

Titanium

Seurannan aloitus

10/2017

**inde
res.**

Voimakkaasti kasvava omaisuudenhoitaja

Aloitamme varainhoitaja Titaniumin seurannan 7,0 euron tavoitehinnalla ja vähennä-suosituksella. Titanium on kotimainen varainhoitaja ja sijoittajaprofililtaan osinkoyhtiö. Yhtiön keihäänkärkituotteiden vahvat näkymät luovat hyvää pohjaa liikevaihdon selvälle kasvulle lähivuosina. Eilen nähdyn voimakkaan kurssinousun myötä yhtiön listautumisessa ollut aliarvostus on purkautunut ja yhtiön kurssitaso on linjassa käyvän arvon näkemyksemme kanssa. Korostamme sijoittajille yhtiön verrokkeja korkeampaa riskiprofiilia, minkä seurauksena arvostuksen tulisi olla selvästi alle verrokkiryhmän.

Kotimainen varainhoitoyhtiö

Titanium on suomalainen vuonna 2009 perustettu varainhoitoon keskittyvä konserni. Titaniumin hallinnoitavat varat (AUM) olivat H1'17:n lopussa noin 257 MEUR (GAV 350 MEUR). Yhtiö on viime vuosina keskittynyt voimakkaasti kiinteistövarainhoitoon ja yhtiön hallinnoitavasta varallisuudesta 74 % on yhtiön kahdessa kiinteistöihin sijoittavassa erikoissijoitusrahastossa (Hoivakiinteistö ja Asunto). Vaikka yhtiön asiakaskunnan pääkohderyhmänä ovat instituutiot ja varakkaat yksityishenkilöt, tulee yhtiön hallinnoitavista varoista selvä enemmistö vähittäissijoittajilta. Tämä johtuu kiinteistörahastojen korkeasta suosiosta ja kumppanien merkittävästä roolista yhtiön tuotteiden myynnissä.

Vahvat tulokasvunäkymät

Titaniumin kasvu on perustamisen jälkeen ollut keskimäärin noin 60 % vuodessa. Odotamme Titaniumin vahvan tulokasvun jatkuvan myös lähivuosina, kun yhtiön keihäänkärkituotteet jatkavat kasvuaan suotuisan markkinatilanteen siivittämänä. Odotamme kuluvan vuoden liikevaihdon kasvavan 55 %:lla 10,3 MEUR:oon ja ensi vuonna 17 %:lla 12,1 MEUR:oon. Yhtiön liikevaihdon mix painottuu tällä hetkellä suhteellisen paljon ei-jatkuviin tuottoihin johtuen merkittävistä tuotto- ja transaktiopalkkioista. Jatkuvien hallinnointipalkkioiden osuus tulee kuitenkin nousemaan selvästi lähivuosina, kun rahastojen kokoluokka kasvaa ja tuottosidonnaiset palkkiot laskevat tuottovaatimusten mukana. Yhtiön kannattavuus tulee säilymään erinomaisella tasolla ja ennustamme liikearvopoistoista oikaistun liikevoiton olevan kuluvana vuonna 5,3 MEUR (sis. 0,9 MEUR osakeannin kuluja) ja ensi vuonna 6,6 MEUR.

Selkeä alennus verrokkeihin on perusteltu

Titaniumin hinnoittelussa sijoittajien on tärkeä huomioida yhtiön verrokkeja korkeampi riskiprofiili. Keskeiset riskit liittyvät Hoivakiinteistö-rahastoon, avainhenkilöihin sekä jakelukumppaneihin. Lisäksi yhtiön liikevaihdosta merkittävä osa muodostuu ei-jatkuvista tuotoista mikä laskee hyväksyttävää arvostustasoa. Titaniumin arvoa määriteltäessä olemme käyttäneet seuraavia arvostusmenetelmiä: kassavirtalaskelma, suhteellinen arvostus ja absoluuttinen arvostus. Lisäksi olemme verifioineet arviotamme laskemalla käänteisesti arvon hallinnoitavalle varallisuudelle sekä oikaistun tuloksen mukaisen arvon. Näkemyksemme Titaniumin käyvästä markkina-arvosta on 57 MEUR (7,0 euroa per osake). Osakekurssi on linjassa tavoitehintamme kanssa ja emme näe kertoimissa enää nousuvaraa. Vaikka kertoimet ovatkin absoluuttisesti matalalla tasolla (2018e P/E 10,5x), korostamme sijoittajille yhtiön verrokkeja korkeampaa riskiprofiilia. Osinkotuotto on edelleen houkuttelevalla tasolla, mutta emme pidä sitä riittävänä syynä ostaa osaketta.

Analyytikko

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



Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

Edellinen: ei seurannassa

7,00 euroa

Edellinen: ei seurannassa

Osakekurssi: 6,97 euroa

Potentiaali: 0 %

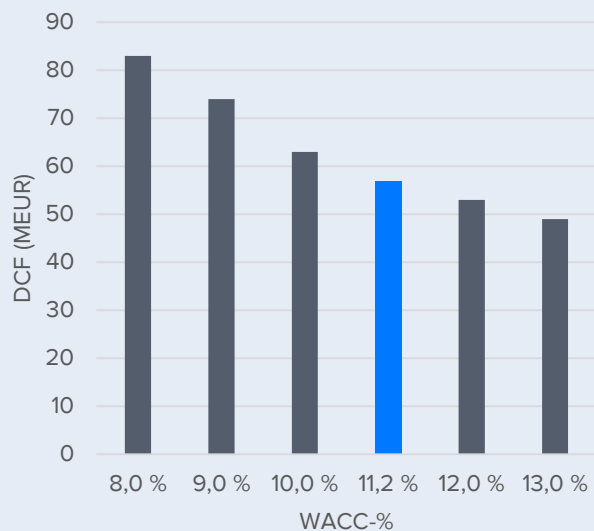
Avainluvut

	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi		6,95	6,95	6,95
Markkina-arvo (MEUR)		57	57	57
EV (MEUR)		45	44	43
P/E (oik.)		12,9	10,5	9,8
EV/S		4,4	3,7	3,2
EV/EBITDA		8,6	6,7	6,1
Osinkotuotto-%		6,3 %	7,3 %	8,2 %

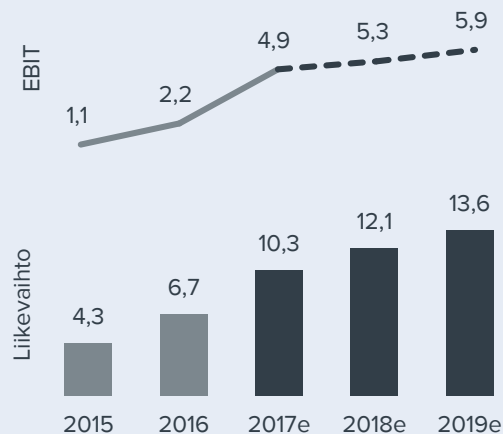
	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	6,7	10,3	12,1	13,6
-kasvu %	54,2 %	54,5 %	17,4 %	12,3 %
EBITDA	3,5	5,3	6,6	7,1
-EBITDA-%	52,0 %	51,5 %	54,7 %	52,2 %
PTP	2,3	4,2	5,5	6,1
EPS (oik.)	0,11	0,54	0,66	0,71

Lähde Inderes ennuste

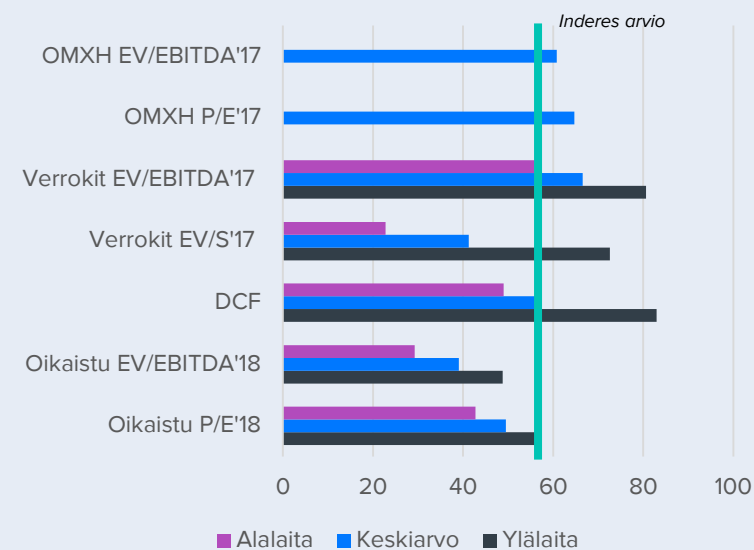
DCF-laskelman herkkyyks



Liikevaihto ja liikevoitto



Yhteenveto arvonmäärityksestä



Arvoajurit

- Nykyisten tuotteiden kasvu
- Uudet tuotteet
- Skaalautuva kulurakenne
- Erittäin vahva kassavirta
- Suotuista markkinatilanne



Riskitekijät

- Markkinatilanteen kestävyys
- Korkojen nousu heikentäisi kiinteistömarkkinaa
- Henkilöriskit
- Riippuvuus jakelijoista
- Regulaatiomuutokset



Arvostus

- Verrokkeja korkeampi riskiprofiili heijastuu arvostuskertoimissa
- Riskiprofiilin lasku nostaisi hyväksyttäviä kertoimia
- Vahva osinko tarjoaa osakkeelle hyvää pohjatuottoa

Sisällysluettelo

Titanium lyhyesti	s. 6
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 7-12
Sijoittajaprofiili ja riskit	s. 13-15
Toimiala ja kilpailukenttä	s. 16-21
Markkinakatsaus kiinteistöt	s. 22-27
Taloudellinen tilanne	s. 28-29
Ennusteet	s. 30-32
Arvonmääritys	s. 33-38
Liitteet	s. 39-42

Titanium lyhyesti

Titanium on kiinteistövarainhoitoon erikoistunut kotimainen varainhoitaja.

2009

PERUSTAMISVUOSI

2017

Listaus First Northiin

+54 %

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu 2011-2016

257 MEUR (+34 % vs. 2016)

Hallinnoitava varallisuus H1'17

~45 %

Avainhenkilöiden omistus annin jälkeen

10,4 MEUR

Liikevaihto 2017e

6,2 MEUR

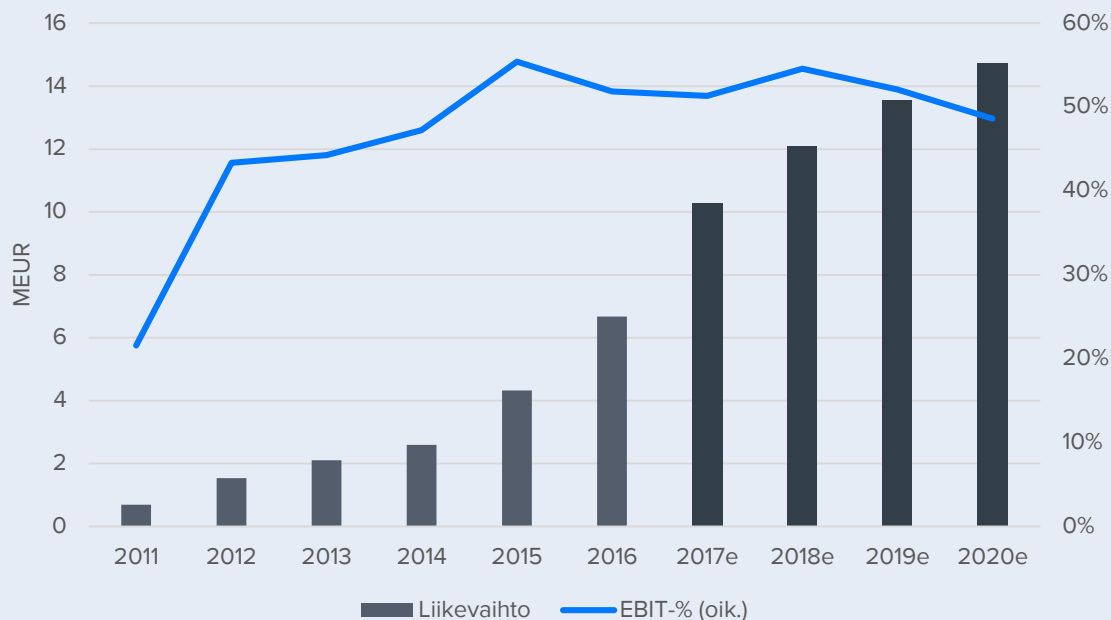
Käyttökate (oik.) 2017e

Toiminnan ylösajoa. Varainhoidon fokus korkotuotteissa.

Hoivakiinteistö-rahasto perustetaan. Toiminnan pääpaino Hoivarahaston kehittämiseen.

Asunto-rahasto lanseerataan. Fokus kiinteistörahastojen voimakkaassa kasvattamisessa.

Tavoite: 2020 liikevaihto yli 16 MEUR ja oikaistu liikevoitto selvästi yli 50 %.



Yhtiökuvaus

Yhtiökuvaus

Titanium on suomalainen vuonna 2009 perustettu omaisuudenhoitoon keskittyvä konserni. Titaniumin hallinnoitavat varat (AUM) olivat H1'17:n lopussa noin 257 MEUR. Yhtiö on viime vuosina keskittynyt kiinteistövarainhoitoon ja yhtiön hallinnoitavasta varallisuudesta 74 % on yhtiön kahdessa kiinteistörahastossa (Hoiva ja Asunto). Vaikka yhtiön asiakaskunnan pääkohderyhmä ovat instituutiot ja varakkaat yksityishenkilöt, tulee yhtiön hallinnoitavista varoista selvä enemmistö vähittäissijoittajilta. Tämä johtuu kiinteistörahastojen korkeasta suosiosta ja kumppanien merkittävästä roolista yhtiön myynnissä.

Titaniumin henkilöstömäärä oli H1'17:n lopussa 8. Yhtiö on ulkoistanut valtaosan tukifunktioistaan ja esimerkiksi back-officen 4 henkilöä ovat ulkopuolisen toimijan palkkalistoilla. Myynnissä yhtiöllä on vain kaksi henkilöä omilla palkkalistoilla ja myynnistä enemmistö hoituu kumppanien kautta. Titaniumin avainhenkilöt omistavat yhtiöstä noin 45 %.

Kasvuyhtiö läpi historian

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

Vuodesta 2012 alkaen yhtiön painopiste on siirtynyt omiin kiinteistörahastoihin. Yhtiö teki 2012 strategisen päätöksen perustaa oma Hoivakiinteistö-rahasto. Päätöksen taustalla oli hoivakiinteistömarkkinan houkuttelevat näkymät

ja korkomarkkinan heikentynyt tilanne. Hoivarahasto on alusta asti ollut menestys ja sen tuottotaso on ollut erinomainen. Käytännössä kaikki yhtiön haalima uusi pääoma on ohjautunut Hoivakiinteistö-rahastoon ja rahaston kokoluokka onkin kasvanut voimakkaasti. Myös yhtiön palkkiotuotot ovat selvästi painottuneita Hoivakiinteistö-rahastoon ja arviomme mukaan vuoden 2016 6,7 MEUR:n liikevaihdosta Hoivakiinteistö-rahaston osuus oli noin 6,0 MEUR. Yhtiön kokoluokka ja kannattavuus ovat Hoivakiinteistö-rahaston kautta nousseet uudelle tasolle ja vuonna 2016 yhtiön liikevaihto ja käyttökate nousivat uuteen ennätykseen 6,7 MEUR:oon ja 3,5 MEUR:oon.

Kokonaisuutena Titaniumin historianumerot ovat vakuuttavat ja liikevaihto on kasvanut vuosien 2011-2016 välillä keskimäärin 60 % vuodessa ja kannattavuus on noussut yhdeksi alan parhaimmista (2016 EBITDA-% 53 %).

Strategiana voimakas kasvu

Yhtiön strategiana on viimevuodet ollut Hoivakiinteistö-rahaston voimakas kasvattaminen ja samalla liiketoiminnan kokoluokan nostaminen seuraavalle tasolle. Yhtiön strategian keskiössä on tällä hetkellä:

- Nykyisten tuotteiden kasvattaminen
- Uusien tuotteiden lanseeraus
- Matalan ja joustavan organisaation säilyttäminen

Taloudelliset tavoitteet

- Yhtiö tavoittelee yli 16 MEUR:n liikevaihtoa vuodelta 2020

- Kasvattaa hoivarahaston koko (GAV) yli 500 MEUR:oon 2-3 vuodessa
- Yhtiön tavoitteena on ylläpitää keskipitkällä aikavälillä selvästi yli 50 %:n oikaistua liikevoittomarginaalia

Lisäksi yhtiön hallitus on linjannut osingonjakopolitiikakseen: Yhtiö pyrkii jakamaan vähintään 70 % tilikauden tuloksesta osinkoina.

16 MEUR:n liikevaihtotavoite vuodelle 2020 on tarkoitus saavuttaa kasvattamalla nykyisiä tuotteita ja lanseerata uusia tuotteita. Pidämme 16 MEUR:n tavoitetta realistisena, mutta toteutuakseen se vaatii uusien tuotteiden onnistuneita lanseerauksia. Omat ennusteemme ovat tavoitteen alapuolella johtuen varovaisesta näkemyksestä Asuntorahaston suhteen sekä heikosta näkyvyydestä uusiin tuotteisiin.

Yli 50 %:n oikaistu liikevoittomarginaali on mielestämme realistinen taso niin kauan, kun Hoivakiinteistö jatkaa voimakasta kasvuaan. Hoivakiinteistö on tuotteena poikkeuksellisen kannattava ja pidämme epätodennäköisenä, että yhtiö onnistuisi löytämään sen tilalle uutta vastaavan kannattavuustason tuotetta. Omat ennusteemme ovat lähivuosille linjassa kannattavuustavoitteen kanssa.

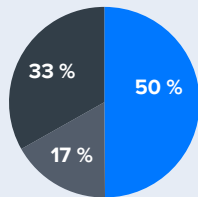
Osingonjakosuhteen osalta tavoite on mielestämme varsin varovainen. Yhtiön investointitarve on olematon ja ylikapitalisoituneen taseen vuoksi yhtiö tulee lähivuosina arviomme mukaan jakamaan koko tuloksensa ulos osinkoina.

