

United Bankers

Yhtiöraportti

5/2018

inde
res.

Yhtiöllä on näytön paikka

Tarkistamme United Bankersin (UB) tavoitehintamme 7,5 euroon (aik. 7,7 euroa) ja nostamme suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä). UB on kokenut merkittävän muodonmuutoksen Suomen Pankkiiriliikkeen (SPL) oston myötä ja yhtiöllä on edellytykset saavuttaa merkittävä tulosparannus 2018-2019 aikana kasvaneen myyntivoiman ja parantuvan kulutehokkuuden ansiosta. Tulosparannuksen realisoituessa osake on halpa ja laskeneen osakekurssin myötä näemme riski/tuotto-suhteen jo riittävän houkuttelevana.

Keskisuuri sijoituspalveluyhtiö

UB on keskisuuri toimija Suomen sijoituspalvelumarkkinoilla. Yhtiö toimii omaisuudenhoidon lisäksi arvopaperivälityksessä, investointipankkitoiminnassa ja rahastojen hallinnoinnissa. Yhtiön ytimessä ovat reaaliomaisuustuotteet ja yhtiö on profiloitunut kilpailijoistaan erityisesti reaaliomaisuusosaaajana. Historiallisesti UB on ollut tuotelähtöinen toimija ja sen fokus on ollut yksittäisten tuotteiden myymisessä. Yhtiö on toteuttanut 2016-2017 aikana useita yritysjärjestelyitä, joiden myötä sen myyntivoima ja jatkuvien tuottojen osuus ovat kasvaneet selvästi.

Yhtiön pitäisi parantaa tulostaan merkittävästi 2018-2019

Ennustamme UB:n tulokseen selkeää tasokorjausta vuosien 2018-2019 aikana. Tulosparannuksen ajurina toimivat SPL-synergiat, onnistunut uusmyynti ja parantunut kulutehokkuus. SPL:llä on keskeinen rooli tulosparannuksessa ja SPL-integraation onnistuminen toimii keskeisenä ajurina osakkeelle seuraavan 12kk aikana. Integraation hyödyt realisoituvat asteittain ja odotamme niiden näkyvän täysimääräisesti 2019. Yhtiö on antanut tähän liittyen erittäin rajallisesti tietoa ja tämä yhdistettynä yhtiön omaan varsin heikkoon läpinäkyvyyteen nostaa ennusteisiin liittyviä riskejä selvästi. Liikearvopoistoista johtuen suosittelemme sijoittajia seuraamaan UB:ssä käyttökatetta sekä oikaistun osakekohtaisen tuloksen kehitystä. Yhtiön tuloskehitys on viime vuosina jäänyt toistuvasti odotuksista johtuen etenkin jatkuvasta muutosprosessista. UB:llä onkin nyt sijoittajien suuntaan näytön paikka ja sen tulisi seuraavan 12kk aikana kyetä nostamaan tuloksensa seuraavalle tasolle. Sijoittajien kannalta olisi ensiarvoisen tärkeää, että yhtiö onnistuisi tässä vielä suotuisan markkinatilanteen aikana.

Tuloskasvun realisoituessa osakkeessa selkeää nousuvaraa

Olemme arvonmäärityksessämme antaneet suurimman painon suhteelliselle arvostustasolle, mutta olemme huomioineet myös kassavirtalaskelman sekä osien summan. Eri arvonmääritysmenetelmien painotettu keskiarvo on 7,5 euroa, joka on myös päivitetty tavoitehintamme. Mikäli UB:lle ennustamamme tulosparannus realisoituu, näemme osakkeen nykykertoimissa selkeää nousuvaraa. Sijoittajan näkökulmasta UB:n riskiprofiili on mielestämme laskenut viimeisen 12kk aikana johtuen jatkuvien tuottojen selvästi kasvaneesta osuudesta. Keskeiset riskit UB:ssä liittyvät edelleen yhtiön tulosparannuksen heikkoon läpinäkyvyyteen sekä yleisen markkinatilanteen kestävyys. Laskeneen osakekurssin myötä näemme kuitenkin riski/tuotto-suhteen jo riittävän houkuttelevana.

Analyytikko

Sauli Vilén
+358 44 0258908
sauli.vilen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

Edellinen: Vähennä



7,5 EUR

Edellinen: 7,80 euroa

Osakekurssi: 6,95 EUR

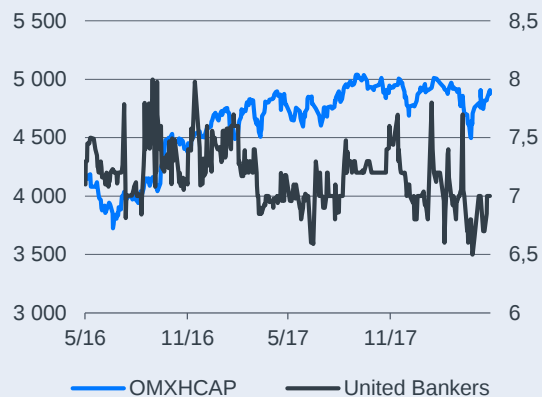
Potentiaali: 8 %

Avainluvut

MEUR	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	20,1	25,0	31,9	34,8
kasvu-%	-27 %	25 %	28 %	9 %
Liikevoitto	1,5	3,6	5,3	7,8
Liikevoitto-%	7 %	14 %	17 %	23 %
Nettotulos	0,2	2,3	4,1	5,7
EPS (oik.)	0,03	0,40	0,64	0,80
Osinko	1,00	2,00	0,45	0,50
Osinkosuhde-%	311 %	498 %	70 %	63 %
P/E	233,2	16,9	11,0	8,8
P/B	3,9	2,9	2,3	2,2
EV/S	2,7	1,9	1,8	1,5
EV/EBITDA	20,9	9,7	6,9	5,1
Osinkotuotto-%	2,7 %	5,9 %	6,4 %	7,2 %

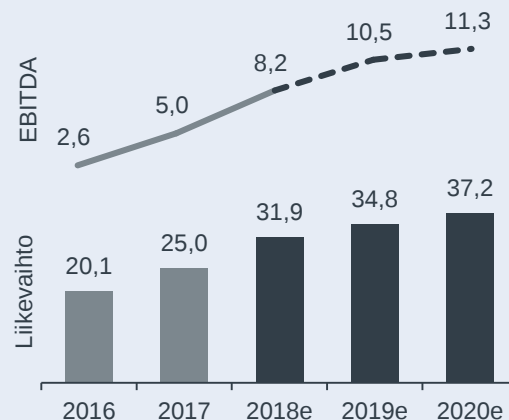
Lähde: Inderes

Kurssikehitys

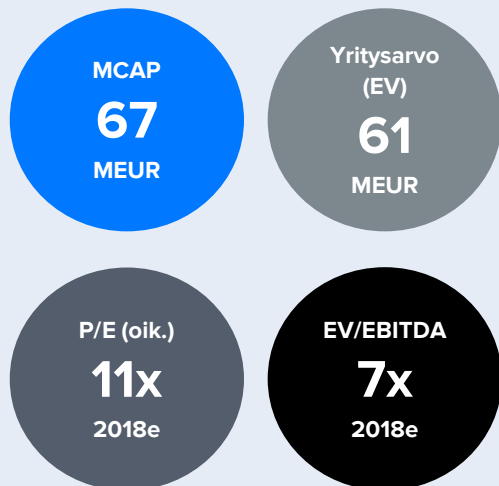
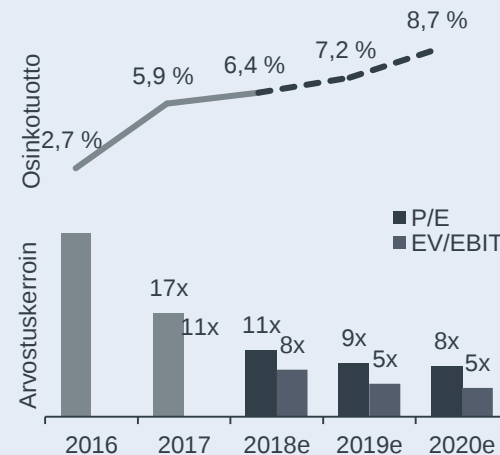


Lähde: Bloomberg

Liikevaihto ja liikevoitto



Arvostus ja osinkotuotto



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- SPL-integraation onnistuminen
- Uusmyynnin selkeä kasvu vahvistuneen myyntivoiman myötä
- Kulutehokkuuden parantuminen
- Jatkuvien tuottojen osuuden kasvu
- Yritysjärjestelyt



Riskitekijät

- Regulaation muutokset
- Markkinatilanteen kestävyys
- SPL-integraation onnistuminen
- Heikko läpinäkyvyys



Arvostus

- UB on hinnoiteltu alennuksella suhteessa verrokkiryhmään
- Ennustamamme tulosparannuksen realisoituessa osake edullinen
- Osake hinnoiteltu alle sen osien summan

Sisällysluettelo

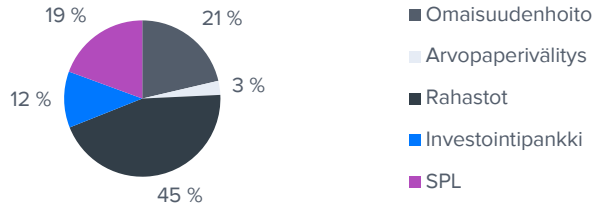
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-12
Strategia	s. 13-15
Sijoitusprofiili	s. 16-17
Markkinat ja kilpailijat	s. 18-23
Taloudellinen tilanne	s. 24-25
Ennusteet	s. 26-28
Arvonmäärittäminen ja suositus	s. 29-34
Taulukot	s. 35-37
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 38

Varainhoito

Reaaliomaisuuteen erikoistunut omaisuudenhoitaja

- 19 sijoitusrahastoa (sis. pääomarahastot)
- Merkittävä toimija strukturoiduissa tuotteissa
- Tuottojen painopiste siirtynyt selvästi enemmän jatkuviin tuottoihin viimevuosina

Palkkituotot 2018e



United Bankers on sijoitustuotteita ja -palveluita tarjoava yritys. Vuonna 1986 perustettu kotimainen sijoitusalan konserni aloitti liiketoimintansa arvopaperinvälityksestä. Tänä päivänä konsernin liiketoiminta-alueisiin kuuluvat lisäksi varainhoito, investointipankkitoiminta sekä rahastojen hallinnointi. Varainhoidossa yhtiö on erikoistunut muun muassa reaaliomaisuussijoittamisen ratkaisuihin.

Strategia

Kasvu nykyisissä tuotteissa

Tuotevalikoiman laajentaminen

Kulutehokkuuden parantaminen

SPL-integraation läpivienti

IT-järjestelmien jatkuva kehitys

Keskipitkällä aikavälillä yrityskauppojen jatkaminen

Investointipankki ja välitys

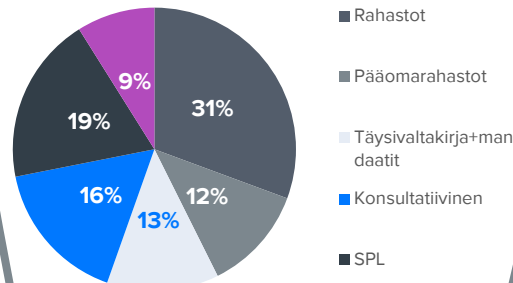
Keskikokoinen investointipankki, jonka fokus etenkin Ruotsissa

Toimii itsenäisenä yksikkönä muusta liiketoiminnasta

Arvopaperivälityksen rooli konsernissa supistunut erittäin pieneksi ja se toimii tukitoimintona varainhoidolle

Hallinnoitava varallisuus

2,9 mrd. euroa



Resurssit

Noin 170 sijoittamisen ammattilaista (sis. asiamiehet)

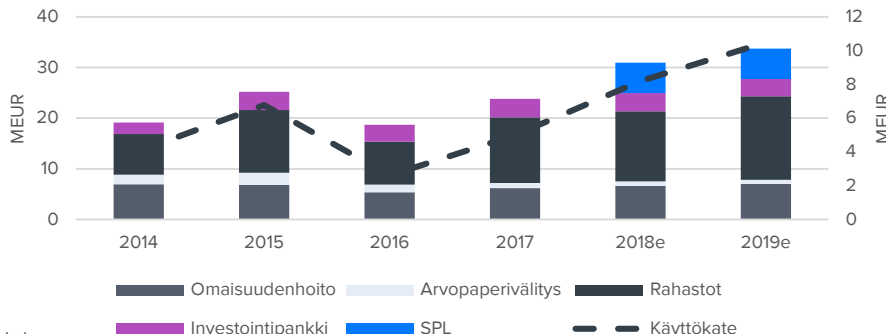


Asiakkaat



12000 asiakasta

Hallinnoitavasta varallisuudesta noin 80 % yksityishenkilöiltä



Toimialan trendejä

- Sijoittajien vaatimustason nousu – aidosti haettava näkemystä
- Uudet tuotteet (esim. reaaliomaisuus) valtaavat alaa perinteisiltä tuotteilta
- Matala korkotaso nostaa vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kysyntää
- Digitalisaatio mahdollistaa uusien asiakasryhmien palvelemisen kustannustehokkaasti – kilpailu kiristyy alemmissa segmenteissä
- Alan hintataso tulee kohtaamaan painetta – palkkiotasot laskevat ilman lisäarvoa tai parempaa palvelua

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

Yhtiökuvaus

Vuonna 1986 perustettu United Bankers (UB) on keski-suuri toimija kotimaisessa sijoituspalvelukentässä. Yhtiö aloitti liiketoimintansa arvopaperinvälityksestä ja on vuosien saatossa laajentanut toimintaansa merkittävästi. Tänä päivänä arvopaperinvälitys on vain pieni osa konsernia ja rahastoliiketoiminta sekä omaisuudenhoito kattavat valtaosan konsernin saamista palkkiotuotoista. Näiden lisäksi yhtiö harjoittaa myös investointipankkitoimintaa pääosin vuonna 2013 perustetun UB Capitalin kautta. Yhtiöllä oli 2017 lopussa 107 työntekijää (sis. 14 osa-aikaista). Tammikuussa 2018 toteutuneen Suomen Pankkiiriliike (SPL) -kaupan myötä henkilöstömäärä kasvaa noin 170 henkilöön (sisältää asiamiehet). SPL-hankinnan jälkeen UB:llä on yli 12000 asiakasta ja hallinnoitavasta varallisuudesta selkeä enemmistö tulee yksityissijoittajilta. Listatuille finanssialan palveluyrityksille tyypillisesti yhtiön henkilöstö on merkittävänä omistajana ja omistaa hieman alle 70 % yhtiön osakekannasta.

Yhtiörakenne

United Bankers -konserniin kuuluu emoyhtiö United Bankers Oyj:n lisäksi seitsemän sen täysin omistamaa tytäryhtiötä. Tytäryhtiöt ovat arvopaperivälitystä harjoittava UB Securities Oy, konsultatiivisesta ja täyden valtakirjan omaisuudenhoidosta, strukturoiduista tuotteista sekä rahastojen salkunhoidosta vastaava UB Omaisuudenhoito Oy, rahastojen hallinnointipalveluita tarjoava UB Rahastoyhtiö Oy, investointipankki UB Capital, reaaliomaisuussijoittamisesta vastaava UB Real Asset Management Oy, suljettujen metsärahastojen hallinnasta vastaava UB Nordic Forest Management Oy ja 2018 alusta osaksi konsernia tullut UB Pankkiiriliike Oy (entinen Suomen Pankkiiriliike Oy). UB nosti

omistusosuutensa 100 %:iin Real Asset Managementissa ja Forest Managementissa 2017 aikana ja yhtiöt ovat käytännössä osa omaisuudenhoitoliiketoimintaa. UB Pankkiiriliike on vielä toistaiseksi erillinen yhtiö johtuen SPL:n vanhojen omistajien tulossidonnaisesta lisäkauppahinnasta. Uskomme, että UB tulee integroimaan nämä kolme yhtiötä Omaisuudenhoito Oy:hyn tämän ja ensi vuoden aikana.

Voitonjakopolitiikka

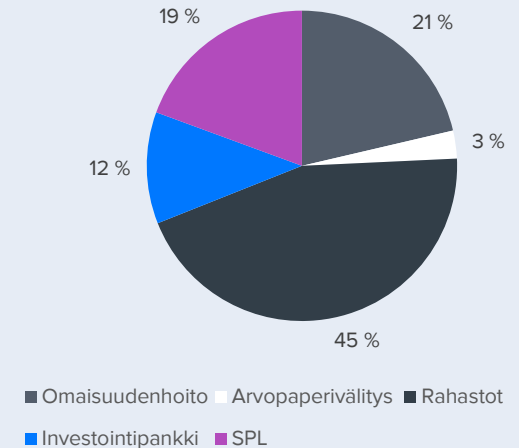
United Bankersin tavoitteena on maksaa säännöllistä vuosittaista osinkoa. Osinkoa pyritään jakamaan vähintään 50 % tilikauden osakekohtaisesta tuloksesta tai osakekohtaisesta kassavirrasta ottaen kuitenkin huomioon yhtiön liiketoiminnan kehitystarpeet.

Historiallinen kehitys

UB on ollut selkeä kasvuyhtiö vuonna 2011 tehdyn strategiamuutoksen jälkeen. Yhtiö on vuoden 2011 jälkeen pyrkinyt aktiivisesti kasvamaan seuraavaan kokoluokkaan ja tekemään itsestään täyden palvelun finanssitavarataloa. Keskeisiä askelia tässä ovat olleet 2011 toteutettu Aventure-liiketoimintakauppa, investointipankkitoiminnan perustaminen (2011) ja Suomen Pankkiiriliikkeen hankinta 2017.

Yhtiö on viimeisten vuosien aikana panostanut aktiivisesti myös IT-järjestelmiensä kehittämiseen tehokkuuden sekä suurempien asiakasmassojen hallitsemiseksi. Vuonna 2014 toteutetulla listautumisella yhtiö haki uutta pääomaa kasvun vauhdittamiseksi. Kokonaisuutena UB on viimeisen seitsemän vuoden aikana yli kolminkertaistanut kokonsa nettopalkkiotuotoilla tai hallinnoitavilla varoilla mitattuna. Samalla yhtiö on kasvanut täyden palvelun keskikokoiseksi finanssipalvelutoimijaksi.

Palkkituotot 2018e



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7

Yritysjärjestelyt

United Bankers on toteuttanut useita merkittäviä yritysjärjestelyitä viimeisen kahden vuoden aikana. Käsitlemme tässä tarkemmin kolme merkittävintä järjestelyä.

UB Capital

Kesällä 2016 UB osti UB Capitalin 38 %:n vähemmistön pois yhtiöstä. Kauppa maksettiin osin käteisellä ja osin UB:n osakkeilla, millä Capitalin avainhenkilöiden sitoutuminen yhtiöön varmistettiin. Kaupassa UB Capital arvostettiin laskelmiemme mukaan noin 8,5 MEUR:oon ja keskeiset arvostuskertoimet olivat 2016 tuloksella EV/S 3x ja EV/EBIT 7x. 2017 tuloksella vastaavat kertoimet olivat arviomme mukaan 2,8x ja 6x.

Kertoimet ovat mielestämme neutraalit, kun huomioidaan UB Capitalin hyvä tulostaso. Vaikka kaupan kertoimet olivatkin neutraalit, pidämme kauppaa UB:n kannalta järkevänä johtuen sen välittömästä positiivisesta EPS-vaiikutuksesta, poistuneista intressiristiriidoista sekä parantuneesta läpinäkyvyydestä. Kokonaisuutena kauppa oli mielestämme positiivinen osakkeenomistajien näkökulmasta, vaikka se ei luonutkaan oleellisesti omistaja-arvoa.

UB Real Asset Management

Marraskuussa 2017 UB lunasti pois UB Real Asset Managementin (UBRAM) vähemmistöomistajat. UBAM hallinnoi ja hoitaa UB:lle tärkeitä reaaliomaisuusrahastoja ja sen hallinnoitavat pääomat ovat noin 400 MEUR. UBAM 2017 liikevaihto on arviomme mukaan noin 3,5 MEUR ja liikevoitto hieman yli 1 MEUR. UB:n omistus nousi järjestelyssä noin 56 %:sta 100 %:iin ja UB maksaa kaupasta 4,1 MEUR omina

osakkeina. Lisäksi yhtiö maksaa lisäkauppahintaa 2017 loppuvuoden tuloksen perusteella, sekä UBAM:n rahastojen vuosien 2018-2020 tuottopalkkioihin perustuen.

Ilman lisäkauppahintoja UBAM:n velaton arvo on noin 9 MEUR. Tämä vastaa EV/EBIT 9x ja EV/S 2,5x kertoimia. Kertoimet olivat linjassa UB:n omien kertoimien kanssa. Reaaliomaisuus on UB:n ydinliiketoimintaa ja UBAM:n hoitama varallisuus on UB:n arvokkainta. Lisäksi UBAM:n hoitamat rahastot ovat pääsääntöisesti pärjänneet hyvin. Kauppa selkeyttää UB:n konsernin rakennetta ja parantaa ohjautuvuutta, kun koko organisaation intressit ovat jatkossa yhtenevät. Lisäksi UBAM:n avainhenkilöt ovat käsityksemme mukaan sitoutettu UB:hen pitkäksi aikaa. Kokonaisuutena suhtaudummekin kauppaan positiivisesti ja mielestämme se luo omistaja-arvoa UB:n osakkeenomistajille.

Suomen Pankkiiriliike

Marraskuussa 2017 UB kertoi ostavansa Suomen Pankkiiriliikkeen (SPL) koko osakekannan. UB maksaa SPL:stä 9 MEUR omilla osakkeillaan, minkä lisäksi myyjät ovat oikeutettuja 6 MEUR:n lisäkauppahintaan, joka määräytyy pääosin 2018 tuloskehityksen perusteella. Suomen Pankkiiriliikkeen ydinliiketoimintaa on ollut sen kumppanien tuotteiden myynti sen omille asiakkaille. Yhtiön liikevaihto on 2017 arviomme mukaan hieman yli 6 MEUR ja liikevoitto noin 1 MEUR. SPL:llä on hallinnoitavaa varallisuutta noin 600 MEUR ja tästä valtaosa on kumppanien tuotteita. SPL:llä on myös 54,5 %:n omistusosuus joukkorahoitusalueesta Joutsen Rahoituksessa (nykyinen UB rahoitus).

Strategisesti pidämme kauppaa UB:n kannalta järkevänä. UB saa kaupassa merkittävästi lisää

myyntivoimaa ja sen myyntiverkostosta tulee selvästi aiempaa kattavampi ja UB:n kokoluokka kasvaa selvästi SPL:n mukanaan tuoman kassavirtaa tuottavan hallinnoitavan varallisuuden myötä. Lisäksi SPL tarjoaa UB:lle merkittävää synergia potentiaalia kulujen osalta, sillä finanssisektorille tyypillisesti yhtiöllä on hallinnoissa paljon päällekkäisyyksiä. Joutsen Rahoitus on mielestämme hyvässä kehitysvaiheessa oleva joukkorahoitusalue, jonka potentiaali on merkittävä.

Arviomme mukaan UB maksaa SPL:stä 2018 numeroilla EV/EBITDA 4x-7x ja 2019 täydet kulusynergiat huomioiden 3-5x kertoimet riippuen lisäkauppahinnasta. Nämä kertoimet eivät huomioi enemmistöomistusta Joutsen Rahoituksessa, jonka arvo on itsessään merkittävä. Numeroiden valossa kauppa vaikuttaakin UB:lle varsin hyvältä ja sillä on edellytykset luoda omistaja-arvoa. Omistaja-arvon luominen on kuitenkin täysin riippuvainen integraation onnistumisesta. SPL:n myötä UB:n henkilöstömäärä kasvaa asiamiehet huomioiden noin 70:llä ja lisäksi SPL:n yrityskulttuuri on arviomme mukaan ollut hyvin poikkeava UB:n omasta. Näin ollen integraatio tulee olemaan erittäin työläs. Parhaassa skenaariossa eli integraation onnistuessa UB:n myyntivoima kasvaa kaupan myötä merkittävästi, se onnistuu säilyttämään valtaosan SPL:n nykyisistä kassavirroista ja saavuttaa merkittävät kulusäästöt leikkaamalla SPL:n kuluja huomattavasti.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

Neljä liiketoiminta-aluetta

United Bankers raportoi liiketoimintansa vuosituloksella neljässä segmentissä: Omaisuudenhoito, Rahastot, Arvopaperivälitys ja Investointipankkitoiminta. Raportoitu segmenttijako poikkeaa yhtiön virallisesta liiketoimintarakenteesta, mikä heikentää läpinäkyvyyttä yhtiön liiketoimintaan. Mallinnuksemme pohjana olemme käyttäneet yhtiön raportoimaa segmenttijakoa. Kulurakennetta mallinamme konsernituloksella. Avaamme segmenttejä sekä kulurakennetta tarkemmin seuraavilla sivuilla.

Jatkuvien palkkioiden osuus noussut selvästi

United Bankersin liiketoiminnassa ei-jatkuvien tuottojen osuus on historiallisesti ollut selvästi verrokkeja korkeampi johtuen strukturoitujen tuotteiden, investointipankkitoiminnan ja välityksen suuresta roolista. Tämä on johtanut siihen, että UB:n tuloksen volatiliteetti on ollut verrokkeja korkeampi ja tällä on ollut negatiivinen vaikutus yhtiölle hyväksyttäviin kertoiimiin.

Yhtiön strategiana on viime vuosina ollut kasvattaa jatkuvien tuottojen (mm. rahastojen hallinnointipalkkiot, rahastoyhtiö sekä omaisuudenhoidon palkkiot) osuutta ja laskelmiemme mukaan jatkuvien tuottojen osuus yhtiön tuotoista oli 2017 noin 58 %.

SPL-hankinta tulee parantamaan tätä suhdetta merkittävästi, sillä arviomme mukaan valtaosa SPL:n noin 6 MEUR:n liikevaihdosta on jatkuvaa kassavirtaa. SPL mukaan lukien UB:n jatkuvien tuottojen osuus tulee 2018 olemaan laskelmiemme mukaan noin 78 %. Luku on linjassa yhtiön keskeisten verrokkien kanssa ja kokonaisuutena SPL:n hankinta tulee pienentämään UB:n tuloksen

volatiliteettia. Tämän pitäisi tukea yhtiölle hyväksyttäviä kertoimia ja mielestämme liiketoimintamix ei ole enää perusteltu syy hinnoitella UB:tä alennuksella suhteessa sen verrokkeihin.

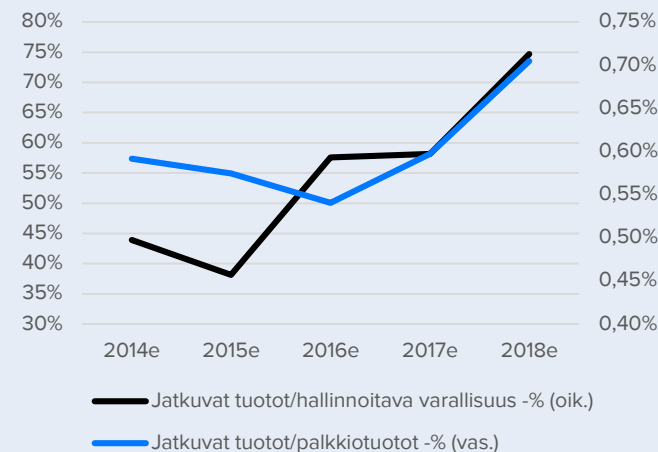
Hallinnoitava varallisuus

Vuoden 2017 lopussa UB:n hallinnoitava varallisuus oli noin 2285 MEUR. SPL-hankinta nostaa UB:n hallinnoitavaa varallisuutta noin 600 MEUR:lla ja yhtiön hallinnoitava varallisuus on SPL-huomioiden noin 2900 MEUR. Hallinnoitava varallisuus on mielestämme loogista jakaa jatkuvaa tuottoa tuottavaan ja muuhun varallisuuteen, sillä jatkuvat tuotot ovat sijoittajan kannalta huomattavasti relevantimpia.

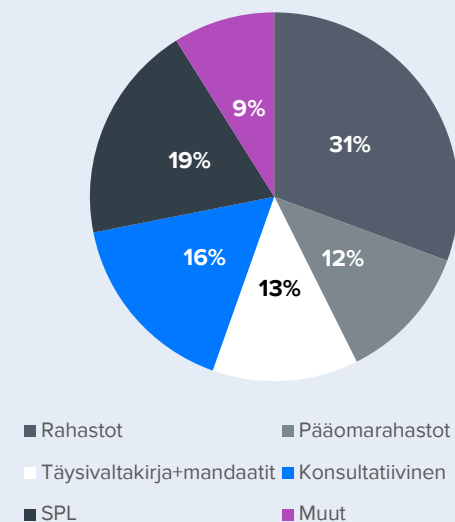
Jatkuvaa tuottoa tuottavan varallisuuden osuus koko yhtiön hallinnoitavasta pääomasta on arviomme mukaan SPL mukaan lukien noin 73 %. Tästä varallisuudesta ylivoimaisesti suurin osa on rahastoissa (omat rahastot ja kolmansien osapuolten rahastot) ja laskelmiemme mukaan rahastojen osuus koko UB:n hallinnoitavasta varallisuudesta on noin 60 %. Täyden valtakirjan varainhoidon osuus on noin 10 %. Laskelmiemme mukaan yhtiön hallinnoitavasta pääomasta saama keskimääräinen palkkio on tällä hetkellä terveellä noin 0,7 %:n tasolla.

Muu varallisuus vastasi noin 27 % yhtiön hallinnoitavista varoista ja tämä sisältää arvopaperivälityksen hallinnoimat sijoitussalkut, asiakassalkuissa olevat strukturoidut tuotteet ja konsultatiivisen varainhoidon. Tästä pääomasta saatavat hallinnointipalkkiot ovat hyvin matalia ja esimerkiksi strukturoiduissa tuotteissa hallinnointipalkkiota ei ole.

Jatkuvat tuotot



Hallinnoitavan varallisuuden jakauma 2018e



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7

OmaisuuDENhoito

UB Omaisuudenhoito tarjoaa varainhoidon tuotteita ja palveluita, vastaa strukturoitujen sijoituslainojen tuotekehityksestä ja toimii yhtiön kaikkien varainhoitotuotteiden ja -palveluiden myyjänä ja markkinoijana. UB Omaisuudenhoito tarjoaa täyden valtakirjan varainhoitoa ja sen kohderyhmänä ovat varakkaat yksityishenkilöt sekä instituutiot. Perinteisen suoriin osake- ja joukkolainasijoituksiin perustuvan varainhoidon rinnalla yritys tarjoaa erityisesti reaaliomaisuuteen perustuvia varainhoitoratkaisuja. United Bankers onkin varainhoitajana profiloitunut ennen kaikkea reaaliomaisuusrahastojen osajaksi.

UB:llä on Suomessa SPL huomioiden 7 myyntikonttoria isoissa kaupungeissa. Lisäksi yhtiön jakeluverkostoa Suomessa täydentää POP-pankkien kanssa solmittu jakelusopimus. POP-pankkien toiminta tapahtuu pitkälti pienemmillä paikkakunnilla ja se täydentää hyvin yhtiön omaa myyntiverkostoa. Yhtiön on myös viimevuosina panostanut voimakkaasti digitaalisen jakelukanavan kehittämiseen. Omaisuudenhoidolla on myös sivuliike Ruotsissa ja sillä on Ruotsissa pieni muutaman hengen instituutiomyyntitiimi. Lisäksi sen tuotteita on ollut merkittävässä Ruotsin PPM-eläkejärjestelmässä sekä Nordnetin ja Avanzan rahastoportaaleissa. Ruotsin myynti on käsityksemme mukaan lähtenyt liikkeelle yhtiön odotuksia hitaammin, mutta vauhti on kiihtynyt 2016-2017 aikana ja toiminnan tulisi olla nykyisellä kokoluokalla voitollista.

Strukturoitujen tuottojen osuus edelleen suuri

OmaisuuDENhoidon liikevaihto oli vuonna 2017 6,2 MEUR. Arviomme mukaan strukturoitujen tuotteiden osuus segmentin palkkiotuotoista oli

hieman alle puolet. Strukturoiduissa tuotteissa liikevaihto on ollut laskussa viimevuosina johtuen matalasta korkotasosta. Laskevasta liikevaihdosta huolimatta yhtiön markkinaosuus strukturoiduissa tuotteissa on kasvanut selvästi viimevuosien aikana. Yhtiön pääkohderyhmänä strukturoiduissa tuotteissa ovat yksityissijoittajat.

Perinteinen täyden valtakirjan varainhoito on UB:n osalta edelleen suhteellisen pientä ja yhtiö on vasta viimeisen kahden vuoden aikana luonut yhtenäiset sijoitusstrategiat ja palvelumallit, joita se tarjoaa asiakkaille. Aikaisemmin yhtiön varainhoidon salkut on hoidettu yksilöllisesti, jolloin tehokkuus on kääsinyt.

Yhtiön hallintoavasta varallisuudesta arviomme mukaan noin 600 MEUR on varainhoidossa joko täyden valtakirjan ja mandaattien tai konsultatiivisen varainhoidon alla. Konsultatiivisessa varainhoidossa palkkiot ovat pääosin transaktiopohjaisia ja näin ollen tuottotaso suhteellisen vaatimaton (arviomme 0,1-0,3 % vuodessa). Täyden valtakirjan sekä mandaattipohjaisessa varainhoidossa yhtiön pääkohderyhmänä ovat varakkaat yksityishenkilöt ja arviomme mukaan valtaosa yhtiön varainhoidossa olevista pääomista on yksityishenkilöiltä. Tämän seurauksena UB:n saama hintataso on käsityksemme mukaan suhteellisen terve ja keskimääräinen palkkiotaso on arviomme mukaan hyvällä noin 0,7 %:n tasolla.

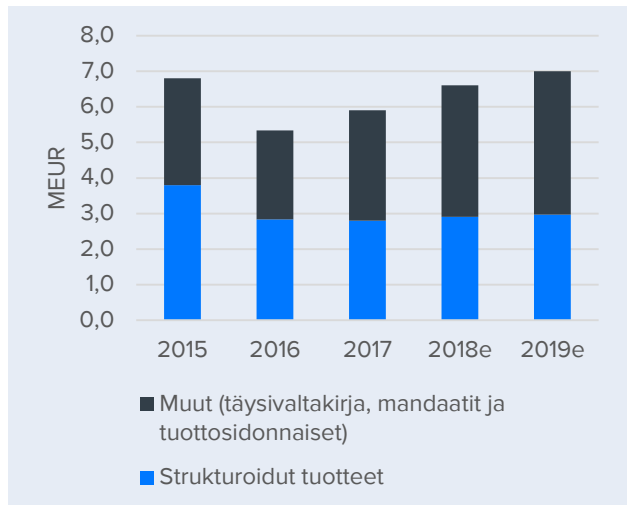
Täyden valtakirjan varainhoidon myynti on kehittynyt viimevuosina odotuksiamme hitaammin ja yhtiön uusmyynti on painottunut edelleen pääosin yksittäisiin tuotteisiin. Arviomme mukaan keskeisenä haasteena on täyden valtakirjan varainhoidon myynti

instituutioille johtuen 1) erittäin kireästä hintakilpailusta sekä 2) vaikeudesta erottua kilpailijoista.

Varainhoito ajaa kasvua

Arviomme mukaan SPL-kaupan myötä varainhoidon myynti tulee edelleen olemaan UB:n strategian keskiössä, mutta fokus tulee todennäköisesti siirtymään instituutioista yksityishenkilöihin. Varainhoidon kasvu olisi yhtiölle strategisesti tärkeää, sillä se kasvattaa yhtiön osuutta asiakkaan hallinnoitavasta varallisuudesta ja pienentää riskiä asiakkaan siirtymisestä muualle.

Olemme lähivuosisien ennusteissamme varovaisia, sillä yhtiön täyden valtakirjan varainhoidon myynti on sujunut odotuksiamme vaisummin. Lisäksi strukturoiduissa tuotteissa markkinatilanne tulee pysymään hankalana matalan korkotason johdosta. Ennustamme Omaisuudenhoidon liikevaihdon kasvavan 7,4 MEUR:oon vuoden 2020 loppuun mennessä.



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

Rahastot

Rahastot on United Bankersin ylivoimaisesti suurin liiketoimintasegmentti ja sen osuus yhtiön palkkiotuotoista oli 2017 55 %. Rahastot kattavat yhtiön kaikkien rahastojen hoitamisen (sis. myös pääomarahastot) sekä UB Rahastoyhtiön harjoittaman rahastojen hallinnan sekä erilaiset backoffice-toiminnot (mm. arvonnaskenta). UB:llä oli 2017 lopussa yhteensä 15 perinteistä sijoitusrahastoa sekä 4 pääomarahastoa. Perinteisissä rahastoissa pääomaa oli 2017 lopussa 828 MEUR ja pääomarahastoissa 272 MEUR. Tästä rahastopääomasta noin 180 MEUR oli Visio omaisuudenhoidon hoitamissa rahastossa, joita UB hallinnoi (Visio Allocator ja UB View). UB kirjaa Vision rahastojen bruttotuotot omiin lukuihinsa, mutta tulouttaa valtaosan näistä Visiolle (palkkiokulut rivillä tuloslaskelmassa). Näin ollen tämä pääoma ei ole UB:lle yhtä arvokasta, kun sen omien rahastojen pääoma. Lisäksi Vision tuottopalkkioiden isot heilahdukset aiheuttavat heiluntaa myös UB:n raportoiduissa numeroissa.

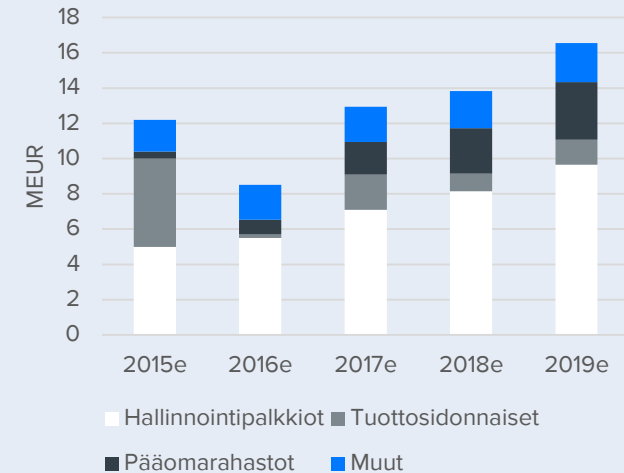
Rahastojen liikevaihto oli vuonna 2017 13 MEUR ja se kasvoi 54 %vertailukaudesta. Kasvu oli poikkeuksellisen kovaa ja osa siitä selittyä Vision merkittävillä tuottosidonnaisilla palkkioilla. Myös näistä oikaistuna kasvu oli kuitenkin ripeää (+30 %) ja kasvun ajureina toimivat pääomarahastojen ja omien sijoitusrahastojen orgaaninen kasvu.

Odotamme Rahastot-segmentin liikevaihdon kasvavan vain hieman kuluvana vuonna johtuen Vision tuottopalkkioiden selvästi laskusta. Tästä oikaistuna kasvu jatkuu vahvana (+20 %). Kasvun taustalla on pääomarahastoliiketoiminnan (Nordic Property, Yritysrahoitus ja metsärahastot) ylösajo, rahastopääomien kasvu sekä kasvavat

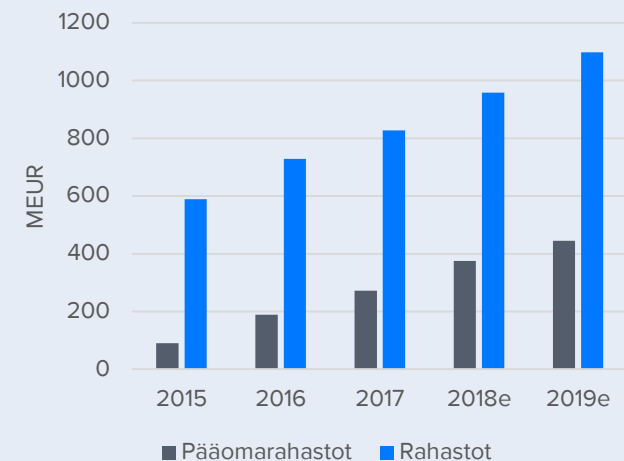
tuottosidonnaiset palkkiot. Sijoittajien kannalta on myös tärkeä huomioda, että segmentin palkkiorakenne muuttuu huomattavasti paremmaksi osakkeenomistajien kannalta, kun vakaiden ja ennustettavien pääomarahastojen osuus kasvaa ja tuottosidonnaisten palkkioiden suhteellinen osuus laskee.

Vuonna 2019 raportoidun kasvun pitäisi kiihtyä selvästi, kun Vision tuottopalkkioiden lasku ei enää rasita yhtiön raportoituja lukuja. Odotamme yhtiön lanseeraavan keskimäärin 1-2 uutta rahastoa vuodessa. Uusissa rahastoissa pääpaino on arviomme mukaan pääomarahastoissa sekä nykyisillä tuotesegmenteillä (kiinteistöt, infra ja metsä). Uusien rahastojen perustamisen sijaan yhtiön olisi mielestämme tärkeää saada kasvatettua nykyisten rahastojen kokoluokkia ja tämän myötä parantaa niiden tehokkuutta. Yhtiöllä on edelleen useita liian pieniä rahastoja ja näiden nostamisella seuraavaan kokoluokkaan olisi yhtiön kannattavuuteen selvä positiivinen vaikutus. Yhtiön jakeluvoima on parantunut merkittävästi SPL-kaupan myötä ja yhtiöllä pitäisikin olla aiempaa paremmat mahdollisuudet kasvattaa uusmyyntiään. Tarkastelemme tätä tarkemmin Ennusteet-kappaleessamme.

Rahastot-segmentin arvioitu palkkiojakauma



Rahastopääoman kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7

Investointipankki

Investointipankkiliiketoiminta on keskittynyt yritysjärjestelyihin sekä rahoitukseen liittyvään neuvonantoon. Yhtiöllä on toimintaa Helsingissä ja Tukholmassa ja se työllisti 2017 lopussa 15 henkilöä. Yhtiön toimeksiantoista enemmistö tulee arviomme mukaan Ruotsista. Liikevaihto vuonna 2017 oli 3,7 MEUR.

Aktiveiteettitaso yhtiön päämarkkinoilla on pysynyt erittäin korkeana, kun kohonneet omaisuusarvot ja edullinen lainaraha ajavat toimijoita neuvottelupöytiin. Nykyinen liikevaihtotaso kuvastaa mielestämme investointipankkitoiminnan normaalia liikevaihtotasoa suotuisassa syklissä ja selvästi korkeampi taso vaatisi mielestämme joko henkilöstömäärän kasvattamista tai poikkeuksellisen vahvoja onnistumispalkkioita.

Arviomme mukaan syklin yli oleva liikevaihtotaso on noin 3 MEUR:n tasolla. Segmentin kulurakenne on liiketoiminnalle tyypillisesti erittäin kiinteä ja näin ollen kannattavuus skaalautuu voimakkaasti liiketoiminnan kasvun myötä.

Ennustamme investointipankkiliiketoiminnan liikevaihdon pysyvän kuluvana vuonna ennallaan 3,7 MEUR:ssa markkinatilanteen pysyessä suotuisana. 2019 alkaen odotamme liikevaihtotason laskevan asteittain, kun markkinatilanne heikkenee.

Sijoittajien on hyvä muistaa, että investointipankkiliiketoiminta on luonteeltaan erittäin syklistä ja markkinatilanteen merkittävä heikentyminen laskisi liikevaihtoa selvästi. Investointipankkitoiminnan synergiat UB:n

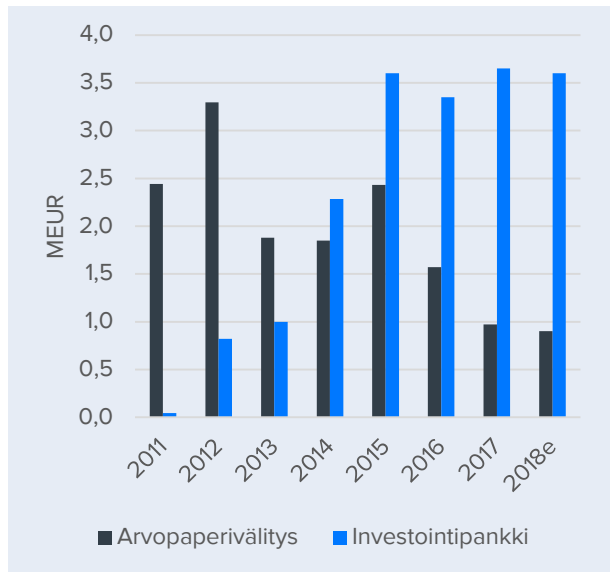
muihin liiketoimintoihin ovat varsin rajalliset. Investointipankkitoiminta on kuitenkin tärkeä osa täyden palvelun finanssitaloa ja lisäksi se tuottaa keskimäärin hyvää kassavirtaa suhteellisen pienellä riskillä (toiminnan ei pitäisi tehdä tappiota edes heikossa suhdanteessa). Näin ollen investointipankki puoltaakin mielestämme paikkansa konsernissa.

Arvopaperivälitys

UB arvopaperivälitys tarjoaa arvopaperinvälitystä ja sijoitusneuvontaa kaikilla keskeisillä markkinoilla. UB Securitiesin välityspalvelut kattavat listattujen sekä listaamattomien osakkeiden ja joukkolainojen lisäksi pörssinoteeratut rahastot sekä johdannaiset. Kotimaisista toimijoista UB:n välitystoiminta on ainoa pankeista riippumaton. Välitystoiminta on jo pitkään ollut Suomessa rakenteellisissa ongelmassa, kun pörssin kaupankäyntivolyymit ovat jatkaneet laskuaan ja samalla online-välityksen kasvu on kiihdyttänyt hintaeroosiota. UB:n arvopaperivälityksen liikevaihto oli viime vuonna vain 1 MEUR ja se on laskenut lähes kolmasosaan viidenvuoden takaisesta tasosta. Lasku johtuu näkemyksemme mukaan pörssin vaisusta vaihtovolyymien kehityksestä, kireästä hintakilpailusta ja listautumisiin liittyvien toimeksiantojen vähäisestä määrästä. Liiketoiminta on käsityksemme mukaan myös selvästi tappiollista. Liiketoiminnan näkymät ovat myös suhteellisen vaisut johtuen markkinan haasteista ja rakenteellisista muutoksista.

Näemme arvopaperivälityksellä strategisen roolin osana UB:n kokonaistarjontaa, sillä oma riippumaton välitys parantaa varainhoidon

palvelutarjontaa ja täydentää investointipankin kokonaistarjontaa. Tämä on näkemyksemme mukaan keskeinen syy, miksi UB on säilyttänyt välityksensä näinkin kauan. Näin ollen yksikköä ei mielestämme pidä tarkastella itsenäisenä, vaan enemmän eräänlaisena konsernin kokonaisuutta tukevana funktiona. Tappiollisuudesta johtuen odotamme yhtiöltä kuitenkin toimenpiteitä liiketoiminnan palauttamiseksi takaisin kannattavaksi. Mielestämme pelkkä strateginen arvo ei ole riittävä syy perustelemaan tappiollisen liiketoiminnan ylläpitämistä. Uskomme, että UB tulee 2018 aikana tekemään muutoksia arvopaperivälitystoimintaansa.



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

Kulurakenne on kiinteä ja skaalautuva

United Bankersin kulurakenne on finanssialan yhtiöille tyypillisesti pitkälti kiinteä ja kulurakenteessa on vain vähän muuttuvia osia. Näin ollen tulospuoli on erittäin voimakas molempiin suuntiin.

UB:n suurin yksittäinen kuluerä on henkilöstökulut, jotka vastasivat noin 34 % yhtiön liikevaihdosta vuonna 2017. Yhtiön henkilöstömäärä kasvaa merkittävästi SPL-hankinnan myötä (2017: 107 vs. 2018e: 130 kpl), mutta suhteellinen henkilöstökulujen osuus laskee liikevaihdon kasvun myötä (2018e: 29 %). Yhtiön henkilöstömäärä ei huomioi SPL:n mukana tulleita asiamiesmallilla operoivia myyjiä joita on arviomme mukaan 35 kappaletta ja nämä näkyvät yhtiön palkkiokuluissa.

Nykyisellä liiketoimintarakenteella emme näe oleellista painetta henkilöstömäärän kasvulle ja odotamme henkilöstömäärän laskevan hieman yhtiön purkaessa SPL:n ja UB:n päällekkäisyyksiä. Lisäksi IT-hankkeiden edistyessä yhtiön pitäisi myös kyetä kanavoimaan resursseja pois nykyisistä työläistä taustafunktioista ja kohdistaa nämä resurssit uudelleen tuottavaan työhön (esimerkiksi myynti).

UB:n keskimääräinen kulu per työntekijä oli vuonna 2017 laskelmiemme mukaan noin 82 TEUR ja SPL huomioiden noin 70 TEUR. Taso on selvästi alle keskeisten verrokkien, mikä on laskelmiemme mukaan jonkin verran yli 100 TEUR. Arviomme mukaan tätä eroa selittää osin erot työntekijämixissä (asiantuntijat vs. tukifunktiot työskentelevät), erot bonusrakenteissa, osa-aikaisten työntekijöiden

määrä ja UB:n henkilöstön korkeat omistussuhteet emoyhtiössä. Arviomme mukaan bonusten osuus palkkakuluista oli vuonna 2017 suhteellisen pieni. Lähivuosien osalta näemme yhtiön palkkakuluissa lieviä inflaatiopaineita johtuen suhteellisen maltillisesta palkkarakenteesta sekä tulospuolituksen myötä kasvavista tulossidonnaisista bonuspalkkioista. Isossa kuvassa emme kuitenkaan odota merkittävää muutosta kuluissa per työntekijä. Näin ollen henkilöstökulujen pitäisi tarjota edelleen varsin voimakasta tulospuolia liikevaihdon kasvaessa.

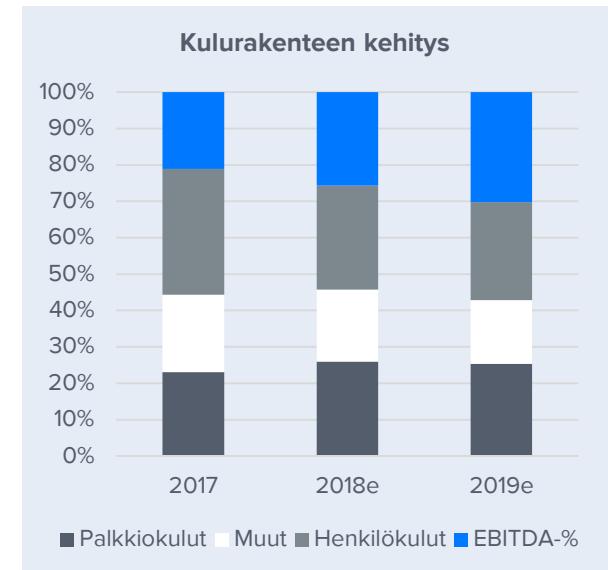
Toinen merkittävä kuluerä yhtiölle on liiketoiminnan muut kulut. Muut kulut suhteessa liikevaihtoon olivat noin 21 % vuoden 2017 liikevaihdosta. SPL-huomioiden taso laskee hieman ja odotamme tason laskevan selvästi (2019e: 18 %) kun yhtiö saa synergiahyötyjä SPL-fuusiosta ja liikevaihdon kasvu parantaa muun toiminnan kulutehokkuutta.

Yhtiön poistot ovat yritysostojen seurauksena kasvaneet merkittävästi. Yhtiön poistot olivat vuonna 2017 1,6 MEUR ja arviomme mukaan 2018 poistot tulevat olemaan noin 3 MEUR. Nämä poistot koostuvat lähes täysin liikearvosta ja muusta aineettomasta omaisuudesta. Niitä vastaava investointitaso yhtiöllä on arviomme mukaan noin 0,5 MEUR vuodessa (IT-kuluista kirjataan taseeseen vain rajallinen määrä). Näin ollen yhtiön raportoitu tulos tulee lähivuodet olemaan selvästi kassavirtaa heikompi. Olemme ennusteissamme käyttäneet liikearvon poistoilla oikaistua EPS:ää, jota pidämme parhaana mittarina yhtiölle yhdessä käyttökatteen kanssa.

Yhtiölle merkittävä, mutta erittäin vaikeasti ennustettava, kuluerä on palkkiokulut. Niiden

osuus 2017 liikevaihdosta oli 23 % ja ne sisältävät mm. palkkionpalautukset, välittäjien palkkiot ja asiamiesten korvaukset. 2017 tasoa nostaa Visio Varainhoidon vahvat tuottosidonnaiset palkkiot jotka UB välittää lähes täysimääräisesti suoraan Visiolle. Odotamme tason nousevan 2018 26 %:iin johtuen SPL:n asiamiehistä. Kokonaisuutena emme näe palkkiokulujen tarjoavan oleellista tulospuolituspotentiaalia yhtiölle, sillä niiden kasvu on pitkälti sidottu yhtiön uusmyyntiin tai Vision läpilaskuttamiin palkkioihin.

Nykyisellä liiketoimintarakenteella UB:llä on mielestämme hyvät edellytykset yltää noin 30 %:n käyttökatetasoon. Selvästi tätä korkeampi taso vaatisi myynnin kasvun selkeää kiihtymistä sekä hyviä tuottosidonnaisia palkkioita.



Strategia

Kasvu strategian keskiössä

UB:n strategian keskiössä on asiakasvarallisuuden kasvattaminen ja lisäarvon tuottaminen asiakkaille UB:n omilla tuotteilla ja ratkaisulla. Yhtiön strategiana on liiketoiminnan voimakas kasvattaminen ja yhtiön näkemyksen mukaan finanssisektorin nykyisessä ympäristössä, jossa regulaatio kiristyy ja digitalisaatio haastaa vanhoja toimintamalleja kasvu on UB:n kaltaiselle toimijalle ainoa vaihtoehto. Mielestämme tulkinta on oikea ja näkemyksemme mukaan pienten toimijoiden elintila tulee jatkamaan supistumistaan, mikä tulee väistämättä johtamaan isompien pelureiden syntymiseen konsolidaation kautta. Keskustelemme toimialasta tarkemmin myöhemmin.

UB:n kasvustrategian keskeisiä osa-alueita ovat näkemyksemme mukaan:

- **Myynnin selkeä kasvu.** UB:n myyntivoima on kasvanut merkittävästi viimeisen kahden vuoden aikana (SPL, Optium ja POP-Pankit) ja yhtiön tulisikin pystyä kasvattamaan myyntiään voimakkaasti seuraavan 12kk aikana.
- **Tuote- ja palveluvalikoiman laajentaminen.** Uskomme tässä fokuksen olevan etenkin pääomarahasto- ja reaaliomaisuusratkaisuissa. Pidämme suhteellisen epätodennäköisenä, että yhtiö laajentaa orgaanisesti tarjontaansa infran, kiinteistöjen tai metsän ulkopuolelle. Uudet lanseeraukset tapahtuvat todennäköisesti yhtiön ydinosaamisessa eli näissä tuotealueissa. Mahdollinen tuotetarjonnan laajentaminen näiden tuotteiden ulkopuolelle

vaatisi todennäköisesti yritysostoja.

- **Tuotekokojen kasvattaminen nykyisestä.** UB:n keskimääräinen tuotekoko rahastoissa on edelleen varsin pieni ja tällä on selkeä negatiivinen vaikutus yhtiön kannattavuuteen. Yhtiön tulisikin pystyä uuden myyntikoneistonsa avulla nostamaan tuotteiden kokoluokkia selvästi nykyisestä.
- **Hallinnoitavien varojen kasvattaminen,** missä keskiössä ovat asiakasmäärän kasvattaminen, tuotetarjonnan laajentaminen sekä tuotteiden hyvä tuottokehitys. Arviomme mukaan keskeiset ajurit hallinnoitavan varallisuuden kasvulle ovat lähivuosina pääomarahastot ja perinteiset rahastot.
- **Kulutehokkuuden selkeä parannus.** UB:n kulutehokkuus on edelleen suhteellisen heikolla tasolla. SPL:n myötä yhtiöllä on näkemyksemme mukaan kuluissaan selkeää tehostamispotentiaalia ja liiketoiminnan jatkaessa ripeää kasvuaan, pitäisi kulujen kasvun olla hyvin maltillista, kun IT- ja regulaatiokulujen paine alkaa helpottaa.
- **IT-järjestelmän kehittäminen.** Finanssisektorin digitalisaatio mahdollistaa liiketoiminnan tehokkuuden merkittävän parannuksen (back office tehokkuus) ja mahdollistaa myös asiakaspalvelun kehittämisen (mm. raportointi, automaattinen jälkimarkkina). UB on viimeisten vuosien aikana edistynyt IT-järjestelmiensä parantamisessa sekä uudistamisessa kohtuullisesti ja esimerkiksi asiakasrajapintana toimiva OmaUB-palvelu on mielestämme jo varsin kilpailukykyinen.

Vastaavasti tehokkuuden puolella taustafunktioissa yhtiöllä on edelleen paljon tehtävää ja arviomme mukaan sen tehokkuus on vielä suhteellisen kaukana yhtiön tavoittelemasta tasosta.

Strateginen suunta vaikuttaa oikealta

Näkemyksemme mukaan UB:n tulisi strategiassaan keskittyä seuraaviin asioihin:

- Sisäisen tehokkuuden parantaminen (SPL-integraatio, IT-hyötyjen realisoituminen)
- Skaalautuvuuden varmistaminen (myyntikoneisten optimointi, SPL-integraatio)
- Kasvun fokusoiminen yhtiön ydintoimintoihin ja –tuotteisiin (tuotteiden kokoluokkien kasvu ja varainhoidon palvelutarjonnan terävöittäminen)
- Asiakkaille hyvän riski-/tuottosuhteen tarjoaminen

Kokonaisuutena UB:n strategia vastaa mielellämme varsin hyvin kaikkiin edellä mainittuihin kohtiin ja näin ollen pidämme yhtiön strategista suuntaa oikeana. Yhtiö on myös selvästi tiedostanut nykyiseen markkinatilanteeseen kestävyteen liittyvän epävarmuuden, mitä pidämme positiivisena. Yhtiön olisikin ensiarvoisen tärkeää saada tuloksensa nostettua seuraavalle tasolle ennen markkinan kääntymistä. Mikäli UB onnistuu näissä toimita tulisi yhtiön tuloksen nosta selvästi nykyisestä.

Strategia

Täyden palvelun finanssitaloksi

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

Seuraava kokoluokka ja fokus jatkuviin tuottoihin

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

Tulospotentiaalin realisoiminen ja kasvun jatkuminen

- Lyhyen tähtäimen fokus SPL-integraatiossa ja tulokunnon nostamisessa seuraavalle tasolle
- Orgaanisen kasvun kiihdyttäminen
- Pääomarahastoliiketoiminnan kasvattaminen
- Keskipitkällä aikavälillä yrityskaupat todennäköisiä

2011-2014

2015-2017

2018 –

Strategian Must Win Battles

Toteutunut

- IT-järjestelmän uudistus
- Nousu seuraavaan kokoluokkaan
- Pääomarahastoliiketoiminnan ylösajo
- Jatkuvien tuottojen osuuden selkeä kasvu
- Maanlaajuinen jakeluverkosto

Lähitulevaisuus 1-2v

- SPL-integraation onnistuminen
- Myynnin selkeä kasvattaminen
- Yksittäisten tuotteiden kokoluokkien selkeä kasvu nykyisestä
- Varainhoidon palvelutarjonnan terävöittäminen
- IT-järjestelmän tehokkuushyötyjen realisoituminen
- Uusien pääomarahastojen lanseeraukset
- Asiakkaille hyvän riski-/tuottosuhteen tarjoaminen
- Operointi selvästi aiempaa heikommassa markkinatilanteessa

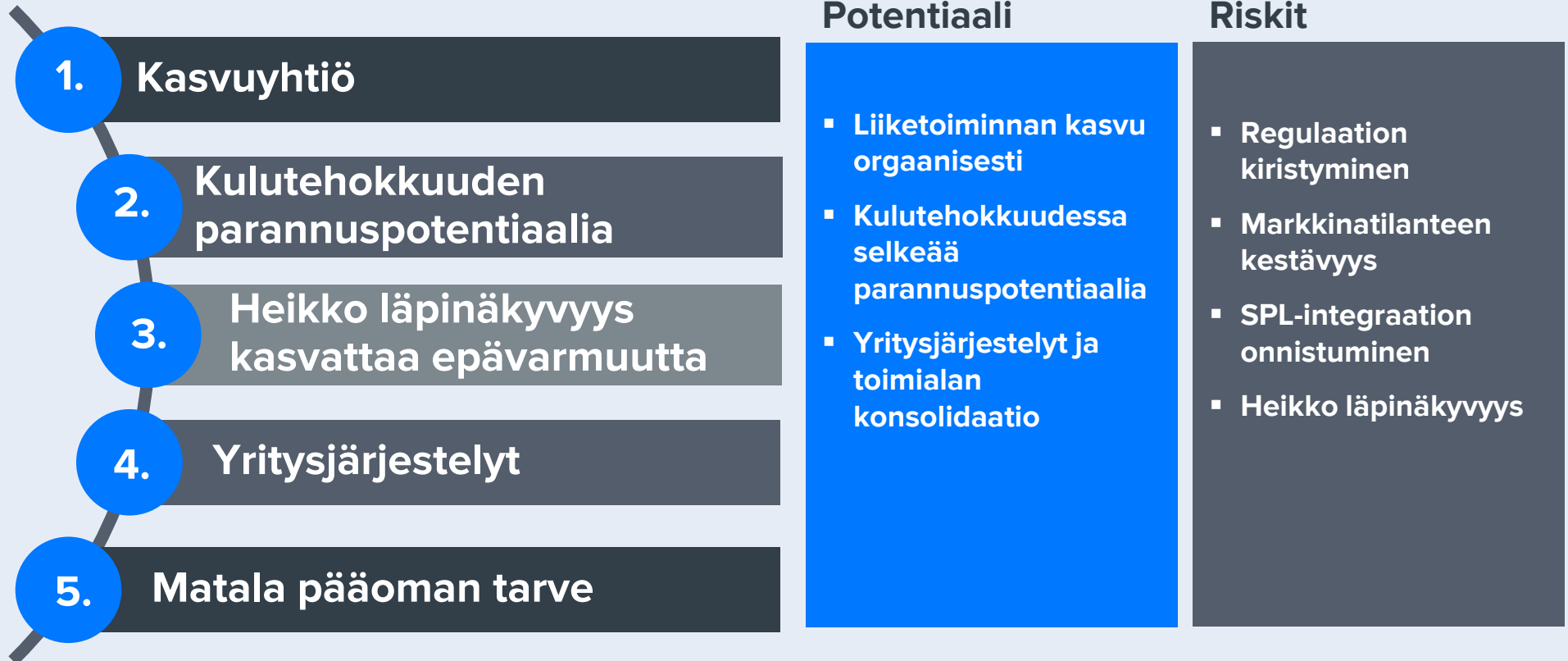
Seuraavat 5 vuotta

- Laajentuminen Ruotsin varainhoitomarkkinalle
- Kasvu merkittävästi nykyistä kokoluokkaa suuremmaksi toimijaksi
- Tuotetarjonnan laajentaminen etenkin pääomarahastoissa
- Nousu tuotetalosta täyden palvelun varainhoitajaksi

UB:n positioituminen toimialan trendeihin

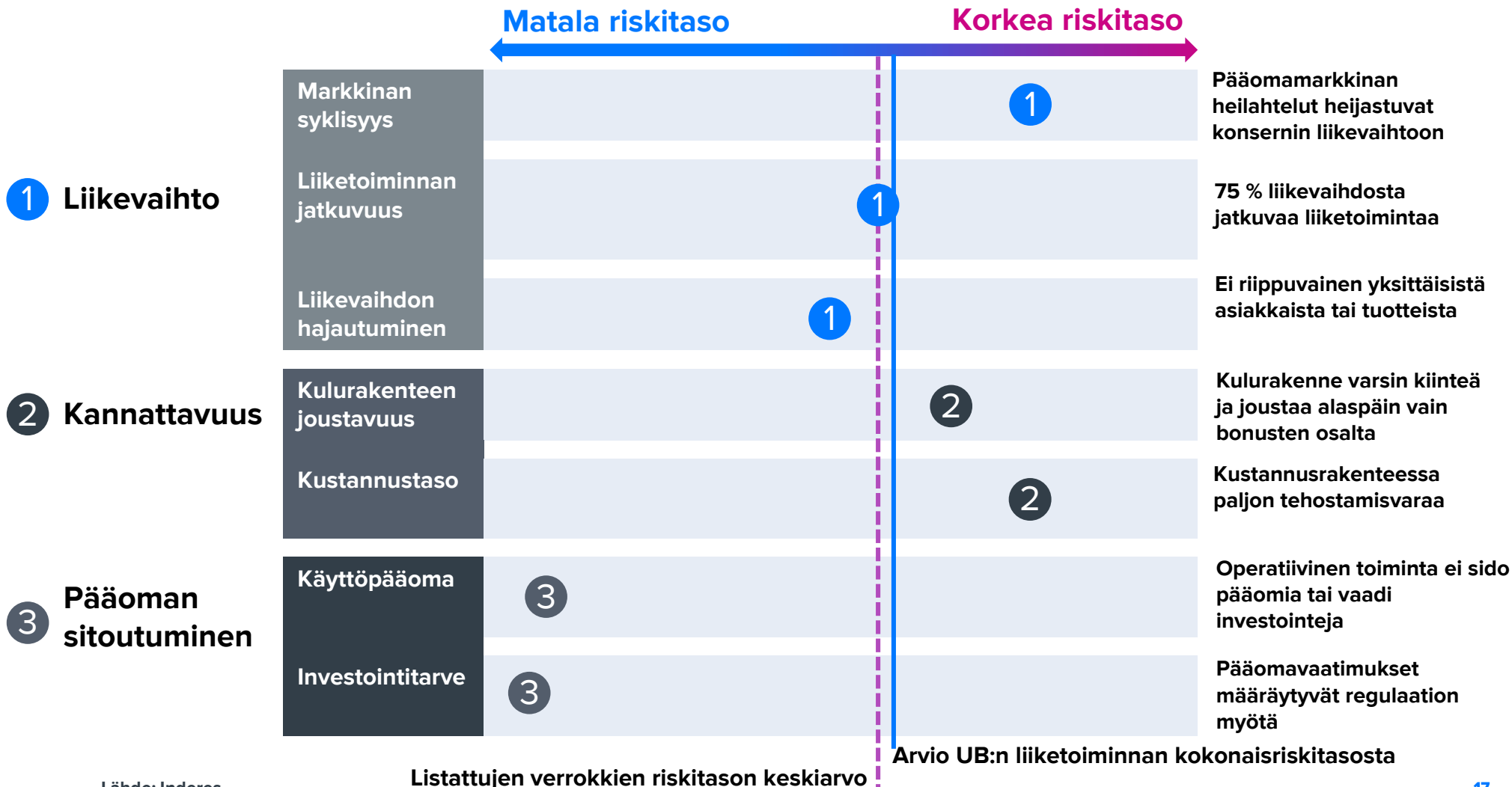
Trendi	UB:n asema	Kommentti
Regulaatio	✓	Regulaation asettamat vaatimukset ovat kasvattaneet yhtiön kuluja viimevuosina. Näkemyksemme mukaan yhtiön nykyiset järjestelmät alkavat olla riittävällä tasolla vastaamaan kiristyvään sääntelyyn ja kulujen osalta pahimman pitäisi olla takana.
Vaatimustason nousu	✓	Yhtiön tuotetarjonta on fokusoitunut pääosin reaaliomaisuusratkaisuihin, missä yhtiöllä on kohtuullisen hyvä track-record ja tiettyä kilpailuetua. Perinteisessä varainhoidossa emme näe yhtiöllä olevan erityistä kilpailuetua.
Matala korkotaso	✓	Yhtiö on hyötynyt merkittävästi matalasta korkotasosta, kun korkosijoittajat ovat etsineet tuottoa muista omaisuusluokista (mm. metsä ja kiinteistö).
Digitalisaatio	✓	Yhtiö on investoinut merkittävästi IT-järjestelmiinsä ja yhtiön strategian yhtenä kulmakivenä on digitalisaation tarjoamien mahdollisuuksien hyödyntäminen. Yhtiöllä on edelleen paljon tehtävää tällä rintamalla, mutta ensimmäisten hyötyjen pitäisi alkaa näkyä numeroissa 2018 aikana.
Vaihtoehtoiset omaisuusluokat	✓✓	Yhtiön rahastoliiketoiminta keskittynyt vaihtoehtoihin omaisuusluokkiin (reaaliomaisuus), joiden kysyntä ollut poikkeuksellisen vahvaa viimevuosina.
Hintatason jatkuva paine	✓	Yhtiön tuotteiden hintataso on kohtuullinen yhdessä kohtuullisen track-recordin kanssa emmekä näe oleellista hintapainetta yhtiön tuotteissa.

Sijoitusprofiili



Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Varainhoitomarkkina

Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

Varainhoitomarkkinat ovat Suomessa verrattain nuoret ja esimerkiksi ensimmäiset sijoitusrahasotot 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. Markkinoiden nuori ikä heijastuu Suomessa myös siten, että kotitalouksien asuntojen ulkopuolisesta sijoitusvarallisuudesta huomattava osa on edelleen pankkien käyttötileillä tehottomassa käytössä. Kotimainen omaisuudenhoitomarkkina kärsi pahoin vuoden 2008 finanssikriisistä ja sen jälkeisestä Suomen talouden heikosta kehityksestä. Markkinan koko ylitti vuoden 2008 tason vasta vuonna 2014.

Omaisuudenhoitomarkkinan kasvu on viime vuosina perustunut pitkälti omaisuusarvojen nousuun, sillä heikosta taloustilanteesta johtuen uutta varallisuutta on syntynyt Suomessa vain rajallisesti. Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli vuoden 2016 lopussa arviomme mukaan noin 200 miljardia euroa. Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut noin 5 % vuodessa. Kasvua on selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen varainhoidon piiriin. Tästä 200 miljardista noin 104 miljardia on sijoitettu kotimaisiin sijoitusrahastoihin ja loput ovat konsultatiivisen

tai täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä. Luonnollisesti myös merkittävä osa rahastopääomasta on erilaisten omaisuudenhoitosopimusten alaisuudessa.

Johtuen Suomen talouden rakenteellisesti heikoista näkymistä, uskomme, että uutta varallisuutta syntyy lähivuosina Suomeen melko vähän. Näin ollen varainhoitomarkkinan kasvu tulee myös jatkossa perustumaan varallisuusarvojen kasvuun ja rotaatioon talletustileiltä tuottavampiin sijoituskohteisiin. Todennäköisesti rotaatio tulee edelleen olemaan varsin varovaista, joten pääosa kasvusta tulee edelleen varallisuusarvojen noususta.

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. 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.

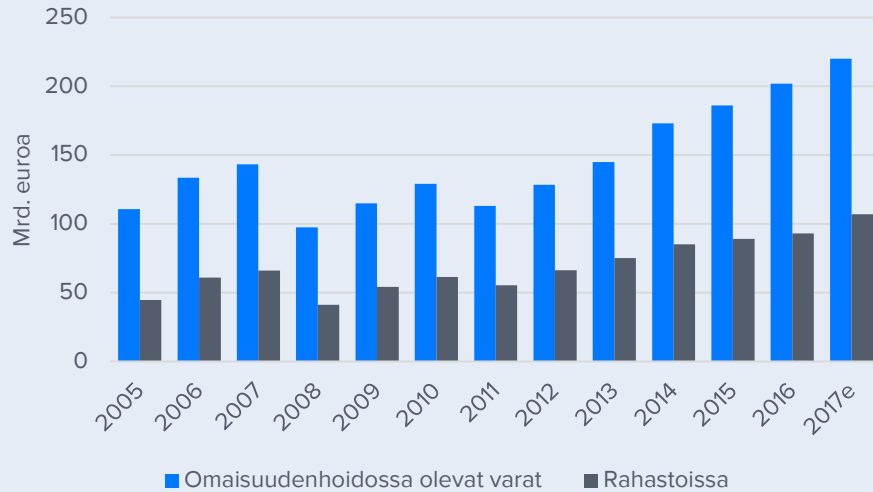
Toimialalla takanaan vahvat vuodet

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. osakerahasotot) ja toisaalta avanneet ovia vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kehitykselle. Lisäksi osakemarkkinoiden historiallisen vahva nousuputki on kasvattanut hallinnoitavan varallisuuden määrää ja kasvattanut tuottosidonnaisia palkkioita. Yritys- ja kiinteistöjärjestelyiden määrä on myös kasvanut selvästi johtuen likviditeetin hyvästä saatavuudesta ja matalasta korkotasosta. Alan toimijat ovatkin tällä hetkellä keskimäärin erittäin hyvin kannattavia ja toimialan näkymät ovat etenkin pankkitoiminnan ulkopuolisilla osin hyvin suotuisat.

Toimialan yhteenveto

Omaisuuksienhoitomarkkinan kehitys

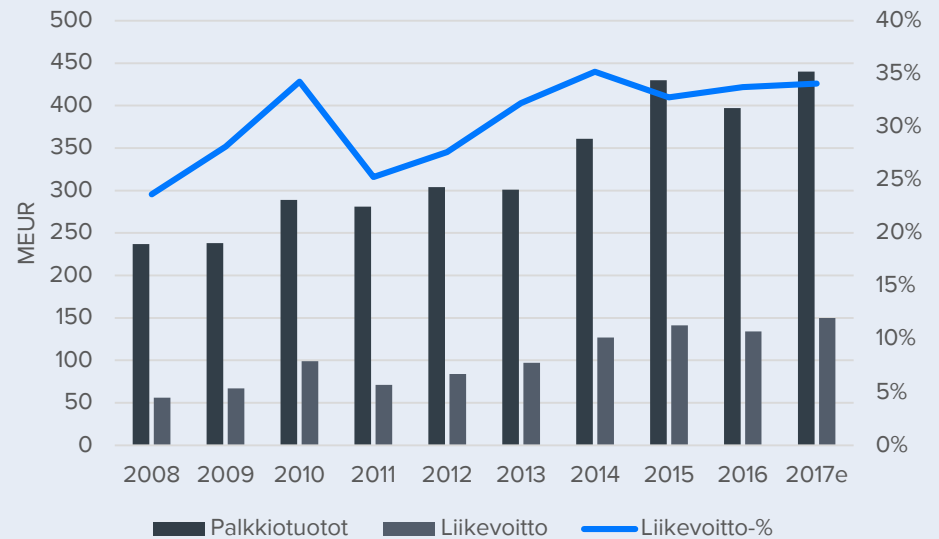


Markkinaosuudet rahastopääomasta



Lähde: Inderes, FiVa, Tilastokeskus, Sijoitustutkimus

Sijoituspalveluyhtiöiden palkkiontuotot ja kannattavuudet



Toimialan trendit

Toimialalla merkittäviä muutoksia

Kasvava regulaatio. Regulaation lisääntyminen kasvattaa toimijoiden hallinnollista taakkaa ja hankaloittaa etenkin pienten toimijoiden asemaa. Pahimmin regulaatio iskee pienten toimijoiden lisäksi pankkeihin, joissa sääntelyn määrä ja tähän liittyvä epävarmuus on alkanut haitata pankkien mahdollisuuksia täyttää niiden ydinfunktiota eli rahoituksen tarjoamista.

Sijoittajien vaatimustason nousu. Perinteiset eri markkinaindekseihin sidotut tai niitä mukailevat näennäisen aktiiviset sijoitustuotteet ovat menettämässä jalansijaa. Sijoittajat pyrkivät etsimään joko täysin passiivisia kustannustehokkaita tuotteita tai oikeasti näkemystä ottavia lisäarvoa tarjoavia tuotteita. Tuotteiden polarisaation jatkuessa hyvien tuotteiden hinnoitteluvoima tulee pysymään korkeana.

Uudet tuotteet valtaavat alaa perinteisiltä tuotteilta. Perinteiset rahastotuotteet ovat myös menettäneet asemiaan, kun esimerkiksi pörssilistatut indeksiosuudet (ETF) ovat vallanneet alaa.

Matala korkotaso nostaa vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kysyntää. Käytännössä sijoittajat etsivät korkotuotoilleen substituuotteja. Vaihtoehtoiset omaisuusluokat ovat mm. erilaiset reaaliomaisuuteen sijoittavat rahastot, kuten esimerkiksi asuntorahastot, tuulivoimarahastot ja infrastruktuurirahastot. Nämä rahastot tarjoavat sijoittajille tasaista ja vakaata korkotuottoon verrattavaa tuottoa. Vaihtoehtoisista omaisuusluokista on muodostunut yhä selkeämmin osa sijoittajien

perusalllokaatiota ja odotamme tämän trendin jatkuvan.

Digitalisaatio mahdollistaa uusien asiakasryhmien palvelemisen kustannustehokkaasti. Digitaalisen jakelun myötä aiemmin selvästi alipalvellusta segmentistä (varallisuusluokka alle 100 TEUR) on tullut erittäin houkutteleva kohderyhmä eri toimijoiden silmissä. Aiemmin tämä ryhmä on jäänyt pitkälti yksityispankkipalveluiden ulkopuolelle ja joutunut samalla tyytymään pankkien ”peruspalveluun”. Tämän kohderyhmän palveleminen ja saavuttaminen on korkealla useiden eri kokoluokan toimijoiden agendoissa. Digitalisaatio mahdollistaa myös merkittävän tehokkuusparannuksen toimijoiden sisäisissä prosesseissa. Tämä koskee etenkin pankkeja, joiden järjestelmät ovat pääosin edelleen suhteellisen raskaita ja vanhanaikaisia.

Riskin uudelleenmäärittely. Finanssikriisin ja Euroopan velkakriisin jälkeen riskittömän koron käsite maailmalla on joutunut täysin uuteen valoon. Historiallisesti riskittömänä pidettyjä valtion velkakirjoja ei enää voida pitää riskittöminä. Tämä on pakottanut sijoittajat etsimään uusia kohteita rahoilleen ja erilaiset matalan riskin ja tasaisen tuoton sijoituskohteet ovat nousseet sijoittajien suosioon. Tämä näkyy esimerkiksi Euroopan ylikuumentuneen kiinteistömarkkinan arvostuksessa.

Nollakorkoympäristö. Korkotuoton puutteen takia sijoittajat ovat pakotettuja etsimään tuottoja perinteisten korkotuotteiden ulkopuolelta. Eritoten eläkeyhtiöt ja erilaiset kiinteän tuottotavoitteen toimijat ovat

pakotettuja kasvattamaan riskiprofiliaan paikatakseen korkosalkun jättämän aukon niiden tuotoissa. Nollakorko luo myös poikkeuksellisen suurta kysyntää erilaisille matalan riskin ja tasaisen sijoitustuoton instrumenteille (mm. kiinteistörahastot, sähköverkot yms.). Nollakoroilla on myös positiivinen vaikutus transaktiomarkkinaan, sillä vieraan pääoman kustannuksen ollessa nollassa myös keskinkertainen järjestely voi alkaa näyttää houkuttelevalta.

Alan hintataso tulee kohtaamaan painetta. Useiden yllämainittujen tekijöiden johdosta uskomme, että alan keskimääräiset hintatasot tulevat keskipitkällä aikavälillä kohtaamaan selkeää painetta. On selvää, että toimijoiden kasvava koko, tehostuva kulurakenne, parantuva läpinäkyvyys ja kilpailun kiristyminen tulevat johtamaan kiinteiden palkkiotuottojen laskuun. Todennäköisesti myös tuottosidonnaisten palkkioiden osuus tulee kasvamaan, sillä sijoittajat haluavat yhä useammin varainhoitajan samaan veneeseen itsensä kanssa.

Kokonaisuudessa uskomme, että varainhoito tulee ajautumaan yhä enemmän suuntaan missä salkun ydin hoidetaan kustannustehokkaasti indeksij- ja passiivituotteilla ja lisäarvoa pyritään yhä enemmän luomaan yksittäisillä tuotevalinnoilla (esim. vaihtoehtoiset omaisuusluokat) sekä taktisella allokaatiolla. Tämä tulee korostamaan kilpailuetujen roolia ja parhaiten tulevat pärjäämään ne toimijat, joilla on tarjota oikeasti lisäarvoa tuottavia tuotteita kustannustehokkaasti.

Toimialalle odotettavissa konsolidaatiota

Toimiala konsolidoituu

Suomessa toimi vuoden 2017 lopussa 58 Finanssivalvonnan toimiluvan saanutta sijoituspalveluyritystä. Arviomme mukaan valtaosa näistä yrityksistä teki voitollisen tuloksen vuonna 2017 ja kokonaisuutena alan keskimääräinen kannattavuus on arviomme mukaan tällä hetkellä erinomaisella tasolla.

Hyvän kannattavuuden taustalla ovat varallisuusarvojen positiivinen kehitys ja suotuissa markkinatilanne. Varainhoitotoimialan heikko kasvu yhdessä lisääntyvän sääntelyn kanssa on vauhdittanut alan konsolidaatiota, jolla toimijat ovat pyrkineet tehostamaan toimintojaan sekä saavuttamaan suurempia mittakaavaetuja. Varainhoitoliiketoiminnassa liiketoimintojen synergiat ovat ilmeisiä ja hallinnoitavan varallisuuden määrän rajukaan kasvu ei kasvata henkilöstöä merkittävästi. Finanssialalla onkin nähty merkittävästi konsolidaatiota viime vuosien aikana, mistä esimerkkejä ovat mm. S-Pankin FIM-hankinta, United Bankersin SPL-hankinta, eQ:n Icecapital-osto, Eliten Alfted Bergin hankinta, Taalerin Garantia-kauppa ja CapManin Norvestia-hankinta.

Suomen sijoituspalvelukentällä toimivat pelurit voidaan jakaa kolmeen ryhmään:

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

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

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

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

Pankkien osalta oma pudotuspeli tullaan käymään konttoriverkoston karsimisen ja digitalisoitumisen kautta. Heikoimmassa asemassa ovat arviomme mukaan paikallispankit, joiden jakeluverkostoon liittyvät kiinteät kulut ovat korkeat ja niillä on suurimpia haasteita kasvavien regulaatiopaineiden kanssa. Nämä pankit tulevat lähes väistämättä ajautumaan jollain aikavälillä osaksi suurempia kokonaisuuksia kilpailukyvyyn säilyttämiseksi

Sijoittajien kannalta kiinnostavin konsolidaatiopeli tullaan käymään ennen kaikkea keskisuurten ja pienten pelureiden osalta. Keskisuurista pelureista eQ, Elite, CapMan, United Bankers ja Taaleri ovat avoimesti ilmaisseet kiinnostuksensa yritysjärjestelyihin ja arviomme mukaan myös monet pienemmät toimijat kartoittavat aktiivisesti mahdollisuuksia konsolidaatiolle.

Ostajan näkökulmasta yritysoston taustalla on käytännössä kolme mahdollista ajuria: 1) ostaja haluaa kasvattaa hallinnoitavia pääomiaan ja saada synergiaa kulupuolelta tai 2) ostaja haluaa laajentaa tuote- ja palveluvalikoimaansa tai 3) ostaja haluaa laajentaa jakeluverkostoaan uusiin kohderyhmiin/maantieteellisille alueille. Uskomme, että konsolidaatiossa etenkin pienet ja fokuoituneet toimijat tulevat olemaan

yritysjärjestelyjen kohteina, sillä niihin kasvava byrokratia ja sääntely iskevät kovimmin ja niiden integrointi osaksi suurempaa kokonaisuutta on melko kivutonta. Etenkin erikoistuneet rahastoyhtiöt (esim. Dasos) ovat mielestämme potentiaalisia ostokohteita johtuen pääomarahastojen kasvavasta kiinnostuksesta. Laajentumista haetaan entistä aktiivisemmin myös perinteisen sijoituspalvelutoiminnan ulkopuolelta ja esimerkiksi vertaislainat tai joukkorahoitus ovat kiinnostavia kohteita useille toimijoille.

Suurimpana jarruna yritysjärjestelyille pidämme arvostustasoja ja kulttuurieroja. Tuloksellisesti hyvien vuosien sekä kohonneiden verrokkiarvostusten myötä hintapyyynnöt ovat kohonneet korkeiksi. Valtaosalla sijoituspalveluyhtiöitä on vahva oma kulttuuri, joka etenkin pienempien yhtiöiden tapauksessa kulminoituu yhtiön pääomistajaan ja/tai avainhenkilöihin. Kulttuurien yhteensovittaminen on usein hyvin hankalaa ja näin ollen avainhenkilöiden pysyvyyteen liittyy aina järjestelyissä selkeitä riskejä.

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

Kilpailijat ja verrokkiyhtiöt

Keskeiset verrokkit

Näkemyksemme mukaan UB:n keskeisiä verrokkeja pörssissä ovat finanssipalveluyhtiöt: Evli, Taaleri, eQ, Elite, Titanium ja CapMan. Hallinnoitavalla varallisuudella mitattuna Evli on vertailuryhmän suurin toimija yli 11 miljardin euron varallisuudella ja eQ toiseksi suurin yli 8 miljardin pääomilla. Rahastopääomilla mitattuna Evli on vertailuryhmän ylivoimaisesti suurin toimija 7,7 miljardin rahastopääomalla.

Hallinnoitavan varallisuuden määrät eivät suoraan ole keskenään vertailukelpoisia, sillä hallinnointipalkkioiden taso eri omaisuusluokkien kesken vaihtelee merkittävästi. Esimerkiksi yhteistyökumppaneiden rahastoissa palkkiot ovat yleensä 0,05-0,20 %:n välillä, kun aktiivisissa rahastoissa hallinnointipalkkiot vaihtelevat yleensä 0,5-2,0 %:n välillä. Näin ollen liiketoiminnan kokoluokan hahmottamiseksi kannattaa hallinnoitavien varojen lisäksi käyttää myös nettopalkkiotuottoja. Lukujen vertailtavuutta heikentää lisäksi yhtiöiden poikkeavat raportointikäytännöt ja erilaiset liiketoimintarakenteet. Nettopalkkiotuotoilla mitattuna Evli on joukon suurin toimija 69 MEUR:n nettopalkkiotuotoilla (Taalerin tuotot oikaistu kertatuotoista).

Kannattavuudet vaihtelevat eri toimijoiden osalta selvästi ja suoraan korrelaatiota liiketoiminnan koon ja kannattavuuden välillä ei voida vetää. Kannattavuuteen vaikuttaa merkittävästi liiketoiminnan kulurakenne, strategia ja liiketoimintarakente.

UB:n kilpailijakenttää analysoitaessa pitää sijoittajan huomioida koko varainhoitomarkkina ja kaikki sen toimijat, eikä rajata tarkastelua vain keskisuuriin sijoituspalveluyhtiöihin. Kolme suurinta pankkia (Danske, Nordea ja Pohjola) hallitsevat edelleen valtaosaa Suomen rahastopääomasta (yhdistetty markkinaosuus lähes 70 %).

Keskisuuret toimijat pärjänneet hyvin viime vuosina

Keskisuuret toimijat ovat näkemyksemme mukaan olleet viime vuosien aikana alan suurimpia voittajia. Suuret pankit ovat keskittyneet painimaan kiristyvän regulaation ja konttoriverkostojensa saneerauksen kanssa, eikä niiden reaktionopeus ole täysin riittänyt vastaamaan markkinan keskeisiin trendeihin. Pankkien tulokset ovat toki säilyneet hyvällä tasolla, mutta pääoman tuotot ovat olleet jatkuvassa paineessa. Pienet yhtiöt ovat puolestaan pärjänneet kohtuullisesti vahvan markkinakehityksen ansiosta, mutta jatkuvasti kasvava regulaatio ja resurssien puute on supistanut myös niiden elintilaa selvästi. Keskisuuret toimijat ovat monella tapaa hyvässä asemassa suurten pankkien ja pienten toimijoiden välissä, koska ne ovat riittävän isoja vastaamaan regulaation haasteisiin, mutta samalla riittävän ketteriä reagoimaan toimialan muutoksiin ja trendeihin. Tämä kaikki on heijastunut vahvana kasvuna, sillä vuosina 2011-2017 kaikkien keskisuurien toimijoiden liikevaihdot ovat kasvaneet voimakkaasti.

Myös kannattavuuskehitys on ollut keskisuurilla toimijoilla erinomaista ja kaikkien liikevoitot ovat

kasvaneet merkittävästi johtuen kasvusta ja liiketoiminnan skaalautuvuudesta.

Keskisuuret omaisuudenhoitotalot ovat kaikki myös onnistuneet kasvattamaan hallinnoitavaa varallisuuttaan yleistä markkinakehitystä nopeammin eli voittamaan markkinaosuutta. Taustalla ovat mielestämme alan trendit, jotka tukevat ketteriä ja innovatiivisia toimijoita. Häviäjänä tässä kehityksessä ovat olleet etenkin pienet pankit, jotka kaikki ovat menettäneet markkinaosuuksiaan viimeisen viiden vuoden aikana. Näkemyksemme mukaan keskisuuret toimijat ovat nousseet yhä voimakkaammin haastamaan pankkeja ja etenkin instituutiopuolella keskisuuret toimijat kilpailevat jo tasavertaisesti pankkien kanssa.

Uskomme, että pienet erikoistuneet sekä keskisuuret pelurit tulevat jatkamaan markkinaosuuksiensa kasvattamista pankkien kustannuksella myös jatkossa. Ottaen huomioon suurten pankkien markkinaosuudet ja vahvat jakeluverkostot, ei tämä keskisuurten toimijoiden kasvu tule uhkaamaan suurten toimijoiden markkina-asemaa vielä pitkään aikaan. Pidemmällä yli 10 vuoden tähtäimellä digitalisoituminen tulee mullistamaan alan jakelun, mikä saattaa mahdollistaa suuremmat muutokset alan toimijoiden voimasuhteissa.

Yhteenvedo listatuista verrokkiyhtiöistä

	eQ	Taaleri	Titanium	Evli	EAB Group	CapMan	United Bankers
MCAP (MEUR)	330	290	65	230	45	230	70
Toteutunut kannattavuus	Kannattavuus erinomaisella tasolla jo ilman tuottopalkkioita	Kannattavuus erittäin hyvä, mutta tuottopalkkioiden merkitys suuri	Kannattavuus erinomainen, tuottopalkkioilla merkittävä rooli	Kannattavuus vahva, tuottopalkkioiden osuus hyvin pieni	Heikko kannattavuustaso	Hallinnointiliiketoiminnan kannattavuus heikko	Kannattavuus kohtuullinen, tuottopalkkioiden osuus pieni
Track-record	Yhtiön orgaanisen kasvun track-record poikkeuksellisen vahva viime vuosilta. Omistaja-arvo kasvanut ripeästi.	Yhtiö luonut merkittävästi omistaja-arvoa yrityskaupoilla ja Varainhoidon fokuksitoiminen pääomarahastoihin luonut yhtiölle selvää kilpailuetua.	Yhtiön hoivarahaston tuottotaso varainhoitajalle on poikkeuksellisen houkutteleva. Rahaston kehitys ollut vahvaa	Kulutehokkuus parantunut selvästi. Varainhoidossa kehitys ollut erittäin vahvaa.	Kehitys ollut viimevuosina heikkoa, strateginen suunta puuttunut.	Yhtiö edistynyt strategiassaan, mutta rahastojen tuotot jääneet tavoitetasoista. Lisäksi kulutehokkuus edelleen heikko.	Tuloskehitys jäänyt viimevuosina odotuksista ja strategia edistynyt odotettua hitaammin.
Strateginen suunta	Jatkaa voimakasta kasvua kiinteistö ja PE-rahastoissa sekä ylläpitää poikkeuksellista kulutehokkuutta. Yritysostot mahdollisia, mutta lyhyellä aikavälillä epätodennäköisiä.	Jatkaa liiketoiminnan voimakasta orgaanista ja epäorgaanista kasvua. Varainhoidossa fokus pääomarahastoissa. Opportunistinen lähestymistapa yritysjärjestelyihin myös jatkossa.	Jatkaa hoivarahaston voimakasta kasvua ja tuoda markkinoille uusia tuotteita.	Varainhoidon pääomien kasvattaminen, myynnin fokus yhä enemmän kansainvälisillä markkinoilla. Kulutehokkuutta pyritään parantamaan edelleen. Yrityskaupat epätodennäköisiä.	Alfred Berg fuusion myötä painopiste siirtyy yhä enemmän Varainhoitoon. Integraatio ja tuotteiden kokoluokkien kasvu fokuksessa. Yritysostot todennäköisiä.	Hallinnointiliiketoiminnan kasvu uusien tuotteiden avulla sekä hallinnointiliiketoiminnan kannattavuuden selkeä parannus kasvun ja kulutehokkuuden kautta. Sijoitussalkun painopiste omiin tuotteisiin. Yritysostot mahdollisia.	Voimakkaan kasvun jatkaminen ja SPL:n integraatio. Kasvua reaaliomaisuustuotteissa ja pääomarahastoissa. Yritysostot todennäköisiä.
Arvostustaso	Osake hinnoiteltu selvällä preemiolla suhteessa verrokkiryhmään	Osake hinnoiteltu alle osien summan. Tuloksen mixin parantuminen tukee kurssia.	Kertoimet alle verrokkiryhmän johtuen liiketoiminnan verrokkeja korkeammasta riskiprofiilista.	Osakkeen nykyinen aliarvostus suhteessa verrokkeihin ei perusteltu.	Toteutuneella tuloksella osake on kallis, Alfred Berg -fuusion onnistuessa osake kohtuullisesti hinnoiteltu.	Lyhyellä aikavälillä kertoimet korkeat, mutta vahva osinko rajaa laskuvaraa.	Nykytuloksella arvostus neutraali, SPL-fuusion onnistuessa arvostus halpa.
Inderesin investment case	Vahvan tuloskasvu ja hyvä osinkotuotto yhdessä yritysjärjestelyoption kanssa pitävät tuotto-odotuksen hyvänä	Osakkeessa nousuvaraa positiivisen tuloskehityksen myötä. Yritysjärjestelyt oleellinen ajuri osakkeelle.	Lyhyellä aikavälillä tuotto-odotus nojaa osinkoon, kertoimissa nousuvaraa jos riskiprofiili laskee.	Tuloskasvu, aliarvostuksen purkautuminen ja hyvä osinko pitävät tuotto-odotuksen erinomaisena	Tuotto potentiaali riippuu AB-järjestelyn onnistumisesta. Epävarmuus korkea ja näkyvyys heikko.	Nousupotentiaali nojaa hallinnointiliiketoiminnan kasvuun ja kulutehokkuuden parantumiseen. Markkina antaa vain vähän arvoa hallinnointiliiketoiminnalle.	SPL-fuusiossa potentiaalia myyntivoiman kasvun ja kulutehokkuuden parantamisen kautta, mutta näkyvyys heikko.

Taloudellinen tilanne

Kevyt ja nettovelaton tase

UB:n liiketoiminta ei sido merkittäviä pääomia, mikä mahdollistaa kevyen taserakenteen. Yhtiön taseen loppusumma oli vuoden 2017 lopussa 28 MEUR ja tästä valtaosa noin 10,4 MEUR on käteistä rahaa tai siihen verrannollisia eriä. Yhtiöllä on myös osakkeita ja omistuksia yhteensä 2,5 MEUR:n arvosta. Nämä omistukset ja osakkeet sisältävät konsernin oman sijoitussalkun. Konsernin strategiana ei ole tehdä sijoituksia omasta taseestaan, mutta se pyrkii saamaan tuottoa ylisuurelle kassalleen sijoittamalla osan tästä kassasta pääosin omiin tuotteisiinsa.

Aineetonta omaisuutta yhtiön taseessa oli 2017 lopussa 9,5 MEUR, josta valtaosa on syntynyt yritysostojen (mm. UB Capital, UBRAM ja SPL) sekä IT-järjestelmäinvestointien seurauksena. Yhtiö poistaa tätä varallisuutta taseestaan FAS-kirjanpitosäädösten mukaisesti ja näin ollen sen poistomassa on lähivuodet ylisuurella tasolla. Sijoittajien on tästä syystä tärkeä seurata etenkin käyttökäteen kehitystä, sillä poistoilla ei ole kassavirtavaikutusta.

Aineellista varallisuutta yhtiön taseessa on toimialalle tyypillisesti erittäin vähän eli vain 0,4 MEUR.

Omaa pääomaa yhtiöllä oli 2017 lopussa noin 19,5 MEUR. Yhtiöllä oli 2017 lopussa 3 MEUR pitkäaikaista velkaa ja näin ollen tase on nettovelaton.

SPL muuttaa taserakennetta

UB:n tase tulee kasvamaan merkittävästi 2018

alussa toteutetun SPL-hankinnan myötä. Arviomme mukaan yhtiön tase tulee kasvamaan noin 9 MEUR:lla ja valtaosa tästä kohdistuu aineettomiin oikeuksiin (liikearvoon). Yhtiön oma pääoma tulee myös kasvamaan arviomme mukaan noin 9 MEUR:lla, sillä SPL-hankinta toteutettiin osakevaihtona. Näin ollen yhtiön taseen tunnusluvut eivät heikkene SPL-hankinnan myötä.

Vahva tase mahdollistaa yritysjärjestelyt

Yhtiön omavaraisuusaste oli 2017 lopussa 70 % ja nettovelkaantumisaste -37 %. CET1-vakavaraisuus oli 15,1 %, kun regulaattorin asettama minitaso on 8 %.

Laskelmiemme mukaan SPL-hankinta ei oleellisesti muuta näitä lukuja. Omavaraisuusaste tulee itseasiassa hieman nousemaan kasvavan oman pääoman myötä. CET1-vakavaraisuus tulee säilymään hyvällä tasolla ja laskelmiemme mukaan SPL-hankinnan jälkeen se on noin 13-14 %. Yhtiö voisi lisäksi nostaa CET1-suhdettaan myymällä riskisiä sijoituksia omasta sijoitussalkustaan. Myös aineettoman omaisuusmassan sulamisella on positiivinen vaikutus yhtiön CET1-suhteeseen.

Nykyinen tase tarjoaa yhtiölle edelleen merkittävää liikkumavaraa ja laskelmiemme mukaan UB kykenisi nykytaseellaan toteuttamaan 10-15 MEUR:n yritysoston ilman, että yhtiö vaarantaisi taloudellista asemaansa tai joutuisi käyttämään omaa osakettaan maksuvälineenä.

Uskomme, että keskipitkällä aikavälillä UB tulee

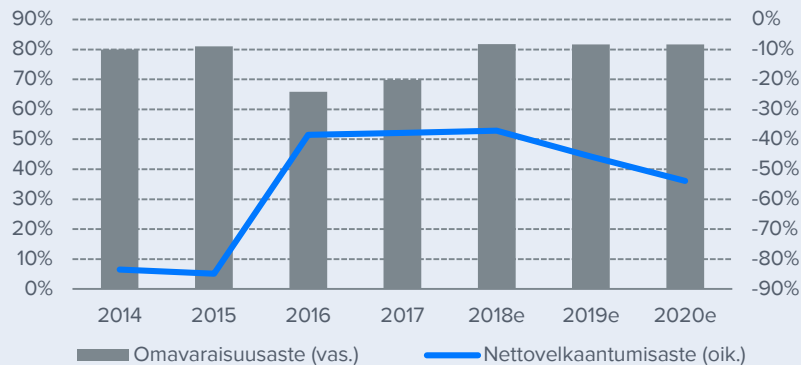
pysymään aktiivisena toimijana yritysjärjestelykentällä, sillä yhtiöllä on edelleen tavoitteena kokoluokkansa kasvattaminen. Yhtiötä kiinnostavia yritysjärjestelykohteita ovat arviomme mukaan pienet yhtiön tuotetarjontaa täydentävät finanssitalot Suomesta sekä keskikokoiset varainhoitajat Ruotsista, millä yhtiö pystyisi etabloitumaan entistä selvemmin Ruotsin markkinalle. Etenkin kotimaan pienet täydentävät yritysostot ovat sijoittajan kannalta kiinnostavia, sillä niiden riski on hyvin rajallinen synergiat huomioiva potentiaali hyvä suhteessa ostohintaan.

Lyhyellä aikavälillä emme odota yhtiöltä yritysjärjestelyitä, sillä uskomme yhtiön keskittyvän SPL-fuusion läpivientiin. Mielestämme tämä on järkevää, sillä SPL-fuusion onnistuminen on keskeisiä ajureita yhtiön osakkeelle lähivuosina.

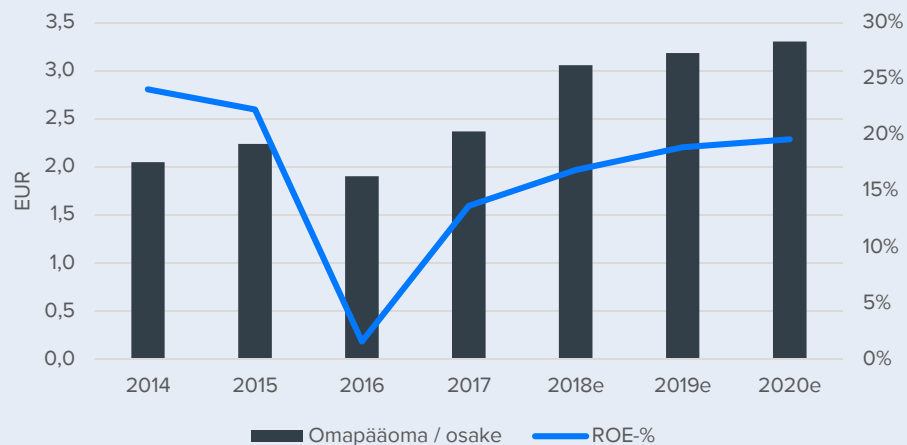
Vahvasta taseesta johtuen pidämme todennäköisenä, että UB tulee maksamaan valtaosan tuloksestaan ulos osinkoina emmekä näe tarvetta taseen vahvistamiselle enää nykytasolta, sillä liikearvomassan sulaminen nostaa CET1-lukua.

Taloudellinen tilanne

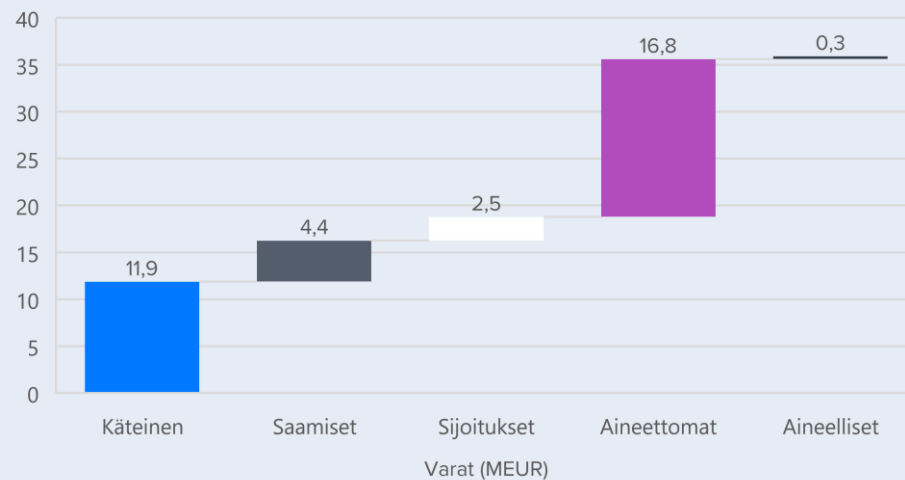
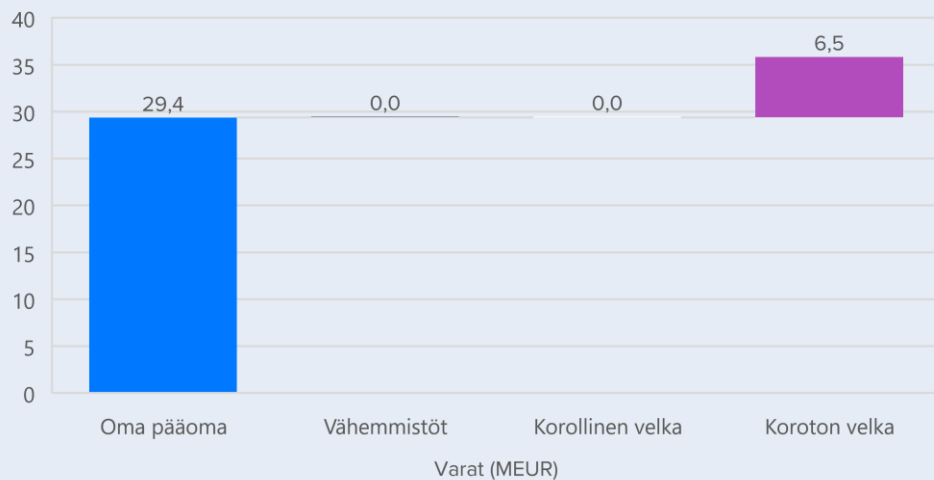
Taseen tunnuslukujen kehitys



Oma pääoma ja ROE -%



Taserakenne, 2018e



Ennusteet 1/2

2018 fokus SPL-integraatiossa

UB on ohjeistanut vuoden 2018 liikevaihdon ja käyttökatteen kasvavan vuoteen 2017 verrattuna.

Ennustamme kuluvaan vuoden liikevaihdon kasvavan 28 %:lla 31,9 MEUR:oon. Kasvun ajurina on SPL, joka on konsolidoitu UB:n numeroihin tammikuusta 2018 alkaen. Myös organisaatiosta odotamme selkeää kasvua johtuen etenkin hyvin sujuvasta uusmyynnistä rahastoissa. Hallinnoitavat varat kasvavat selvästi SPL:n ansiosta ja ennustamme yhtiön hallinnoitavan varallisuuden kohoavan 2018 lopussa hieman yli 3,1 miljardiin euroon. Hallinnoitavan varallisuuden laatu/mix jatkaa parantumistaan johtuen uuden tuotemyynnin paremmasta katekanteesta sekä korkeammasta ennustettavuudesta. Liikevaihtoennustamme suhteen olemme varsin luottavaisia, kunhan nykyinen markkinatilanne kestää. Myös jatkuvien tuottojen osuus suhteessa yhtiön kaikista palkkiotuotoista tulee kasvamaan merkittävästi SPL-hankinnan myötä ja yhtiön jatkuvien tuottojen osuus on 2018 ennusteillamme lähellä keskeisiä verrokkeja.

Palkkiokulut tulevat nousemaan selvästi, sillä SPL:n myötä UB:lla on noin 35 asiamiesmallilla operoivaa myyjää, joiden palkkiot näkyvät palkkiokulut rivillä. Ennustamme palkkiokulujen kasvavan 8,3 MEUR:oon (2017: 5,8 MEUR). Uskomme, että UB tulee jollain aikavälillä saneeraamaan asiamiesverkostoaan ja 12kk tähtäimellä asiamiesten lukumäärä on todennäköisesti hieman nykyistä pienempi.

Henkilöstökulut tulevat nousemaan SPL:n myötä vain rajallisesti, sillä valtaosa SPL:n kuluista on asiamiespalkkioita sekä hallintokuluja. Lisäksi SPL:n henkilöstökuluissa on paljon päällekkäisyyksiä UB:n kanssa ja odotamme yhtiön pystyvän 2018 aikana poistamaan näitä

päällekkäisyyksiä. Ennustamme henkilöstökulujen kasvavan 9,1 MEUR:oon (2017: 8,7 MEUR) UB:n oman henkilöstömäärän pysyessä ennallaan.

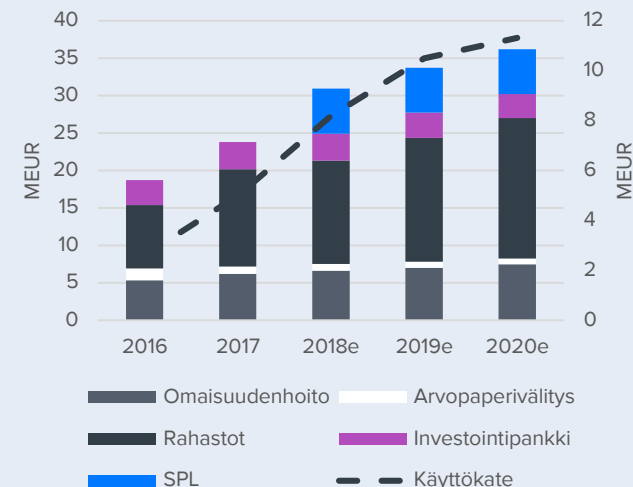
Hallintokulut sekä muut kulut kasvavat SPL:n myötä 6,1 MEUR:oon (2017: 5,1 MEUR). Odotamme yhtiön saavan 2018 aikana selkeitä säästöjä hallintokuluissa, kun konttoriverkostoa karsitaan ja päällekkäisiä hallintokuluja voidaan karsia. UB:n osalta hallintokulujen kasvun pitäisi olla maltillista, sillä isoimmat regulaatioon ja IT:hen liittyvät investoinnit on nyt tehty.

Yhtiön liikearvopoistot tulevat kasvamaan merkittävästi SPL-hankinnan seurauksena ja tällä on selkeä negatiivinen vaikutus liikevoittoon. Suosittelemme sijoittajia seuraamaan UB:ssä lähivuotena liikearvon poistoista oikaistua liikevoittoa, sillä liikearvopoistoilla ei ole kassavirtavaikutusta.

Ennustamme UB:n liikearvopoistoista oikaistun liikevoiton nousevan 7,3 MEUR:oon (2017: 4,5 MEUR). Tulosparannuksesta noin 1 MEUR tulee SPL:n kulusäästöistä ja loput liikevaihdon kasvun mukanaan tuomasta kulutehokkuuden parantumisesta. Oikaistu EPS nousee 0,64 euroon (2017: 0,40 euroa) ja odotamme yhtiön jakavan 0,45 euron osingon. Uskomme yhtiön jakavan valtaosan tuloksestaan osinkoina, mutta olemme ottaneet osinkoennusteeseemme turvamarginaalia johtuen tuloskehitykseen liittyvästä epävarmuudesta.

Kokonaisuutena yhtiön fokus tulee 2018 olemaan SPL-integraatiossa. Integraation hyödyt realisoituvat asteittain ja odotamme niiden näkyvän täysimääräisesti vasta 2019. Yhtiö on antanut tähän liittyen erittäin rajallisesti tietoa, mikä yhdistettynä yhtiön omaan varsin heikkoon läpinäkyvyyteen nostaa ennusteisiin liittyviä riskejä selvästi.

Liikevaihto ja tulosennusteet



Jatkuvien tuottojen osuus palkkiotuotoista



Ennusteet 2/2

2019 aika nostaa tulos seuraavalle tasolle

Arviomme mukaan SPL:n synergioiden pitäisi näkyä täysimääräisesti UB:n luvuissa 2019 alkaen. Lisäksi yhtiön tulisi 2018 saada organisoitua myyntikoneensa uudelleen ja kokonaisuutena yhtiön pitäisikin lähteä vuoteen 2019 ns. puhtaalta pöydältä. Odotamme markkinatilanteen heikentyvän 2019 aikana ja tämä painaa ennusteitamme etenkin transaktioliiketoiminnoissa.

Tästä huolimatta odotamme yhtiöltä tervettä 9 %:n kasvua 34,8 MEUR:oon onnistuneen uusmyynnin vetämänä. Olemme uusmyyntiennusteissamme varovaisia ja ennustamme uusmyyntiin vain rajallista kasvua suhteessa vuoteen 2017. Kun huomioidaan SPL:n merkittävä myyntivoima, tulisi UB:n kyetä myymään selvästi aiempaa enemmän.

Kulusynergiat näkyvät täysimääräisesti 2019 numeroissa ja ennustamme kulutason pysyvän 2018 tasolla, mikä olisi erinomainen suoritus. Liikearvopoistoista oikaistu liikevoitto kasvaa ennusteissamme 9,8 MEUR:oon ja vastaava liikevoittomarginaali on 28 %. Tämä kannattavuus olisi UB:lle jo mielestämme erinomainen ja se heijastelisi uuden UB:n tulospotentiaalia kohtuullisen hyvin. Oikaistun EPS:n ennustamme nousevan 0,80 euroon ja osingon 0,50 euroon.

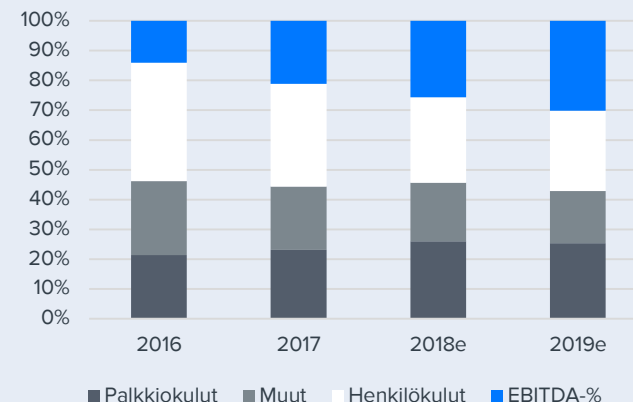
Pitkällä aikavälillä tulospotentiaali riippuu myynnin onnistumisesta

Vuosien 2020-2021 osalta odotamme yhtiön kasvun hidastuvan. Hidastuminen heijastelee näkemystämme markkinan asteittaisesta heikentymisestä sekä yhtiön parantuneista vertailuluvuista. Korkojen varovainen nousu

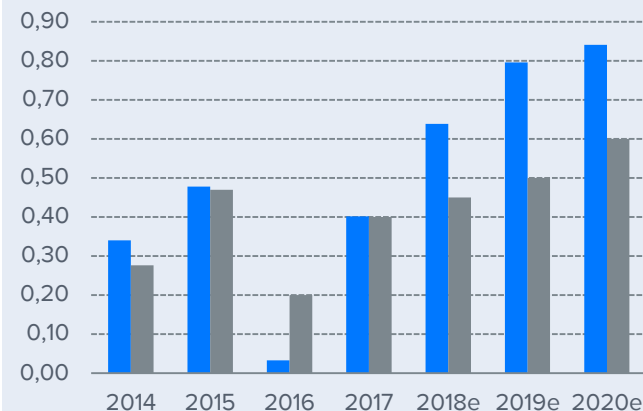
yhdessä taloussyklin kääntymisen kanssa tulee väistämättä heikentämään transaktiomarkkinaa ja laskemaan varainhoidon tuottotasoa. Yhtiön jatkuvien tuottojen osuus on kuitenkin kasvanut selvästi aiemmasta ja näin ollen yhtiön herkkyys pääomamarkkinoiden kehitykseen on laskenut selvästi. Tämä parantaa luottamusta ennusteitamme kohtaan ja SPL:n myötä selvästi kasvaneen myyntikoneiston myötä UB:llä on mielestämme selvästi aiempaa paremmat edellytykset pärjätä myös heikommassa markkinatilanteessa.

Pidemmällä aikavälillä UB:n tulospotentiaali riippuu yhä voimakkaammin myynnin onnistumisesta. Yhtiöllä olisi mielestämme edellytykset kasvattaa myyntiään selvästi ennusteitamme nopeammin, kunhan SPL-integraatio saadaan maaliin. Myynnin kasvaessa yhtiön kulutehokkuuden pitäisi parantua edelleen selvästi ja kannattavuudessa olisi arviomme mukaan edelleen nousupotentiaalia. Olemme pidemmän aikavälin ennusteissamme kuitenkin edelleen konservatiivisia ja odotamme kannattavuuden paranevan vain lievästi 2019 tasolta.

Kulurakenteen kehitys 2016-2019e



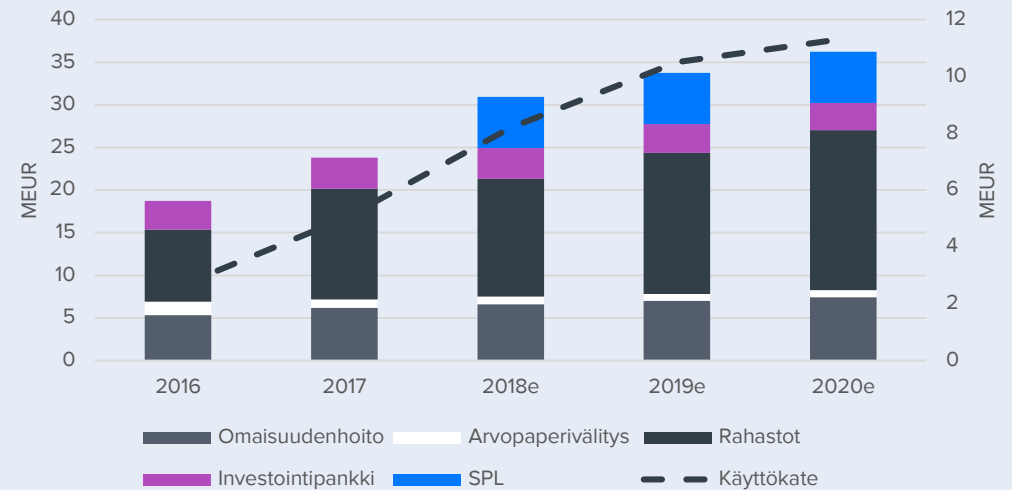
EPS ja DPS



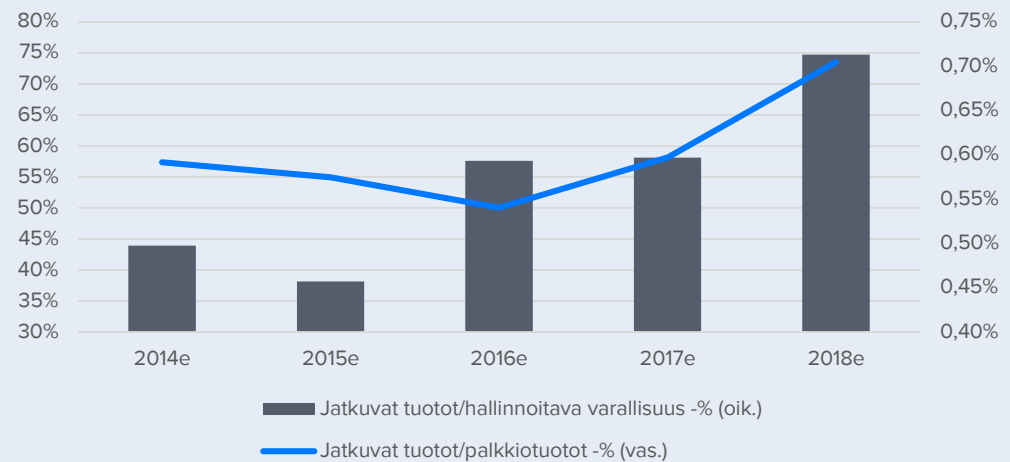
Ennusteet yhteenvedo

Palkkiotuotot (MEUR)	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Omaisuu denhoito	5,3	6,2	6,6	7,0	7,4
Strukturoidut tuotteet	2,8	2,8	2,9	3,0	3,1
Täysvaltakirja+mandaatit	2,1	2,3	2,8	3,1	3,4
Konsultatiivinen	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5
Tuottosidonnaiset palkkiot	0,0	0,4	0,5	0,5	0,5
Arvopaperivälitys	1,6	1,0	0,9	0,8	0,8
Rahastot	8,5	13,0	13,8	16,5	18,8
Rahastoyhtiö	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7
Rahastojen hall.	5,5	7,1	8,1	9,7	11,0
Tuottopalkkiot	0,2	2,0	1,0	1,4	1,4
Pääomarahastot	0,8	1,8	2,6	3,3	4,1
Investointipankki	3,4	3,7	3,6	3,4	3,2
UB Capital	2,8	3,1	2,9	2,7	2,5
ECM	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
SPL			6,0	6,0	6,0
Palkkiotuotot	18,7	23,8	30,9	33,7	36,2
Liikevaihto	20,2	25,1	31,9	34,8	37,2
Palkkiokulut	-4,3	-5,8	-8,3	-8,8	-9,4
Henkilöstö kulut	-4,0	-8,7	-9,1	-9,4	-10,1
HLÖmäärä (kpl)	102	107	130	130	135
Kulut/HLÖ (tEUR)	-78	-82	-69	-72	-75
Muut hallintokulut	-3,9	-4,0	-4,6	-4,6	-4,8
Muut kulut	-1,0	-2,7	-4,4	-4,0	-4,1
EBITDA	2,8	5,2	8,2	10,5	11,3
Poistot	-1,2	-1,6	-2,9	-2,7	-2,7
Liikevoitto	1,5	3,6	5,3	7,8	8,6
AUM (MEUR)	2000	2285	3127	3377	3708
Rahastot	729	828	958	1098	1248
Struksit kaikki	450	450	450	450	460
Struksit in house	279	279	279	279	285
Pääomarahastot	189	272	375	445	580
NFM	138	152	160	180	200
Nordic Property	19	66	120	150	180
Lainarahasto	32	54	75	75	125
Muut Pääomarahastot	0	0	20	40	75
Konsultatiivinen	283	340	300	300	300
Täysvaltakirja+mandaatit	300	350	400	440	480
UB Securities asiakkaat	220	215	215	215	215
SPL			600	600	600

Liikevaihto ja tulosennusteet



Jatkuvien tuottojen osuus palkkiotuotoista



Arvostus 1/3

Yhteenveto arvostuksesta

Näkemyksemme mukaan UB:tä tulee arvottaa ennen kaikkea suhteellisten kertoimien pohjalta. UB:lle on tarjolla pörssistä poikkeuksellisen laadukas verrokkiryhmä, jonka arvostus määrittää myös UB:lle hyväksyttävän arvostustason. Olemme analyysissämme antaneet verrokkiryhmälle 50 %:n painoarvon. Suhteellisen arvostuksen lisäksi käytämme analyysissämme myös osien summa laskelmaa sekä kassavirtamallia. Osien summa laskelmalle annamme kuitenkin suhteellisen vähän painoa johtuen heikosta läpinäkyvyydestä yhtiön numeroihin. Lisäksi emme pidä UB:tä todennäköisenä yritysostokohteena SPL-hankinnan jälkeen ja näin ollen osien summan realisoituminen on yhtiön omasta tuloskehityksestä riippuvainen. Osien summa laskelmamme painoarvo-analyysissämme on 30 %. Myös kassavirta-analyysille annamme suhteellisen vähän painoa, sillä sen arvo on hyvin riippuvainen ennustamamme tulosparannuksen onnistumisesta. Kassavirta-analyysimme painoarvo on 20 %.

Eri arvonnäilytysmenetelmien painotettu keskiarvo on 7,5 euroa ja tämä on myös näkemyksemme yhtiön käyvästä arvosta. Tarkistamme samalla tavoitehintamme tasolle 7,5 euroa (aik. 7,7 euroa). Nostamme suosituksemme tasolle lisää (aik. vähennä) ja näemme osakkeen riski/tuotto-suhteen nykytasolla jo riittävän houkuttelevana.

UB:n arvostusta tukevia tekijöitä ovat:

- Huomattava tulosparannuspotentiaali
- Madaltunut riskiprofiili (jatkuvien tuottojen osuuden kasvu)

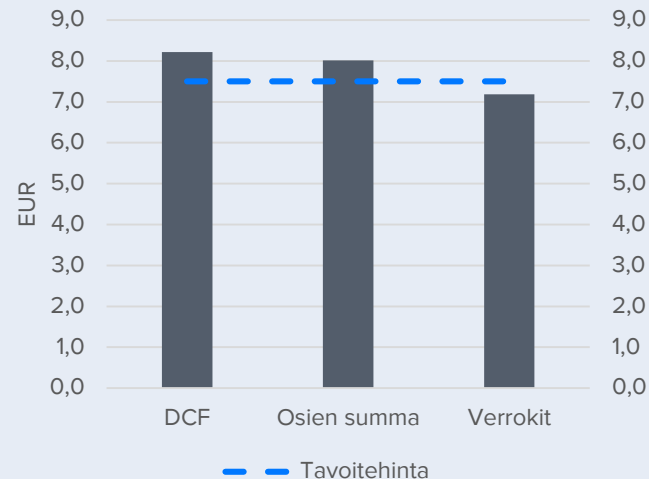
Vastaavasti arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Kypsä markkinatilanne ja korkeat omaisuusarvot
- Viimevuosien vaisu tuloskehitys
- Liiketoiminnan heikko läpinäkyvyys

DCF-arvonnäilytys

DCF-laskelmassamme lähdemme oletuksesta, että UB:n kasvu hidastuu selvästi vuoden 2019 jälkeen, mutta pysyy kuitenkin positiivisena. Kannattavuus paranee merkittävästi 2018-2019 aikana ennusteidemme mukaisesti ja kääntyy laskuun 2022 alkaen. Terminaalikannattavuutena olemme käyttäneet 16 %:n tasoa joka on linjassa yhtiön 2011-2017 saavuttaman keskimääräisen oikaistun liikevoittomarginaalin kanssa. Soveltamamme WACC-% on 10,9 % on edelleen verrokkiryhmän korkeimpia johtuen heikosta näkyvyydestä ja tulosparannukseen liittyvästä epävarmuudesta johtuen. Yhtiön tulosparannuksen realisoituessa ja näkyvyyden parantuessa näemme WACC -%:ssa laskuvaraa, sillä operatiivisessa mielessä yhtiön riskitaso ei mielestämme ole enää verrokkiryhmän korkeimpia. DCF-laskelman mukainen arvo yhtiölle on 8,2 euroa. Tarkempi DCF-malli löytyy liitteestä.

Arvonnäilytys yhteenveto



Arvostus 2/3

Osien summa

Arviomme UB:n käyvästä osien summasta on 77 MEUR tai 8,0 euroa/osake. Tarkan liiketoimintoihin pohjautuvan osien summa laskelman tekeminen UB:stä on vaikeaa heikosta läpinäkyvyydestä johtuen. Olemme analyysissämme arvioineet UB:n varainhoitoliiketoiminnan sen hallinnoitavan varallisuuden pohjalta ja lisäksi olemme arvottaneet investointipankin omana itsenäisenä liiketoimintanaan.

UB varainhoitoliiketoiminnan liikevaihdesta valtaosa syntyy sen AUM:iin liittyvistä tuotteista ja palveluista. Hallinnoitavan varallisuuden arvo vaihtelee merkittävästi riippuen sen tuottamasta palkkiotasosta sekä rahan pysyvyydestä. Korkeaa palkkiovirtaa tuottava pääomarahasto voidaan hinnoitella korkeallakin kertoimella, kun taas konsultatiivisessa varainhoidossa olevan transaktiovetoisen rahan kerroin jää matalaksi. Karkeana yleistyksenä voidaan todeta, että valtaosa hallinnoitavasta varallisuudesta hinnoitellaan 1-5 %:n arvoiseksi ja esim. 10 %:n taso vaatisi poikkeuksellisen hyvää tuotetta.

Olemme arvottaneet UB:n avoimissa sijoitusrahastoissa olevan pääoman 3 %:n kertoimella. Näkemyksemme mukaan yhtiön rahastojen palkkiotasot ovat terveitä ja se on onnistunut erottumaan niillä kohtuullisesti sen kilpailijoista fokusoitumalla reaaliomaisuuteen. Yhtiön rahastojen menestys on ollut myös kohtuullista ja 7/12 rahastoa on voittanut vertailuindeksinsä 3 vuoden periodilla. Rahastojen kohtuullisen hyvä menestys yhdessä matalamman riskitason reaaliomaisuusfokuksen kanssa pienentää pääoman pysyvyyteen liittyviä riskejä jonkin verran. Rahastot ovat kuitenkin avoimia ja näin ollen pääomien pysyvyys on epävarmaa etenkin heikommassa markkinassa. Yhtiöllä on myös tuottopalkkioita vain yksittäisissä rahastoissa

ja näin ollen tuottopalkkiopotentiali on suhteellisen pieni. Kokonaisuutena pidämme 3 %:n kerrointa sopivana ja se on linjassa muiden finanssiyhtiöiden vastaavien kertoimien kanssa.

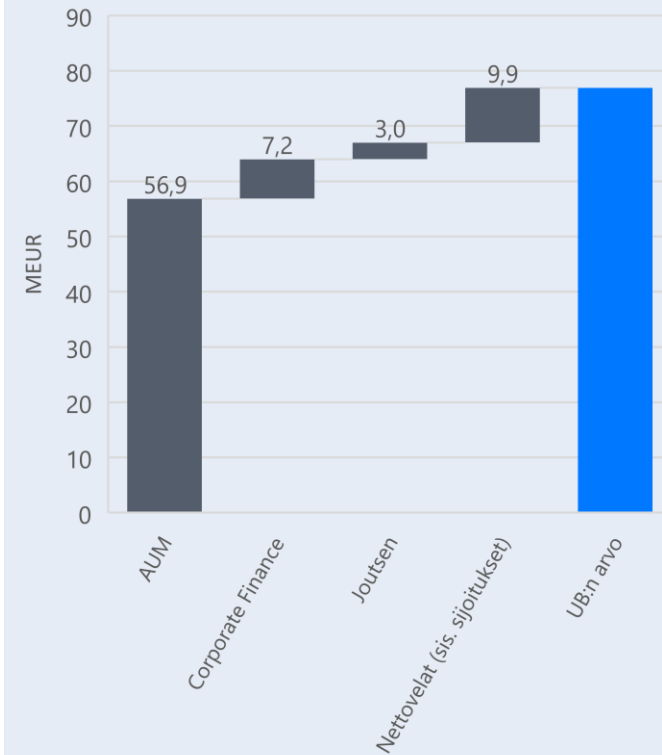
Pääomarahastoja olemme hinnoitelleet 5 %:n kertoimella. Yhtiön pääomarahastoista yli puolet on suljetuissa rahastoissa ja loput rahastoissa jotka ovat avoimia kvartaaleittain. Tämän pääoman pysyvyys on kohtuullisen hyvä ja myös palkkiotasot ovat terveitä. Olemme hinnoitelleet UB:n pääomarahastojen pääomaa eQ:n ja Taalerin vastaavia kertoimia matalammalla tasolla johtuen sen matalammasta palkkiotasosta ja heikommasta pysyvyydestä.

SPL:n arviolta noin 600 MEUR:n pääoman olemme hinnoitelleet 1,5 %:lla. Näkyvyys pääomaan on erittäin heikko, mutta käsityksemme mukaan siitä valtaosa on kumppanien rahastoissa, jonka palkkiotaso on UB:lle terve. Palkkioista kuitenkin tyypillisesti noin puolet menee rahastonhoitajalle joka laskee sen arvoa UB:n kannalta. Myös heikko näkyvyys puoltaa varovaista arviota ja 1,5 %:n taso antaa SPL:llä käytännössä saman arvon jonka UB siitä itse maksoi.

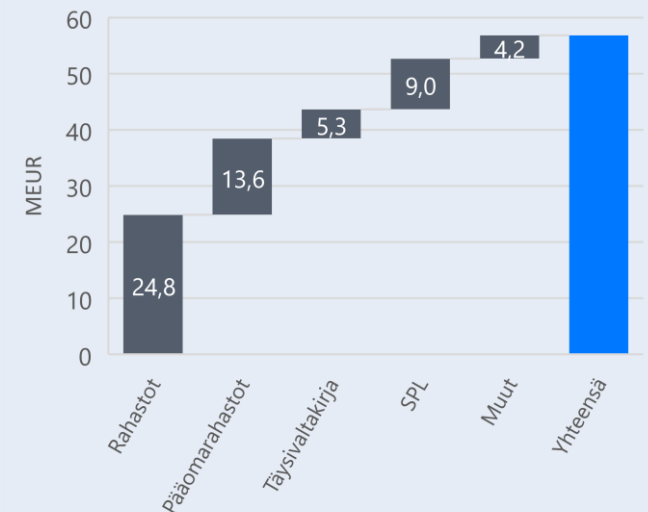
Täyden valtakirjan varallisuuden olemme hinnoitelleet 1,5 %:n hinnalla heijastellen tämän tyyppiselle pääomalle tyypillisesti käyttämämme kerrointa. Muun varallisuuden (strukturoidut tuotteet, konsultatiivinen varainhoito sekä arvopaperivälityksen salkut) osalta olemme käyttäneet matalaa 0,5 %:n kerrointa, sillä tämä pääoma ei tuota jatkuvia tuottoja ja pitkällä aikavälillä sen pysyvyys on mielestämme heikko.

Kokonaisuutena UB:n AUM:n arvo on laskelmiemme mukaan 56,9 MEUR.

Osien summa yhteenveto



AUM arvo



Arvostus 3/3

Osien summa

Investointipankin (Capital+ECM) liiketoiminnan arvottaminen on erittäin hankalaa johtuen isosta heilunnasta tuloksessa. Pidämme investointipankkiluokitukselle hyväksyttävänä EV/EBIT-kertoimena 5-8x. Tämä heijastelee mielestämme liiketoiminnan kassavirran generointikykyä ja toisaalta riskejä liittyen avainhenkilöihin ja heidän pysyvyyteensä. UB Capitalin liiketoimintaa arvotettaessa on mielestämme syytä käyttää yhtiön normalisoitua kannattavuutta, joka huomioi yhtiön syklisen liiketoiminnan. Normalisoituna tulostasona olemme käyttäneet vuosien 2015-2019e keskimääräistä tulosta 1,1 MEUR ja arviomme käyvistä arvosta on 5,5-8,8 MEUR. Olemme käyttäneet laskelmassamme haarukan keskikohtaa 7,2 MEUR joka on myös linjassa UB:n vähemmistöille maksaman kauppahinnan kanssa.

Joutsen Rahoituksen arvona olemme käyttäneet huhtikuussa toteutettua 4,5 MEUR:n kauppahintaa. Nettokassaa yhtiöllä oli vuoden vaihteessa 9,9

MEUR (huomioi sijoitukset).

Verrokkianalyysi

Helsingin pörssi tarjoaa UB:lle poikkeuksellisen laadukkaan verrokkiryhmän finanssipalvelusektorilta. Vaikka verrokkiryhmän yksittäiset yhtiöt saattavatkin erota UB:stä merkittävästi, tarjoaa ryhmä kokonaisuutena mielestämme varsin hyvän vertailupohjan.

Suhteellista arvostusta haarukoitaessa annamme pääpainon liikearvon poistoista oikaistulle P/E- ja EV/EBITDA-kertoimille sekä osinkotuotolle. Lisäksi olemme huomioineet EV/S- ja P/B-kertoimet pienillä painoilla. Käytämme ennusteissamme 2018 numeroita, sillä 2019 lukuihin liittyy mielestämme vielä turhan paljon epävarmuutta etenkin UB:n osalta. Korostamme, että verrokkiryhmän yhtiöistä valtaosalla 2017 tulos oli vähintään kohtuullinen ja näin ollen niiden arvonmääritys ei nojaa yhtä voimakkaasti 2018 ennustettuun tulosparannukseen. Tämä laskee mielestämme UB:lle hyväksyttäviä kertoimia.

Vastaavasti SPL-hankinnan myötä laskenut riskitaso (jatkuvien tuottojen kasvu) kuitenkin kompensoi tätä ja kokonaisuutena emmekä näe tarvetta soveltaa UB:n hinnoittelussa preemiota/alennusta suhteessa verrokkiryhmään.

Painotetun verrokkianalyysimme pohjalta UB:n käypä arvo on 69 MEUR tai 7,2 euroa per osake. Mikäli siirtäisimme tulospohjaiset kertoimet vuodelta 2018 vuoteen 2019, nousisi UB:n käypä arvo 8,0 euroon. Tämä kuvastaa mielestämme yhtiön potentiaalia tulosparannuksen realisoituessa ja on linjassa muiden arvonmääritysmenetelmiemme kanssa.

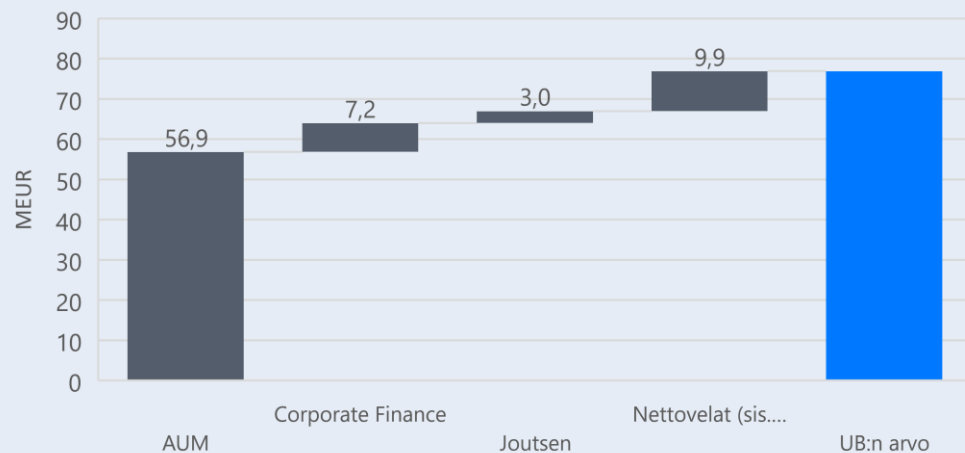
	EV/EBITDA 18	EV/EBITDA 19	EV/S 18	P/B 18	P/E (oik.) 18	P/E (oik.) 19	Osinko-% 18
eQ	12,9	11,7	6,8	5,2	17,3	15,6	5,8 %
Taaleri	13,6	11,8	4,4	2,3	14,2	12,6	3,1 %
Titanium	6,8	6,8	4,2	4,5	11,0	10,9	8,0 %
Evli	7,6	7,0	2,7	2,9	11,0	11,1	6,5 %
EAB Group	8,4	6,2	2,1	1,9	10,9	8,1	4,0 %
CapMan	13,3	8,8	7,0	1,9	17,6	12,2	6,3 %
Privatnet	6,3	5,3	2,2	1,8	9,1	8,8	5,3 %
United Bankers	6,9	5,1	1,8	2,3	11,0	8,8	6,4 %
Keskiarvo	9,5	7,8	3,9	2,8	12,8	11,0	5,7 %
Mediaani	8,0	6,9	3,4	2,3	11,0	11,0	6,1 %
Erotus vs. mediaani	-14 %	-27 %	-49 %	0 %	0 %	-20 %	5,6 %
UB:n laskennallinen arvo/osake	7,9	8,6	12,5	7,0	4,7	6,5	7,4

	Laskennallinen		Arvo
Keroin	arvo (MEUR)	Paino-%	(MEUR)
EV/EBITDA 18	75,5	30 %	22,6
EV/EBITDA 19	82,4	0 %	0,0
EV/S 18	120,0	10 %	12,0
P/B 18	66,9	10 %	6,7
P/E (oik.) 18	45,4	30 %	13,6
P/E (oik.) 19	62,3	0 %	0,0
Osinko-% 18	70,9	20 %	14,2
UB:n arvo			69,1
Per osake			7,2

Arvostus yhteenveto

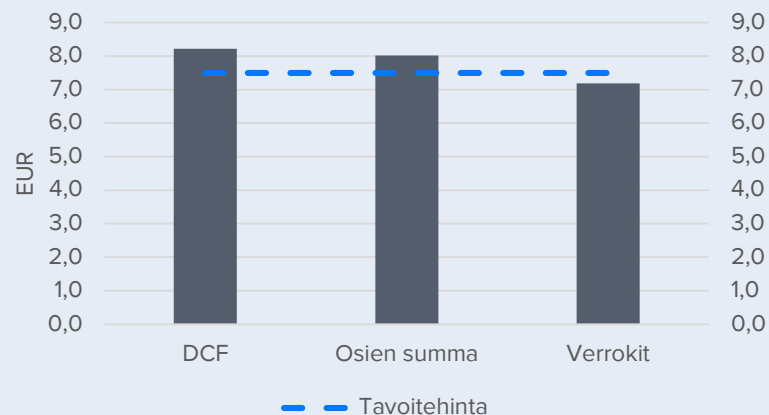
Osien summa laskelma

Osien summa yhteenveto



Arvonmääritys yhteenveto

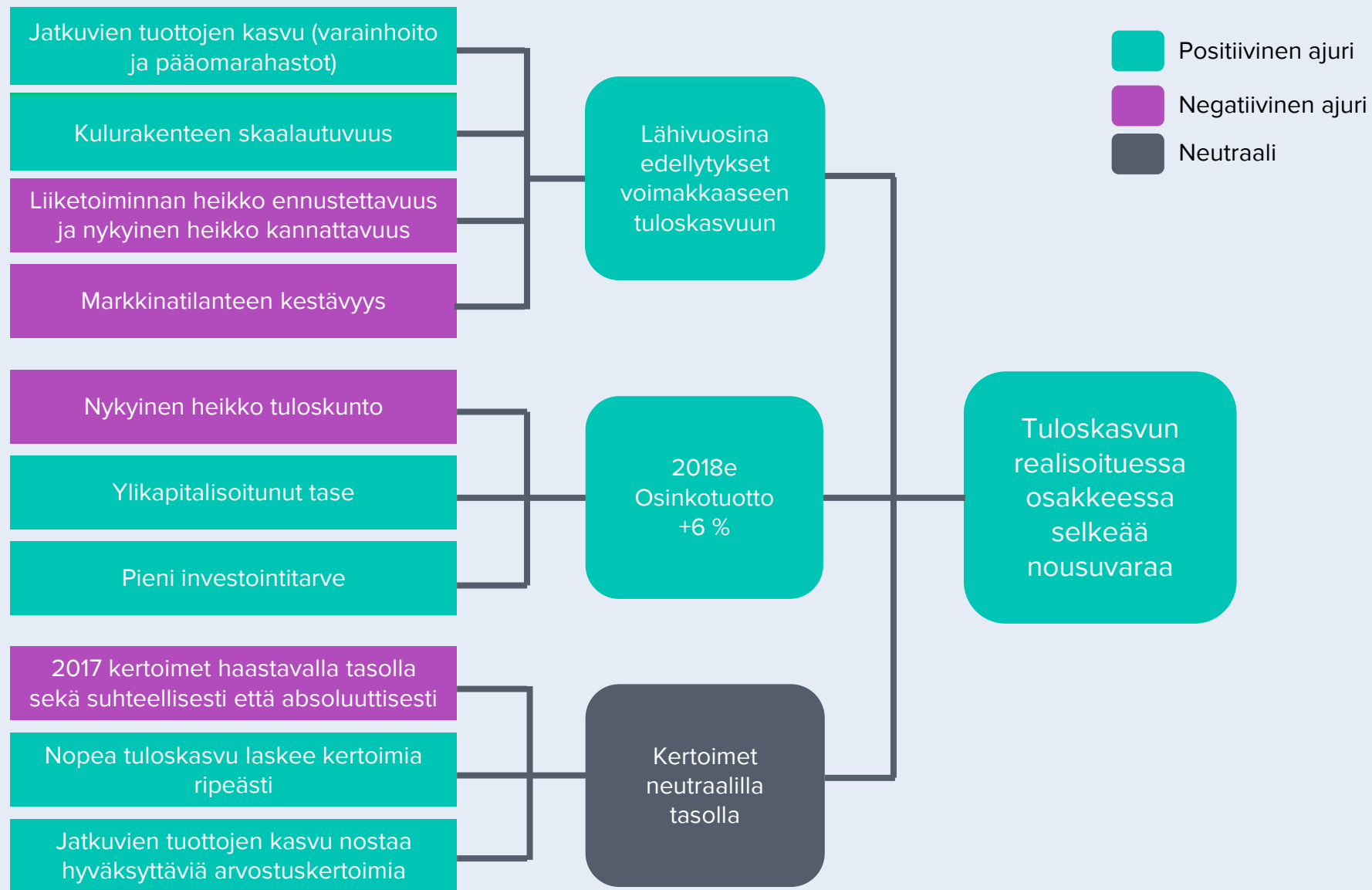
Arvonmääritys yhteenveto



Kertoimet yhteenveto

Arvostustaso	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	7,50	6,80	7,00	7,00	7,00
Markkina-arvo	58	56	67	67	67
Yritysarvo (EV)	54	49	56	53	50
P/E (oik. liikearvon poistoilla)	233,2	16,9	11,0	8,8	8,3
P/E	233,2	24,0	16,3	11,9	11,0
P/B	3,9	2,9	2,3	2,2	2,1
EV/Liikevaihto	2,7	1,9	1,8	1,5	1,3
EV/EBITDA	20,9	9,7	6,9	5,1	4,4
EV/EBIT	36,3	10,6	7,7	5,4	4,7
Osinko/tulos (%)	622,2 %	141,2 %	104,6 %	84,9 %	94,5 %
Osinkotuotto-%	2,7 %	5,9 %	6,4 %	7,2 %	8,7 %
Lähde: Inderes					

UB:n arvoajurit 2018-2020e



Verrokkiryhmän arvostus

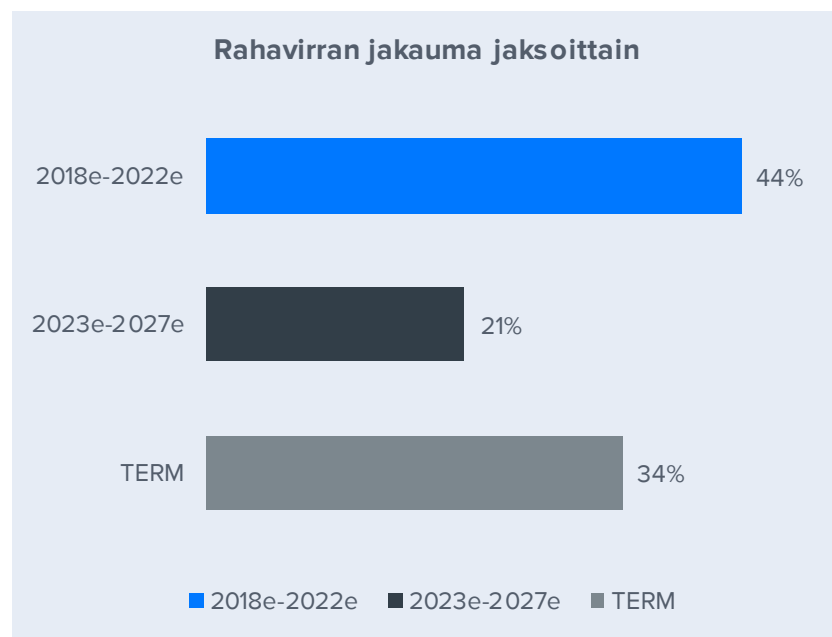
Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Perpetual	41,38	1203	900	7,2	7,2	6,4	6,4	2,7	2,7	13,7	13,8	6,5	6,6	2,9
eQ	8,74	328	317	13,2	11,7	12,9	11,7	6,8	6,3	17,3	15,6	5,8	6,4	5,2
Taaleri	9,78	279	341	14,2	12,2	13,6	11,8	4,4	4,0	14,2	12,6	3,1	3,4	2,3
ABC Arbitrage	6,90	400	250	9,3	8,1	8,9	7,8	4,9	4,5	15,2	13,5	6,6	7,3	2,6
Swissquote	56,30	719	1739	38,1	34,7			9,8	9,6	18,0	17,1	1,9	2,0	2,5
CapMan	1,60	232	179	9,7	6,9	9,4	6,8	4,8	4,2	17,6	12,2	6,3	7,0	1,9
OVH Holding	18,30	257	162	12,0	11,3	9,1	8,6	0,7	0,7	25,7	24,2	4,2	4,2	2,9
Titanium	7,52	68	54	9,1	9,1	6,8	6,8	4,2	3,9	11,0	10,9	8,0	8,7	4,5
Evli	9,84	80								11,0	11,1	6,5	7,0	2,9
Elite Varainhoito	3,80	45	45	7,7	4,6	4,6	3,8	1,1	1,0	10,9	8,1	4,0	5,7	1,9
Liontrust	566,00	338	301	11,3	10,2	10,2	9,3	3,6	3,2	14,4	13,3	3,4	3,7	5,5
Avanza	422,40	1184	257	9,6	10,6	9,3	10,3	3,9	3,9	29,4	24,6	2,6	3,1	8,4
Jupiter Fund Management	461,00	2406	1960	8,6	8,1	8,7	8,2	4,1	3,9	13,4	12,6	6,6	7,0	3,9
United Bankers (Inderes)	7,00	67	56	7,7	5,4	6,9	5,1	1,8	1,5	11,0	8,8	6,4	7,2	2,3
Keskiarvo				12,8	11,5	9,1	8,3	4,3	4,0	16,5	14,7	4,9	5,4	3,6
Mediaani				9,7	10,2	9,2	8,2	4,2	3,9	14,8	13,4	5,0	6,1	2,9
Erotus-% vrt. mediaani				-20 %	-47 %	-25 %	-38 %	-58 %	-61 %	-26 %	-34 %	28 %	18 %	-21 %

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

DCF-kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	3,6	5,3	7,8	8,6	9,4	8,3	8,5	8,3	8,1	7,4	7,6	
+ Kokonaispoistot	1,4	2,9	2,7	2,7	2,8	2,4	2,4	2,4	2,5	2,1	1,0	
- Maksetut verot	-0,9	-1,2	-2,2	-2,3	-2,4	-2,0	-2,0	-2,0	-1,9	-1,7	-1,5	
- Käyttöpääoman muutos	1,0	0,9	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	5,1	7,9	8,6	9,2	10,1	8,8	9,0	8,9	8,8	8,0	7,2	
- Bruttoninvestoinnit	-5,2	-10,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-0,1	-2,2	7,5	8,1	8,9	7,7	7,9	7,8	7,7	6,8	6,1	
+/- Muut	4,4	7,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	4,3	4,8	7,5	8,1	8,9	7,7	7,9	7,8	7,7	6,8	6,1	73,6
Diskontattu vapaa kassavirta		11,5	6,3	6,2	6,1	4,7	4,4	3,9	3,5	2,8	2,2	27,1
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		71,6	67,2	60,9	54,7	48,6	43,8	39,4	35,5	32,1	29,3	27,1
Velaton arvo DCF		71,6										
- Korolliset velat		-3,0										
+ Rahavarat		10,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		79,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,24										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,50 %
Riskitön korko	3,5 %
Oman pääoman kustannus	10,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,9 %



Tuloslaskelma ja tase

Tuloslaskelma

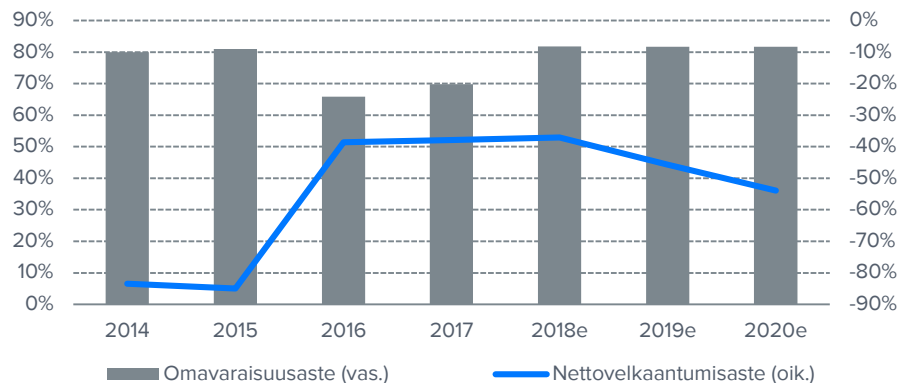
(MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	27,4	20,1	25,0	31,9	34,8	37,2
Kulut	-20,7	-17,5	-20,0	-23,7	-24,3	-25,9
EBITDA	6,8	2,6	5,0	8,2	10,5	11,3
Poistot	-0,3	-1,1	-1,4	-2,9	-2,7	-2,7
Liikevoitto	6,5	1,5	3,6	5,3	7,8	8,6
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-1,0</i>	<i>-2,0</i>	<i>-2,0</i>	<i>-2,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>6,5</i>	<i>1,5</i>	<i>4,6</i>	<i>7,3</i>	<i>9,8</i>	<i>10,6</i>
Rahoituserät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osuus osakkuusyrityksien tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	6,5	1,5	3,6	5,3	7,8	8,6
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-1,4	-0,6	-0,9	-1,2	-2,2	-2,3
Vähemmistöosuus	-1,5	-0,7	-0,4	0,0	0,0	-0,1
Nettotulos	3,6	0,2	2,3	4,1	5,7	6,2
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>3,6</i>	<i>0,2</i>	<i>3,3</i>	<i>6,1</i>	<i>7,7</i>	<i>8,2</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tiilikauden tulos	3,6	0,2	2,3	4,1	5,7	6,2
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>0,48</i>	<i>0,03</i>	<i>0,28</i>	<i>0,43</i>	<i>0,59</i>	<i>0,63</i>
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	0,48	0,03	0,40	0,64	0,80	0,84

Tase

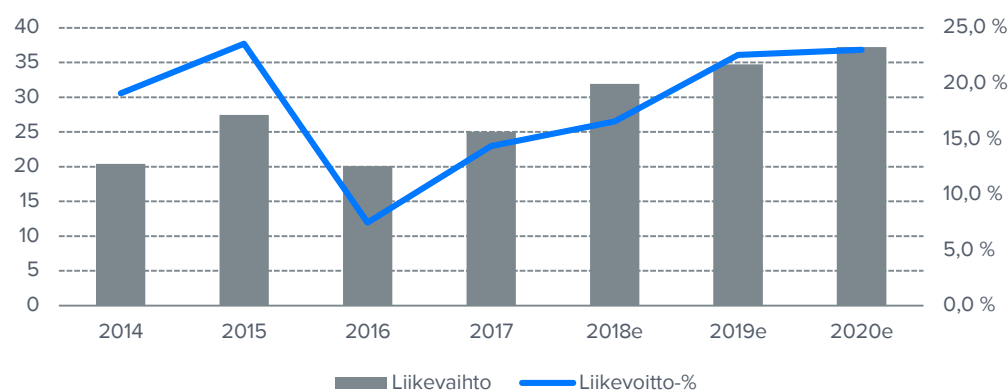
Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	4,3	8,7	12,4	19,6	18,1
Liikearvo	0,0	4,7	8,1	13,1	11,1
Aineettomat oikeudet	1,3	1,1	1,4	3,7	4,1
Käyttöomaisuus	0,2	0,2	0,4	0,3	0,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	18,4	14,5	15,6	16,3	19,5
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	2,4	5,1	4,4	4,4	4,4
Myyntisaamiset	0,4	0,6	0,8	1,0	1,0
Likvidit varat	15,6	8,9	10,4	10,9	14,1
Taseen loppusumma	22,7	23,3	28,0	35,9	37,6

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	16,9	14,6	19,5	29,4	30,7
Osakepääoma	1,0	1,0	5,1	5,1	5,1
Kertyneet voittovarot	6,8	6,4	7,1	7,9	9,2
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	9,1	7,2	7,2	7,2	7,2
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,1	9,1	9,1
Vähemmistöosuus	1,5	0,7	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,0	3,0	3,0	0,0	0,0
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	3,0	3,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	4,3	4,9	5,4	6,5	6,9
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,8	3,1	3,1	4,2	4,5
Muut lyhytaikaiset velat	2,5	1,8	2,3	2,3	2,3
Taseen loppusumma	22,7	23,2	28,0	35,9	37,6

Taseen avainlukujen kehitys



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
09/06/2016	Lisää	8,60 €	7,25 €
27/07/2016	Vähennä	7,40 €	7,15 €
25/08/2016	Vähennä	7,20 €	6,90 €
16/02/2017	Vähennä	6,80 €	7,30 €
03/05/2017	Vähennä	6,80 €	6,99 €
24/08/2017	Vähennä	7,20 €	7,16 €
16/11/2017	Vähennä	7,80 €	7,60 €
28/02/2018	Vähennä	7,80 €	7,36 €
16/05/2018	Lisää	7,50 €	7,00 €



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**