainen palkkio 4,5 % ylittävästä tuotosta 1 % transaktiopalkkio 1-3% merkintä- ja lunastuspalkkiot 	<ul style="list-style-type: none"> Tuotto (2016-) hyvä noin 8 % p.a. Tuottotavoite 5-6 %. 	38 MEUR	<ul style="list-style-type: none"> Rahaston merkitys pieni Uusmyynti jäänyt vaisuksi 	<ul style="list-style-type: none"> Asuntomarkkinan heikentynyt houkuttelevuus vaikeuttaa tuotteen kasvattamista
Osakerahasto	<ul style="list-style-type: none"> Rahasto sijoittaa kansainvälisille osakemarkkinoille Rahaston painopiste ajankohtaisilla toimialoilla ja aktiivisessa salkunhoidossa 	<ul style="list-style-type: none"> Palkkiotaso on hyvä Hallinnointipalkkio 1,95 % 1-2% merkintä- ja lunastuspalkkiot 	<ul style="list-style-type: none"> Rahaston tuotto (2016-) heikko ja jäänyt selvästi indeksistä 	~5 MEUR	<ul style="list-style-type: none"> Rahasto pieni Merkitys yhtiölle olematon 	<ul style="list-style-type: none"> Heikon track-recordin johdosta tuotteen kasvattaminen hankalaa
Kasvuosinko-rahasto	<ul style="list-style-type: none"> Rahasto sijoittaa laadukkaiden, kansainvälisten, kasvavaa osinkoa maksavien yhtiöiden osakkeisiin Osakevalinnan perusteena yhtiöiden pitkän aikavälin näytöt menestyksekkäästä liiketoiminnan kasvattamisesta maltillisella riskillä yli taloussyklin 	<ul style="list-style-type: none"> Palkkiotaso on hyvä Hallinnointipalkkio 1,95% 1-2 % merkintä- ja lunastuspalkkiot 	<ul style="list-style-type: none"> Perustettu 2019 	Perustettu 2019 alussa	<ul style="list-style-type: none"> Perustettu 2019 alussa 	<ul style="list-style-type: none"> Tuote on differoitu kilpailijoista kohtuullisen hyvin ja sillä edellytykset kasvaa selvästi osakerahastoa suuremmaksi.
Investium kiinteistö-varainhoito	<ul style="list-style-type: none"> Rahaston pyrkii löytämään Suomesta ja maailmalta parhaat kiinteistösijoituskohteet mahdollisimman kustannustehokkaasti Rahasto ei ota pörssiriskiä, vaan sijoittaa konkreettisia kiinteistöjä omistaviin rahastoihin 	<ul style="list-style-type: none"> Palkkiotaso erinomainen Hallinnointipalkkio 2,9% (sis. Kohderahastojen palkkiot) 15 % tuottosidonnainen palkkio 5 % ylittävästä tuotosta 1-2 % merkintä- ja lunastuspalkkiot 	<ul style="list-style-type: none"> Rahasto tuottanut (1/18-) hyvin +7 % p.a. 	~ 10 MEUR	<ul style="list-style-type: none"> Merkitys vielä pieni 	<ul style="list-style-type: none"> Rahastolla selkeää potentiaalia kasvaa merkittävästi nykyistä suuremmaksi.
Omaisuu-denhoito	<ul style="list-style-type: none"> Titanium tarjoaa omaisuudenhoitopalveluita, joiden keskeisin tavoite on tuottaa ennustettavaa ja tasaista tuottoa asiakkaille. Tätä tavoitellaan painottamalla sijoitussalkkujen hoitamisessa kiinteistörahastoja ja markkinatilanteen mukaan korkoa tuottavia kohteita sekä käyttämällä kustannustehokkaita sijoitustuotteita, kuten ETF-rahastoja. 	<ul style="list-style-type: none"> Arviomme mukaan yhtiön palkkiotaso on toimialan keskiarvoa parempi Hinta vaihtelee mm. allokaation, kaupankäynnin määrän sekä AUM mukaan 	<ul style="list-style-type: none"> Yhtiö ei avaa omaisuudenhoidon track-recordia 	~ 550 MEUR bruttovarat	<ul style="list-style-type: none"> Varallisuuden mix suhteellisen heikko, tuottotaso/AUM varsin matala. 	<ul style="list-style-type: none"> Yhtiön fokus on etenkin tuotemyynnissä, omaisuudenhoito pitkälti täydentävä palvelu.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Kulurakenne

Kannattavuus erinomaisella tasolla

Titaniumin kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin yksinkertainen ja kiinteä. Investium hankinta toteutettiin vasta syksyllä 2018 ja näin ollen vuoden 2018 luvut eivät heijastele Titaniumin normaalia kulurakennetta. Käytämme tämän johdosta vuoden 2019 ennusteitamme yhtiön kulurakennetta havainnollistaessa. Suurin yksittäinen kuluerä on henkilökulut Arviomme mukaan henkilöstökulut ovat 2019 noin 4,8 MEUR tai noin 30 % liikevaihdosta. Keskimääräinen henkilöstökulu 58 TEUR/henkilö on matala suhteessa verrokkeihin. Sitä painaa osin asiamiesten (8kpl) palkkioiden näkyminen palkkiokuluissa, mutta tästäkin oikaistuna (noin 65 TEUR) olisi taso suhteellisen alhainen.

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 palkkiokulut, jotka koostuvat jakelijoille sekä asiamiehille maksettavista palkkioista, back-officen ulkoistamisesta ja kiinteistörahastojen tietyistä kuluista (mm. arvonmääritys). Palkkiokulut tulevat arviomme mukaan olemaan 1,7 MEUR 2019 (11 %/lv) ja tästä kumppanien sekä asiamiesten osuus on yli puolet.

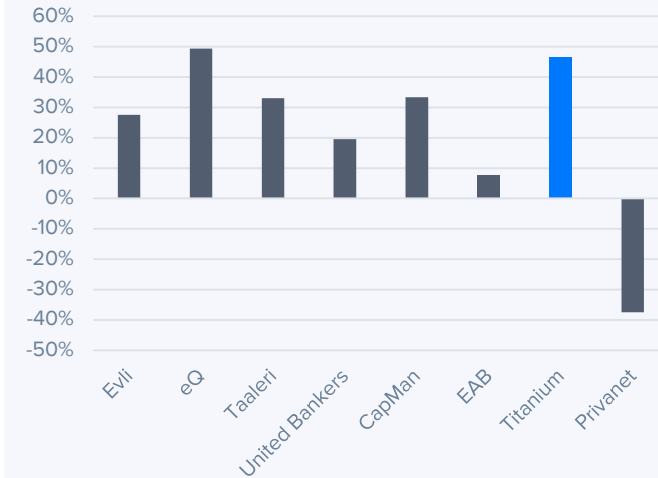
Muut kulut ovat 2019 arviomme mukaan 1,9 MEUR (12 %/lv) ja ne sisältävät mm. markkinoinnin sekä toimitila- ja IT-kulut.

Viimeinen merkittävä kuluerä yhtiölle on poistot. Yhtiö poistaa FAS-kirjanpitosäädösten mukaisesti liikearvoa 5v tasapoistoilla ja 2019 poistotaso tulee olemaan noin 2,8 MEUR. Näillä liikearvopoistoilla ei ole kassavirtavaikutusta ja näin ollen ne on syytä oikaista yhtiön tuloksesta. Muita poistoja yhtiöllä ei juuri ole (2019e: 0,02 MEUR).

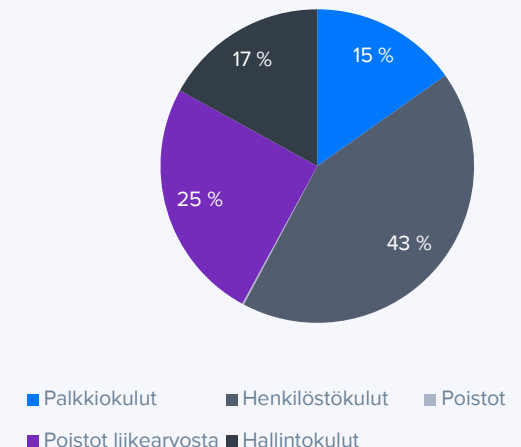
Titaniumin kannattavuus on viime vuosina ollut erinomaisella tasolla ja 2016-2018 keskimääräinen käyttökatte on ollut 57 %. Taso on toimialan ehdotonta parhaimmistoa ja se heijastelee yhtiön erinomaista kulutehokkuutta ja Hoivarahaston poikkeuksellisen hyvää tuotekohtaista kannattavuutta.

Nykyisellä liiketoimintarakenteella emme näe kannattavuudessa enää oleellista parantumisen varaa, sillä skaalautuvien kuluerien (lähinnä muut kulut) tuoma hyvä hautautuu pitkälti asteittaisen palkkainflaation alle. Näkemyksemme mukaan yhtiön palkkioinflaatio tulee lähivuosina olemaan sen verrokkeja kovempaa, kun yhtiö joutuu palkkaamaan lisää korkean palkkatason asiantuntijoita ja yhtiön yleinen palkkataso kohtaa nousupaineita. Jatkossa tuloskasvu tuleekin yhä selvemmin liikevaihdon kasvun kautta.