Liiketoimintamalli

Ei-jatkuvien tuottojen osuus on merkittävä

Titaniumin liikevaihto koostuu kolmesta pääkomponentista: hallinnointipalkkiot, tuottosidonnaiset palkkiot sekä muut tuotot (merkintä ja lunastuspalkkiot sekä erilaiset transaktiopalkkiot). Vaikka yhtiö raportoikin liikevaihtonsa vain yhdellä rivillä, mallinamme yhtiötä näiden kolmen erän kautta. Seuraavilla sivuilla olemme käsitelleet Titaniumin liikevaihdon jakautumista tuotekohtaisesti.

Palkkiotuottojen jakauma 2017e



■ Hallinnointipalkkiot ■ Tuottosidonnaiset ■ Muut

Hallinnointipalkkiot

Titanium saa hallinnointipalkkioita sekä rahastoistaan, että täyden valtakirjan salkuistaan. Hallinnointipalkkioiden ennustettavuus on erittäin hyvä ja tuottotaso hyvin vakaa. Arviomme mukaan yhtiön hallinnointipalkkiot olivat vuonna 2016 noin 2,6 MEUR ja tästä Hoivakiinteistö-rahaston osuus oli noin 2,4 MEUR. Asuntorahaston hallinnointipalkkiot olivat vuonna 2016 vielä matalat samoin kuin osakerahaston (molemmat perustettu 6/2016). Omaisuudenhoidosta yhtiö

sai vuonna 2016 vain pieniä hallinnointipalkkioita, sillä myös omaisuudenhoitosalkuissa painopiste on ollut omissa rahastoissa.

Kokonaisuutena yhtiön saama hallinnointipalkkiotaso suhteessa sen hallinnoitavaan varallisuuteen on erittäin korkea ja laskelmiemme mukaan se on noin 2,3 %. Erittäin korkeaa tasoa selittää Hoivakiinteistö-rahaston poikkeuksellisen hyvä palkkiotaso ja sen suhteellisen suuri koko.

Tuottosidonnaiset palkkiot

Titanium saa tuottosidonnaisia palkkiota sen molemmista kiinteistörahastoista sekä tietyistä täyden valtakirjan salkuista. Täyden valtakirjan merkitys tuottosidonnaisissa on olematon ja valtaosa tuottosidonnaisista syntyy kiinteistörahastoista. Molemmista kiinteistörahastoissa on rahastomanagerin näkökulmasta hyvin houkutteleva tuottorakenne ja sen myötä tuottopalkkioiden osuus on viime vuosina ollut erittäin korkea. Vuonna 2016 konsernin tuottopalkkiot olivat arviomme mukaan 2,1 MEUR.

Kiinteistörahastoista tulevat tuottosidonnaiset palkkiot ovatkin kohtuullisesti ennustettavia ja ne eivät ole luonteeltaan läheskään yhtä kertaluontoisia, mitä esimerkiksi perinteisen osakerahaston tuottosidonnaiset palkkiot. Tästä huolimatta tuottosidonnaisten palkkioiden jatkuvuuteen liittyy aina epävarmuutta ja pitkällä aikavälillä tuottosidonnaisten palkkioiden näkymä on vaisu johtuen markkinatilanteen muutoksista (uusi kilpailu ja laskeneet kiinteistöjen tuottovaatimukset). Näin ollen

näiden tuottojen arvo on sijoittajan kannalta selvästi hallinnointipalkkioita matalampi.

Muut palkkiotuotot

Titaniumin muut palkkiotuotot pitävät sisällään rahastojen merkintä- ja lunastuspalkkiot, täyden valtakirjan salkkujen transaktiopalkkiot (esim. osakekauppa tai strukturoidut tuotteet) sekä kiinteistörahastoista saatavat transaktiopalkkiot. Näistä ylivoimaisesti merkittävimmät ovat kiinteistörahastoista saatavat transaktiopalkkiot. Yhtiö saa molemmista kiinteistörahastoista palkkion kohteita myytäessä tai ostettaessa. Palkkio on alalla harvinainen. Arviomme mukaan yhtiö sai 2016 muita palkkiota yhteensä 1,9 MEUR joista kohteiden hankintaan liittyvät transaktiopalkkiot olivat noin 1,5 MEUR. Loppu 0,4 MEUR koostui pääasiassa rahastojen merkintäpalkkioista omaisuudenhoidon transaktiopalkkioiden jäädessä hyvin vähäiseksi.

Sijoittajan kannalta muut palkkiotuotot ovat käytännössä täysin kertaluontoisia ja niiden arvo on merkittävästi hallinnointipalkkioita pienempi.

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

Kiinteistörahastot

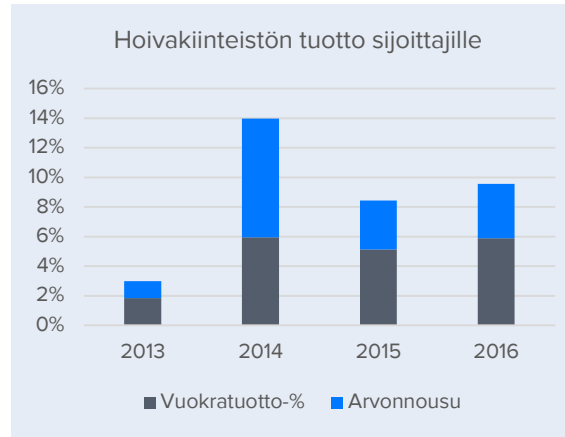
Hoivakiinteistö

Titanium perusti Hoivakiinteistö-rahastonsa vuonna 2013. Rahaston aloittamisajankohta oli kaikilta osin erinomainen ja rahaston kehitys on ollut erittäin vahvaa sen perustamisesta asti. Rahaston koko (AUM) oli H1'17:n lopussa hieman yli 160 MEUR (GAV 217 MEUR). Hoivakiinteistön palkkiorakenne on poikkeuksellisen houkutteleva rahastonhoitajan kannalta ja yhtiön hallinnointipalkkio omasta pääomasta on 2,95 %. Lisäksi yhtiö saa 20 %:n tuottosidonnaisen palkkion 7 %:n ylittävästä tuotosta. Merkintä ja lunastuspalkkiot ovat toimialalle tyypilliset 1-3 % riippuen sijoitusajan pituudesta. Yhtiö saa myös 2 %:n transaktiopalkkion kohteen hankintahinnasta kohteiden oston ja myynnin yhteydessä. Tämä on toimialalla varsin poikkeuksellinen palkkio ja vaikka tällä palkkiolla katetaan osittain tiettyjä rahastonhoitoon liittyviä kuluja (mm. kiinteistöjen arvonnäyttö), on selvää, että transaktiopalkkio on rahastonhoitajan kannalta erittäin houkutteleva ja se parantaa rahaston tuotekohtaista kannattavuutta merkittävästi. Rahasto on auki lunastuksille neljä kertaa vuodessa mikä parantaa pääoman pysyvyyttä ja laskee rahastonhoitajan riskiä.

Korkeasta kulurakenteesta huolimatta rahaston tuotot sijoittajille ovat olleet sen perustamisesta asti hyvällä tasolla. Perustamisen jälkeen annualisoitu tuotto on ollut noin 10 %. Olemme tarkastelleet Hoivakiinteistö-rahaston portfoliota tarkemmin seuraavalla sivulla.

Yhtiön tavoitteena on kasvattaa hoivakiinteistöä edelleen voimakkaasti ja yhtiö on itse julkisesti sanonut pyrkivänsä saavuttamaan 500 MEUR:n bruttovarat 2-3 vuoden tähtäimellä. Normalisoidulla velkavivulla tämä 500 MEUR:n

bruttovarallisuus tarkoittaisi noin 350 MEUR:n omaa pääomaa ja pidämme tavoitetta realistisena.



Vaikka Hoivarahaston tuottotaso onkin laskenut uusien kohteiden madaltuneiden tuottovaatimusten johdosta on rahaston näkymä edelleen hyvä. Markkinoilla on tällä hetkellä poikkeuksellisen kova kysyntä reaaliomaisuustuotteille ja lisäksi rahastojen vahva track-record on omiaan tukemaan myyntiä. Rahaston poikkeuksellisen korkea kulurakenne tulee väistämättä kohtaamaan eroosiota lähivuosina, mutta tuottojen pysyessä hyvällä tasolla, emme pidä rajua eroosiota todennäköisenä. Uskomme, että rahaston palkkiotaso voidaan säilyttää myös jatkossa korkeana johtuen vähittäissijoittajien suuresta määrästä. Käymme rahaston ennusteita tarkemmin läpi Ennusteet osiossa ja sisältöä seuraavalla sivulla.

Asuntorahasto

Yhtiö perusti kesällä 2016 Asuntorahaston. Rahaston tarkoituksena on sijoittaa

asuntomarkkinoille ja tuottotavoitteena on 5 %:n nettotuotto. Asuntorahaston myynti on lähtenyt hyvin käyntiin ja ensimmäisen 12kk:n aikana sen oma pääoma on kasvanut 40 MEUR:oon. Myös Asuntorahaston palkkiorakenne on rahastonhoitajalle varsin houkutteleva. Hallinnointipalkkio on 2,25 %, joka on linjassa muiden vähittäissijoittajille tarjottavien rahastojen kanssa. Tuottosidonnainen palkkio on 15 % 4,5 %:n ylimenevästä tuotosta ja lisäksi rahastossa on tyypilliset 1-3 %:n merkintä ja lunastuspalkkiot sijoitusajasta riippuen. Myös Asuntorahastossa yhtiöllä on käytössä transaktiopalkkio ja yhtiö saa 1 %:n palkkion kohteen hankintahinnasta aina kohteita ostaessa tai myydessä. Transaktiopalkkio on myös asuntorahastoissa harvinaisen ja se nostaa rahaston kokonaispalkkiopotentialia selvästi.

Myös Asuntorahastossa tuotto on ollut ensimmäisen 12kk:n aikana erinomainen yli 15 %. Tuoton painopiste on kuitenkin ollut huomattavasti Hoivakiinteistöä enemmän arvonnousuissa.

Asuntorahaston tarkoituksena on kasvaa voimakkaasti ja arviomme mukaan jo nykyisillä hankkeilla rahaston oman pääoman tulisi nousta vuoden lopussa noin 60 MEUR:oon. Kysyntä on myös asuntorahastoille erittäin korkea ja suurin huolestamme liittyykin markkinatilanteeseen, jossa on mielestämme nähtävissä selviä ylikuumenemisen merkkejä. Sijoittajien on hankala löytää enää järkevästi hinnoiteltuja kohteita ja tuottovaatimuksissa ei enää ole oleellista laskuvaraa. Näin ollen uskommekin rahaston tuottotason jäävän varsin maltillisiksi, vaikka kokoluokka kasvaakin selvästi. Käymme rahaston ennusteita tarkemmin läpi Ennusteet osiossa.

Titanium Hoivakiinteistö

Suomalaisista hoiva- ja hyvinvointikiinteistöistä koostuva kiinteistöportfolio

Titanium Hoivakiinteistön kiinteistöportfolio koostuu hoivakodeista, erityisryhmien palvelutaloista, terveysasemista, lääkäriasemista, päiväkodeista, seniorikodeista sekä sosiaali- ja nuorisotoimeen liittyvistä kiinteistöistä. Rahaston omistaman kiinteistöportfolion käypä arvo oli vuoden 2016 lopussa noin 151 MEUR ja vuokrausaste oli täydet 100 %. Kiinteistöjen nettovuokratuotto oli noin 6,9 %, mikä on arviomme mukaan suhteellisen korkea taso huomioiden rahaston pääosin uudiskohteista koostuva kiinteistöportfolio ja portfolion käypä arvo heijastaa näkemyksemme mukaan siten konservatiivista arvostustasoa.

Portfolio on uusi ja hajautettu maantieteellisesti ja eri hoivasegmentteihin

Rahaston portfolio oli vuoden 2016 lopussa hajautettu eri hoivasegmentteihin ja merkittävimmät kiinteistösegmentit olivat vuoden 2016 lopussa tehostetun palveluasumisen hoivakiinteistöt (38 % portfoliosta), lääkäripalvelut (19 %), päiväkodit (19 %) sekä vammaisten palvelukodit (15 %). Kiinteistöt sijaitsivat vuoden 2016 lopussa hajautetusti eri puolilla Suomea ja suurin paino oli kasvukeskuksissa Varsinais-Suomessa (32 % portfoliosta) ja Uudellamaalla (12 %). Osa yksittäisistä kiinteistöistä sijaitsi myös pienemmillä paikkakunnilla, mutta näiden kohteiden osuus oli vuoden 2016 lopussa pieni. Portfolion hajautus näkemyksemme mukaan osaltaan alentaa kiinteistöportfolion kokonaisriskiprofiilia.

Kiinteistöt pääosin uusia

Kiinteistöt olivat pääosin uusia tai modernisoituja, mikä arviomme mukaan merkittävästi alentaa koko portfolion riskiprofiilia sijoittajien näkökulmasta. Suurin osa rahaston kiinteistöistä oli uudiskohteita, jotka on rakennettu 2010-luvulla. Arviomme mukaan karkeasti noin 95 % portfoliosta neliömäärällä mitattuna on rakennettu tai peruskorjattu vuosina 2005-2017.

Vuokralaisportfolion hajautus hyvä

Titaniumin vuokralaisjakauma oli vuoden 2016 lopussa suhteellisen hyvin hajautettu eri hoivaoperaattoreihin ja vuokralaisriski oli kokonaisuutena arviomme mukaan suhteellisen matala. Rahastolla oli 23 vuokravastapuolta ja 67 vuokrasopimusta. Kolmen suurimman vuokralaisen osuus yhtiön vuokralaisjakaumasta oli 36 %, mikä on arviomme mukaan toimialla suhteellisen hyvä hajautus eikä minkään yksittäisen vuokralaisen osuus muodosta merkittävää vuokralaisriskiä rahastolle. Vuokralaisportfolio koostui pääosin suurista ja vakavaraisista hoiva-operaattoreista kuten Attendo, Esperi Care ja Mikeva sekä julkisesta sektorista kuten kunnista ja kaupungeista.

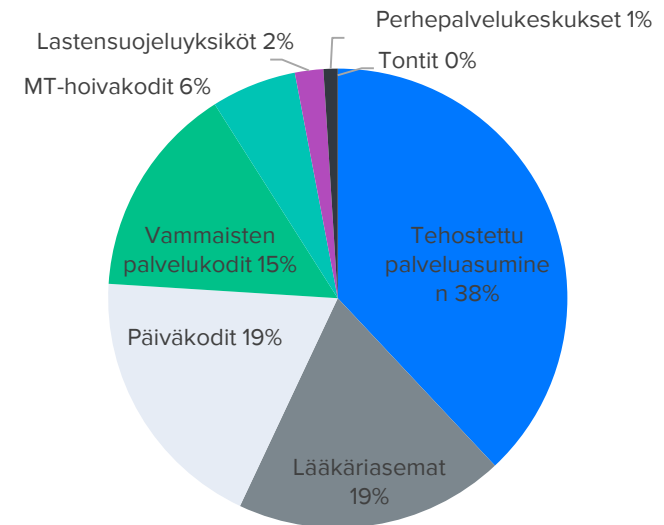
Vuokrasopimusten keskimääräinen maturiteetti oli vuoden 2016 lopussa hoivakiinteistöille suhteellisen hyvä, noin 11 vuotta. 17 % vuokrasopimuksista erääntyy 1-5 vuoden sisällä mikä on mielestämme varsin maltillinen määrä, eikä se nosta rahaston riskitasoa oleellisesti.

Jäljellä oleva vuokra-aika



Lähde: Titanium

Segmenttijakauma



Lähde: Titanium

Omaisuu denhoito ja osakerahasto

Osakerahasto

Kesällä 2016 Titanium perusti globaaleille osakemarkkinoille sijoittavan osakerahaston. Rahaston koko oli H1'17:n lopussa noin 5 MEUR ja sen hallinnointipalkkio on osakerahastolle tyyppillinen 1,95 %. Rahastoissa ei ole tuottosidonnaista palkkiota ja merkintä ja lunastuspalkkiot ovat alalle tyyppillistä tasoa.

Osakerahasto on näkemyksemme mukaan enemmänkin strateginen omaisuudenhoitoa tukeva tuote ja numeroiden valossa rahastolla ei ole oleellista merkitystä Titaniumille. Vaikka rahaston kokoluokka tulee lähivuosina kasvamaan ripeästi lähinnä omaisuudenhoiton kasvun myötä, jää sen merkitys Titaniumin konsernitasonla hyvin pieneksi.

Omaisuu denhoito

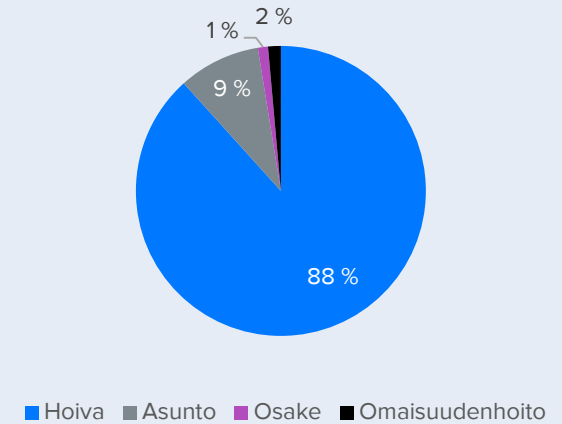
Vaikka Titanium onkin alun perin ollut täysiverinen omaisuudenhoitaja, on viime vuosien fokus ollut yksittäisten rahastotuotteiden kehityksessä johtuen niiden erinomaisesta palkkiotasosta. Tämä näkyy omaisuudenhoiton numeroissa ja yhtiön omaisuudenhoitosta saama liikevaihto oli vuonna 2016 vain 90 TEUR. Omaisuudenhoiton hallinnoitava varallisuus oli H1'17:n lopussa noin 62 MEUR. Yhtiö on viime vuosina allokoitunut pääomia omaisuudenhoitosta kiinteistörahastoihin ja omaisuudenhoiton alla olevien varojen muutokset eivät johdu asiakkaiden vaihtumisesta.

