

Titanium

Laaja raportti

7.9.2023 7:30



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Fokus jälleen kiinteistörahastojen myynnissä

Toistamme Titaniumin 17,0 euron tavoitehintamme sekä lisää-suosituksemme. Olemme tehneet ennusteisiimme vain marginaalisia muutoksia laajan raportin yhteydessä, ja odotamme yhtiön palaavan ensi vuonna takaisin tuloskasvuun 2023 lievän tuloslaskun jälkeen. Tuloskasvu on kuitenkin aiempia vuosia verkkaisempaa, kun kertapalkkioiden taso ei enää kasva ja kiinteistörahastovetoiset uusmyyntivolyymit pysyvät viime vuosien tasoilla aiempaa haastavammassa markkinatilanteessa. Osakkeen arvostus on ennusteillamme neutraali ja sijoittajien tuotto muodostuukin täysin tuloskasvusta sekä vahvasta osingosta. Näkemyksemme mukaan tuloskasvun ja osingon yhdistelmä tarjoaa kuitenkin edelleen riittävän riski/tuotto-suhteen.

Tuotevetoinen finanssipalvelutalo

Titanium on kotimainen omaisuudenhoitoon keskittyvä yhtiö. 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. Taloudellisten lukujen valossa Titaniumin kehitys on ollut poikkeuksellisen hyvää. Yhtiön liikevaihto on kasvanut vuosien 2011–2022 aikana keskimäärin yli 40 % ja oikaistu liikevoittomarginaali on ollut erinomainen yli 50 %. Yhtiö on kasvattanut omistaja-arvoaan merkittävästi ollen kiistatta yksi sektorin tähdistä edellisen 10 vuoden ajan.

Ensi vuonna jälleen takaisin tuloskasvuun

Ennustamme yhtiön liikearvopoistoista oikaistun EPS-kasvun olevan 2023–2026 keskimäärin noin 8 % vuodessa. Kasvun keskeisenä ajurina toimivat kasvavat palkkiot Baltia- sekä Hoivarahastosta. Näkemyksemme mukaan Titaniumilla pitäisi olla kasvatetun myyntiorganisaationsa myötä edellytykset selvästi ennusteitamme korkeampaan vuotuiseseen myyntivolyyymiin, mutta tämä vaatisi, että yhtiö onnistuu myymään perinteisiä rahastoja selvästi aiemmin totuttua suuremmalla volyymillä ja/tai onnistumisia omaisuudenhoitopalveluihin laajentumisessa (ns. share of walletin kasvattaminen). Yhtiön historialliset näytöt kiinteistörahastoista ovat erittäin hyvät, mutta muiden tuotteiden tai palveluiden kasvusta näytöt ovat vaisut ja pidämmekin perusteltuna nojata ennusteissa etenkin kiinteistörahastoihin ja ottaa turvamarginaalia muihin ennusteisiin. Tulos ei kasva oleellisesti liikevaihdon kasvua nopeammin, sillä vaikka yhtiön kulurakenne pysyykin erittäin tiukkana, ei kannattavuudessa ole oleellista parantumispotentiaalia nykyiseltä erittäin kovalta tasolta. Keskeiset riskit tuloskasvun osalta liittyvät yhtiön kykyyn myydä kiinteistörahastoja aiempaa haastavammassa markkinassa sekä keskeisten rahastojen hyvien tuottotasojen ylläpitäminen (tuottopalkkiot ehdollisia rahastojen performanssille). Ennusteillamme Hoivarahaston osuus liiketoiminnassa säilyy hallitsevana (osuus liikevaihdosta ~65 % 2026e), mutta palkkioiden mix jatkaa parantumistaan jatkuvien hallinnointipalkkioiden osuuden noustessa (2026e: ~80 % vs. 2022 <65 %). Voitonjako pysyy ennusteissamme hyvin vuolaana ja ennustamme Titaniumin jakavan valtaosan tuloksestaan ulos omistajille.

Tuloskasvun ja osingon muodostama tuotto-odotus edelleen riittävä

Titaniumin arvoa haarukoitaessa käytämme kassavirtalaskelmaa sekä verrokkiryhmää. Kassavirtamallimme antaa osakkeen arvoksi noin 18 euroa/osake. Osakkeen arvostus on linjassa suhteessa sen verrokkiryhmään. Mielestämme Titaniumia tulee hinnoitella alennuksella suhteessa verrokkiryhmään sen korkeampi riskitaso huomioiden. Menetelmät antavat osakkeen arvoksi noin 17e, joka on linjassa tavoitehintamme kanssa. Myös absoluuttisesti kertoimet ovat linjassa yhtiölle hyväksyiemme arvostustasojen kanssa.

Suositus

Lisää

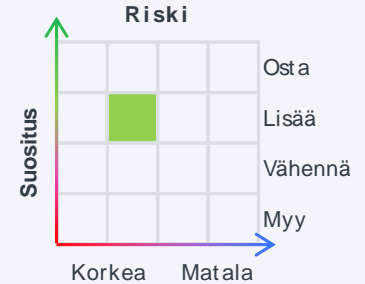
(aik. Lisää)

17,00 EUR

(aik. 17,00 EUR)

Osakekurssi:

16,20



Avainluvut

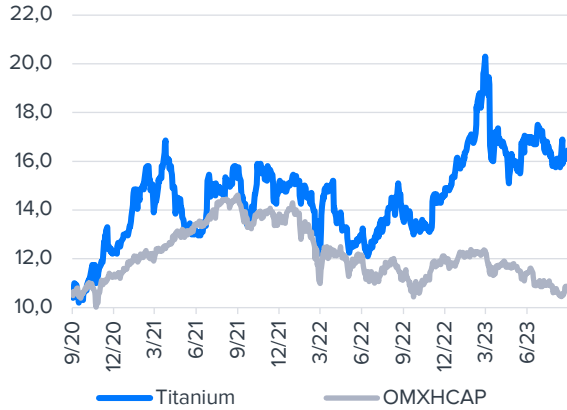
	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	27,9	27,9	31,2	33,4
kasvu-%	19 %	0 %	12 %	7 %
EBIT oik.	16,9	15,3	17,4	18,4
EBIT-% oik.	60,4 %	54,7 %	55,7 %	55,1 %
Nettotulos	11,7	11,0	13,9	14,7
EPS (oik.)	1,30	1,17	1,34	1,41
P/E (oik.)	12,0	13,8	12,1	11,5
P/B	6,1	7,1	6,6	6,4
Osinkotuotto-%	8,7 %	7,2 %	8,3 %	8,7 %
EV/EBIT (oik.)	8,3	9,7	8,5	8,0
EV/EBITDA	8,0	9,4	8,2	7,7
EV/Liikevaihto	5,0	5,3	4,7	4,4

Lähde: Inderes

Ohjeistus

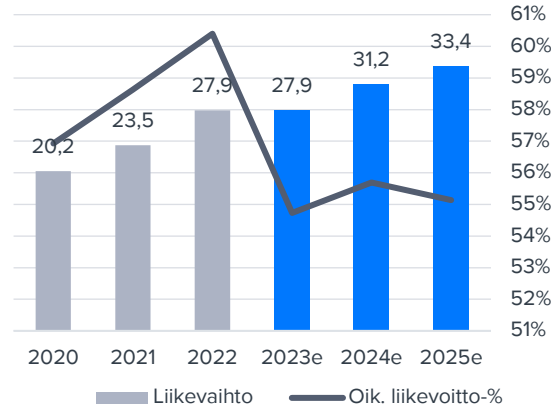
(Ei ohjeistusta)

Osakekurssi



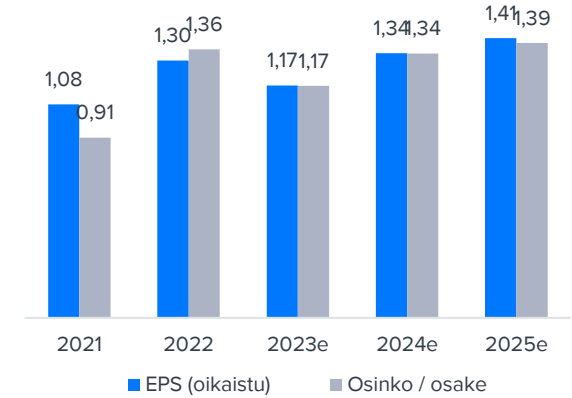
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

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



Riskitekijät

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

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	16,2	16,2	16,2
Osakemäärä, milj. kpl	10,3	10,4	10,4
Markkina-arvo	168	168	168
Yritysarvo (EV)	149	147	147
P/E (oik.)	13,8	12,1	11,5
P/E	15,3	12,1	11,5
P/Kassavirta	13,7	12,2	11,7
P/B	7,1	6,6	6,4
P/S	6,0	5,4	5,0
EV/Liikevaihto	5,3	4,7	4,4
EV/EBITDA (oik.)	9,4	8,2	7,7
EV/EBIT (oik.)	9,7	8,5	8,0
Osinko/tulos (%)	110,4 %	99,9 %	98,3 %
Osinkotuotto-%	7,2 %	8,3 %	8,7 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6–18
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	19–21
Riskianalyysi ja sijoitusprofiili	22–24
Toimiala	25–32
Taloudellinen tilanne	33
Ennusteet	34–37
Arvonmääritys	38–40
Liitteet	41–46
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	47

Titanium lyhyesti

Titanium on suomalainen, pankkiryhmistä riippumaton konserni, joka keskittyy rahastoihin, sijoitus- ja omaisuudenhoitopalveluihin sekä vakuutusedustukseen.

2009

Perustamisvuosi

2017

Listautuminen First Northiin

27,9 MEUR (+5 % vs. H2'21–H1'22)

Liikevaihto viimeiset 12 kk (H2'22–H1'23)

15,9 MEUR (57 % lv:sta)

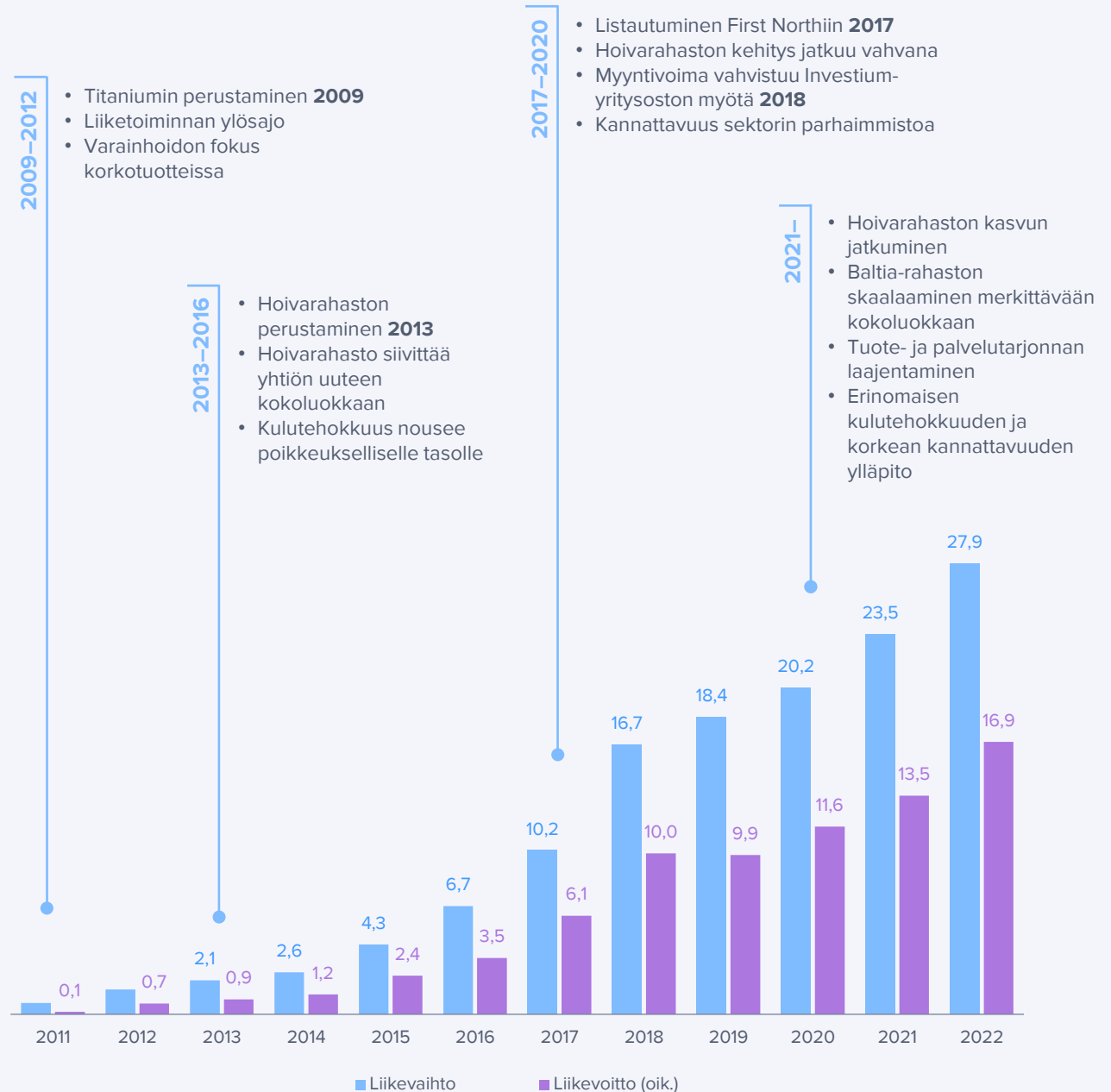
Oikaistu liikevoitto viimeiset 12kk

71

Henkilöstö H1'23 lopussa (sis. asiamiehet)

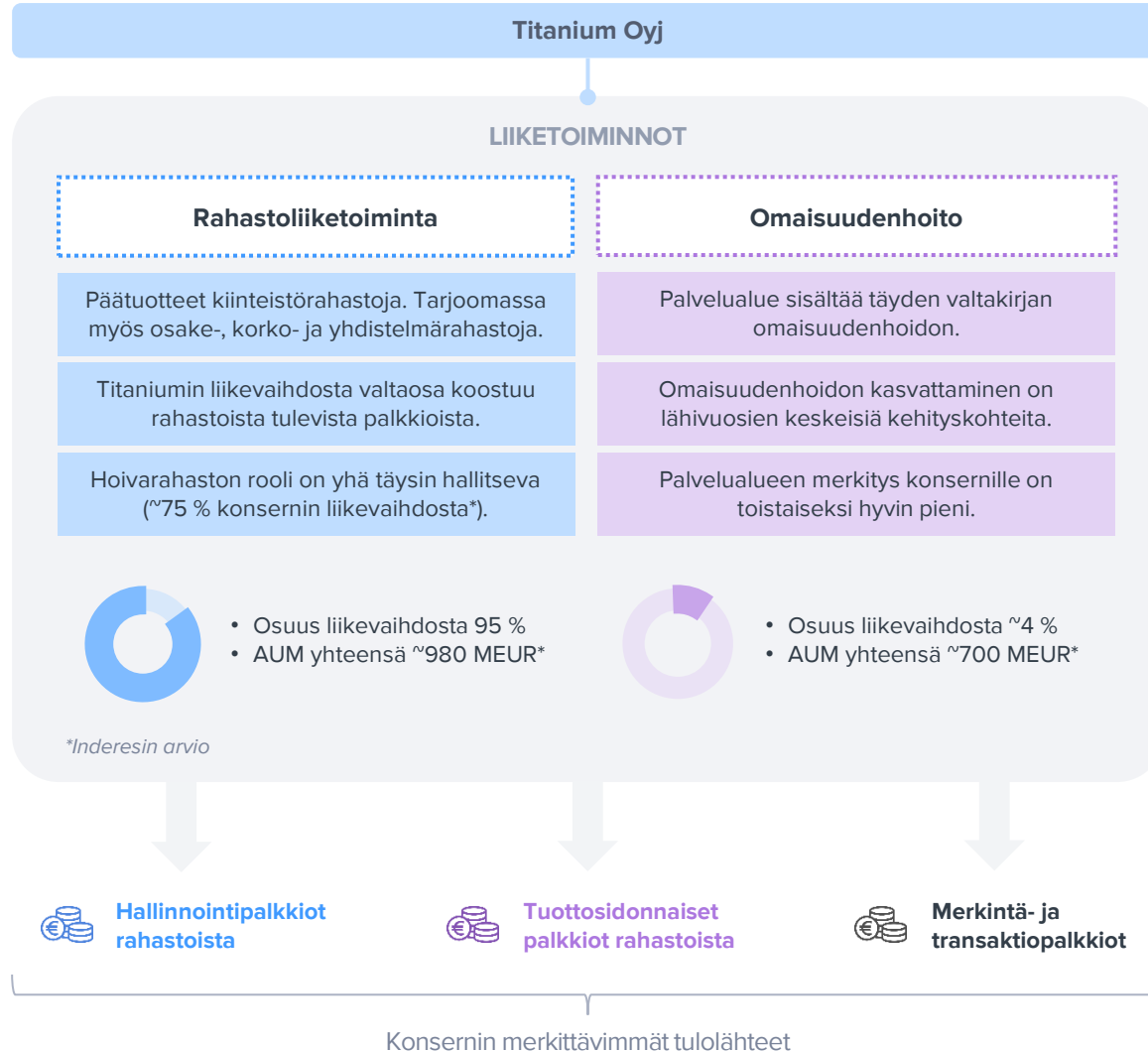
~75 %

Hoivarahaston arvioitu osuus liikevaihdosta



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

Titanium on vuonna 2009 perustettu suomalainen varainhoitaja ja rahastoyhtiö, jonka pääkohderyhmää ovat varakkaat yksityishenkilöt. Muista listatuista varainhoitajista Titanium erottuu suppealla tuotetarjonnallaan ja tähän suhteutettuna suurella myyntikoneistollaan.



Yksittäisen rahaston (Hoivarahasto) merkitys on yhtiölle huomattava.



Maanlaajuinen myyntiverkosto: toimipisteitä 11 paikkakunnalla.

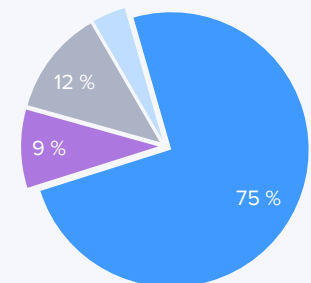


Yli 15 000 asiakasta, joista suurin osa yksittäisiin tuotteisiin sijoittaneita.



Pääkohderyhmä koostuu varakkaista yksityishenkilöistä.

Palkkiotuottojen jakauma 2022 (Inderes arvio)



■ Hoivarahasto ■ Baltia-rahasto
■ Muut rahastot ■ Omaisuudenhoito

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7

Valtaosa palkkioista tulee rahastoista

Titaniumin liiketoimintamalli on varainhoitajalle tyypillisesti varsin yksinkertainen. Yhtiö hallinnoi asiakkaidensa puolesta näiden varoja ja saa pääomista sovitut palkkiot. Titaniumin liikevaihto koostuu rahastoista saatavista palkkioista sekä omaisuudenhoidon palkkioista. Rahastoista saatavat palkkiot muodostavat ylivoimaisesti suurimman osan yhtiön liikevaihdosta (arviomme mukaan noin 95 %), joten omaisuudenhoidon merkitys on yhtiölle rajallinen. Omaisuudenhoito sisältää täyden valtakirjan omaisuudenhoidon. Rahastoista saatavat palkkiot voidaan puolestaan jakaa kolmeen osaan: hallinnointipalkkioihin, tuottosidonnaisiin palkkioihin sekä muihin tuottoihin, jotka sisältävät merkintä-, lunastus- ja transaktiopalkkiot.

Hallinnointipalkkiot

Hallinnointipalkkioiden ennustettavuus on erittäin hyvä ja ne ovat sijoittajan kannalta Titaniumin arvokkainta tulovirtaa. Arviomme mukaan yhtiön hallinnointipalkkiot olivat viimeisen 12kk aikana (H2'22–H1'23) noin 19 MEUR, josta Hoivakiinteistöt-rahaston osuus oli noin 14 MEUR.

