

Titanium

Laaja raportti

5.12.2021 11:15



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



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Toista tukijalkaa rakentamassa

Tarkistamme Titaniumin tavoitehintamme 16,0 euroon lieviä ennustelaskuja heijastellen ja toistamme lisää-suosituksemme. Titaniumin sijoitustarina on ottanut merkittävän askeleen eteenpäin kuluvan vuoden aikana Baltia-rahaston onnistuneen lanseerauksen myötä. Odotammekin yhtiöltä vahvaa tuloskasvua lähivuosilta Baltian sekä Hoivan vetämänä. Osakkeen arvostus alkaa toteutuneella tuloksella olla korkeahko Titaniumin verrokkeja korkeampi riskiprofiili huomioiden ja sijoittajien tuotto muodostuukin täysin tuloskasvusta sekä vahvasta osingosta. Näkemyksemme mukaan tuloskasvun ja osingon yhdistelmä tarjoaa edelleen houkuttelevan riski/tuotto-suhteen.

Tuotevetoinen finanssipalvelutalo

Titanium on kotimainen omaisuudenhoitoon keskittyvä konserni. Yhtiön omaisuudenhoidon ytimen muodostavat sen omat tuotteet ja etenkin Hoivarahaston merkitys yhtiölle on erittäin suuri. Yhtiön pääkohderyhmä ovat varakkaat yksityishenkilöt ja arviomme mukaan valtaosa yhtiön hallinnoitavasta varallisuudesta tulee yksityishenkilöiltä. Taloudellisten lukujen valossa Titaniumin kehitys on ollut poikkeuksellisen hyvää. Yhtiön liikevaihto on kasvanut vuosien 2011–2020 aikana keskimäärin noin 50 % ja oikaistu liikevoittomarginaali on ollut erinomainen yli 50 %. Yhtiö on kasvattanut omistaja-arvoaan merkittävästi, ja tästä kiitos kuuluu ennen kaikkea vuonna 2012 tehdylle päätökselle perustaa Hoivarahasto.

Lähivuosien tuloskasvunäkymä on hyvä

Ennustamme yhtiön liikearvopoistoista oikaistun EPS-kasvun olevan välillä 2020–2024 keskimäärin 14 % vuodessa. Kasvun keskeisenä ajurina toimivat kasvavat palkkiot Baltia- sekä Hoivarahastosta. 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 löytää Hoivarahastoon ostettavaa hyvin haastavassa kohdemarkkinassa sekä Baltia-rahaston sijoitustoiminnan onnistumiseen. Baltia-rahaston kasvusta huolimatta Hoivarahasto osuus yhtiön liikevaihdosta säilyy hallitsevana (2024e ~65 % vs. 2021e: 85 %), mutta palkkioiden mix jatkaa parantumistaan jatkuvien hallinnointipalkkioiden osuuden noustessa (2024e: +75 % vs. 2021e < 70 %). Pidemmällä aikavälillä Hoivarahaston kasvu uhkaa nykyisellä palkkiorakenteella hyytyä ja yhtiön olisikin ensiarvoisen tärkeää onnistua laajentamaan tuote- ja palvelutarjontaansa tulevan kasvupohjan rakentamiseksi. Yhtiön voitonjako pysyy ennusteissamme hyvin vuolaana ja ennustamme Titaniumin jakavan valtaosan tuloksestaan ulos omistajille.

Tuloskasvun ja osingon muodostama tuotto-odotus edelleen hyvällä tasolla

Käypää arvoa määritettäessä olemme aiempaan tapaan antaneet pääpainon verrokkiryhmän arvostuskertoimille sekä DCF-mallille (molemmilla 50 %:n painoarvo), ja tavoitehintamme on linjassa käyvän arvon näkemyksemme kanssa. Titaniumin hinnoittelu on yhtiön verrokkeja korkeampi riskiprofiili huomioiden suhteellisesti ja absoluuttisesti korkeahko ja yhtiölle hyväksyttävä arvostustaso on tätä matalampi. Näin ollen sijoittajien tuotto-odotus nojaakin täysimääräisesti lähivuosien tuloskasvuun sekä mukeraan osinkotuottoon. Mielestämme osakkeen riskikorjattu tuotto-odotus on edelleen hyvällä tasolla tuloskasvunäkymän ollessa valoisa ja osinkoon liittyvä epävarmuus rajallinen. Lisäksi sijoittajat saavat kaupan päälle option siitä, että yhtiö onnistuu pienentämään riskitasoaan, minkä seurauksena arvostustasossa olisi nousuvaraa.

Suositus

Lisää

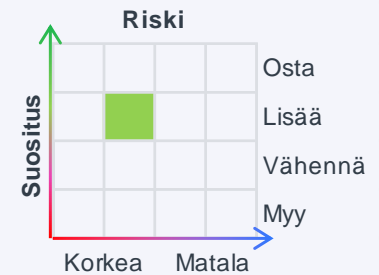
(aik. Lisää)

16,00 EUR

(aik. 16,50 EUR)

Osakekurssi:

14,65



Avainluvut

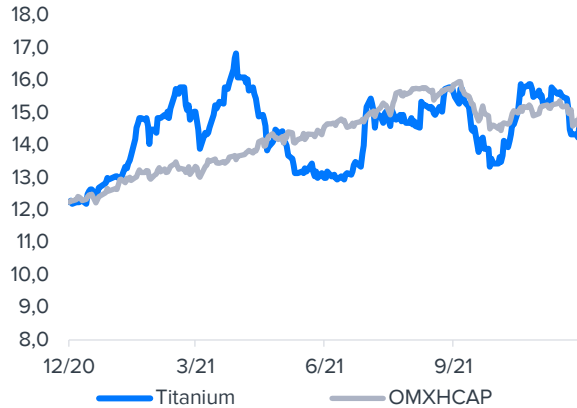
	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	20,2	22,4	27,2	30,7
kasvu-%	10 %	11 %	21 %	13 %
EBIT oik.	11,5	12,7	15,7	17,8
EBIT-% oik.	56,9 %	56,9 %	57,7 %	57,8 %
Nettotulos	7,6	8,6	10,9	13,2
EPS (oik.)	0,91	1,01	1,23	1,38
P/E (oik.)	14,3	14,6	11,9	10,6
P/B	5,8	6,6	6,1	5,5
Osinkotuotto-%	6,3 %	6,0 %	7,1 %	8,0 %
EV/EBIT (oik.)	10,3	10,7	8,5	7,3
EV/EBITDA	9,8	10,3	8,2	7,1
EV/Liikevaihto	5,9	6,1	4,9	4,2

Lähde: Inderes

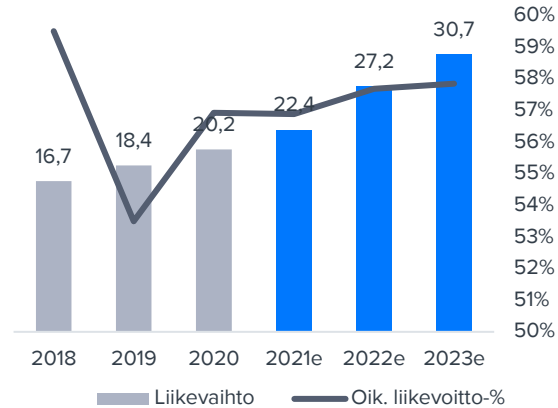
Ohjeistus

Ei ohjeistusta

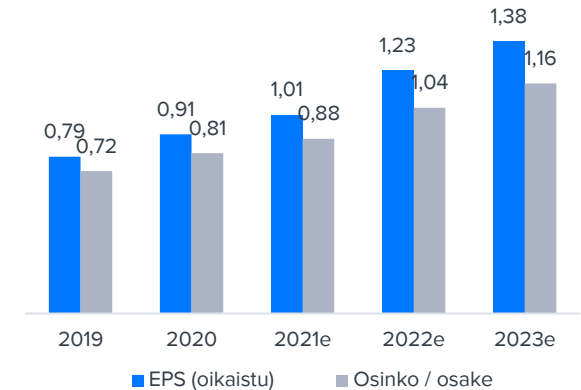
Osakekurssi



Liikevaihto ja liikevoitto-%



Osakekohtainen tulos ja osinko



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	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	14,7	14,7	14,7
Osakemäärä, milj. kpl	10,3	10,3	10,4
Markkina-arvo	150	150	150
Yritysarvo (EV)	136	133	130
P/E (oik.)	14,6	11,9	10,6
P/E	17,6	13,8	11,5
P/Kassavirta	16,8	12,8	11,1
P/B	6,6	6,1	5,5
P/S	6,7	5,5	4,9
EV/Liikevaihto	6,1	4,9	4,2
EV/EBITDA (oik.)	10,3	8,2	7,1
EV/EBIT (oik.)	10,7	8,5	7,3
Osinko/tulos (%)	105,9 %	98,3 %	91,6 %
Osinkotuotto-%	6,0 %	7,1 %	8,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6–16
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	17
Riskianalyysi ja liiketoiminnan riskiprofiili	18–19
Sijoitusprofiili	20
Toimiala	21–29
Taloudellinen tilanne	30
Ennusteet	31–35
Arvonmääritys	36–45
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	46

Titanium lyhyesti

Titanium on kotimainen sijoituspalveluyhtiö jonka päätuotteena on Titanium Hoivakiinteistörahasto

2009

Perustamisvuosi

2017

Listautuminen First Northiin

20,7 MEUR (+2,3 % vs. H2'19–H1'20)

Liikevaihto viimeiset 12 kk (H2'20–H1'21)

11,9 MEUR (57 % lv:sta)

Oikaistu liikevoitto viimeiset 12kk

69

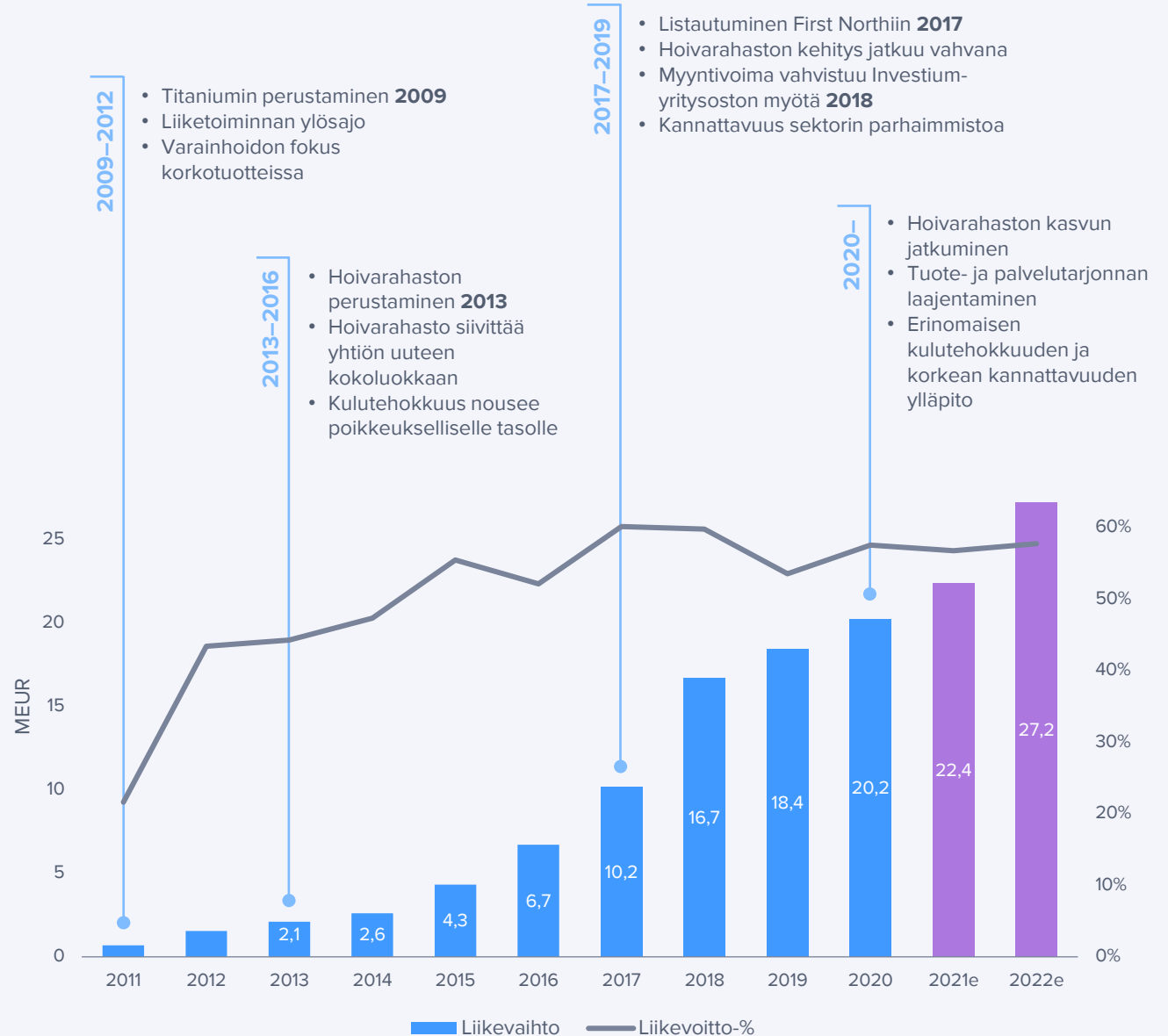
Henkilöstö H1'21 lopussa (sis. asiamiehet)

~85 %

Hoivarahaston arvioitu osuus liikevaihdosta

~30%

Oskkeen vuotuinen kokonaistuotto IPO:n jälkeen (IRR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/8



Liiketoimintamalli

1. Titaniumin liiketoimintamalli on varainhoitajalle tyypillisesti varsin yksinkertainen. Yhtiö hallinnoi asiakkaidensa puolesta näiden varoja ja saa pääomista sovitut palkkiot.
2. Poikkeuksellisen Titaniumin liiketoimintamallista tekee sen suppea tuotetarjonta ja tähän suhteutettuna todella iso myyntikoneisto.
3. Titaniumin liikevaihdosta valtaosa koostuu rahastoista tulevista palkkioista ja etenkin Hoivarahaston rooli on täysin hallitseva (~85 % konsernin liikevaihdosta).

Liiketoimintamallin heikkoudet ja mahdollisuudet

Korkea riippuvuus Hoivarahastosta

Rajallinen kontrolli asiakkaista

Myyntikoneiston heikko teho

Tuotetarjonnan laajentaminen

Keskeinen haaste on yhtiön korkea riippuvuus Hoivarahastosta. Tuotetarjonnan laajentaminen onkin kriittisessä roolissa lähivuosina.

Yhtiön kesällä lanseeraaman Baltia-rahaston myynti on lähtenyt lupaavasti käyntiin ja rahaston palkkiotuotoista voikin lähivuosina muodostua konsernin tasolla merkittäviä.

Odotamme Titaniumin jatkavan tuotetarjontansa laajentamista ja odotamme vähintään yhtä uutta tuotelanseerausta per vuosi.

Varainhoitoon panostaminen

Hoivarahaston sekä Baltian erinomaisten palkkiotasojen vuoksi Titanium voisi tarjota perinteistä varainhoitoa kilpailukykyisin hinnoin ja nostaa asiakaskohtaista kannattavuutta tuotteidensa kautta.

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

Varainhoitopalveluihin panostaminen kasvattaisi yhtiön hallinnoitavaa varallisuutta, parantaisi kontrollia sen loppuasiakkaista ja loisi pohjaa uusien sijoitus- ja rahastotuotteiden myynnille.



Yksittäisen rahaston (Hoivarahasto) merkitys yhtiölle huomattava.



Maanlaajuinen myyntiverkosto: toimipisteitä 8 paikkakunnalla.



Yli 11 tuhatta asiakasta, joista suurin osa yksittäisiin tuotteisiin sijoittaneita.

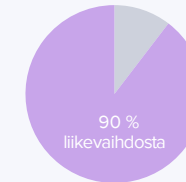


Pääkohderyhmä koostuu varakkaista yksityishenkilöistä.



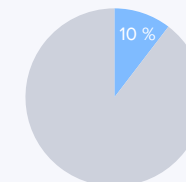
Noin 95 % konsernin liikevaihdosta tulee rahastoliiketoiminnasta

Rahastot



- AUM yhteensä 560 MEUR*.
- Tuotteina Hoiva-, Baltia-, Asunto- ja Osakerahastot.
- Rahastopalkkioiden summa 19,2 MEUR vuonna 2020. Tästä Hoivan osuus ~90 %.

Omaisuudenhoito



- AUM yhteensä 600 MEUR*.
- Sisältää täyden valtakirjan sekä konsultatiivisen omaisuudenhoidon.
- 2020 omaisuudenhoidon palkkioiden summa 0,9 MEUR.

*Inderes arvio

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/8

Valtaosa palkkioista tulee rahastoista

Titaniumin liikevaihto koostuu rahastoista saatavista palkkioista sekä omaisuudenhoidon palkkioista (sisältää täyden valtakirjan sekä konsultatiivisen omaisuudenhoidon). Rahastoista saatavat palkkiot muodostavat ylivoimaisesti suurimman osan yhtiön liikevaihdosta (arvioimme mukaan noin 95 %), joten omaisuudenhoidon merkitys on yhtiölle rajallinen. Rahastoista saatavat palkkiot voidaan puolestaan jakaa kolmeen osaan: hallinnointipalkkiot, tuottosidonnaiset palkkiot sekä muut tuotot, 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 (H2'20–H1'21) noin 13,4 MEUR, josta Hoivakiinteistöt-rahaston osuus oli noin 11,7 MEUR.

Tuottosidonnaiset palkkiot

Titaniumilla on käytössä tuottosidonnainen komponentti sen kaikissa kolmessa kiinteistörahastossa. Näissä on rahastomanagerin näkökulmasta hyvin houkutteleva tuottopalkkiorakenne ja sen myötä tuottopalkkioiden osuus liikevaihdosta on viime vuosina ollut varsin korkea. Viimeisen 12kk aikana konsernin tuottopalkkiot olivat arviomme mukaan 5,6 MEUR, ja ne tulivat käytännössä kokonaan Hoivarahastosta. Kiinteistörahastojen tuottosidonnaiset palkkiot ovat sijoittajan näkökulmasta perinteisistä rahastoista saatavia tuottopalkkioita arvokkaampia johtuen niiden

paremmasta ennustettavuudesta. Lisäksi Titaniumilla ennustettavuutta parantaa huomattavasti se, että tuottosidonnaisten palkkioiden laskenta perustuu kalenterivuoden sijaan rahaston tuottoon sen perustamisesta asti. Tämä tasoittaa tuottosidonnaisen komponentin vaihtelua ja yhtiö tulee kirjaamaan vielä useamman vuoden tuhteja tuottosidonnaisia palkkioita, vaikka Hoivarahaston tuotto valuukin näkemyksemme mukaan asteittain kohti aitakorkoa ja lopulta sen alle.