Omaisuu denhoitolla on tärkeä rooli yhtiölle strategisesti, sillä omaisuudenhoiton kautta yhtiöllä on syvempi suhde sen asiakkaisiin ja suurempi vaikutusvalta rahojen allokoointiin

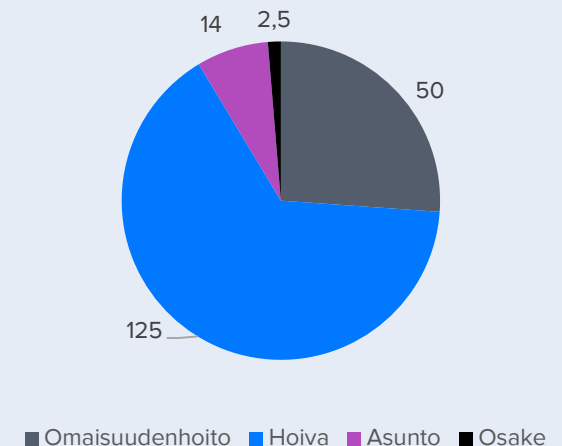
tulevaisuudessa. Esimerkiksi tilanteessa, jossa asiakas haluaa vetää kiinteistörahastosta varansa pois, voi Titanium ehdottaa muita ratkaisuja omaisuudenhoiton piirissä olevalle asiakkaalleen. Kumppanin kautta tullee pääomalle Titaniumilla on rajallisemmat mahdollisuudet vaikuttaa sen uusallokoointiin.

Yhtiön strategisena tavoitteena on panostaa omaisuudenhoitoliiketoimintaan ja kasvattaa sitä lähivuosina. Vaikka omaisuudenhoiton tarjoama tuottotaso (noin 1 %) pääomasta on varsin pieni suhteessa kiinteistörahastoihin, on omaisuudenhoitoliiketoiminnan kasvattaminen järkevää, sillä se pienentää yhtiön riippuvuutta yksittäisistä tuotteista.

Palkkiotuottojen jakauma 2016
(Inderes ennuste)



AUM jakauma 2016 (191 MEUR)



Konsernin kulurakenne

Erittäin skaalautuva kulurakenne

Titaniumin kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin kiinteä. Suurin yksittäinen kuluerä ovat **palkkiokulut**, jotka koostuvat jakelijoille maksettavista palkkioista, back-officen ulkoistamisesta ja kiinteistörahastojen tietyistä kuluista (mm. arvonmääritys). Ylivoimaisesti suurin erä näistä on jakelijoille maksettavat palkkiot ja yhtiö maksoi arviomme mukaan vuonna 2016 1,86 MEUR:n palkkiotuotoista yli 1,0 MEUR jakelijoille. Yhtiö ei ole julkistanut sen ja jakelukumppaneiden välisiä sopimuksia, mutta arviomme mukaan toimialalle tyypillisesti merkintäpalkkiot menevät täysin jakelijalle ja tuotteen hallinnointipalkkioista 40-50 % menee jakelukumppanille. Tuottosidonnaiset ja transaktiopalkkiot menevät arviomme mukaan täysimääräisesti rahastonhoitajalle. Palkkiokulut eivät ennusteissamme oleellisesti skaalaudu, sillä selvä enemmistö yhtiön uudesta pääomasta tulee tällä hetkellä kumppaneiden kautta. Lisäksi back-office kulut kasvavat yhtiön kokoluokan kasvaessa samoin kuin Hoivakiinteistöön liittyvät kulut. Palkkiokulujen osuus liikevaihdosta oli vuonna 2016 28 %.

Henkilöstökulut ovat toinen merkittävä kuluerä ja vuonna 2016 yhtiön henkilöstökulut olivat 900 TEUR. On tärkeä huomata, että yhtiön henkilöstökulut eivät sisällä neljää back-office -henkilöä joiden kulut näkyvät palkkiokuluissa. Henkilöstökulut ovat suhteessa liikevaihtoon poikkeuksellisen matalalla tasolla (2016 13 %). Tämä johtuu näkemyksemme mukaan etenkin yhtiön kapeasta tuotetarjonnasta ja haluttomuudesta tehdä etupainotteisia henkilöstöinvestointeja kasvua varten. Lisäksi

yhtiön kolmen avainhenkilön palkat (noin 120TEUR/v) ovat mielestämme alle markkinapalkkojen. Tämä riski on sijoittajan näkökulmasta kuitenkin rajattu, sillä listautumisen toteutuessa kolme avainhenkilöä ovat sitoutuneet jatkamaan nykyisillä palkkoilla ja työehdoilla seuraavat 5 vuotta. Viiden vuoden jälkeen pidämme palkkojen selkeää tasokorjausta todennäköisenä, mutta mikäli yhtiön liiketoiminta kasvaa odotuksiemme mukaisesti, jää vaikutus konsernitasolla suhteellisen pieneksi.

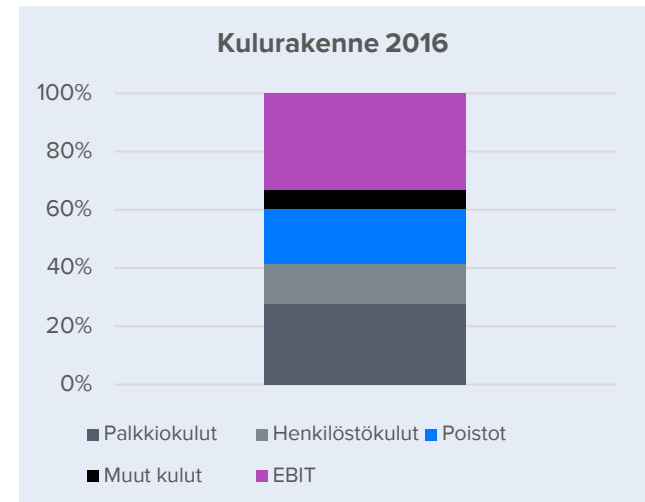
Arviomme mukaan yhtiön henkilöstökulut tulevat lähivuosina kasvamaan selvästi, kun yhtiö palkkaa uutta henkilöstöä tukemaan kasvuhankkeitaan ja vahvistamaan nykyistä toimintaansa. Henkilöstömäärän kasvu on Titaniumin tapauksessa varsin toivottavaa, sillä nykyisellään yhtiön riippuvuus yksittäisistä avainhenkilöistä on aivan liian korkea. Yhtiön kokoluokan ja henkilöstömäärän kasvaessa myös avainhenkilöriippuvuus laskee, joka on omiaan tukemaan yhtiölle hyväksyttäviä arvostuskertoimia.

Muut kulut ovat henkilöstökulujen tapaan poikkeuksellisen matalalla tasolla toimialan standardeihin nähden. Yhtiön muut kulut olivat vuonna 2016 440 TEUR ja ne koostuvat lähinnä toimitila- ja IT-kuluista. Erittäin tehokas kulurakenne heijastelee yhtiön pientä henkilöstömäärää sekä kulutehokkuuteen tähtäävää filosofiaa. Muiden kulujen erittäin matalan tason vuoksi emme näe niissä oleellista skaalautuvuutta, vaan odotamme myös niiden nousevan liikevaihdon kasvun mukana liiketoiminnan kokoluokan kasvaessa.

Viimeinen merkittävä kuluerä yhtiölle ovat **poistot**. Yhtiö poistaa vuoden 2014 konsernirakenteen muodostamisessa syntyneitä liikearvoa 5v tasapoistoin ja poistomäärä on noin 1,25 MEUR vuodessa. Näillä liikearvopoistoilla ei ole kassavirtavaikutusta ja näin ollen ne on syytä oikaista yhtiön tuloksesta. Muita poistoja yhtiöllä ei juuri ole ja poistotaso on vuodessa joitain tuhansia euroja.

Titaniumin kannattavuus on viime vuosina ollut erinomaisella tasolla. Yhtiön käyttökatemarginaali oli vuonna 2016 52 % ja toimialan ehdotonta parhaimmistoa. Poikkeuksellisen korkea marginaalitaso johtuu Hoivankiinteistön poikkeuksellisesta tuottorakenteesta sekä yhtiön erinomaisesta kulutehokkuudesta.

Emme näe yhtiön kannattavuudessa enää parantumisen varaa nykytasolta ja odotamme kannattavuuden pysyvän lähivuodet nykyisellä erinomaisella tasolla, mikä on linjassa yhtiön taloudellisten tavoitteiden kanssa.



Riskit

Riskiprofiili on verrokkeja korkeampi

Kokonaisuutena pidämme Titaniumin riskiprofiilia listattuja verrokkeja korkeampana ja tämän tulee näkyä yhtiölle hyväksyttävässä arvostustasossa. Näkemyksemme mukaan Titaniumiin liittyvät keskeiset riskit ovat:

Riippuvuus jakelijoista. Arviomme mukaan jakelijoiden osuus Titaniumin uusmyynnistä on merkittävä. Ilman merkittäviä panostuksia omaan myyntiin, Titanium tarvitsee jakelukumppaneiden onnistunutta myyntiä saavuttaakseen tulosenusteemme. Titaniumin tuotteet ovat myös jakelijoille erittäin kannattavia mikä pienentää tähän liittyviä riskejä, kunhan rahastojen tuotot pysyvät hyvällä tasolla. Myös oman myyntivoiman kasvattaminen olisi mielestämme järkevää, sillä se pienentäisi yhtiön riskiprofiilia.

Regulaation muutokset. Regulaation muutoksilla ja etenkin vuodenvaihteessa voimaan astuvalla MiFID2-säädöksellä voi olla negatiivinen vaikutus Titaniumin jakelukumppaneiden liiketoimintamalliin. Arviomme mukaan tämän riskin realisoituessa yhtiö joutuisi palkkaamaan omaa myyntihenkilöstöä tai etsimään uusia kumppaneita erilaisella sopimussuhteilla. Pitkällä aikavälillä vaikutus tästä vaihdoksesta jäisi todennäköisesti rajalliseksi, mutta lyhyellä aikavälillä se todennäköisesti hidastaisi hieman yhtiön kasvua.

Markkinatilanteen kestävyys. Nykyinen nousumarkkina on kestänyt jo yli 8 vuotta ja on varsin todennäköistä, että osakemarkkinoiden

tuotot jäävät lähivuosina merkittävästi viime vuosien erinomaisesta tasosta. Titaniumin suora osakemarkkina altistuminen on rajallinen, mutta on selvää, että markkinan kääntyessä laskuun tulisi sillä olemaan negatiivisia vaikutuksia myös yhtiön liiketoimintaan.

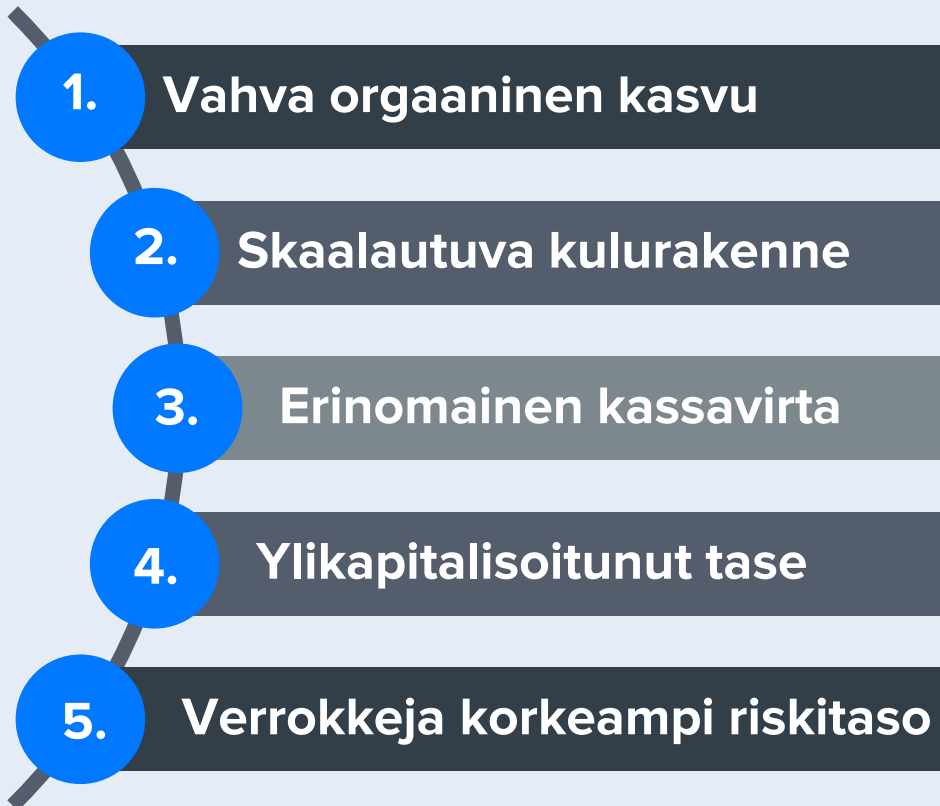
Riippuvuus avainhenkilöistä. Titanium työllistää tällä hetkellä vain 8 henkilöä ja yhtiön kasvu sekä onnistunut rahastonhoito ovat arviomme mukaan varsin riippuvaisia keskeisistä avainhenkilöistä. Avainhenkilöillä on kaikilla merkittävät omistukset yhtiössä ja he ovat sitoutuneet työskentelemään yhtiössä 5 vuotta mahdollisen listautumisen jälkeen. Vaikka emme pidä avainhenkilöriskin realisoitumista lyhyellä aikavälillä realistisena, olisi yhtiön ensiarvoisen tärkeää pienentää avainhenkilöriippuvuutta tulevien vuosien aikana.

Riippuvuus Hoivakiinteistö-rahastosta. Titaniumin tuotoista ja arvosta valtaosa nojaa Hoivakiinteistö-rahastoon. Vaikka rahaston näkymät ovat edelleen erittäin hyvät johtuen suotuisasta markkinasta ja hyvästä track-recordista, tulisi yhtiön pyrkiä pienentämään riippuvuuttaan yksittäisesti tuotteesta tuotetarjonnan laajentamisen kautta.

Herkkyyks korkojen nousulle. Titaniumin hallinnoitavasta varallisuudesta valtaosa on sijoitettu kiinteistömarkkinalle. Korkomarkkinoiden tilanteen johdosta kiinteistömarkkinan tilanne on monin paikoin ylikuumentunut ja esimerkiksi asuntomarkkina on mielestämme varsin herkkä korkojen nousulle. Titaniumin rahastot suojaavat itse vieraan pääoman korkoriskiään mikä pehmentää

hieman korkojen nousun vaikutusta yhtiöön. Korkojen nousu olisikin mielestämme negatiivista Titaniumille sillä se nostaisi tuottovaatimuksia ja laskisi kiinteistöjen hintoja. Vaikka emme pidä merkittävää korkojen nousua todennäköisenä lähivuosina, on tämä riski syytä tiedostaa.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Orgaaninen kasvu nykyisissä tuotteissa
- Uudet tuotteet
- Kassavirta ja ylikapitalisoitunut tase mahdollistavat vahvan osinkovirran

Riskit

- Riippuvuus avainhenkilöistä
- Hoivakiinteistörahaston palkkiotason kestävyys
- Riippuvuus Hoivakiinteistörahastosta
- Korkojen nousu
- Riippuvuus jakelukumppaneista

Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso

Korkea riskitaso



Varainhoitomarkkina

Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

Varainhoitomarkkinat ovat Suomessa verrattain nuoret ja esimerkiksi ensimmäiset sijoitusrahastot perustettiin vasta 1980-luvun lopulla. Viimeisen kolmen vuosikymmenen aikana varainhoitoliiketoiminta on kasvanut ripeästi kansantalouden kasvun ja kansalaisten vaurastumisen myötä. Historiallisesti suomalaisten kotitalouksien varallisuudesta valtaosa on ollut sidottuna asuntoihin ja asunto on edelleen kotitalouksilla ylivoimaisesti suurin varallisuuden muoto, vaikka muut sijoitusmuodot ovatkin yleistyneet. Markkinoiden nuori ikä heijastuu Suomessa myös siten, että kotitalouksien asuntojen ulkopuolisesta sijoitusvarallisuudesta huomattava osa on edelleen pankkien käyttötilillä tehottomassa käytössä. Kotimainen omaisuudenhoitomarkkina kärsi pahoin vuoden 2008 finanssikriisistä ja markkinan koko ylitti 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 omaisuudenhoitosopimuksien alaisuudessa.

Johtuen Suomen talouden 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.