Tuottosidonnaiset palkkiot

Titaniumilla on käytössä tuottosidonnainen komponentti sen kaikissa kolmessa kiinteistörahastossa. Näissä on rahastoyhtiön näkökulmasta hyvin houkutteleva palkkiorakenne, minkä myötä tuottopalkkioiden osuus liikevaihdosta on viime vuosina ollut varsin korkea. Viimeisen 12kk aikana konsernin tuottopalkkiot olivat arviomme mukaan noin 7 MEUR, ja ne tulivat käytännössä kokonaan Hoivarahastosta. Kiinteistörahastojen tuottosidonnaiset palkkiot

ovat sijoittajan näkökulmasta perinteisistä rahastoista saatavia tuottopalkkioita arvokkaampia johtuen niiden paremmasta ennustettavuudesta. Titaniumilla ennustettavuutta parantaa huomattavasti se, että tuottosidonnaisten palkkioiden laskenta perustuu kalenterivuoden sijaan rahaston tuottoon sen perustamisesta asti. Tämä tasoittaa tuottosidonnaisen komponentin vaihtelua ja yhtiö tuleeekin kirjaamaan vielä useamman vuoden tuhteja tuottosidonnaisia palkkioita, vaikka Hoivarahaston tuotto valuukin näkemyksemme mukaan asteittain kohti aitakorkoa ja lopulta sen alle.

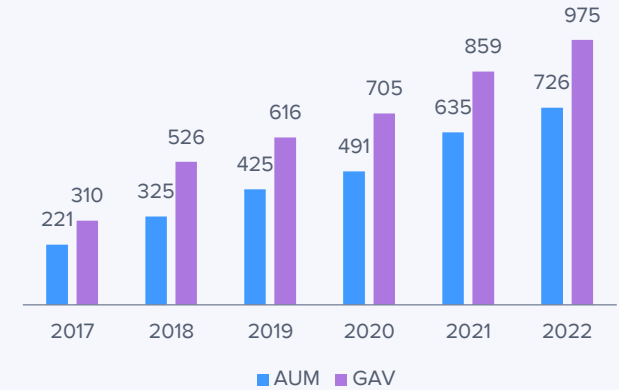
Muut palkkiotuotot

Muut palkkiotuotot sisältävät rahastojen merkintä- ja lunastuspalkkiot sekä transaktiopalkkiot, joita yhtiö veloittaa kiinteistörahastoistaan kohteita myytäessä tai ostadessa. Transaktiopalkkio on alalla harvinainen ja Titaniumin osalta muista palkkiotuotoista selvästi merkittävin. Arviomme mukaan yhtiö on saanut viimeisen 12kk aikana muita palkkiota yhteensä noin 2 MEUR.

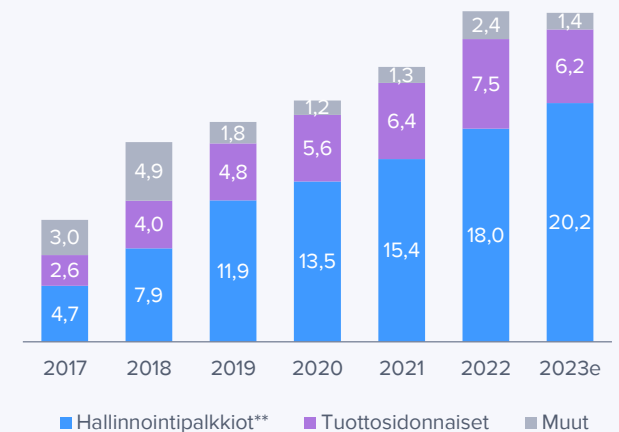
Palkkioiden jakauma parantunut selvästi

Kokonaisuutena Titaniumin palkkiotuottojen jakauma on parantunut merkittävästi viime vuosien 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 korkeana, mikä nostaa yhtiön riskiprofilia. Viime vuosien tuotelanseerauksista Baltia Kiinteistöt -rahastolla on potentiaalia nousta lähivuosina Hoivan rinnalle merkittävään kokoluokkaan.

Rahastopääomien kehitys



Palkkiotuottojen jakauma* (MEUR)

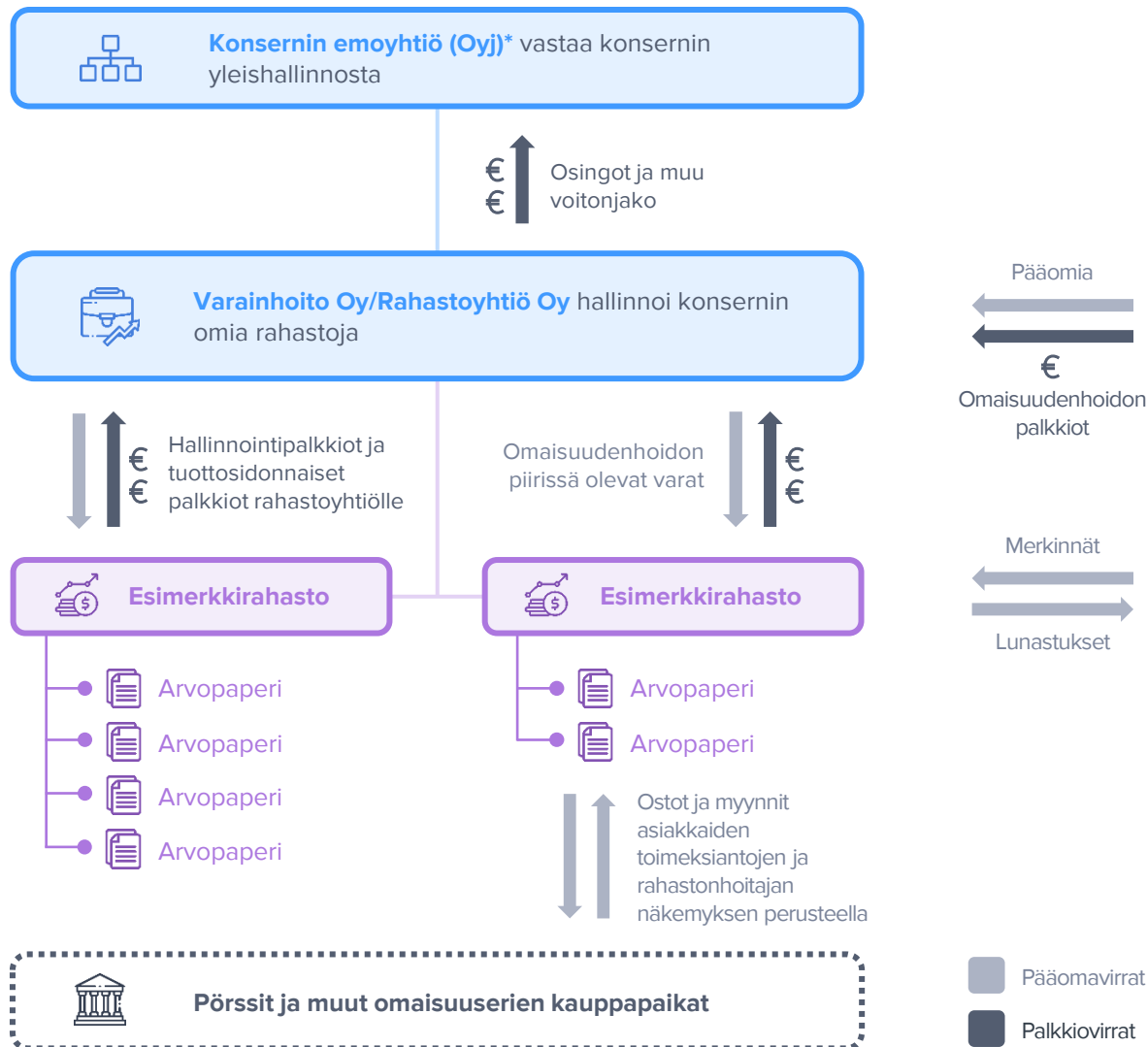


*Inderesin arvio

**Sisältää omaisuudenhoidon palkkiot

Lähde: Titanium / Inderes

Varainhoidon liiketoimintamalli yksinkertaistettuna



Omaisuuksienhoitoon asiakkaat

- Täyden valtakirjan omaisuuksienhoitoon varainhoitoyhtiö vastaa asiakasvarojen allokatiosta eri omaisuserien ja tuotteiden välillä.
- Varainhoitaja voi hyödyntää sekä omia rahastojaan että ulkopuolisten toimijoiden sijoitustuotteita.
- Omaisuuksienhoitoon merkitys Titaniumille on tällä hetkellä vaatimaton.

Rahastosijoittajat

- Sijoittajat voivat tehdä merkintöjä myös suoraan yhtiön hallinnoimiin rahastoihin. Titaniumin kohdalla valtaosa pääomista koostuu suorista rahastosijoituksista
- Avoimissa rahastoissa merkintöjä ja lunastuksia voi tehdä tyypillisesti joko päivittäin tai kvartaaleittain rahaston tyyppistä riippuen.

*Huom: Kuvion on tarkoitus havainnollistaa tyypillistä varainhoitopalvelun liiketoimintamallia eikä se siten huomio esimerkiksi Titaniumin täsmällistä konsernirakennetta.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

Hoivarahasto

Hoivarahasto on poikkeuksellisen hyvä tuote

Titanium perusti Hoivakiinteistö-rahastonsa vuonna 2013. Rahaston aloitusajankohta oli erinomainen ja sen kehitys on ollut erittäin vahvaa läpi toimintahistorian. Palkkiorakenteeltaan Hoivarahasto on erittäin houkutteleva tuote rahastonhoitajan näkökulmasta. Kiinteä hallinnointipalkkio on kiinteistörahastoille tyypilliseen tapaan korkea ja lisäksi tuottosidonnainen palkkio 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 katetaan osittain tiettyjä rahaston hoitoon liittyviä kuluja (mm. kiinteistöjen arvonmääritys), on selvää, että transaktiopalkkio on yhtiön kannalta erittäin houkutteleva ja parantaa Hoivan tuotekohtaista kannattavuutta merkittävästi. Rahasto on vaihtoehtoisille rahastoille tyypilliseen tapaan auki lunastuksille neljä kertaa vuodessa, mikä puolestaan parantaa pääoman pysyvyyttä.

Korkeasta kulurakenteesta huolimatta rahaston tuotot sijoittajille ovat olleet sen perustamisesta asti erittäin hyvällä tasolla ja vuotuinen tuotto on ollut keskimäärin yli 9 %. Enemmistö tästä on tullut kiinteistöjen vuokratuotoista.

Pitkät vuokrasopimukset parantavat ennustettavuutta

Hoivarahaston portfolio on arviomme mukaan varsin hyvässä kunnossa. Kiinteistökananta on suhteellisen uutta, vuokrasopimusten keskipituus on pitkä (11,5 vuotta) ja vuokrausaste lähes 100 % (salkun

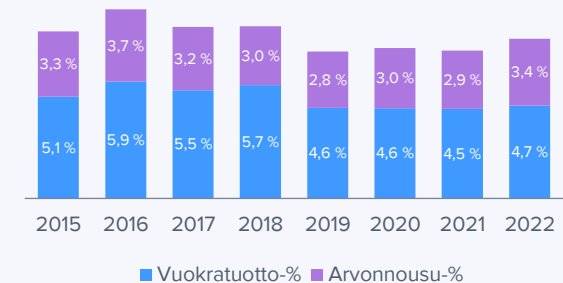
tarkemmat tiedot seuraavalla sivulla).

Rahaston palkkiot toistaiseksi kestäväällä tasolla

Sijoittajien kannalta keskeinen kysymys Hoivarahastoon liittyen on sen palkkiotason kestävyys. Rahaston historiallinen kokonaispalkkiotaso on ollut arviomme mukaan erittäin korkea (2014–2022 keskiarvo 5,5 %), mutta kuitenkin selkeällä laskutrendillä. Laskutrendin taustalla ovat tuottosidonnaisen palkkion sekä transaktiopalkkioiden osuuden asteittainen lasku.

Vielä reilu vuosi sitten Hoivarahaston tuottonäkymä oli sangen haastava, kun salkun nettovuokratuotto oli laskenut alimmillaan noin 5,3 %:iin. Laskelmiemme mukaan rahaston nykyistä palkkiorakennetta voidaan ylläpitää niin pitkään, kun rahaston nettovuokratuotto ylittää 5 %. Arviomme mukaan 4,5–5,0 %:n välillä nettovuokratuotto ei enää riitä tarjoamaan riittäviä tuottoja sijoittajille, mikä käytännössä tyrehdyttäisi uusmyynnin ja kasvattaisi myös asteittain lunastuksia. Korkotason nousu vaikutti kuitenkin myös kiinteistöjen hinnoitteluun, ja nykyinen alkutuotto (5,7 %) tarjoaa edellytykset aitakoron ylittävään tuottoon yltämiseksi aiempia arvioitamme pidempään. Isossa kuvassa tuottovaatimuksen mahdollinen lasku tulevaisuudessa ei kuitenkaan enää tarjoa aiempien vuosien tapaista piristysruisketta rahaston tuottoihin, joten kokonaispalkkiotaso valuu asteittain kohti 3 %:n tasoa (kiinteä hallinnointipalkkio 2,95 %). Tuottonäkymä on kuitenkin mielestämme riittävä nettomerkintöjen houkuttelemiseksi, ja Hoivarahaston kohdalla kysymys on mielestämme ennen kaikkea Titaniumin kyvystä myydä kiinteistötuotetta selvästi aiempaa haastavammassa markkinassa.

Hoivarahaston tuotto sijoittajille



Hoivarahaston perustiedot 7/2023

NAV	504 MEUR
GAV	691 MEUR
Velkavipu	27,5 %
Vuokrausaste	99,2 %
Nettovuokratuotto	5,69 %
Kohteiden lukumäärä	154 kpl
Vuokrasopimusten keskipituus	11,5 vuotta

Hoivarahaston palkkiorakenne

Hallinnointipalkkio

- 2,95 % omasta pääomasta

Transaktiopalkkio

- Enintään 2 % hankitun kiinteistön arvosta

Merkintäpalkkio

- 2 % merkitystä summasta

Lunastuspalkkio

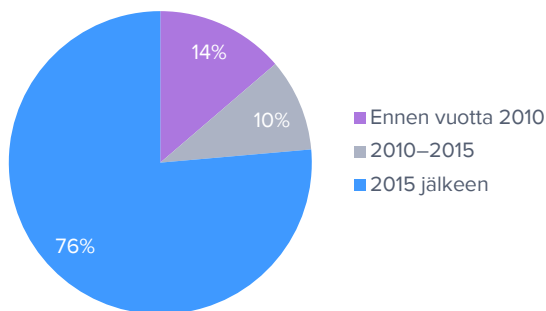
- 3 % jos omistusaika alle 1 vuosi, 2 % jos omistusaika 1–3 vuotta, 1 % jos omistusaika yli 3 vuotta

Tuottosidonnainen palkkio

- 20 % referenssituoton (7 %) ylittävästä tuotosta rahaston alusta lukien

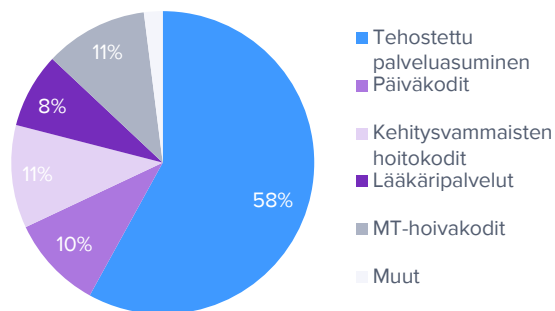
Hoivarahaston tarkemmat tiedot

Kiinteistöjen ikäjakauma 2022*

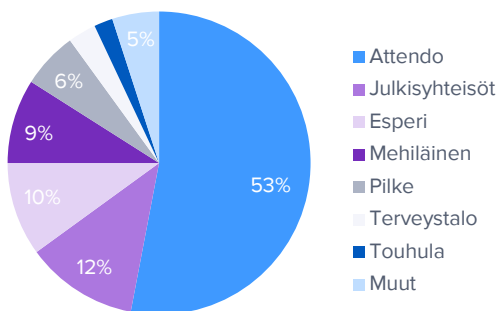


* Rakennus- tai peruskorjausvuosi. Jakauma laskettu kerrosneliöiden mukaan.

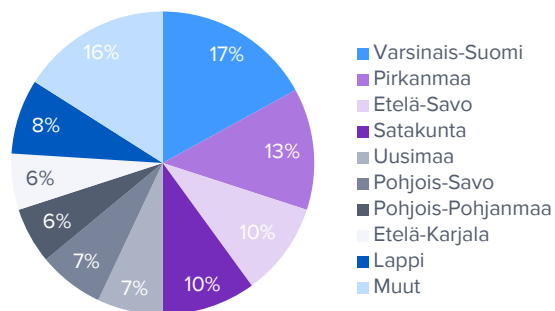
Kiinteistöjen toimialajakauma 2022



Kiinteistöjen vuokralaisjakauma 2022



Kiinteistöjen alueellinen jakauma 2022



Lähde: Titanium

PORTFOLION KOKO

691 MEUR

7/2023



Valmiiden ja rakentamisvaiheessa olevien kohteiden pinta-ala oli yhteensä noin 214 000 m² ja kiinteistökohteita oli salkussa 154 kpl.



Kiinteistöt ovat verrattain uusia ja vuoden 2022 lopussa noin 86 % kannasta oli rakennettu tai peruskorjattu vuoden 2010 jälkeen.



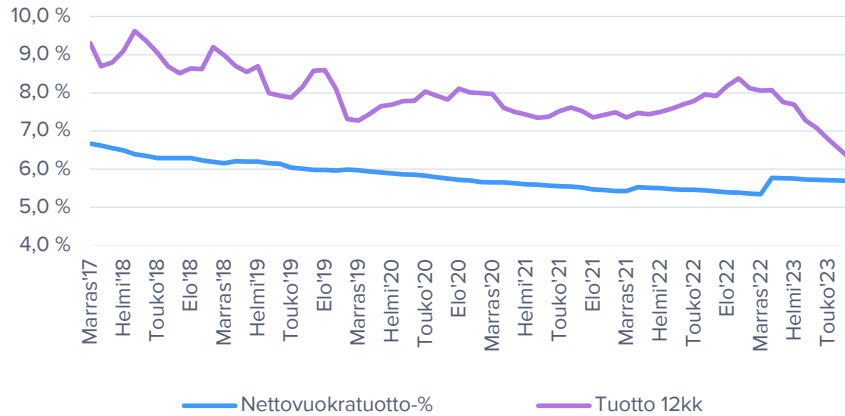
Vuokralaisia oli yhteensä 35. Attendon osuus portfolioissa on kuitenkin hallitseva sen vastatessa noin 53 % nettovuokratuotoista.



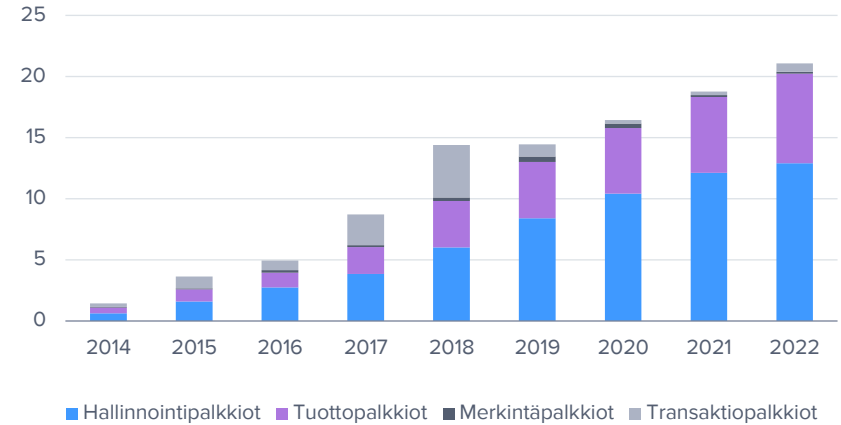
Maantieteellisesti kiinteistöportfolio on jakautunut myös kasvukeskusten ulkopuolelle, mikä kasvattaa salkun jäännösarvoriskiä.