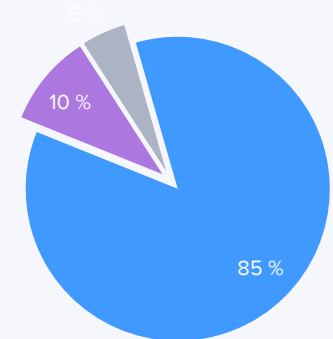
Muut palkkiotuotot

Titaniumin muut palkkiotuotot sisältävät rahastojen merkintä- ja lunastuspalkkiot sekä transaktiopalkkiot, joita yhtiö veloittaa kiinteistörahastoistaan kohteita myydessä tai ostettaessa. Palkkio on alalla harvinainen ja Titaniumin osalta muista palkkiotuotoista selvästi merkittävin. Arviomme mukaan yhtiö sai viimeisen 12kk aikana muita palkkiota yhteensä 0,8 MEUR.

Palkkioiden jakauma parantunut selvästi

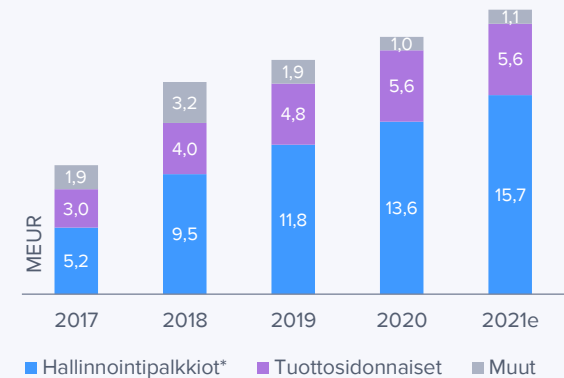
Kokonaisuutena Titaniumin palkkiotuottojen jakauma on parantunut merkittävästi viime vuosien aikana Hoivan hallinnointipalkkioiden vahvan kasvun myötä. Tämä on yhtiön arvon kannalta tärkeää, sillä vakaat ja ennustettavat hallinnointipalkkiot ovat selvästi kertaluontoiseksi tulkittavia transaktiopalkkioita tai tuottosidonnaisia palkkioita arvokkaampia. Yhtiön riippuvuus Hoivarahastosta on kuitenkin säilynyt edelleen poikkeuksellisen korkeana ja tällä on selvä yhtiön riskiprofiilia nostava vaikutus. Uusista tuotelanseerauksista Baltia Kiinteistöt -rahastolla on kuitenkin potentiaalia nousta lähivuosina Hoivan rinnalle merkittävään kokoluokkaan.

Palkkiotuottojen jakauma tuotteittain 2020 (Inderes arvio)



■ Hoiva ■ Muut rahastot ■ Omaisuudenhoito

Palkkiotuottojen jakauma 2017–2021e (Inderes arvio)



■ Hallinnointipalkkiot* ■ Tuottosidonnaiset ■ Muut

*Sisältää myös omaisuudenhoidon palkkiot

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/8

Hoivarahasto

Hoivarahasto on poikkeuksellisen hyvä tuote

Titanium perusti Hoivakiinteistö-rahastonsa vuonna 2013. Rahaston aloitusajankohta oli erinomainen ja rahaston kehitys on ollut erittäin vahvaa läpi se 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 katetaankin osittain tiettyjä rahaston hoitoon liittyviä kuluja (mm. kiinteistöjen arvonnäily), on selvää, että transaktiopalkkio on yhtiön kannalta erittäin houkutteleva ja parantaa Hoivan tuotekohtaista kannattavuutta merkittävästi. Rahasto on vaihtoehtoisille rahastoille tyypillisesti auki lunastuksille neljä kertaa vuodessa, mikä puolestaan parantaa pääoman pysyvyyttä ja laskee rahastonhoitajan riskiä.

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

Pitkät vuokrasopimukset parantavat ennustettavuutta

Hoivarahaston portfolio on mielestämme varsin hyvässä kunnossa. Kiinteistökananta on suhteellisen uutta, vuokrasopimusten keskipituus on

poikkeuksellisen pitkä (13,1v) ja vuokrasaste lähes 100 %. Heikkoutena on tehostetun palveluasumisen hallitseva rooli rahastossa (2020 osuus 62 %). Salkun tarkemmat tiedot löytyvät seuraavalta sivulta.

Markkinatilanne on kaksijakoinen

Hoivakiinteistömarkkinalla tilanne on tällä hetkellä kaksijakoinen. Lyhyellä aikavälillä hoivayhtiöiden investointihalut ovat matalat johtuen erityisesti niiden omista kannattavuusongelmista sekä SOTE-uudistukseen liittyvästä epävarmuudesta. Heikentynyt markkinatilanne asettaa haasteita rahaston lyhyen aikavälin kasvulle, sillä kohteita on aiempaa vähemmän tarjolla. Samalla kysynnän ja tarjonnan epätasapaino yhdessä nollakorkojen kanssa johtaa jatkuvaan paineeseen kohteiden hinnoissa, mikä kasvattaa rahaston tuottoa kiinteistöjen arvonnousujen myötä, mutta vaikeuttaa rahastoon kerättävien uusien sijoitusten allokoitua tuottaviin kohteisiin. Tästä huolimatta Hoivarahaston nettovuokratuotto oli 10/21 lopussa vielä terveellä 5,4 %:n tasolla. Sijoituskohteiden niukkuuden vuoksi käteisen määrä rahastossa on kuitenkin ollut viime vuosina melko suuri ja velkavipu alle optimaalisen tason.

Pitkällä aikavälillä markkinan näkymä on kuitenkin edelleen erittäin hyvä johtuen 1) Suomen ikääntyvästä väestöstä, 2) vanhasta ja epäoptimaalisesta hoivakiinteistökannasta etenkin julkisella puolella sekä 3) julkisen sektorin jatkuvista kustannuspaineista. Näin ollen mielestämme onkin täysin selvää, että tulevaisuudessa investoinnit hoivakiinteistöihin tulevat kasvamaan merkittävästi nykytasoltaan ja huomattava osa tästä tullaan rahoittamaan yksityisellä pääomalla.

Hoivarahaston perustiedot 10/21

NAV	439 MEUR
GAV	643 MEUR
Velkavipu	31,7 %
Vuokrasaste	99,0 %
Nettovuokratuotto	5,43 %
Kohteiden lukumäärä	148 kpl
Vuokrasopimusten keskipituus	13,1 vuotta



Hallinnontipalkkio

- 2,95 % omasta pääomasta



Transaktiopalkkio

- Enintään 2% kiinteistön arvosta



Merkintäpalkkio

- 2 % merkitystä summasta



Lunastuspalkkio

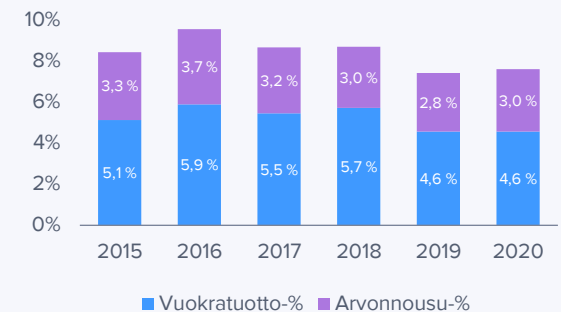
- < 1 v. 3 %, 1-3 v. 2 %, > 3 v. 1 %



Tuottosidonnainen palkkio

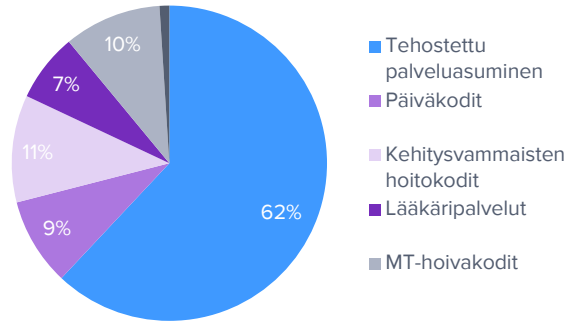
- 20 % referenssituoton (7 %) ylittävästä tuotosta rahaston alusta lukien

Hoivarahaston tuotto sijoittajille

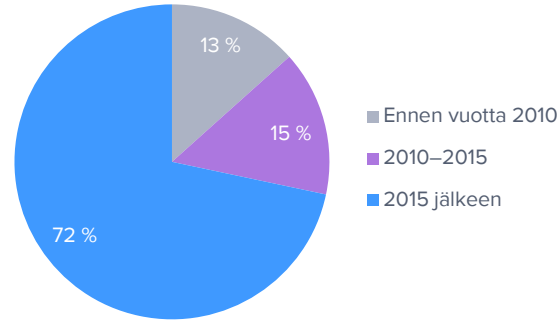


Hoivarahaston tarkemmat tiedot

Kiinteistöjen toimialakohtainen jakauma 2020

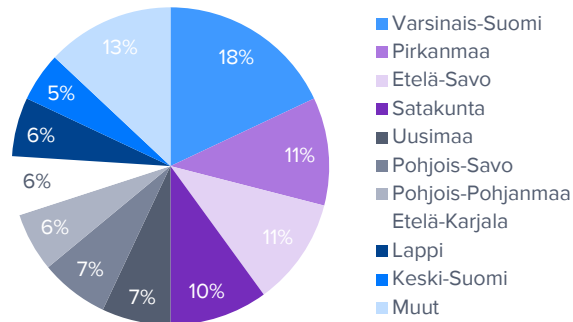


Kiinteistöjen ikäjakauma 2020*

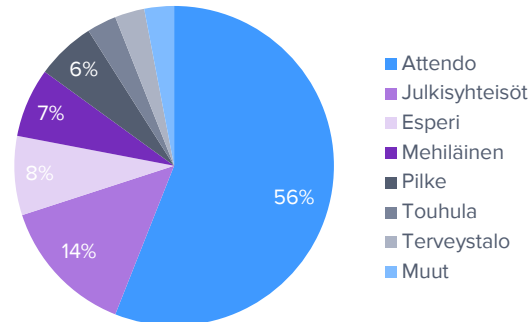


*Rakennus- tai peruskorjausvuosi. Jakauma laskettu kerrosneliöiden mukaan.

Kiinteistöjen alueellinen jakauma 2020



Kiinteistöjen vuokralaisjakauma 2020



PORTFOLION KOKO

643 MEUR

10/2021



Valmiiden ja rakentamisvaiheessa olevien kohteiden pinta-ala oli yhteensä noin 204 000 m² ja kiinteistökohteita oli salkussa 148 kpl.



Kiinteistöt ovat verrattain uusia ja vuoden 2020 lopussa noin 87 % kannasta oli rakennettu tai peruskorjattu vuoden 2010 jälkeen.



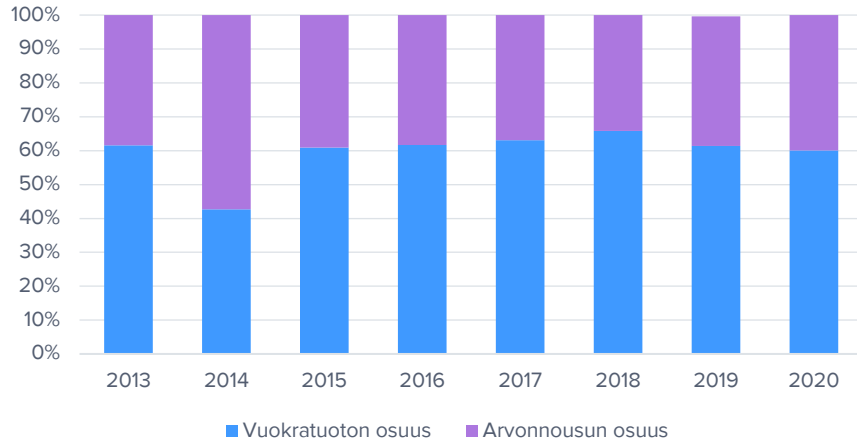
Vuokralaisia oli yhteensä 29. Attendon osuus portfolioissa on kuitenkin hallitseva sen vastatessa noin 56 % nettovuokratuotoista.



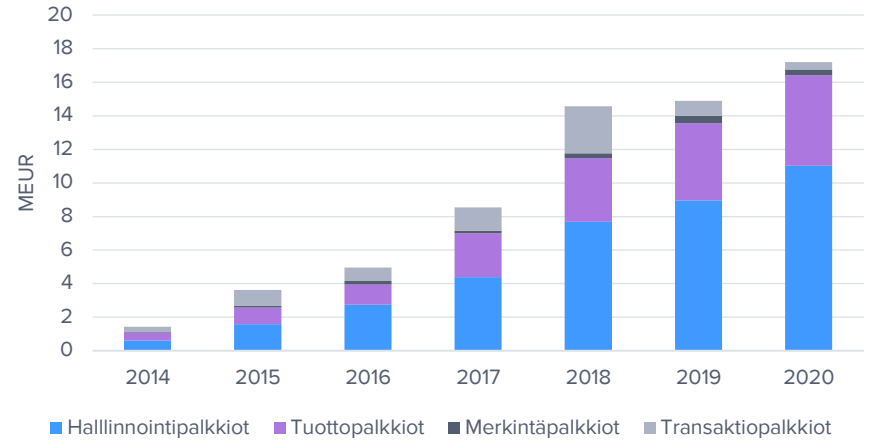
Maantieteellisesti kiinteistöportfolio on jakautunut myös kasvukeskusten ulkopuolelle, mikä kasvattaa salkun jäännösarvoriskiä.

Hoivarahaston tarkemmat tiedot

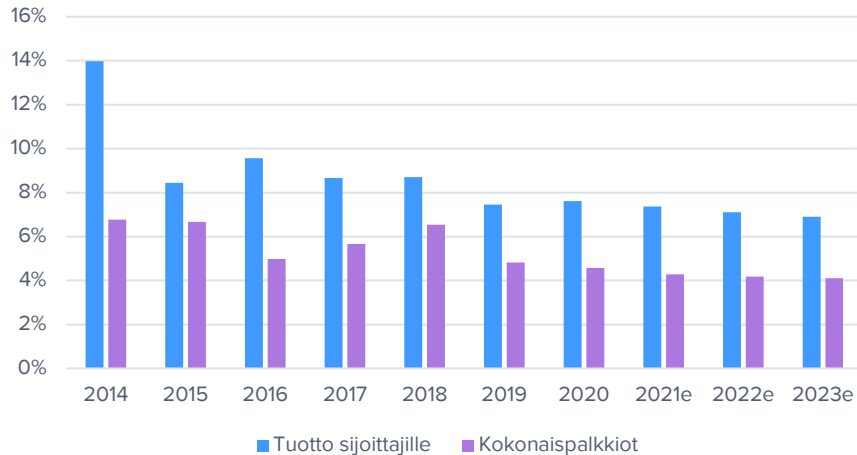
Hoivarahaston tuoton jakautuminen



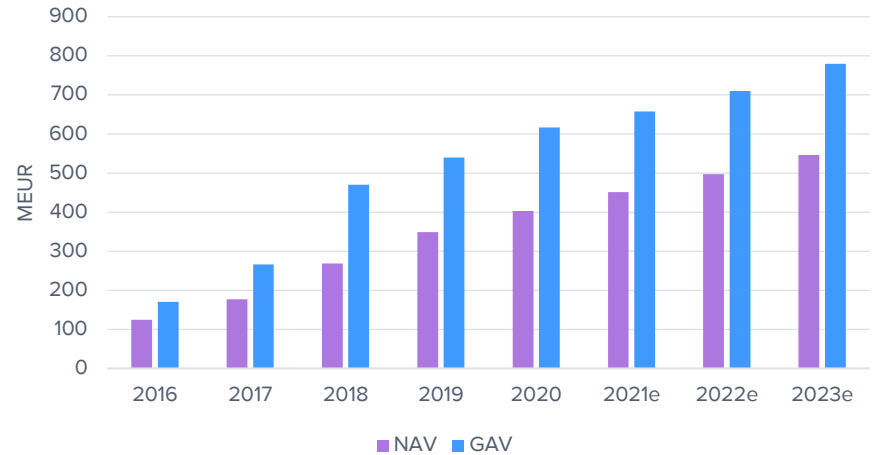
Hoivarahaston palkkiot (Inderes arvio)



Hoivarahaston tuotot ja palkkiot



Hoivarahaston kokoluokan kehitys



Hoivamarkkinan ajurit ja trendit



Väestön ikääntyminen

Suomen väestö on yksi Euroopan nopeimmin ikääntyvistä. Yli 75-vuotiaiden määrän odotetaan kasvavan lähes 60 % vuoteen 2040 mennessä. Ikääntymisen taustalla on Suomen ns. suuri ikäluokka sekä vanhusten eliniänodotteen voimakas kasvu.

Väestön keskittyminen

Suomessa on tällä hetkellä käynnissä historiallisen nopea muuttoliike maalta kaupunkiin. Väestön keskittyminen ja kaupungistuminen luo vahvan kysynnän ja tarpeen päiväkodeille, kouluille sekä hoivatilille – 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 jatkuvan kasvuaan ja lisäävän merkittävästi kysyntää yksityisille päivä- ja hoivakotiinenteistölle. Päivähoidossa yksityisen sektorin osuus on arviomme mukaan vasta noin 15-20 %.