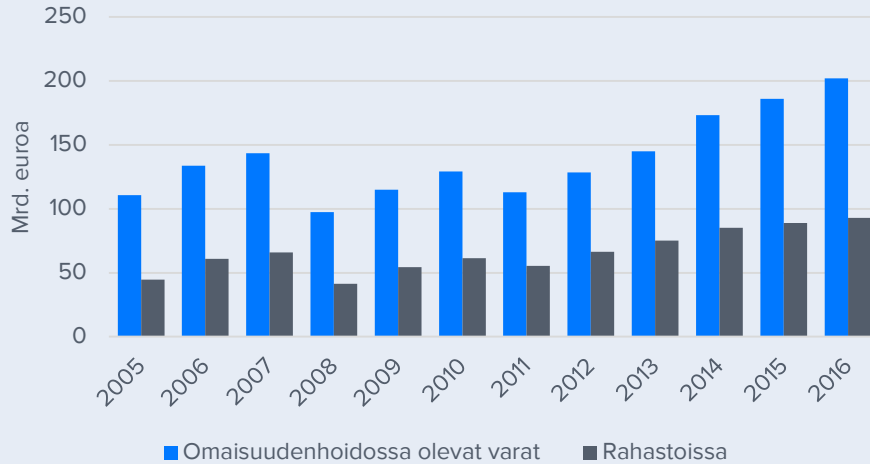
Toimialalla takanaan vahvat vuodet

Vaikka itse Suomen talous on kehittynyt vaisusti, ovat sijoituspalveluyritykset päässeet nauttimaan erittäin hyvistä tuotoista viimeisten vuosien

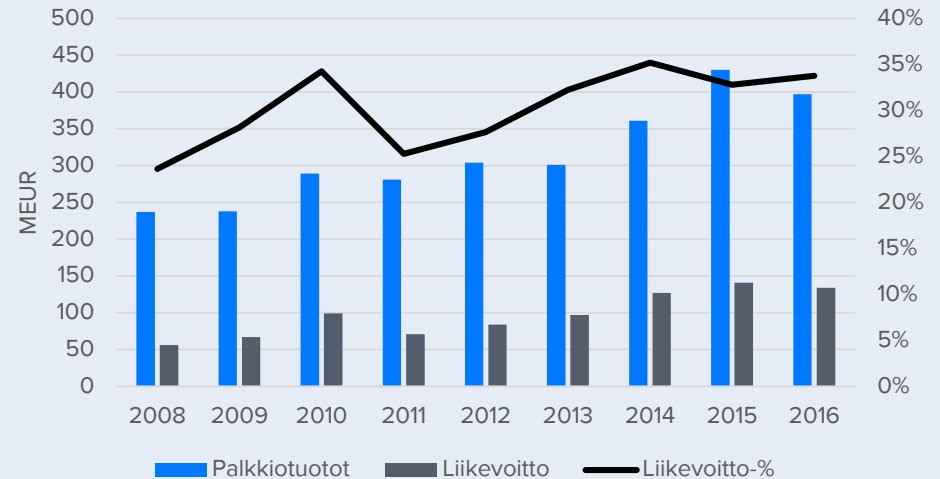
aikana. Keskuspankkien elvytys ja tästä johtuvat historiallisen matalat korot ovat olleet omiaan ajamaan pääomia korkeamman kustannustason tuotteisiin (mm. osakerahastot) ja toisaalta avanneet ovia vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kehitykselle. Lisäksi osakemarkkinoiden historiallisen vahva nousuputki on kasvattanut hallinnoitavan varallisuuden määrää ja kasvattanut tuottosidonnaisia palkkioita. Yritys- ja kiinteistöjärjestelyiden määrä on myös kasvanut selvästi johtuen likviditeetin hyvästä saatavuudesta ja matalasta korkotasosta. Alan toimijat ovatkin tällä hetkellä keskimäärin erittäin hyvin kannattavia ja toimialan näkymät ovat etenkin pankkitoiminnan ulkopuolisilta osin hyvin suotuisat. Odotamme alan positiivisen kehityksen jatkuvan vielä lyhyellä aikavälillä, kun Euroopan taloussyklin kääntyminen yhdessä EKP:n aggressiivisten toimien kanssa pitää pääomamarkkinoiden kehityksen nousujohteisena ja transaktioiden määrän suotuisana.

Toimialan yhteenveto

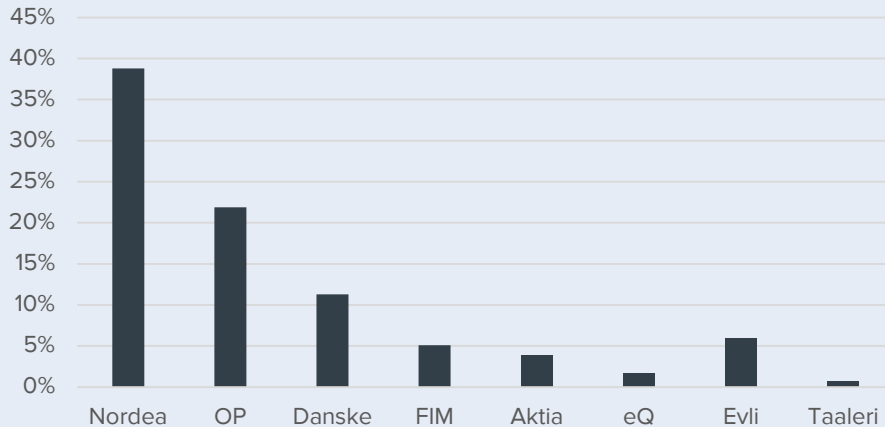
Omaisuudenhoitomarkkinan kehitys



Sijoituspalveluyhtiöiden palkkiotuotot ja kannattavuudet



Markkinaosuudet rahastopääomasta



Lähde: Inderes, FiVa, Tilastokeskus, Sijoitustutkimus

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:t) ovat vallanneet alaa.

Matala korkotasoa nostaa vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kysyntää, kun sijoittajat etsivät korkotuotoilleen substituutteja. 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 perusallokaatiota ja odotamme tämän trendin jatkuvan.

Digitalisaatio mahdollistaa uusien asiakasryhmien palvelemisen kustannustehokkaasti. Digitaalisen jakelun myötä aiemmin selvästi alipalvellusta segmentistä (varallisuusluokka 50-200 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.

Nollakorkoympäristössä 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 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 indeksi- 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 2016 lopussa 58 Finanssivalvonnan toimiluvan saanutta sijoituspalveluyritystä. Arviomme mukaan valtaosa näistä yrityksistä teki voitollisen tuloksen vuonna 2016 ja kokonaisuutena alan keskimääräinen kannattavuus on arviomme mukaan tällä hetkellä erinomaisella tasolla.

Hyvän kannattavuuden taustalla ovat varallisuusarvojen positiivinen kehitys ja suotuisa 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 Aventum-liiketoimintakauppa, eQ:n Iccapital-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: joilla valtaosalla on omaisuudenhoidon lisäksi myös muuta liiketoimintaa (esim. pankki, välitys tai

investointipankki). Tähän ryhmään kuuluvat mm. eQ, Evli, Taaleri, CapMan, Seligson, Elite 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, Evli, 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 kuluosalelta tai 2) ostaja haluaa laajentaa tuote- ja palveluvalikoimaansa tai 3) ostaja haluaa laajentaa jakeluverkostoaan uusiin kohderyhmiin/maantieteellisille alueille. Uskomme, että konsolidaatioissa etenkin pienet ja fokuoituneet toimijat tulevat olemaan

yritysjärjestelyjen kohteina, sillä niihin kasvava byrokratia ja sääntely iskevät kovimmin ja niiden integrointi osaksi suurempaa kokonaisuutta on melko kivutonta. Etenkin erikoistuneet rahastoyhtiöt (esim. Dasos) 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 hintapyynnöt ovat kohonneet korkeiksi. Valtaosalla sijoituspalveluyhtiöitä on vahva oma kulttuuri, joka etenkin pienempien yhtiöiden tapauksessa kulminoituu yhtiön pääomistajaan/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 konsolidaatio-aaltoa joudutaan odottamaan seuraavaan matalasuhdanteeseen (ts. pörssin kääntyminen laskuun) asti.

Kilpailijat ja verrokkiyhtiöt

Keskisuuret toimijat pärjäneet hyvin viime vuosina

Näkemyksemme mukaan Titaniumin keskeisiä verrokkeja pörssissä ovat keskisuuret finanssipalveluyhtiöt Evli, United Bankers, Taaleri ja Elite. Hallinnoitavalla varallisuudella mitattuna Evli on vertailuryhmän suurin toimija yli 10 miljardin euron varallisuudella ja eQ toiseksi suurin yli 9 miljardin pääomilla. Rahastopääomilla mitattuna Evli on vertailuryhmän ylivoimaisesti suurin toimija 7,5 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 67 MEUR:n nettopalkkiotuotoilla.

Kannattavuudet vaihtelevat eri toimijoiden osalta selvästi ja suoraa korrelaatiota liiketoiminnan koon ja kannattavuuden välillä ei voida vetää. Kannattavuuteen vaikuttaa merkittävästi liiketoiminnan kulumakene, strategia ja liiketoimintarakenne.

Titaniumin 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 noin 70 %).

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 pärjäneet kohtuullisesti vahvan markkinakehityksen ansiosta, mutta jatkuvasti kasvava regulaatio ja resurssien puute on supistanut myös niiden elintilaa selvästi. Pienissä toimijoissa parhaiten ovat menestyneet erikoistuneet toimijat, joihin myös Titanium lukeutuu. 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 2011-2017e kaikkien keskisuurien toimijoiden liikevaihdot ovat kasvaneet voimakkaasti.

Myös kannattavuuskehitys on ollut keskisuurilla toimijoilla erinomaista ja kaikkien liikevoitot ovat

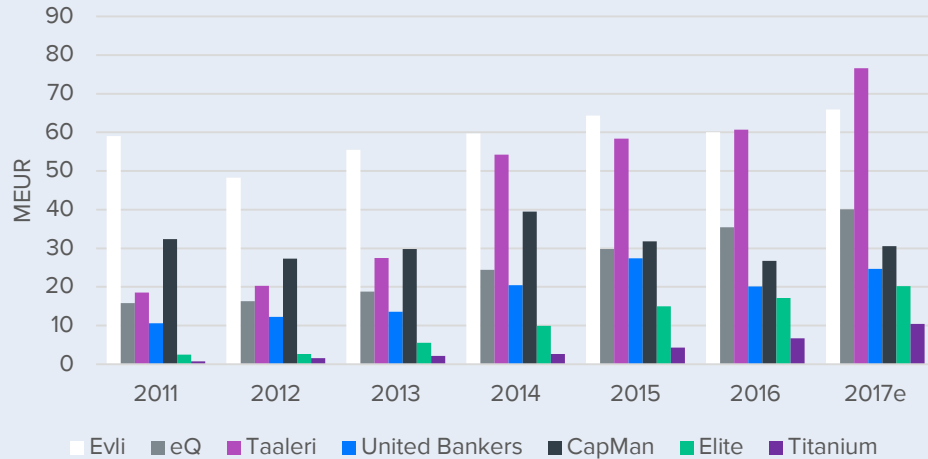
kasvaneet merkittävästi johtuen kasvusta ja liiketoiminnan skaalautuvuudesta.

Keskisuuret omaisuudenhoitotalot ovat kaikki myös onnistuneet kasvattamaan hallinnoitavaa varallisuuttaan yleistä markkinakehitystä nopeammin ja voittamaan markkinaosuuttaan. 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.

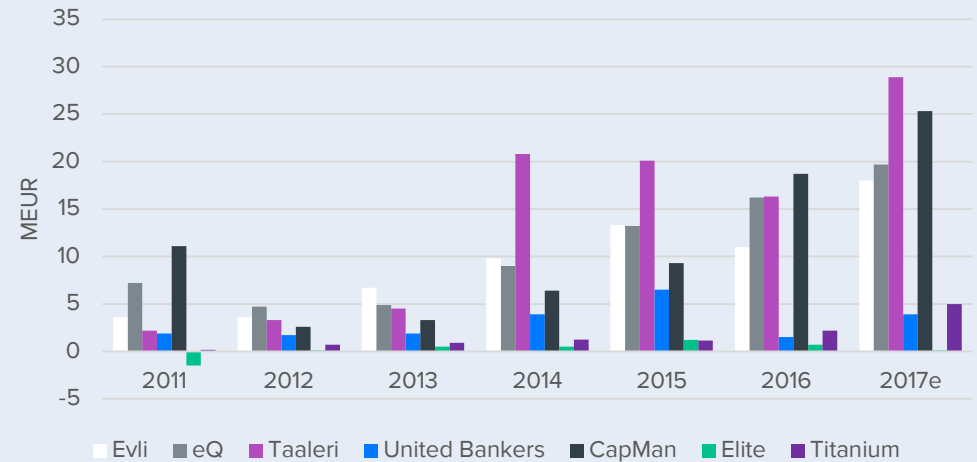
Uskomme, että pienet erikoistuneet sekä keskisuuret pelurit tulevat jatkamaan markkinaosuuksiensa kasvattamista pankkien kustannuksella myös jatkossa. Ottaen huomioon suurten pankkien markkinaosuudet ja vahvat jakeluverkostot, ei tämä keskisuurten toimijoiden kasvu tule uhkaamaan suurten toimijoiden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

Kilpailijat ja verrokkit yhteenveto

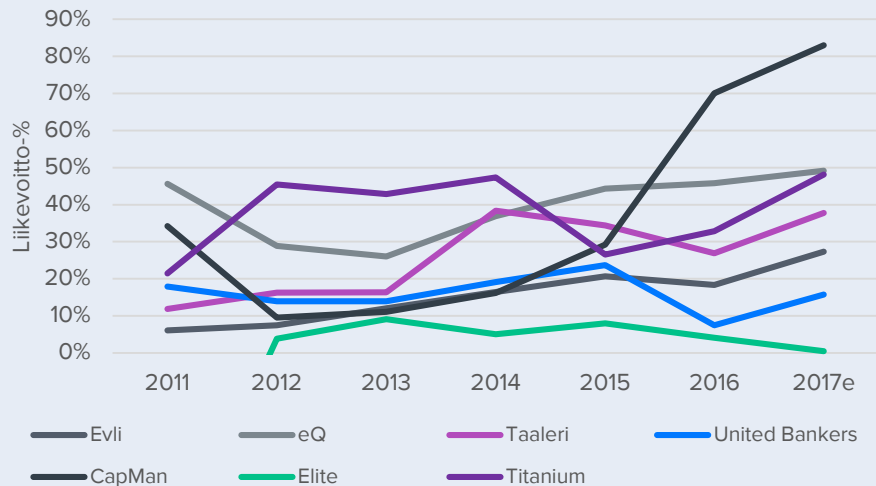
Verrokkien liikevaihdon kehitys



Verrokkien liikevoittojen kehitys



Verrokkien kannattavuuskehitys



Kilpailijamatriisi

	United Bankers	Taaleri	Evli	eQ	CapMan	Elite	Titanium
Investointipankki	Kyllä	Sisäinen	Kyllä	Kyllä	Ei	Ei	Ei
Omaisuuksienhoito	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Rahastoyhtiö	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Arvopaperivälitys	Kyllä	Sisäinen	Kyllä	Ei	Ei	Ei	Ei
Pankkitoiminta	Ei	Ei	Kyllä	Ei	Ei	Ei	Ei
Strukturoidut tuotteet	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Ei	Ei	Kyllä
Private equity	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Ei

Lähde: Inderes, eQ, UB, Taaleri, CapMan, Elite, Titanium ja Evli

Suomen asuntomarkkinat 1/2

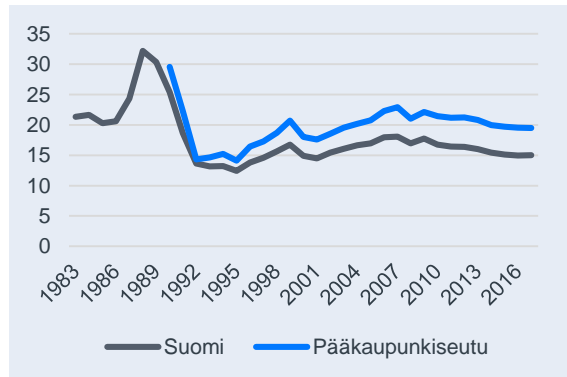
Asuntohintojen kehitys vuosia viime vuodet - 2000-luvulla hinnat nousseet 3,8 %/vuosi

Suomen vanhojen osakeasuntojen hintojen kehitys on ollut vuosia viime vuodet ja koko maan tasolla hinnat ovat lähes samalla tasolla kuin vuoden 2013 alussa. Tilastoista näkyy selvästi Suomen asuntomarkkinoiden eriytyminen taantuviin alueisiin ja kehittyviin kasvukeskuksiin. Taustalla on erityisesti muuttoliikkeestä aiheutuvat kysyntämuutokset. Pääkaupunkiseudulla hinnat ovat nousseet 2000-luvun alusta lukien keskimäärin 4,3 % vuodessa, kun taas muualla Suomessa hinnat ovat nousseet keskimäärin 2,7 % vuodessa.

Hintojen kehitys vakaata suhteessa tuloihin ja vuokriin

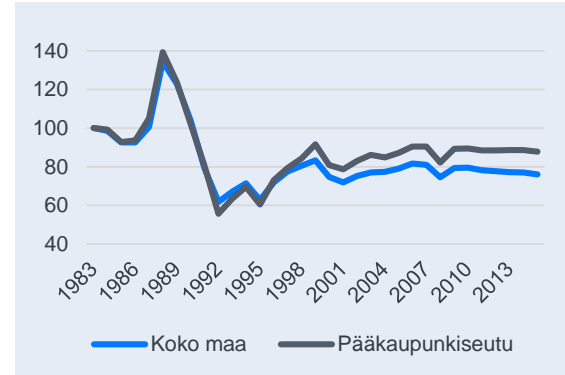
Näkemyksemme mukaan asuntojen keskimääräiset hinnat eivät ole poikkeuksellisen korkealla tai matalalla tasolla suhteessa keskimääräiseen vuokratason tai kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin.

Asuntojen hinnat suhteessa neliovuokriin



Lähde: Tilastokeskus

Asuntojen hinnat käytettävissä oleviin tuloihin



Lähde: Tilastokeskus

Asuntojen peruskysyntäajurit vahvistuneet

Asuntokysyntää ja -hintoja määrittää pitkällä aikavälillä peruskysynnän (väestönkasvu, muuttoliike, asumisväljyys), ansiotason ja työllisyyden kehitys. Lyhyellä aikavälillä kysyntää ohjaa voimakkaasti myös korkotason, kuluttajaluottamuksen, rahoituksen saatavuuden ja sijoittajien tuottovaatimuksen muutokset.

Näkemyksemme mukaan asuntojen peruskysyntätekijät ovat hyvin positiiviset, sillä Suomessa on käynnissä vilkas muuttoliike maaseudulta kaupunkiseuduille, väestönkasvu keskittyy kaupunkeihin ja asuntokuntien koko pienenee. Kuluttajien asunnonostokykyssä ei ole nähdäksemme tapahtunut merkittäviä muutoksia, mutta trendi on ollut lievästi positiivinen johtuen ansiotason hienoisesta kasvusta, korkotason laskusta ja asuntohintojen maltillisesta kehityksestä. Näkemyksemme mukaan asunnonostokyky tulee säilymään myös lähivuodet melko vakaana, sillä emme odota

isoja muutoksia korkoihin tai ansiotasoon. Tämä pitänee myös yhdessä kasvavan tarjonnan ja maltillisesti kehittyvien rakennuskustannusten kanssa asuntojen hintojen kehityksen maltillisena.