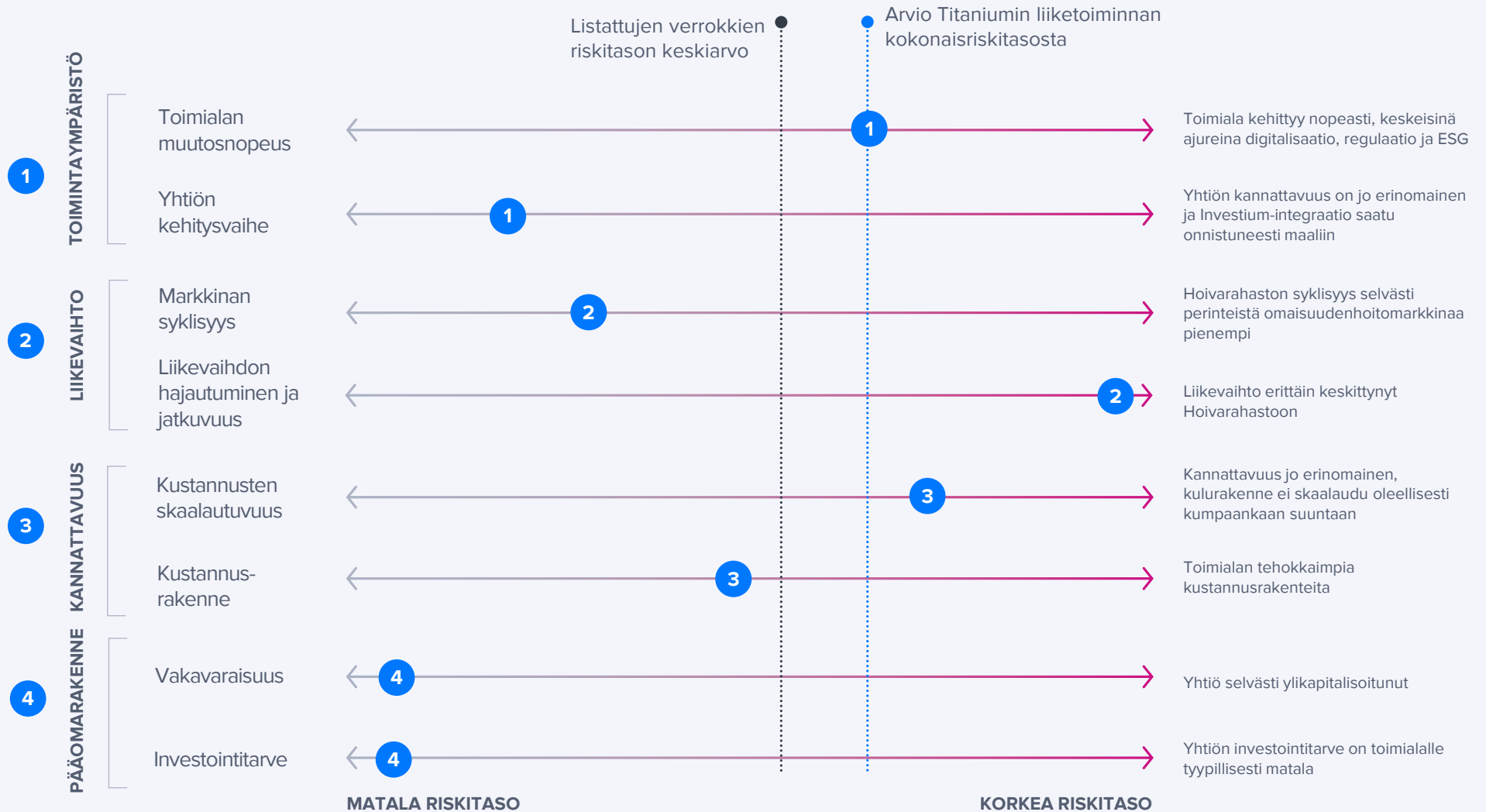
Verrokkien liikevoitto-% 2018



Kulujen jakautuminen 2019e



Liiketoimintamallin riskiprofiili



Strategia ja taloudelliset tavoitteet

2013
-
2016

2017-2018

2019-

Hoivarahaston ylösajo

- Fokus Hoivarahastossa, joka on poikkeuksellisen hyvä tuote
- Kumppanien (SPL ja Investium) osuus myynnistä on merkittävä
- Tehokkuus nousee poikkeukselliselle tasolle ja yhtiö on toimialan kannattavimpia yhtiöitä

Seuraavaan kokoluokkaan

- Yhtiö tuo uusia tuotteita Hoivarahaston rinnalle, mutta näiden kehitys jää vaisuksi
- Hoivarahasto jatkaa erinomaista kehitystään
- Listautuminen First Northiin (H2'17)
- Investium-yrityskaupalla Titaniumista tulee valtakunnallinen sijoituspalvelutalo
- Yhtiön liiketoiminta jatkaa poikkeuksellisen hyvää kehitystään

Myyntiverkoston hyödyntäminen ja palvelutarjonnan laajentaminen

- Raskaan Investium-integraation loppuun saattaminen
- Tuotetarjonnan laajentaminen ja Investiumin myyntikoneen täysimääräinen hyödyntäminen
- Tuotetarjontaa täydentävät yritysostot
- Hoivarahaston kasvun jatkaminen
- Korkean kannattavuuden ylläpito

Taloudelliset tavoitteet (annettu 1.1.2018)

Yli 20 MEUR:n liikevaihto vuodelle 2021

- Tavoite konservatiivinen ja sen saavuttaminen ei vaadi uusia tuotteita
- Ennustamme tavoitteen täyttyvän jo 2020, kunhan Hoivarahaston kehitys jatkuu vahvana
- Näkemyksemme mukaan yhtiöllä edellytykset ylittää tavoitteeseen vaikka yleinen markkinatilanne heikkenisi nykyisestä

Keskimäärin +50 %:n oikaistu liikevoittomarginaali keskipitkällä aikavälillä

- Tavoite on realistinen ja odotamme oikaistun kannattavuuden olevan lähivuodet noin 50 %:n tasolla
- Investiumin myötä yhtiön kannattavuuspotentiaali aiempaa alempi
- Yhtiö tarvitsee uusia tuotteita, jotta se voi hyödyntää Investiumin myyntikoneen täysimääräisesti
- Yhtiön kannattavuustaso on toimialan ehdotonta parhaimmista

Tavoitteena kasvava osinko ja vähintään 70 %:n osingonjakosuhte

- Titanium haluaa profiloitua osinkoyhtiöksi
- Liiketoiminta ei vaadi oleellista pääomaa ja ilman yrityskauppoja koko tulos voidaan jakaa ulos osinkoina
- Uskomme lähivuosien osingonjakosuhteen olevan lähempänä 100 % kuin 70 %

Sijoitusprofiili 1/2

Sijoitusprofiili

Korkeamman riskitason kasvava osinkoyhtiö

Titanium profiloituu sijoittajille mielestämme kasvavana osinkoyhtiönä, jonka riskiprofiili on verrokkeja korkeampi. Titanium on ollut kasvuyhtiö läpi historiansa ja sillä on tavoitteena säilyä kasvuyhtiönä myös jatkossa. Yhtiön liiketoiminta ei sido muiden sijoituspalveluyhtiöiden tapaan juurikaan pääomaa ja yhtiön tase on erittäin vahva. Tämän seurauksena Titaniumilla on hyvät edellytykset jatkaa aggressiivista voitonjakopolitiikkaansa myös tulevaisuudessa liiketoiminnan kasvusta huolimatta. Kokonaisuutena yhtiön sijoitusprofiilissa ei ole tapahtunut oleellisia muutoksia listautumisen jälkeen. Vaikka yhtiö onkin saanut pienennettyä riippuvuuttaan jakelukumppaneista ja jonkin verran avainhenkilöistään, on riippuvuus Hoivarahastosta kasvanut entisestään ja tämä säilyttää yhtiön riskiprofiilin verrokkeja korkeampana.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Titaniumin keskeiset positiiviset ajurit lähivuosille ovat:

Vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kasvava kysyntä. Vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kysyntä on ollut viimevuodet kovassa nousussa ja uskomme tämän trendin jatkuvan. Tämä tulee heijastumaan etenkin Hoivarahaston vahvana uusmyyntinä.

Uudet tuotteet. Titaniumin strategiana on kasvattaa nykyistä tuotetarjontaansa ja uskomme yhtiön tuovan uusia tuotteita markkinoille

seuraavan 12kk aikana. Uudet tuotteet ovat keskeisessä roolissa yhtiön pidemmän aikavälin kasvun sekä riskiprofiilin laskun kannalta.

Kasvanut myyntivoima ja myynnin tehokkuuden parantuminen. Titaniumilla on Investiumin jälkeen laaja myyntiverkosto ja näemme sen tehokkuudessa selkeää parantamisen varaa. Myynnin tehokkuuden parantumisen tulisi myös heijastua yhtiön kannattavuuteen.

Yritysjärjestelyt. Arviomme mukaan Titaniumilla on kiinnostusta vauhdittaa kasvuaan myös epäorgaanisesti. Yhtiön vahva tase sekä järkevästi hinnoiteltu osake tarjoavat hyvät lähtökohdat yrityskauppoihin. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on hyvät edellytykset luoda omistaja-arvoa yrityskauppojen avulla, sillä sen laaja myyntivoima mahdollistaa uusien tuotteiden skaalautuvuuden ja uudet tuotteet/palvelut pienentävät yhtiön riskiprofiilia.

Riskiprofiili

Näkemyksemme mukaan Titaniumin keskeiset riskitekijät sijoittajan kannalta ovat:

Omien tuotteiden suppea tarjonta. Yhtiön oma tuotetarjonta on varsin suppea ja keskittyy pitkälti Hoivarahastoon. Tämä nostaa yhtiön riskitasoa merkittävästi ja yhtiön tulisi pyrkiä pienentämään riippuvuuttaan yksittäisesti tuotteesta tuotetarjonnan laajentamisen kautta.

Hoivarahaston palkkioiden eroosio. Titaniumin tuotoista ja arvosta valtaosa nojaa Hoivakiinteistö-rahastoon ja rahaston palkkiorakenne on poikkeuksellisen houkutteleva. Rahaston tuottojen laskiessa sekä kilpailun lisääntyessä tulee paine yhtiön palkkiotasoja kohtaan kasvamaan ja

pidämme pitkällä aikavälillä todennäköisenä, että Hoivarahaston poikkeuksellisen palkkiorakenne tulee kohtamaan painetta.

Herkkyys korkojen nousulle. Titaniumin hallinnoitavasta varallisuudesta valtaosa on sijoitettu kiinteistömarkkinalle. Korkomarkkinoiden tilanteen johdosta kiinteistömarkkinan tilanne on monin paikoin ylikuumentunut ja tämän myötä varsin herkkä korkojen nousulle. Korkojen nousu olisikin mielestämme negatiivista Titaniumille sillä se nostaisi tuottovaatimuksia ja laskisi kiinteistöjen hintoja. Vaikka emme pidä merkittävää korkojen nousua todennäköisenä lähivuosina, on tämä riski syytä tiedostaa.

Markkinatilanteen kestävyys. Nykyinen nousumarkkina on kestänyt jo yli 10 vuotta ja on varsin todennäköistä, että osakemarkkinoiden tuotot jäävät lähivuosina merkittävästi viime vuosien erinomaisista tasoista. Vaikka Titanium ei olekaan erityisen herkkä markkinan heilunnalle, olisi markkinan yleisellä laskulla negatiivinen vaikutus myös Titaniumille.