Hoivarahaston tarkemmat tiedot

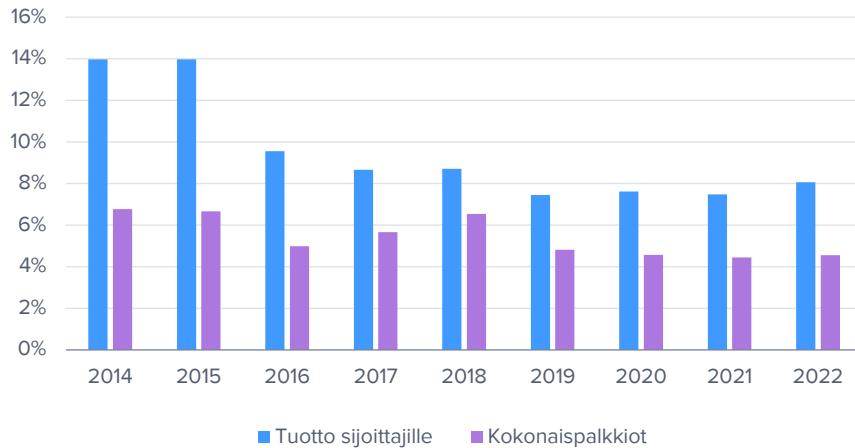
Titanium Hoivarahaston tuotto-%



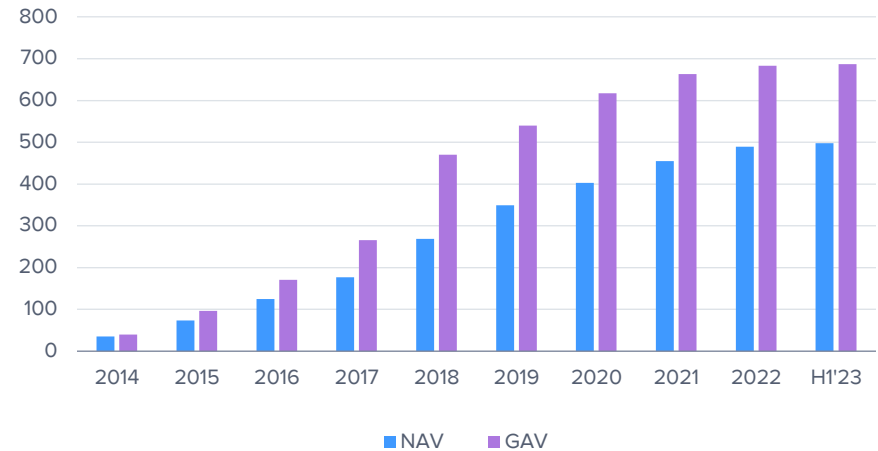
Hoivarahaston palkkiotuotot (MEUR)



Hoivarahaston tuotot ja palkkiot



Hoivarahaston kokoluokan kehitys (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7

Kilpailu kohteista on maltillistunut

Hoivarahaston kasvunäkymät ovat arviomme mukaan parantuneet selvästi viimeisen vuoden aikana. Aiemmin haasteena oli erityisesti kova kilpailu hoivakohteista, sillä kysynnän ja tarjonnan epätasapaino nosti kiinteistöjen hintoja samalla tukien rahaston tuottoa. Vahva tuottotaso puolestaan kasvatti rahaston kiinnostavuutta sijoittajien silmissä, mikä houkutteli rahastoon reilusti uutta pääomaa. Samalla rahaston varojen allokointi sijoituskohteisiin muuttui selvästi aiempaa haastavammaksi, kun tuotto-odotukseltaan järkeviä kohteita oli niukasti saatavilla. Rahaston käteispaino onkin viime vuodet ollut jatkuvasti yli tavoitetason ja velkavipu vastaavasti alle tavoitetason, mikä johti rahaston väliaikaiseen sulkemiseen vuonna 2021.

Tilanne on kuitenkin hieman elänyt, sillä esimerkiksi yksityisten hoivayhtiöiden investointihalut ovat matalat johtuen muun muassa yhtiöiden kohtalaisen korkeista velkatasoista, nousseista markkinakoroista, sekä kannattavuushaasteista, mikä on laskenut hoivatiilojen kysyntää. Toisaalta yksittäisiä merkittäviä kiinteistöomistajia on poistunut markkinalta (kuten SBB Norden, joten tarjontapuoli näyttää sijoittajan silmin aiempaa paremmalta. Toistaiseksi merkittävästä muutoksesta ei kuitenkaan voida puhua, sillä kiinteistöjen hinnoittelussa ole nähty merkittävää notkahdusta kohtalaisen suurista realisoinneista ja yleisestä tuottovaatimusten noususta huolimatta.

Toinen merkittävä muutos markkinassa liittyy SOTE-uudistukseen, sillä vuoden 2023 alusta

hoivapalveluiden järjestämisvastuu siirtyi kunnilta vastikään perustetuille hyvinvointialueille. Oletuksemme on edelleen, että muutaman vuoden tähtäimellä merkittävä osa Suomen kunnista tulee myymään ainakin osan hoiva- ja yhteiskuntakiinteistöistään ulkopuolisille toimijoille, minkä jälkeen hyvinvointialueet vuokraavat tilansa suoraan yksityiseltä sektorilta. Tämä tarjoaa ainakin väliaikaista helpotusta usean kunnan taloustilanteeseen, kun varoja vapautuu kiinteistöistä muihin budjetin osiin. Käytännön toteutus on tosin vaiheessa, eikä kuntien toteuttamia merkittäviä kiinteistökauppoja ole vielä näkynyt muutamaa poikkeusta lukuun ottamatta. Aiemmin esiin nostamamme riski investointien aikataulun viivästyisestä yli vuoden 2023 näyttäisi siten toteutuvan.

Kokonaisuudessaan markkina on kuitenkin aiempaa terveempi, vaikka lähitulevaisuuden kehitykseen liittyy yhä merkittävää epävarmuutta. Samalla pitkän aikavälillä näkymä on edelleen erittäin hyvä johtuen 1) Suomen ikääntyvästä väestöstä, 2) vanhasta ja epäoptimaalisesta hoivakiinteistökannasta etenkin julkisella puolella sekä 3) julkisen sektorin jatkuvista kustannuspaineista. Viime vuosien aikana hoivapaikkojen kasvua ovatkin ajaneet vapaarahoitteiset kohteet, ja julkisen sektorin panostukset ovat vastaavasti olleet laskussa. Vielä vuonna 2017 ARA-rahoitteisten hoivakotien osuus kaikista palveluasunnoista oli 82 %. Onkin mielestämme selvää, että myös tulevaisuudessa investoinnit hoivakiinteistöihin tulevat kasvamaan merkittävästi nykytasoltaan ja huomattava osa tästä tullaan rahoittamaan yksityisellä pääomalla.

Hoivamarkkinan merkittävin riski puolestaan liittyy kohteiden sijainteihin. Jo tällä hetkellä palveluasumisen paikoissa on ylitarjontaa joissain maakunnissa, kun uusia hoivakoteja on pystytetty muun muassa kiinteistörahastojen toimesta. Tilanne voi pahentua entisestään, sillä palveluasumista eniten hyödyntävien 75–85 vuotiaiden määrän ennustetaan kääntyvän laskuun 2030-luvulla. Toisaalta kasvukeskuksissa hoivapaikoista on yhä pulaa, mikä korostaa salkun maantieteellisen jakauman merkitystä.

Hoivasijoituksille riittää vielä kysyntää

Sijoittajakysynnän osalta hoivakohteista kiinnostuneiden sijoittajien määrä on arviomme mukaan laskussa muun kiinteistösiioittamisen vanavedessä. Tähän vaikuttavat erityisesti nousseet markkinakorot, jotka asettavat painetta tuottovaatimuksille ja kiinteistöjen arvostustasoille sekä tarjoavat pitkästä ajasta relevantin ja matalariskisen vaihtoehdon muille sijoitusmuodoille. Samalla varsin negatiivissävyytteiden uutisointi aiheen tiimoilta on omiaan heikentämään kiinteistösiioittusten vetovoimaa lyhyellä aikavälillä.

Hoivakiinteistöjen houkuttelevat fundamentit (pitkät vuokrasopimukset ja suhteellisen korkeat nettovuokratuotot) ovat kuitenkin mielestämme ennallaan, minkä vuoksi odotamme rahastoluokalle riittävän kysyntää myös jatkossa. Nousseiden tuottovaatimusten myötä myös pidemmän aikavälin tuottonäkymä on aiempaa houkuttelevampi. Titanium Hoivarahaston ensisijainen haaste onkin siirtynyt pääomien allokoinnista uusmyyntiin.

Yhteiskuntakiinteistömarkkinan ajurit ja trendit



Hoivapalveluiden keskeiset kysyntäajurit



Väestön ikääntyminen

Suomen väestö on yksi Euroopan nopeimmin ikääntyvistä. Yli 75-vuotiaiden määrän odotetaan kasvavan lähes 60 %:iin vuoteen 2040 mennessä. Ikääntymisen taustalla on ovat suurten ikäluokkien ikääntyminen sekä vanhusten eliniänodotteen voimakas kasvu.



Väestön keskittyminen

Suomessa on tällä hetkellä käynnissä historiallisen nopea muuttoliike maalta kaupunkiin. Väestön keskittyminen ja kaupungistuminen luovat vahvan kysynnän ja tarpeen päiväkodeille, kouluille sekä hoivatiloille – 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.

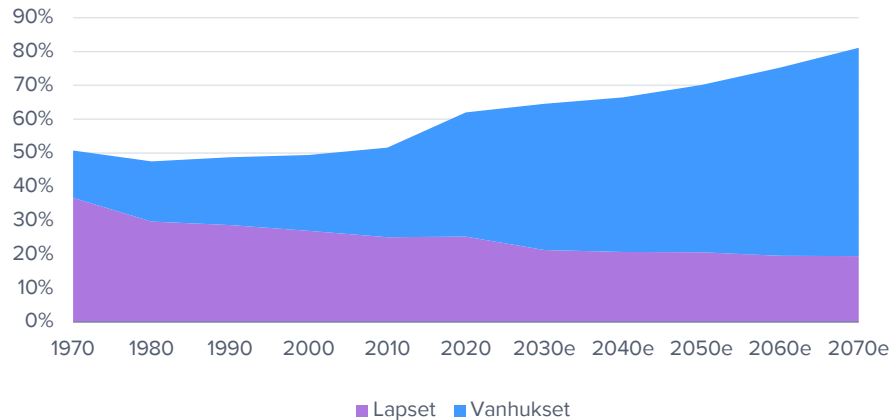


Palvelusetelin käytön yleistyminen

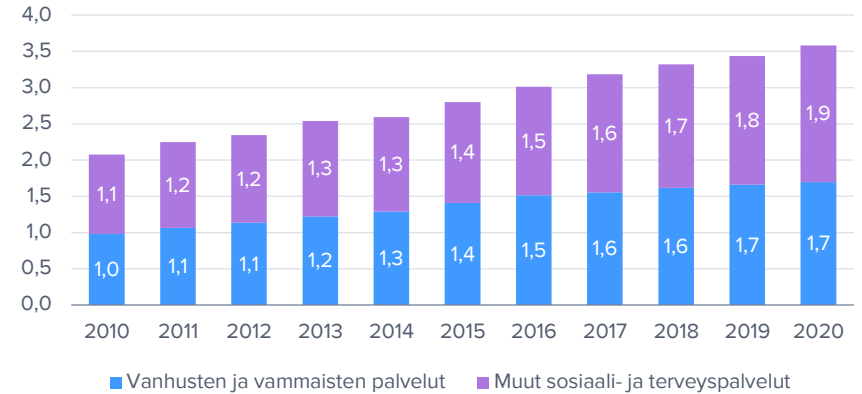
Odotamme palvelusetelien käytön jatkavan kasvuaan ja lisäävän merkittävästi kysyntää yksityisille päivä- ja hoivakoti kiinteistöille. Päivähoitossa yksityisen sektorin osuus on arviomme mukaan vasta noin 15–20 %.

Hoivamarkkinan ajurit ja trendit

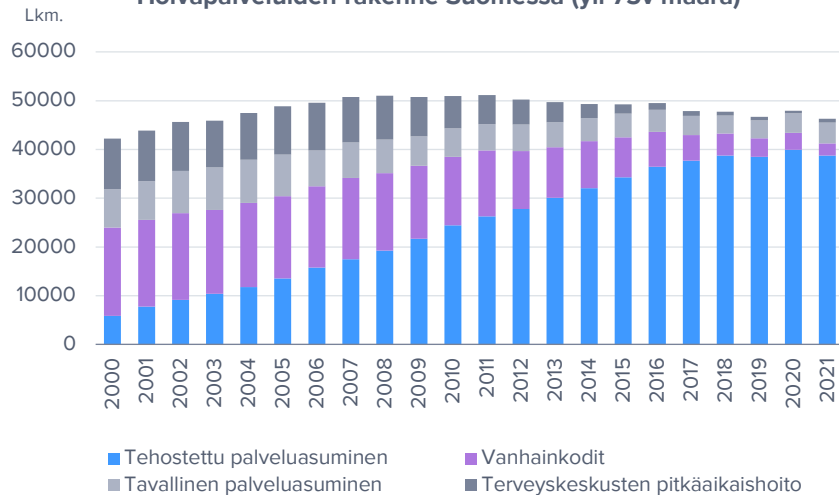
Väestöllinen huoltosuhte 1970–2070e



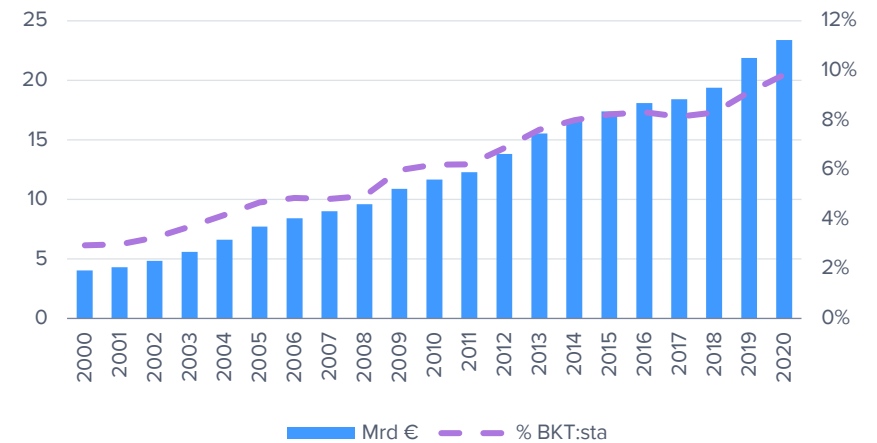
Kuntien ja kuntayhtymien ostot yksityiseltä sektorilta (mrd. €)



Hoivapalveluiden rakenne Suomessa (yli 75v määrä)



Kuntien ja kuntayhtymien lainakanta



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

Baltia Kiinteistöt-rahasto

Titaniumin Baltia Kiinteistöt -rahasto aloitti toimintansa kesäkuussa 2021. Rahasto sijoittaa laajasti eri kiinteistöluokkiin Baltiassa (Viro, Latvia, Liettua) ja sijoitukset painottuvat uudehkoihin tai modernisoituihin kohteisiin. Sijoitusuniversumi on melko laaja ja sisältää muu muassa logistiikka- ja tuotantokiinteistöjä, toimistotiloja, kaupallisia tiloja, asuntoja sekä yhteiskuntakiinteistöjä. Alussa rahasto keskittyy ostamaan valmiita kiinteistöjä portfolioon, mutta myöhemmässä vaiheessa se voi rakennuttaa kohteita myös itse.

Houkutteleva tuottotaso kasvumarkkinalla

Baltiassa talous on kehittynyt positiivisesti ja BKT:n kasvu on ollut selvästi voimakkaampaa kuin Suomessa. Eurostatin tilastojen perusteella bruttokansantuotteen vuosittainen reaalin kasvu oli Baltiassa keskimäärin 3,8 % vuosina 2010–2022, kun vastaava luku Suomen osalta oli 0,6 %. Näin ollen alueen pääkaupungit ja kasvukeskukset tarjoavat kiinnostavia mahdollisuuksia sijoittajille, kun esimerkiksi verkkokauppojen kasvu lisää modernien varasto- ja logistiikkakiinteistöjen kysyntää. Sijoittajan kannalta useat eri kiinteistöluokat ja maantieteellinen hajautus laskevat rahaston riskiprofiilia ja tarjoavat samalla väylän kasvaviin kiinteistömarkkinoihin.

Newsecin julkaiseman markkinatutkimuksen perusteella kiinteistöjen alkutuottotasot ovat Baltiassa tällä hetkellä huomattavasti Suomea korkeammalla, mikä nykyisessä nousseiden korkojen ympäristössä luonnollisesti lisää rahaston houkuttelevuutta asiakkaan näkökulmasta. Esimerkiksi logistiikka- ja toimistokiinteistöjen nettotuottovaatimukset ovat Baltia-rahaston

kannalta keskeisillä alueilla (Tallinna, Vilna ja Riika) noin 2,0–2,5 %-yksikköä korkeampia kuin Helsingissä. Myös inflaatio on ollut Baltiassa selvästi Pohjoismaita korkeammalla, mikä kasvattaa tuottopotentiaalia niissä kohteissa, joissa vuokrien indeksikorotuksia pystytään viemään läpi.

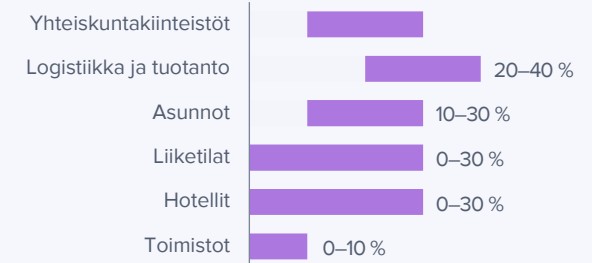
Rahaston potentiaali konsernille merkittävä

Palkkiorakenteeltaan Baltia-rahasto muistuttaa Titaniumin Hoivarahastoa, vaikka kiinteä hallinnointipalkkio on aavistuksen matalampi. Yhdessä tuottosidonnaisen palkkion ja 2 % transaktiopalkkion kanssa se on kuitenkin rahastonhoitajan kannalta edelleen erittäin houkuttelevalla tasolla.

Baltia-rahaston myynti lähti varsin hyvin käyntiin, ja ensimmäisen toimintavuoden aikana Titanium keräsi rahastoon yhteensä noin 80 MEUR nettomerkintöjä. Tämän jälkeen tahti on hidastunut selvästi, mistä on arviomme mukaan pääosin syyttämisen kiinteistömarkkinan yleisiä haasteita (nousevat korot, laskevat arvostukset), jotka heijastuvat myös Titaniumin uusmyyntiin. Vaikka Baltia-rahaston myynti ei olekaan yltänyt alkuperäisiin ennusteisiimme, odotamme rahaston palaavan lähivuosina terveeseen 35–45 MEUR:n kasvuun uusmyynnin ja positiivisten arvonmuutosten siivittämänä.

Titanium itse toteaa tavoitteekseen kasvaa yhdeksi Baltian merkittävimmistä kiinteistösijoittajista, mikä tarkoittaisi arviomme mukaan satojen miljoonien sijoitusvarallisuutta. Sijoittajan kannalta olennaista on, että tässä kokoluokassa rahasto olisi jo konsernin tasolla merkittävä palkkiotuottojen lähde ja laskisi selvästi Titaniumin riippuvuutta Hoivarahastosta, mikä puolestaan laskisi yhtiön riskitasoa.