Asuntojen sijoittajakysyntä on ollut viime vuosina erittäin vahvaa. RT:n mukaan asuntorahastot ostivat esim. vuoden 2014 kerrostalotuotannosta noin puolet. Odotamme sijoittajakysynnän säilyvän historiallisen hyvällä tasolla myös lähivuosina, sillä asuntojen vuokratuottojen kehitys on jatkunut vahvana ja riskittömän koron ja asuntojen nettovuokratuoton ero on edelleen ennätyskorkea. Asuntosijoitukset ovat Suomessa tuottaneet kaikista kiinteistösijoituksista toiseksi parhaiten viimeisen 10 ja 5 vuoden ajanjaksolla. Vuotuinen kokonaistuotto on ollut keskimäärin 8,3 %.

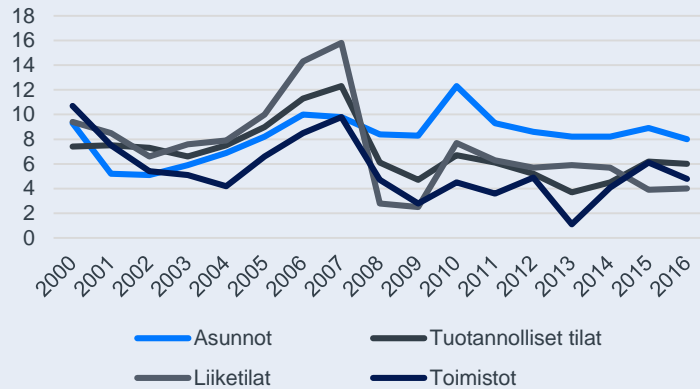
Odotamme asuntojen hintoihin 1,5-2,0 %:n kasvua lähivuosina

Nykyisten talousnäkömien ja asuntojen lisääntyvän tarjonnan valossa odotamme vuodelta 2017 noin 1,5 %:n keskimääräistä nimellistä asuntohintojen nousua ja vuodelta 2018 noin 2,0 %:n hintanousua (2016 toteutunut +0,9 %). Odotamme hintojen nousevan lähivuosina, mutta jäävän silti selvästi alle Suomen pitkän aikavälin asuntojen hintojen nousuvauhdin (noin 4 %).

Myös eri ennustelaitosten antamat arviot asuntohintojen muutoksesta ovat saman suuntaisia. Esimerkiksi Hypo arvio, että asuntohinnat nousevat kuluvana vuonna 1,5 % ja ensi vuonna 1,5 %. PTT:n ennuste vuoden 2017 hintanousuksi on 1,8 %.

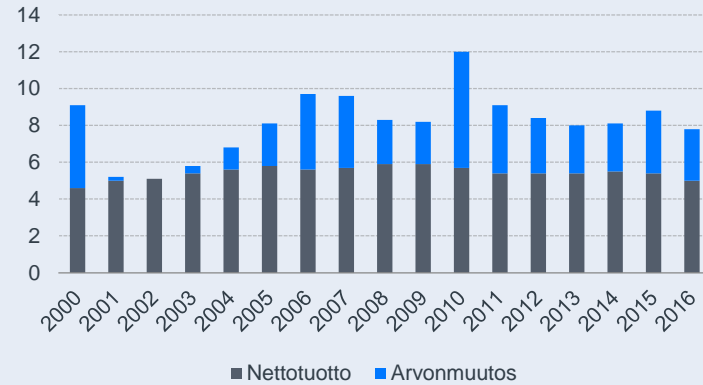
Suomen Asuntomarkkina 2/2

Kiinteistösjoitusten kokonaistuotot



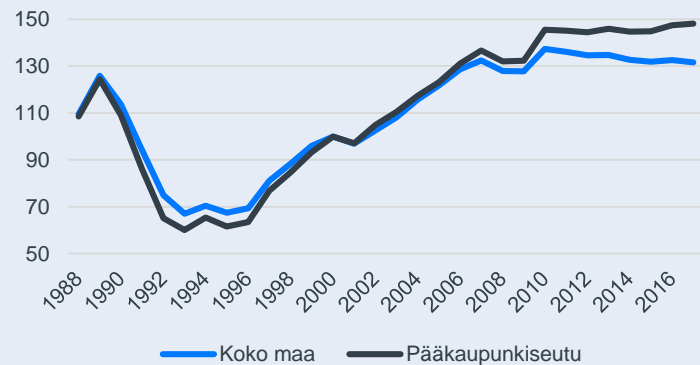
Lähde: KTI

Asuntosijoitusten kokonaistuotot



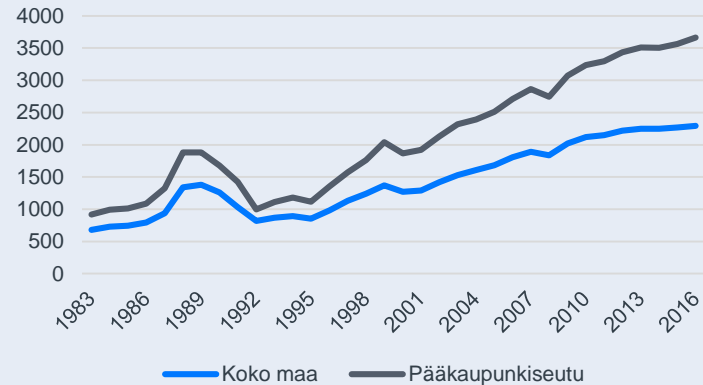
Lähde: KTI

Asuntojen reaali hinnat, 2000 = 100



Lähde: Tilastokeskus

Asuntojen nimelliset hinnat 1983-2016



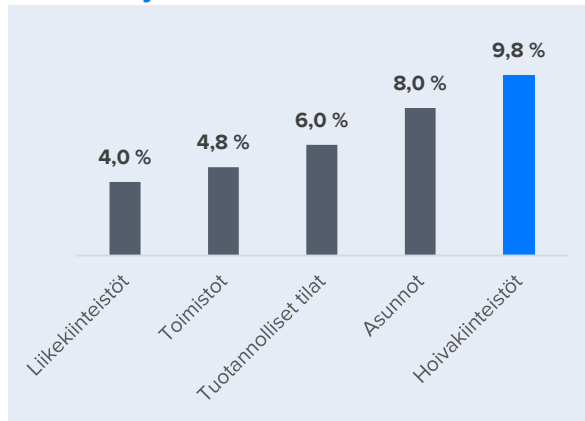
Lähde: Tilastokeskus

Markkinakatsaus hoivakiinteistöt 1/4

Korkean tuoton kiinteistösijoitus

Hoivakiinteistöillä ei ole Suomessa yksiselitteistä määritelmää, mutta niihin luetaan yleisesti mm. vanhusten hoivakodit, erityisryhmien palvelutalot, terveysasemat, päiväkodit sekä sosiaali- ja nuorisotoimeen liittyvät kiinteistöt. KTI:n mukaan hoivakiinteistöt tarjosivat vuonna 2016 Suomessa kaikista kiinteistötyypeistä korkeimman tuoton. KTI:n kiinteistöindeksin mukaan eri kiinteistötyyppien kokonaistuotot olivat 4,0-9,8 % vuonna 2016. Hoivakiinteistöjen tuotto oli KTI:n mukaan 9,8 % vuonna 2016.

Kiinteistösijoitusten kokonaistuotto 2016



Lähde: KTI

Hoivakiinteistöjen erityispiirre kiinteistösijoituksena on se, että niiden riskiprofiili on kaupallisiin kiinteistöihin verrattuna tyypillisesti matala. Tämä johtuu siitä, että hoivakiinteistöjen loppuasiakkaina ovat Suomessa usein kunnat ja julkinen sektori, sekä

yksityiset hoiva-alan yritykset eli ns. hoivaoperaattorit, jotka tuottavat näitä lakisääteisiä palveluita. Tämä osaltaan rajoittaa vuokralaisriskiä. Hoivakiinteistöt ovat myös yleensä vähemmän suhdanneherkkiä kaupallisiin kiinteistöihin verrattuna, sillä niiden loppukysyntä ei arviomme mukaan ole merkittävästi riippuvainen yleistaloudellisesta suhdanteesta, vaan julkisen sektorin ostoista ja yksityisten sosiaalipalveluiden markkinaosuuden kasvusta.

Hoivakiinteistöille ovat tyypillistä pitkät, KTI:n mukaan noin 10-15 vuoden vuokrasopimukset. Vertailun vuoksi esimerkiksi toimistokiinteistöillä vuokrasopimukset ovat KTI:n mukaan tyypillisesti 3-5 vuoden mittaisia. Edelleen hoivakiinteistöillä on tyypillisesti vain yksi vuokralainen ja niiden vuokrausaste on siksi usein 100 %. Kaupallisissa kiinteistötyypeissä vuokrausasteet ovat tyypillisesti tätä matalampia, usein 85-95 % välillä.

Hoivakiinteistöjen vuokrasopimukset ovat lisäksi usein nettovuokrasopimuksia eli vuokralainen maksaa itse kiinteistöjen hoitokulut. Tämä osaltaan vähentää kiinteistön omistajan riskejä ja vähentää vuokratassavirran kausivaihtelua. Hoivakiinteistöjen tarjonta on osaltaan rajattu, sillä ne ovat usein luvanvaraisia kiinteistöjä. Myös niiden operointiin liittyy usein rajoitteita ja erilaisia säädöksiä. Nämä osaltaan ovat vähentäneet hoivakiinteistöjen tarjontaa ja arviomme mukaan nostaneet hoivakiinteistöjen vuokratasoja Suomessa.

Hoivakiinteistöjen huonona puolena ovat taas usein kiinteistöjen rajattu käyttötarkoitus ja

rajattu kysyntä. Esimerkiksi tehostetun palveluasumisen hoivakotia voi olla kallista ja vaikeaa myöhemmin muuttaa muuhun tarkoitukseen, mikäli sillä ei enää ole käyttöä hoivakotina. Hoivakiinteistöjen toimintaan liittyy myös usein muita kiinteistötyyppejä enemmän lainsäädäntöä ja rajoituksia, mitkä lisäävät osaltaan niiden omistamisen riskiprofiilia. Etenkin Suomessa viranomaiset ovat historiallisesti ennalta arvaamatta muuttaneet hoivakiinteistöjen fyysisiä vaatimuksia.

Hoivakiinteistömarkkinan koko n. 1,8 miljardia euroa vuonna 2016

Suomeen on viime vuosina perustettu useita hoivakiinteistöihin erikoistuneita kiinteistörahastoja ja sijoitusyhtiöitä. Näiden lisäksi institutionaaliset sijoittajat ovat sijoittaneet suoraan hoivakiinteistöihin. Markkinan tämänhetkistä kokoa on vaikea arvioida tarkkaan, mutta KTI:n arvion perusteella Suomen ammattimaisten sijoittajien omistamien hoivakiinteistöjen yhteenlaskettu arvo oli noin 1,8 miljardia euroa vuonna 2016.

Markkinakatsaus hoivakiinteistöt 2/4

Vakaasti kasvava markkina

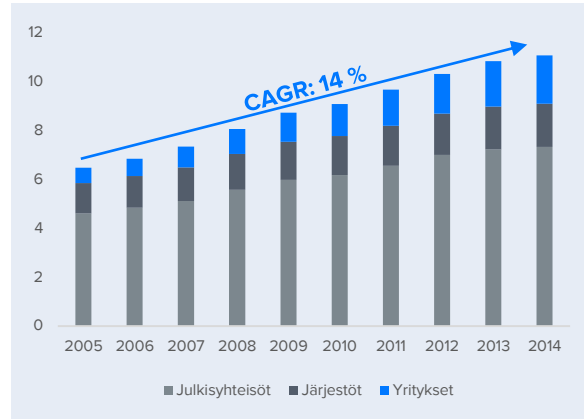
Keskitymme tässä markkinakatsauksessa kuvaamaan yleisesti yksityisten yritysten sosiaalipalveluiden markkinaa, sillä tämän markkinan kehitys antaa mielestämme objektiivisen yleiskuvan yksityisten hoivakiinteistöjen loppukysynnän kehityksestä. Keskitymme erityisesti Titaniumin tärkeimpiin hoivasegmentteihin, jotka ovat yksityiset päiväkodit sekä etenkin tehostetun palveluasumisen hoivakodit.

Yksityisten yritysten sosiaalipalvelumarkkinan vuotuinen kasvuvauhti on historiassa ollut noin 14 % ja arvioimme tämän kasvuvauhdin edelleen kiihtyvän tulevaisuudessa yksityisten palvelutuottajien penetraatioasteen kasvaessa ja tämän edelleen kiihdyttävän yksityisten hoivakiinteistöjen kysyntää.

Sosiaalipalveluiden tuotos

Sosiaalihuollon palvelujen tuottaminen on Suomessa kuntien lakisääteinen velvoite ja niitä tuottavat julkinen sektori, säätiöt sekä yksityiset yritykset. Sosiaalipalveluiden tuotos, johon kuuluvat avohuollon ja asumisen sisältävät palvelut kokonaisuudessaan on kasvanut keskimäärin noin 6 % vuodessa vuosien 2005 ja 2014 välillä ja ne olivat noin 11,1 miljardia euroa vuonna 2014. Näistä avohuollon palveluita ovat mm. lasten päivähoito ja asumisen palveluita ovat mm. vanhusten ja vammaisten hoitolaitokset sekä palvelutalot. Sosiaalipalveluiden tuotoksesta päiväkotitoiminnan osuus on arviomme mukaan noin 3 miljardia euroa ja Titanium Hoivakiinteistöille olennainen palvelutalo- ja asumispalveluiden markkina noin 2 miljardin euron suuruinen.

Sosiaalipalveluiden tuotos Suomessa, 2006-2014 (mrd. EUR)



Lähde: Tilastokeskus

Yksityisen sektorin rooli sosiaalipalveluiden tuottajana on vahvistunut viime vuosina ja vuonna 2014 se vastasi lähes 18 prosentista koko tuotoksesta, kun vuonna 2005 vastaava osuus oli 10 %. Yritysten tuottama sosiaalipalveluiden tuotos onkin kasvanut voimakkaasti, keskimäärin noin 14 % vuodessa vuosien 2005 ja 2014 välillä.

Markkinan erityispiirteet

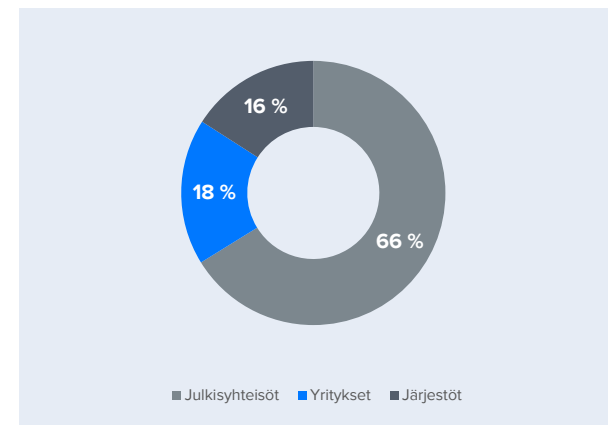
Yksityisillä sosiaalipalveluita tuottavilla yrityksillä on yhteistä se, että niiden kysyntä on vahvasti riippuvainen kuntien ostoista. THL:n tilastojen mukaan vuonna 2010 yli 75 % alan yrityksistä myi vähintään puolet palveluistaan kuntayhteisöille. Toimiala on yleisesti pienyritysvaltainen, mutta keskittyvä. Viime vuosina suuret hoiva-alan yritykset ovat kiihtyvällä tahdilla kasvattaneet markkinaosuuttaan ostamalla pieniä toimijoita yrityskaupoilla ja kasvaneet organisaatiosta

avaamalla uusia toimipisteitä.

Palvelutalo- ja asumispalvelutoiminnassa suurten yritysten (yli 250 henkilöä) markkinaosuus oli vuonna 2011 työ- ja elinkeinoministeriön mukaan noin 50 %. Avohuollossa, johon mm. lasten päivähoito luetaan, suurten yhtiöiden osuus oli vain 10 %. Lasten päivähoitossa on kuitenkin viime vuosina myös nähty keskittymistä ja suurten yhtiöiden markkinaosuuden kasvua. Esimerkiksi vuosina 2015-2016 Touhula Varhaiskasvatus Oy osti Vekara Päiväkodit ja Aarresaari-päiväkodit.

Suuria yksityisiä sosiaalipalveluiden tuottajia ovat Suomessa mm. Attendo, Espero Care Group, Mehiläinen ja Mi-Hoiva -konserni. Nämä yhtiöt ovat käytännössä asiakkaita Titaniumille ja niiden kasvu vaikuttaa siten olennaisesti Titaniumin omistamien kiinteistöjen kysyntään.