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

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

Yksityisten palvelutuottajien kysyntä kasvaa voimakkaasti

Suomessa erityisesti koulut ovat huonossa kunnossa ja kärsivät sisäilmaongelmista

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

Valinnanvapaus tulee arviomme mukaan lisääntymään pitkällä aikavälillä erityisesti päivähoidossa

Hoivakiinteistöjen loppukysyntä kasvaa voimakkaasti



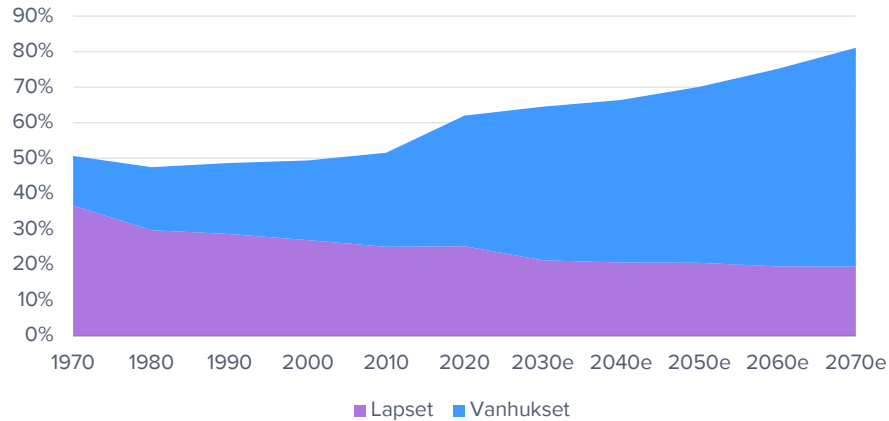
Matalana jatkuva korkotaso lisää edelleen hoivakiinteistö-sijoitusten kysyntää

Tuottovaatimusten lasku tulee jatkumaan, jolloin hoivakiinteistöjen arvostustaso nousee

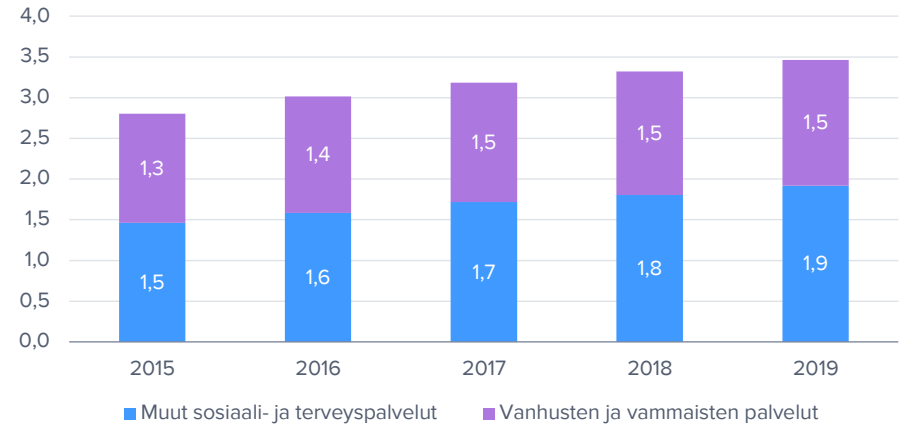
Hoivakiinteistösijoitusten kysyntä kasvaa

Hoivamarkkinan ajurit ja trendit

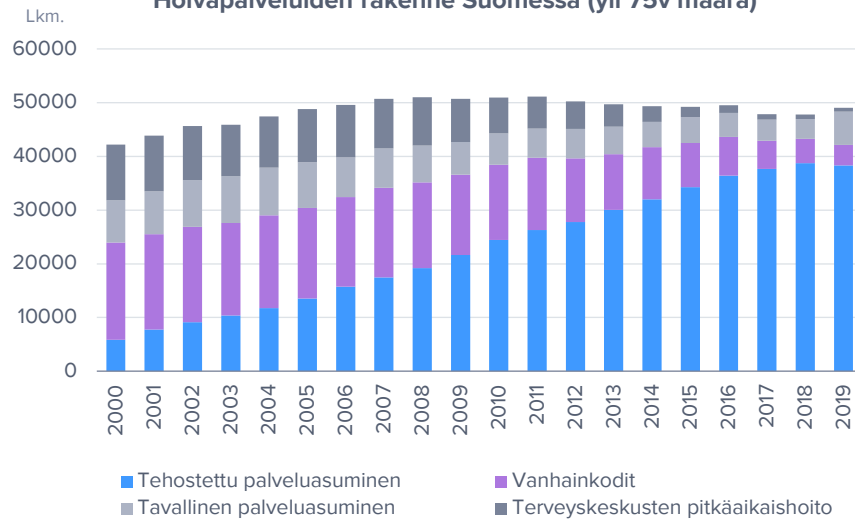
Väestöllinen huoltosuhte 1970–2070e



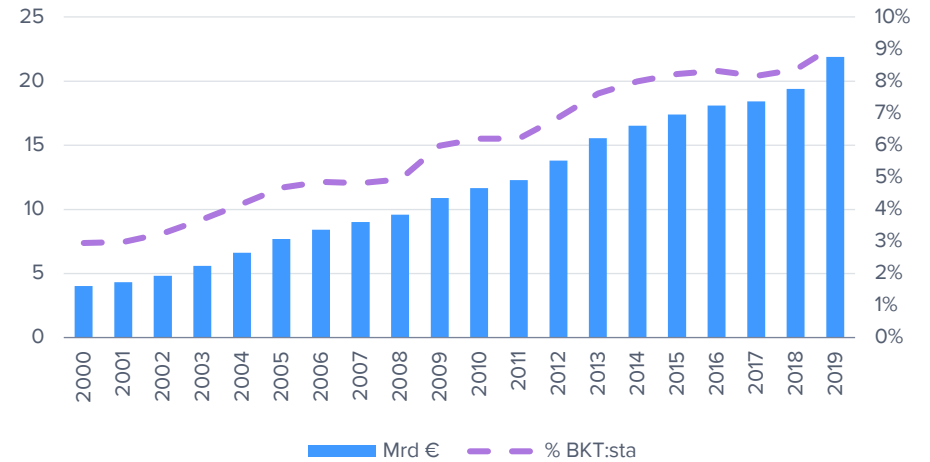
Kuntien ja kuntayhtymien ostot yksityiseltä sektorilta (mrd €)



Hoivapalveluiden rakenne Suomessa (yli 75v määrä)



Kuntien ja kuntayhtymien lainakanta 2000-2019



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/8

Hoivarahaston kasvunäkymät edelleen hyvät

Hoivarahaston kasvunäkymät ovat heikentyneet selvästi viimeisen kahden vuoden aikana. Keskeiset tekijät taustalla ovat näkemyksemme mukaan kohteiden vähentynyt tarjonta sekä merkittävästi kiristynyt kilpailu. Tarjontaan on vaikuttanut arviomme mukaan etenkin SOTE-uudistuksen luoma epävarmuus. Kilpailun osalta hoivakohteista kiinnostuneiden sijoittajien määrä taas on kasvanut merkittävästi johtuen matalasta korkotasosta sekä hoivakiinteistöjen houkuttelevista fundamenteista (pitkät vuokrasopimukset ja suhteellisen korkeat nettovuokratuotot).

Titaniumilla onkin ollut hankaluuksia löytää Hoivarahastoon sen tuottotavoitteiden mukaisia kohteita ja rahaston käteispaino on viime vuodet ollut jatkuvasti yli tavoitetason. Tästä johtuen Hoivarahasto oli myös [väliaikaisesti suljettuna](#) huhtikuusta elokuuhun. Näkemyksemme mukaan Titaniumilla ei ole ongelmia jatkaa Hoivarahaston hyvää myyntiä (2016-2021e vuotuisten nettomerkintöjen keskiarvo 60 MEUR), vaan haasteena on lähinnä pääomien sijoittaminen järkevästi. Kohdemarkkina tulee kuitenkin säilymään vaikeana ainakin SOTE-uudistuksen toteutumiseen (2023 alku) asti ja näemme aidon riskin, että myös 2023 olisi vielä vaisu investointivuosi. Pitkällä tähtäimellä markkinan fundamentit ovat edelleen hyvin terveet, mutta näemme myös riskin siitä, että markkinan vihdoin elyessä tuottovaatimukset ovat laskeneet selvästi nykyisestä.

Rahaston palkkiot toistaiseksi kestäväällä tasolla

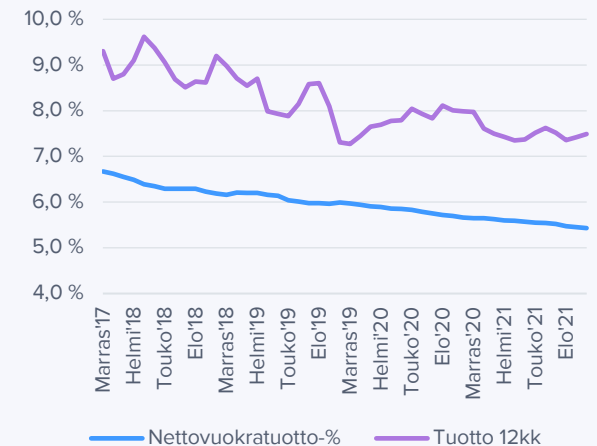
Sijoittajien kannalta keskeinen kysymys Hoivarahastoon liittyen on sen palkkiotason kestävyys. Rahaston historiallinen kokonaispalkkiotaso on ollut arviomme mukaan erittäin korkea (2014-2020 keskiarvo 5,7 %), mutta kuitenkin selkeällä laskutrendillä. Laskutrendin taustalla on tuottosidonnaisen palkkion sekä transaktiopalkkioiden osuuden asteittainen lasku.

Mielestämme on selvää, että nykyinen trendi jatkuu ja kokonaispalkkiotaso valuu asteittain kohti 3 %:n tasoa (kiinteä hallinnointipalkkio 2,95 %). Laskelmiemme mukaan rahaston nykyistä palkkiorakennetta voidaan ylläpitää niin pitkään kuin rahaston nettovuokratuotto ylittää 5 %. Arviomme mukaan 4,5–5,0 %:n välillä nettovuokratuotto ei enää riitä tarjoamaan riittäviä tuottoja sijoittajille, mikä käytännössä tyrehdyttää asteittain uusmyynnin ja kasvattaa myös asteittain lunastuksia. Koska palkkioiden leikkaus ei tule kysymykseen, olisi todennäköisin ratkaisu Hoivarahaston pysyväluonteisempi sulkeminen. Nykyisellä nettotuoton laskutahdilla (noin 0,33% p.a. 2017-2021) alle 5 %:n tasolle pudottaisiin 2023 aikana. Näemmekin aidon riskin, että Hoivarahaston kasvu tulee olemaan lähivuosina suhteellisen vaisua ja markkinan vihdoin elyessä tuottotasot ovat laskeneet rahaston kannalta liian alas. Ennusteissamme Hoivarahasto onkin kasvupolkunsa ehtopuolella ja odotamme rahastolta vain maltillista kasvua lähivuosina.

Hoivarahaston kokonaispalkkiot
(Inderes arvio)



Titanium Hoivarahaston tuotto-%



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/8

Baltia-rahasto

Titaniumin Baltia Kiinteistö -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 2,8 % vuosina 2010–2020, kun vastaava luku Suomen osalta oli 0,8 %. 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 tuottotasot ovat Baltiassa tällä hetkellä huomattavasti Suomea korkeammalla, mikä nykyisessä korkoympäristössä luonnollisesti lisää rahaston houkuttelevuutta asiakkaan näkökulmasta. Esimerkiksi logistiikka- ja toimistokiinteistöjen nettotuottovaatimukset ovat

Baltia-rahaston kannalta keskeisillä alueilla (Tallinna, Vilna ja Riika) noin 3,0–3,5 prosenttiyksikköä korkeampia kuin Helsingissä.

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.

Rahasto vaikuttaa kokonaisuudessaan mielestämme lupaavalta ja se on Hoivakiinteistöjen jälkeen Titaniumin ensimmäinen tuote, jolla on potentiaalia kasvaa yhtiön kannalta merkittävään kokoluokkaan. Titanium itse toteaa tavoitteekseen kasvaa yhdeksi Baltian merkittävimmistä kiinteöstösijoittajista, mikä tarkoittaisi arviomme mukaan satojen miljoonien sijoitusvarallisuutta.

Rahasto on otettu Titaniumin asiakaskunnassa hyvin vastaan ja yhtiö on onnistunut keräämään siihen sijoittajilta pääomaa yhteensä 50 MEUR (tilanne 10/21), mitä voidaan pitää rahaston nuori ikä huomioiden hyvänä suorituksena. Ennusteissamme olemme lähteneet siitä, että rahaston myynti onnistuu jatkossa kohtuullisesti muun muassa Hoivarahaston erinomaisen historiallisen performanssin tukemana, ja ennustamme rahaston hallinnoitavien varojen (AUM) nousevan yli 200 MEUR:oon vuoteen 2024 mennessä. Sijoittajan kannalta olennaista on, että tässä kokoluokassa rahasto olisi jo konsernin tasolla merkittävä palkkiotuottojen lähde ja laskisi Titaniumin riippuvuutta Hoivarahastosta.

Baltia-rahaston perustiedot 10/21

NAV	50 MEUR
GAV	50 MEUR
Velkavipu	0 %
Osuudenomistajia	826 kpl
Kohteiden lukumäärä	2 kpl



Hallinnointipalkkio

- 2,95 % omasta pääomasta



Transaktiopalkkio

- Enintään 2% kiinteistön arvosta



Merkintäpalkkio

- 2 % merkitystä summasta



Lunastuspalkkio

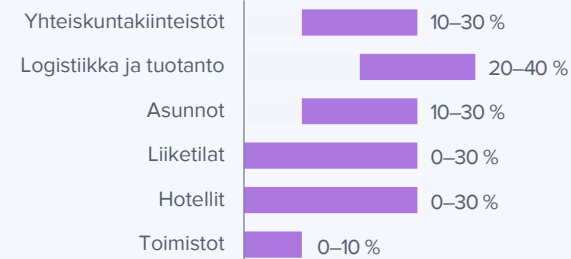
- < 1v. 3 %, 1-3 v. 2 %, > 3 v. 1 %



Tuottosidonnainen palkkio

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

Rahaston tavoitealokaatio



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/8

Muiden tuotteiden merkitys olematon

Titaniumilla on Hoivarahaston ja Baltia-rahaston lisäksi neljä muuta omaa rahastotuotetta: Asuntorahasto, Kasvuosinkorahasto, Kansainväliset kiinteistöt sekä Varainhoitorahasto. Näiden merkitys Titaniumille on suhteellisen pieni ja arviomme mukaan niiden yhteenlaskettu liikevaihto oli viimeisen 12kk aikana noin 2,1 MEUR tai noin 10 % konsernin liikevaihdosta.

Asuntorahasto on perustettu 2016 ja se sijoittaa kotimaisiin asuntoihin ja asuinkiinteistöihin. Sen koko oli 9/21 lopussa 71 MEUR josta 42 MEUR oli omaa pääomaa. Vahvan startin jälkeen rahaston myynti on hyytynyt käytännössä täysin eikä sen koko ole kasvanut H2'18 jälkeen käytännössä lainkaan. Heikon uusmyynnin taustalla on arviomme mukaan rahaston vaatimaton tuottotaso (2018–2020 noin 3,8 % p.a.) ja yhtiön oman myyntikoneen fokus Hoivarahastoon. Näkemyksemme mukaan Asuntorahaston kasvunäkymät ovat vaisut ja selkeä kasvu vaatisi mielestämme yhtiön onnistumista laajempien varainhoitopalveluiden myynnissä, jolloin Asuntorahasto olisi osana hajautettua varainhoitoratkaisua.

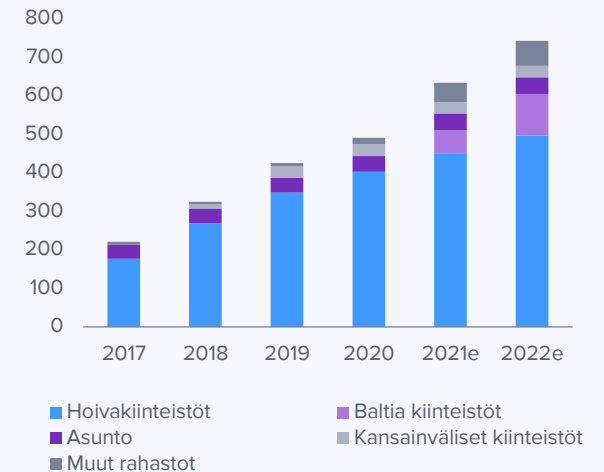
Kasvuosinkorahasto on vuonna 2019 perustettu listattuihin osakkeisiin sijoittava rahasto. Rahaston tuottotasot ovat olleet absoluuttisesti sekä suhteellisesti erittäin hyviä. Hyvästä kehityksestä huolimatta rahaston myynti on ollut suhteellisen tahmeaa ja sen koko oli 10/21 lopussa noin 36 MEUR. Myynnin tahmeutta selittää arviomme

mukaan etenkin Titaniumin myyntiorganisaation fokuusoituminen Hoivarahaston myyntiin. Rahastolla on hyvät edellytykset jatkaa selkeää kasvuaan lähivuosina, mutta sen merkitys jää hyvässäkin skenaariossa konsernitasolla rajalliseksi.

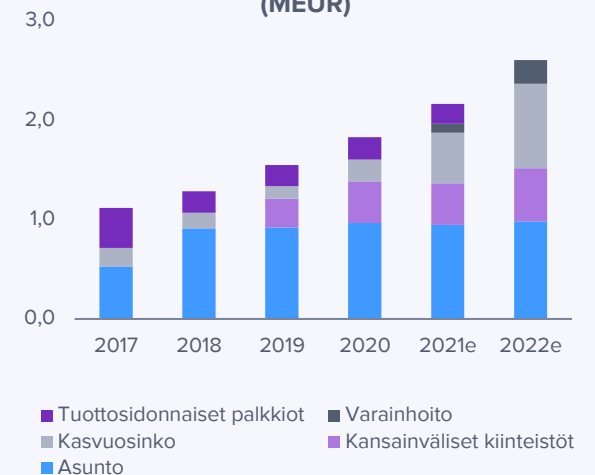
Titanium **Kansainväliset kiinteistöt** on rahastojen rahasto, joka sijoittaa hallinnoitavat varansa kiinteistörahastoihin (mm. eQ, Titanium, CapMan, Axa ja J&O). Rahaston tuottotaso on ollut viime vuosina heikohko (vuosittainen tuotto rahaston alusta keskimäärin noin 3,2 %), emmekä ennusta rahaston koon kasvavan nykyisestä noin 30 MEUR tasosta. Lisäksi uskomme yhtiön fokuksen olevan lähivuosina Hoivarahaston ja strategisesti tärkeän Baltia-rahaston uusmyynnissä, mikä laskee muiden rahastojen käytössä olevia myynti- ja markkinointiresursseja ja siten myös kasvupotentiaalia.

Titanium **Varainhoito** on vuoden 2021 alussa toimintansa aloittanut yhdistelmärahasto, joka sijoittaa pääosin osake-, korko- ja reaaliomaisuusrahastoihin. Lokakuussa 2021 rahaston pääoma oli vain 9 MEUR, ja rahaston myynti onkin ollut meille selkeä pettymys. Myynti asiakaskuntaan on ollut selkeästi odotuksiamme haastavampaa ja odotuksemme rahaston suhteen ovat laskeneet selvästi. Näin ollen emme näe rahastoa merkityksellisenä Titaniumin lähivuosien kehityksen näkökulmasta. Lisäksi tuottopotentiaalia laskee rahaston hyvin maltillinen palkkiotaso (kiinteä hallinnointipalkkio 0,65 %).

Rahastojen AUM (MEUR)



Muiden rahastojen liikevaihdot (MEUR)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/8

Kulurakenne

Kulutehokkuus alan kärkeä

Titaniumin kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin yksinkertainen ja kiinteät kulut näyttelevät valtaosaa kuluista. Suurin yksittäinen kuluerä on henkilöstökulut, jotka olivat asiamiespalkkiot huomioiden viimeisen 12kk aikana noin 6,1 MEUR tai noin 30 % liikevaihdosta. Keskimääräinen henkilöstökulu (sis. asiamiespalkkiot) on noin 85 TEUR/henkilö, joka on matala verrokkiryhmään nähden (kuvio sivulla 29). Mielestämme suhteellisen matala taso kertoo yhtiön liiketoimintamallin henkilyömistä (vähän rahastonhoitajia sekä yksityispankkiireja) sekä perustajien alipalkkauksesta (Prittinen, Santanen ja Kärkkäinen sitoutuneet pitämään palkkansa IPO:a edeltävällä tasolla 2022 asti).

Toiseksi merkittävien erä ovat hallintokulut (mm. IT, vuokrat ja markkinointi), jotka olivat viimeisen 12kk aikana 1,6 MEUR tai 7 % 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). Asiamiesten kulut ovat Titaniumin omassa raportoinnissa täällä, mutta olemme omissa laskelmissamme huomioineet ne osana henkilöstökuluja. Palkkiokulut olivat asiamieskulut oikaistuna 0,7 MEUR tai 3 % liikevaihdosta.

Viimeinen merkittävä kuluerä yhtiölle on poistot. Yhtiö poistaa FAS-kirjanpitosäädösten mukaisesti

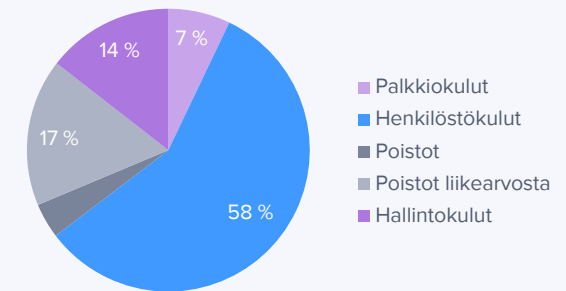
liikearvoa 5 vuoden tasapoistoilla. 2020 poistojen määrä laski merkittävästi, kun yhtiön 2014 tekemän omistusjärjestelyn myötä syntynyt liikearvo on poistettu taseesta kokonaisuudessaan. Nykyinen noin 1,8 MEUR vuotuinen taso käsittää Investium-kaupasta syntyneen liikearvon, joka on täysimääräisesti poistettu vuoden 2023 loppuun mennessä. Näillä liikearvopoistoilla ei ole kassavirtavaikutusta, joten ne on syytä oikaista yhtiön tuloksesta, jotta lukujen vertailtavuus IFRS-raportointia harjoittaviin kilpailijoihin paranee. Muut poistot (0,5 MEUR) sisältävät pääosin IFRS-16 vuokria ja ilman tätä yhtiön poistotaso olisi alle 100 TEUR.

Titaniumin kannattavuus on viime vuosina ollut erinomaisella tasolla ja 2016–2020 keskimääräinen liikearvopoistoista oikaistu liikevoittomarginaali on ollut noin 56 %. 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 matala kulurakenne kautta linjan.

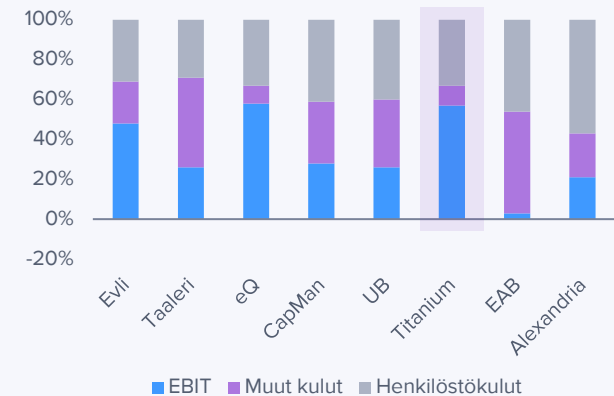
Kannattavuus erinomaisella tasolla

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

Kulujen jakautuminen H2'20–H1'21



Verrokkien kulurakenteet 2020*



* Inderesin huomiot:

- Evlin Varainhoidon kustannusten jako Inderesin arvio
- EAB Groupin kulurakenne konsernitasolla
- eQ:n Varainhoitoa räsitetty konsernikuluilla
- Taaleri Varainhoito 2020 numerot (ei enää osa Taaleri konsernia)
- Titanium konsernitasolla ilman liikearvopoistoja
- UB:n Varainhoito-segmentti räsitetty konsernikuluilla.
- Alexandria konserniluvuilla
- Kaikilla yhtiöillä asiamiehet oikaistu henkilöstökuluiksi
- Muut kulut sisältävät poistot

Strategia ja taloudelliset tavoitteet

2013–2016

Hoivarahaston ylösajo

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

2017–2019

Seuraavaan kokoluokkaan

- Hoivarahasto jatkaa erinomaista kehitystään ja säilyy erinomaisella tasolla.
- Listautuminen First North-markkinapaikalle (2017).
- Investium-yrityskaupan (2018) myötä Titaniumista tulee valtakunnallinen sijoituspalvelutalo ja yhtiön myyntivoima kasvaa merkittävästi.
- Uusia tuotteita Hoivarahaston rinnalle, mutta näiden kehitys jää vaisuksi.

2020–

Kasvun jatkuminen ja uudet tuotteet

- Hoivarahaston tuottotaso säilyy lähivuodet hyvällä tasolla ja tuotteen suhteellinen kilpailukyky on vahva.
- Tuote- ja palvelutarjonnan laajentaminen. Uutena merkittävänä avauksena Baltia Kiinteistöt -rahasto.
- Tuotetarjontaa täydentävät yritysostot.
- Erinomaisen kulutehokkuuden ja korkean kannattavuuden ylläpito.



Taloudelliset tavoitteet (annettu 11.11.2021)

Yli 30 MEUR liikevaihto vuoteen 2024 mennessä

- Näkemyksemme mukaan tavoitteeseen pääseminen edellyttää yhtiöltä kohtuullista onnistumista kriittisen Baltia-rahaston ylösajossa sekä Hoivarahaston pysymistä auki läpi tavoitejakson.
- Yhtiöllä kuitenkin hyvät edellytykset tavoitteen saavuttamiseen.

Keskimäärin +50 %:n oikaistu liikevoittomarginaali pitkällä aikavälillä

- Tavoite on realistinen ja tiukan kulufokuksen myötä odotamme oikaistun kannattavuuden säilyvän lähivuodet erinomaisella lähes 60 %:n tasolla.
- Pitkällä aikavälillä taso laskee lähemmäs 50 %:n tasoa kun tuottosidonnaisten rooli supistuu

Kasvava osinko ja vähintään 70 %:n osingonjakosuhte

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

Riskianalyysi

Hoivan riski on luonteeltaan binäärinen

Titaniumin verrokkeja korkeampi riskitaso perustuu siihen, että käytännössä koko yhtiön liiketoiminta on Hoivarahaston varassa (osuus liikevaihdosta ~85 %). Itse Hoivarahastoon liittyvä riskitaso on itse asiassa varsin pieni johtuen pitkistä vuokrasopimuksista, uudesta kiinteistökannasta, terveyden ja hyvinvoinnin kannalta kriittisestä sektorista, hajautuneesta asiakaskunnasta sekä laajasta sijoittajajoukosta. Vaikka itse Hoivarahaston riski onkin pieni, aiheuttaa se Titaniumille itselleen merkittävän riskikeskittymän ja tämä riski on näkemyksemme mukaan ainakin osittain ns. binäärinen. 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 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 syytä: 1) tuotto-odotus heikkenee jatkuvasti, kun markkinan tuottovaatimukset painuvat alaspäin ja kohteista saatava nettovuokratuotto laskee. Tästä tulee toki lyhyellä aikavälillä arvonnousua olemassa olevaan salkkuun, mutta tämä on kaikki pois tulevaisuuden tuotoista. Nettovuokratuotto laskee tasaisesti ja johtaa lopulta tilanteeseen, jossa Hoivan myynti muuttuu vaikeaksi (lisää raportin sivuilla [32–33](#)). Tämä ei kuitenkaan johda varojen ulosvirtaukseen vaan ennemminkin uusmyynnin tyrehtymiseen ja mahdollisesti rahaston sulkemiseen. Näin ollen tämä riski ei itsessään ole nykyisille osakkeenomistajille erityisen merkittävä, vaan se rajaa lähinnä rahaston tulevaa kasvupotentiaalia.

Toinen mahdollinen syy tuoton äkilliseen laskuun olisi mielestämme ison asiakkaan konkurssi. Attendo on Hoivarahastolle ylivoimaisesti suurin asiakas ja sen konkurssi voisi aiheuttaa yllättäviä seuraamuksia. Toki on selvää, että toimintaa ei voida noin vain lopettaa, mutta tämä 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 iso, mikä voisi johtaa sopimusten heikompiin ehtoihin myös jäljelle jäävässä vuokrakannassa, mikä taas voisi realisoituessaan laskea rahaston kiinteistöjen arvoa.

Seuraava huomattava riski on luonteeltaan poliittinen. Vaikka Titaniumin Hoivarahaston oma

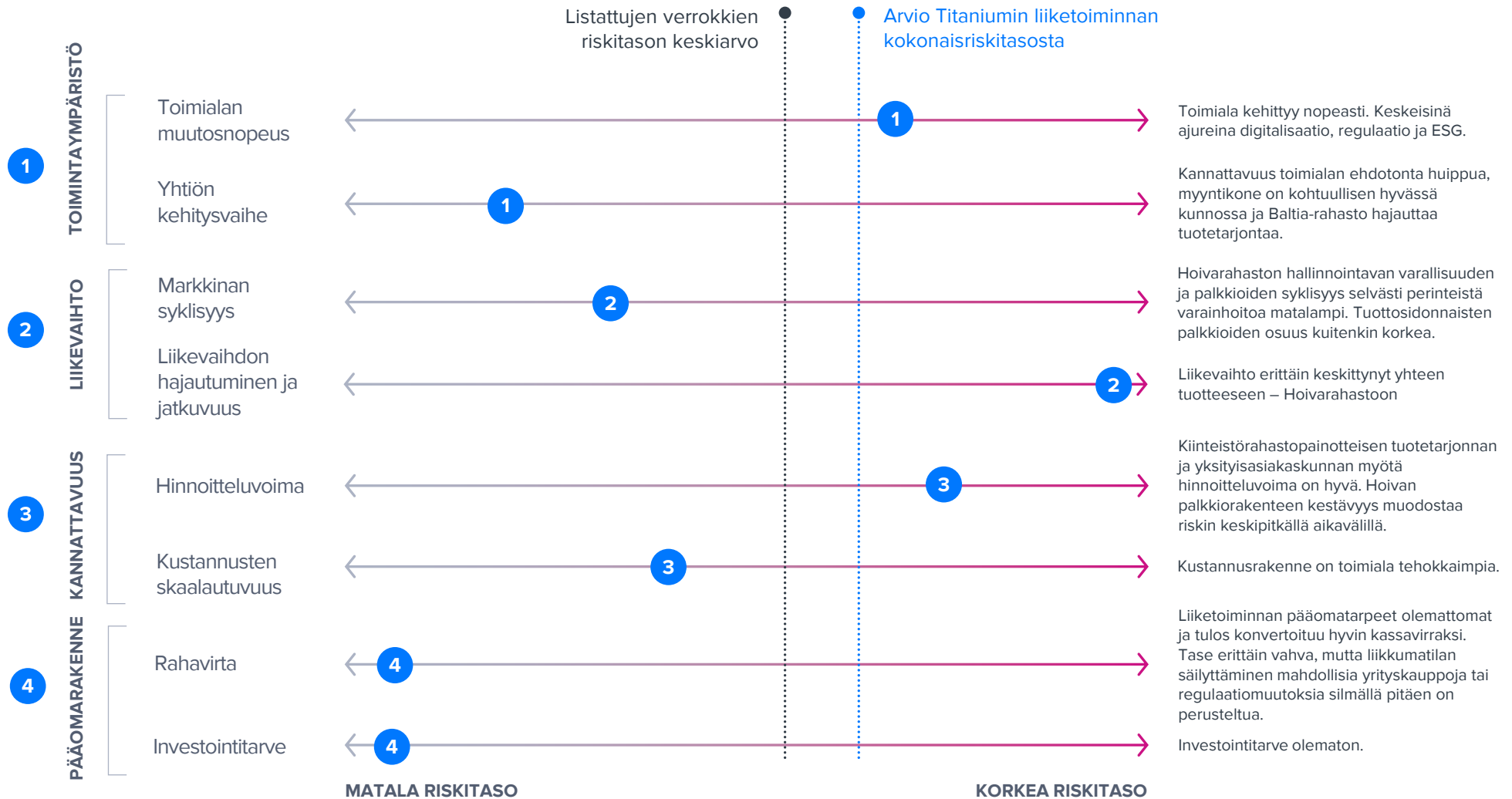
poliittinen riski on aika pieni (hyvin epätodennäköistä, että viranomainen puuttuisi hoivasektorin kiinteistöomistuksiin), voi tämä realisoitua epäsuorasti. Jos esimerkiksi yksityisten toimijoiden elintilaa ryhdyttäisiin reippaasti supistamaan, voisi se johtaa kohonneeseen konkurssiriskiin rahaston asiakaskunnassa.

Kolmas 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 on asiakkaat (eli Attendo).

Korkotason nousu voisi periaatteessa toimia sytykkeenä tuottovaatimusten nousulle, minkä seurauksena arvonkorotukset muuttuisivat arvon laskuiksi. Korkotason nousu nostaisi myös velan hintaa, mikä heikentäisi tuottoa entisestään. Toisaalta, mikäli korkojen nousu olisi seurausta inflaatiosta, olisi rahaston vuokrissa nousuvaraa pehmentämään portfolion arvon alenemista.

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 parhaimmista

2.

Baltia-rahasto parantaa kasvupotentiaalia selvästi

3.

Verrokkeja korkeampi riskitaso

4.

Erinomainen track-record

5.

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 kerryttämislle. 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 kasvua.

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.

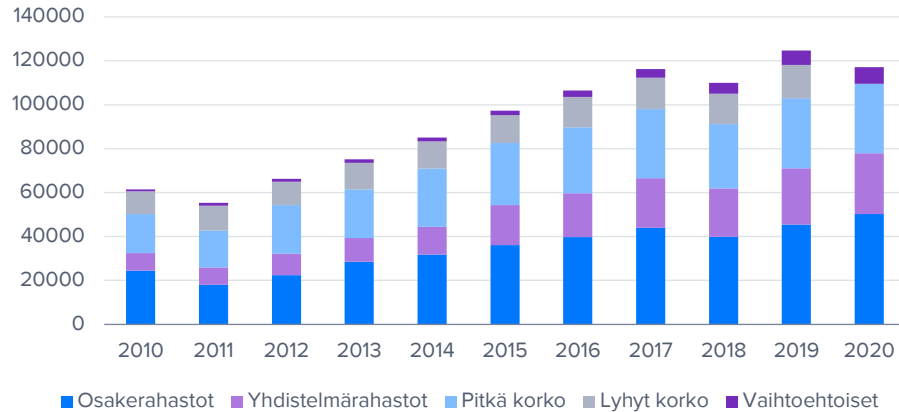
Listaamaton markkina

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.

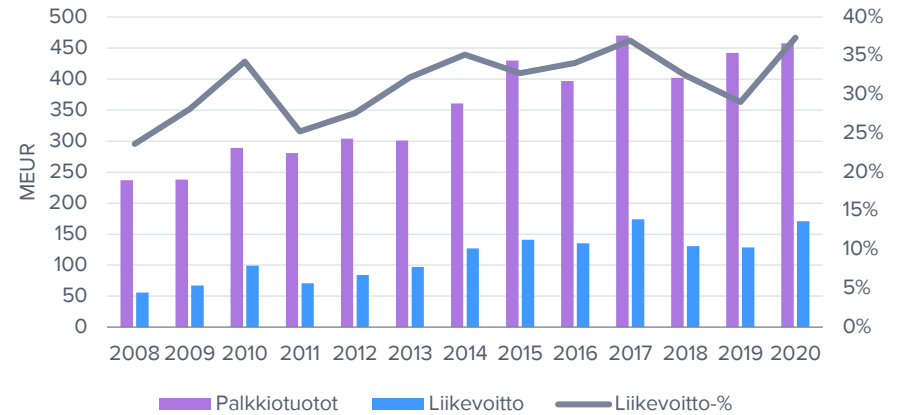
Listaamattomiin omaisuuslajeihin pääomia on ohjannut viime vuosina erityisesti jo pitkään jatkunut nollakorkoympäristö sekä sijoittajien halu hakea osakemarkkinoiden kanssa korreloimattomia tuotonlähteitä. Koronaviruspandemia ei ole pysäyttänyt listaamattomien omaisuuslajien voittokulkua ja listaamattomista 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

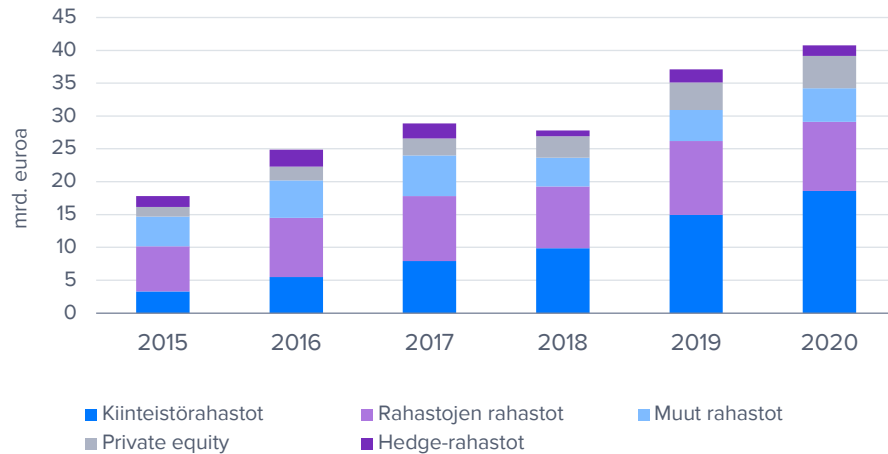
Suomen sijoitusrahastopääomien kehitys (MEUR)



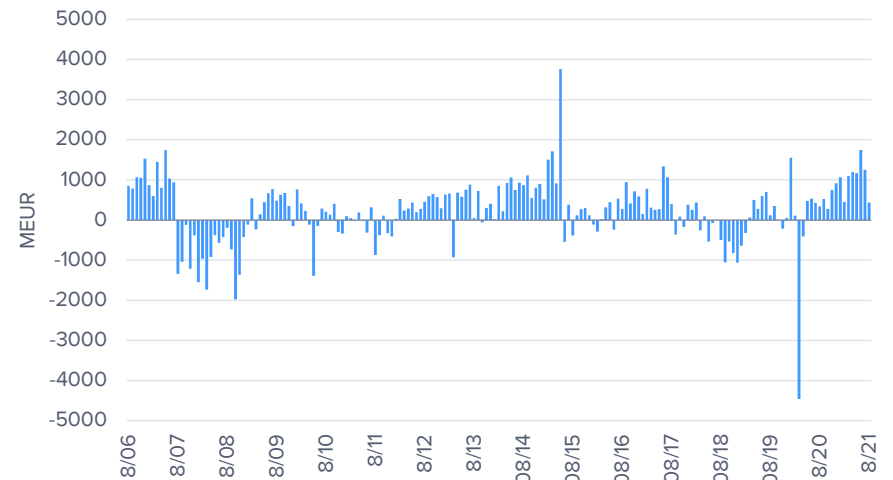
Sijoituspalveluyritysten liikevaihto ja kannattavuus Suomessa



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.



Pysyvästi madaltunut korkotaso

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



Vastuullisuus (ESG)

ESG on noussut merkittäväksi trendiksi, kun sijoittajat ovat alkaneet vaatia myös rahoitusalan yrityksiä ottamaan aiempaa enemmän kantaa ESG-teemoihin ja kantamaan pääomien mukana tuomaa vastuuta.