Riippuvuus avainhenkilöistä. Vaikka Titaniumin henkilömäärä kasvoikin merkittävästi Investiumin myötä, on yhtiö edelleen varsin riippuvainen keskeisistä avainhenkilöistään. Yhtiön perustajat ovat edelleen merkittävässä roolissa operatiivisessa toiminnassa ja käsityksemme mukaan myös Investiumin puolella avainmyyjien osuus kokonaisuudesta on merkittävä. Yhtiön tulisikin arviomme mukaan aktiivisesti pyrkiä pienentämään avainhenkilöriskejä vastuiden hajauttamisen sekä sitouttamisen kautta.

Sijoitusprofiili 2/2

1.

Kasvuyhtiö

2.

Erinomainen kannattavuus

3.

Vahva osinkovirta

4.

Verrokkeja korkeampi riskitaso

5.

Erinomainen track-record

Potentiaali



- Hoivarahaston jatkuva kasvu
- Uudet tuotteet
- Tarjonnan laajentaminen yrityskaupoilla
- Omaisuudenhoidon kasvu

Riskit



- Hoivarahaston hallitseva osuus liikevaihdosta
- Hoivarahaston palkkiotason kestävyys
- Avainhenkilöriippuvuus
- Korkeiden korkojen nousu

Varainhoitomarkkina

Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

Varainhoitomarkkinat ovat Suomessa verrattain nuoret ja esimerkiksi ensimmäiset sijoitusrahastot perustettiin vasta 1980-luvun lopulla. Viimeisen kolmen vuosikymmenen aikana varainhoitoliiketoiminta on kasvanut ripeästi kansantalouden kasvun ja kansalaisten vaurastumisen myötä. Historiallisesti suomalaisten kotitalouksien varallisuudesta valtaosa on ollut sidottuna asuntoihin ja asunto on edelleen kotitalouksilla ylivoimaisesti suurin varallisuuden muoto, vaikka muut sijoitusmuodot ovatkin yleistyneet. Pääomamarkkinoiden nuori ikä heijastuu Suomessa myös siten, että kotitalouksien asuntojen ulkopuolisesta sijoitusvarallisuudesta huomattava osa on edelleen pankkien käyttöileillä tehottomassa käytössä. Kotimainen omaisuudenhoitomarkkina kärsi merkittävästi vuoden 2008 finanssikriisistä ja sen jälkeisestä Suomen talouden heikosta kehityksestä. Markkinan koko ylitti vuoden 2008 tason vasta vuonna 2014.

Omaisuudenhoitomarkkinan kasvu on finanssikriisin jälkeen perustunut etenkin omaisuusarvojen nousuun vaisun talouskehityksen myötä. Viime vuosina omaisuudenhoitomarkkina on kuitenkin saanut tukea myös Suomen talouden elpymisestä sekä kasvaneesta kiinnostuksesta sijoittamista kohtaan. Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli vuoden 2018 kesällä arviomme mukaan noin 220 miljardia euroa. Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut noin 5 % vuodessa.

Kasvua on selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen varainhoidon piiriin. Tästä 220 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

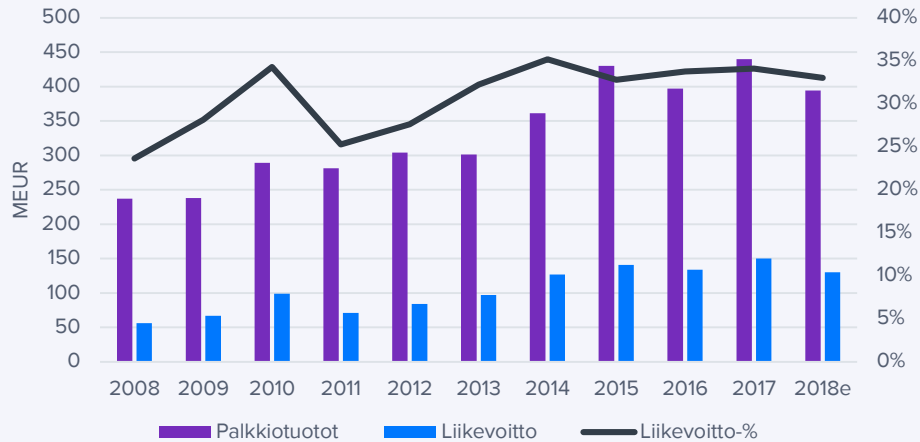
vuosikymmenten aikana, eikä näin ollen vaikuta alan lyhyen aikavälin näkymiin. Pitkällä aikavälillä uskomme, että varainhoitomarkkinalla on Suomessa hyvät edellytykset jatkaa noin 5 %:n vuosikasvua ja näin ollen kyseessä on edelleen selkeä kasvuala.

Toimialalla takanaan vahvat vuodet

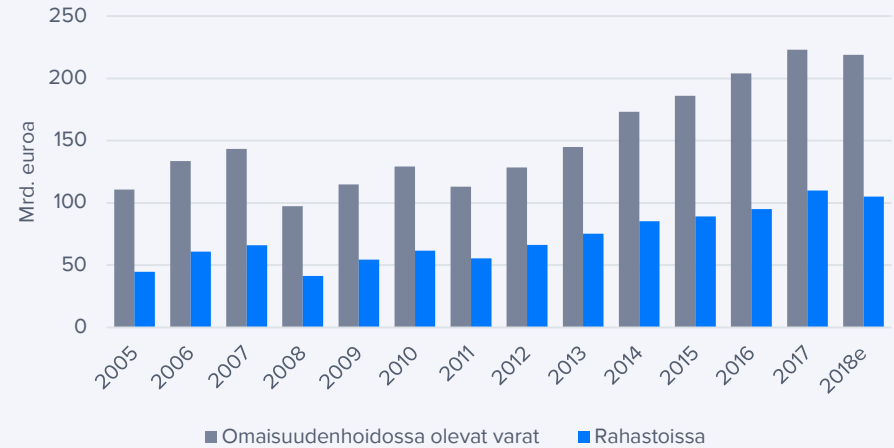
Vaikka itse Suomen talous on kehittynyt vaisusti, ovat sijoituspalveluyritykset päässeet nauttimaan erittäin hyvistä tuotoista viimeisten vuosien aikana. Keskuspankkien elvytys ja tästä johtuvat historiallisen matalat korot ovat olleet omiaan ajamaan pääomia korkeamman kustannustason tuotteisiin (mm. osakerahastot) ja toisaalta avanneet ovia vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kehitykselle. Lisäksi osakemarkkinoiden historiallisen vahva nousuputki on kasvattanut hallinnoitavan varallisuuden määrää ja kasvattanut tuottosidonnaisia palkkioita. Yritys- ja kiinteistöjärjestelyiden määrä on myös kasvanut selvästi johtuen likviditeetin hyvästä saatavuudesta ja matalasta korkotasosta. Alan toimijat ovatkin tällä hetkellä keskimäärin erittäin hyvin kannattavia. Toimialan lyhyen aikavälin näkymiä varjostaa talousdatan H2'18:n aikana nähty selkeä heikentyminen ja tätä seurannut pääomamarkkinoiden epävarmuuden kasvu.

Varainhoitomarkkina

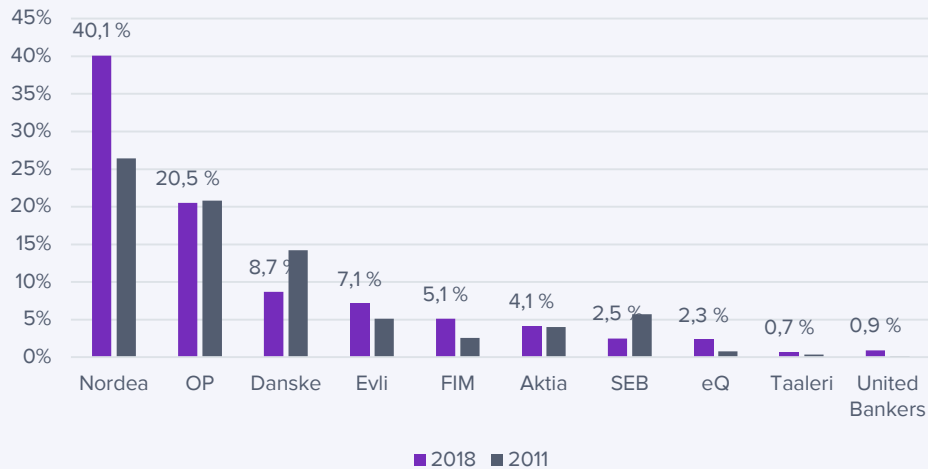
Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



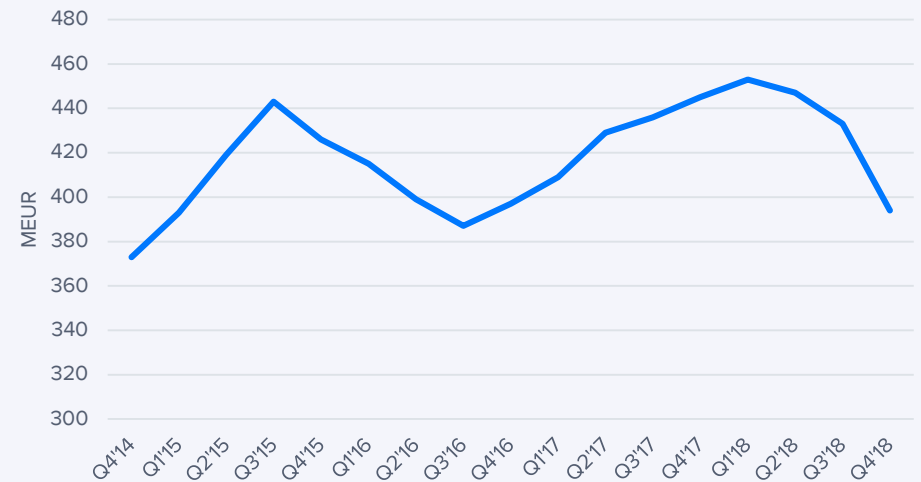
Suomen omaisuudenhoitomarkkinan kehitys



Kotimaisten rahastoyhtiöiden markkinaosuudet



Sijoituspalveluyhtiöiden palkkiotuotot (rullaava 12kk)



Toimialan ajurit ja trendit



Digitalisaatio

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



Regulaation lisääntyminen

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



Pysyvästi madaltunut korkotaso

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



Vastuullisuus (ESG)

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

Sijoittajien muuttuvat tarpeet

Uudet omaisuusluokat täyttävät korkomarkkinan jättämää aukkoa

Reaaliomaisuustuotteiden määrä tulee kasvamaan merkittävästi

Tuotteiden pitää olla aiempaa läpinäkyvämpiä (ESG)

Sijoittajat vaativat yhä yksilöllisempää varainhoitoa

Riski määritellään uudelleen

Regulaatio, digitalisaatio ja ESG nostavat 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

Titaniumin positioituminen toimialan trendeihin

Skaala: ✓ — ✓✓✓

Trendi	Titaniumin asema	Kommentti
Regulaatio	✓✓	Investiumilla oli ennen Titaniumiin liittymistä haasteita uuden regulaation kanssa, mutta integraatioprosessin myötä nämä haasteet ovat poistuneet. Asiamiesmallin tulevaisuus pitkällä aikavälillä luo lievää epävarmuutta (Titaniumilla 8kpl asiamiehiä).
Vaatimustason nousu	✓✓	Hoivarahaston menestys on ollut viime vuosina erittäin hyvä ja rahaston lähivuosien tuottonäkymä on vahva. 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 ja samalla järjestelmä mahdollistaa liiketoiminnan skaalautuvuuden. Yhtiö 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.
Hintatason jatkuva paine	✓✓	Yhtiön hintataso on korkea, mutta tuotteiden vahvat tuotot ovat mahdollistaneet 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.