Sosiaalipalveluiden tuotos 2014 (mrd. EUR)

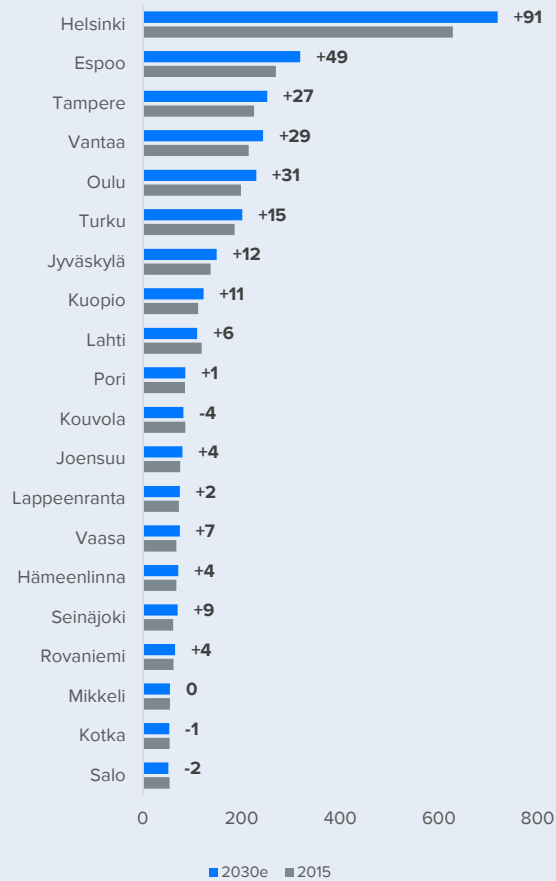


Markkinakatsaus hoivakiinteistöt 3/4

Kasvuajuri	Vaikutus
Väestön keskittyminen	<ul style="list-style-type: none">• Vahva kysyntä ja tarve sadoille päiväkodeille ja myös hoivakiinteistöille.
Väestön ikääntyminen	<ul style="list-style-type: none">• Tarvitaan 30 000-40 000 uutta hoivapaikkaa, mikä tarkoittaa 3-4 miljardin euron investointeja.
Julkisen sektorin velkaantuminen	<ul style="list-style-type: none">• Kunnat hakevat aktiivisemmin yksityisiä sijoittajia ja tulevat mielellään itse vuokratiloihin, jotka eivät kasvata kuntien velkataakkaa.
SOTE -uudistus ja palvelusetelin yleistyminen	<ul style="list-style-type: none">• Valinnanvapaus tulee lisääntymään etenkin päivähoidossa, missä yksityisen sektorin osuus on vasta noin 13 %.• Lyhyellä aikavälillä SOTE lisää kuitenkin myös epävarmuutta.

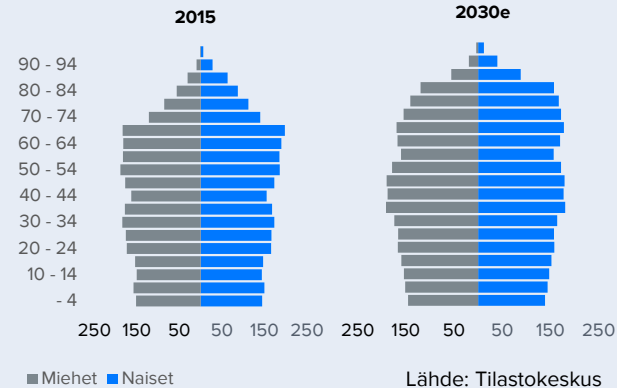
Markkinakatsaus hoivakiinteistöt 4/4

Väestönkasvu Suomen 20 suurimmassa kaupungissa, 2015-2030e (tuhatta henkilöä)

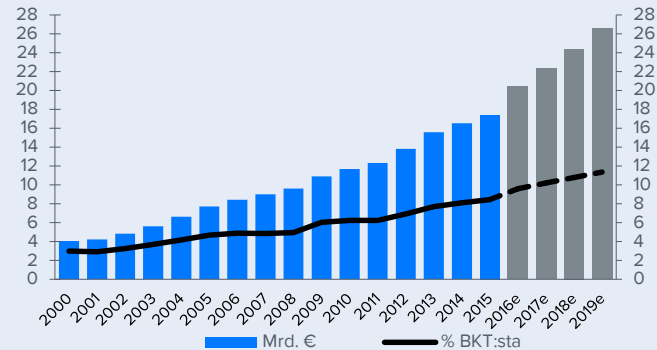


Lähde: Tilastokeskus

Väestön ikärakenne 2015 ja 2030e



Kuntien lainakanta 2000-2019e



Lähde: Tilastokeskus ja kuntaliitto

Taloudellinen tilanne

Kevyt ja nettovelaton tase

Titaniumin tase on sijoittajan näkökulmasta hyvin yksinkertainen. Taseen loppusumma oli H1'17:n lopussa 10,7 MEUR, oma pääoma 9,7 MEUR ja yhtiö oli nettovelaton. Pitkäaikaisten varojen osalta yhtiöllä on taseessaan noin 3 MEUR:n edestä liikearvoa liittyen vuonna 2014 toteutettuun konsernirakenteen synnyttämiseen. Yhtiö poistaa tätä liikearvoa FAS-kirjanpidon mukaisesti ja liikearvomassa poistuu yhtiön taseesta näillä näkymin vuoden 2019 loppuun mennessä. Liikearvon poistamisella ei ole kassavirtavaikutusta ja näin ollen se on syytä oikaista yhtiön tulosta tarkasteltaessa.

Lyhytaikaiset varat koostuvat käteisestä (5 MEUR) ja yhtiön sijoituksista sen omiin rahastoihin (1,5 MEUR). Loput erät (noin 1,2 MEUR) ovat saamia ja liittyvät liiketoiminnan pyörittämiseen.

Yhtiön liiketoiminta ei vaadi sen pyörittämiseen juurikaan pääomaa ja regulaattorien vakavaraisuusvaatimukset asettavatkin rajat yhtiön taseelle. Regulaattorin asettama minimitaso yhtiön ydinvakavaraisuussuhde (CET1) on 8 %, kun se H1'17:n lopussa oli 26,8 %.

Listautuminen vahvasti tasetta entisestään

Titanium keräsi listautumisannilla uutta pääomaa noin 5 MEUR:n edestä. Annin kulut ovat 0,9 MEUR ja näin ollen nettona uutta rahaa yhtiöön tuli 4,1 MEUR. Laskelmiemme mukaan yhtiön nettokassavarat ovat annin jälkeen noin 10 MEUR. Tase on selvästi ylikapitalisoitunut ja omavaraisuusaste sekä nettovelkaantumisaste

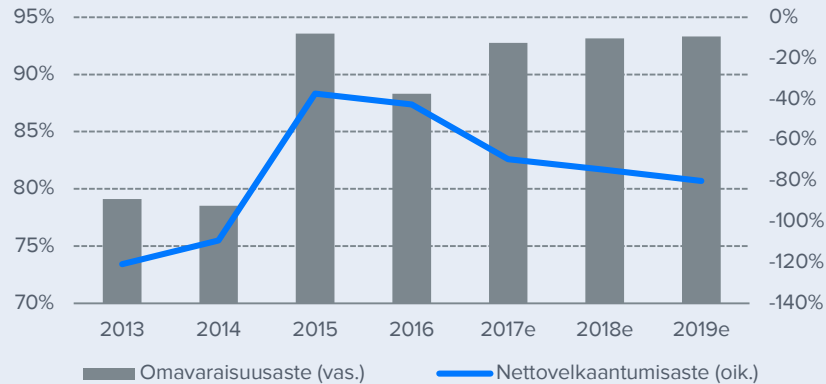
ovat laskelmiemme mukaan 91 % ja -70 %.

Arviomme mukaan yhtiö haluaa todennäköisesti säilyttää selkeän liikkumavaran taseensa puolelta mahdollisia yritysjärjestelyjä silmällä pitäen ja näin ollen odotammekin taseen säilyvän ylikapitalisoituneena lyhyellä aikavälillä.

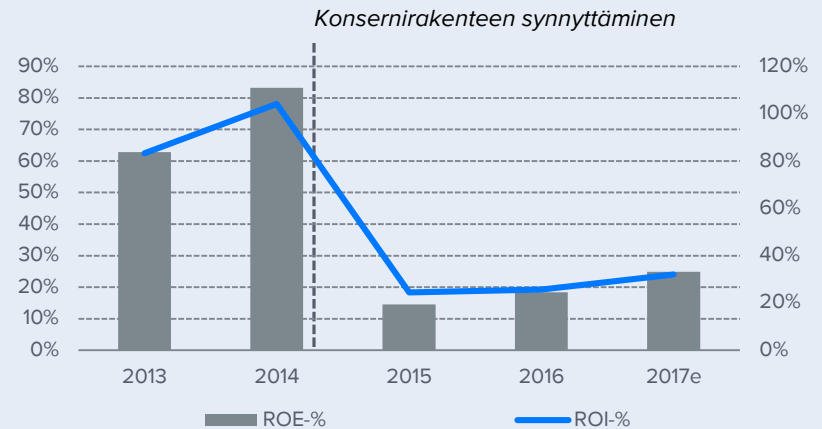
Emme lähtökohtaisesti pidä järkevänä, että yhtiö vahvistaisi tasettaan entisestään nykyiseltä tasoltaan. Yhtiön tase mahdollistaa keskikokoisten yrityskauppojen toteuttamisen käteisellä ja lisäksi yhtiö voi tarvittaessa käyttää myös omaa osakettaan mahdollisissa suuremmissa järjestelyissä. Näin ollen pidämmekin todennäköisenä, että yhtiö tulee jakamaan lähivuosina valtaosan tuloksestaan ulos osinkoina ja ilman yritysjärjestelyjä osingonjakosuhte tulee olemaan yli yhtiön osingonjakopolitiikan mukaisen 70 %:n tavoitetason.

Taloudellinen tilanne

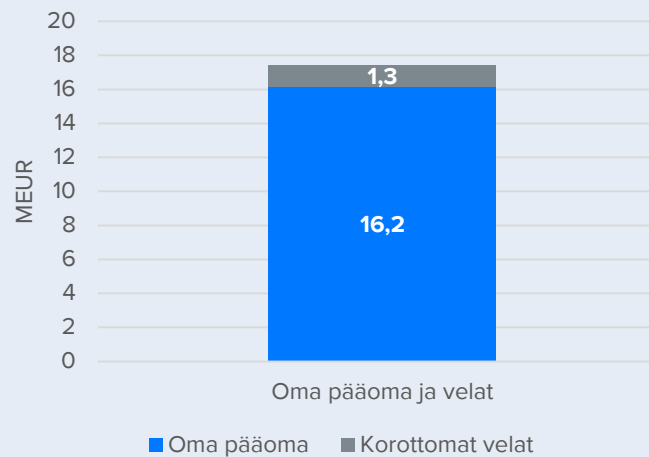
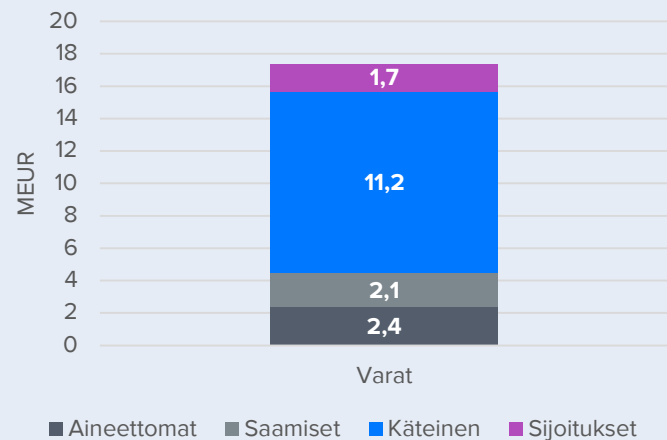
Taseen tunnuslukujen kehitys



ROE -% ja ROI-% (sis. liikearvopoistot)



Taserakenne, 2017e



Lähde: Inderes, Titanium

Tulevaisuuden ennusteet 1/2

Vuodesta 2017 muodostumassa erinomainen

Titaniumin H1'17 on sujunut erinomaisesti ja yhtiön liikevaihto kasvoi 90 % vertailukaudesta 4,63 MEUR:oon. Liikevaihdon kasvun ajurina toimi kiinteistörahastojen vahva kasvu, mikä heijastui positiivisesti hallinnointi- ja transaktiopalkkioihin. Myös tuottopalkkiot ovat arviomme mukaan olleet alkuvuonna hyvällä tasolla molemmissa rahastoissa. Vahvan liikevaihdon kasvun seurauksena H1'17:n oikaistu liikevoitto kohosi 2,9 MEUR:oon (H1'16: 0,57 MEUR) ja liikearvopoistoista oikaistu liikevoittomarginaali yli 60 %:iin.

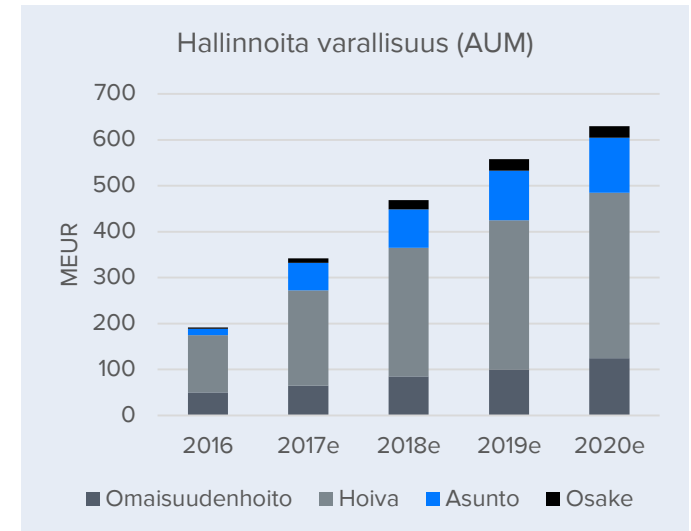
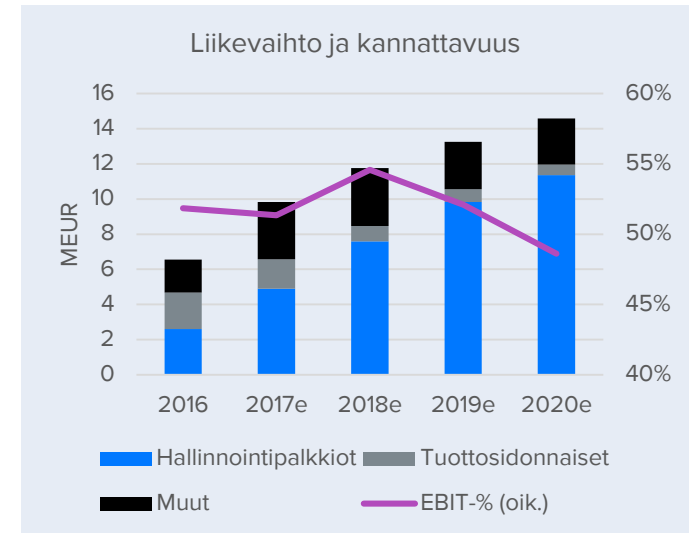
Myös loppuvuoden osalta näkymä on vahva. Myynti yhtiön keihäänkärkituotteissa vetää tällä hetkellä hyvin ja molemmissa kiinteistörahastoissa tuottotasot pysynevät hyvällä tasolla tuottovaatimusten laskiessa. Kohteiden nopean hankinta- ja rakentamistahdin myötä myös transaktiopalkkiot tulevat olemaan hyvällä tasolla. Myös omaisuudenhoidossa yhtiö on kasvanut selvästi uusien rekrytointien myötä, joskin sen merkitys konsernin numeroihin on rajallinen. Kokonaisuutena odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan kuluvana vuonna 53 %:lla 10,2 MEUR:oon. Kukurakenteessa ei H2:n aikana tapahdu oleellisia muutoksia (pois lukien osakeannin kulut) ja liikevoitto tulee olemaan erinomaisella tasolla. Ennustamme 2017 liikearvopoistoista oikaistuksi liikevoitoksi 5,3 MEUR (sisältää annin 0,9 MEUR:n kulut).

Hyvät edellytykset positiivisen kehityksen jatkumiselle

Titaniumilla on hyvät edellytykset jatkaa erinomaista kehitystään myös ensi vuonna. Kiinteistömarkkinan vahvan vedon ansiosta pääoman virtaus etenkin Hoivakiinteistöön tulee jatkumaan. Ennustamme Hoivakiinteistön oman pääoman nousevan 280 MEUR:oon (2017e: 207 MEUR) ja Asunnon 85 MEUR:oon (2017e: 60 MEUR). Liikevaihto kasvaa molempien rahastojen hallinnointipalkkioiden nousussa ja uuden pääoman mukanaan tuomien transaktiopalkkioiden myötä. Tuottosidonnaiset palkkiot laskevat selvästi johtuen siitä, että on haasteellisempaa löytää kohteita, jotka tarjoavat saman nettotuoton kuin nykyinen kohdekanta. Kokonaisuutena ennustamme liikevaihdon kasvavan 17 % 12,1 MEUR:oon. Liikevaihdon mix on huomattavasti 2017 tasoa terveempi, sillä jatkuvien hallinnointipalkkioiden osuus nousee 63 %:iin.

Odotamme yhtiön kulutason nousevan uusien rekrytointien myötä, mutta pysyvän suhteellisesti edelleen erittäin matalalla tasolla. Odotamme yhtiön palkkaavan ensi vuonna 3 uutta työntekijää. Suhtaudumme yhtiön henkilöstömäärän kasvuun positiivisesti, sillä se pienentää avainhenkilöihin liittyviä riskejä ja mahdollistaa myös uusien tuotteiden markkinoille tuomisen mikä pienentää tuotekohtaista riippuvuutta pitkällä aikavälillä.

Kannattavuus pysyy erinomaisella tasolla ja ennustamme liikearvopoistoista oikaistun liikevoiton kohoavan 6,6 MEUR:oon ja vastaavan marginaalin olevan erinomainen 55 %.



Tulevaisuuden ennusteet 2/2

2019-2020 markkinan kestävyys kysymysmerkkinä

Vuosien 2019-2020 osalta odotamme yhtiön kasvun hidastuvan, kun kiinteistörahastojen kokoluokka kasvaa ja samalla uusien kohteiden hankinta muuttuu yhä hankalamaksi johtuen laskevista tuottovaatimuksista markkinalla. Emme ota ennusteissamme huomioon mahdollisia uusia tuotteita, sillä yhtiö on vielä ollut vaitonainen näiden suhteen. Pidämme uusia tuotteita yhtiön arvon kannalta erittäin kriittisinä, sillä ne hajauttaisivat yhtiön tulovirtoja ja mahdollistaisivat kasvun jatkumisen kiinteistörahastojen kasvun hidastuessa.

Ennustamme vuosien 2019 ja 2020 liikevaihdon kasvavan 12 %:lla ja 9 %:lla. Kasvun moottoreina toimivat edelleen yhtiön kiinteistörahastot ja etenkin Hoiva. Odotamme Hoivan kokoluokan nousevan 2020 mennessä 360 MEUR:oon (GAV 600 MEUR). Yhtiön omana tavoitteena on kasvattaa Hoivakiinteistön koko yli 500 MEUR:oon (GAV) tulevan 2-3 vuoden aikana. Pidämme tavoitetta realistisena johtuen hoivamarkkinan suotuisista näkymistä sekä yhtiön laajasta hankekannasta. Yhtiön mukaan valtaosa 500 MEUR:n kokoluokkaan vaadittavista hankkeista on jo sovittu ja tähän kasvuun liittyvä riski on mielestämme rajallinen.