Sijoittajien muuttuvat tarpeet

Uudet omaisuusluokat täyttävät korkomarkkinan jättämää aukkoa

Realiomaisuustuotteiden määrä tulee kasvamaan merkittävästi

Tuotteiden pitää olla aiempaa läpinäkyvämpiä (ESG)

Sijoittajat vaativat yhä yksilöllisempää varainhoitoa

Riski määritellään uudelleen

Regulaatio, digitalisaatio ja ESG nostavat alalletulokynnystä

Sijoittajien vaatimustaso nousee

Passiivisten sijoitustuotteiden kysyntä jatkaa kasvuaan niiden ylivertaisen kulu/tuottosuhteen ansiosta

Perinteinen varainhoito tulee kohtaamaan yhä voimakkaampaa hintapainetta

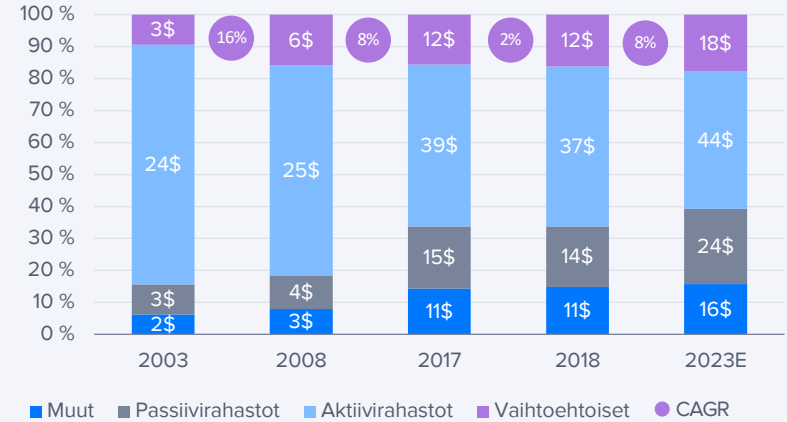
Varainhoitajien pitää pystyä luomaan aitoa lisäarvoa asiakkailleen

Toimialan ajurit ja trendit

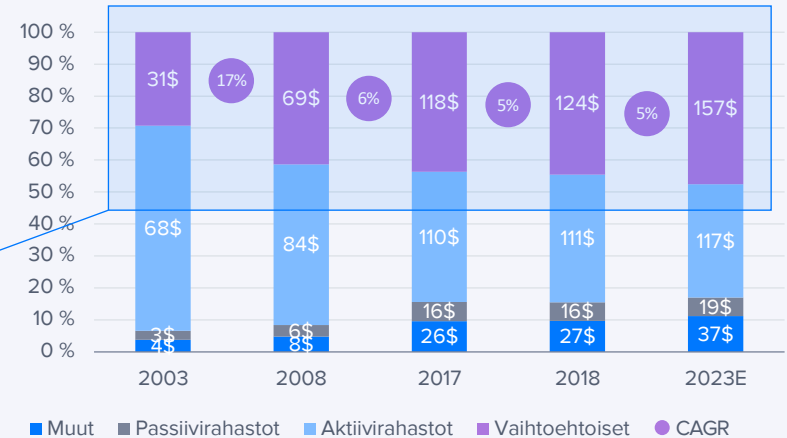
Vaihtoehtoisten voittokulku



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.

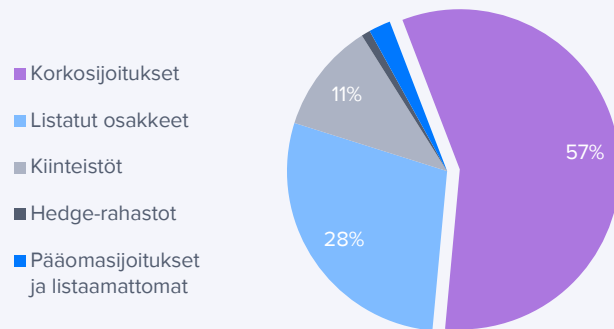
Kasvava riskinotto

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.

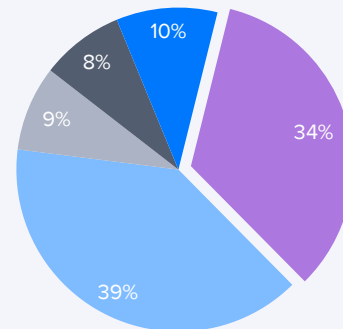
Kestävyysvaje uhkaa

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.

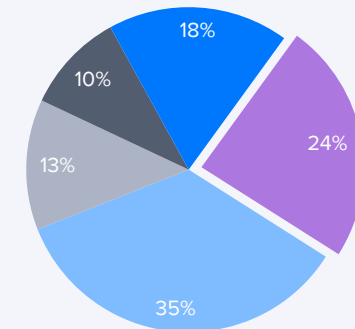
Työeläkelaitosten allokaatio 2004



Työeläkelaitosten allokaatio 2019



Havainnollistus työeläkelaitosten mahdollisesta allokaatiosta 2029*

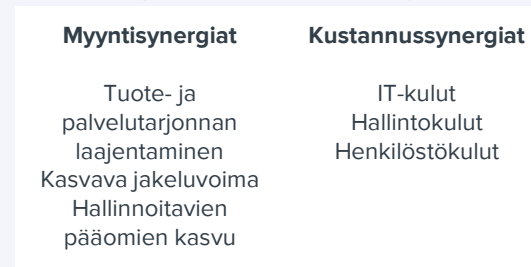


Toimialalla odotettavissa konsolidaatiota

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä



Konsolidaatioajurit



Konsolidaatiolle on olemassa selvät ajurit ja konsolidaatiokehitys tulee kiihtymään

Toteutuneita järjestelyjä








Yhtiön positioituminen toimialan trendeihin

Skaala: ✓ — ✓ ✓ ✓

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

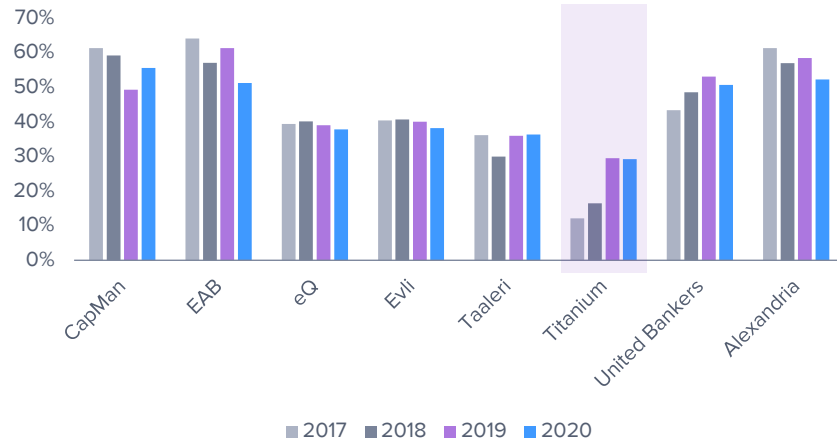
Yhteenveto listatuista verrokkiyhtiöistä

		TAALERI				CapMan		Aktia	ALEXANDRIA
MCAP (MEUR)	1000	300	150	500	40	450	130	870	80
Osakkeen kokonaistuotto	2011 alkaen osakkeen kokonaistuotto ~1800%. IRR +30%.	2013 IPO:n jälkeen kokonaistuotto +550%. Anneista oikaistuna IRR ~25%.	2017 listautumisen jälkeen kokonaistuotto +150%. IRR +30%.	2015 IPO:n jälkeen kokonaistuotto +280%. IRR +20%.	2015 listautumisen jälkeen kokonaistuotto ~-30%. IRR ~-6 %.	2014 alkaen kokonaistuotto ~200%. IRR ~20%.	2014 listautumisen jälkeen tuotto ~120%. IRR ~15%.	2009 IPO:n jälkeen kokonaistuotto +200%. IRR +10 %.	Listautui keväällä 2021
Toteutunut kannattavuus	EBIT +50%. Kannattavuus erinomaisella tasolla jo ilman tuottopalkkioita	Garantian kannattavuus ollut erittäin hyvä, mutta Varainhoidossa (sis. Pääomarahastot) kannattavuus ollut heikko, etenkin jatkuvien tuottojen osalta.	EBIT-% (oik.) +50%. Kannattavuus erinomainen, tuotto- & transaktiopalkkioilla merkittävä rooli	EBIT +40%. Kannattavuus erittäin hyvä ja perustuu käytännössä täysin jatkuviin tuottoihin.	2020 kannattavuus vaisulla tasolla. Saneerauksen myötä kulutasa saatu kuitenkin järkevälle tasolle ja jatkossa kannattavuuden tulisi skaalautua selvästi kasvun mukana.	Hallinnointiliiketoiminnan jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuus parantunut viime vuosina selvästi. Kulutehokkuudessa kuitenkin edelleen parannuspotentiaalia.	EBIT (oik.) +20%. Kannattavuus kohtalainen, mix parantunut selvästi	Oman pääoman tuotto ollut viime vuosina tyydyttävä.	Historiallinen kannattavuus ollut heikko ja vähemmistöjen tulososuus todella iso. 2020 tulos ylivoimaisesti historian paras.
Track-record	2014-2020 EPS CAGR-% +20%. Yhtiön organisen kasvun track-record poikkeuksellisen vahva viime vuosilta. Omistaja-arvo kasvanut ripeästi.	2014-2021e EPS ~9,0e. Yhtiö luonut merkittävästi omistaja-arvoa yritysjärjestelyillä. Operatiivinen tuloskehitys ollut vaihtelevampaa johtuen kuluhaasteista.	2014-2020 EBIT (oik. CAGR-%) ~50 %. Track-record erittäin vahva johtuen Hoivarahaston poikkeuksellisen houkuttelevasta palkkiorakenteesta.	2014-2020 EPS CAGR ~20%. Tulos kasvanut selvästi kulutehokkuuden parantumisen ja erinomaisen uusmyynnin myötä.	Yhtiö on kasvanut, mutta kannattavuus on jatkuvasti ollut heikko. Epäselvää onko kasvu ollut kannattavaa.	Track-record uuden CEO:n alaisuudessa on erittäin vahva, merkittävä tulosparannus kuitenkin vielä todistamatta.	Uusmyynti kehittynyt vahvasti ja kannattavuus alkanut parantua. Strategia ollut oikea, mutta eteneminen ollut odotuksiamme hitaampaa.	Varainhoidon track-record hyvä. Perinteisessä pankkitoiminnassa kasvu ollut heikkoa ja kannattavuudessa haasteita.	Yhtiö on kasvanut vakaasti, mutta kannattavuus ollut vaiu. Historiassa omistaja-arvoa ei juurikaan ole luotu.
Vahvuudet / heikkoudet	Vahva instituutiomyynti & erinomaiset tuotteet. Heikkoutena riippuvuus yksittäisistä tuotteista.	Pääomarahastojen vahva track-record. Kulukontrollissa haasteita.	Hoivarahasto on poikkeuksellisen hyvä tuote rahastonhoitajalle. Heikkoutena riippuvuus yhdestä rahastosta.	Erinomainen instituutiomyynti. KV-myynti sekä matala hintataso selkeitä vahvuuksia. Riippuvuus perinteisestä varainhoidosta ja pankkitoiminta keskeisiä heikkouksia.	Vahva myynti retail-asiakkaille, mutta heikompi positio instituutioissa. Kulutehokkuus jäänyt viime vuosina selvästi verrokeista.	Vahvuutena positio vaihtoehtoisissa sijoituksissa. Heikkoutena hallinnointiliiketoiminnan vaisu kannattavuus sekä riippuvuus oman taseen tuotoista.	Vahvuuksina reaaliomaisuusstrategia ja laaja myyntivoima. Tuotteiden vaihteleva laatu sekä SPL-fuusion jälkeinen kulutasa.	Taaleri-kaupan myötä yhtiöllä on erinomainen perinteinen varainhoito. Vaihtoehtoisten sijoitustuotteiden puuttuminen sekä kulutehokkuus keskeiset haasteet.	Vahvuutena laaja jakeluverkosto vähemmän kilpaillussa yksityisyysoittajien segmentissä. Heikkoudet kulutehokkuus ja tuotteiden hintakilpailukyky.
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 hyvin mahdollisia.	Kasvu vaihtoehtoisissa sijoitustuotteissa sekä kansainvälisessä myynnissä. Pankkitoiminnan alasajo. Yrityskaupat epätodennäköisiä.	Voimakas kasvu Varainhoidossa. Lyhyellä aikavälillä fokus kestävässä tuloskäänneessä ja vaihtoehtoisten rahastojen ylösajossa.	Hallinnointiliiketoiminnan kannattavan kasvun jatkaminen. Yrityssostot mahdollisia.	Fokus kasvussa ja jatkuviin tuotoissa. Kasvua reaaliomaisuustuotteissa ja pääomarahastoissa. Yrityssostot todennäköisiä.	Yhtiö hakee voimakasta kasvua etenkin varainhoidossa jonka avulla myös kannattavuuden pitäisi skaalautua.	Fokus jatkuvien tuottojen sekä asiakaskohtaisen kokoluokan kasvussa. Tässä rahastot sekä varainhoitopalvelu keskiössä.

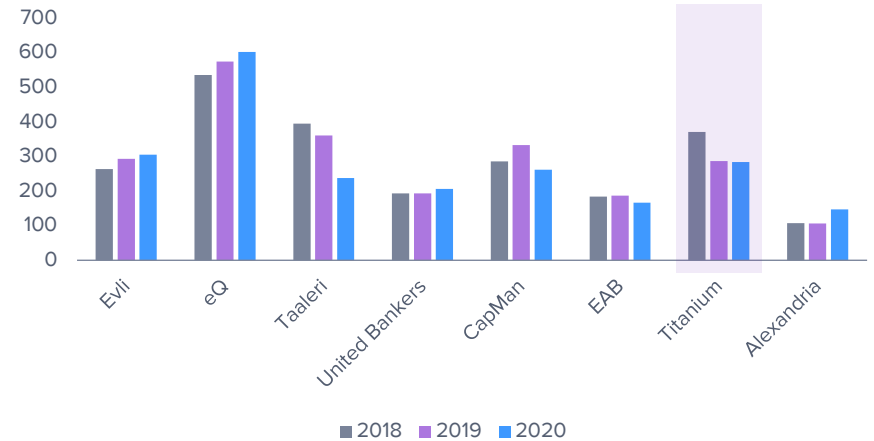
Lähde: Inderes. Data kerätty 1.12.2021

Titanium suhteessa kotimaisiin verrokkeihin

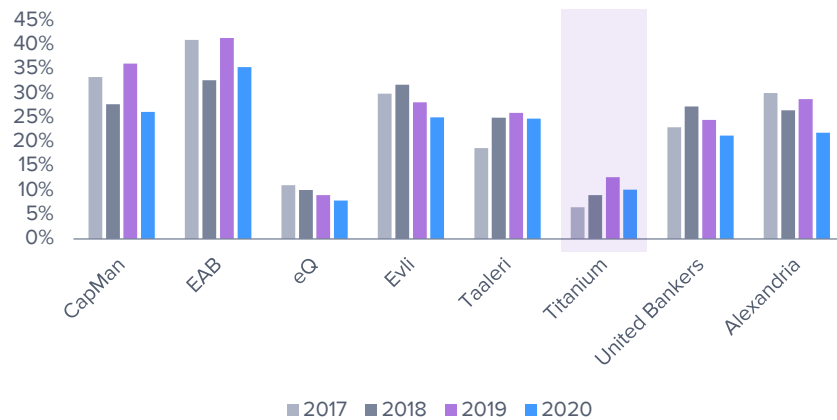
Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



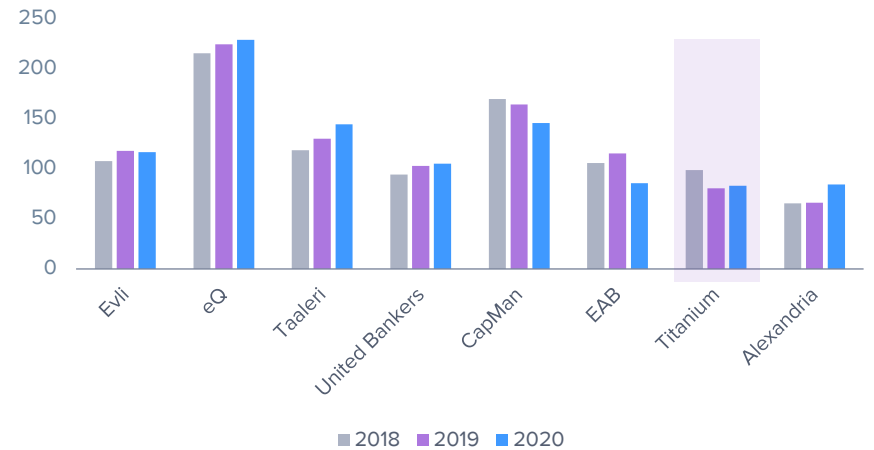
Liikevaihto per työntekijä (TEUR)



Hallintokulut, muut kulut ja poistot suhteessa liikevaihtoon (konserni)



Henkilöstökulut per työntekijä



Inderesin huomiot:

- Liikevaihto per työntekijä laskettu keskimääräisellä henkilöstömäärällä.
- Asiamiehet laskettu henkilöstöön ja henkilöstökuluihin mukaan
- Taalerin luvuissa mukana 2021 myyty Varainhoitoliiketoiminta

Taloudellinen tilanne

Taseen rakenne on hyvin yksinkertainen

Titaniumin tase on sijoittajan näkökulmasta poikkeuksellisen yksinkertainen. Taseen loppusumma oli H1'21:n lopussa 20,6 MEUR ja tästä oman pääoman osuus oli noin 18,5 MEUR. Korollista nettovelkaa yhtiöllä ei ole.

Konsernin pitkäaikaiset varat koostuvat pääosin konserniliiketarvosta, jota yhtiöllä on taseessaan noin 3,8 MEUR. Tämä muodostui 2018 toteutetun Investium-kaupan myötä. Konserniliiketarvoa yhtiö poistaa FAS-kirjanpitosäännösten mukaisesti tasapoistoin. Suosittelemme sijoittajia seuraamaan liiketarvopoistoista oikaistun tuloksen kehitystä, sillä näillä poistoilla ei ole kassavirtavaikutusta. Pitkäaikaista aineellista omaisuutta Titaniumilla on taseessaan hyvin vähän (H1'21: 0,3 MEUR).

Titaniumin lyhytaikaiset varat koostuvat pääosin kassavarajoista (9,3 MEUR) ja yhtiön sijoituksista sen omiin rahastoihin (4,6 MEUR). Omista rahastosijoituksista valtaosa on tehty Hoivarahastoon. Loput erät (noin 2,6 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. Sääntelyn mukainen minimitaso yhtiön vakavaraisuussuhteelle on 8 %, kun se H1'21:n lopussa oli rahastoyhtiön osalta arviomme mukaan yli 25 %. Vakavaraisuussäädösten täyttäminen ei aiheuta yhtiölle minkäänlaista ongelmaa eikä siten rajoita esimerkiksi osingonmaksua.