Toimialalla odotettavissa konsolidaatiota

Toimiala konsolidoituu

Suomessa toimi 2018 lopussa hieman yli 60 Finanssivalvonnan toimiluvan saanutta sijoituspalveluyritystä sekä noin 30 rahastoyhtiötä. Arviomme mukaan valtaosa näistä yrityksistä teki voitollisen tuloksen vuonna 2018 ja kokonaisuutena alan keskimääräinen kannattavuus on arviomme mukaan tällä hetkellä vahvalla tasolla.

Hyvän kannattavuuden taustalla ovat varallisuusarvojen positiivinen kehitys ja suotuisa markkinatilanne. Rajusti lisääntynyt regulaatio on viime vuosina vauhdittanut alan konsolidaatiota. Toimijat ovat pyrkineet tehostamaan toimintaansa sekä saavuttamaan suurempia mittakaavaetuja. Varainhoitoliiketoiminnassa liiketoimintojen synergiat ovat ilmeisiä ja hallinnoitavan varallisuuden määrän rajukaan kasvu ei kasvata henkilöstöä merkittävästi. Finanssialalla onkin nähty merkittävästi konsolidaatiota ja konsolidaatio on kiihtynyt entisestään kasvaneen regulaation myötä. Esimerkkejä konsolidaatiosta ovat mm. S-Pankin FIM-hankinta, United Bankersin SPL-hankinta, eQ:n Icecapital-osto, Eliten Alfred Bergin hankinta, Taalerin Garantia-kauppa ja CapManin Norvestia-hankinta.

Suomen sijoituspalvelukentällä toimivat pelurit voidaan jakaa kolmeen ryhmään:

Pankit: Pankkien toiminnoille keskeisiä nimittäjiä ovat laaja kivijalkaan pohjautuva jakeluverkosto ja operoiminen kaikilla sijoituspalvelutoiminnan kentillä.

Keskisuuret sijoituspalveluyhtiöt: Valtaosalla tämän ryhmän yhtiöistä on omaisuudenhoidon lisäksi myös muuta liiketoimintaa (esim. pankki,

välitys tai investointipankki). Tähän ryhmään kuuluvat mm. eQ, Evli, Taaleri, CapMan, Seligson, Elite Alfred Berg, Titanium, ICECAPITAL ja United Bankers.

Pienet sijoituspalveluyhtiöt pääsääntöisesti keskittyvät omaisuuden- tai rahastonhoitoon. Tähän ryhmään kuuluvat mm. Fondita, Fourton, Dasos, Finlandia ja PYN.

Pankkien osalta oma pudotuspeli tullaan käymään konttoriverkoston karsimisen ja digitalisoitumisen kautta. Heikoimmassa asemassa ovat arviomme mukaan paikallispankit, joiden jakeluverkostoon liittyvät kiinteät kulut ovat korkeat ja niillä on suurimpia haasteita kasvavien regulaatiopaineiden kanssa. Nämä pankit tulevat lähes väistämättä ajautumaan jollain aikavälillä osaksi suurempia kokonaisuuksia kilpailukyvyyn säilyttämiseksi. Pankit ovat viime vuosina kasvattaneet voimakkaasti perinteisen pankkiliiketoiminnan ulkopuolisia tulovirtoja ja etenkin varainhoito on ollut strategiassa lähes kaikilla keskeisessä roolissa.

Sijoittajien kannalta kiinnostavin konsolidaatiopeli tullaan käymään ennen kaikkea keskisuurten ja pienten pelureiden osalta. Keskisuurista pelureista käytännössä kaikki ovat ilmaisseet kiinnostuksensa yritysjärjestelyihin ja valtaosa on toteuttaneet järjestelyjä. Arviomme mukaan myös pienissä toimijoissa iso joukko etsii aktiivisesti mahdollisuuksia konsolidaatiolle toimialan trendien asettaessa paineita tuloskehitykselle.

Ostajan näkökulmasta yritysoston taustalla on käytännössä kolme mahdollista ajuria: 1) ostaja haluaa kasvattaa hallinnoitavia pääomiaan ja saada synergiaa kulupuolelta tai 2) ostaja haluaa laajentaa tuote- ja palveluvalikoimaansa tai 3) ostaja haluaa

laajentaa jakeluverkostoaan uusiin kohderyhmiin/maantieteellisille alueille. Uskomme, että konsolidaatioissa etenkin pienet ja fokuoituneet toimijat tulevat olemaan yritysjärjestelyjen kohteina, sillä niihin kasvava byrokratia ja sääntely iskevät kovimmin ja niiden integrointi osaksi suurempaa kokonaisuutta on melko kivutonta. Etenkin erikoistuneet rahastoyhtiöt (esim. Dasos ja ICECAPITAL) ovat mielestämme kiinnostavia ostokohteita johtuen vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kasvavasta kiinnostuksesta.

Suurimpana jarruna yritysjärjestelyille pidämme arvostustasoja ja kulttuurieroja. Tuloksellisesti hyvien vuosien sekä kohonneiden verrokkiarvostusten myötä hintapyynnöt ovat kohonneet korkeiksi (2018 aikana arvostustasot hieman laskeneet markkinan epävarmuuden kasvun johdosta). Valtaosalla sijoituspalveluyhtiöitä on vahva oma kulttuuri, joka etenkin pienempien yhtiöiden tapauksessa kulminoituu yhtiön pääomistajaan ja/tai avainhenkilöihin. Kulttuurien yhteensovittaminen on usein hyvin hankalaa ja näin ollen avainhenkilöiden pysyvyyteen liittyy aina järjestelyissä selkeitä riskejä.

Uskomme kuitenkin, että keskipitkällä aikavälillä konsolidaatio tulee lisääntymään merkittävästi ja sijoituspalveluyritysten määrä tulee lähivuosien aikana laskemaan selvästi nykyisestä. Alan kohonneista arvostustasoista ja hyvästä tuloskehityksestä johtuen pidämme kuitenkin mahdollisena, että seuraavaa suurempaa konsolidaatioaaltoa joudutaan odottamaan seuraavaan matalasuhdanteeseen asti.

Yhteenvedo listatuista verrokkiyhtiöistä

	eQ	Taaleri	Titanium	Evli	EAB Group	CapMan	United Bankers	Privanet
MCAP (MEUR)	350	210	80	190	40	260	75	15
Osakkeen kokonaistuotto	2011 alkaen osakkeen kokonaistuotto noin 1000%. IRR 35%.	2013 IPO:n jälkeen kokonaistuotto yli 300%. Anneista oikaistuna IRR +20%.	2017 listautumisen jälkeen kokonaistuotto 50%. IRR +30%.	2015 IPO:n jälkeen kokonaistuotto +35%. IRR 10%.	2015 listautumisen jälkeen kokonaistuotto noin -35 %, IRR noin -10 %.	2013 alkaen kokonaistuotto noin 140%. IRR ~20%.	2014 listautumisen jälkeen tuotto ~40%. IRR alle 10%.	2016 listautumisen jälkeen kokonaistuotto noin -80 %, IRR noin -30 %.
Toteutunut kannattavuus	EBIT +50%. Kannattavuus erinomaisella tasolla jo ilman tuottopalkkioita	EBIT +30%. Kannattavuus vahva, mutta tuottopalkkioiden/ myyntivoittojen merkitys suuri	EBIT-% (oik.) +50%. Kannattavuus erinomainen, tuotto & transaktiopalkkioilla merkittävä rooli	EBIT noin 30%. Kannattavuus erittäin hyvä ja perustuu käytännössä täysin jatkuviin tuottoihin.	EBIT-% 2018 vaisu 9 %. Track-record on kannattavuuden osalta heikko	Hallinnointiliiketoiminnan kannattavuus parantunut, mutta vaatimaton (EBIT +10%)	EBIT (oik.) 20%. Kannattavuus kohtalainen, mix parantunut selvästi.	2018 tulos painui rumasti tappiolle myös käyttökate tasolla.
Track-record	2014-2018 EPS CAGR-% +20%. Yhtiön orgaanisen kasvun track-record poikkeuksellisen vahva viime vuosilta. Omistaja-arvo kasvanut ripeästi.	2014-2018 EPS +4,0. Yhtiö luonut merkittävästi omistaja-arvoa yritysjärjestelyillä. Operatiivinen tuloskehitys ollut vaihtelevampaa johtuen kuluhaasteista.	14-18 EBIT (oik. CAGR-%) 45 %. Track-record erittäin vahva johtuen Hoivarahaston poikkeuksellisen houkuttelevasta palkkiorakenteesta.	2015-2018 EPS CAGR 12%. 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 nousut uudelle tasolle 2013 jälkeen ja yhtiön track-record uuden CEO:n alaisuudessa on vahva.	Tuloskehitys jäänyt viime vuosina odotuksista ja strategia edistynyt odotettua hitaammin.	Yhtiö on ajautunut kriisitilaan surkeiden (omien) sijoitusten ja selkeiden virheiden takia. Tämä näkyy myös hinnoittelussa.
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. Tuotteiden laatu ei vastaa korkeaa hintatasoa.	Vahvuutena positio PE-kentässä. Heikkoutena hallinnointiliiketoiminnan vaisu kannattavuus sekä riippuvuus oman taseen tuotoista.	Vahvuuksina reaaliomaisuusstrategia ja laaja myyntivoima. Heikkoutena myynnin tehokkuus ja tuotteiden vaihteleva laatu.	Around- ja Realinvest-joukkorahoitusaloissa on potentiaalia ja yhtiöllä on myyntivoimaa, mutta maine on heikko ja yhtiö on tehnyt karkeita virheitä omassa sijoituksissa.
Strateginen suunta	Jatkaa voimakasta kasvua kiinteistö ja PE-rahastoissa sekä ylläpitää poikkeuksellista kulutehokkuutta. Yritysostot mahdollisia, mutta lyhyellä aikavälillä epätodennäköisiä.	Jatkaa liiketoiminnan voimakasta orgaanista ja epäorgaanista kasvua. Varainhoidossa fokus pääomarahastoissa. Opportunistinen lähestymistapa yritysjärjestelyihin 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. Kannattavuuden parannus yhä selvemmin fokuksessa mm. kulutehokkuuden ja uusmyynnin myötä.	Hallinnointiliiketoiminnan kasvu uusien tuotteiden avulla sekä hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuden selkeä parannus kasvun ja kulutehokkuuden kautta. Sijoitussalkun painopiste omiin tuotteisiin. Yritysostot mahdollisia.	Voimakkaan kasvun jatkaminen ja SPL:n integraatio. Kasvua reaaliomaisuustuotteissa ja pääomarahastoissa. Yritysostot todennäköisiä.	Fokus yhä selvemmin joukkorahoitusliiketoiminnassa. Oman taseen rooli pienenee.

Taloudellinen tilanne

Tase on hyvin yksinkertainen

Titaniumin tase on sijoittajien näkökulmasta poikkeuksellisen yksinkertainen. Taseen loppusumma oli 2018 lopussa 25,9 MEUR ja oma pääoma 24,0 MEUR. Korollista nettovelkaa yhtiöllä ei ole.

Pitkäaikaisten varojen osalta yhtiöllä on taseessaan noin 9,4 MEUR:n edestä liikearvoa liittyen vuonna 2014 toteutettuun konsernirakenteen synnyttämiseen sekä 2018 tehtyyn Investium-kauppaan. Yhtiö poistaa tätä liikearvoa FAS-kirjanpidon mukaisesti tasapoistoilla. 2014 toteutetun järjestelyn poistot päättyvät vuoteen 2019 ja poistotaso laskeekin 2019 jälkeen selvästi. Liikearvon poistamisella ei ole kassavirtavaikutusta ja näin ollen se on syytä oikaista yhtiön tulosta tarkasteltaessa. Aineellista omaisuutta ei taseessa käytännössä ole.

Lyhytaikaiset varat koostuvat käteisestä (10,5 MEUR) ja yhtiön sijoituksista sen omiin rahastoihin (3,5 MEUR). Omista rahastosijoituksista valtaosa on tehty Hoivarahastoon. Loput erät (noin 2,5 MEUR) ovat saamia ja liittyvät liiketoiminnan pyörittämiseen.

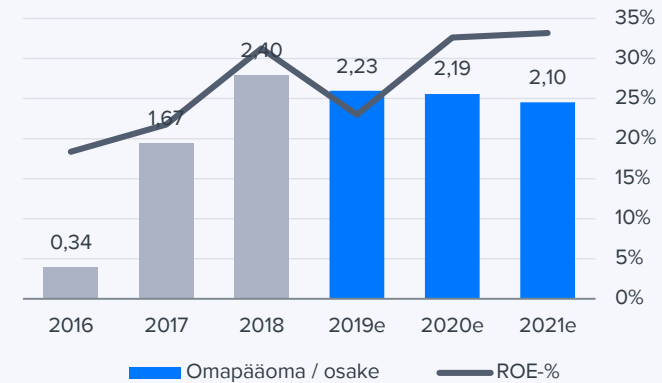
Yhtiön liiketoiminta ei vaadi sen pyörittämiseen juurikaan pääomaa ja regulaattorien vakavaraisuusvaatimukset asettavatkin rajat yhtiön taseelle. Regulaattorin asettama minimitaso yhtiön ydinvakavaraisuussuhde (CET1) on 8 %, kun se 2018 lopussa oli arviomme mukaan yli 35 %.

Tase mahdollistaa kohtuullisen kokoisia yrityskauppoja

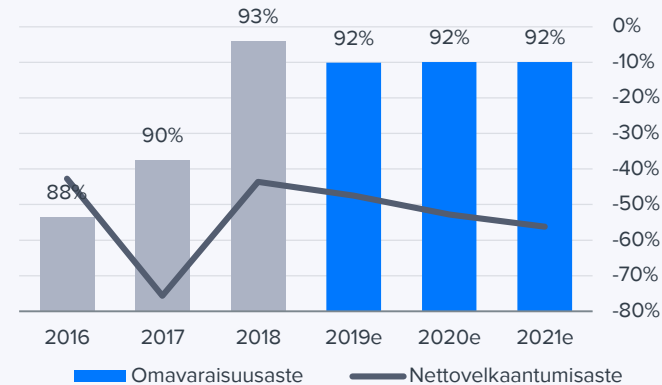
Kokonaisuutena yhtiön tase on erinomaisessa kunnossa ja 2018 lopun omavaraisuusaste oli 93 %. Arviomme mukaan yhtiö haluaa todennäköisesti säilyttää selkeän liikkumavaran taseensa puolelta mahdollisia yritysjärjestelyjä silmällä pitäen ja näin ollen odotammekin taseen säilyvän erittäin vahvana.

Emme lähtökohtaisesti pidä järkevänä, että yhtiö vahvistaisi tasettaan entisestään nykyiseltä tasoltaan. Yhtiön tase mahdollistaa keskikokoisten yrityskauppojen toteuttamisen käteisellä ja lisäksi yhtiö voi tarvittaessa käyttää myös omaa osakettaan mahdollisissa suuremmissa järjestelyissä. Nykyisellä osakekurssilla yhtiön tulisi mielestämme preferoida oman osakkeen käyttöä rahavarojen sijaan (kuten Investium-transaktiossa).

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 kasvuun 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.

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

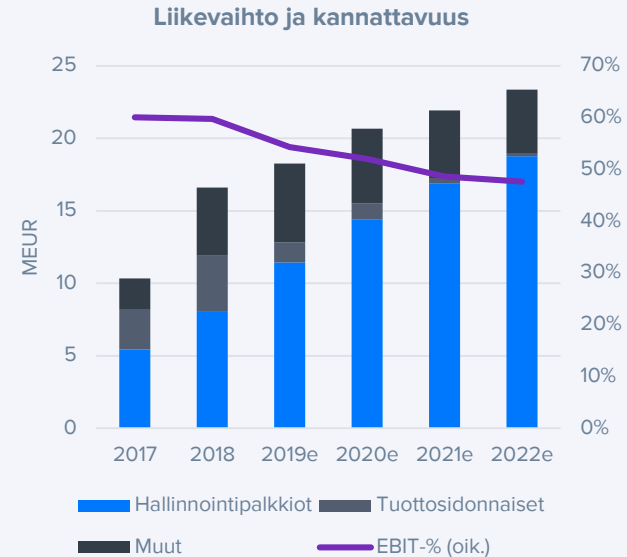
Vuosi 2019: liikevaihdon mix parantuu selvästi

Titanium ei odotetusti antanut tarkempaa ohjeistusta ja yhtiö odottaa liiketoimintansa kehittyvän taloudellisten tavoitteiden edellyttämällä tavalla 2019. Käytännössä tämä tarkoittaa yhtiön odottavan kasvun jatkuvan Hoivarahaston vetämänä ja kannattavuuden säilyvän erinomaisena. Yhtiön alkuvuosi on sujunut hyvin ja Hoivarahaston myynti oli tammi-

maaliskuussa sujunut hyvin meneillään olevasta ”hoivakohusta” huolimatta.

Ennustamme Titaniumin 2019 liikevaihdon kasvavan 10 %:lla 18,3 MEUR:oon. Kasvun keskeisenä ajurina toimii Investium, jonka hankinta näkyi 2018 numeroissa vain loppuvuoden osalta ja jonka loppuvuoden kehitys oli varsin vaisua johtuen integraatiosta. Hoivarahaston liikevaihto säilyy edellisvuoden tasolla johtuen 2018 osuneista merkittävästä kertapalkkioista (transaktio sekä tuottosidonnaiset). Tuottosidonnaisten palkkioiden määrä tulee laskemaan selvästi 2018 tasolta johtuen vertailukauden isosta portfoliokaupasta. Rahaston vahvan uusmyynnin johdosta hallinnointipalkkiot kuitenkin kompensoivat tätä. Hoivarahaston osuus yhtiön liiketoiminnasta säilyy hallitsevana ja sen osuus liikevaihdosta on arviomme mukaan noin 80 %.

Titaniumin kannattavuus laskee hieman edellisvuoden tasolta johtuen Investiumin mukanaan tuomasta kulutason noususta sekä 2018 poikkeuksellisen hyvästä liikevaihdosta. Ennustamme käyttökatemarginaalin olevan 54 % (2018: 60 %) ja käyttökatteen säilyvän edellisvuoden 10 MEUR:ssa. Vaikka tulos ei kasva, on sijoittajien tärkeä huomioida, että Titaniumin tuloksen laatu paranee oleellisesti, kun jatkuvien hallinnointipalkkioiden osuus liikevaihdosta kasvaa. Tämä parantaa liikevaihdon ennustettavuutta ja nostaa hyväksyttävää arvostustasoa. Liikearvon poistoista oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennustamme säilyvän vuonna 2019 suunnilleen vakaana 0,81 eurossa (2018: oik. 0,79 euroa). Yhtiö jatkaa avokätistä osingonjakopolitiikkaansa ja ennustamme osingon kohoavan 0,75 euroon (2018: 0,70 euroa).



Ennusteet 2/2

Vuosien 2020-2022 ennusteet: Vakaata kehitystä ilman yritysjärjestelyjä

Ennustamme Titaniumin orgaanisen liikevaihdon kasvun hidastuvan selvästi 2020-2022 aikana. Vaikka Hoivarahasto jatkaakin kohtuullisen hyvää uusmyyntiään, käyvät vertailuluvut yhä haastavammiksi ja samalla markkinan jatkuvasti paineessa olevat tuottovaatimukset vaikeuttavat rahaston uusmyyntiä. Ennustamme Hoivarahastoon vain rajallista palkkioiden eroosiota lähivuosille johtuen hyvällä tasolla säilyvästä tuottotasosta. Vuosien 2020-2022 keskimääräinen liikevaihdon kasvuennustemme on 8 %, josta noin 70 % tulee Hoivarahastosta ja loput omaisuudenhoidosta (Investium). Palkkioiden mix jatkaa parantumistaan ja ennustamme jatkuvien hallinnointipalkkioiden osuuden nousevan 77 %:iin (2018: 49 %) 2021 mennessä.

Yhtiön operatiivinen kannattavuus säilyy erinomaisella tasolla ja yhtiöllä on hyvät edellytykset säilyttää käyttökatteensa yli 50 %:n tasolla. Kannattavuutta tukee Hoivarahaston poikkeuksellinen kannattavuus ja konsernin hyvä kulutehokkuus. Oikaistu osakekohtainen tulos kasvaa keskimäärin noin 4 % vuodessa 2020-2022 aikana. Myös raportoitu tulos tekee selkeän tasokorjauksen, kun liikearvopoistojen määrä laskee selvästi 2020 alkaen.

Odotamme yhtiön jatkavan avokätistä osinkopolitiikkaansa ja ennustamme osingonjakosuhteen pysyvän korkealla.

Hoivarahastoriippuvuutta pitää saada alas

Titaniumin olisi ensiarvoisen tärkeää saada hajautettua tuotetarjontaansa pienentääkseen

Hoivarahastoon liittyviä riskejä. Näkemyksemme mukaan yhtiön laaja myyntikoneista jää tällä hetkellä täysimääräisesti hyödyntämättä suppean tuotetarjonnan johdosta. Yhtenä vaihtoehtona uusien tuotteiden kehittämisessä olisivat rahastojen rahastot, josta esimerkkinä toimii Investium Kiinteistövarainhoito.

Hoivarahaston tarkemmat ennusteet

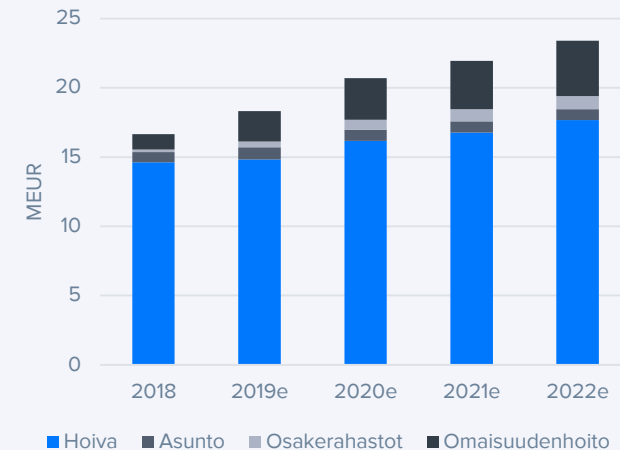
Koska Hoivarahaston rooli yhtiön tuloksessa on niin merkittävä, on mielestämme perusteltua käydä tarkemmin läpi sen ennusteet (taulukko seuraavalla sivulla). Odotamme Hoivarahaston uusmyynnin olevan 2019-2020 noin 90 MEUR:ssa (2018 92 MEUR) Investiumin myötä parantuneen jakelun ansiosta. Hoivarahasto tulee saavuttamaan 650 MEUR:n tavoitekokonsa selvästi yhtiön tavoittelemaa nopeammin ja ennustamme rahaston koon ylittävän 650 MEUR:n tason alkuvuodesta 2020. 2021-2022 uusmyynnin taso laskee 60-70 MEUR:n tasolle tuottotason heikentyessä ja kohdehankinnan muuttuessa yhä hankalammaksi.

Hoivarahaston tuottotaso tulee jatkamaan laskuaan madaltuneiden tuottovaatimusten johdosta. Tämä yhdessä Titaniumin raskaiden palkkioiden kanssa johtaa siihen, että tuottopalkkioiden osuus laskee merkittävästi ja 2020 on viimeinen vuosi kun Titanium saa oleellisia tuottopalkkiota.

Palkkioiden mixin muutos



Liikevaihdon jakauma tuotteittain (Inderes arvio)

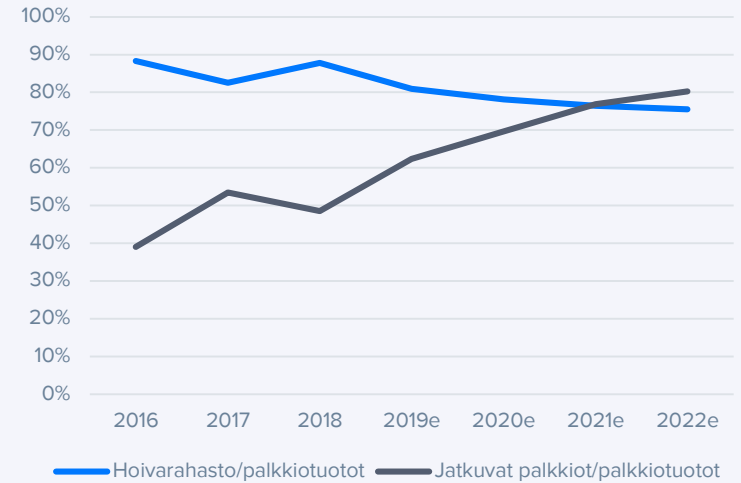


Ennusteet yhteenveto

MEUR	2017	2018	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	10,2	16,7	8,9	9,4	18,3	20,7	22,0	23,4
<i>Rahastot*</i>	9,6	15,5	7,9	8,2	16,1	17,7	18,5	19,4
<i>Omaisuu denhoito*</i>	0,6	1,1	1,0	1,2	2,2	3,0	3,5	4,0
<i>Muut*</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Palkkiokulut	-2,2	-2,8	-0,8	-0,9	-1,7	-2,0	-2,6	-2,8
Henkilöstökulut	-1,2	-2,5	-2,3	-2,5	-4,8	-5,8	-6,3	-6,8
Hallintokulut	-0,7	-1,5	-1,0	-1,0	-1,9	-2,1	-2,3	-2,5
EBITDA	6,1	10,0	4,9	5,1	10,0	10,8	10,8	11,3
EBITDA-%	60 %	60 %	55 %	54 %	54 %	52 %	49 %	48 %
Liikearvopoistot	-1,3	-1,8	-1,4	-1,4	-2,8	-1,6	-1,6	-1,6
Poistot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
EBIT	4,8	8,1	3,5	3,7	7,2	9,2	9,1	9,5
EBIT-%	48 %	49 %	39 %	39 %	39 %	44 %	41 %	41 %
EPS raportoitu	0,29	0,61	0,26	0,27	0,53	0,72	0,71	0,75
EPS (oik.)	0,55	0,79	0,40	0,41	0,81	0,88	0,87	0,91
Henkilömäärä (kpl)*	9	72	81	83	83	85	90	95
Kulut/henkilö (teur)	-145	-79	-28	-30	-58	-68	-70	-72
AUM (MEUR)*	351	864	940	1022	1022	1175	1306	1421
<i>Omaisuu denhoito</i>	130	551	570	600	600	650	700	750
<i>Hoiva</i>	177	269	319	359	359	445	513	570
<i>Asunto</i>	36	38	41	43	43	46	48	51
<i>Osake</i>	8	6	10	20	20	35	45	50
Liikevaihdon jakauma*								
<i>Hallinnointipalkkiot</i>	5,4	8,1	5,3	6,1	11,4	14,4	16,9	18,8
<i>Tuottosidonnaiset</i>	2,7	3,8	0,5	0,9	1,4	1,1	0,4	0,2
<i>Muut</i>	2,2	4,7	3,1	2,4	5,4	5,2	4,7	4,4
Hoivarahaston liikevaihto*	8,8	14,6	7,3	7,5	14,8	16,2	16,8	17,7
<i>Hallinnointipalkkiot</i>	4,4	6,7	4,3	5,0	9,3	11,7	13,6	15,2
<i>Tuottosidonnaiset</i>	2,6	3,8	0,5	0,9	1,4	1,1	0,4	0,2
<i>Muut</i>	1,7	4,1	2,5	1,6	4,1	3,4	2,7	2,3
Hoivan nettomerkinnot	52	92	50	40	90	86	68	57
Hoivan tuotto -% sijoittajille	8,7 %	8,7 %	3,6 %	4,2 %	7,8 %	7,6 %	7,4 %	7,2 %

* Inderesin arvio myös historiallukujen osalta

Palkkioiden mixin muutos



EPS ja osinko



Arvostus 1/3

Yhteenveto arvostuksesta

Olemme tarkastelleet Titaniumin arvostusta suhteellisesti, absoluuttisesti sekä kassavirta-analyysillä. Lisäksi olemme tarkastelleet yhtiön arvoa jatkuvilla tuotoilla sekä hallinnoitavan varallisuuden (AUM) kautta. Osakkeen arvostus on nykytasolla mielestämme neutraali ja osakkeen tuotto-odotus nojaakin lyhyellä aikavälillä osinkoon ja pidemmällä aikavälillä jälleen tuloskasvuun sekä mahdolliseen riskiprofiiliin laskuun. Näkemyksemme mukaan nykyinen lähes 9 %:n osinkotuotto yhdessä pidemmän aikavälin tuloskasvuvetoisen kurssinousupotentiaalin kanssa tarjoaa riittävän tuotto-odotuksen sijoittajille ja toistamme **lisäsuosituksemme** sekä **9,2 euron tavoitehintamme**.

Yhtiön käypää arvoa määriteltäessä olemme soveltaneet DCF-mallia sekä kotimaisen laajan verrokkiryhmän kertoimia 50 %:n painoarvoilla. Tavoitehintamme on linjassa tämän käyvän arvon laskelmamme kanssa. Tarkastelemme eri arvonmääritysmenetelmiä tarkemmin seuraavilla sivuilla.

Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että Titaniumiin soveltamamme riskikerroin 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:

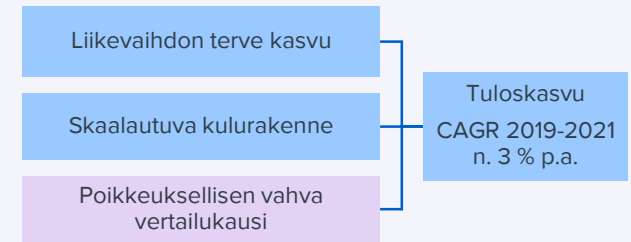
- Riippuvuus Hoivarahastosta
- Verrokkeja korkeampi riskiprofiili
- Kertatuottojen merkittävä osuus

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

Osaketuoton ajurit 2019-2021

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

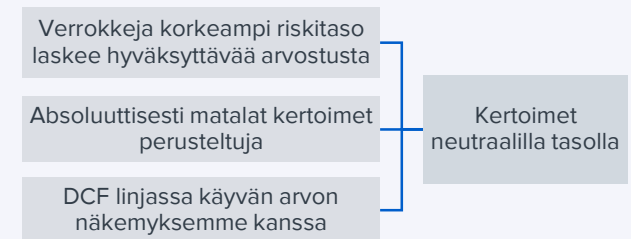
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



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

Arvostus 2/3

Kassavitalaskelma

DCF-laskelmassamme lähdemme oletuksesta, että Titaniumin kasvu hidastuu selvästi vuoden 2022 jälkeen. Kannattavuus pysyy lähivuodet nykyisenkaltaisella poikkeuksellisen hyvällä tasolla ja laskee vasta ennusteperiodin loppupäässä (2025 jälkeen), mutta on edelleen toimialan parhaimmalla tasolla. Soveltamamme WACC-% on 10,7 % heijastelee yhtiön selvästi verrokkeja korkeampaa riskitasoa. DCF:n mukainen arvo yhtiölle on 9,2 euroa, joka on linjassa tavoitehintamme kanssa (DCF-malli sivulla 31).

Mielestämme DCF-mallin käytettävyys Titaniumin osalta on parantunut selvästi listautumisen jälkeen yhtiön vahvan tuloskehityksen ansiosta. Yhtiön korkeasta riskiprofiilista johtuen soveltamamme diskonttokerroin on korkea ja mikäli yhtiö saisi riskitasoaan laskettua, olisi osakkeessa selkeää nousuvaraa, kuten viereinen DCF-herkkyys graafi kertoo.

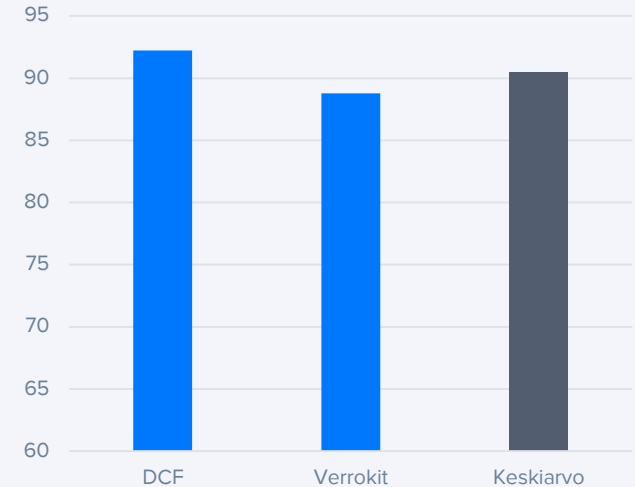
Arvostuskertoimet

Absoluuttisilla kertoimilla Titaniumin osake näyttää hyvin edulliselta. 2018 toteutuneella tuloksella P/E-kerroin on noin 10x ja vastaava EV/EBIT on noin 7x. Ensi kevään ennustamamme osinkotuotto on yli 9 % ja on yksi korkeimmista koko pörssissä.

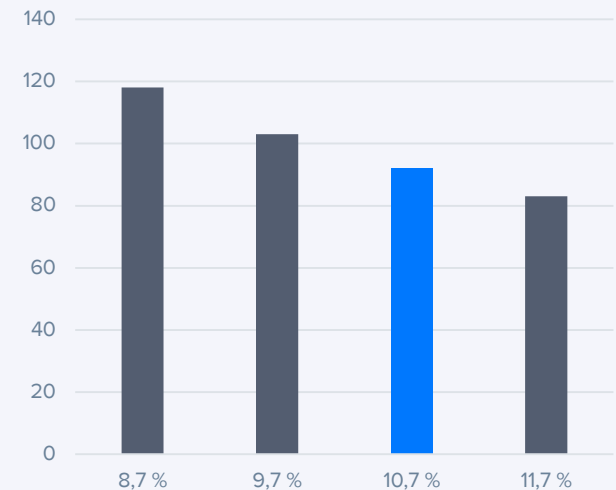
Kertoimet ovat pörssin edullisimpia, mutta pidämme tätä osin perusteltuna johtuen yhtiön suhteellisen korkeasta riskiprofiilista sekä tuloksen laadullisista tekijöistä. Yhtiön tuloksesta merkittävä osa muodostuu kertaluontoiseksi tulkittavista eristä (transaktiopalkkiot sekä

tuottosidonnaiset palkkiot) ja näiden erien ennustettavuus on selvästi jatkuvaa liiketoimintaa heikompi, joka laskee hyväksyttävää arvostustasoa. Laskelmiemme mukaan Titaniumin 2018 tuloksesta valtaosa muodostuu tuottosidonnaisista palkkioista ja näistä oikaistuna kertoimet olisivat merkittävästi nykyistä korkeammat.

Titaniumin käypä arvo (MEUR)



DCF-herkkyys (MEUR)



Arvostus 3/3

Verrokkiryhmä

Titaniumille on tarjolla Helsingin pörssissä poikkeuksellisen laaja ja laadukas verrokkiryhmä. Nämä yhtiöt kilpailevat pitkälti samoista osaajista sekä asiakkaista ja yhtiöiden tuotetarjonnat ovat suhteellisen lähellä toisiaan. Verrokkeina olemme käyttäneet kaikkia pörssiin listattuja finanssipalveluyhtiöitä eli Taaleria, Evliä, EAB Groupia, eQ:ta, Titaniumia, United Bankersia CapMania, Aktiaa ja Privanetia.

Suhteellista valuaatiota haarukoidessa annamme pääpainon P/E- ja EV/EBIT-kertoimille sekä osinkotuotolle. Yhtiöiden poikkeavista kirjanpitokäytännöistä (osa FAS ja osa IFRS) suosimme enemmän 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 yhtiön on kertoimien valossa verrokkiryhmän edullisin yhtiö. Tulospohjaiset EV/EBIT- ja P/E-kertoimet ovat 2019 osalta 31 ja 21% alle verrokkiryhmän. Ottaen huomioon Titaniumin verrokkeja pääosin korkeamman riskitason, voidaan tätä pitää perusteltuna. Osinkotuotto on verrokkiryhmän korkein ja 34 % yli verrokkien mediaanin.

Soveltamalla 2019-2020 EV/EBIT ja P/E sekä 2019 osinkotuottoa identtisillä painoarvoilla saamme Titaniumin arvoksi 10,4 euroa per osake. Johtuen Titaniumin verrokkeja korkeammasta riskitasosta tulee yhtiötä kuitenkin hinnoitella alennuksella suhteessa verrokkeihin. Olemme soveltaneet analyysissämme 15 % alennusta, jota pidämme sopivana tasona Titaniumin riskiprofiili huomioiden (IPO:n yhteydessä käyttämämme

alennus oli 20 %). 15 %:n alennuksen jälkeen saamme yhtiön käyväksi arvoksi 8,8 euroa per osake.

Kokonaisuutena Titaniumin osake on tarjoaa lievää nousuvaraa suhteessa verrokkiryhmään. Verrokkiryhmän arvostus tukee näkemystämme siitä, että lyhyellä aikavälillä osakkeen tuotto-odotus nojaa pitkälti osinkotuottoon ilman riskiprofiilin laskua ja/tai tuloskasvua.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Evli	8,00	194	194	10,2	8,8	8,9	7,7	2,8	2,6	12,8	11,3	7,8	8,1	2,5
eQ	9,00	341	332	10,3	9,9	10,1	9,7	5,3	5,1	14,8	14,6	6,8	7,0	5,3
Taaleri	7,40	208	272	10,1	9,1	9,5	8,4	3,3	3,0	10,9	10,1	4,1	4,3	1,6
Privanet	0,83	12	16		12,0			1,6	1,5	42,0	9,3			1,1
CapMan	1,68	257	224							12,7	9,8	7,7	8,6	2,1
United Bankers	7,70	77	82	13,4	10,7	7,4	6,4	2,0		10,8	9,5	6,2	7,1	2,5
EAB Group	2,70	22	29	14,3	10,3	8,6	6,8	2,0	1,7	18,0	10,8	4,4	5,6	1,6
Aktia	8,81	606	3009							10,7	10,7	7,1	7,4	1,0
Titanium (Inderes)	8,20	82	71	7,1	6,5	7,1	6,5	3,9	3,4	10,1	9,3	9,1	9,8	3,7
Keskiarvo				11,7	10,1	8,9	7,8	2,8	2,8	16,6	10,8	6,3	6,9	2,2
Mediaani				10,3	10,1	8,9	7,7	2,4	2,6	12,7	10,4	6,8	7,1	1,9
Erutus-% vrt. mediaani				-31%	-35%	-20%	-16%	60%	30%	-21%	-10%	34%	37%	97%

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

Arvostustaulukko

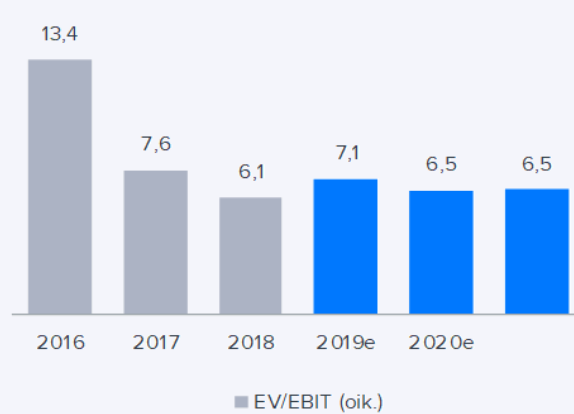
Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi				6,40	7,15	8,20	8,20	8,20	8,20
Osakemäärä, milj. kpl				8,99	10,0	10,0	10,0	10,1	10,1
Markkina-arvo				58	72	82	82	82	82
Yritysarvo (EV)				46	61	71	70	70	69
P/E (oik.)				11,7	9,0	10,1	9,3	9,4	9,0
P/E				22,0	11,7	15,4	11,4	11,5	10,9
P/Kassavirta				5,9	18,1	10,8	10,1	10,0	9,5
P/B				3,8	3,0	3,7	3,7	3,9	4,1
P/S				5,7	4,3	4,5	4,0	3,7	3,5
EV/Liikevaihto				4,5	3,7	3,9	3,4	3,2	3,0
EV/EBITDA (oik.)				7,6	6,1	7,1	6,5	6,5	6,2
EV/EBIT (oik.)				7,6	6,1	7,1	6,5	6,5	6,2
Osinko/tulos (%)				189,3 %	114,9 %	141,2 %	111,0 %	119,3 %	100,0 %
Osinkotuotto-%				8,6 %	9,8 %	9,1 %	9,8 %	10,4 %	9,2 %

Lähde: Inderes

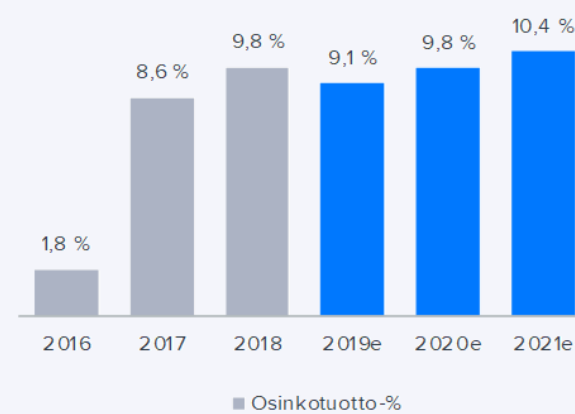
P/E (oik.)



EV/EBIT



Osinkotuotto-%



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	10,2	7,5	9,2	16,7	8,9	9,4	18,3	20,7	22,0	23,4
Titanium	10,2	7,5	9,2	16,7	8,9	9,4	18,3	20,7	22,0	23,4
Käyttökate	6,1	4,9	5,1	10,0	4,9	5,1	10,0	10,8	10,8	11,3
Poistot ja arvonalennukset	-1,3	-0,6	-1,2	-1,9	-1,4	-1,4	-2,8	-1,7	-1,7	-1,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,1	4,9	5,1	9,9	4,9	5,1	10,0	10,8	10,7	11,1
Liikevoitto	4,8	4,2	3,9	8,1	3,5	3,7	7,2	9,2	9,1	9,5
Titanium	4,8	4,2	3,9	8,1	3,5	3,7	7,2	9,2	9,1	9,5
Nettorahoituskulut	-1,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
Tulos ennen veroja	3,9	4,3	3,9	8,2	3,6	3,8	7,4	9,4	9,4	9,8
Verot	-1,3	-1,0	-1,1	-2,1	-1,0	-1,0	-2,0	-2,2	-2,2	-2,3
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	2,6	3,3	2,8	6,1	2,6	2,7	5,3	7,2	7,2	7,5
EPS (oikaistu)	0,55	0,39	0,40	0,79	0,40	0,41	0,81	0,88	0,87	0,91
EPS (raportoitu)	0,29	0,33	0,28	0,61	0,26	0,27	0,53	0,72	0,71	0,75

Tunnusluvut	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	52,3 %	61,6 %	66,8 %	64,5 %	18,9 %	2,3 %	9,8 %	12,9 %	6,1 %	6,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	76,4 %	67,6 %	58,8 %	63,0 %	0,2 %	0,1 %	0,2 %	8,1 %	-0,8 %	4,4 %
Käyttökate-%	60,2 %	65,1 %	55,2 %	59,6 %	54,9 %	54,0 %	54,4 %	52,3 %	49,0 %	48,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	60,0 %	65,0 %	55,1 %	59,5 %	54,8 %	53,9 %	54,3 %	52,0 %	48,6 %	47,6 %
Nettotulos-%	25,7 %	44,1 %	30,3 %	36,5 %	29,0 %	29,1 %	29,0 %	35,0 %	32,6 %	32,2 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	4,0	12,9	10,2	8,7	7,3
Liikearvo	2,4	9,4	6,6	5,0	3,4
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3
Käyttöomaisuus	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	1,5	3,5	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	12,7	13,0	14,0	15,2	15,8
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	1,4	2,5	2,7	3,1	3,3
Likvidit varat	11,3	10,5	11,2	12,1	12,5
Taseen loppusumma	16,7	25,9	24,2	23,9	23,1

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	15,0	24,0	22,3	22,0	21,2
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarat	2,0	6,6	4,9	4,6	3,7
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	13,0	17,3	17,3	17,3	17,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	1,7	1,9	1,9	1,9	1,9
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	1,7	1,9	1,9	1,9	1,9
Lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	16,7	25,9	24,2	23,9	23,1

DCF-laskelma

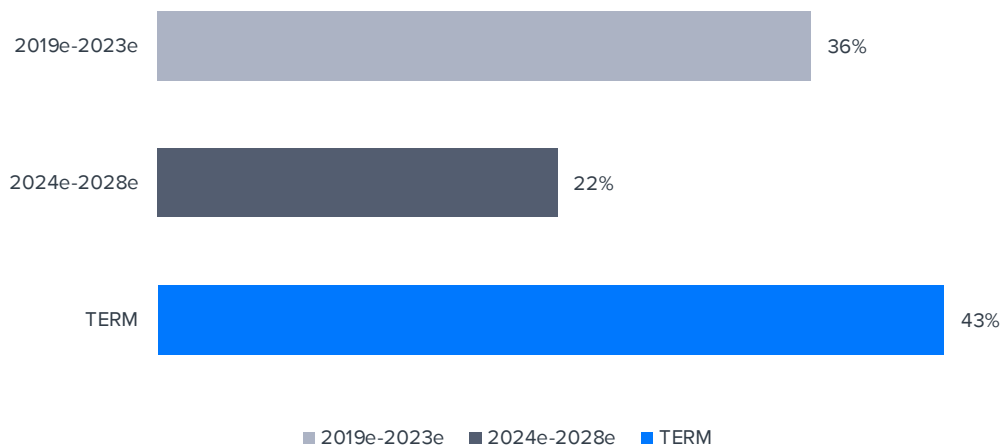
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	8,1	7,2	9,2	9,1	9,5	9,5	10,9	10,9	10,7	10,2	10,5	
+ Kokonaispoistot	1,9	2,8	1,7	1,7	1,7	1,7	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Maksetut verot	-2,1	-2,0	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3	-2,3	-2,2	-2,2	-2,1	-2,1	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-1,1	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	6,7	7,7	8,3	8,4	8,8	8,9	8,8	8,8	8,7	8,3	8,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-10,8	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-3,9	7,6	8,2	8,2	8,6	8,7	8,5	8,6	8,4	8,0	8,2	
+/- Muut	7,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	3,9	7,6	8,2	8,2	8,6	8,7	8,5	8,6	8,4	8,0	8,2	102
Diskontattu vapaa kassavirta		7,1	6,9	6,3	5,9	5,4	4,8	4,3	3,9	3,3	3,0	38,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		88,8	81,7	74,9	68,6	62,7	57,3	52,5	48,2	44,3	41,0	38,0
Velaton arvo DCF		88,8										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		10,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-7,0										
Oman pääoman arvo DCF		92,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		9,2										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,7 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	6,7	10,2	16,7	18,3	20,7	EPS (raportoitu)	0,06	0,29	0,61	0,53	0,72
Käyttökate	3,5	6,1	10,0	10,0	10,8	EPS (oikaistu)	0,11	0,55	0,79	0,81	0,88
Liikevoitto	2,2	4,8	8,1	7,2	9,2	Operat. kassavirta / osake	0,07	0,52	0,67	0,77	0,83
Voitto ennen veroja	2,3	3,9	8,2	7,4	9,4	Vapaa kassavirta / osake	0,06	1,09	0,39	0,76	0,81
Nettovoitto	1,6	2,6	6,1	5,3	7,2	Omapääoma / osake	0,34	1,67	2,40	2,23	2,19
Kertaluontoiset erät	-1,3	-1,3	-1,8	-2,8	-1,6	Osinko / osake	0,03	0,55	0,70	0,75	0,80
Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	10,2	16,7	25,9	24,2	23,9	Liikevaihdon kasvu-%	54 %	52 %	64 %	10 %	13 %
Oma pääoma	9,0	15,0	24,0	22,3	22,0	Käyttökateen kasvu-%	45 %	76 %	63 %	0 %	8 %
Liikearvo	3,7	2,4	9,4	6,6	5,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	44 %	76 %	63 %	0 %	8 %
Nettovelat	-3,8	-11,3	-10,5	-11,2	-12,1	EPS oik. kasvu-%	47 %	410 %	45 %	2 %	9 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	52,0 %	60,2 %	59,6 %	54,4 %	52,3 %
Käyttökate	3,5	6,1	10,0	10,0	10,8	Oik. Liikevoitto-%	51,9 %	60,0 %	59,5 %	54,3 %	52,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,0	0,1	-1,1	-0,2	-0,4	Liikevoitto-%	33,1 %	47,7 %	48,5 %	39,0 %	44,3 %
Operatiivinen kassavirta	1,7	4,7	6,7	7,7	8,3	ROE-%	18,4 %	21,8 %	31,3 %	23,0 %	32,6 %
Investoinnit	-0,9	-0,4	-10,8	-0,2	-0,1	ROI-%	25,7 %	40,4 %	42,2 %	32,1 %	42,6 %
Vapaa kassavirta	1,5	9,8	3,9	7,6	8,2	Omavaraisuusaste	88,3 %	89,7 %	92,7 %	92,1 %	92,0 %
						Nettovelkaantumisaste	-42,7 %	-75,6 %	-43,7 %	-50,3 %	-54,9 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
Tommi Santanen			13,7 %			EV/Liikevaihto	6,9	4,5	3,7	3,9	3,4
Petri Kärkkäinen			10,3 %			EV/EBITDA (oik.)	13,3	7,6	6,1	7,1	6,5
Investium Group Oy			10,3 %			EV/EBIT (oik.)	13,4	7,6	6,1	7,1	6,5
Henri Prittinen			9,7 %			P/E (oik.)	17,7	11,7	9,0	10,1	9,3
Mikko Leppänen			6,8 %			P/B	5,6	3,8	3,0	3,7	3,7
Markus Oksa			4,4 %			Osinkotuotto-%	1,8 %	8,6 %	9,8 %	9,1 %	9,8 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat 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 (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
10/10/2017	Vähennä	7,00 €	6,98 €
18/01/2018	Lisää	7,00 €	6,70 €
23/03/2018	Lisää	8,00 €	7,40 €
21/05/2018	Osta	8,30 €	7,30 €
17/06/2018	Lisää	8,30 €	7,56 €
31/08/2018	Lisää	8,50 €	8,00 €
25/10/2018	Lisää	7,50 €	7,00 €
14/03/2019	Lisää	9,20 €	8,52 €
30/04/2019	Lisää	9,20 €	8,20 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**