Asuntorahaston kokoluokan ennustamme kasvavan 120 MEUR:oon (GAV 200 MEUR). Kasvuarviomme on varovainen johtuen varovaisesta näkemyksestä asuntomarkkinoita kohtaan. Muun liiketoiminnan kontribuutio liikevaihtoon on edelleen varsin rajallinen.

Tulos säilyy erinomaisella tasolla myös vuosina

2019 ja 2020 johtuen yhtiön tehokkaasta kulurakenteesta. Liikearvopoistot loppuvat vuonna 2019 minkä jälkeen tuloksesta ei enää tarvitse tehdä oikaisuja. Ennusteemme vuosien 2019 ja 2020 liikevoitoiksi ovat 7,0 MEUR ja 7,2 MEUR ja vastaavat liikevoittomarginaalit ovat 52 % ja 49 %.

Yhtiön omana tavoitteena on saavuttaa yli 16 MEUR:n liikevoitto vuonna 2020 ja säilyttää oikaistu liikevoittomarginaali selvästi yli 50 %:ssa. Meidän vuoden 2020 liikevaihtoennuste on 14,7 MEUR ja alle yhtiön oman tavoitteen. Näkemyksemme mukaan tavoitteeseen päästäkseen yhtiön tulisi lanseerata uusia tuotteita tai vaihtoehtoisesti Asuntorahaston kokoluokan kasvun tulisi olla odotuksiamme nopeampaa. Liikevoittomarginaaliennusteemme on lievästi alle yhtiön oman tavoitetason ja arviomme mukaan ero johtuu varovaisista odotuksistamme tuottopalkkioiden suhteen.

Suurin epävarmuus ennusteissamme liittyy nykyisen markkinatilanteen kestävyteen.

Voitonjako tulee olemaan vuolasta

Titaniumin investointitarve on olematon ja pidämme epätodennäköisenä, että yhtiö tekisi lyhyellä aikavälillä yritysjärjestelyitä. Yhtiön tase on jo valmiiksi ylikapitalisoitunut ja näin ollen uskomme yhtiön jakavan koko tuloksensa ulos osinkoina. Odotamme osingonjakosuhteen olevan lähivuodet 100 % ja selvästi yli yhtiön 70 %:n tavoitetason. Osingonjakosuhteen painuminen alle 100 %:n edellyttäisi mielestämme yhtiöltä yrityskauppoja.

Ylikapitalisoituneen taseen vuoksi emme myöskään voi sulkea mahdollisia lisäosinkoja

keskipitkällä aikavälillä pois, mikäli yhtiö ei löydä rahalle järkeviä investointikohteita. Lähtökohtaisesti kuitenkin uskomme, että yhtiö haluaa säilyttää merkittävän taloudellisen liikkumavaran ja pitää taseensa ylikapitalisoituneena.



Ennusteet yhteenveto

MEUR	2015	2016	H1'17	H2'17e	2017e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	4,32	6,67	4,63	5,66	10,30	12,09	13,58	14,73
<i>Rahastot</i>	3,62	6,57	4,38	5,34	9,72	11,16	12,48	13,35
<i>Omaisuudenhoito</i>	0,70	0,09	0,25	0,33	0,57	0,94	1,10	1,38
<i>Muut</i>	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Palkkiokulut	-0,73	-1,86	-0,93	-1,52	-2,45	-3,37	-3,81	-4,26
Henkilöstökulut	-0,80	-0,90	-0,52	-0,54	-1,06	-1,44	-1,88	-2,34
Liikearvopoistot	-1,25	-1,25	-0,63	-0,63	-1,25	-1,25	-1,15	0,00
Poistot	0,00	-0,01	0,00	-0,01	-0,01	-0,01	-0,02	-0,02
Hallintokulut	-0,40	-0,44	-0,27	-1,21	-1,48	-0,67	-0,80	-0,95
EBIT	1,14	2,20	2,31	1,76	4,03	5,35	5,92	7,16
EBIT-%	26 %	33 %	50 %	31 %	39 %	44 %	44 %	49 %
EBITDA-%	55 %	52 %	64 %	42 %	51 %	55 %	52 %	49 %
Henkilömäärä (kpl)*	8	8	8	9	9	12	15	18
Kulut/henkilö (teur)	-100	-113	-65	-60	-118	-120	-125	-130
AUM (MEUR)	144	191	257	342	342	469	558	630
<i>Omaisuudenhoito*</i>	70	50	62	65	65	85	100	125
<i>Hoiva</i>	74	125	156	207	207	280	325	360
<i>Asunto</i>	0	14	34	60	60	84	108	120
<i>Osake</i>	0	3	5	10	10	20	25	25
Liikevaihdon jakauma*								
<i>Hallinnointipalkkiot</i>	1,9	2,6	2,1	2,9	4,9	7,6	9,8	11,3
<i>Tuottosidonnaiset</i>	1,0	2,1	1,2	0,5	1,7	0,9	0,7	0,6
<i>Muut</i>	1,4	1,9	1,3	1,9	3,3	3,3	2,7	2,6
Hoiva tuotto -% sijoittajille	8,44 %	9,56 %	4,00 %	4,50 %	8,50 %	8,50 %	8,00 %	7,80 %
Asunto tuotto -% sijoittajille		11,35 %	3,80 %	4,00 %	7,80 %	6,00 %	5,50 %	5,00 %

* Inderesin arvio myös historialukujen osalta

Arvonmääritys 1/3

Yhteenveto arvostuksesta

Titaniumin arvoa määriteltäessä olemme käyttäneet seuraavia arvostusmenetelmiä: kassavirtalaskelma, suhteellinen arvostus ja absoluuttinen arvostus. Lisäksi olemme verifioineet arviotamme laskemalla käänteisesti arvon hallinnoitavalle varallisuudelle sekä oikaistun tuloksen mukaisen arvon. Annamme suurimman painoarvon kassavirtalaskelmalle sekä suhteelliselle arvostukselle johtuen laajasta ja laadukkaasta verrokkijoukosta Helsingin pörssissä.

Näkemyksemme Titaniumin käyvästä markkina-arvosta on noin **57 MEUR**. Arvion pohjalla on kassavirtalaskelma jota muut arvostusmenetelmät tukevat. Seuraavalla kahdella sivulla olemme käsitelleet eri arvostusmenetelmien lopputuloksia.

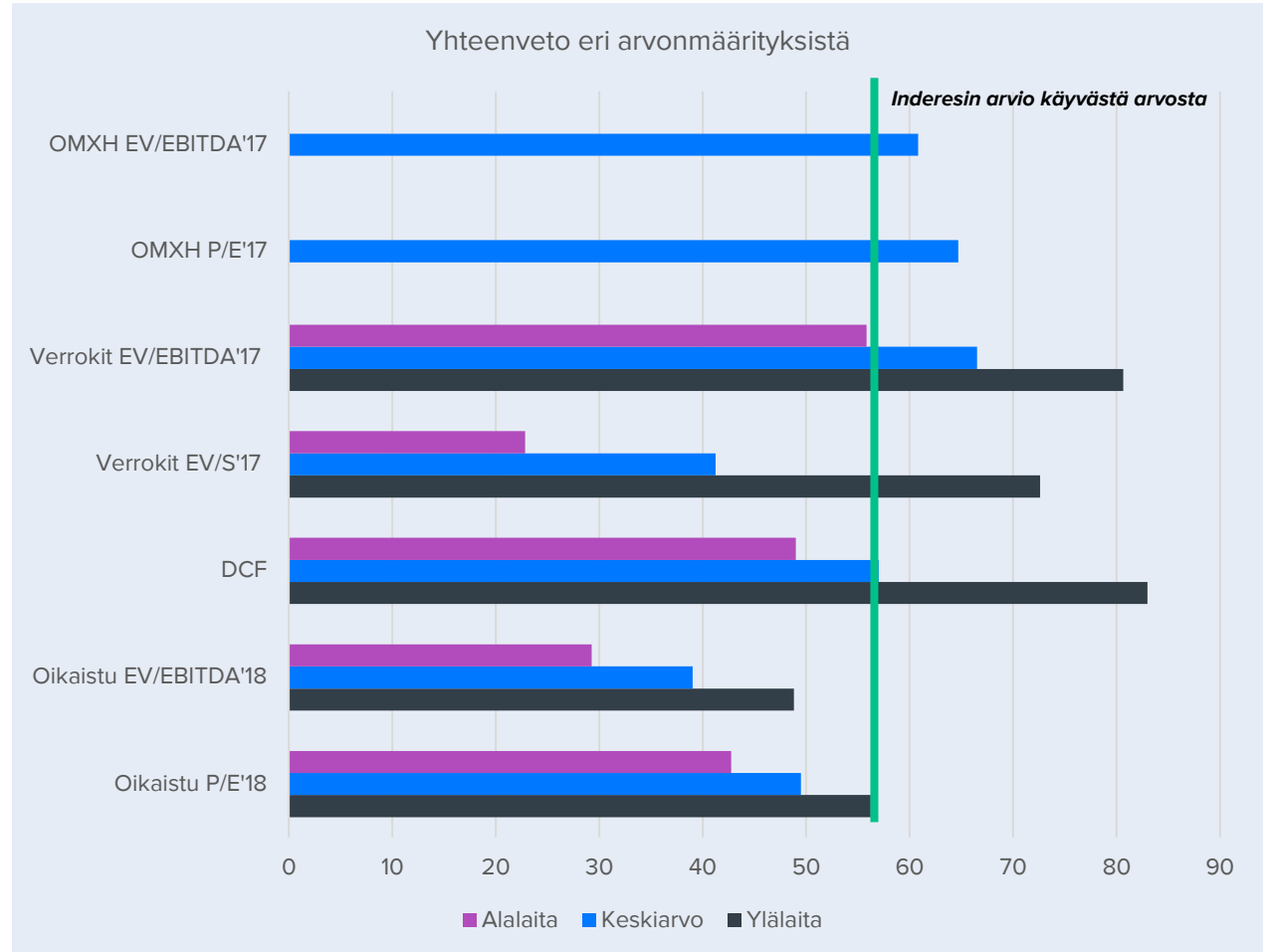
Titaniumin arvoa tukevia tekijöitä ovat:

- Erinomainen kannattavuus
- Hyvät kasvunäkymät
- Vahva track-record

Vastaavasti arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Riippuvuus Hoivakiinteistö-rahastosta
- Riippuvuus avainhenkilöistä
- Riippuvuus Suomen kiinteistösektorista
- Jakelukumppaneiden iso rooli jakelussa

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



Arvonmääritys 2/3

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelmamme mukainen arvo Titaniumille on 57 MEUR ja tämä on myös lähtökohtana näkemykselle yhtiön käyvästä arvosta. Tarkempi kassavirtalaskelma löytyy sivulta 41, mutta laskelman perusoletukset ovat seuraavat:

- Liikevaihdon kasvu hidastuu selvästi lähivuosina ja terminaalikasvuna olemme käyttäneet 2,5 %.
- Kannattavuus säilyy lähivuodet erinomaisella tasolla, mutta laskee asteittain johtuen kiristyneestä hintapaineesta ja laskevista tuotoista kiinteistörahastoissa. Vuonna 2022 odotamme kannattavuuteen tasokorjausta, kun pääomistajien lock-upit päättyvät ja palkat korjaantunut markkinatasolle. Terminaalikannattavuus on ennusteissamme 36 %, joka on toimialan mittakaavassa edelleen erittäin hyvä.
- Soveltamamme diskonttokorko 11,2 % on suhteellisen korkea ja kuvastaa yhtiön verrokkeja korkeampaa riskiprofiilia. Verrokeille soveltamamme diskonttokorot ovat 8-13 %:n tasolla.

Suhteellinen arvostus ja verrokki

Suhteellista arvostusta haarukoitaessa käytämme EV/S ja EV/EBITDA-kertoimia, sillä ne huomioivat yhtiön merkittävän kassan ja oikaisevat liikearvopoistot. Verrokkeina olemme käyttäneet Evliä, Taaleria, eQ:ta ja United Bankersia. CapManin ja Privanetin olemme jättäneet pois, sillä pidämme niitä sijoitusyhtiönä.

Elite jää tarkastelusta pois johtuen sen meneillään olevasta merkittävästä rakennemuutoksesta, mikä pilaa vertailuluvut.

Verrokkiryhmän keskiarvo EV/S-kertoimella Titaniumin käypä arvo olisi 43 MEUR. Arvo on alle oman arviomme käyvästä arvosta johtuen Titaniumin verrokkiryhmää paremmasta kannattavuudesta. Titaniumin kannattavuus on verrokkiryhmän parhaimmista ja linjassa eQ:n kanssa. Soveltamalla eQ:n EV/S-kertoimella olisi Titaniumin arvo 73 MEUR. Titaniumin korkeamman riskiprofiilin vuoksi tämä ei kuitenkaan ole mielestämme perusteltua.

Vuoden 2017 verrokkien keskiarvo EV/EBITDA-kertoimella sovellettaessa olisi Titaniumin arvo 67 MEUR arvon haarukan ollessa 56-73 MEUR. Oma arviomme yhtiön käyvästä arvosta on haarukan alalaidassa, sillä mielestämme Titaniumia tulee hinnoitella verrokkiryhmää matalammilla kertoimilla johtuen sen korkeammasta riskiprofiilista.

Suhteellinen arvostus OMXH

Suhteessa Helsingin pörssiin käytämme arvostusmittareina EV/EBITDA- ja P/E-kertoimia. Pörssin mediaani 2017 P/E-kertoimella Titaniumin arvo olisi 65 MEUR ja liikearvopoistoista sekä oikaistulla tuloksella laskettuna 86 MEUR. Arvo on selvästi yli oman arviomme johtuen pörssin varsin korkeasta arvostustasosta. Lisäksi Titaniumia tulee mielestämme hinnoitella selvällä alennuksella suhteessa muuhun pörssiin, sillä yhtiön tuloksesta merkittävä osa koostuu kertaluontoiseksi tulkittavista komponenteista.

EV/EBITDA-kertoimella arvo on 61 MEUR ja lähellä omaa arviotamme Titaniumin käyvästä arvosta. Korostamme, että pörssin yleisten kertoimien käyttäminen Titaniumille on lähinnä suuntaa antavaa ja emme anna niille oleellista painoa omassa arvonmäärityksessämme.

Matalat kertoimet ovat perusteltuja

Absoluuttisilla kertoimilla Titaniumin osake näyttää hyvin edulliselta hyväksymällämme 57 MEUR:n velattomalla arvolla. Ensi vuoden oikaistu P/E-kerroin on 10,5x ja kassan huomioiva EV/EBITDA-kerroin 6,7x. Vahvasta kassavirrasta johtuen osinkovirta on vuolas ja ensi kevääälle ennustamamme osinkotuotto on 6,3 %. Kertoimet ovat pörssin edullisimpia, mutta pidämme tätä osin perusteltuna johtuen yhtiön suhteellisen korkeasta riskiprofiilista sekä tuloksen laadullisista tekijöistä.

Yhtiön tuloksesta merkittävä osa muodostuu kertaluontoiseksi tulkittavista eristä (merkintäpalkkiot, transaktiopalkkiot sekä tuottosidonnaiset palkkiot) ja näistä oikaistuna tulostaso jää varsin vaatimattomaksi. Näiden erien ennustettavuus on selvästi jatkuvaa liiketoimintaa heikompi ja pitkällä aikavälillä on todennäköistä, että nämä erät eivät enää tuo yhtiölle kassavirtaa. Näin ollen absoluuttisten kertoimien kuuluukin mielestämme olla edullisella tasolla.

Arvonmääritys 3/3

Oikaistulla tuloksella arvostus neutraali

Hahmotellaksemme Titaniumin normalisoidun tuloksen mukaista arvostusta olemme soveltaneet seuraavaa kaavaa: olemme oikaisseet liikevaihdosta täysimääräisesti merkintäpalkkiot sekä transaktiopalkkiot ja ottaneet tuottosidonnaiset palkkiot 50 %:n painolla mukaan. Kuluista olemme oikaisseet jakelukumppaneille maksettavat merkintäpalkkiot. Olemme käyttäneet laskelmamme pohjana vuotta 2018, johtuen vuoden 2017 merkittävästä uudesta pääomasta sekä varsin hyvästä näkyvyydestä vuoteen 2018. Kertoimina olemme käyttäneet kotimaisen verrokkiryhmän keskiarvo P/E- ja EV/EBITDA-kertoimia vuodelta 2018.

EV/EBITDA-kertoimella arvo olisi 39 MEUR (haarukka 29-49 MEUR) ja P/E-kertoimella 49 MEUR (haarukka 43-56 MEUR). Arvot ovat selvästi alle meidän oman arviomme ja laskelmamme heijasteleekin Titaniumin riippuvuutta kertaluontoiseksi tulkittavista palkkioista. Näkemyksemme mukaan tulosta oikaistaessa Titaniumille pitäisi kuitenkin hyväksyä selvästi korkeammat kertoimet johtuen tulokseen liittyvän riskin pienentymisestä sekä yhtiön erinomaisesta track-recordista. Näkemyksemme mukaan oikaistulla tuloksella yhtiölle tulisi hyväksyä verrokkiryhmän ylälaidan mukainen arvostus. Ylälaidan kertoimilla arvo olisi 49 ja 56 MEUR ja varsin lähellä omia ennusteistamme.