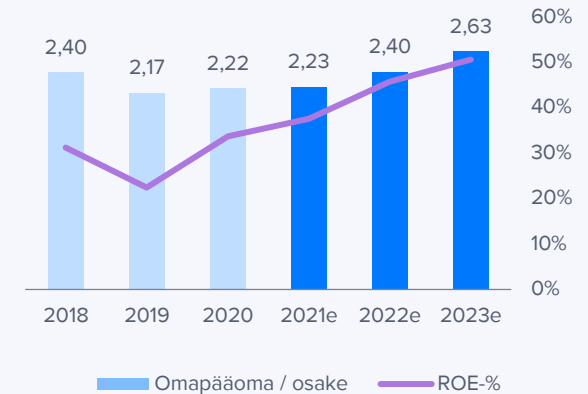
Taseasema tarjoaa yhtiölle selkeää liikkumatilaa

Kokonaisuutena Titaniumin tase on erittäin vahvassa kunnossa ja konsernin omavaraisuusaste oli H1'21:n lopussa noin 90 %. 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, mikä käytännössä tarkoittaa, että odotamme osingonjakosuhteen säilyvän lähivuodet melko vakaana.

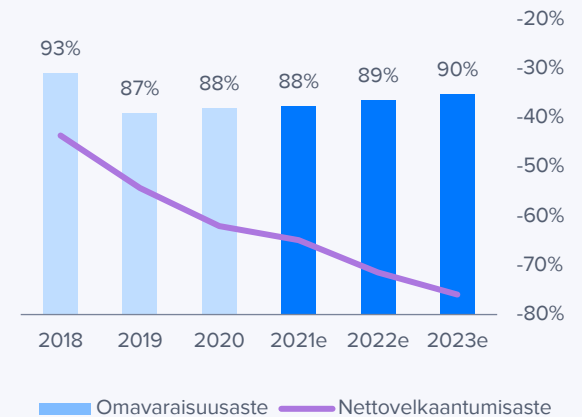
Titaniumin nykyinen taseasema mahdollistaisi keskikokoisten yrityskauppojen toteuttamisen käteisellä, minkä lisäksi yhtiö voi tarvittaessa käyttää myös omaa osakettaan valuuttana mahdollisissa suuremmissa järjestelyissä. Nykyisellä osakekurssilla yhtiön tulisikin mielestämme preferoida oman osakkeen käyttöä rahavarojen sijaan (kuten Investium-transaktiossa), sillä vaikka yhtiön absoluuttiset kertoimet ovatkin edelleen maltilliset, on Hoivarahaston hintalappu poikkeuksellisen korkea (lisää tästä sivulla [38](#)).

Mielestämme yrityskaupat tarjoavat Titaniumille erinomaiset lähtökohdat omistaja-arvon luomiseksi. Sen lisäksi, että yritysjärjestelyiden arvonluontilogiikka on finanssisektorilla varsin suoraviivainen (sivu [26](#)), 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 1/4

Skenaarioanalyysi ennusteiden tukena

Titanium on ennusteiden ja arvonmäärityksen osalta erikoistapaus Helsingin pörssin varainhoitajien keskuudessa. Vaikka yhtiö on kannattavuudeltaan toimialan eliittiä, muodostuu sen tulos tällä hetkellä käytännössä yhdestä tuotteesta – Hoivarahastosta. Tämän lisäksi lähinnä uudella Baltia Kiinteistöt -rahastolla on potentiaalia nousta lähivuosina yhtiön kannalta merkittävään kokoluokkaan.

Kummankin rahaston hyvästä palkkioitasosta ja Titaniumin matalasta kulurakenteesta johtuen hallinnoitavan varallisuuden kasvu kuitenkin skaalautuu tulokseen erinomaisesti, joten yhtiön tulospotentiaalin haarukka on verrattain leveä. Tästä johtuen olemme ennusteissamme laatineet Titaniumille kolme erilaista skenaariota, joiden kautta hahmottelemme yhtiön liikevaihto- ja kannattavuuspotentiaalia vuosille 2022–2024. Tässä osiossa käymme läpi määrittämämme perusskenaariota yksityiskohtaisesti ja tämän jälkeen tarkastelua laajennetaan positiiviseen ja negatiiviseen skenaarioon.

Perusskenaariion lähtökohdat

Arviomme mukaan Titaniumin markkinatilanne säilyy lähivuodet edelleen varsin suotuisana. Vaikka pääomamarkkinan epävarmuus onkin kasvanut jonkin verran, on yhtiö varsin hyvin suojassa tältä johtuen kiinteistörahastojen hallitsevasta painoarvosta yhtiön liiketoiminnassa.

Perusskenaariossa Hoivan painoarvo pysyy merkittävänä, vaikka odotammekin Baltia-rahaston vastaavan jo viidenneksestä yhtiön liikevaihdosta vuoteen 2023 mennessä. Uskomme yhtiön

myyntikoneiston keskittyvän lähivuodet pääosin näihin kahteen rahastoon, ja muiden rahastojen uusmyynti on ennusteissamme hyvin rajallisella tasolla. Emme myöskään huomioi mahdollisia uusia tuotteita, joten ennusteemme pohjautuvat vain Titaniumin nykyiseen tuotetarjontaan.

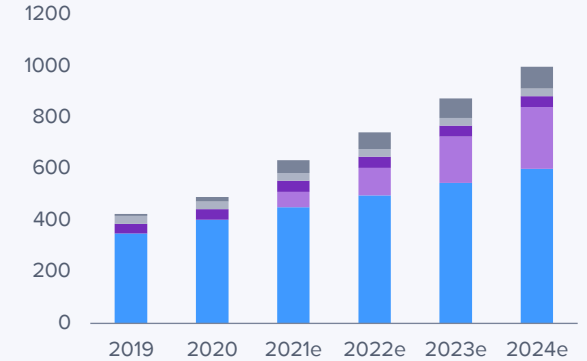
2021: Kannattava kasvu saa jatkoa

Kuluvan vuoden osalta Titaniumin liikevaihdon ja tuloksen kehitykseen liittyy vain rajallista epävarmuutta Hoivarahaston hallinnointipalkkioiden ollessa kiinteitä ja tuottosidonnaisten palkkioiden määräytyessä rahaston historian alusta asti lasketun performanssin mukaan.

Hoivarahaston uusmyynti on kuluvana vuonna sujunut hyvin ottaen huomioon, että rahasto oli väliaikaisesti suljettuna huhtikuusta elokuuhun. Lisäksi vuoden aikana lanseeratun Baltia-rahaston myynti on lähtenyt liikkeelle odotustemme mukaisesti. Hallinnoitavan varallisuuden kasvun myötä ennustamme Titaniumin 2021 liikevaihdon kasvavan 13 %:lla 21,7 MEUR:oon (2020: 19,2 MEUR). Kasvun ajureina toimii Hoivarahaston hallinnointipalkkioiden hyvän kehityksen lisäksi Baltia-rahasto, jonka palkkiotuottojen ennustamme olevan yhteensä noin 1,0 MEUR. Yhtiön kulurakenne pysyy edelleen erittäin tiukkana ja liikearvopoistoista oikaistu liikevoitto kasvaa ennusteissamme 12,7 MEUR:oon, mikä vastaa erinomaista noin 57 % liikevoittomarginaalia.

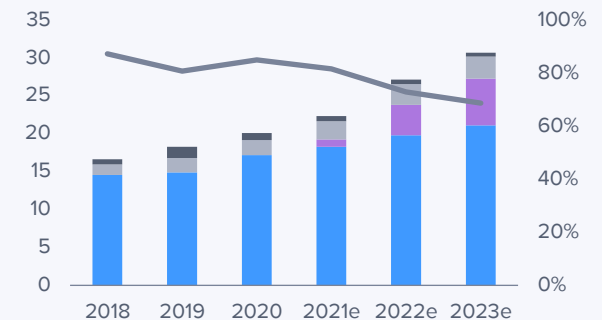
Liikearvon poistoista oikaistun osakekohtaisen tuloksen ennustamme nousevan 1,01 euroon. Yhtiö jatkaa avokätistä osingonjakopolitiikkaansa ja ennustamme osingon kohoavan 0,88 euroon (0,70e perusosinko ja 0,18e lisäosinko).

Rahastojen AUM (MEUR)



■ Hoivakiinteistöt ■ Baltia kiinteistöt
■ Asunto ■ Kansainväliset kiinteistöt
■ Muut rahastot

Rahastojen liikevaihto tuotteittain (Inderes arvio)



■ Hoiva ■ Baltia
■ Muut rahastot ■ Omaisuuksienhoito
— Hoivan osuus (%)

Ennusteet 2/4

2022–2024: tulokasvu on erittäin vahvaa

Ennustamme Titaniumin liikevaihdon jatkavan vahvaa kasvua Hoivarahaston ja Baltia-rahaston vetäminä. Perusskenaariossamme Hoivarahasto pysyy auki uusille merkinnöille ja yhtiö kykenee laskevista tuottotasoista huolimatta kasvattamaan hallinnoitavia varoja vuosittain noin 50 MEUR:lla, rahaston arvonnousu mukaan lukien. Vuoden 2022 osalta ennustamme Hoivakiinteistöjen markkinatilanteen pysyvän edelleen varsin kireänä sijoituskysynnän ylittäessä sopivien kohteiden tarjonnan. Vuodesta 2023 eteenpäin odotamme kuitenkin markkinan selvää piristymistä, kun SOTE-uudistuksen myötä syntyvien hyvinvointialueiden aluevaaleilla valittavat valtuustot saavat toimintansa kunnolla käyntiin.

Baltia-rahaston osalta odotamme uusmyynnin sujuvan lähivuodet erinomaisesti ja ennustammekin rahaston hallinnoitavien varojen (NAV) nousevan yli 200 MEUR:oon vuoden 2024 loppuun mennessä. Tämä tarkoittaa vuositasolla keskimäärin noin 60 MEUR:n rahastopääomien kasvua.

Ennustamamme liikevaihdon kasvu on jaksolla keskimäärin noin 16 %. Kasvusta valtaosa tulee hallinnointipalkkiosta, joiden osuus liikevaihdosta nousee noin 75 %:iin. Näin ollen painopiste siirtyy yhä vahvemmin epävarmoista transaktio- ja tuottopalkkioista ennustettaviin ja luonteeltaan jatkuviin hallinnointipalkkioihin, mikä parantaa yhtiön ennestäänkin kelvollisen tuloksen laatua. Titaniumin tuottosidonnaiset palkkiot tulevat edelleen pääosin Hoivarahastosta, vaikka olemmekin ennustaneet yhtiön kirjaavan maltillisia

tuottopalkkioita myös Baltia-rahastostaan vuodesta 2022 alkaen. Hoivarahaston tuottopalkkiot ovat poikkeuksellisen laskentakaavan ansiosta varsin hyvin turvattuja lähivuosien osalta, mutta transaktiopalkkioihin liittyy selvästi enemmän epävarmuutta.

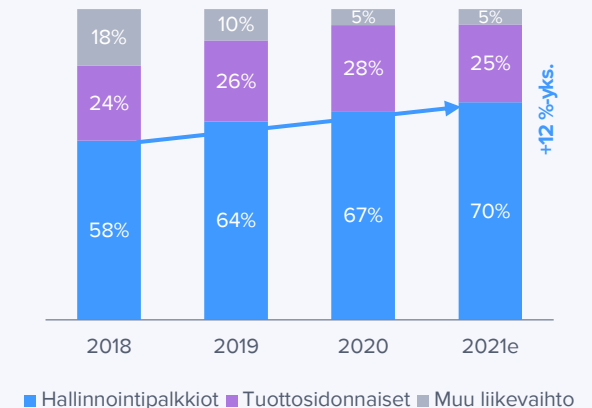
Yhtiön operatiivinen kannattavuus säilyi ennusteissamme erinomaisella tasolla ja yhtiöllä on näkemyksemme mukaan hyvät edellytykset ylläpitää lähes 60 %:n oikaistua liikevoittomarginaaliaan. Kokonaisuutena ennustamme 2022–2024 välisen osakekohtaisen tulokasvun olevan noin 15 % vuodessa.

Sijoittajien on tärkeä huomioida, että Titaniumin tulokasvu näyttää lähivuosina jopa liian hyvältä, sillä yhtiö saa edelleen merkittävää tukea Hoivarahaston tuottosidonnaisista palkkioista. Vaikka tuottosidonnaiset ovatkin lähivuosien osalta hyvin ennustettavia, tulee niiden määrä laskemaan merkittävästi vuosikymmenen loppupuoliskolla. Tämä tulee vaikuttamaan oleellisesti yhtiön kannattavuuteen ja tämän kuopan kurominen umpeen vaatisi Baltia-rahastolta erinomaista onnistumista.

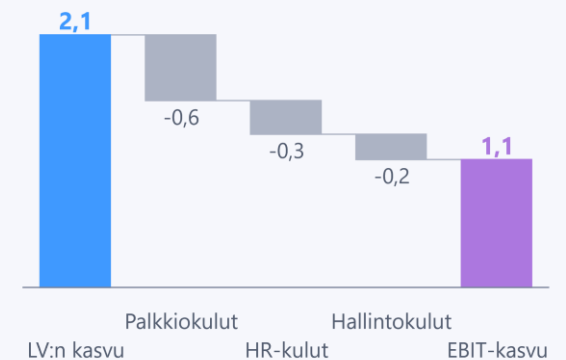
Voitonjako pysyy vuolaana

Uskomme Titaniumin jakavan jatkossakin valtaosan tuloksestaan ulos osinkoina, ja ennusteissamme osingonjakosuhte ylittää selvästi yhtiön itsensä julkaiseman 70 %:n vähimmäistavoitetason.

Palkkioiden mixin muutos



Liikevaihdon kasvun vaikutus oikaistuun liikevoittoon 2021e (MEUR)



Ennusteet 3/4

Pitkän aikavälin ennusteet

Pidemmällä aikavälillä yhtiön kasvu uhkaa näkemyksemme mukaan hidastua selvästi. Taustalla on Hoivarahasto, jonka kokoluokan kasvu tulee väistämättä pysähtymään nettovuokratuoton laskiessa riittävän alas. Hoivarahaston palkkiot kärsivät myös tuottosidonnaisten palkkioiden asteittaisesta poistumisesta (lisää tästä sivulla 13). Tarkkaa ajankohtaa kummallekaan näistä on hyvin vaikea määrittää, mutta mielestämme on selvää, että vuosikymmenen jälkipuoliskolla Hoivarahaston palkkiotasot eivät ole oleellisesti nykyhetkeä korkeammalla johtuen tuottosidonnaisten palkkioiden laskusta.

Hoivan palkkioiden mix on kuitenkin tässä vaiheessa erittäin hyvä, sillä se koostuu käytännössä täysin hallinnointipalkkioista. Tämä taas nostaa Hoivan arvoa Titaniumin omistajien kannalta selvästi. Koska Hoivarahaston kokonaispalkkiot laskevat suurella todennäköisyydellä vuosikymmenen

jälkipuoliskolla, on kasvu täysin Baltia-rahaston sekä mahdollisten uusien tuotteiden varassa.

Vaikka Baltia-rahaston potentiaali on huomattava, pitää sen onnistua erittäin hyvin, jotta se kykenee täyttämään Hoivarahaston jättämän aukon yhtiön palkkiotuottoihin. Pelkän Baltia-rahaston avulla konsernilla tulee olemaan suuria haasteita liikevaihtonsa kasvattamisessa pitkällä aikavälillä, ja yhtiö tarvitsee onnistuneita uusien tuotteiden lanseerauksia pitääkseen konsernin kasvu-uralla.

Kannattavuus tulee arviomme mukaan väistämättä laskemaan nykyiseltä hurjalta lähes 60 %:n tasolta, sillä Hoivan poikkeuksellisia tuottosidonnaisia palkkioita korvaavan liikevaihdon kannattavuus ei yksinkertaisesti ole yhtä korkeaa. Koska näkyvyyys uusiin tuotteisiin on tässä vaiheessa olematon, olemme pitkän aikavälin ennusteissamme varsin konservatiivisia. Odotamme Titaniumin kasvun hidastuvan selvästi 2024 jälkeen ja samalla myös kannattavuus alkaa heikentyä. Ennusteemme terminaali-jakson liikevoittomarginaalille on yhä toimialan mittakaavassa korkea 45 %.

Skenaarioanalyysi

Olemme määrittäneet analyysimme tueksi Titaniumille kaksi perusskenaariosta poikkeavaa tulevaisuudenkuvaa: positiivisen ja negatiivisen skenaarion. Skenaarioanalyysi soveltuu käytettäväksi Titaniumin tapauksessa erittäin hyvin, sillä yhtiön lähivuosien menestys on suurilta osin kiinni vain muutamasta muuttujasta, joista tärkeimmät ovat Baltian ja Hoivan uusmyyntiluvut sekä näiden tuottosidonnaiset palkkiot.

Kummassakin skenaariossa ennustamamme liikevoitto on kuluvan vuoden 2021 osalta identtinen, sillä emme näe siihen kohdistuvan merkittävää epävarmuutta. Seuraavina vuosina liikevoiton taso määräytyy pitkälti sen mukaan, miten hyvin yhtiö kykenee myymään kahta auki olevaa päätuotettaan. Muiden rahastojen merkitys oletetaan lähivuosina konsernin mittakaavassa pieneksi, vaikka täysin uudetkin tuotelanseeraukset ovat toki mahdollisia.

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	23,0	22,4	-3 %	26,7	27,2	2 %	29,6	30,7	4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	13,5	12,7	-5 %	15,9	15,7	-1 %	17,7	17,8	0 %
Liikevoitto	11,7	11,0	-6 %	14,1	13,9	-2 %	16,7	16,7	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,06	1,01	-5 %	1,25	1,23	-1 %	1,37	1,38	0 %
Osakekohtainen osinko	0,95	0,88	-7 %	1,05	1,04	-1 %	1,16	1,16	0 %

Lähde: Inderes

Ennusteet 4/4

Negatiivinen skenaario

Negatiivisessa skenaariossa Hoivarahaston heikentynyt markkinatilanne pakottaa Titaniumin sulkemaan rahaston uusilta merkinnöiltä, sillä kasaantuvaa käteistä ei saada allokoitua kiinteistökohteisiin. Vaihtoehtoisesti nousevat kiinteistöjen hinnat painavat nettovuokratuoton niin matalalle, että rahasto menettää houkuttelevuutensa ja sen myyminen käy yhtiölle mahdottomaksi. Yhtä kaikki, lopputulemana yhtiö ei kykene keräämään rahastoon uutta pääomaa enää vuoden 2022 jälkeen. Lisäksi Hoivan tuottosidonnaiset palkkiot laskevat odotuksiamme nopeammin.

Tämän lisäksi uuden Baltia-rahaston uusmyynti jää negatiivisessa skenaariossa selvästi yhtiön tavoitteista ollen vain noin 20 MEUR vuosittain läpi ennustejakson, eikä rahastosta kirjata lainkaan tuottosidonnaisia palkkioita. Näin ollen ennustamamme liikevoitto olisi noin 10 MEUR vuonna 2024, eli selvästi alle kuluvan vuoden tason. Sijoittajien on hyvä huomioida, että haasteista huolimatta Titanium kykenisi negatiivisessa skenaariossamme ylläpitämään erinomaista tuloksetekokykyään johtuen Hoivarahaston poikkeuksellisesta kannattavuudesta. Vaikka tulos polkisi negatiivisessa skenaariossa paikallaan, paranisi tuloksen mix selvästi tuottopalkkioiden supistumisen myötä. Tulos olisi kuitenkin edelleen täysin riippuvainen Hoivarahastosta.

Positiivinen skenaario

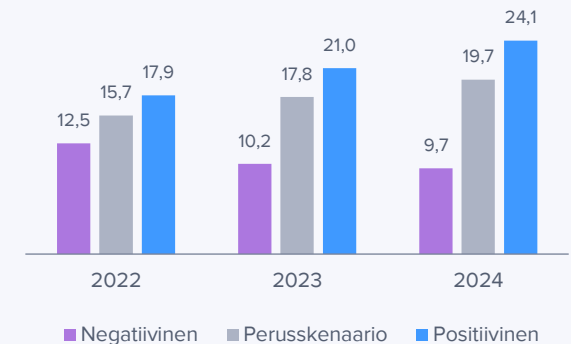
Positiivisessa skenaariossa Baltia-rahaston myynti sujuu selvästi ennakoitua vahvemmin.

Perusskenaarion tapaan Hoivarahastoa yhtiö kykenee myymään noin 50 MEUR, jota pidämme kiristynyt markkinatilanne huomioiden erinomaisena tasona lähivuosille. Baltian myynti kuitenkin onnistuu poikkeuksellisen hyvin, ja rahaston hallinnoitava varallisuus (nettomyynti + arvonnousu) kasvaa noin 90 MEUR:lla vuosittain. Hoivan jatkaa vahvojen tuottosidonnaisten palkkioiden kirjaamista ja lisäksi myös Baltia-rahastosta tuloutuu tuottopalkkioita vuodesta 2022 eteenpäin.

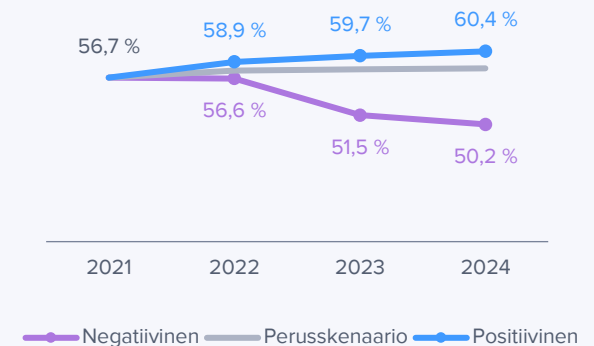
Yhtiö kykenee ylläpitämään erinomaista kulutehokkuuttaan, jolloin valtaosa liikevaihdon kasvusta valuu liiketulokseen. Liikevoittomarginaali nousee skenaariossa lievästi yli 60 %:n, mitä pidämme tällä hetkellä järkevänä ylärajana yhtiön keskipitkän aikavälin kannattavuudelle, sillä kulukurin lisäksi tason saavuttaminen vaatii nykytasoonkin nähden merkittävien tuottosidonnaisten palkkioiden kirjaamista. Positiivisessa skenaariossa tulos jatkaa selvästi ennusteitamme vahvempaa kasvua ja yhtiön 2024 liikevoitto ylittäisi 24 MEUR:oon. Huomautamme, että taso on hurjan korkea, sillä Titanium on itse ohjeistanut taloudellisilla tavoitteillaan vuodelle 2024 yli 15 MEUR:n liikevoittoa. Positiivinen skenaario kuitenkin korostaa Baltia-rahastoon liittyvää merkittävää potentiaalia Titaniumin omistajien kannalta.

Liikevoittoennusteiden lisäksi olemme hahmotelleet myös eri skenaarioiden implikoimia hintoja Titaniumin osakkeelle seuraavassa kappaleessa.

Liikevoiton kehitys eri skenaarioissa (MEUR)



Liikevoittomarginaalin kehitys eri skenaarioissa

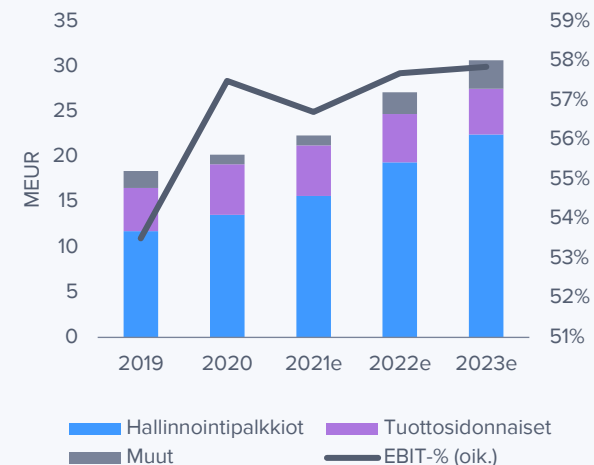


Ennusteet yhteenveto

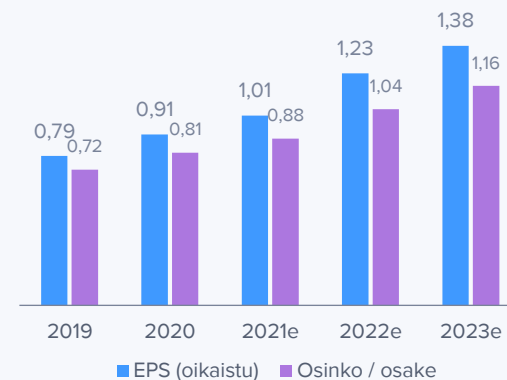
	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	10,2	16,7	18,4	20,2	22,4	27,2	30,7	34,0
<i>Rahastot*</i>	10,0	15,9	16,8	19,2	21,7	26,6	30,2	33,6
<i>Omaisuidenhoito*</i>	0,1	0,7	1,5	0,9	0,6	0,6	0,5	0,4
<i>Muut*</i>	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Palkkiokulut	-2,2	-2,8	-1,8	-1,4	-1,9	-2,7	-3,1	-3,5
Henkilöstökulut	-1,2	-2,5	-4,7	-5,3	-5,6	-6,1	-6,8	-7,4
Hallintokulut	-0,7	-1,5	-1,9	-1,6	-1,8	-2,1	-2,4	-2,7
Poistot	0,0	0,0	-0,4	-0,5	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7
Poistot liikearvosta	-1,3	-1,8	-2,9	-1,8	-1,7	-1,8	-1,1	0,0
Liikevoitto	4,8	8,1	7,0	9,8	11,0	13,9	16,7	19,7
<i>EBIT-%</i>	47,7 %	48,7 %	37,7 %	48,5 %	49,0 %	51,2 %	54,3 %	58,0 %
Liikevoitto (oik.)	6,1	9,9	9,9	11,6	12,7	15,7	17,8	19,7
<i>EBIT-% (oik.)</i>	60,1 %	59,7 %	53,5 %	57,5 %	56,7 %	57,7 %	57,8 %	58,0 %
EPS (oik.)	0,55	0,79	0,79	0,91	1,01	1,23	1,38	1,53
Henkilöstön määrä (kpl)*	9	72	62	66	66	70	74	78
Kulut/henkilö (TEUR)	-145	-79	-76	-81	-86	-89	-92	-95
AUM (MEUR)*	351	882	977	1041	1234	1393	1524	1698
<i>Omaisuidenhoito</i>	130	557	552	550	600	650	650	700
<i>Hoiva</i>	177	269	349	403	451	497	546	600
<i>Asunto</i>	36	38	38	41	43	43	43	43
<i>Osake</i>	8	6	8	17	40	50	55	60
<i>KV-kiinteistö</i>		12	30	30	30	30	30	30
<i>Varainhoito</i>				10	15	20	25	
<i>Baltia</i>				60	108	180	240	
Liikevaihdon jakauma*	10,2	16,7	18,4	20,2	22,4	27,2	30,7	34,0
<i>Hallinnointipalkkiot</i>	5,2	9,5	11,8	13,6	15,7	19,4	22,5	25,8
<i>Tuottosidonnaiset</i>	3,0	4,0	4,8	5,6	5,6	5,4	5,1	4,8
<i>Muut</i>	1,9	3,2	1,9	1,0	1,1	2,4	3,2	3,4
Hoivarahaston liikevaihto*	8,5	14,6	14,9	17,2	18,3	19,8	21,1	22,4
<i>Hallinnointipalkkiot</i>	4,4	7,7	9,0	11,0	12,4	14,0	15,4	16,9
<i>Tuottosidonnaiset</i>	2,6	3,8	4,6	5,4	5,4	5,0	4,5	4,0
<i>Muut</i>	1,5	3,1	1,3	0,8	0,4	0,8	1,2	1,5
Hoivan tuotto -% sijoittajille	8,7 %	8,7 %	7,5 %	7,6 %	7,4 %	7,1 %	6,9 %	6,7 %

* Inderesin arvio myös historiallukujen osalta

Liikevaihto ja kannattavuus



EPS ja osinko (EUR)



Arvonmääritys 1/4

Suositus ja tavoitehinta

Tarkistamme Titaniumin tavoitehintamme 16,0 euroon (aik. 16,5e) lievästi laskeneita ennusteitamme peilaten ja toistamme lisää-suosituksemme. Titaniumin tulospohjainen arvostus on nykykurssilla mielestämme korkeahko ja yhtiön hyväksyttävä arvostustaso tätä alhaisempi. Näin ollen sijoittajien tuotto-odotus nojaakin täysimääräisesti lähivuosien tuloskasvuun sekä muhkeaan osinkotuottoon. Lähivuosien tuloskasvu on ennusteissamme vahvaa (+14 %) ja jo valmiiksi vahva osinkotuotto (2021e ~6 %) pysyy tuloksen mukana nousu-uralla. Mielestämme osakkeen riskikorjattu tuotto-odotus onkin edelleen hyvällä 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 (molemmilla 50 %:n painoarvo), ja tavoitehintamme on linjassa käyvän arvon näkemyksemme kanssa. Olemme lisäksi tarkastelleet Titaniumin potentiaalia sekä riskejä skenaarioanalyysin avulla. Käsittelemme eri arvonmääritysmenetelmiä tarkemmin seuraavilla sivuilla.

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 riskitasoaan (Hoivarahaston rooli pienentyisi), voitaisiin yhtiölle hyväksyä nykyistä korkeampi arvostustaso ja tällä olisi osakkeen arvoon positiivinen vaikutus.

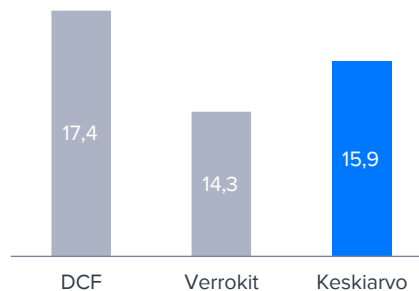
+ Arvostusta tukevia tekijöitä:

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

- Arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä:

- Riippuvuus Hoivarahastosta
- Kertatuottojen huomattava osuus

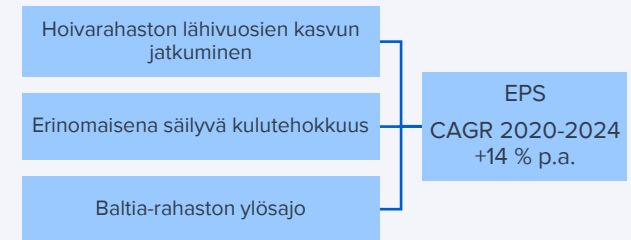
Titaniumin käypä arvo (EUR/osake)



Osaketuoton ajurit 2020-2024

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus edelleen hyvällä 10-20 % p.a. tasolla

Arvonmääritys 2/4

Verrokkiryhmä

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

Suhteessa verrokkiryhmään Titaniumin hinnoittelu on kaksijakoinen. 2021 tuloksella Titaniumin arvostetaan preemiolla suhteessa verrokkiryhmään, mitä emme pidä perusteltuna yhtiön verrokkeja korkeampi riskitaso huomioiden. Ennustamamme kovan tuloskasvun myötä arvostuspreemio kääntyy kuitenkin 2022 noin 15 %:n alennukseksi. Osinkotuotto (2021e: 6 %) on verrokkiryhmän korkeimpia (Taalerilla ja Evlillä mukana kertaosinkoja) ja 2021–2022 keskimäärin noin 20 % yli verrokkiryhmän tason. Soveltamalla 2021–2022 EV/EBIT- ja P/E-kertoimia sekä 2021 osinkotuottoa identtisillä painoarvoilla saamme

Titaniumin arvoksi 15,9 euroa per osake.

Titaniumin selvästi verrokkeja korkeammasta riskitasosta johtuen yhtiötä tulee kuitenkin hinnoitella alennuksella suhteessa verrokkeihin. Olemme soveltaneet analyysissämme 10 % alennusta, jota pidämme sopivana tasona Titaniumin riskiprofiili huomioiden (2017 IPO:n yhteydessä käyttämämme alennus oli 20 %). 10 %:n alennusta soveltamalla saamme Titaniumin käyväksi arvoksi noin 14,3 euroa per osake.

Kokonaisuutena Titaniumin osakkeen nykyarvostus on varsin 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	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2021e
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	
Evli	20,60	494	494	9,8	10,9	8,9	9,5	4,5	4,7	15,0	14,5	11,2	6,6	4,7
eQ	25,75	1024	1024	22,8	23,2	22,3	22,6	13,6	13,6	27,4	28,2	3,8	3,8	13,2
Taaleri	10,85	327	340	3,6	12,9	2,0	13,0	4,3	4,9	2,5	21,6	10,4	7,7	1,4
CapMan	2,88	453	478	10,5	10,6	10,2	10,3	8,4	6,5	12,5	11,7	5,2	5,5	3,5
United Bankers	13,65	143	146	9,8	8,9	9,1	8,3	3,0	2,8	15,3	14,2	5,1	5,9	3,3
EAB Group	3,00	41	47	14,0	9,8	8,4	6,0	1,7	1,6	19,9	12,2	2,7	4,3	2,0
Aktia	12,02	877								12,8	10,2	4,5	5,9	1,2
Oma Säästöpankki	17,10	507								12,3	11,6	2,0	2,3	1,2
Alexandria	8,25	83	68	7,8	8,4	5,8	6,1	1,6	1,6	10,2	13,8	5,5	6,1	3,4
Titanium (Inderes)	14,65	150	136	10,7	8,5	10,3	8,2	6,1	4,9	14,6	11,9	6,0	7,1	6,6
Keskiarvo				11,2	12,1	9,5	10,8	5,3	5,1	14,2	15,3	5,6	5,3	3,8
Mediaani				9,8	10,6	8,9	9,5	4,3	4,7	12,8	13,8	5,1	5,9	3,3
Erotus-% vrt. mediaani				8%	-20%	16%	-14%	42%	4%	14%	-13%	18%	22%	96%

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

Arvonmääritys 3/4

Kassavirtalaskelma

DCF-laskelmassamme lähdemme oletuksesta, että Titaniumin kasvu hidastuu selvästi vuoden 2024 jälkeen. Kannattavuus pysyy ennusteissamme lähivuodet nykyisen kaltaisella erinomaisella tasolla ja kääntyy vuoden 2024 jälkeen loivaan laskuun, mutta on ennusteajaksommekin loppupäässä seuraamiemme sijoituspalveluyhtiöiden parhaimmistoa (45 %). Olemme avanneet pitkän aikavälin ennusteita tarkemmin edellisessä kappaleessa.

Titaniumille soveltamamme tuottovaatimus on pysynyt ennallaan 10 %:ssa. Soveltamamme WACC-% heijastelee yhtiön verrokkeja korkeampaa riskitasoa. DCF:n mukainen arvo yhtiölle on 17,3 euroa, joka on jonkin verran yli tavoitehintamme (DCF-malli sivulla [44](#)).

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

Absoluuttiset arvostuskertoimet

Kuten suhteellisilla, myös absoluuttisilla arvostuskertoimilla tarkasteltuna Titaniumin arvostustaso on kaksijakoinen. Toteutuneella tuloksella osake on mielestämme hintava (P/E 15x) ja ilman tuloskasvua on nykyistä arvostusta vaikea pitää perusteltuna, sillä näkemyksemme mukaan yhtiölle hyväksyttävä arvostustaso on tämän alapuolella. 2022 reippaan tuloskasvun myötä

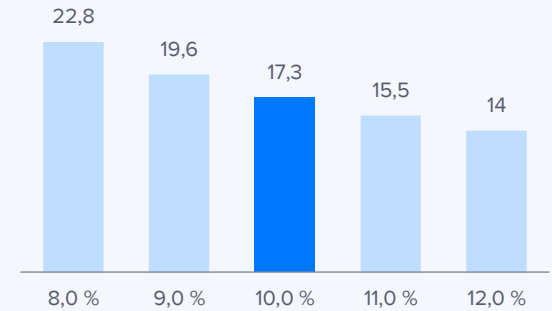
arvostustaso kuitenkin neutralisoituu ja P/E-kerroin painuu 12x tasolle, joka on mielestämme jo suhteellisen houkutteleva.

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

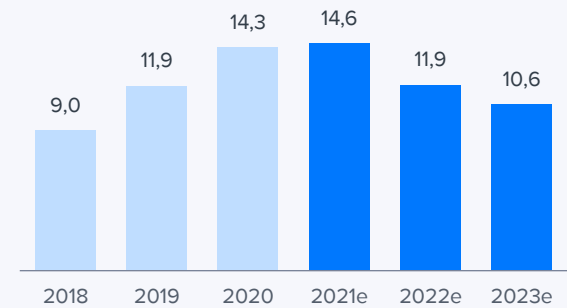
Hallinnoitavasta varallisuudesta maksettava hinta on todella kova

Vaikka Titaniumin raportoima hallinnoitava varallisuus onkin varsin suuri, nojaa käytännössä koko yhtiön arvo Hoivarahaston AUM:iin. Muiden rahastojen (AUM ~180 MEUR) arvo on näkemyksemme mukaan +10 MEUR (alan perinteisillä kertoimilla laskettuna) ja omaisuudenhoidon alaisen AUM:n arvo on niin ikään hyvin matala johtuen sen matalasta palkkiotasosta. Vähentämällä nämä Titaniumin nykyisestä markkina-arvosta saadaan Hoivarahaston hallinnoitavan varallisuuden (~450 MEUR) arvoksi noin 130 MEUR tai lähes 30 % 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. Hoivarahaston poikkeuksellisen korkea arvostustaso toimii hyvänä muistutuksena yhtiön liittyvistä riskeistä ja on omiaan painamaan alaspäin yhtiön hyväksyttävää arvostustasoa.

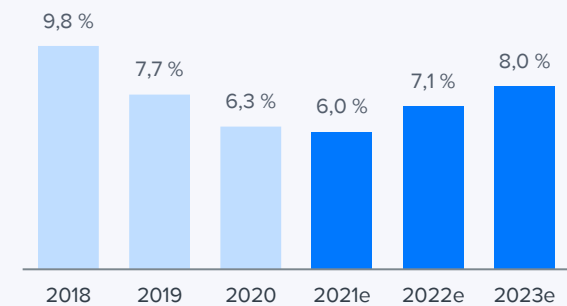
DCF-herkkyys (EUR/osake)



P/E (oik.)



Osinkotuotto-%



Arvonmääritys 4/4

Skenaarioanalyysi

Olemme tarkastelleet Titaniumin arvonmääritystä myös skenaarionalyysin avulla, sillä Titaniumin lähivuosien menestys on suurilta osin kiinni vain muutamasta muuttujasta, joista tärkeimmät ovat Baltian ja Hoivan uusmyyntiluvut sekä näiden tuottosidonnaiset palkkiot. Olemme avanneet skenaarionalyysin taustaoletuksia tarkemmin ennusteita käsittelevässä kappaleessa.

Olemme skenaarionalyysissämme käyttäneet tulostasona vuoden 2024 ennusteitamme ja soveltaneet siihen kyseiseen skenaarioon sopivaa arvostuskerrointa. Tällä saamme karkean arvion siitä, mikä osakkeen arvostus voisi olla eri skenaarioiden toteutuessa. Korostamme, että menetelmä on hyvin yksinkertaistettu ja sen tarkoitus on lähinnä havainnollistaa osakkeen kurssin lasku- ja nousupotentiaalia eri skenaarioissa. Näin ollen analyysiä tulisi pitää lähinnä suuntaa antavana.

Negatiivinen skenaario

Negatiivisessa skenaariossa yhtiön tuloskasvu kääntyy 2022 jälkeen negatiiviseksi Hoivarahaston sulkemisen, laskevien tuottopalkkioiden ja Baltian tahmean myynnin johdosta. Tässä skenaariossa myös Titaniumin riskitaso nousisi jonkin verran, sillä yhtiöllä ei olisi järkevää tuloskasvupolkua ajalle Hoivarahaston jälkeen. Toisaalta yhtiön palkkiot olisivat käytännössä täysin jatkuvia, mikä pienentää riskitasoa jonkin verran. Olemme negatiivisessa skenaariossa soveltaneet EV/EBIT 9x arvostusta, joka on lievästi alle nykyisen hyväksymämme tason. Näillä oletuksilla osingot huomioiden saamme Titaniumin osakkeen nykyarvoksi 9,3e.

Positiivinen skenaario

Positiivisessa skenaariossa Hoivarahasto jatkaa kasvuaan ja Baltian myynti kiihtyy tasolle, jota Hoivarahasto on parhaimmillaan myynyt. Molemmat rahastot ansaitsevat tuottopalkkioita ja kasvu skaalautuu kauniisti viivan alle. Hyväksyttävän arvostuksen osalta olemme käyttäneet EV/EBIT 11x tasoa, jota voidaan pitää sektorin yhtiöille neutraalina. Mielestämme Titaniumiin ei tässä vaiheessa olisi enää perusteltua soveltaa alennusta suhteessa sen keskeisiin verrokkeihin. Näillä oletuksilla saisimme osakkeen nykyarvoksi 23,6 euroa.

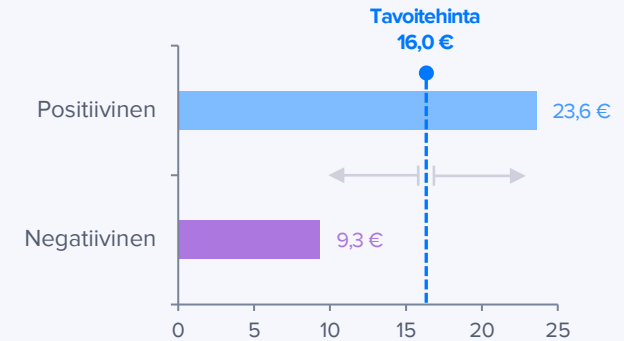
Korkeampi arvostus vaatii vielä näyttöjä

Tavoitehintamme Titaniumin osakkeelle perustuu määrittämämme perusskenaarioon, ja se asettuu sivupalkissa kuvatulla janalla melko hyvin positiivisen ja negatiivisen skenaarion välimaastoon, mikä tukee näkemystämme Titaniumin osakkeen käyvistä arvosta.

Kuten olemme aiemmin painottaneet, Baltia-rahaston kasvu onnistuessaan laskee yhtiön riskiprofiilia, mutta rahaston ollessa vielä alkuvaiheessa on näkyvyys tähän heikko. Toisaalta negatiivisen skenaarion toteutuminen vaatisi usean riskin realisoitumista samanaikaisesti. Näin ollen emme näe perusteltuna poiketa olennaisesti DCF-mallin ja verrokkianalyysin indikoimasta käyvistä arvosta.

Vaikka emme anna arvonmäärityksessä skenaarionalyysille merkittävää painoarvoa, havainnollistaa se hyvin Titaniumiin liittyvää merkittävää potentiaalia ja vastaavasti yhtiön korkeaa riskitasoa.

Osakkeen käypä arvo eri skenaarioissa



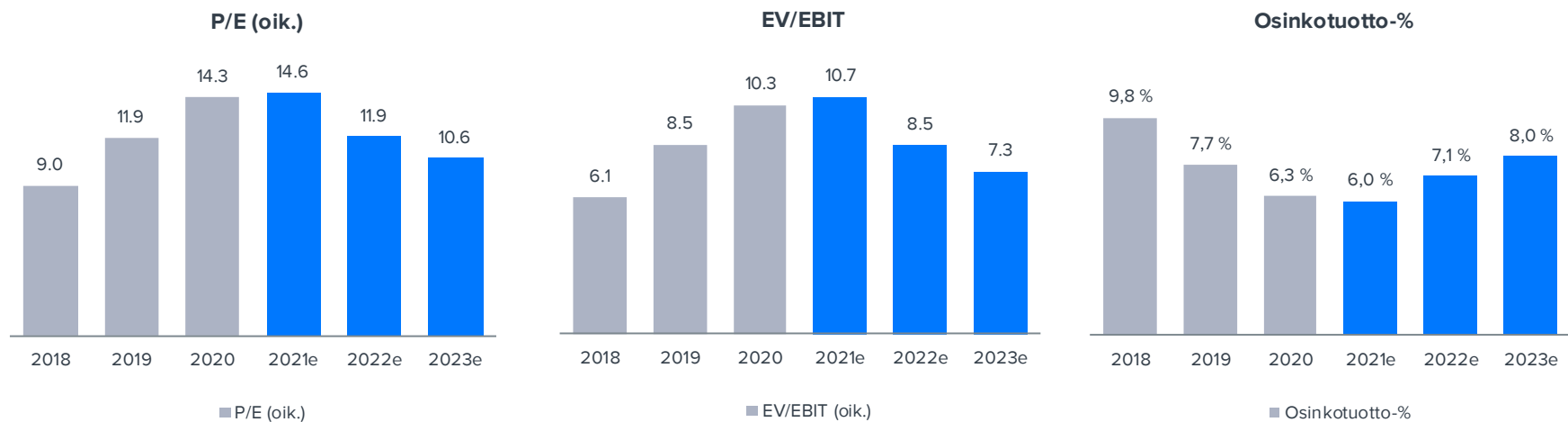
Liikevoiton kehitys eri skenaarioissa (MEUR)



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi		6,40	7,15	9,40	13,0	14,7	14,7	14,7	14,7
Osakemäärä, milj. kpl		8,99	10,0	10,2	10,2	10,3	10,3	10,4	10,4
Markkina-arvo		58	72	96	132	150	150	150	150
Yritysarvo (EV)		46	61	84	118	136	133	130	126
P/E (oik.)		11,7	9,0	11,9	14,3	14,6	11,9	10,6	9,6
P/E		22,0	11,7	18,5	17,5	17,6	13,8	11,5	9,6
P/Kassavirta		5,9	18,1	11,5	14,8	16,8	12,8	11,1	9,9
P/B		3,8	3,0	4,3	5,8	6,6	6,1	5,5	4,8
P/S		5,7	4,3	5,2	6,6	6,7	5,5	4,9	4,4
EV/Liikevaihto		4,5	3,7	4,6	5,9	6,1	4,9	4,2	3,7
EV/EBITDA (oik.)		7,6	6,1	8,2	9,8	10,3	8,2	7,1	6,2
EV/EBIT (oik.)		7,6	6,1	8,5	10,3	10,7	8,5	7,3	6,4
Osinko/tulos (%)		189,3 %	114,9 %	141,7 %	109,6 %	105,9 %	98,3 %	91,6 %	80,0 %
Osinkotuotto-%		8,6 %	9,8 %	7,7 %	6,3 %	6,0 %	7,1 %	8,0 %	8,5 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	
Evli	20,60	494	494	9,8	10,9	8,9	9,5	4,5	4,7	15,0	14,5	11,2	6,6	4,7
eQ	25,75	1024	1024	22,8	23,2	22,3	22,6	13,6	13,6	27,4	28,2	3,8	3,8	13,2
Taaleri	10,85	327	340	3,6	12,9	2,0	13,0	4,3	4,9	2,5	21,6	10,4	7,7	1,4
CapMan	2,88	453	478	10,5	10,6	10,2	10,3	8,4	6,5	12,5	11,7	5,2	5,5	3,5
United Bankers	13,65	143	146	9,8	8,9	9,1	8,3	3,0	2,8	15,3	14,2	5,1	5,9	3,3
EAB Group	3,00	41	47	14,0	9,8	8,4	6,0	1,7	1,6	19,9	12,2	2,7	4,3	2,0
Aktia	12,02	877								12,8	10,2	4,5	5,9	1,2
Oma Säästöpankki	17,10	507								12,3	11,6	2,0	2,3	1,2
Alexandria	8,25	83	68	7,8	8,4	5,8	6,1	1,6	1,6	10,2	13,8	5,5	6,1	3,4
Titanium (Inderes)	14,65	150	136	10,7	8,5	10,3	8,2	6,1	4,9	14,6	11,9	6,0	7,1	6,6
Keskiarvo				11,2	12,1	9,5	10,8	5,3	5,1	14,2	15,3	5,6	5,3	3,8
Mediaani				9,8	10,6	8,9	9,5	4,3	4,7	12,8	13,8	5,1	5,9	3,3
Erutus-% vrt. mediaani				8 %	-20 %	16 %	-14 %	42 %	4 %	14 %	-13 %	18 %	22 %	96 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	18,4	9,9	10,3	20,2	10,4	12,0	22,4	27,2	30,7	34,0
Titanium	18,4	9,9	10,3	20,2	10,4	12,0	22,4	27,2	30,7	34,0
Käyttökate	10,3	6,1	0,0	12,1	6,3	6,9	13,2	16,2	18,4	20,4
Poistot ja arvonalennukset	-3,3	-1,1	-1,1	-2,3	-1,0	-1,2	-2,2	-2,3	-1,7	-0,7
Liikevoitto ilman kertaerää	9,9	5,8	5,7	11,5	6,1	6,6	12,7	15,7	17,8	19,7
Liikevoitto	7,0	4,9	4,9	9,8	5,2	5,7	11,0	13,9	16,7	19,7
Titanium	7,0	4,9	4,9	9,8	5,2	5,7	11,0	13,9	16,7	19,7
Nettorahoituskulut	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
Tulos ennen veroja	7,2	5,0	4,9	9,9	5,3	5,9	11,2	14,1	16,9	19,9
Verot	-2,0	-1,2	-1,2	-2,4	-1,2	-1,4	-2,7	-3,2	-3,7	-4,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	5,2	3,8	3,8	7,6	4,1	4,5	8,6	10,9	13,2	15,9
EPS (oikaistu)	0,79	0,46	0,45	0,91	0,48	0,52	1,01	1,23	1,38	1,53
EPS (raportoitu)	0,51	0,37	0,37	0,74	0,40	0,44	0,83	1,06	1,27	1,53

Tunnusluvut	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	10,3 %	22,6 %	-0,5 %	9,6 %	5,0 %	16,3 %	10,8 %	21,4 %	13,0 %	10,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-0,8 %	52,6 %	-5,9 %	16,6 %	5,2 %	16,3 %	10,7 %	23,1 %	13,3 %	11,1 %
Käyttökate-%	55,6 %	61,1 %	0,0 %	59,7 %	60,4 %	57,5 %	58,9 %	59,7 %	59,9 %	60,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	53,5 %	58,5 %	55,4 %	56,9 %	58,6 %	55,4 %	56,9 %	57,7 %	57,8 %	58,0 %
Nettotulos-%	28,2 %	38,3 %	36,5 %	37,4 %	39,4 %	37,3 %	38,3 %	40,2 %	42,9 %	46,8 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	10,8	9,1	8,2	6,6	5,6
Liikearvo	6,4	4,6	2,9	1,1	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,0	0,0	0,2	0,3	0,4
Käyttöomaisuus	0,6	0,5	0,6	0,6	0,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	3,8	3,9	4,6	4,6	4,6
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	14,7	16,6	17,8	21,2	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	2,6	2,6	2,9	3,5	4,0
Likvidit varat	12,0	14,1	14,9	17,7	20,7
Taseen loppusumma	25,4	25,7	26,0	27,9	30,3

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	22,2	22,7	22,9	24,8	27,2
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	4,8	5,0	5,3	7,1	9,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	17,3	17,6	17,6	17,6	17,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	3,2	3,0	3,0	3,0	3,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset velat	3,2	3,0	3,0	3,0	3,0
Taseen loppusumma	25,4	25,7	26,0	27,9	30,3

DCF-laskelma

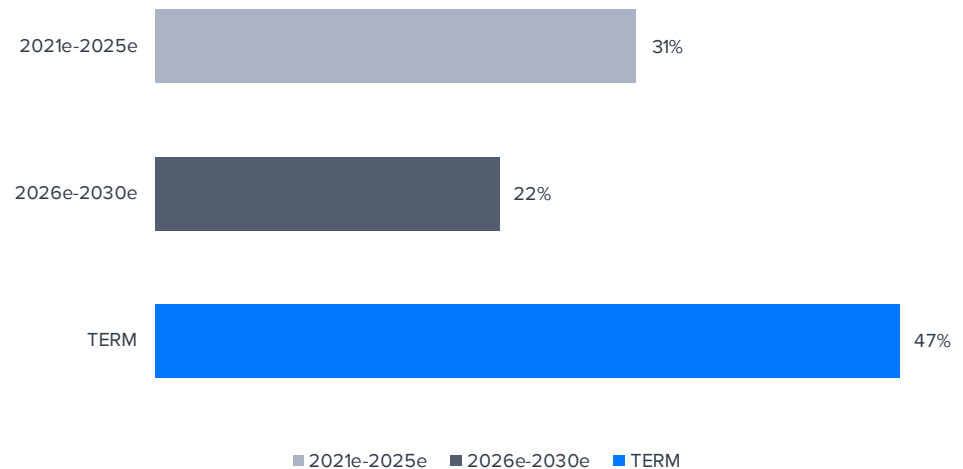
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	9,8	11,0	13,9	16,7	19,7	20,0	19,9	18,6	18,0	17,8	18,2	
+ Kokonaispoistot	2,3	2,2	2,3	1,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	
- Maksetut verot	-2,4	-2,7	-3,2	-3,7	-4,0	-4,0	-4,0	-3,8	-3,6	-3,6	-3,6	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,1	-0,3	-0,6	-0,5	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	9,6	10,2	12,5	14,3	16,0	16,6	16,5	15,5	15,0	14,8	15,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-0,6	-1,3	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-1,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	8,9	8,9	11,8	13,5	15,2	15,8	15,7	14,7	14,2	14,0	14,2	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	8,9	8,9	11,8	13,5	15,2	15,8	15,7	14,7	14,2	14,0	14,2	194
Diskontattu vapaa kassavirta		8,9	10,6	11,1	11,4	10,7	9,7	8,2	7,2	6,5	6,0	81,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		172	163	152	141	130	119	109	101	94,0	87,5	81,5
Velaton arvo DCF		172										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		14,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-8,3										
Oman pääoman arvo DCF		178										
Oman pääoman arvo DCF per osake		17,3										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,30 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	10,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,0 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	16,7	18,4	20,2	22,4	27,2	EPS (raportoitu)	0,61	0,51	0,74	0,83	1,06
Käyttökate	10,0	10,3	12,1	13,2	16,2	EPS (oikaistu)	0,79	0,79	0,91	1,01	1,23
Liikevoitto	8,1	7,0	9,8	11,0	13,9	Operat. kassavirta / osake	0,69	0,93	0,94	1,00	1,21
Voitto ennen veroja	8,2	7,2	9,9	11,2	14,1	Vapaa kassavirta / osake	0,39	0,82	0,88	0,87	1,14
Nettovoitto	6,1	5,2	7,6	8,6	10,9	Omapääoma / osake	2,40	2,17	2,22	2,23	2,40
Kertaluontoiset erät	-1,8	-2,9	-1,7	-1,8	-1,8	Osinko / osake	0,70	0,72	0,81	0,88	1,04
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	25,9	25,4	25,7	26,0	27,9	Liikevaihdon kasvu-%	64 %	10 %	10 %	11 %	21 %
Oma pääoma	24,0	22,2	22,7	22,9	24,8	Käyttökateen kasvu-%	63 %	3 %	18 %	9 %	23 %
Liikearvo	9,4	6,4	4,6	2,9	1,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	63 %	-1 %	17 %	11 %	23 %
Nettovelat	-10,5	-12,0	-14,1	-14,9	-17,7	EPS oik. kasvu-%	45 %	0 %	14 %	11 %	22 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	59,6 %	55,6 %	59,7 %	58,9 %	59,7 %
Käyttökate	10,0	10,3	12,1	13,2	16,2	Oik. Liikevoitto-%	59,5 %	53,5 %	56,9 %	56,9 %	57,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,9	1,1	-0,1	-0,3	-0,6	Liikevoitto-%	48,5 %	37,7 %	48,5 %	49,0 %	51,2 %
Operatiivinen kassavirta	6,9	9,5	9,6	10,2	12,5	ROE-%	31,3 %	22,5 %	33,7 %	37,6 %	45,8 %
Investoinnit	-10,8	-1,2	-0,6	-1,3	-0,7	ROI-%	42,2 %	31,3 %	45,1 %	49,0 %	59,1 %
Vapaa kassavirta	3,9	8,4	8,9	8,9	11,8	Omavaraisuusaste	92,7 %	87,2 %	88,0 %	88,2 %	89,0 %
						Nettovelkaantumisaste	-43,7 %	-54,3 %	-62,0 %	-64,9 %	-71,5 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	3,7	4,6	5,9	6,1	4,9						
EV/EBITDA (oik.)	6,1	8,2	9,8	10,3	8,2						
EV/EBIT (oik.)	6,1	8,5	10,3	10,7	8,5						
P/E (oik.)	9,0	11,9	14,3	14,6	11,9						
P/B	3,0	4,3	5,8	6,6	6,1						
Osinkotuotto-%	9,8 %	7,7 %	6,3 %	6,0 %	7,1 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositus historia (>12 kk)

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 (välttämättä 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 käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäänalyysi 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 analyytiikoilla 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 yksilöitynä 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.

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.

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

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

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

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

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

Inderes 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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**