Rahaston tavoitealokaatio



Baltia-rahaston perustiedot 7/2023

NAV	174 MEUR
GAV	112 MEUR
Velkavipu	35,6 %
Vuokrausaste	99,9 %
Nettovuokratuotto	6,8 %
Kohteiden lukumäärä	10 kpl
Vuokrasopimusten keskipituus	11,6 vuotta

Baltia-rahaston palkkiorakenne

Hallinnointipalkkio

- 2,75 % omasta pääomasta

Transaktiopalkkio

- Enintään 2 % hankitun kiinteistön arvosta

Merkintäpalkkio

- 2 % merkitystä summasta

Lunastuspalkkio

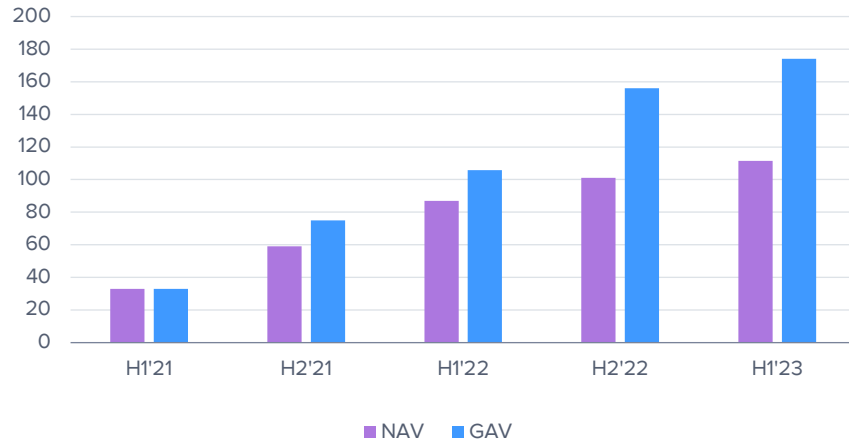
- 3 % jos omistusaika alle 1 vuosi, 2 % jos omistusaika 1–3 vuotta, 1 % jos omistusaika yli 3 vuotta

Tuottosidonnainen palkkio

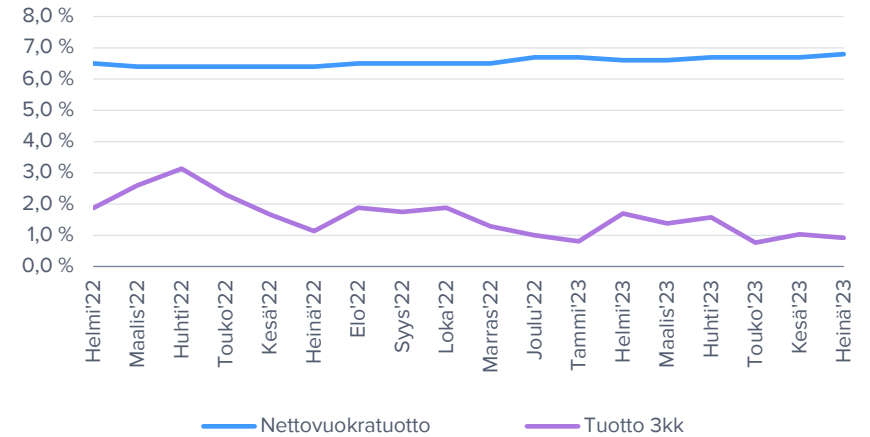
- 20 % referenssituoton (7 %) ylittävästä tuotosta rahaston alusta lukien

Baltia Kiinteistöt -rahaston tarkemmat tiedot

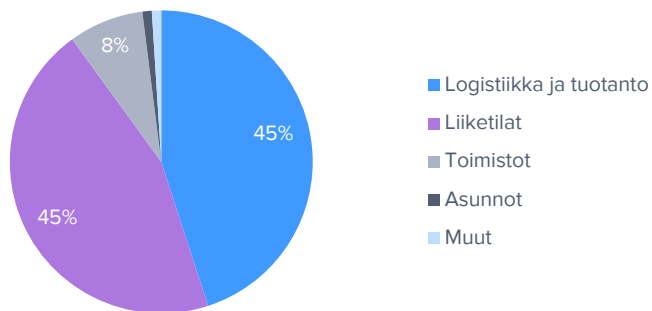
Baltia-rahaston kokoluokan kehitys (MEUR)



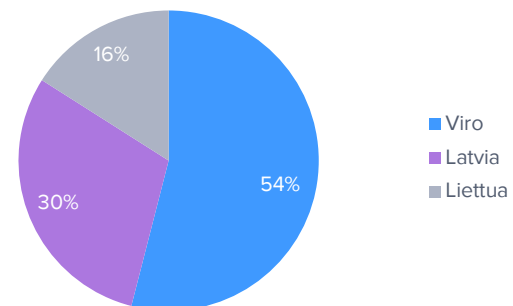
Baltia-rahaston tuotto-%



Kiinteistöjen jakauma kiinteistöluokittain (H2'23)



Kiinteistöjen jakauma kohdemaittäin (H2'23)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7

Muiden tuotteiden merkitys on olematon

Titaniumilla on Hoivarahaston ja Baltia-rahaston lisäksi viisi muuta omaa rahastotuotetta: Titanium Asunto, Titanium Kasvuosinko, Titanium Kehittyvät Markkina Kasvuosinko, Titanium Varainhoito sekä Titanium Korke. Näiden merkitys Titaniumille on suhteellisen pieni ja arviomme mukaan niiden yhteenlaskettu liikevaihto oli viimeisen 12 kuukauden aikana noin 2,7 MEUR tai noin 10 % konsernin liikevaihdosta.

Asuntorahasto on perustettu vuonna 2016 ja se sijoittaa kotimaisiin asuntoihin ja asuinkiinteistöihin. Sen koko oli 6/23 lopussa 71 MEUR, josta 46 MEUR oli omaa pääomaa. Vahvan startin jälkeen rahaston myynti on hyttynyt täysin eikä sen koko ole kasvanut H2'18 jälkeen käytännössä lainkaan. Heikon uusmyynnin taustalla ovat arviomme mukaan rahaston vaatimaton tuottotaso (2018–2022 noin 3,5 % p.a.) sekä yhtiön oman myyntikoneen fokus Hoiva- sekä Baltia-rahastoihin. Näkemysmme mukaan Asuntorahaston kasvunäkymät ovat vaisut, ja selkeä kasvu vaatisi mielestämme yhtiön onnistumista laajempien varainhoitopalveluiden myynnissä, jolloin Asuntorahasto toimisi osana hajautettua varainhoitoratkaisua.

Kasvuosinkorahasto on vuonna 2019 perustettu listattuihin osakkeisiin sijoittava rahasto. Rahaston tuottotasot ovat olleet absoluuttisesti sekä suhteellisesti hyviä, mutta tästä huolimatta rahaston myynti on ollut suhteellisen tahmeaa. Myynnin tahmeutta selittää arviomme mukaan etenkin Titaniumin myyntiorganisaation fokuoitetuminen kiinteistötuotteiden myyntiin. Rahaston koko oli 6/23 lopussa noin 42 MEUR.

Kehittyvät Markkinat Kasvuosinko on vuoden 2022 lopulla toimintansa aloittanut osakerahasto, joka sijoittaa varansa vastuullisesti toimivien kehittyvien markkinoiden yhtiöihin. Rahaston koko oli 6/23 lopussa noin 15 MEUR, joten papereissamme myynti on lähtenyt varsin kelpollisesti käyntiin.

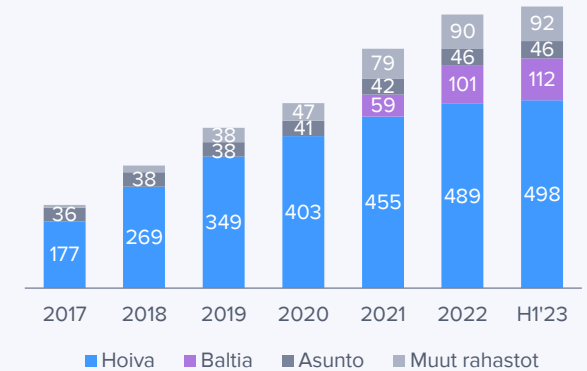
Titanium **Varainhoito** on vuoden 2021 alussa toimintansa aloittanut yhdistelmärahasto, joka sijoittaa pääosin osake-, korko- ja reaaliomaisuusrahastoihin. Kesäkuussa 2023 rahaston pääoma oli 20 MEUR.

Kokonaisuudessa yhtiön osake- ja yhdistelmärahastojen myynti on selvästi piristynyt viimeisen puolentoista vuoden aikana, kun laskelmiemme mukaan näihin on virrannut uutta pääomaa vajaa 30 MEUR. Vastaavalla ajanjaksolla yhtiöiden päätuotteiden (Hoiva ja Baltia-rahasto) myynti on ollut noin 85 MEUR. Tämä on luonnollisesti positiivinen seikka, joka hieman laskee yhtiön riippuvuutta yksittäisestä tuotteesta.

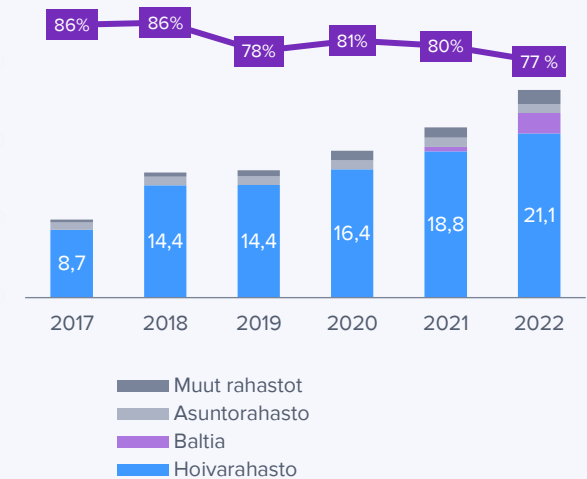
Arviomme mukaan muilla rahastoilla on hyvät edellytykset jatkaa selkeää kasvuaan lähivuosina, mutta näiden merkitys jää hyvässäkin skenaariossa konsernitasolla rajalliseksi. Rahastojen keskimääräinen palkkiotaso on myös kiinteistörahastoja matalampi – arviomme mukaan noin 1,5–1,7 % hallinnoitavasta varallisuudesta.

Titaniumilla oli aiemmin myös valikoimassaan **Kansainväliset kiinteistöt** -rahasto, jonka yhtiö lakkautti vuoden 2022 syyskuussa. Arviomme mukaan päätöksen taustalla oli rahaston odotuksista jäänyt vaisu myynti, sillä sen koko ei kasvanut vuoden 2019 jälkeen.

Rahastojen AUM (MEUR)



Rahastojen liikevaihdot (MEUR)



*Inderesin arvio
Lähde: Titanium / Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

Kulurakenne

Kulutehokkuus alan kärkeä

Titaniumin kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin yksinkertainen ja kiinteät kulut näyttelevät valtaosaa kuluista. Suurimman yksittäisen kuluerän muodostavat henkilöstökulut, jotka olivat asiamiespalkkiot huomioiden viimeisen 12kk aikana noin 7,5 MEUR tai noin 27 % liikevaihdosta. Keskimääräinen henkilöstökulu (sis. asiamiespalkkiot) on noin 110 TEUR/henkilö, joka on jonkin verran alle keskeisten verrokkien (kuvio sivulla 32). Mielestämme verrokkeja alhaisempaa tasoa selittää yhtiön liiketoimintamallin mukaisesta henkiläjakaumasta (vähän rahastonhoitajia sekä yksityispankkiireja).

Toiseksi merkittävien erä ovat muut kulut (mm. IT, vuokrat ja markkinointi), jotka olivat viimeisen 12kk aikana 2,5 MEUR tai 9 % liikevaihdosta. Taso on erittäin alhainen absoluuttisesti sekä suhteellisesti ja Titanium onkin verrokkiryhmän tehokkaimpia yhtiöitä.

Kolmas merkittävä kuluerä ovat palkkiokulut, jotka koostuvat jakelijoille maksettavista palkkioista, back-officen ulkoistamisesta ja kiinteistörahastojen tietyistä kuluista (mm. arvonmääritys). Myös asiamiesten palkkiot näkyvät Titaniumin omassa raportoinnissa tällä rivillä, mutta olemme omissa laskelmissamme huomioineet ne osana henkilöstökuluja. Palkkiokulut olivat asiamieskulut oikaistuna noin 1 MEUR tai noin 4 % liikevaihdosta.

Viimeinen merkittävä kuluerä yhtiölle ovat poistot. Yhtiö poistaa FAS-kirjanpitosäädösten mukaisesti liikearvoa 5 vuoden tasapoistoilla. Nykyinen noin 1,8 MEUR vuotuinen taso käsittää Investium-

kaupasta syntyneen liikearvon, joka on täysimääräisesti poistettu vuoden 2023 loppuun mennessä. Näillä liikearvopoistoilla ei ole kassavirtavaikutusta, joten ne on syytä oikaista yhtiön tuloksesta, jotta lukujen vertailtavuus IFRS-raportointia harjoittaviin kilpailijoihin parane. Muut poistot (0,5 MEUR) sisältävät pääosin IFRS 16 -vuokria ja ilman tätä yhtiön poistotasoa olisi noin 100 TEUR.

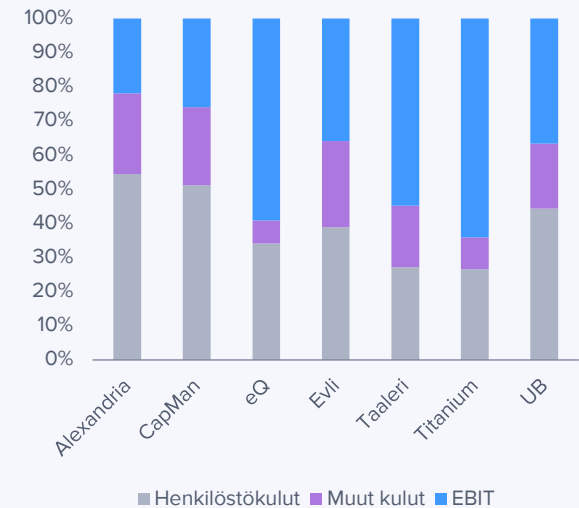
Titaniumin kannattavuus on viime vuosina ollut erinomaisella tasolla ja 2016–2022 keskimääräinen liikearvopoistoista oikaistu liikevoittomarginaali on ollut noin 57 %. Yhtiön kulurakenne erottuu merkittävästi edukseen suhteessa sen listattuihin verrokkeihin ja kulutehokkuus on yhdessä eQ:n kanssa selvästi verrokkiryhmän paras. Poikkeuksellisen kulutehokkuuden taustalla on Hoivarahaston poikkeuksellisen korkea tuotekohtainen kannattavuus sekä yhtiön erittäin tehokas organisaatorakenne.

Kannattavuus erinomaisella tasolla

Yhtiö on tehnyt H1'23 aikana sen mittakaavassa isoja kasvupanostuksia (käytännössä rekrytointeja). Nämä rekrytoinnit rasittavat kannattavuutta lyhyellä aikavälillä, mutta tästä huolimatta kannattavuus on säilynyt erinomaisella tasolla.

Yhtiön nykyinen erinomainen kulutehokkuus huomioiden emme näe suhteellisessa kannattavuudessa enää oleellista nousuvaraa nykyisellä liiketoimintarakenteella, sillä arviomme mukaan kulut skaalautuvat enää rajallisesti. Jatkossa tuloskasvu tuleekin yhä selvemmin liikevaihdon kasvun kautta.

Verrokkien kulurakenteet 2022
(konserniluvut)



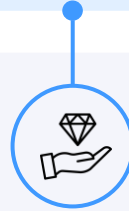
Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Titaniumin strategian kulmakivet / erottautumistekijät



Uudet ja innovatiiviset tuotteet

Titaniumin vahvan kasvun mahdollistajina ovat toimineet uudet ja innovatiiviset rahastotuotteet, jotka ovat vastanneet oikea-aikaisesti nopeasti kasvaneeseen kysyntään esimerkiksi hoivakiinteistöihin kohdistuvissa sijoituksissa.



Fokus varakkaissa yksityishenkilöissä

Titanium on keskittynyt palvelemaan varakkaita yksityishenkilöitä, joka on erityisesti kiinteistörahastoissa selvästi instituutioasiakkaita vähemmän kilpailtu segmentti. Suurin osa yhtiön asiakkaista on sijoittanut vain yhteen yhtiön tuotteeseen.



Laaja myyntikoneisto

Titanium erottuu sen keskeisistä verrokeista myös laajalla myyntikoneistollaan. Käsitksemme mukaan myynnin parissa työskentelee nykyisin 47 henkilöä (sisältää asiamiehet), mikä vastaa noin 62 % henkilöstöstä.

Keskittyminen tarkasti valikoituihin tuoteryhmiin on johtanut hyvään hinnoitteluvoimaan, kun kilpailu vastaavissa rahastotuotteissa on ollut historiassa maltillista. Toisaalta tuotevetoisen strategian vuoksi Titaniumin osuus asiakkaidensa kokonaisvarallisuudesta on matala.

Asiakaspito ja keskimääräisen asiakkuuden kesto ovat segmentissä tyypillisesti korkeat, mikä tukee hinnoitteluvoimaa ja laskee rahastojen yleisiin palkkiotasoihin kohdistuvaa painetta. Yleinen hintaherkkyys on myös instituutioasiakkaita matalampaa.

Laaja myyntiorganisaatio on looginen seuraus valitusta asiakassegmentistä, jossa pääomat kerätään suurelta joukolta yksittäisiä sijoittajia. Titaniumilla onkin nykyisin jo yli 15 000 asiakasta. Valtaosa näistä on kuitenkin yksittäisiin tuotteisiin sijoittaneita.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Titaniumin liiketoimintamallin heikkoudet ja mahdollisuudet

Korkea riippuvuus Hoivarahastosta

Rajallinen kontrolli asiakkaista

Myyntikoneiston potentiaali ei ole täydessä käytössä

Tuotetarjonnan laajentaminen

Tuotetarjonnan laajentaminen on tulevaisuudessa kriittisessä roolissa, jotta riippuvuus yksittäisestä tuotteesta ja tämän myötä osakkeen riskitaso laskevat.

Baltia-rahaston myynti on lähtenyt käyntiin kelvollisesti, ja rahaston palkkioista voi lähivuosina muodostua konsernin tasolla merkittäviä.

Odotamme yhtiön jatkavan tuotetarjontansa laajentamista vähintään yhdellä uudella tuotteella vuosittain.

Varainhoitoon panostaminen

Rahastojen erinomaisten palkkiotasojen vuoksi Titanium voisi tarjota varainhoitopalvelua kilpailukykyisin hinnoin ja nostaa asiakaskohtaista kannattavuutta omilla tuotteillaan.

Yhtiö voisi rakentaa varainhoitopalvelunsa Hoivarahastosta sekä Baltiaa hyödyntäen, mikä taas helpottaisi palvelun erottamista kilpailijoista.

Varainhoitopalveluun panostaminen kasvattaisi yhtiön AUMia, parantaisi kontrollia sen loppuasiakkaista ja loisi pohjaa uusien sijoitus- ja rahastotuotteiden myynnille.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Titaniumin taloudelliset tavoitteet



Yli 30 MEUR liikevaihto vuoteen 2024 mennessä



Arviomme mukaan yhtiöllä on hyvät edellytykset tavoitteen saavuttamiseen.

Tämä kuitenkin edellyttää kohtuullista onnistumista Baltia- ja Hoiva-rahaston myynnissä.

Omissa ennusteissamme odotamme yhtiön pääsevän liikevaihtotavoitteeseensa vuoden 2024 aikana.



Keskimäärin +50 %:n oikaistu liikevoittomarginaali pitkällä aikavälillä



Tavoite on realistinen ja linjassa liikevaihdon kasvutavoitteen kanssa, sillä toimialalla tyypilliseen tapaan tuotteet skaalautuvat hyvin.

Tiukan kulufokuksen myötä odotamme oikaistun kannattavuuden säilyvän lähivuodet erinomaisella noin 55 %:n tasolla.

Pitkällä aikavälillä odotamme marginaalin laskevan lähemmäs 50 %:n tasoa, kun tuottosidonnaisten palkkioiden rooli laskee.



Kasvava osinko ja vähintään 70 %:n osingonjakosuhte



Kasvutavoitteiden toteutuminen ei vaadi olennaisia investointeja tai taseen vahvistamista.

Arviomme mukaan yhtiö kuitenkin haluaa säilyttää taseensa suhteen liikkumavaraa mahdollisia yrityskauppoja silmällä pitäen.

Yhtiö jakaa valtaosan tuloksestaan osinkoina, ja odotamme voitonjakosuhteen olevan lähivuosina noin 100 %.

Riskianalyysi

Hoivan riski on luonteeltaan binäärinen

Titaniumin verrokkeja korkeampi riskitaso perustuu siihen, että yhtiön liiketoiminta on poikkeuksellisen riippuvainen Hoivarahastosta (osuus liikevaihdosta ~75 %). Itse Hoivarahastoon liittyvä riskitaso varsin matala johtuen pitkistä vuokrasopimuksista, uudehkosta kiinteistökannasta, terveyden ja hyvinvoinnin kannalta kriittisestä sektorista, hajautuneesta asiakaskunnasta sekä laajasta sijoittajajoukosta. Vaikka itse Hoivarahaston riski onkin maltillinen, aiheuttaa se Titaniumille itselleen merkittävän riskikeskittymän ja tämä riski on näkemyksemme mukaan ainakin osittain ns. binäärinen. Sen realisoitumisella olisi yhtiölle katastrofaaliset seuraukset, mutta samalla 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 selvään laskuun. Tämä puolestaan vaatisi sitä, että sijoittajat alkaisivat lunastaa rahojaan pois rahastosta (AUM laskee). Skenaario, jossa sijoittajat lähtisivät isommassa mittakaavassa vetämään rahojaan pois epälikvidistä kiinteistörahastosta johtaisi potentiaalisesti negatiiviseen kierteeseen; lunastukset ruokkisivat pakkomyyntejä, jotka johtaisivat alaskirjauksiin, jotka taas puolestaan johtaisivat kiihtyviin lunastuksiin. Hallinnointiyhtiö voi toki 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 selkeää syytä: 1) korkotason nousun jatkuminen sekä säilyminen korkealla pitkään. Titanium on tähän mennessä selvinnyt korkojen nousun aiheuttamasta iskusta todella hyvin, sillä korkean inflaation myötä yhtiö on pystynyt nostamaan vuokria merkittävästi 2022 aikana (Hoivarahaston vuokrasopimukset sisältävät pääosin inflaatioklausuulit). Mikäli inflaatio kuitenkin rauhoittuisi ja korkotaso jatkaisi nousuaan, olisi tällä selkeä negatiivinen vaikutus rahaston tuottoon lyhyellä aikavälillä. Vaikutus tulisi kiinteistökannan arvonlaskun kautta (tuottovaatimus nousee) sekä nousevien korkokulujen kautta (rahasto käyttää velkavipua). Vaikka markkinoiden korkoennusteet eivät enää odotakaan korkotason nousua, on myös tämä skenaario hyvä ottaa huomioon.

Huomautamme, että tässä skenaariossa vaikutus olisi lyhyellä aikavälillä rahaston tuottoon selvästi negatiivinen, mutta samalla rahaston pitkän aikavälin tuottopotentiaali paranisi kohoavan alkutuoton seurauksena, joka todennäköisesti hillitsisi lunastusintoa.

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 luo silti valtavan riskin Titaniumille, sillä esimerkiksi

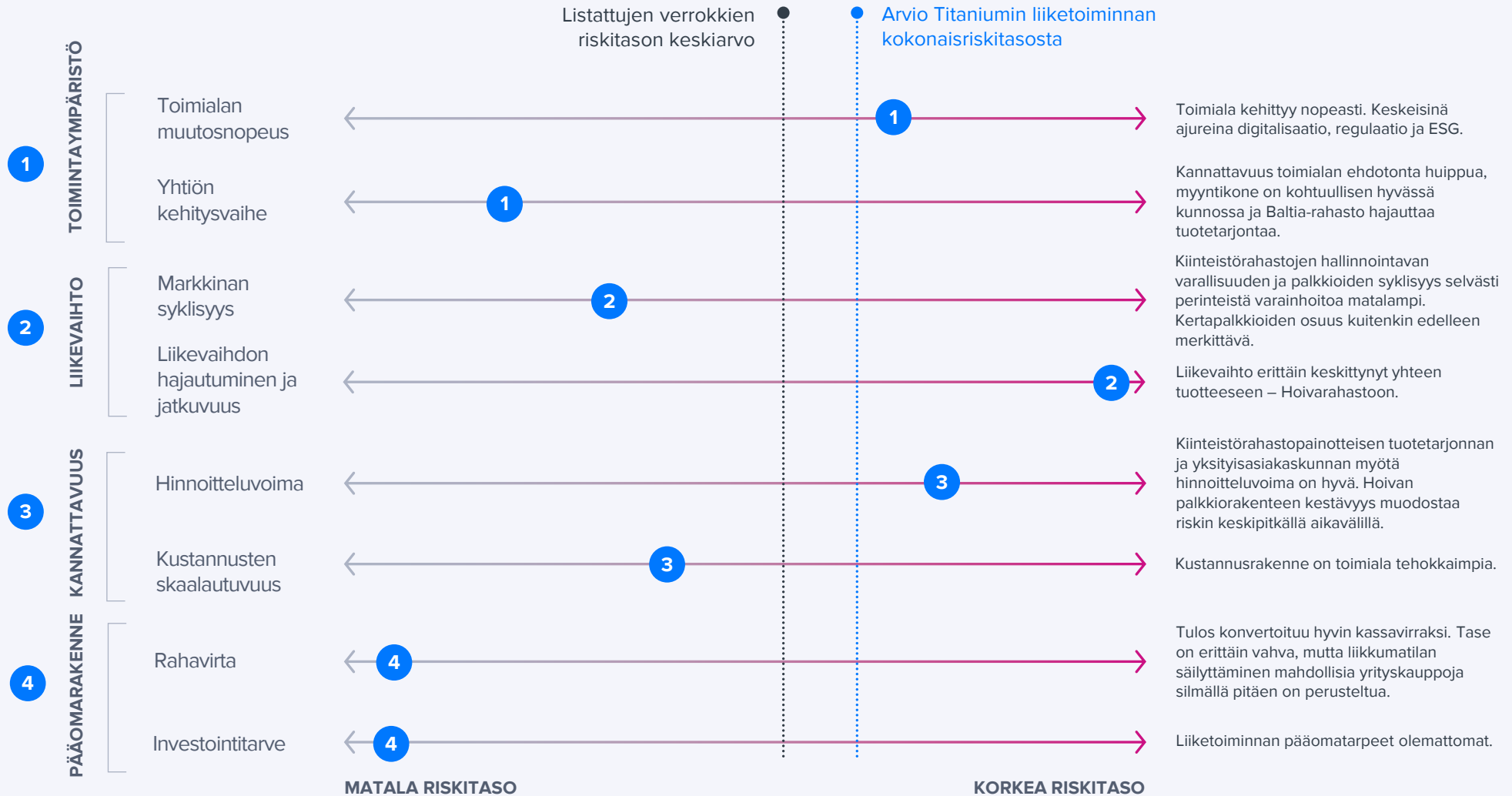
konkurssin tai velkasaneerauksen (esim. Touhula) vastapuolella on oikeus irtisanoa kiinteitä vuokrasopimuksia. Lisäksi Attendon tapauksessa sen neuvotteluvoima Titaniumia kohtaan olisi pelottavan suuri, mikä voisi johtaa sopimusten heikompiin ehtoihin myös jäljelle jäävässä vuokratannassa, mikä taas voisi realisoituessaan laskea rahaston kiinteistöjen arvoa.

Seuraava huomattava riski on luonteeltaan poliittinen. Vaikka Titaniumin Hoivarahaston oma poliittinen riski on aika pieni (hyvin epätodennäköistä, että viranomaisen puuttuisi hoivasektorin kiinteistöomistuksiin), voi tämä realisoitua epäsuorasti. Jos esimerkiksi yksityisten toimijoiden elintilaa ryhdyttäisiin reippaasti supistamaan, voisi se johtaa kohonneeseen konkurssiriskiä rahaston asiakaskunnassa.

Neljäs selkeä (mutta epätodennäköinen) riski on, että kiinteistökannan arvo jostain muusta syystä laskisi, mikä niin ikään johtaisi selvästi heikentyneeseen tuottoon. Koska kiinteistökanta on hyvin hajautunut, ei yksittäisiin kiinteistöihin liittyvää riskiä ole ja käytännössä ainoa yhteinen nimittäjä ovat asiakkaat (eli Attendo) sekä korot.

Yhteenvetona voidaan todeta, että 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 olisi tarpeen soveltaa.

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Sijoitusprofiili

1.

Kannattavuus toimialan parhaimmistoa skaalautuvien tuotteiden ja hyvien palkkitasojen johdosta

2.

Hoiva- ja Baltia-rahastot ovat liiketoiminnan keskeiset kasvuajurit

3.

Liiketoiminta hyvin riippuvainen Hoivarahastosta

4.

Erinomainen track-record

5.

Matalien pääomatarpeiden mahdollistama vuolas osinkovirta

Potentiaali



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

Riskit



- Hoivarahaston hallitseva osuus liikevaihdosta
- Baltia-rahaston kasvun hyytyminen
- 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 käyttötilailla.

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

Pitkän aikavälin näkymä on hyvä

Pitkällä aikavälillä Suomen omaisuudenhoitomarkkina tulee saamaan

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

Toimialalla takanaan vahvat vuodet

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

selvästi johtuen likviditeetin hyvästä saatavuudesta ja matalasta korkotasosta. Alan toimijat ovatkin tällä hetkellä keskimäärin erittäin hyvin kannattavia.

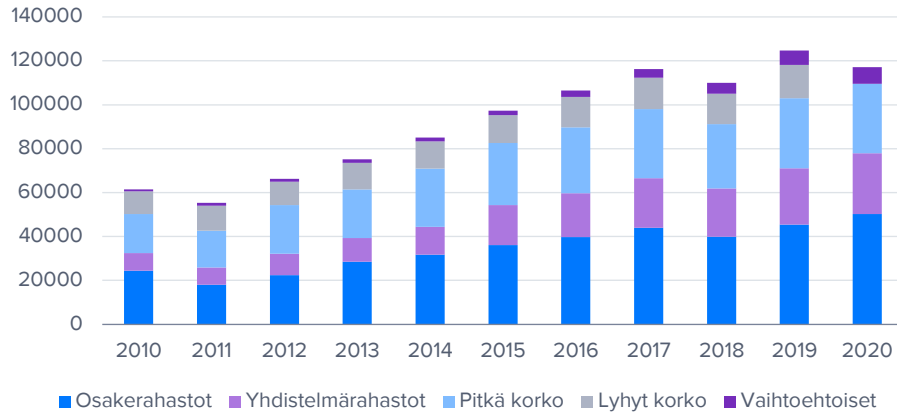
Listaamaton markkina

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

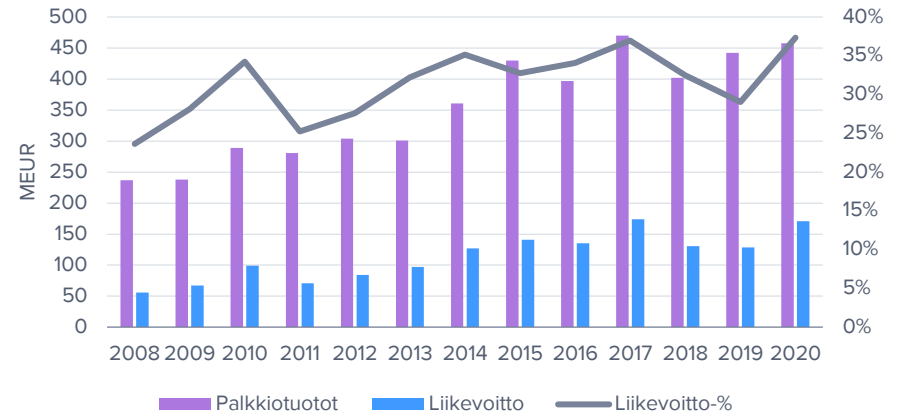
Listaamattomiin omaisuuslajeihin pääomia on ohjannut viime vuosina erityisesti jo pitkään jatkunut nollakorkoympäristö sekä sijoittajien halu hakea osakemarkkinoiden kanssa korreloimattomia tuotonlähteitä. Koronaviruspandemia ei ole pysäyttänyt listaamattomien omaisuuslajien voittokulkua ja listaamattomista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

Varainhoitomarkkina

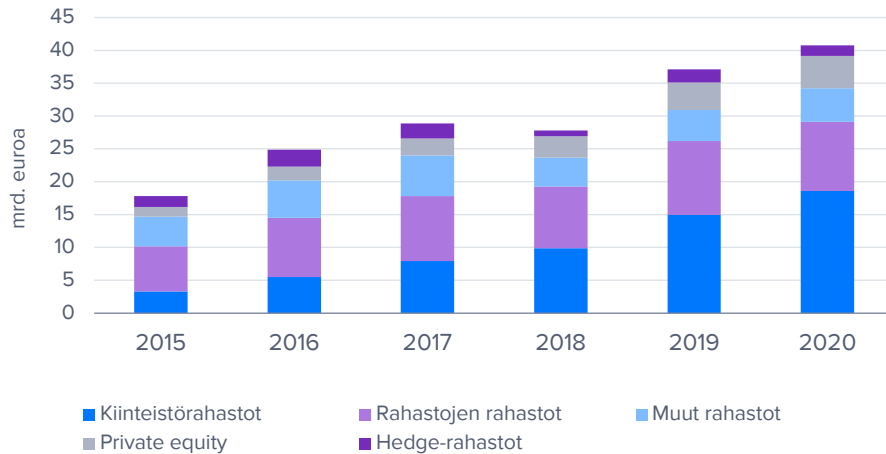
Suomen sijoitusrahastopääomien kehitys (MEUR)



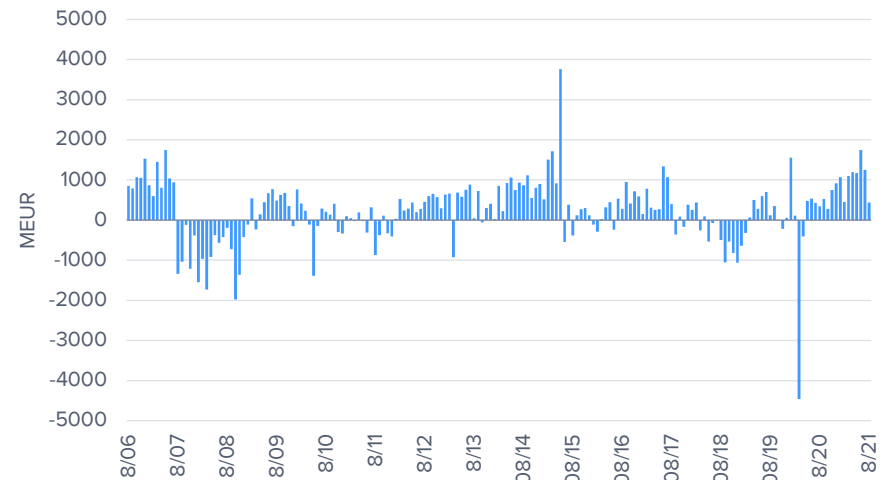
Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



Kotimaisten vaihtoehtorahastojen hoitajien hoidossa olevien vaihtoehtorahastojen (AIF) pääomat



Kotimaisten sijoitusrahastojen nettomerkinnot



Toimialan ajurit ja trendit



Digitalisaatio

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



Regulaation lisääntyminen

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



Korkojen renessanssi

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



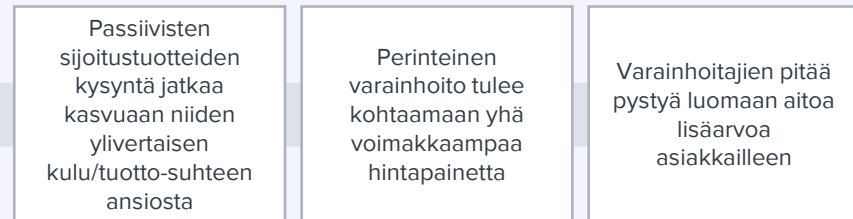
Vastuullisuus (ESG)

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

Sijoittajien muuttuvat tarpeet



Sijoittajien vaatimustaso nousee

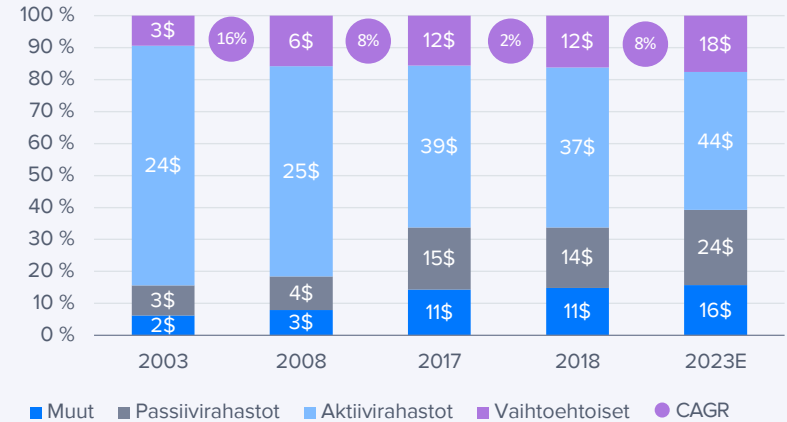


Toimialan ajurit ja trendit

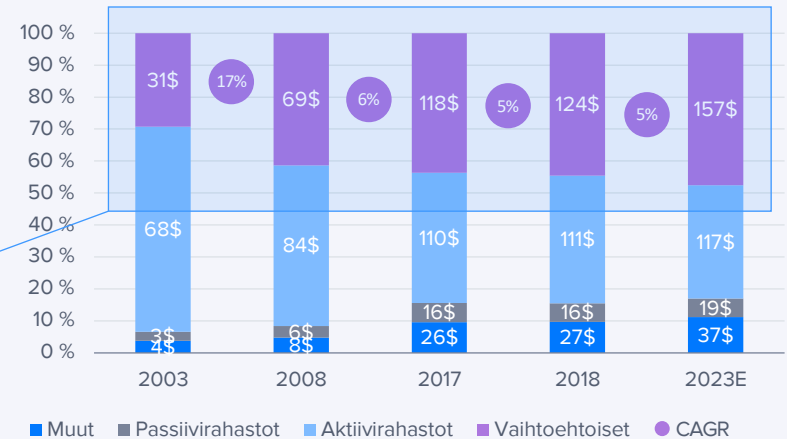
Vaihtoehtoisten voittokulku



Globaali AUMin jakauma (biljoonaa USD)



Globaali liikevaihdon jakauma (mrd. USD)



Lähde: BCG Global Asset Management 2019

Toimialan ajurit ja trendit

Sijoitustuotot kriittisessä roolissa

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

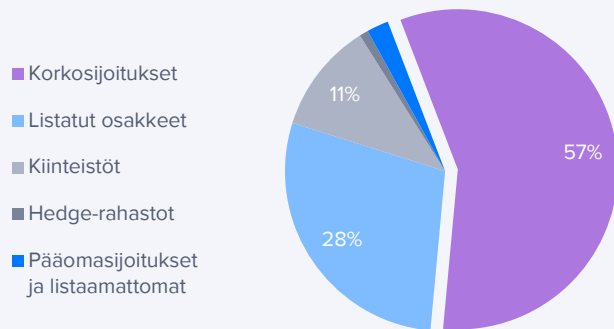
Kasvava riskinotto

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

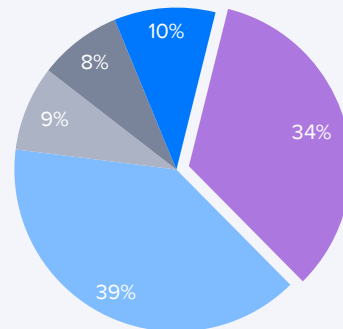
Kestävyysvaje uhkaa

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

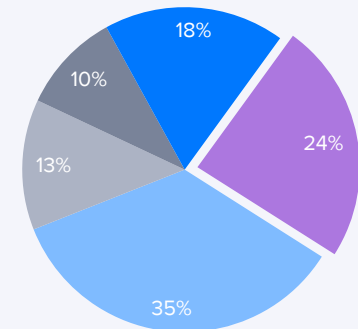
Työeläkelaitosten allokaatio 2004



Työeläkelaitosten allokaatio 2019



Havainnollistus työeläkelaitosten mahdollisesta allokaatiosta 2029*

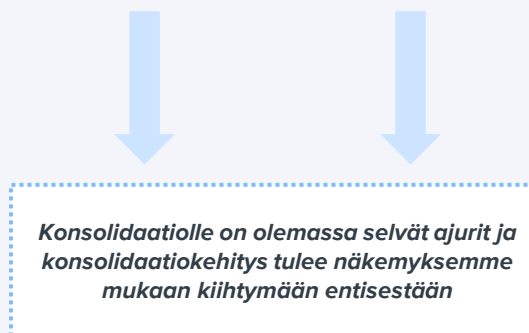
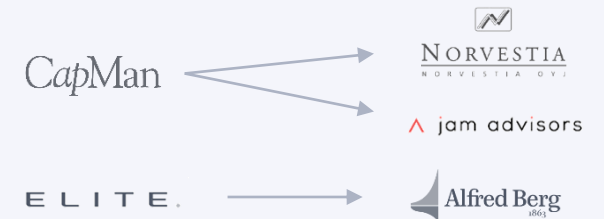
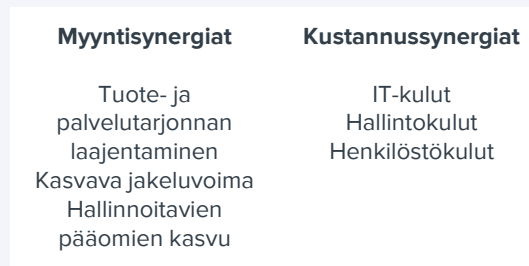


Toimialalla odotettavissa konsolidaatiota

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä

Konsolidaatioajurit

Toteutuneita järjestelyjä



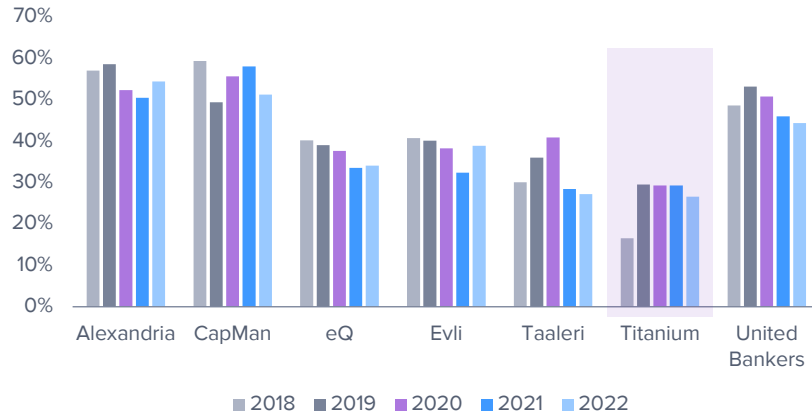
Yhteenveto listatuista verrokkiyhtiöistä

		TAALERI			CapMan		Aktia	ALEXANDRIA
MCAP (MEUR)	750	280	170	520	410	150	680	70
Toteutunut kannattavuus	EBIT viime vuosina +50%. Kannattavuus erinomaisella tasolla jo ilman tuottopalkkioita.	Garantian kannattavuus ollut erittäin hyvä, mutta pääomarahastojen kannattavuus on säilynyt heikkona etenkin jatkuvien tuottojen osalta.	EBIT-% (oik.) +50%. Kannattavuus erinomainen, tuotto- & transaktiopalkkioilla merkittävä rooli.	EBIT 30–40%. Kannattavuus erittäin hyvä ja perustuu pääosin jatkuviin tuottoihin.	Hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuus parantunut viime vuosina selvästi. Kulutehokkuudessa kuitenkin edelleen reilusti parannuspotentiaalia.	EBIT (oik.) +30%. Tuloksen mix (jatkuvien tuottojen osuus) parantunut viime vuosina selvästi.	Oman pääoman tuotto ollut viime vuosina vaisu.	Kannattavuus kohentunut liikevaihdon kasvun myötä selvästi. Strukturoitujen tuotteiden osuus liikevaihdosta edelleen dominoiva (> 50 %).
Track-record	Yhtiön organisen tuloskasvun track-record poikkeuksellisen vahva viime vuosilta. Omistaja-arvo kasvanut ripeästi.	Yhtiö on luonut merkittävästi omistaja-arvoa yritysjärjestelyillä. Operatiivinen tuloskehitys ollut vaisumpaa.	Track-record erittäin vahva johtuen Hoivarahaston poikkeuksellisen houkuttelevasta palkkiorakenteesta.	Tulos kasvanut selvästi kulutehokkuuden parantumisen ja erinomaisen uusmyynnin myötä.	Track-record 2017 strategiapäivityksen jälkeen on erittäin vahva.	Uusmyynti kehittynyt vahvasti ja kannattavuus parantunut selvästi. Strategian toimeenpano tehostunut merkittävästi.	Varainhoidon track-record välttävä ja Taaleri-integraatioissa ollut paljon haasteita. Perinteisessä pankkitoiminnassa kasvu ollut heikkoa ja kannattavuudessa haasteita nollakorkoaikana.	Yhtiön historiallisesti vaisu kehitys ottanut selvän tasokorjauksen ylöspäin viimeisen kolmen vuoden aikana. Rahastotoiminta ajettu vakuuttavasti ylös.
Vahvuudet / heikkoudet	Vahva instituutiomyynti & erinomaiset tuotteet. Heikkoutena riippuvuus yksittäisistä tuotteista.	Pääomarahastojen vahva track-record. Kulukontrollissa haasteita.	Hoivarahasto on poikkeuksellisen hyvä tuote rahastonhoitajalle. Heikkoutena huomattava riippuvuus yksittäisestä rahastosta.	Erinomainen instituutiomyynti, KV-myynti sekä matala hintataso selkeitä vahvuuksia. Riippuvuus perinteisestä varainhoidosta keskeinen heikkous.	Vahvuutena positio vaihtoehdoissa sijoituksissa. Tuloksen volatiliiteetti korkeaa oman taseen sijoitusten ison roolin johdosta.	Vahvuuksina reaaliomaisuusluokkiin keskittyvä strategia ja laaja myyntivoima. Haasteina jatkuviin palkkioihin pohjautuva kannattavuus.	Yhtiön tuotetarjonta perinteisessä varainhoidossa on vahva. Vaihtoehtoisten sijoitustuotteiden puuttuminen, myynnin tehokkuus ja kulupaineet keskeiset haasteet.	Vahvuutena laaja jakeluverkosto vähemmän kilpailussa yksityissijoittajien segmentissä. Heikkoudet liiketoiminnan verrokkeja heikompi skaalautuvuus sekä jatkuvien palkkioiden verrokkeja matalampi osuus.
Strateginen suunta	Jatkaa voimakasta kasvua kiinteistö ja PE-rahastoissa sekä ylläpitää poikkeuksellista kulutehokkuutta. Yritysjärjestelyt mahdollisia.	Jatkaa liiketoiminnan voimakasta organista ja epäorganista kasvua. Yritysjärjestelyt osana yhtiön tarinaa myös jatkossa.	Baltia-rahaston ylösajo ja tuotetarjonnan laajentaminen. Yrityssostot mahdollisia.	Kasvu vaihtoehtoisissa sijoitustuotteissa sekä kansainvälisessä myynnissä. Yrityskaupat epätodennäköisiä.	Hallinnointiliiketoiminnan kannattavan kasvun jatkaminen. Yrityssostot hyvin todennäköisiä.	Fokus kasvussa ja jatkuviin tuotoissa. Kasvua reaaliomaisuustuotteissa ja pääomarahastoissa. Yrityssostot mahdollisia.	Yhtiö hakee voimakasta kasvua etenkin varainhoidossa, minkä avulla myös kannattavuuden pitäisi skaalautua.	Fokus jatkuvien tuottojen sekä asiakaskohtaisen kokoluokan kasvussa. Tässä rahastot sekä uusi varainhoitopalvelu keskiössä.

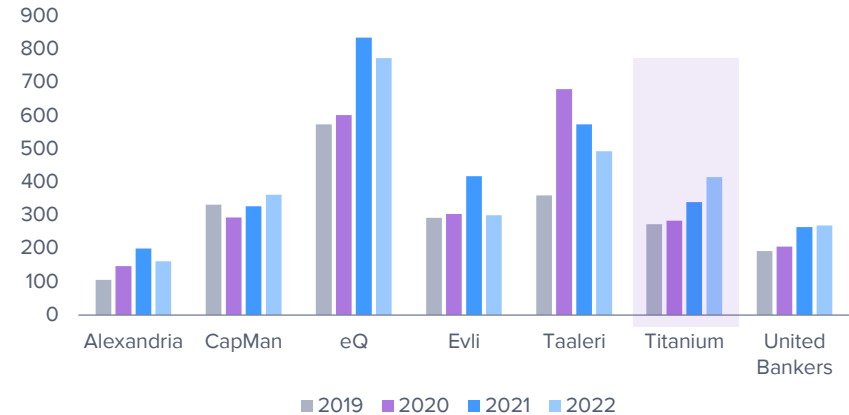
Lähde: Inderes / Refinitiv. Data kerätty 1.9.2023

Titanium suhteessa kotimaisiin verrokkeihin

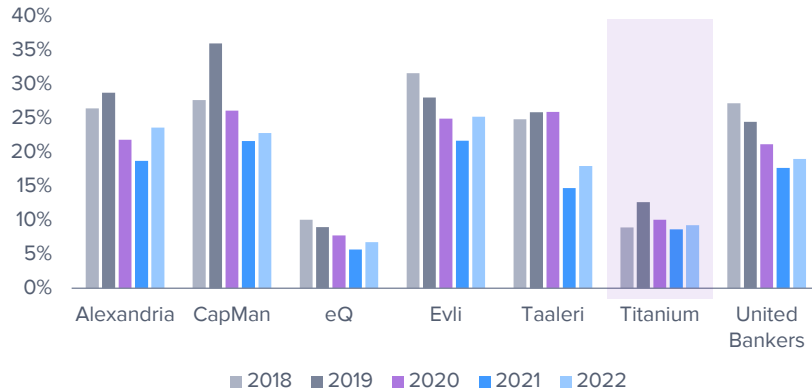
Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



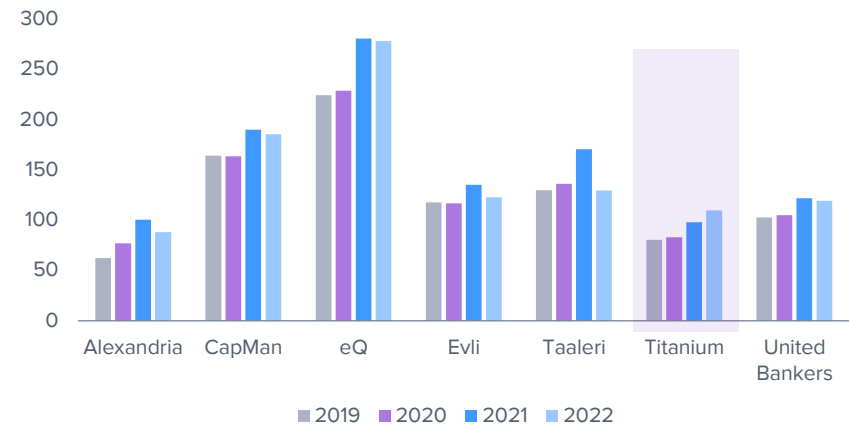
Liikevaihto per työntekijä (TEUR)



Hallintokulut, muut kulut ja poistot suhteessa liikevaihtoon (konserni)



Henkilöstökulut per työntekijä



Inderesin huomiot:

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

Taloudellinen tilanne

Taseen rakenne on hyvin yksinkertainen

Titaniumin tase on sijoittajan näkökulmasta poikkeuksellisen yksinkertainen. Taseen loppusumma oli H1'23:n lopussa 21,9 MEUR ja tästä oman pääoman osuus oli noin 17,8 MEUR. Korollista nettovelkaa yhtiöllä ei ole.

Konsernilla on hyvin rajallisesti pitkäaikaisia varoja ja näistä valtaosa koostuu IFRS 16 - käyttöoikeusomaisuudesta (vuokravastuut). Muuta aineellista omaisuutta yhtiöllä on hyvin marginaalisesti.

Aineettomien omaisuuserien puolella yhtiöllä on pitkään ollut merkittävä määrä liikearvoa vuoden 2018 Investium-kaupan myötä. Liikearvopoistot lähestyvät kuitenkin loppuaan ja niiden pitäisi poistua yhtiön numeroista H2'23 jälkeen. Tämä helpottaa Titaniumin lukujen seuraamista, sillä liikearvopoistoilla ei ole kassavirtavaikutusta.

Titaniumin lyhytaikaiset varat koostuvat pääosin kassavaroista (11 MEUR) ja yhtiön sijoituksista sen omiin rahastoihin (5,4 MEUR). Omista rahastosijoituksista valtaosa on tehty Hoivarahastoon. Loput erät (noin 3 MEUR) ovat erilaisia lyhytaikaisia saamisia ja liittyvät yhtiön operatiivisen liiketoiminnan pyörittämiseen.

Titaniumin liiketoiminta ei sido juuri lainkaan pääomaa, joten regulaation asettamat vakavaraisuusvaatimukset määrittävät käytännössä rajat yhtiön taseen rakenteelle. Säätelyn mukainen minimitaso yhtiön vakavaraisuussuhteelle on 8 %, kun se H1'23:n lopussa oli rahastoyhtiön osalta arviomme mukaan yli 40 %. Vakavaraisuussäädösten täyttäminen ei

aiheuta yhtiölle minkäänlaista ongelmaa eikä siten rajoita esimerkiksi osingonmaksua.

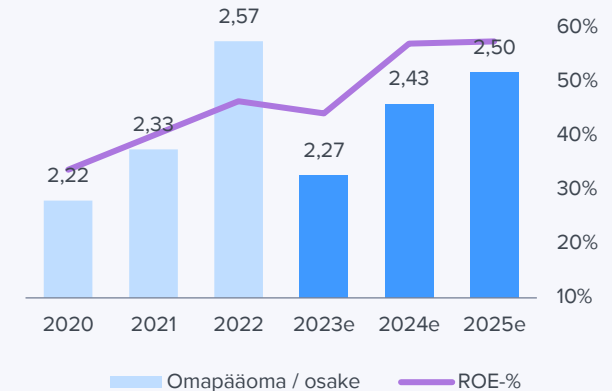
Taseasema tarjoaa yhtiölle selkeää liikkumatilaa

Kokonaisuutena Titaniumin tase on erittäin vahvassa kunnossa ja konsernin omavaraisuusaste oli H1'23:n lopussa yli 80 %. Arviomme mukaan Titanium haluaa myös jatkossa säilyttää taseensa suhteen selkeää liikkumavaraa esimerkiksi yritysjärjestelyitä sekä mahdollisia regulaatio- ja pääomavaatimusmuutoksia silmällä pitäen. Näin ollen odotamme taseen säilyvän vahvana myös tulevaisuudessa.

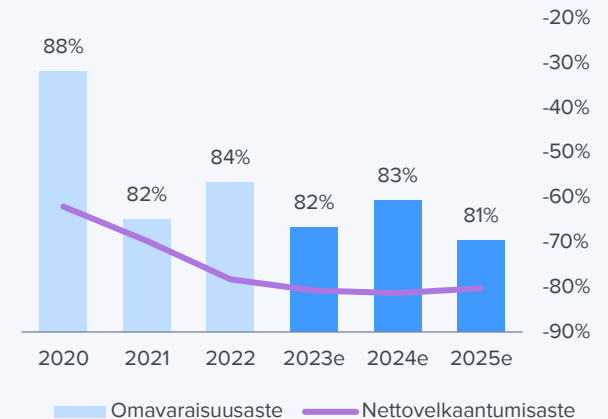
Titaniumin nykyinen taseasema mahdollistaisi keskikokoisten yrityskauppojen toteuttamisen käteisellä, minkä lisäksi yhtiö voi tarvittaessa käyttää myös omaa osakettaan valuuttana mahdollisissa suuremmissa järjestelyissä. Nykyisellä osakekurssilla yhtiön tulisikin mielestämme preferoida oman osakkeen käyttöä rahavarojen sijaan (kuten Investium-transaktiossa), sillä vaikka yhtiön absoluuttiset kertoimet ovatkin edelleen maltilliset, on Hoivarahaston hintalappu poikkeuksellisen korkea (lisää tästä sivulla [40](#)).

Mielestämme yrityskaupat tarjoavat Titaniumille erinomaiset lähtökohdat omistaja-arvon luomiseksi. Sen lisäksi, että yritysjärjestelyiden arvonluontilogiikka on finanssisektorilla varsin suoraviivainen (sivu [30](#)), pystyisi Titanium yrityskauppojen avulla myös laskemaan omaa riskiprofiiliaan olennaisesti. Tämä nostaisi selvästi Titaniumille hyväksyttävää arvostustasoa ja näin ollen yrityskauppa tarjoaisi arvonnousua niin tuloskasvun (ostettava liiketoiminta + synergiat) kuin kohoavien arvostuskertoimien myötä.

Oma pääoma / osake ja ROE-%



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet 1/3

Ennusteiden taustaoletukset

Pääomamarkkinoiden tila on heikentynyt selvästi parin vuoden takaisesta johtuen korkojen noususta, inflaation myötä heikentyneestä ostovoimasta ja Venäjän hyökkäyssodasta Ukrainaan. Mielestämme näillä tekijöillä on ollut fundamentaalisia vaikutuksia myös toimialan pidemmän aikavälin trendeihin.

Keskeinen muutos Titaniumin kannalta on ollut korkotason merkittävä nousu, mikä on tehnyt koroista jälleen relevantin omaisuusluokan. Vaikka korkotuotteiden kohentuneet tuottonäkymät tulevat todennäköisesti pysäyttämään korkoalokaatioissa pitkään jatkuneen laskun ja mahdollisesti jopa nostamaan korkoalokaatioita, uskomme sen tapahtuvan vain rajallisesti vaihtoehtoisten tuotteiden kustannuksella. Vaihtoehtoista tuotteista on tullut pysyvästi oleellinen osa modernia sijoitussalkkua niiden parantaessa salkun riski/tuotto-suhdetta. Mielestämme on kuitenkin selvää, että korkojen noustua jälleen relevantiksi omaisuusluokaksi tulee kilpailu vaihtoehtoisten tuotteiden välillä kiristymään ja tuotteiden laadun merkitys korostuu tässä ympäristössä.

Toinen merkittävä muutos Titaniumin kannalta on kiinteistösektorin lyhyen aikavälin näkyvien merkittävä heikentyminen korkojen nousun myötä. Pidämme tätä kuitenkin pitkälti väliaikaisena haasteena ja pidemmällä aikavälillä kiinteistöjen houkuttelevuus omaisuusluokkana on edelleen korkea.

Kokonaisuutena arvioimme markkinatilanteen säilyvän lähivuosina Titaniumin kannalta vähintään kohtuullisena, mutta parin vuoden takaiseen

ilotulitusmarkkinaa emme näe paluuta.

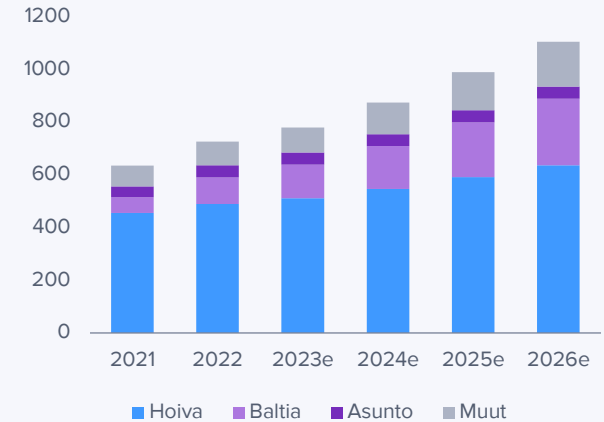
Olemme tehneet ennusteisiimme vain pieniä muutoksia (taulukko sivulla [35](#)).

Ennusteet yhteenveto

Odotamme Titaniumin tuloksen laskevan 2023 hurjalta 2022 tasolta kertapalkkioiden laskun johdosta. 2024 alkaen tulos kääntyy jälleen kasvuralle Hoiva- ja Baltia-rahastojen vetämänä.

Kokonaisuutena odotamme Hoivan ja Baltian molempien kasvavan vuosittain yli 40 MEUR:lla, mikä on linjassa niiden historiallisten tasojen kanssa. Muiden rahastojen osalta odotamme vaatimatonta kasvua (20 MEUR/v) ja niiden merkitys konsernille jää hyvin pieneksi. Omaisuudenhoitopalveluista emme odota muuta kasvua, sillä mahdolliset onnistumiset omaisuudenhoidossa tulevat arviomme mukaan heijastumaan etenkin tuotemyyntiin (arviomme mukaan yhtiön omaisuudenhoidon keihäänkärkenä on omien tuotteiden myynti). Näkemyksemme mukaan Titaniumilla pitäisi olla kasvatetun myyntiorganisaationsa myötä edellytykset selvästi korkeampaan vuotuisen myyntivolyyymiin. Näkemyksemme mukaan tämä kuitenkin vaatisi sitä, että yhtiö onnistuu myymään perinteisiä rahastoja selvästi aiemmin totuttua suuremmalla volyymillä ja/tai onnistumisia omaisuudenhoitopalveluihin laajentumisessa (ns. share of walletin kasvattaminen). Yhtiön historialliset näytöt kiinteistörahastoista ovat erittäin hyvät, mutta muiden tuotteiden tai palveluiden kasvusta näytöt ovat vaisut. Näin ollen onkin mielestämme perusteltua nojata ennusteissa etenkin kiinteistörahastoihin ja ottaa turvamarginaalia muihin ennusteisiin.

AUM-ennusteet (MEUR)



Konsernin liikevaihto- ja tulosenusteet (MEUR)



Ennusteet 2/3

2023: vakaata etenemistä haastavassa markkinassa

Titaniumin vuosi lähti liikkeelle kohtuullisesti. Haastava markkinatilanne on nakertanut yhtiön uusmyyntiä etenkin kiinteistörahastoissa muun sektorin tapaan ja alkuvuonna kiinteistörahastojen nettomerkinnot jäivät vaisulle tasolle. Jatkuvat palkkiot jatkoivat kuitenkin vakaata kasvuaan kiinteistörahastojen kokoluokan kasvun myötä. Alkuvuoden transaktiopalkkiot jäivät hyvin alhaisiksi pienistä kohdehankintavolyymeistä johtuen. Myös tuottopalkkiot kääntyivät laskuun johtuen Hoivan laskeneesta tuottotasosta. Kokonaisuutena yhtiön oikaistu liikevoitto laski vertailukaudesta 10 %:lla 7,6 MEUR:oon. Heikentyneestä kannattavuudesta huolimatta liikevoittomarginaali oli yhä erittäin vahva 56 %.

Odotamme vuoden jälkipuoliskon kehityksen noudattelevan pitkälti alkuvuoden askelmerkkejä. Kiinteistörahastojen uusmyynti tulee säilymään positiivisena, mutta suhteellisen vaatimattomalla tasolla johtuen kiinteistömarkkinan haasteista.

Huomautamme, että avoimien kiinteistötuotteiden nettomerkinnot ovat koko toimialan tasolla tällä hetkellä selvästi pakkasen puolella, joten positiivisiin nettomerkitöihin yltäminen on varsin mallikas suoritus. Tuottopalkkiot tulevat pysymään hyvällä tasolla, sillä nämä määräytyvät rahaston historian alusta asti lasketun performanssin mukaan. Transaktiopalkkiot säilyvät ennusteissamme alhaisella tasolla pienestä kohdehankintavolyymistä johtuen.

Kokonaisuutena ennustamme 2023 liikevaihdon säilyvän edellisvuoden tasolla 28 MEUR:ssa ja liikevoiton laskevan hieman 15,4 MEUR:oon. Kannattavuus säilyy absoluuttisesti ja suhteellisesti erinomaisella tasolla. Huomautamme myös, että tuloksen laatu paranee selvästi, kun palkkioiden painopiste siirtyy kertatuotoista jatkuviin tuottoihin.

Liikearvon poistoista oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennustamme laskevan 1,18 euroon (2022: 1,30 euroa). Osinko laskee ensi kertaa historiassa tuloksen mukana ja odotamme 0,83 euron perusosinkoa sekä 0,35 euron lisäosinkoa

(yhteensä 1,18e).

2024–2026: tulos kasvaa tasaisesti

Ennustamme Titaniumin liikevaihdon jatkavan tervettä kasvua Hoivarahaston ja Baltia-rahaston vetäminä. Markkinaennusteiden perusteella korot kääntyvät laskuun seuraavan 6kk aikana ja näkemyksemme mukaan tämän pitäisi antaa selkeää tukea kiinteistömarkkinalle sekä näiden tuotteiden uusmyynnille. Huomautamme, että korkojen nousulla on ollut markkinaan selvä tervehdyttävä vaikutus ja molempien rahastojen tuotto-odotukset ovat parantuneet selvästi muutaman vuoden takaisesta. Tämän pitäisi tukea rahastojen uusmyyntiä selvästi, kunhan lyhyen aikavälin epävarmuus kiinteistösektoriin liittyen helpottaa. Huomautamme myös, että Hoivarahastolla ei ole enää samanlaista ongelmaa järkevien kohteiden löytämisen kanssa kuin muutama vuosi sitten (vähemmän ostajia ja tuottotasot parempia). Näin ollen kasvun keskeinen pullonkaula onkin jälleen myynti, eikä Hoivarahaston kohdemarkkina.

Ennustemuutokset	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Tot	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	28,4	28,0	-1 %	30,7	31,2	2 %	33,0	33,4	1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	15,8	15,4	-3 %	16,8	17,4	3 %	18,0	18,4	2 %
Liikevoitto	14,7	14,2	-3 %	16,8	17,4	3 %	18,0	18,4	2 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,21	1,18	-2 %	1,30	1,34	3 %	1,38	1,41	2 %
Osakekohtainen osinko	1,15	1,18	2 %	1,31	1,34	2 %	1,37	1,39	1 %

Lähde: Inderes

Ennusteet 3/3

Kokonaisuutena ennustamme hallinnointipalkkioiden kasvavan keskimäärin 10 %:lla vuodessa 2024–2026. Tuottopalkkioiden ennustamme laskevan hieman johtuen Hoivarahaston asteittain laskevasta tuottopalkkiotasosta. Baltia-rahaston ennustamme generoivan kasvavia tuottopalkkioita, mutta rahaston pienemmästä koosta johtuen se ei riitä kompensoimaan Hoivan laskevia tuottopalkkioita. Transaktiopalkkiot pysyvät suhteellisen vakaina johtuen rahastojen tasaisesta kasvusta. Kokonaisuutena ennustamme konsernin liikevaihdon kasvavan keskimäärin 7 %:lla.

Kasvusta valtaosa tulee hallinnointipalkkiosta, joiden osuus liikevaihdosta nousee lähes 80 %:iin. Näin ollen painopiste siirtyy yhä vahvemmin epävarmoista transaktio- ja tuottopalkkioista ennustettaviin ja luonteeltaan jatkuviin hallinnointipalkkioihin, mikä parantaa yhtiön ennestäänkin kelvollisen tuloksen laatua.

Viimeaikaisista, Titaniumin mittakaavassa huomattavista, rekrytoinneista huolimatta sen kulurakenne on edelleen erittäin hyvä. Näemme kulurakenteessa vain rajallisia kasvupaineita ja ne rajoittuvat lähinnä täsmärekytointeihin sekä yleisiin palkkapaineisiin. Kannattavuus säilyykin ennusteissamme erinomaisella tasolla ja on keskimäärin 55 % liikevaihdosta. Kokonaisuutena ennustamme 2022–2026 välisen osakekohtaisen tuloskasvun olevan noin 6 % vuodessa.

Pitkän aikavälin ennusteet

Titaniumin pitkän aikavälin tuloskasvunäkymä on mielestämme parantunut, sillä korkojen nousun myötä Hoivarahaston kasvunäkymä on aiempaa

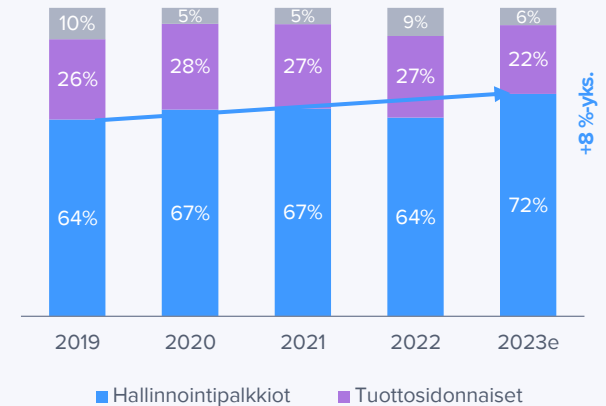
parempi. Lisäksi korkojen nousun seurauksena myös Hoivarahaston tuottopotentiali on kohonnut ja sillä on selvästi aiempaa paremmat edellytykset ylittää aitakoron ylittävään tuottoon. Tämä yhdessä Hoivarahaston poikkeuksellisen tuottopalkkiorakenteen johdosta johtaa tilanteeseen, missä yhtiöllä on realistiset edellytykset saada Hoivarahastosta tuottopalkkioita huomattavasti aiempaa arviotamme kauemmin. Aiemmin olimme odottaneet, että Hoivarahaston tuottopalkkiot laskevat voimakkaasti vuosikymmenen jälkipuoliskolla.

Yhtiöllä on hyvät edellytykset ylläpitää erinomaista (+50 % EBIT-%) kannattavuustasoaan myös jatkossa, mutta tämä vaatii luonnollisesti myös tuottopalkkioilta selkeää kontribuutiota numeroihin.

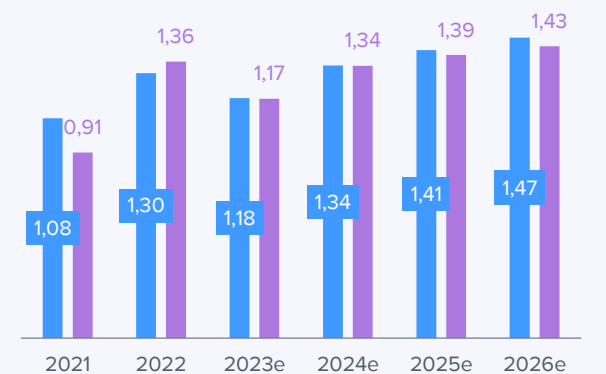
Voitonjako pysyy vuolaana

Uskomme Titaniumin jakavan jatkossakin valtaosan tuloksestaan ulos osinkoina, ja ennusteissamme osingonjakosuhte ylittää selvästi yhtiön itsensä julkaiseman 70 %:n vähimmäistavoitetason. Käytännössä yhtiö tulee jakamaan perusosinkoa 70 % tuloksesta ja koko loppuosan lisäosinkoina. Yhtiön tase on jo nyt erittäin vahva ja mielestämme taseen vahvistaminen ei ole järkevää nykytasolta. Mahdollisiin yrityskauppoihin yhtiön on järkevä käyttää omaa osakettaan ja näin ollen kassan paisuttaminen nykytasolta ei ole perusteltua tästäkään kulmasta katsottuna.

Palkkioiden mixin muutos



EPS ja osinko/osake



Ennusteiden yhteenveto

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	16,7	18,4	20,2	23,5	27,9	27,9	31,2	33,4	35,6
<i>Rahastot*</i>	16,1	16,1	18,9	22,0	26,8	27,3	30,5	32,7	34,9
<i>Omaisuu denhoito*</i>	0,5	2,0	1,3	1,1	1,0	0,3	0,5	0,5	0,5
<i>Muut*</i>	0,0	0,0	0,0	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Palkkiokulut	-2,8	-1,8	-1,4	-1,6	-1,9	-2,0	-2,3	-2,6	-2,9
Henkilöstökulut	-2,5	-4,7	-5,3	-6,0	-6,5	-7,4	-8,1	-8,8	-9,4
Hallintokulut ja liiketoiminnan muut kulut	-1,5	-1,9	-1,6	-1,6	-2,1	-2,6	-2,8	-3,0	-3,2
Poistot	0,0	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,7	-0,6	-0,7	-0,7
Poistot liikearvosta	-1,8	-2,9	-1,8	-1,7	-1,7	-1,2	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto	8,1	7,0	9,8	11,8	15,1	14,0	17,4	18,4	19,3
<i>EBIT-%</i>	48,7 %	37,7 %	48,5 %	50,2 %	54,2 %	50,1 %	55,7 %	55,1 %	54,4 %
Liikevoitto (oik.)	9,9	9,9	11,6	13,5	16,9	15,2	17,4	18,4	19,3
<i>EBIT-% (oik.)</i>	59,7 %	53,5 %	57,5 %	57,5 %	60,4 %	54,4 %	55,7 %	55,1 %	54,4 %
EPS (oik.)	0,79	0,79	0,91	1,08	1,30	1,17	1,34	1,41	1,47
Henkilöstön määrä (kpl)	72	62	66	61	63	71	74	77	80
Kulut/henkilö (TEUR)	-79	-76	-81	-97	-105	-106	-110	-114	-118
AUM (MEUR)*	882	977	1041	1235	1326	1404	1524	1639	1754
<i>Omaisuu denhoito</i>	557	552	550	600	600	625	650	650	650
<i>Hoiva</i>	269	349	403	455	489	511	546	591	636
<i>Asunto</i>	38	38	41	42	46	46	46	46	46
<i>Baltia</i>	0	0	0	59	101	127	162	207	252
<i>Muut</i>	18	38	47	79	90	95	120	145	170
Liikevaihdon jakauma*	16,7	18,4	20,2	23,5	27,9	27,9	31,2	33,4	35,6
<i>Hallinnointipalkkiot</i>	7,6	11,7	13,3	15,2	17,7	20,1	22,4	25,1	28,0
<i>Tuottosidonnaiset</i>	4,0	4,8	5,6	6,4	7,5	6,2	6,6	5,7	4,9
<i>Muut</i>	5,0	1,9	1,3	1,9	2,6	1,6	2,2	2,6	2,6
Hoivarahaston liikevaihto*	14,4	14,4	16,4	18,8	21,1	21,3	22,3	22,7	23,1
<i>Hallinnointipalkkiot</i>	6,0	8,4	10,4	12,1	12,9	14,6	15,6	16,8	18,1
<i>Tuottosidonnaiset</i>	3,8	4,6	5,4	6,2	7,3	6,2	6,0	5,0	4,0
<i>Muut</i>	4,6	1,4	0,6	0,4	0,9	0,5	0,8	1,0	1,0
Hoivan tuotto -% sijoittajille	8,7 %	7,5 %	7,6 %	7,5 %	8,1 %	5,3 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %

* *Inderesin arvio myös historiallukujen osalta*

Arvonmääritys 1/3

Suositus ja tavoitehinta

Toistamme 17 euron tavoitehintamme ja lisää-suosituksemme. Titaniumin tulospohjainen arvostus on nykykurssilla mielestämme neutraali ja kertoimissa on vaikea nähdä nousuvaraa. Näin ollen sijoittajien tuotto-odotus nojaakin täysimääräisesti lähivuosien tuloskasvuun sekä muhkeaan osinkotuottoon. Lähivuosien tuloskasvu on ennusteissamme kohtuullista (2023–2026e EPS kasvu +8 %) ja tämä yhdessä erittäin korkean yli 7 %:n osinkotuoton kanssa nostaa tuotto-odotuksen edelleen riittävälle tasolle. Mielestämme osakkeen riskikorjattu tuotto-odotus onkin edelleen riittävällä tasolla.

Yhteenveto arvonmäärityksestä

Olemme tarkastelleet Titaniumin arvostusta verrokkiryhmän ja absoluuttisten arvostuskertoimien sekä kassavirtamallin kautta. Käypää arvoa määriteltäessä olemme antaneet pääpainon verrokkiryhmän arvostuskertoimille ja DCF-mallille, ja tavoitehintamme on linjassa käyvän arvon näkemyksemme kanssa.

Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että Titaniumiin soveltamamme tuottovaatimus on varsin korkea johtuen yhtiön verrokkeja korkeammasta riskitasosta. Yhtiön riskitaso on tullut asteittain alas listautumisen jälkeen, mutta on edelleen verrokkiryhmän korkeimpia johtuen Hoivarahaston suuresta painoarvosta. Mikäli yhtiö onnistuisi laskemaan riskitasoan (Hoivarahaston rooli pienentyisi), voitaisiin yhtiölle hyväksyä nykyistä korkeampi arvostustaso ja tällä olisi osakkeen arvoon positiivinen vaikutus.



Arvostusta tukevia tekijöitä:

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



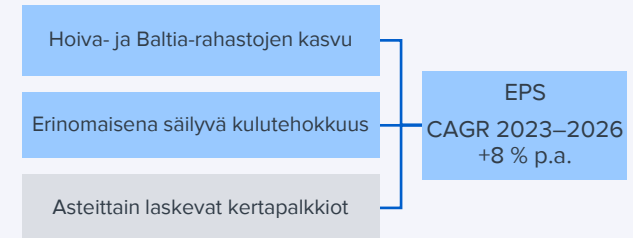
Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

- Riippuvuus Hoivarahastosta
- Kertatuottojen huomattava osuus

Osaketuoton ajurit

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

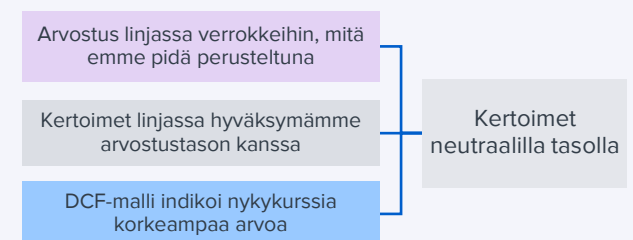
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus edelleen riittävä 10–15 % p.a.

Arvonmääritys 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, Aktiaa ja Alexandriaa. Lisäksi olemme ottaneet myös Oma Säästöpankin mukaan verrokkiryhmäämme, sillä näemme sen osana sektorin mahdollista konsolidaatiopeliä.

Suhteellista arvostusta haarukoidessa annamme pääpainon tulos pohjaisille 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. FAS-yhtiöiden osalta liikearvopoistot on oikaistu kaikilta yhtiöiltä vertailtavuuden parantamiseksi.

Titaniumin tulos pohjainen arvostus on hyvin linjassa sen verrokkiryhmän kanssa vuosien 2023 ja 2024 osalta. Myös osinkotuotolla mitattuna osake on hinnoiteltu tismalleen verrokkiryhmän mukaisesti, sillä verrokkiryhmän keskimäärin laskeneet kurssitasot ovat nostaneet verrokkien osinkotuottoja kautta linjan. Huomautamme, että koko verrokkiryhmän arvostus on ottanut osumaa viime aikoina, ja mielestämme koko sektori on varsin huokeasti hinnoiteltu.

Titaniumin selvästi verrokkeja korkeammasta riskitasosta johtuen yhtiötä tulee hinnoitella

alennuksella suhteessa sen verrokkeihin. Olemme soveltaneet analyysissämme 10 % alennusta, jota pidämme sopivana tasona Titaniumin riskiprofiili huomioiden (2017 IPO:n yhteydessä käyttämämme alennus oli 20 %). 10 %:n alennusta sekä verrokkien kertoimia soveltamalla saamme Titaniumin käyväksi arvoksi noin 14 euroa per osake.

Kokonaisuutena Titaniumin osakkeen nykyarvostus on hyvin linjassa sen verrokkiryhmän kanssa. Verrokkiryhmän arvostus tukee näkemystämme siitä, että lyhyellä aikavälillä osakkeen tuotto-odotus nojaa pitkälti osinkotuottoon ja lähivuosille ennustamaamme tuloskasvuun.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Alexandria	66	50	6,6	5,1	5,1	4,1	1,2	1,1	10,4	9,8	6,4	8,3	2,1
Aktia	682	682	6,6	6,2	6,6	6,2	2,4	2,3	8,2	7,8	7,2	8,4	1,0
CapMan	412	483	21,8	11,7	20,5	11,4	7,2	6,2	25,9	14,7	6,9	7,3	3,2
eQ	747	708	16,6	13,2	16,1	12,9	9,5	7,9	22,0	17,9	4,7	5,8	9,1
Evli	502	457	10,4	7,8	9,3	7,0	4,2	3,6	16,2	12,2	8,2	10,0	3,6
Oma Säästöpankki	703	6936	49,9	49,7	47,1	45,7	28,3	26,8	6,3	6,2	4,7	5,0	1,2
Taaleri	282	224	7,3	6,3	7,1	6,2	3,6	3,2	12,8	11,3	7,9	8,2	1,4
United Bankers	150	138	8,7	7,9	7,7	7,0	2,7	2,5	12,3	11,8	7,1	7,9	2,9
Titanium (Inderes)	165	146	9,5	8,3	9,2	8,0	5,2	4,6	13,6	11,9	7,4	8,4	7,0
Keskiarvo			16,0	13,5	14,9	12,6	7,4	6,7	14,3	11,5	6,7	7,6	3,1
Mediaani			9,5	7,8	8,5	7,0	3,9	3,4	12,6	11,6	7,0	8,0	2,5
Erotus-% vrt. mediaani			0 %	6 %	8 %	15 %	35 %	37 %	8 %	3 %	5 %	5 %	180 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Arvonmääritys 3/3

Kassavirtalaskelma

DCF-laskelmassamme lähdemme oletuksesta, että Titaniumin kasvu hidastuu selvästi lähivuosina historialliselta lähes 30 %:n tasolta (2017–2022). Kannattavuus pysyy ennusteissamme lähivuodet nykyisen kaltaisella erinomaisella tasolla ja kääntyy vuoden 2027 jälkeen loivaan laskuun, mutta on ennustejaksomme loppupäässäkin seuraamiemme sijoituspalveluyhtiöiden parhaimmistoa (47 %). Olemme avanneet pitkän aikavälin ennusteita tarkemmin edellisessä kappaleessa.

Titaniumille soveltamamme tuottovaatimus on pysynyt ennallaan noin 10 %:ssa. Soveltamamme WACC-% heijastelee yhtiön verrokkeja korkeampaa riskitasoa. DCF:n mukainen arvo yhtiölle on 18 euroa, joka on jonkin verran yli tavoitehintamme (DCF-malli sivulla 45).

Mielestämme DCF-mallin käytettävyys on Titaniumin osalta viime vuosina parantunut jatkuvien palkkioiden roolin kasvun parantaessa ennustettavuutta. Titaniumin korkeasta riskiprofiilista johtuen soveltamamme tuottovaatimus on edelleen korkea, ja mikäli yhtiö saisi riskitasoaan laskettua, olisi osakkeessa selkeää nousuvaraa, kuten sivupalkin DCF-laskelman herkkyygraafi osoittaa.

Absoluuttiset arvostuskertoimet

Kuten suhteellisilla, myös absoluuttisilla arvostuskertoimilla tarkasteltuna Titaniumin arvostustaso on mielestämme varsin neutraali. Kuluvaan vuoden ennustetulla tuloksella P/E-kerroin on noin 14x, joka on Titaniumin riskiprofiili huomioiden hyväksymämme arvostushaarukan

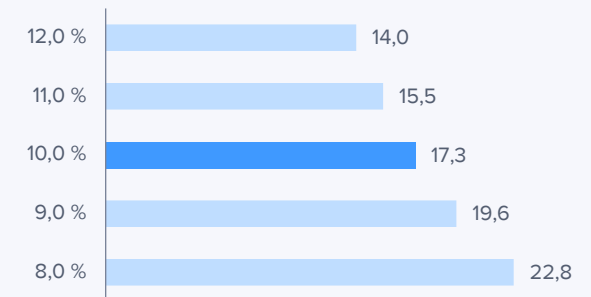
(12–14x) sisällä. Myös lähivuosien P/E-kertoimet ovat hyväksymämme arvostushaarukan sisällä ja kokonaisuutena meidän on vaikea nähdä tuloskertoimissa oleellista nousuvaraa ilman 1) tuloskasvunäkymän selvää parantumista (vaatisi uusmyyntivolyymien nousua seuraavalle tasolle) tai 2) riskiprofiilin laskua.

Titaniumin osinkotuotto on absoluuttisesti ja suhteellisesti korkea yli 7 %. Korkean osinkotuoton taustalla on yhtiön vahva taseasema ja avokätinen voitonjakopolitiikka.

Hallinnoitavasta varallisuudesta maksettava hinta on todella kova

Vaikka Titaniumin raportoima hallinnoitava varallisuus onkin varsin suuri, nojaa käytännössä koko yhtiön arvo Hoiva- sekä Baltia-rahastojen AUM:iin. Muiden rahastojen (AUM ~120 MEUR) arvo on näkemyksemme mukaan alle 10 MEUR (alan perinteisillä kertoimilla laskettuna) ja omaisuudenhoidon alaisen AUM:n arvo on niin ikään hyvin matala johtuen sen matalasta palkkiotasosta. Vähentämällä nämä sekä yhtiön kassa Titaniumin nykyisestä markkina-arvosta, saadaan Hoiva- sekä Baltiarahastojen hallinnoitavan varallisuuden (~610 MEUR) arvoksi noin 140 MEUR, eli lähes 25 % AUM:sta. Hinta on poikkeuksellisen korkea, sillä perinteistä varainhoitoa hinnoitellaan tyypillisesti 1–3 %:n arvolla ja 10 %:n taso on laadukkaasta vaihtoehtoisesta tuotteesta jo korkea. Rahastojen poikkeuksellisen korkea arvostustaso toimii hyvänä muistutuksena yhtiöön liittyvistä riskeistä ja on omiaan painamaan alaspäin yhtiön hyväksyttävää arvostustasoa.

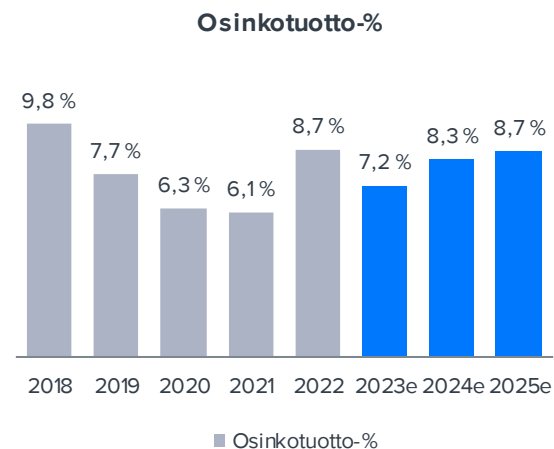
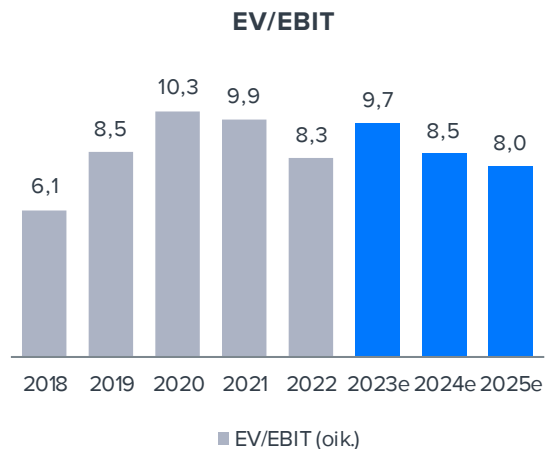
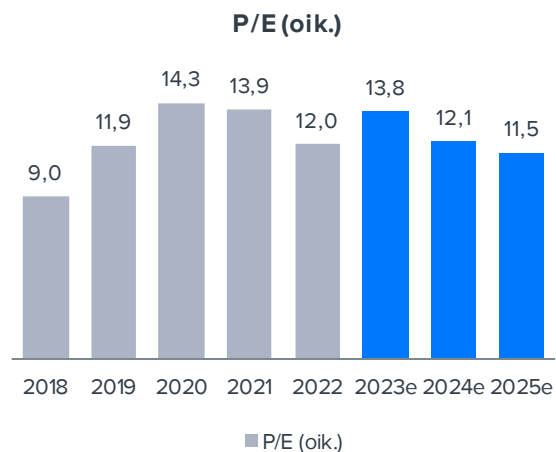
DCF-mallin herkkyyys tuottovaatimuksen muutokselle (EUR/osake)



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	7,15	9,40	13,0	15,0	15,6	16,2	16,2	16,2	16,2
Osakemäärä, milj. kpl	10,0	10,2	10,2	10,2	10,3	10,3	10,4	10,4	10,5
Markkina-arvo	72	96	132	153	160	168	168	168	168
Yritysarvo (EV)	61	84	118	137	139	149	147	147	146
P/E (oik.)	9,0	11,9	14,3	13,9	12,0	13,8	12,1	11,5	11,0
P/E	11,7	18,5	17,5	16,5	13,7	15,3	12,1	11,5	11,0
P/Kassavirta	18,1	11,5	14,8	14,3	12,2	13,7	12,2	11,7	11,1
P/B	3,0	4,3	5,8	6,4	6,1	7,1	6,6	6,4	6,2
P/S	4,3	5,2	6,6	6,5	5,7	6,0	5,4	5,0	4,7
EV/Liikevaihto	3,7	4,6	5,9	5,8	5,0	5,3	4,7	4,4	4,1
EV/EBITDA (oik.)	6,1	8,2	9,8	9,6	8,0	9,4	8,2	7,7	7,3
EV/EBIT (oik.)	6,1	8,5	10,3	9,9	8,3	9,7	8,5	8,0	7,6
Osinko/tulos (%)	114,9 %	141,7 %	109,6 %	100,1 %	119,8 %	110,4 %	99,9 %	98,3 %	97,1 %
Osinkotuotto-%	9,8 %	7,7 %	6,3 %	6,1 %	8,7 %	7,2 %	8,3 %	8,7 %	9,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e
Alexandria	66	50	6,6	5,2	5,1	4,2	1,2	1,1	10,5	9,8	6,4	8,3	2,2
Aktia	679								8,2	7,7	7,3	8,4	1,0
CapMan	411	482	21,7	11,7	20,4	11,4	7,2	6,2	25,8	14,6	7,0	7,3	3,2
eQ	719	679	15,9	12,7	15,4	12,4	9,1	7,6	21,1	17,2	4,9	6,0	8,8
Evli	494	449	10,2	7,6	9,1	6,9	4,1	3,5	15,9	12,0	8,3	10,2	3,6
Oma Säästöpankki	702								6,3	6,2	4,7	5,0	1,1
Taaleri	281	222	7,2	6,2	7,1	6,2	3,6	3,2	12,8	11,3	7,9	8,3	1,4
United Bankers	150	138	8,7	7,9	7,7	7,0	2,7	2,5	12,3	11,8	7,1	7,9	2,9
Titanium (Inderes)	168	149	9,7	8,5	9,4	8,2	5,3	4,7	13,8	12,1	7,2	8,3	7,1
Keskiarvo			11,7	8,5	10,8	8,0	4,6	4,0	14,1	11,3	6,7	7,7	3,0
Mediaani			9,4	7,7	8,4	6,9	3,8	3,3	12,5	11,6	7,0	8,1	2,5
Erotus-% vrt. mediaani			3 %	9 %	12 %	18 %	39 %	42 %	10 %	5 %	3 %	3 %	184 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23	H2'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	20,2	10,6	12,9	23,5	13,7	14,2	27,9	13,6	14,2	27,9	31,2	33,4	35,6
Titanium	20,2	10,6	12,9	23,5	13,7	14,2	27,9	13,6	14,2	27,9	31,2	33,4	35,6
Käyttökate	12,1	6,4	7,7	14,2	8,8	0,1	17,3	7,9	7,9	15,9	18,0	19,1	20,1
Poistot ja arvonalennukset	-2,3	-1,0	-1,1	-2,1	-1,1	-1,1	-2,2	-1,2	-0,6	-1,8	-0,6	-0,7	-0,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,5	6,3	7,5	13,8	8,5	8,3	16,9	7,6	7,6	15,3	17,4	18,4	19,3
Liikevoitto	9,8	5,4	6,6	12,0	7,7	7,5	15,1	6,7	7,3	14,1	17,4	18,4	19,3
Titanium	9,8	5,4	6,6	12,0	7,7	7,5	15,1	6,7	7,3	14,1	17,4	18,4	19,3
Nettorahoituskulut	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	9,9	5,4	6,6	12,0	7,7	7,5	15,1	6,7	7,3	14,1	17,4	18,4	19,3
Verot	-2,4	-1,2	-1,5	-2,8	-1,8	-1,7	-3,5	-1,6	-1,5	-3,1	-3,5	-3,7	-3,9
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	7,6	4,2	5,1	9,3	5,9	5,7	11,7	5,2	5,8	11,0	13,9	14,7	15,5
EPS (oikaistu)	0,91	0,49	0,59	1,08	0,66	0,64	1,30	0,58	0,59	1,18	1,34	1,41	1,47
EPS (raportoitu)	0,74	0,41	0,50	0,91	0,57	0,56	1,13	0,50	0,56	1,06	1,34	1,41	1,47

Tunnusluvut	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23	H2'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	9,6 %	7,0 %	25,3 %	16,3 %	28,9 %	10,4 %	18,8 %	-0,3 %	0,0 %	-0,1 %	12,0 %	7,2 %	6,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		8,0 %	31,8 %	19,8 %	36,3 %	10,8 %	22,3 %	-10,8 %	-8,2 %	-9,5 %	13,9 %	6,1 %	4,9 %
Käyttökate-%	59,7 %	60,8 %	60,0 %	60,4 %	64,1 %	0,4 %	62,2 %	58,4 %	55,8 %	57,0 %	57,7 %	57,1 %	56,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	56,9 %	59,0 %	58,3 %	58,6 %	62,4 %	58,5 %	60,4 %	55,9 %	53,6 %	54,7 %	55,7 %	55,1 %	54,4 %
Nettotulos-%	37,4 %	39,2 %	39,8 %	39,5 %	43,3 %	40,2 %	41,8 %	38,2 %	40,7 %	39,5 %	44,6 %	44,1 %	43,5 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	9,5	7,9	6,9	7,1	7,3
Liikearvo	2,9	1,2	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,3	0,4	0,5	0,6
Käyttöomaisuus	1,7	1,5	1,6	1,6	1,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	4,8	4,9	4,9	4,9	4,9
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	19,5	23,7	21,7	23,3	24,7
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	2,9	3,0	2,8	2,8	3,0
Likvidit varat	16,6	20,7	19,0	20,5	21,7
Taseen loppusumma	28,9	31,6	28,6	30,4	32,1

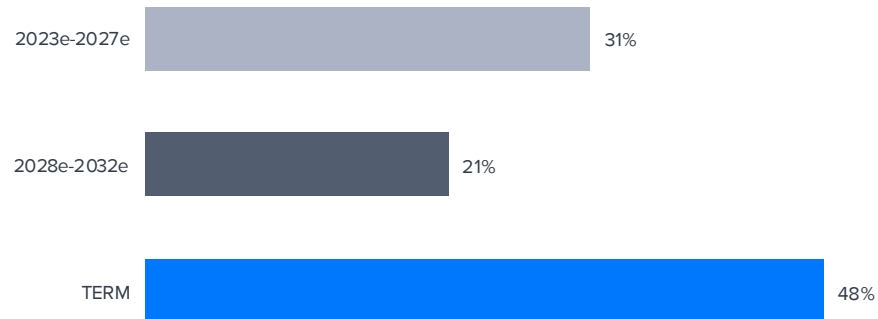
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	23,8	26,5	23,5	25,3	26,1
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	6,0	8,4	5,4	7,2	8,0
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	17,7	18,0	18,0	18,0	18,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	1,1	2,6	2,6	2,6	2,6
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	1,1	2,6	2,6	2,6	2,6
Lyhytaikaiset velat	4,0	2,6	2,6	2,6	3,3
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset velat	4,0	2,6	2,6	2,6	2,6
Taseen loppusumma	28,9	31,6	28,6	30,4	32,1

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	18,8 %	-0,1 %	12,0 %	7,2 %	6,3 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	54,2 %	50,6 %	55,7 %	55,1 %	54,4 %	54,0 %	52,0 %	50,0 %	48,0 %	47,0 %	47,0 %	47,0 %
Liikevoitto	15,1	14,1	17,4	18,4	19,3	20,0	19,8	19,6	19,4	19,6	20,1	
+ Kokonaispoistot	2,2	1,8	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	
- Maksetut verot	-3,5	-3,1	-3,5	-3,7	-3,9	-4,0	-4,0	-3,9	-3,9	-3,9	-4,0	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-1,6	0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	12,3	12,9	14,5	15,2	16,0	16,6	16,5	16,4	16,3	16,4	16,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	13,1	12,2	13,7	14,3	15,1	15,7	15,6	15,5	15,3	15,4	15,9	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	13,1	12,2	13,7	14,3	15,1	15,7	15,6	15,5	15,3	15,4	15,9	213
Diskontattu vapaa kassavirta		11,8	12,1	11,4	10,9	10,3	9,4	8,4	7,5	6,9	6,5	86,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		182	170	158	146	135	125	116	107	99,8	92,9	86,4
Velaton arvo DCF		182										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		20,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-14,0										
Oman pääoman arvo DCF		188										
Oman pääoman arvo DCF per osake		18,2										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,15
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,20 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,2 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	20,2	23,5	27,9	27,9	31,2	EPS (raportoitu)	0,74	0,91	1,13	1,06	1,34
Käyttökate	12,1	14,2	17,3	15,8	18,0	EPS (oikaistu)	0,91	1,08	1,30	1,17	1,34
Liikevoitto	9,8	12,0	15,1	14,1	17,4	Operat. kassavirta / osake	0,94	1,19	1,20	1,25	1,39
Voitto ennen veroja	9,9	12,0	15,1	14,1	17,4	Vapaa kassavirta / osake	0,88	1,05	1,28	1,18	1,32
Nettovoitto	7,6	9,3	11,7	11,0	13,9	Omapääoma / osake	2,22	2,33	2,57	2,27	2,43
Kertaluontoiset erät	-1,7	-1,7	-1,7	-1,2	0,0	Osinko / osake	0,81	0,91	1,36	1,17	1,34
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	25,7	28,9	31,6	28,6	30,4	Liikevaihdon kasvu-%	10 %	16 %	19 %	0 %	12 %
Oma pääoma	22,7	23,8	26,5	23,5	25,3	Käyttökateen kasvu-%	18 %	18 %	22 %	-9 %	14 %
Liikearvo	4,6	2,9	1,2	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	17 %	20 %	22 %	-10 %	14 %
Nettovelat	-14,1	-16,6	-20,7	-19,0	-20,5	EPS oik. kasvu-%	14 %	19 %	20 %	-10 %	14 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	59,7 %	60,4 %	62,2 %	56,9 %	57,7 %
Käyttökate	12,1	14,2	17,3	15,8	18,0	Oik. Liikevoitto-%	56,9 %	58,6 %	60,4 %	54,7 %	55,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,1	0,7	-1,6	0,2	0,0	Liikevoitto-%	48,5 %	51,2 %	54,2 %	50,6 %	55,7 %
Operatiivinen kassavirta	9,6	12,1	12,3	12,9	14,5	ROE-%	33,7 %	40,0 %	46,4 %	44,0 %	57,0 %
Investoinnit	-0,6	-2,5	-0,7	-0,8	-0,8	ROI-%	45,1 %	52,7 %	61,0 %	56,4 %	71,3 %
Vapaa kassavirta	8,9	10,7	13,1	12,2	13,7	Omavaraisuusaste	88,0 %	82,3 %	83,7 %	82,0 %	83,0 %
						Nettovelkaantumisaste	-62,0 %	-69,7 %	-78,2 %	-80,8 %	-81,3 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	5,9	5,8	5,0	5,3	4,7						
EV/EBITDA (oik.)	9,8	9,6	8,0	9,4	8,2						
EV/EBIT (oik.)	10,3	9,9	8,3	9,7	8,5						
P/E (oik.)	14,3	13,9	12,0	13,8	12,1						
P/B	5,8	6,4	6,1	7,1	6,6						
Osinkotuotto-%	6,3 %	6,1 %	8,7 %	7,2 %	8,3 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat 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.

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
25/10/2018	Lisää	7,50 €	7,00 €
14/03/2019	Lisää	9,20 €	8,52 €
30/04/2019	Lisää	9,20 €	8,20 €
18/06/2019	Lisää	8,90 €	7,94 €
30/08/2019	Lisää	9,20 €	8,44 €
29/10/2019	Vähennä	9,20 €	9,36 €
15/01/2020	Vähennä	9,70 €	10,70 €
05/03/2020	Vähennä	10,00 €	10,75 €
15/04/2020	Vähennä	8,50 €	8,32 €
29/04/2020	Lisää	8,50 €	7,82 €
28/08/2020	Osta	11,00 €	10,15 €
19/10/2020	Lisää	12,00 €	11,25 €
24/11/2020	Vähennä	12,00 €	13,30 €
05/03/2021	Vähennä	13,00 €	14,55 €
16/04/2021	Vähennä	14,00 €	15,20 €
02/07/2021	Lisää	15,50 €	14,70 €
27/08/2021	Lisää	16,50 €	15,50 €
07/12/2021	Lisää	16,00 €	14,65 €
11/03/2022	Osta	16,00 €	13,80 €
26/08/2022	Osta	17,00 €	14,80 €
17/02/2023	Lisää	19,00 €	18,05 €
08/03/2023	Vähennä	19,00 €	20,20 €
25/08/2023	Lisää	17,00 €	15,90 €
07/09/2023	Lisää	17,00 €	16,20 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**