AUM:sta maksettava hinta on korkea

Viimeisenä arvonmääritys menetelmänä olemme

käyttäneet Titaniumin hallinnoitavaa varallisuutta. Titaniumin koko liikevaihto syntyy sen hallinnoitavasta varallisuudesta ja näin ollen voimme käänteisesti laskea, kuinka paljon sijoittajat maksavat hallinnoitavan varallisuuden eri osa-alueista. Hallinnoitavan varallisuuden arvo vaihtelee merkittävästi riippuen sen tuottamasta palkkioitasosta sekä rahan pysyvyydestä. Korkeaa palkkiovirtaa tuottava private equity -rahasto voidaan hinnoitella korkeallakin kertoimella, kun taas konsultatiivisessa varainhoidossa oleva transaktiovetoisen rahan kerroin jää matalaksi. Karkeana yleistyksenä voidaan todeta, että valtaosa hallinnoitavasta varallisuudesta hinnoitellaan 1-5 %:n arvoiseksi ja esim. 10 % taso vaatisi poikkeuksellisen hyvää tuotetta.

Titaniumin tapauksessa olemme käyttäneet vuoden 2017 lopun ennustamaamme hallinnoitavaa varallisuutta johtuen ennustamastamme voimakkaasta kasvusta H2:lla. Omaisuudenhoidolle olemme soveltaneet 3 %:n kerrointa, Osakerahaston pääomalle 5 %:n kerrointa ja Asuntorahastolle 8 %:n kerrointa. Tällä laskelmalla Hoivakiinteistön hallinnoitavan oman pääoman kerroin kohoo erittäin korkealle 24 %:n tasolle, jotta laskelman lopputulema olisi linjassa oman arviomme kanssa. On selvää, että tämä on erittäin korkea luku jopa poikkeuksellisen hyväkattaiselle Hoivakiinteistö-rahastolle.

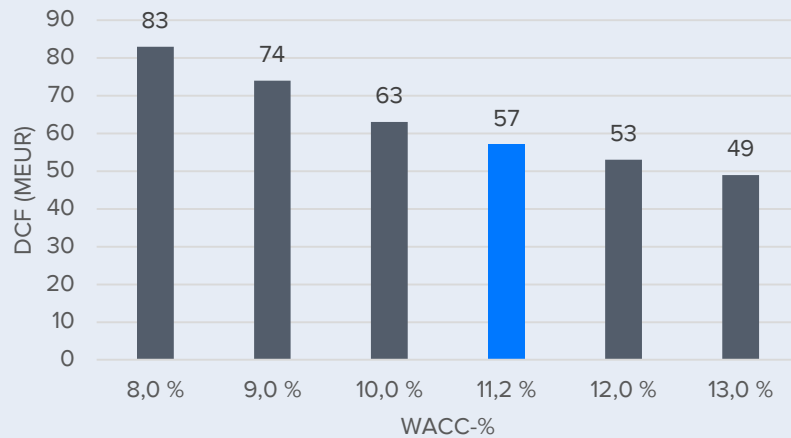
Laskelma on suuntaa antava ja varsin spekulatiivinen, mutta se korostaa kuitenkin yhtiön riippuvuutta Hoivakiinteistö-rahastosta (osuus arvosta yli 80 %) ja Hoivakiinteistö-rahaston poikkeuksellisen korkeaa katetasoa.

Laskelma tukee näkemystämme yhtiön verrokkeja korkeammasta riskiprofilista, mutta muilta osin emme anna sille painoa analysissämme.

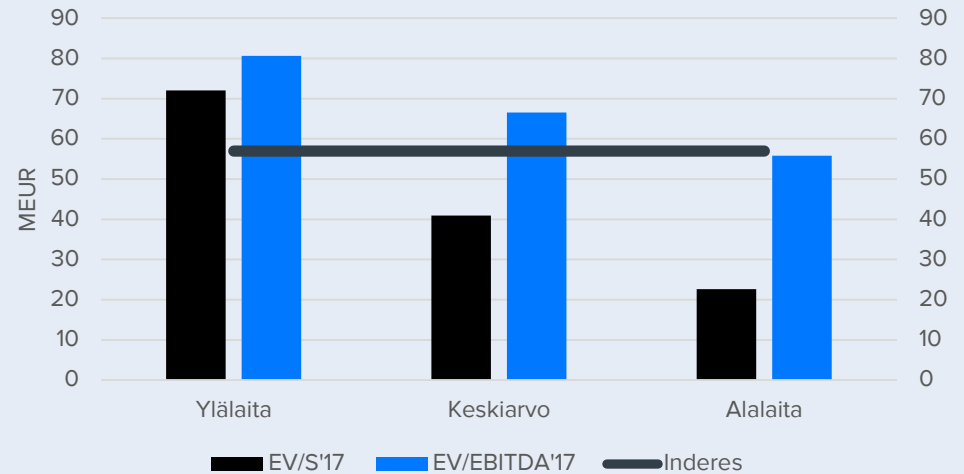
MEUR	AUM	Kerroin-%	Arvo
OmaisuuDENHOITO	65	3 %	2,0
Hoiva	207	24 %	49,7
Asunto	60	8 %	4,8
Osake	10	5 %	0,5
Yhteensä			57,0

Arvostus yhteenveto

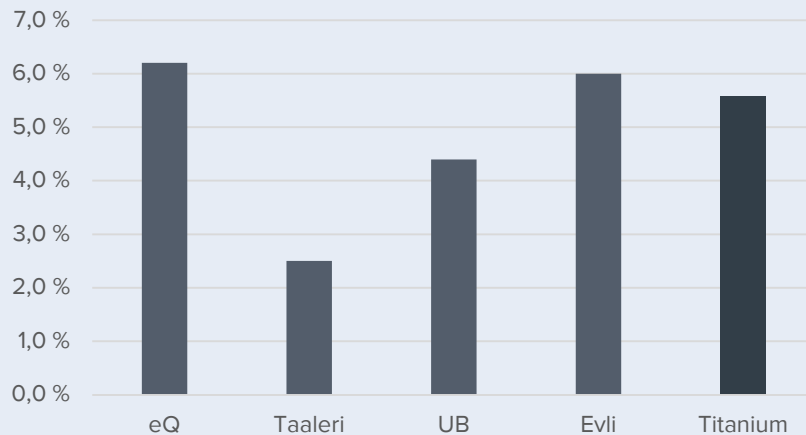
DCF herkkyys



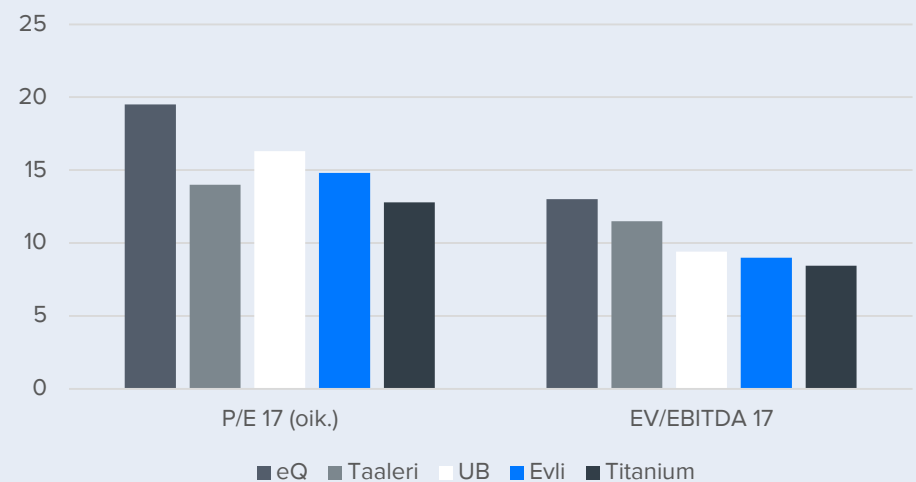
Arvostus kotimaisten verrokkien kertoimilla*



Verrokkien osinkotuotot 2017



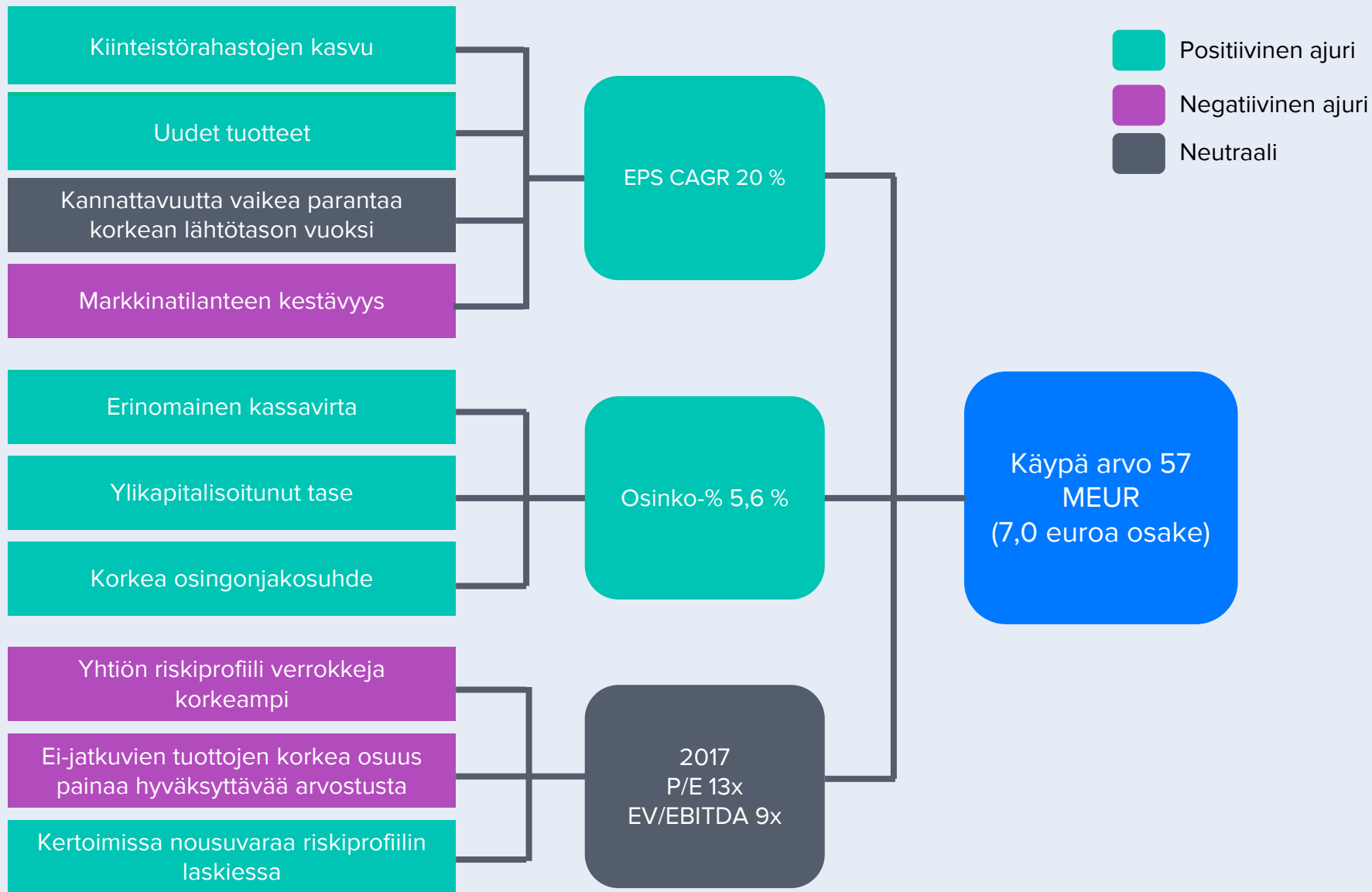
2017 kertoimet vs. verrokkiryhmä



Lähde: Inderes, Reuters

*Kotimainen verrokkiryhmä: eQ, Evli, Taaleri, United Bankers. Kertoimet keskiarvo.

Titaniumin arvoajurit 2017-2020e



Kotimainen laaja verrokkiryhmä

	P/E (oik.)		EV/EBIT (oik.)		EV/S	P/B	Osinko	
	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2017e	2017e	2018e
Evli	14,8	13,1	10,3	9,6	2,8	2,7	6,3 %	6,9 %
eQ	19,5	17,0	14,5	12,8	7,1	4,9	6,3 %	6,3 %
Taaleri	13,0	15,0	10,2	11,7	3,9	2,7	2,3 %	2,8 %
United Bankers	16,3	12,8	13,6	9,0	2,1	3,5	4,2 %	5,6 %
CapMan	13,1	13,1	10,7	11,2	8,9	1,8	5,9 %	6,5 %
Elite	36,4	11,4	n.a.	8,3	1,5	3,3	1,0 %	3,5 %
Privanet	13,8	9,2	7,7	6,5	3,1	2,5	7,6 %	7,6 %
Titanium	12,9	10,5	10,0	8,3	4,4	3,5	6,3 %	7,3 %
Mediaani	13,8	12,8	10,5	9,0	3,9	3,3	5,9 %	6,3 %
Erotus% vrt. mediaani	8 %	2 %	-1 %	7 %	-27 %	-17 %	7 %	11 %

Data kerätty 9.10.2017

Tuloslaskelma

(MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	1,4	4,3	6,7	10,3	12,1	13,6
Kulut	-0,2	-1,9	-3,2	-5,0	-5,5	-6,5
EBITDA	1,2	2,4	3,5	5,3	6,6	7,1
Poistot	0,0	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,2
Liikevoitto	1,2	1,1	2,2	4,0	5,3	5,9
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>-1,3</i>	<i>-1,3</i>	<i>-1,3</i>	<i>-1,3</i>	<i>-1,1</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>1,2</i>	<i>2,4</i>	<i>3,5</i>	<i>5,3</i>	<i>6,6</i>	<i>7,1</i>
Rahoituserät	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	1,2	1,2	2,3	4,2	5,5	6,1
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,2	-0,5	-0,7	-1,0	-1,3	-1,4
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,0	0,7	1,6	3,1	4,1	4,6
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>1,0</i>	<i>1,9</i>	<i>2,8</i>	<i>4,4</i>	<i>5,4</i>	<i>5,8</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	1,0	0,7	1,6	3,1	4,1	4,6
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>0,04</i>	<i>0,03</i>	<i>0,06</i>	<i>0,38</i>	<i>0,51</i>	<i>0,57</i>
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	0,04	0,07	0,11	0,54	0,66	0,71

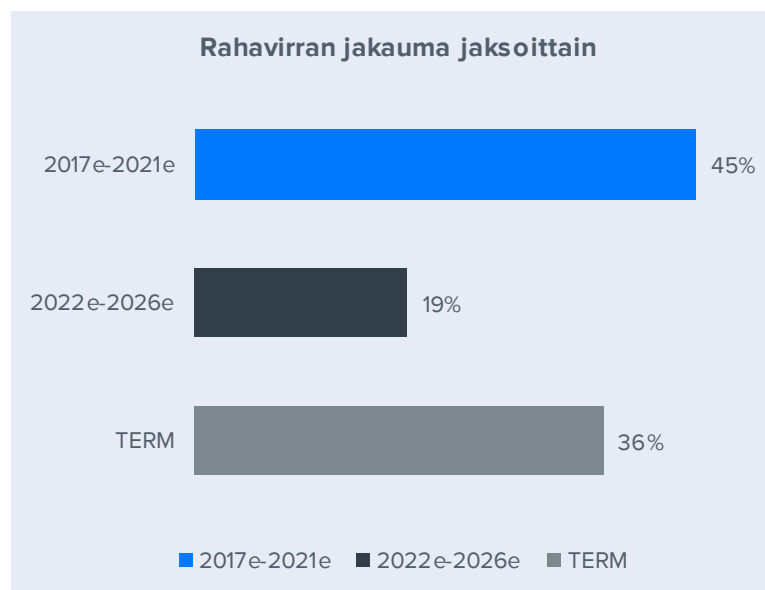
Tase

Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	0,2	5,2	4,9	4,1	3,2	Oma pääoma	1,2	8,2	9,0	16,2	17,2
Liikearvo	0,0	4,9	3,7	2,4	1,1	Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	5,1	5,1
Aineettomat oikeudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Kertyneet voittovarot	1,0	0,1	0,9	3,1	4,1
Käyttöomaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,3	1,2	1,7	2,0	Muu oma pääoma	0,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Pitkäaikaiset velat	0,3	0,6	1,3	1,3	1,3
Vaihtuvat vastaavat	1,3	3,5	5,3	13,3	15,2	Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	0,0	0,4	1,4	2,1	2,4	Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvidit varat	1,3	3,0	3,8	11,2	12,8	Muut pitkäaikaiset velat	0,3	0,6	1,3	1,3	1,3
Taseen loppusumma	1,5	8,7	10,2	17,4	18,4	Lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
						Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
						Lyhytaikaiset korottomat velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
						Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
						Taseen loppusumma	1,5	8,8	10,3	17,4	18,4

Kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	2,2	4,0	5,3	5,9	7,2	7,0	6,4	6,6	6,1	6,3	6,5	
+ Kokonaispoistot	1,3	1,3	1,3	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	
- Maksetut verot	-0,7	-1,0	-1,3	-1,4	-1,5	-1,4	-1,3	-1,4	-1,3	-1,3	-1,3	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-1,0	-0,6	-0,4	-0,3	-0,2	-1,7	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	1,7	3,7	4,9	5,4	5,5	3,9	5,0	5,2	4,8	5,0	5,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-0,9	-0,6	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,5	3,2	4,6	4,9	5,0	3,4	4,5	5,1	4,7	4,9	4,9	
+/- Muut	0,0	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,5	8,2	4,6	4,9	5,0	3,4	4,5	5,1	4,7	4,9	4,9	57,7
Diskontattu vapaa kassavirta		13,0	4,1	3,8	3,5	2,2	2,6	2,6	2,2	2,0	1,8	21,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		54,4	46,4	42,3	38,5	35,0	32,8	30,3	27,7	25,5	23,4	21,6
Velaton arvo DCF		54,4										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		3,8										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-0,9										
Oman pääoman arvo DCF		57,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		7,03										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	3,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	11,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,2 %



Vastuuvapauslauseke

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoitus päätöksensä 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 prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen

kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien 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, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
10.10.2017	Vähennä	7,00 €	6,98 €

Inderes Oy



2015

1 Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

1 Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016

1 Ennustetarkkuus



2012, 2016

1 Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017

2 Suositustarkkuus



2017

3 Suositustarkkuus



2017

1 Suositustarkkuus

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 analyysihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 40 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi