

# United Bankers

## Yhtiöraportti

**5/2017**

inde  
res.

# Potentiaalin realisoitumista saadaan vielä odottaa

Toistamme United Bankersin (UB) 34,0 euron tavoitehintamme sekä vähennä-suosituksemme. Pidämme UB:n lähivuosien tuloskasvunäkymiä suhteellisen hyvinä ja yhtiön strategia vie yhtiötä tällä hetkellä oikeaan suuntaan. Tuloksen korkea volatilititeetti ja heikko ennustettavuus painavat kuitenkin yhtiölle hyväksyttäviä arvostuskertoimia ja suhteessa nykyisiin tulosenusteisiimme osake on neutraalisti hinnoiteltu 12kk tähtäimellä. Yhtiön pitkän aikavälin tulospotentiaali on huomattava, mutta emme ole toistaiseksi valmiit antamaan tälle potentiaalille oleellista painoarvoa ja suosittelemme sijoittajia seuraamaan kehitystä toistaiseksi sivusta.

## Keskisuuri sijoituspalveluyhtiö

United Bankers on keskisuuri toimija Suomen sijoituspalvelumarkkinoilla. Yhtiö toimii omaisuudenhoidon lisäksi arvopaperivälityksessä, investointipankkitoiminnassa ja rahastojen hallinnoinnissa. Historiallisesti UB on ollut tuotelähtöinen toimija ja sen fokus on ollut yksittäisten tuotteiden myymisessä. Viimeisen kuuden vuoden aikana yhtiö on laajentanut toimintaansa selvästi ja samalla kasvattanut jatkuvien tuottojen osuutta liiketoiminnastaan.

## Tuloksen pitäisi parantua selvästi

Arviomme mukaan UB:llä on hyvät edellytykset parantaa tulostaan selvästi lähivuosina nykyiseltä heikolta tasolta, kun viime vuosina toteutetut kasvupanostukset alkavat kantaa hedelmää. Kasvun keskeisiä ajureita ovat jatkuvat tuotot ja etenkin varainhoito sekä pääomarahastot. Liiketoiminnan skaalautuvasta kulurakenteesta johtuen tämä kasvu valuu tehokkaasti alimmalle riville ja tulosparannus syntyykin ennen kaikkea kasvun kautta. Sijoittajien on tärkeä huomioda, että UB:n tuottopalkkioiden mix tulee lähivuosina jatkamaan selkeää parantumistaan konsernin strategisen painopisteen mukaisesti jatkuviin tuottoihin. Näin ollen yhtiön tuloksen suhteellisen suuri volatilititeetti pienenee asteittain ja yhtiön riskiprofiili laskee. 2017 tulos jää vielä kohtalaiseksi, mutta 2018 yhtiöllä pitäisi olla edellytykset tehdä hyvä tulos, kunhan nykyinen suotuista markkinatilanne kestää.

## Osakekurssi hinnoittelee jo ennustamamme tulosparannuksen

United Bankers on sijoittajaprofiililtaan mielestämme selkeä kasvuyhtiö jonka riskiprofiili on suhteellisen korkea johtuen tuloksen korkeasta volatilititeetistä ja riippuvuudesta pääomamarkkinasta. Vuosien 2017 ja 2018 P/E-kertoimet 17x ja 12,7x ovat mielestämme neutraalilla tasolla, kun ne suhteutetaan tuloskasvuun liittyviin riskeihin. Osinkotuotto on ennusteillamme kohtuullisella tasolla, mutta sen riippuvuus tulosparannuksesta on korkea, eikä se tarjoa oleellista tukea osakkeelle.

## Analyytikko

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



## Suositus ja tavoitehinta

### Vähennä

Edellinen: Vähennä

**34,0 EUR**

Edellinen: 34,0 euroa



**Osakekurssi: 34,97 EUR**

**Potentiaali 12kk: -1 %**

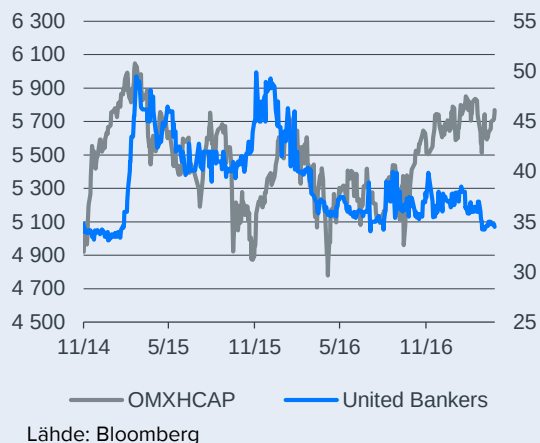
## Avainluvut

| MEUR          | 2016  | 2017e | 2018e |
|---------------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto   | 20,1  | 24,7  | 28,2  |
| kasvu-%       | -27 % | 23 %  | 14 %  |
| Liikevoitto   | 1,5   | 3,9   | 5,9   |
| Liikevoitto-% | 7 %   | 16 %  | 21 %  |
| Nettotulos    | 0,2   | 2,1   | 3,2   |
| EPS (oik.)    | 0,16  | 2,03  | 2,74  |
| Osinko        | 1,00  | 1,50  | 2,00  |
| Osinkosuhde-% | 622 % | 74 %  | 73 %  |

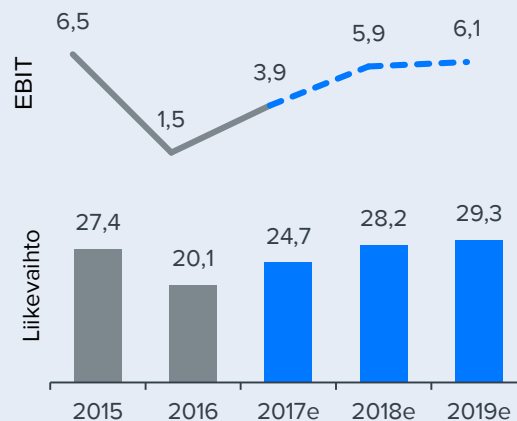
|                |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|
| P/E            | 233,2 | 17,1  | 12,7  |
| P/B            | 3,9   | 3,5   | 3,3   |
| EV/S           | 2,7   | 2,1   | 1,9   |
| EV/EBITDA      | 20,9  | 7,9   | 6,3   |
| Osinkotuotto-% | 2,7 % | 4,3 % | 5,8 % |

Lähde: Inderes

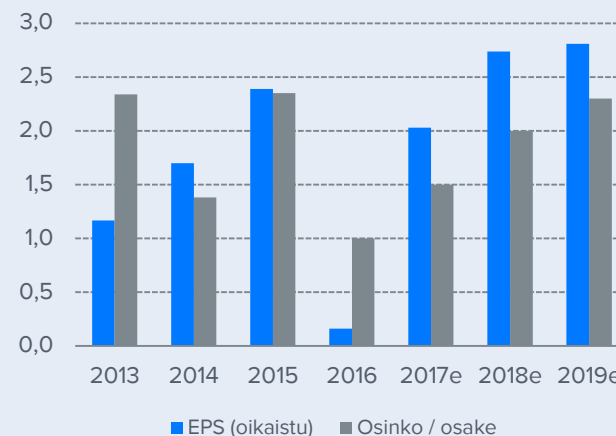
## Kurssikehitys



## Liikevaihto ja liikevoitto (oik.)



## Osakekohtainen tulos ja osinko



P/E (oik.)

**17x**

2017e

EV/EBITDA

**8x**

2017e

P/B

**3,5x**

2017e

Osinko-%

**4,3%**

2017e



### Arvoajurit

- Orgaaninen kasvu
- Skaalautuva kulurakenne
- Jatkuvien tuottojen osuuden kasvu
- Reaaliomaisuuden suosion trendinomainen nousu
- Yritysjärjestelyt



### Riskitekijät

- Markkinatilanteen kestävyys
- Henkilöriskit
- Tuloksen korkea volatiliteetti
- Regulaation muutokset



### Arvostus

- 12kk tähtäimellä osake on neutraalisti hinnoiteltu
- Tuloksen pitäisi nousta seuraavalle tasolle ja volatiliteetin laskea, jotta kurssissa olisi nousuvaraa
- Suhteellinen arvostustaso linjassa verrokkien kanssa

# Sisällysluettelo

|                                                |                 |
|------------------------------------------------|-----------------|
| <b>Yhtiöesittely ja sijoitusprofiili</b>       | <b>s. 5-9</b>   |
| <b>Liiketoimintamalli ja strategia</b>         | <b>s. 10-17</b> |
| <b>Toimiala ja kilpailukenttä</b>              | <b>s. 18-23</b> |
| <b>Taloudellinen tilanne</b>                   | <b>s. 24-25</b> |
| <b>Ennusteet</b>                               | <b>s. 26-27</b> |
| <b>Arvonmääritys ja suositus</b>               | <b>s. 28-32</b> |
| <b>Liitteet</b>                                | <b>s. 33-35</b> |
| <b>Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria</b> | <b>s. 36</b>    |

# Yhtiöesittely

## Yhtiökuvaus

Vuonna 1986 perustettu United Bankers on keskisuuri peluri kotimaisessa omaisuudenhoitokentässä. Yhtiö aloitti liiketoimintansa arvopaperinvälityksestä ja on vuosien saatossa laajentanut toimintaansa merkittävästi. Tänä päivänä arvopaperinvälitys on vain pieni osa konsernia ja rahastoliiketoiminta sekä omaisuudenhoito kattavat valtaosan konsernin saamista palkkiotuotoista. Näiden lisäksi yhtiö harjoittaa myös investointipankkitoimintaa pääosin vuonna 2013 perustetun UB Capitalin kautta. Yhtiöllä oli 2016 lopussa 102 työntekijää (sis. 9 osa-aikaista) ja 6500 asiakasta. Listatuille finanssialan palveluyrityksille tyypillisesti yhtiön henkilöstö on merkittävänä omistajana ja omistaa noin 55 % yhtiön osakekannasta. Tästä johtuen myös henkilöstön vaihtuvuus on pysynyt matalana.

## Yhtiörakenne

United Bankers -konserniin kuuluu emoyhtiö United Bankers Oyj:n lisäksi kuusi tytäryhtiötä. Yhtiön täysin omistamat tytäryhtiöt ovat UB Securities Oy, UB Omaisuudenhoito Oy, UB Rahastoyhtiö Oy ja UB Capital. UB Real Asset Management Oy (omistus 56 %) ja UB Nordic Forest Management Oy (omistus 88 %) ovat tytäryhtiöitä, joissa konsernilla on enemmistöomistus. Lisäksi konserni omistaa 25 % Mikana Power Oy nimisestä yhtiöstä, joka omistaa 51 % Winda Power Oy:stä. Winda Power Oy on tuulipuistojen kehittämiseen ja hallintaan erikoistunut yhtiö. Kuvaus yhtiörakenteesta löytyy sivulta 7.

## Voitonjakopolitiikka

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

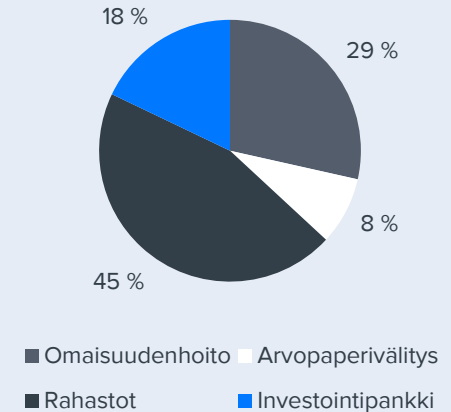
## Historiallinen kehitys

UB on ollut selkeä kasvuyhtiö vuonna 2011 tehdyn strategiamuutoksen jälkeen. Yhtiö on vuoden 2011 jälkeen pyrkinyt aktiivisesti kasvamaan seuraavaan kokoluokkaan ja tekemään itsestään täyden palvelun finanssitavarataloa. Keskeisiä askelia tässä ovat olleet 2011 toteutettu Aventum-liiketoimintakauppa, investointipankkitoiminnan perustaminen (2011) sekä useat pienemmät yrityskaupat (mm. Optium).

Yhtiö on viimeisten vuosien aikana panostanut aktiivisesti myös IT-järjestelmiensä kehittämiseen tehokkuuden sekä suurempien asiakasmassojen hallitsemiseksi. Vuonna 2014 toteutetulla listautumisella yhtiö haki uutta pääomaa kasvun vauhdittamiseksi.

Kokonaisuutena UB on viimeisen kuuden vuoden aikana tuplannut kokonsa nettopalkkiotuotoilla tai hallinnoitavilla varoilla mitattuna. Samalla yhtiö on muuttunut tuotevetoisesta myyntiorganisaatiosta täyden palvelun finanssitaloksi. Tämä muutos on osittain edelleen kesken esimerkiksi IT-järjestelmän osalta. Jatkuvien tuottojen osuus on myös edelleen suhteellisen matalalla tasolla ja yhtiön strategisena fokuksena onkin kasvattaa jatkuvia tuottoja voimakkaasti etenkin varainhoidon sekä pääomarahastojen kautta.

Palkkiotuottojen jakauma 2016



# UB:n strateginen kehitys

## Uusi strategia

- Tavoitteena lähteä kasvattamaan UB:stä finanssitavarataloa
- UB ostaa Aventumin liiketoiminnan tukemaan omaisuudenhoidon kasvua
- Perustetaan investointipankki UB Capital

## Kasvualustan rakentamista

- Investointipankin ylösajo
- Panostukset IT-järjestelmiin
- Tuotetarjonnan laajentaminen
- Aventum-integraatio

## Kasvun kiihtyminen ja listaus

- Vahvaa kasvua suotuisan markkinan ja vahvan myynnin kautta
- Kasvu heijastuu voimakkaana tulospainotteena tiukan kulurakenteen ansiosta
- Listautuminen First Northiin

## Fokus jatkuvassa liiketoiminnassa

- Useita pienempiä yritysostoja (mm. Optium)
- Uusia lanseerauksia pääomarahastoissa
- Jatkuvat panostukset IT-järjestelmiin
- Liiketoiminnan fokus jatkuvien tuottojen kasvattamiseen
- UB Capitalin vähemmistöjen lunastaminen

2011-2012

2012-2013

2014-2015

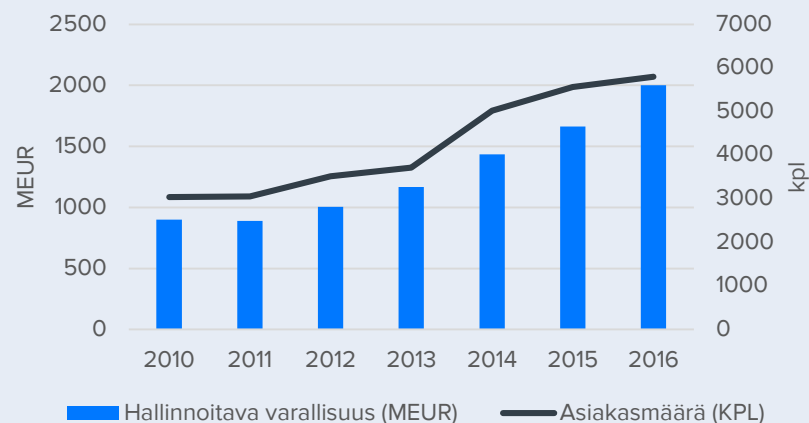
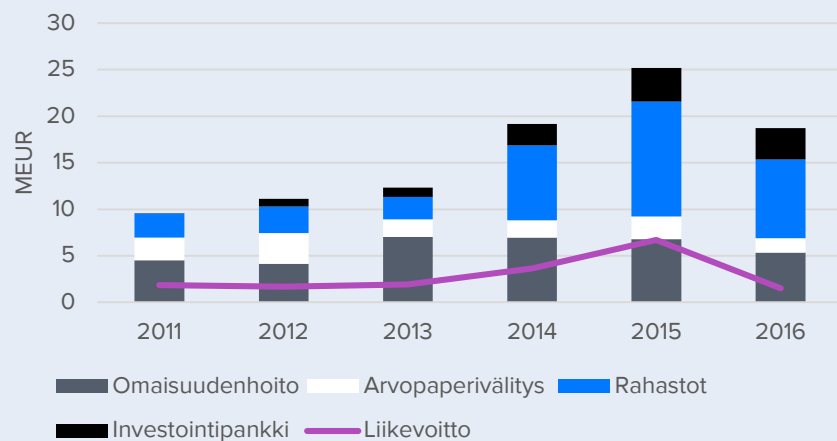
2016-2017

Markkinatilanne haastava eurokriisistä johtuen, Suomen transaktiemarkkina jäissä

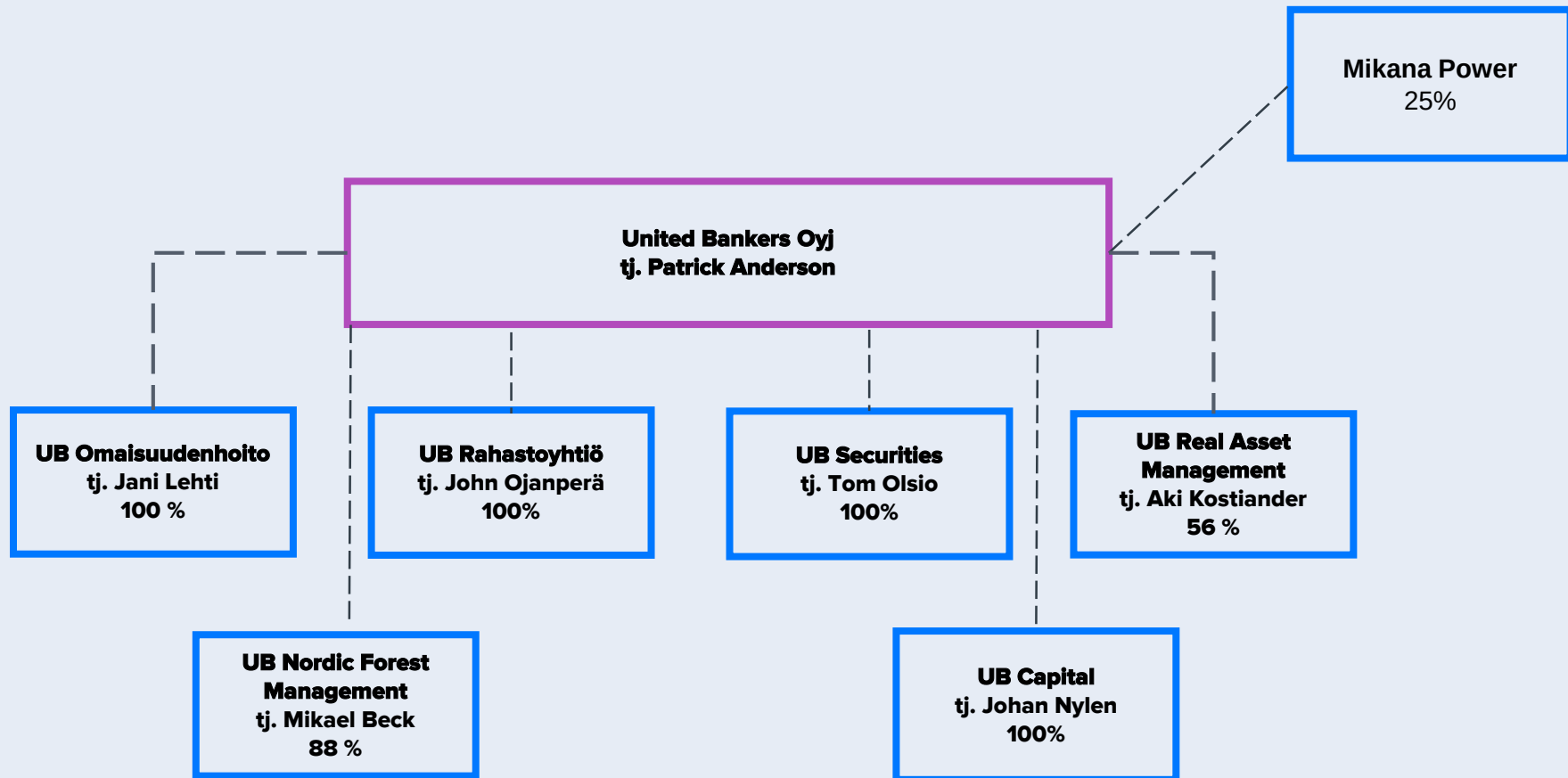
Markkinatilanne kohtuullinen, globaalit riskit laskussa. Transaktiemarkkina väisä

Suotuisa markkinatilanne Euroopan talouden pirstymisen myötä. Transaktiemarkkina poikkeuksellisen vahva

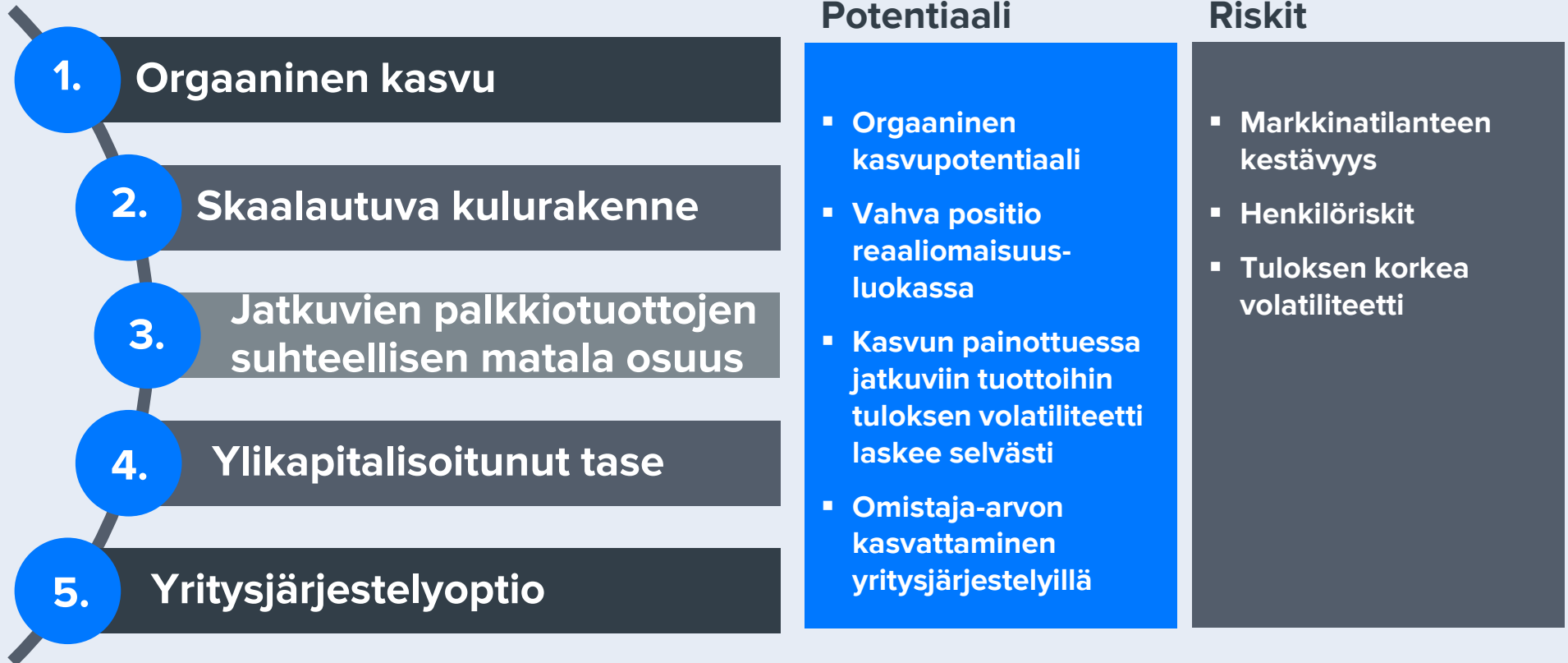
Markkinatilanne pääosin suotuisa, markkinan volatiiliteetti painaa transaktiopalkkioita



# UB:n organisaatorakenne



# Sijoitusprofiili





# Riskiprofiili

## Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso

Korkea riskitaso

### 1 Liikevaihto

|                           |   |   |                                                                 |
|---------------------------|---|---|-----------------------------------------------------------------|
| Markkinan syklisyys       |   | 1 | Pääomamarkkinan heilahtelut heijastuvat konsernin liikevaihtoon |
| Liiketoiminnan jatkuvuus  |   | 1 | Vain 50 % liikevaihdosta jatkuvaa liiketoimintaa                |
| Liikevaihdon hajautuminen | 1 |   | Ei riippuvainen yksittäisistä asiakkaista tai tuotteista        |

### 2 Kannattavuus

|                          |  |   |                                                                     |
|--------------------------|--|---|---------------------------------------------------------------------|
| Kulurakenteen joustavuus |  | 2 | Kulurakenne varsin kiinteä ja joustaa alaspäin vain bonusten osalta |
| Kustannustaso            |  | 2 | Kustannusrakenne raskas liiketoiminnan nykyiselle kokoluokalle      |

### 3 Pääoman sitoutuminen

|                  |   |  |                                                                |
|------------------|---|--|----------------------------------------------------------------|
| Käyttöpääoma     | 3 |  | Operatiivinen toiminta ei sido pääomia tai vaadi investointeja |
| Investointitarve | 3 |  | Pääomavaatimukset määräytyvät regulaation myötä                |

Arvio UB:n liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

# Liiketoimintamalli 1/4

## Neljä liiketoiminta-aluetta

United Bankers raportoi liiketoimintansa vuosituloksella neljässä segmentissä: Omaisuudenhoito, Rahastot, Arvopaperivälitys ja Investointipankkitoiminta. Raportoitu segmenttijako poikkeaa yhtiön virallisesta liiketoimintarakenteesta (sivu 6), mikä heikentää läpinäkyvyyttä yhtiön liiketoimintaan. Mallinnuksemme pohjana olemme käyttäneet yhtiön raportoimaa segmenttijakoa. Kulurakennetta mallinimme konsernituloksella. Avaamme segmenttejä sekä kulurakennetta tarkemmin seuraavilla sivuilla.

## Ei-jatkuvien tuottojen osuus merkittävä

United Bankersin liiketoiminnassa jatkuvien tuottojen osuus (mm. rahastojen hallinnointipalkkiot, rahastoyhtiö sekä omaisuudenhoidon palkkiot) vastasi laskelmiemme mukaan hieman yli 55 % kaikista palkkiotuotoista 2016. Vastaavasti ei-jatkuvat liiketoiminnan tuotot (mm. strukturoidut tuotteet, investointipankkitoiminta, arvopaperivälitys sekä tuottopalkkiot) kattoivat palkkioista noin 45 %.

Vuosi 2016 antaa mielestämme ylisuuren painoarvon jatkuvien toimintojen liikevaihdolle, sillä vuosi 2016 oli tuottopalkkioiden sekä transaktiopalkkioiden osalta poikkeuksellisen vauhti. Arviomme mukaan ns. ”normalisoitu taso” on tällä hetkellä noin 50/50. Tästä huolimatta ei-jatkuvien liiketoimintojen osuus UB:n liikevaihdosta on poikkeuksellisen suuri ja keskeisillä verrokkiyhtiöillä (eQ, Evli ja Taaleri) vastaava luku on laskelmiemme mukaan 20-30 %:n tuntumassa. Tästä johtuen UB:n tuloksen volatiliteetti on selvästi sen verrokkeja korkeampi, mikä puolestaan painaa yhtiölle

hyväksyttävää arvostustasoa. Suuremmasta tuloksen syklisyydestä johtuen UB:n riskiprofiili on myös verrokkeja korkeampi ja vastaavasti hyväksyttävä arvostustaso jonkin verran matalampi.

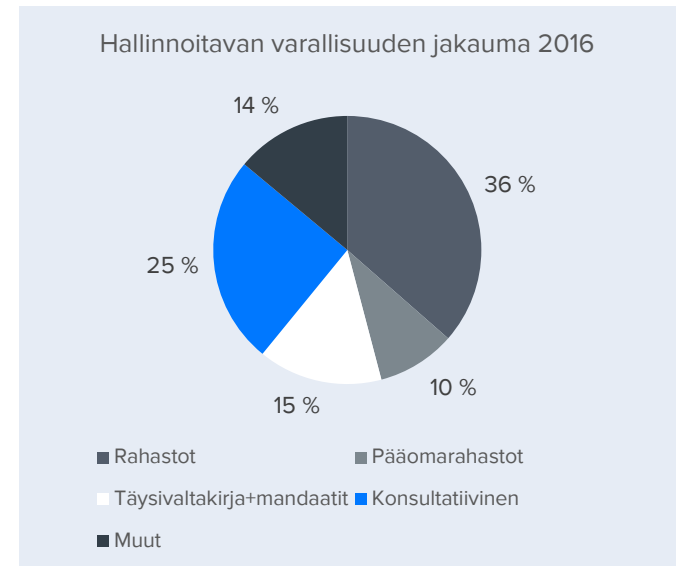
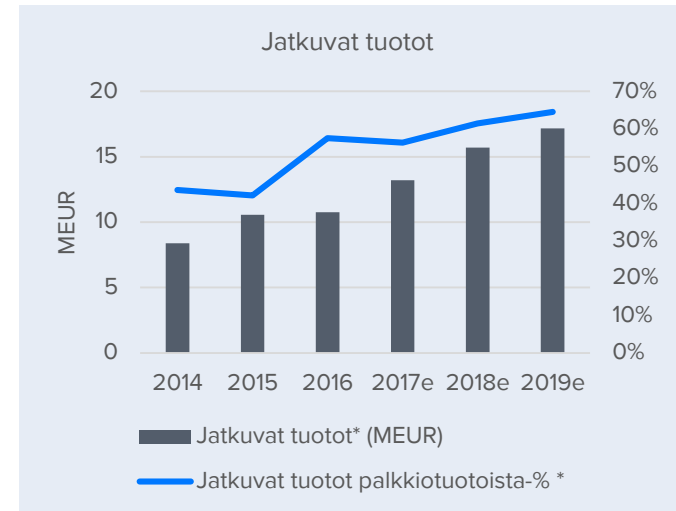
UB:n strategia tähtää jatkuvien tuottojen osuuden nostamiseen yhtiön palkkiotuotoista ja odotamme jatkuvien toimintojen osuuden nousevan noin 70 %:iin vuoteen 2020 mennessä. Tällä tasolla UB:n tuloksen ennustettavuus alkaa olla jo varsin hyvä ja tuloksen volatiliteetti selvästi nykytasoa matalampi.

## Hallinnoitava varallisuus

Vuoden 2016 lopussa UB:n hallinnoitava varallisuus oli noin 2000 MEUR. Hallinnoitava varallisuus on mielestämme loogista jakaa jatkuvaa tuottoa tuottavaan ja muuhun varallisuuteen, sillä jatkuvat tuotot ovat sijoittajan kannalta huomattavasti relevantimpia.

Jatkuvaa tuottoa tuottavan varallisuuden osuus koko yhtiön hallinnoitavasta pääomasta on arviomme mukaan noin 60 %. Tästä varallisuudesta 36 % oli rahastoissa ja pääomarahastoissa noin 9 %. Täyden valtakirjan salkuissa yhtiöllä on arviomme mukaan noin 300 MEUR tai noin 15 % koko hallinnoitavasta varallisuudesta.

Muu varallisuus vastasi noin 40 % yhtiön hallinnoitavista varoista ja tämä sisältää arvopaperivälityksen hallinnoimat sijoitussalkut, asiakassalkuissa olevat strukturoidut tuotteet ja konsultatiivisen varainhoidon. Tästä pääomasta saatavat hallinnointipalkkiot ovat hyvin matalia ja esimerkiksi strukturoidussa tuotteissa hallinnointipalkkiota ei ole.



# Liiketoimintamalli 2/4

## Omaisuu denhoito

UB Omaisuu denhoito tarjoaa varainhoidon tuotteita ja palveluita, vastaa strukturoitujen sijoituslainojen tuotekehityksestä ja toimii yhtiön kaikkien varainhoitotuotteiden ja -palveluiden myyjänä ja markkinoijana. UB Omaisuu denhoito tarjoaa täyden valtakirjan varainhoitoa ja sen kohderyhmänä ovat varakkaat yksityishenkilöt sekä instituutiot. Perinteisen suoriin osake- ja joukkolainasijoituksiin perustuvan varainhoidon rinnalla yritys tarjoaa erityisesti reaaliomaisuuteen perustuvia varainhoitoratkaisuja. United Bankers onkin varainhoitajana profiloitunut ennen kaikkea reaaliomaisuusrahastojen osajaksi. Omaisuu denhoidolla on myös tytäryhtiö Ruotsissa ja sen tuotteita on ollut merkittävässä Ruotsin PPM-eläkejärjestelmässä sekä Nordnetin ja Avanzan rahastoportaaleissa. Lisäksi yhtiöllä on Ruotsissa myös muutaman hengen myyntitiimi, jonka tarkoituksena on myydä yhtiön parhaita tuotteita instituutioille. Ruotsin myynti on käsityksemme mukaan lähtenyt liikkeelle yhtiön odotuksia hitaammin, mutta vauhti on kiihtynyt vuoden 2016 aikana.

## Strukturoitujen tuottojen osuus edelleen suuri

Omaisuu denhoidon liikevaihto oli vuonna 2016 5,3 MEUR. Arviomme mukaan strukturoitujen tuotteiden osuus segmentin palkkiotuotoista oli hieman yli puolet. Yhtiön markkinaosuus strukturoiduissa tuotteissa on viime vuosina kasvanut ja 2016 se oli noin 7 %, mitä voidaan pitää erinomaisena tasona yhtiön suhteellisen pieni koko huomioden. Strukturoiduissa tuotteissa pääkohderyhmänä yhtiöllä on yksityissijoittajat.

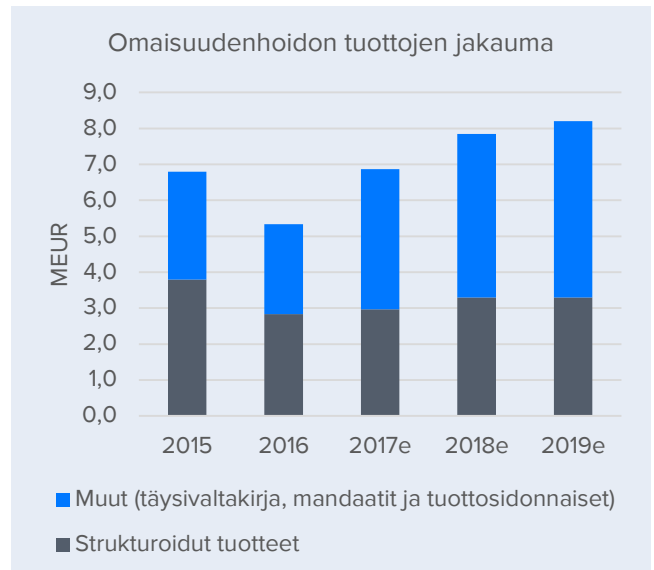
Perinteinen täyden valtakirjan varainhoito on UB:n osalta edelleen suhteellisen pientä ja yhtiö on vasta viimeisen kahden vuoden aikana luonut yhtenäiset sijoitusstrategiat ja palvelumallit, joita se tarjoaa asiakkaille. Aikaisemmin yhtiön varainhoidon salkut on hoidettu yksilöllisesti, jolloin tehokkuus on kärsinyt ja toisaalta asiakas ei ole välttämättä päässyt hyötymään koko konsernin sijoitusosaamisesta. Yhtiön hallinnoitavasta varallisuudesta arviomme mukaan noin 500-600 MEUR on varainhoidossa joko täyden valtakirjan ja mandaattien tai konsultatiivisen varainhoidon alla. Konsultatiivisessa varainhoidossa palkkiot ovat pääosin transaktiopohjaisia ja näin ollen tuottotaso suhteellisen vaatimaton (arviomme 0,1-0,3 % vuodessa). Täyden valtakirjan sekä mandaattipohjaisessa varainhoidossa yhtiön pääkohderyhmänä ovat varakkaat yksityishenkilöt ja arviomme mukaan valtaosa yhtiön varainhoidossa olevista pääomista on yksityishenkilöiltä. Tämän seurauksena UB:n saama hintataso on käsityksemme mukaan suhteellisen terve ja keskimääräinen palkkiotaso on arviomme mukaan hyvällä noin 0,8 %:n tasolla (toimialan keskiarvo noin 0,6 %).

## Varainhoito ajaa kasvua

Varainhoidon kasvattaminen on yhtiön strategian kannalta keskeisessä roolissa lähivuosina ja yhtiö on vuoden 2016 alusta lanseerannut uudet yhtenäiset sijoitusstrategiat. Yhtenäiset sijoitusstrategiat mahdollistavat selvästi tehokkaammat sisäiset prosessit ja helpottavat myös palvelun myyntiä. Varainhoidossa kasvu tulee arviomme mukaan sekä uusien asiakkaiden että vanhojen konsultatiivisten asiakassalkkujen konversioiden

myötä. Tämän pitäisi kasvattaa hallinnoitavaa varallisuutta ja samalla parantaa hallinnoitavasta varallisuudesta saatavaa keskimääräistä palkkiotasoa (mix). Yhtiön suhteellisen suuresta asiakasmassasta ja reaaliomaisuustuotteiden merkittävästä roolista johtuen pidämme yhtiön mahdollisuuksia varainhoidon kasvattamisessa hyvinä, etenkin yksityissijoittajien puolella.

Ennustamme Omaisuu denhoidon liikevaihdon kasvavan 8,2 MEUR:oon vuoden 2019 loppuun mennessä. Tämä kasvu tulee puhtaasti varainhoidon puolelta ja strukturoitujen tuotteiden liikevaihtotaso pysyy nykytasolla. Emme odota strukturoitujen tuotteiden markkinan kasvavan juurikaan lähivuosina ja kireä korkoympäristö asettaa haasteita etenkin korkopohjaisille tuotteille.



# Liiketoimintamalli 3/4

## Rahastot

Rahastot on United Bankersin ylivoimaisesti suurin liiketoimintasegmentti ja sen osuus yhtiön palkkiotuloista oli 2016 45 %. Rahastot kattavat yhtiön kaikkien rahastojen hoitamisen (sis. myös pääomarahastot) sekä UB Rahastoyhtiön harjoittaman rahastojen hallinnan sekä erilaiset backoffice-toiminnot (mm. arvonnaskenta). UB:llä oli 2016 lopussa yhteensä 17 perinteistä sijoitusrahastoa sekä 4 pääomarahastoa. Perinteisissä rahastoissa pääomaa oli 2016 lopussa 729 MEUR ja pääomarahastoissa 189 MEUR. Tästä rahastopääomasta noin 180 MEUR oli Visio omaisuuden hoidon hoitamisessa rahastossa, joita UB hallinnoi (Visio Allocator ja UB View). Rahastot-liiketoiminnan alla ovat myös UB Real Asset Management (UB omistus 56 %) ja UB Nordic Forest Management (omistuosuus 88 %). Yhtiön rahastot ovat keskittyneet reaaliomaisuuteen tai kapeisiin erikoisalueisiin.

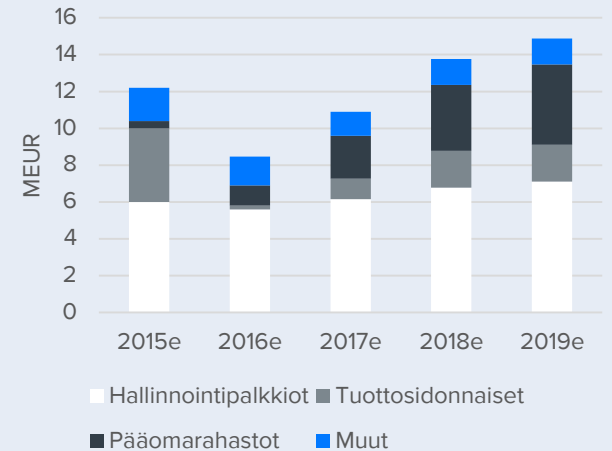
Rahastojen liikevaihto oli vuonna 2016 8,5 MEUR ja se laski 31 % edellisestä vuodesta (2015: 12,4 MEUR). 2015 oli poikkeuksellisen hyvä johtuen poikkeuksellisen korkeista tuottopalkkiosta. Näistä tuottopalkkiosta merkittävä osa syntyi Vision rahastoissa jotka UB tulouttaa valtaosin Visiolle palkkiopalautuksina. Näin ollen Rahastot-segmentin liikevaihto on vuodelta 2015 hieman harhaanjohtava ja todellisuudessa yhtiön oma rahastoliiketoiminta on edennyt huomattavasti vakaammin.

Odotamme Rahastot-segmentin liikevaihdon kasvavan kuluvana vuonna selvästi 10,9 MEUR:oon. Kasvun taustalla on pääomarahastoliiketoiminnan (Nordic Property,

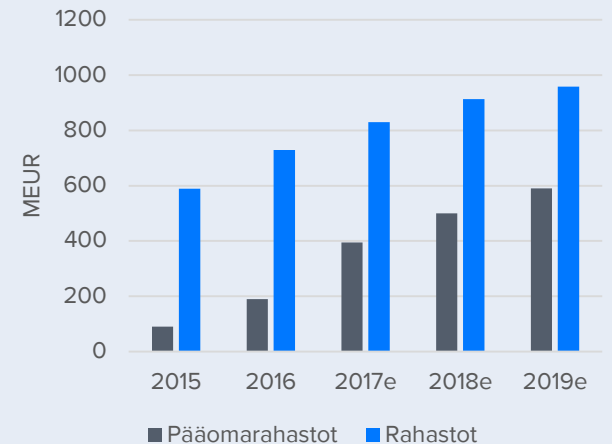
Yritysrahoitus ja metsärahastot) ylösajo, rahastopääomien kasvu sekä elpyvät tuottosidonnaiset palkkiot. Sijoittajien kannalta on myös tärkeä huomioida, että segmentin palkkiorakenne muuttuu huomattavasti paremmaksi osakkeenomistajien kannalta, kun vakaiden ja ennustettavien pääomarahastojen osuus kasvaa ja tuottosidonnaisten palkkioiden suhteellinen osuus laskee.

Vuonna 2018 kasvun pitäisi kiihtyä selvästi strategisesti tärkeiden pääomarahastojen vetäminä. Myös rahastopääoma tulee jatkamaan kasvuaan etenkin reaaliomaisuusrahastojen osalta, joiden markkinakysyntä pysyy poikkeuksellisen vahvana. Odotamme yhtiön lanseeraavan keskimäärin noin 1-2 uutta rahaston vuodessa. Uusissa rahastoissa pääpaino on arviomme mukaan pääomarahastoissa sekä nykyisillä tuotesegmenteilla (kiinteistöt, infra ja metsä). Uusien rahastojen perustamisen sijaan yhtiön olisi mielestämme tärkeää saada kasvatettua nykyisten rahastojen kokoluokkia ja tämän myötä parantaa niiden tehokkuutta. Yhtiöllä on edelleen useita liian pieniä rahastoja ja näiden nostamisella seuraavaan kokoluokkaan olisi yhtiön kannattavuuteen selvä positiivinen vaikutus.

Rahastot-segmentin arvioitu palkkiojakauma



Rahastopääomien kehitys 2015-2019e



# Liiketoimintamalli 4/4

## Investointipankki

Investointipankkiliiketoiminta on keskittynyt yritysjärjestelyihin sekä rahoitukseen liittyvään neuvonantoon. Yhtiöllä on toimintaa Helsingissä ja Tukholmassa ja se työllisti 2016 lopussa 15 henkilöä. Yhtiön toimeksiantoista enemmistö tulee arviomme mukaan Ruotsista. Liikevaihto vuonna 2016 oli 3,4 MEUR. Taso jäi arviomme mukaan hieman yhtiön omista odotuksista johtuen transaktioiden ajoituksista ja ECM-toiminnan heikkoudesta.

Aktiviteettitaso yhtiön päämarkkinoilla on pysynyt erittäin korkeana, kun kohonneet omaisuusarvot ja edullinen lainaraha ajavat toimijoita neuvottelupöytiin. Arviomme mukaan 2016 liikevaihtotaso ei kuvasta investointipankin täyttä potentiaalia, joka on arviomme mukaan noin 5 MEUR:n. Tämä vaatii kuitenkin liiketoiminnalta erinomaista onnistumista ja markkinan vahvaa kysyntää. Hyvässä suhdanteessa normalisoitu liikevaihtotaso on arviomme mukaan noin 4 MEUR. Segmentin kulurakenne on liiketoiminnalle tyypillisesti erittäin kiinteä ja näin ollen kannattavuus skaalautuu voimakkaasti liiketoiminnan kasvun myötä.

Ennustamme investointipankkiliiketoiminnan liikevaihdon kasvavan 4,2 MEUR:oon kuluvana vuonna. Ensi vuonna odotamme liikevaihdon kääntyvän lievään laskuun johtuen heikentyvästä markkinatilanteesta ja ennustamme 4,0 MEUR:n liikevaihtoa.

Sijoittajien on hyvä muistaa, että investointipankkiliiketoiminta on luonteeltaan erittäin syklistä ja markkinatilanteen merkittävä

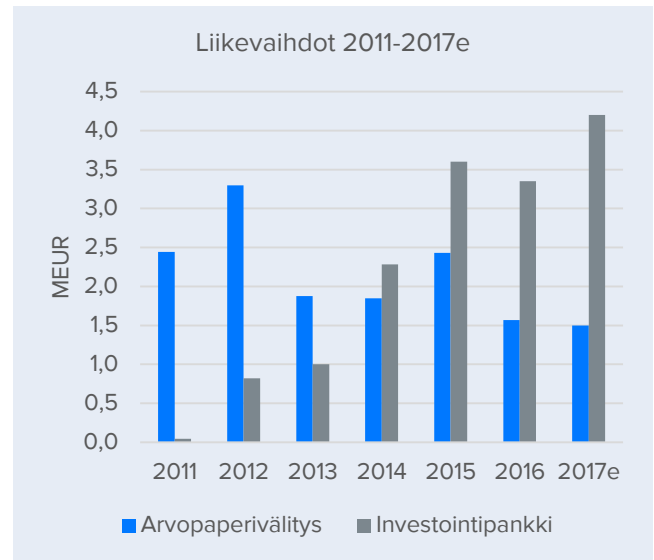
heikentyminen laskisi liikevaihtoa selvästi. Investointipankkitoiminnan synergiat UB:n muihin liiketoimintoihin ovat kohtuulliset ja esimerkiksi UB Securities pystyy toimimaan osakeanneissa merkintäpaikkana. Myös konsernin myyntikoneisto tarjoaa selkeitä synergioita esimerkiksi osakeantien myyntiä ja markkinointia ajatellen.

## Arvopaperivälitys

UB arvopaperivälitys tarjoaa arvopaperinvälitystä ja sijoitusneuvontaa kaikilla keskeisillä markkinoilla. UB Securities:in välityspalvelut kattavat listattujen sekä listaamattomien osakkeiden ja joukkolainojen lisäksi pörssinoteeratut rahastot sekä johdannaiset. UB Securities on mukana myös primäärimarkkinalla listaamassa yhtiöitä pohjoismaisille pääomamarkkinoille. Kotimaisista toimijoista UB:n välitystoiminta on ainoa pankeista riippumaton. Välitystoiminta on jo pitkään ollut Suomessa rakenteellisissa ongelmassa, kun pörssin kaupankäyntivolyymit ovat jatkaneet laskuaan ja samalla online-välityksen kasvu on kiihdyttänyt hintaeroosiota. UB:n arvopaperivälityksen liikevaihto oli viime vuonna 1,6 MEUR ja se laski lähes kolmanneksella edellisvuodesta. Lasku johtuu näkemyksemme mukaan pörssin vaisusta vaihtovolyymien kehityksestä, kireästä hintakilpailusta ja listautumisiin liittyvien toimeksiantojen vähäisestä määrästä. Liiketoiminta on käsityksemme mukaan myös selvästi tappiollista. Liiketoiminnan näkymät ovat myös suhteellisen vaisut johtuen markkinan haasteista ja rakenteellisista muutoksista.

Liiketoiminnalla on kuitenkin selkeä strateginen

arvo, sillä oma riippumaton välitys parantaa varainhoidon palvelutarjontaa ja täydentää investointipankin kokonaistarjontaa. Näin ollen yksikköä ei mielestämme pidä tarkastella itsenäisenä, vaan enemmän eräänlaisena konsernin kokonaisuutta tukevana funktiona. Tappiollisuudesta johtuen odotamme yhtiöltä kuitenkin toimenpiteitä liiketoiminnan palauttamiseksi takaisin kannattavaksi. Mielestämme pelkkä strateginen arvo ei ole riittävä syy perustelemaan tappiollisen liiketoiminnan ylläpitämistä.



# Strategia

## Kasvu strategian keskiössä

UB:n strategian keskiössä on asiakasvarallisuuden kasvattaminen ja tuottaa asiakkaille lisäarvoa UB:n omilla tuotteilla ja ratkaisulla. Yhtiön strategiana on liiketoiminnan voimakas kasvattaminen ja yhtiön näkemyksen mukaan finanssisektorin nykyisessä ympäristössä, jossa regulaatio kiristyy ja digitalisaatio haastaa vanhoja toimintamalleja kasvu on UB:n kaltaiselle toimijalle ainoa vaihtoehto. Mielestämme tulkinta on oikea ja näkemyksemme mukaan pienten toimijoiden elintila tulee jatkamaan supistumistaan, mikä tulee väistämättä johtamaan isompien pelureiden syntymiseen konsolidaation kautta. Keskustelemme toimialasta tarkemmin sivulla 18.

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

- **Hallinnoitavien varojen kasvattaminen,** missä keskiössä ovat asiakasmäärän kasvattaminen, tuotetarjonnan laajentaminen sekä tuotteiden hyvä tuottokehitys. Arviomme mukaan keskeiset ajurit hallinnoitavan varallisuuden kasvulle ovat lähivuosina pääomarahastot ja täyden valtakirjan varainhoito.
- **Uusien kasvua tukevien liiketoiminta-alueiden perustaminen tai hankkiminen.** Yhtiön johdon mukaan yhtiö etsii aktiivisesti uusia yritysjärjestelykohteita ja näkemyksemme mukaan UB:llä olisi todennäköisesti kiinnostusta laajentaa omaisuudenhoitoliiketoimintaansa Ruotsissa ja pääomarahastotarjontaa Suomessa. Molemmassa tapauksissa ongelmana ovat hyvien kohteiden suhteellisen vähäinen

määrä ja korkeat hintapyynnot.

- **Tuote- ja palveluvalikoiman laajentaminen.** Uskomme tässä fokuksen olevan etenkin pääomarahasto- ja reaaliomaisuusratkaisuissa. Pidämme suhteellisen epätodennäköisenä, että yhtiö laajentaa orgaanisesti tarjontaansa infran, kiinteistöjen tai metsän ulkopuolelle. Uudet lanseeraukset tapahtuvat todennäköisesti yhtiön ydinosaamisessa eli näissä tuotealueissa. Mahdollinen tuotetarjonnan laajentaminen näiden tuotteiden ulkopuolelle vaatisi todennäköisesti yritysostoja.
- **Jakeluverkoston laajentaminen.** Nykyinen fyysinen myyntiverkosto kattaa Suomen kolme keskeisintä talousaluetta (Helsinki, Turku ja Tampere) sekä Tukholman, josta yhtiö palvelee muita Pohjoismaita ja etenkin Ruotsia. Pidämme fyysisen myyntiverkoston laajentumista lyhyellä tähtäimellä epätodennäköisenä ja mielestämme yhtiön nykyinen verkosto tarjoaa riittävät eväät liiketoiminnan voimakkaalle kasvattamiselle. Sen sijaan digitaaliseen jakeluun panostaminen IT-investointien kautta tulee jatkumaan. Lisäksi yhteistyö POP-pankkien kanssa tulee arviomme mukaan syventymään tulevana vuosina ja onnistuessaan tämä yhteistyö voisi tarjota yhtiölle merkittävää jakeluvoimaa.
- **IT-järjestelmän kehittäminen.** Finanssisektorin digitalisaatio mahdollistaa liiketoiminnan tehokkuuden merkittävän parannuksen (backofficen tehokkuus) ja mahdollistaa myös asiakaspalvelun kehittämisen (mm. raportointi, automaattinen jälkimarkkina). UB on viimeisten vuosien

aikana edistynyt IT-järjestelmiensä parantamisessa sekä uudistamisessa kohtuullisesti ja esimerkiksi asiakasrajapintana toimiva OmaUB-palvelu on mielestämme jo varsin kilpailukykyinen. Vastaavasti tehokkuuden puolella taustafunktioissa yhtiöllä on edelleen paljon tehtävää ja arviomme mukaan sen tehokkuus on vielä suhteellisen kaukana yhtiön tavoittelemasta tasosta.

## Strateginen suunta vaikuttaa oikealta

Ottaen huomioon yhtiön nykyiset haasteen kannattavuuden kanssa, useat meneillään olevat merkittävät hankkeet (mm. pääomarahastojen ylösajo ja IT) sekä kypsässä vaiheessa oleva nousumarkkina, olisi UB:n mielestämme ensiarvoisen tärkeää keskittyä seuraaviin asioihin:

- Tuloksen volatiliteetin pienentäminen ja jatkuvien tuottojen osuuden kasvattaminen
- Sisäisen tehokkuuden parantaminen
- Skaalautuvuuden varmistaminen (IT, jakelu ja tuotteiden kokoluokka)
- Kasvun fokusoittaminen yhtiön ydintoimintoihin ja -tuotteisiin

Kokonaisuutena UB:n strategia vastaa mielellämme varsin hyvin kaikkiin edellä mainittuihin kohtiin ja näin ollen pidämme yhtiön strategista suuntaa oikeana.



# Kulurakenne

## Kulurakenne on kiinteä ja skaalautuva

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

UB:n suurin yksittäinen kuluerä on henkilöstökulut, jotka vastasivat noin 40 % yhtiön liikevaihdosta vuonna 2016. Yhtiön henkilöstömäärä on kasvanut voimakkaasti viimeisen kahden vuoden aikana (2013 70 kpl vs. 2016 102 kpl), kun yhtiö on tehnyt etupainotteisia investointeja mm. IT-järjestelmiinsä ja laajentanut liiketoimintapohjaa (mm. investointipankki ja Optium). Nykyisellä liiketoimintarakenteella emme näe oleellista painetta henkilöstömäärän kasvulle ja odotamme henkilöstön kasvavan vain yksittäisillä ihmisillä per vuosi. IT-hankkeiden edistyessä yhtiön pitäisi myös kyetä kanavoimaan resursseja pois nykyisistä työläistä taustafunktioista ja kohdistaa nämä resurssit uudelleen tuottavaan työhön (esimerkiksi myynti). Selvä kasvu nykyisestä 100 henkilöstä vaatisi näkemyksemme mukaan yrityskauppoja tai laajentumisia uusille tuotealueille.

UB:n keskimääräinen kulu per työntekijä oli vuonna 2016 laskelmiemme mukaan noin 78 TEUR. Taso on selvästi alle keskeisten verrokkien, mikä on laskelmiemme mukaan noin 100 TEUR. Arviomme mukaan tätä eroa selittää osin erot työntekijämixissä (asiantuntijat vs. tukifunktioissa työskentelevät), erot bonusrakenteissa, osa-aikaisten työntekijöiden määrä ja etenkin UB:n henkilöstön korkeat omistussuhteet emoyhtiössä sekä tytäryhtiöissä (UB Real Asset Management:issa). Arviomme

mukaan bonusten osuus palkkakuluista oli vuonna 2016 erittäin matala johtuen yhtiön heikosta operatiivisesta tuloksesta. Näin ollen pidämme UB:n vuoden 2016 keskimääräistä palkkatasoa jonkin verran normaalitasoa alhaisempana. Lähivuosien osalta näemme yhtiön palkkakuluissa lieviä inflaatiopaineita johtuen suhteellisen maltillisesta palkkarakenteesta sekä tulosparannuksen myötä kasvavista tulossidonnaisista bonuspalkkioista. Isossa kuvassa emme kuitenkaan odota merkittävää muutosta kuluissa per työntekijä. Näin ollen henkilöstökulujen pitäisi tarjota edelleen varsin voimakasta tulosvipua liikevaihdon kasvaessa.

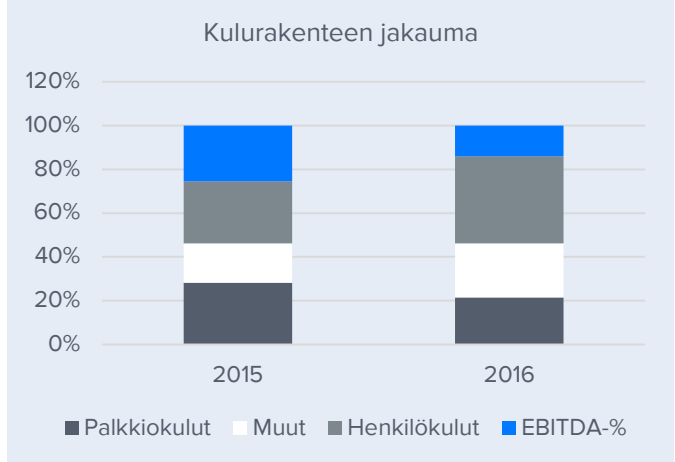
Toinen merkittävä kuluerä yhtiölle on liiketoiminnan muut kulut. Muut kulut suhteessa liikevaihtoon olivat noin 25 % vuoden 2016 liikevaihdosta. Taso on suhteellisen korkea ja se heijastelee yhtiön heikkoa liikevaihtoa vuodelta 2016. Arviomme mukaan yhtiöllä pitäisi olla lähivuosina edellytykset laskea muiden kulujen osuus noin 20 %:iin, kun liikevaihto kasvaa ja kuluissa nähdään vain lievää kasvua. Näin ollen muiden kulujen tarjoama tulosvipu yhtiölle on edelleen merkittävä.

Yhtiön poistot ovat yritysostojen seurauksena kasvaneet merkittävästi. Yhtiön poistot olivat vuonna 2016 1,2 MEUR ja arviomme mukaan 2017 poistotaso tulee olemaan noin 1,7 MEUR. Nämä poistot koostuvat lähes täysin liikearvosta ja muusta aineettomasta omaisuudesta. Niitä vastaava investointitaso yhtiöllä on arviomme mukaan muutamia satoja tuhansia euroja vuodessa (IT-kuluista kirjataan taseeseen vain rajallinen määrä). Näin ollen yhtiön raportoima tulos tulee lähivuodet olemaan selvästi kassavirtaa heikompi. Olemme ennusteissamme

käyttäneet liikearvon poistoilla oikaistua EPS:ää, jota pidämme parhaana mittarina yhtiölle.

Yhtiölle merkittävä, mutta erittäin vaikeasti ennustettava, kuluerä on palkkiokulut. Niiden osuus 2016 liikevaihdosta oli 21 % ja ne sisältävät mm. palkkionpalautukset ja välittäjien palkkiot. Käsityksemme mukaan yksittäinen suurin erä palkkiokuluissa on Visio Varainhoito, jonka hoitamia rahastoja UB hallinnoi. Vision osuus palkkiokuluista vuonna 2016 oli arviomme mukaan noin puolet. Kokonaisuutena palkkiokulujen kehityksellä ei ole yhtiön kannalta oleellista merkitystä, sillä se on pääasiassa läpilaskutettavaa liiketoimintaa.

Nykyisellä liiketoimintarakenteella ja kokoluokalla pidämme UB:n normalisoituna liikevoittomarginaalinatasona noin 20 % (EBIT-% 2018e: 20,8 %). Kestävästi tätä korkeamman marginaalitason saavuttaminen vaatisi mielestämme liiketoiminnan kokoluokan selkeää kasvua nykytasolta.



# Vähemmistöt

## Merkittävät vähemmistöomistajat

United Bankersilla on kolme vähemmistöomistajaa sen nykyisissä liiketoiminnoissa. Vähemmistöomistusten tarkoituksena on sitouttaa liiketoimintojen avainhenkilöt yhtiöön pitkäjänteisesti. Merkittävien vähemmistöjen johdosta yhtiön käyttökate ja liikevoitto antavat liian positiivisen kuvan yhtiön osakkeenomistajille kuuluvasta tuloksesta. Vuonna 2015 vähemmistöjen osuus nettotuloksesta oli 1,5 MEUR tai 28 % koko nettotuloksesta ja vuonna 2016 vastaava osuus oli 0,7 MEUR konsernin nettotuloksen ollessa 0,9 MEUR.

## Real Asset Management

Vähemmistöistä ylivoimaisesti merkittävin on UB Real Asset Management, josta sen henkilöstö omistaa 44 % ja UB 56 %. Real Asset Management hallinnoi 11 UB:n rahastoa ja sillä oli hallinnoitavaa pääomaa vuoden 2016 lopussa noin 360 MEUR. Arviomme mukaan Real Asset Managementin osuus 2016 vähemmistöille kuuluvasta tuloksesta oli noin 0,6 MEUR. Real Asset Management on hyvin oleellinen osa UB:n liiketoimintaa ja sen näkymät ovat hyvät. Pidämmekin hyvin todennäköisenä, että yhtiön tulos tulee kasvamaan voimakkaasti lähivuosina, minkä myötä myös vähemmistöille kuuluva tulososuus tulee pysymään kasvussa.

## Nordic Forest Management

UB Nordic Forest Managementissa UB:n omistusosuutta on nostettu asteittain ja 2016 lopussa se oli 88 %. Suhteellisen pienestä vähemmistöstä johtuen Nordic Forest Managementin negatiivinen tulosvaikutus tulee

jäämään lähivuonna pieneksi.

## UB Yritysrahoitusrahasto

Neljäs vähemmistö on UB Yritysrahoitusrahasto, jonka UB osti Quorumilta (entinen Quorum Lainoittaja Oy). Siitä UB omistaa 60 % ja rahastonhoitajat 40 %. Rahasto on edelleen ylösajovaiheessa ja odotamme vähemmistön osuuden jäävän lähivuosina mitättömäksi.

## UB Capitalin lunastus oli järkevä liike

Kesällä 2016 UB osti UB Capitalin 38 %:n vähemmistön pois yhtiöstä. Kaupassa UB Capital arvostettiin laskelmiemme mukaan noin 8,5 MEUR:oon ja keskeiset arvostuskertoimet olivat 2016 tuloksella EV/S 3,1x ja EV/EBIT 6,9x. Kertoimet ovat mielestämme neutraalit, kun huomioidaan UB Capitalin hyvä tulostaso. Kauppa maksettiin osin käteisellä ja osin UB:n osakkeilla, jolla Capitalin avainhenkilöiden sitoutuminen yhtiöön varmistettiin.

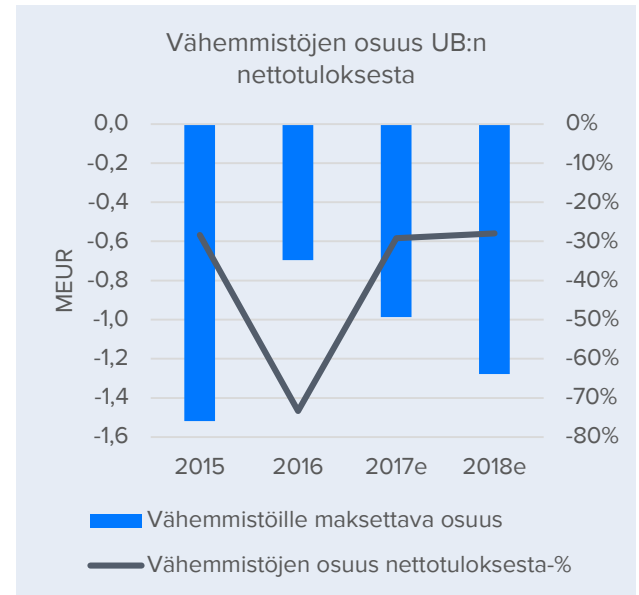
Vaikka kaupan kertoimet olivatkin neutraalit, suhtaudumme kauppaan positiivisesti johtuen sen välittömästä positiivisesta EPS-vaikutuksesta, poistuneista intressiristiriidoista sekä parantuneesta läpinäkyvyydestä.

## Vähemmistöt ovat ongelmallisia pitkällä aikavälillä

Vaikka suorilla kohdeyhtiöiden omistuksilla onkin kiistattomia positiivisia sitouttamisvaikutuksia, ovat vähemmistöomistukset mielestämme pitkällä aikavälillä ongelmallisia. Vähemmistöomistuksissa piilee selkeä riski intressiristiriidoista sekä epäoikeudenmukaisesta palkitsemisesta.

Mielestämme paras tapa sitouttaa henkilöstöä olisi emoyhtiön osakkeiden kautta (esim. UB Capitalin tapauksessa), sillä se poistaa intressiristiriidat ja varmistaa, että kaikki ovat samassa veneessä yhtiötä kehitettäessä. Osakkeenomistajien kannalta olisikin mielestämme paras vaihtoehto, että UB jollain aikavälillä pyrkisi konvertoimaan vähemmistöomistukset emoyhtiön osakkeiksi.

Real Asset Managementin vähemmistöomistuksen hankinta järkevällä valuaatiolla loisi mielestämme omistaja-arvoa positiivisen EPS-vaikutuksen, poistuvien intressiristiriitojen ja parantuneen läpinäkyvyyden kautta.





# Liiketoimintamalli yhteenveto

| MEUR                                  | 2014        | 2015        | 2016        | 2017e       | 2018e       | 2019e       |
|---------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Omaisuudenhoito                       | 7,0         | 6,8         | 5,3         | 6,9         | 7,9         | 8,2         |
| Arvopaperinvälitys                    | 1,8         | 2,4         | 1,6         | 1,5         | 1,5         | 1,5         |
| Rahastot                              | 8,1         | 12,4        | 8,5         | 10,9        | 13,8        | 14,9        |
| Investointipankki                     | 2,3         | 3,6         | 3,4         | 4,2         | 4,0         | 3,6         |
| <b>Palkkiotuotot yhteensä</b>         | <b>19,2</b> | <b>25,2</b> | <b>18,7</b> | <b>23,5</b> | <b>27,1</b> | <b>28,2</b> |
| Palkkiokulut                          | -5,5        | -7,7        | -4,3        | -5,0        | -6,2        | -6,5        |
| Henkilöstökulut                       | -6,3        | -7,8        | -4,0        | -8,4        | -9,0        | -9,3        |
| Muut hallintokulut                    | -3,6        | -3,8        | -3,9        | -4,0        | -4,1        | -4,2        |
| Muut kulut                            | -0,8        | -1,1        | -2,2        | -2,8        | -2,8        | -3,0        |
| <b>Liikevoitto</b>                    | <b>3,6</b>  | <b>6,7</b>  | <b>1,5</b>  | <b>4,2</b>  | <b>5,9</b>  | <b>6,1</b>  |
| Vähemmistöt                           | -0,6        | -1,5        | -0,7        | -1,0        | -1,3        | -1,3        |
| <b>Nettotulos</b>                     | <b>2,6</b>  | <b>3,6</b>  | <b>0,2</b>  | <b>2,4</b>  | <b>3,2</b>  | <b>3,3</b>  |
| Henkilöstömäärä                       | 85          | 99          | 102         | 103         | 106         | 110         |
| <b>Hallinnoitava varallisuus MEUR</b> | <b>1434</b> | <b>1662</b> | <b>2000</b> | <b>2455</b> | <b>2743</b> | <b>2929</b> |
| Rahastot                              | 486         | 589         | 729         | 830         | 913         | 959         |
| Pääomarahastot                        | 35          | 90          | 189         | 395         | 500         | 590         |
| Täysivaltakirja+mandaatit*            | 190         | 235         | 300         | 400         | 500         | 550         |
| Muut*                                 | 723         | 748         | 782         | 830         | 830         | 830         |
| AUM kasvu MEUR                        | 266         | 228         | 338         | 455         | 288         | 186         |
| AUM kasvu-%                           | 23 %        | 16 %        | 20 %        | 23 %        | 12 %        | 7 %         |
| Jatkuvat tuotot* (MEUR)               | 8,4         | 10,6        | 10,8        | 13,2        | 15,7        | 17,2        |
| Jatkuvat tuotot palkkiotuotoista-% *  | 44 %        | 42 %        | 57 %        | 56 %        | 61 %        | 64 %        |

\* merkityt ovat Inderesin ennusteita myös 2014-2016 osalta

# 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 käyttötileillä 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 noin 202 miljardia euroa ja se kasvoi selvästi edellisvuodesta. 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 puolet on sijoitettu kotimaisiin sijoitusrahastoihin ja loput ovat konsultatiivisen

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

Vaikka Suomen talouden näkymä onkin lyhyellä aikavälillä suhteellisen valoisa, tulevat rakenteelliset ongelmat painamaan pitkän aikavälin kasvupotentiaalia ja näin ollen uutta varallisuutta tulee edelleen syntymään rajallisesti. Näin ollen varainhoitomarkkinan kasvu tulee myös jatkossa perustumaan varallisuusarvojen kasvuun ja rotaatioon talletustileiltä tuottavampiin sijoituskohteisiin. Rotaatio talletustileiltä tuottavampiin omaisuusluokkiin on hidasta ja 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 Suomen talouden kehitys on viime vuosina ollut suhteellisen vaisua, 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.

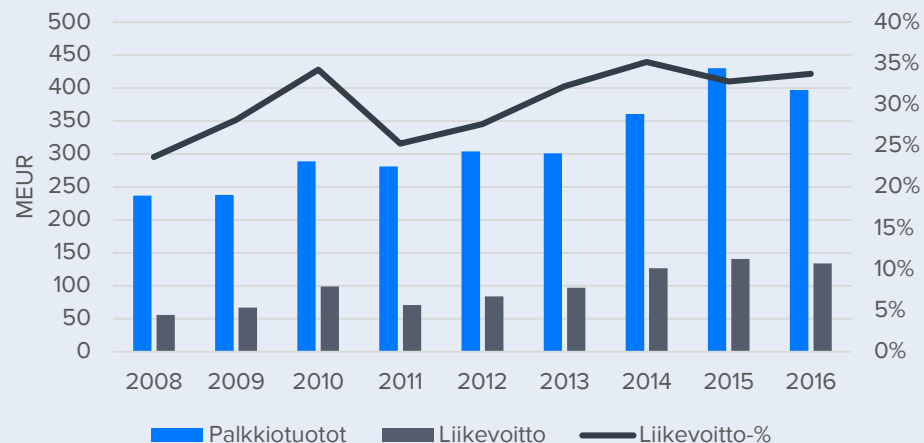
Alan toimijat ovatkin tällä hetkellä keskimäärin erittäin hyvin kannattavia ja toimialan näkymät ovat etenkin pankkitoiminnan ulkopuolisilta osin hyvin suotuisat. Keskeisinä uhkina alalla ovat jatkuvat regulaatiomuutokset sekä digitalisaatio. Nämä tekijät yhdessä muokkaavat finanssisektorin pelikenttää uuden näköiseksi.

# Toimialan yhteenveto

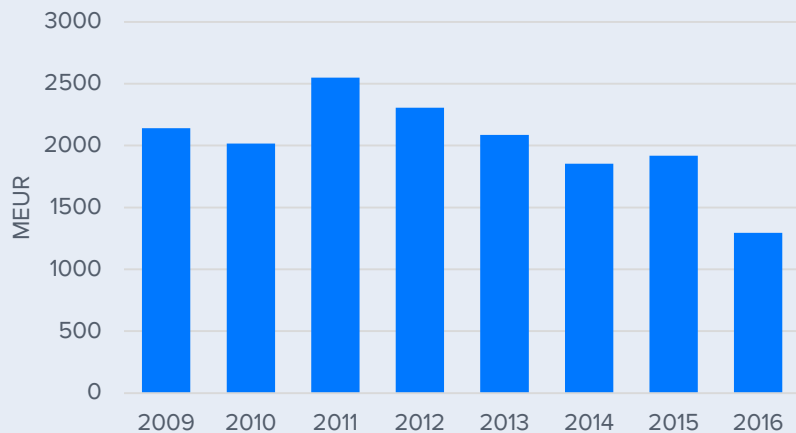
## Omaisuuksienhoitomarkkinan kehitys



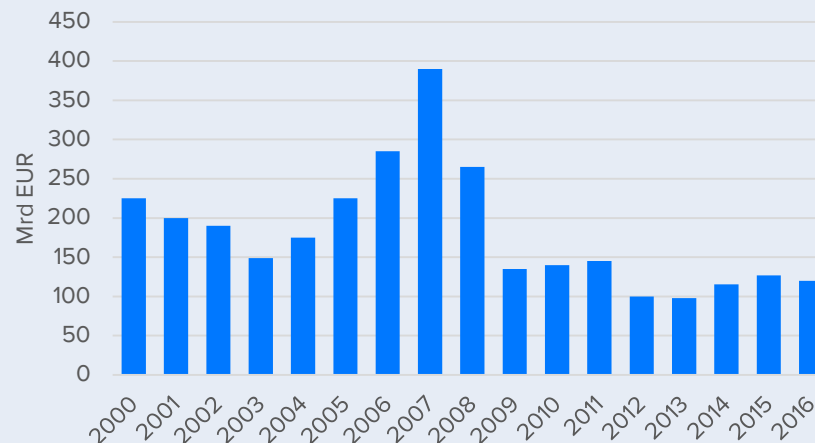
## Sijoituspalveluyhtiöiden palkkiotuotot ja kannattavuudet



## Strukturoitujen tuotteiden myynti Suomessa



## OMXH vaihtovolyymi



# Toimialan trendit

## Toimialalla käynnissä 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 korkotas nostaa vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kysyntää,** kun sijoittajat etsivät korkotuotoilleen substituuotteja. Vaihtoehtoiset omaisuusluokat ovat mm. erilaiset reaaliomaisuuteen sijoittavat rahastot kuten esimerkiksi asuntorahastot, tuulivoimarahastot ja infrastruktuurirahastot. Nämä rahastot tarjoavat sijoittajille tasaista ja vakaata korkotuottoon verrattavaa tuottoa. Vaihtoehtoista omaisuusluokista on

muodostunut yhä selkeämmin osa sijoittajien perusallokaatiota ja odotamme tämän trendin jatkuvan.

**Digitalisaatio mahdollistaa uusien asiakasryhmien palvelemisen kustannustehokkaasti.** Digitaalisen jakelun myötä aiemmin selvästi alipalvelusta 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.

**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 (esimerkiksi kiinteistörahasot ja sähköverkot). 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 kiristymisen 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 omaisuudenhoito 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. Myös asiakkaiden yhdenvertaisuus tulee parantumaan ja tuotteiden läpinäkyvyys paranemaan. Tämä tulee korostamaan kilpailuerojen 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 65 Finanssivalvonnan toimiluvan saanutta sijoituspalveluyritystä. Näistä yhtiöistä 53 teki voitollisen tuloksen 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 IceCapital-osto, Elite Pankkiiriliikkeen Eufex-osto, Taalerin Garantia-kauppa ja CapManin Norvestia-hankinta.

Suomen sijoituspalvelukentällä toimivat pelurit voidaan jakaa kolmeen ryhmään:

**Pankit**, joiden toiminnoille keskeisiä nimittäjiä ovat laaja kivijalkaan pohjautuva jakeluverkosto ja operoiminen kaikilla sijoituspalvelutoiminnan kentillä.

**Keskisuuret** sijoituspalveluyhtiöt, joista valtaosalla on omaisuudenhoidon lisäksi myös muuta liiketoimintaa (esim. pankki, välitys tai investointipankki). Tähän ryhmään kuuluvat mm.

UB, Evli, Taaleri, CapMan, Seligson, Elite ja United Bankers.

**Pienet sijoituspalveluyhtiöt**, jotka keskittyvät pääsääntöisesti omaisuuden- tai rahastonhoitoon. Tähän ryhmään kuuluvat mm. Fondita, Fourton, PYN ja Alfred Berg.

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 joille kasvavat regulaatiopaineet aiheuttavat suurimpia haasteita. Nämä pankit tulevat lähes väistämättä ajautumaan jollain aikavälillä osaksi suurempia kokonaisuuksia kilpailukyvyn 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 kulupuolelta, 2) ostaja haluaa laajentaa tuote- ja palveluvalikoimaansa tai 3) ostaja haluaa laajentaa jakeluverkostoaan uusiin kohderyhmiin/maantieteellisille alueille. Uskomme, että konsolidaatiossa etenkin pienet ja fokusoituneet toimijat tulevat olemaan

kohteina, sillä niihin kasvava byrokratia ja sääntely iskevät kovimmin ja niiden integrointi osaksi suurempaa kokonaisuutta on melko kivutonta. Etenkin tiettyyn pääomarahasto-segmenttiin keskittyneet varainhoitajat (esim. Dasos ja Titanium) ovat mielestämme potentiaalisia ostokohteita johtuen pääomarahastojen kasvavasta kiinnostuksesta. Laajentumista haetaan entistä aktiivisemmin myös perinteisen sijoituspalvelutoiminnan ulkopuolelta (esim. joukkorahoitus, vertaislainat).

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 erittäin 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 pärjanneet hyvin viimevuosina

Näkemyksemme mukaan UB:n keskeisiä verrokkeja ovat keskisuuret listatut finanssipalveluyhtiöt Evli, eQ, Taaleri, CapMan ja Elite. Hallinnoitavalla varallisuudella mitattuna Evli on vertailuryhmän suurin toimija 10,6 miljardin euron varallisuudella. Myös rahastopääomilla mitattuna Evli on vertailuryhmän ylivoimaisesti suurin toimija 6,8 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 ja Taaleri ovat joukon suurimmat toimijat noin 60 MEUR:n nettopalkkiotuotoilla. Taalerin nettopalkkiotuotoissa on mukana merkittäviä kertaluontoisiksi tulkittavia eriä. Markkina-arvoilla mitattuna suurimmat toimijat ovat eQ (MCAP 280 MEUR) ja Taaleri (MCAP 230 MEUR).

Kannattavuudet vaihtelevat eri toimijoiden osalta selvästi ja suoraa korrelaatiota liiketoiminnan

koon ja kannattavuuden välillä ei voida vetää. Kannattavuuteen vaikuttaa merkittävästi liiketoiminnan kulurakenne, strategia ja liiketoimintarakenne.

UB:n kilpailijakenttää analysoitaessa pitää sijoittajan huomioida koko varainhoitomarkkina ja kaikki sen toimijat, eikä rajata tarkastelua vain keskisuuriin sijoituspalveluyhtiöihin. Kolme suurinta pankkia (Danske, Nordea ja Pohjola) hallitsevat edelleen valtaosaa Suomen rahastopääomasta (yhdistetty markkinaosuus noin 70 %) ja myös muissa finanssipalveluissa (kuten välitys, strukturoidut tuotteet ja investointipankki) niiden markkinaosuudet ovat korkealla tasolla.

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 pärjanneet kohtuullisesti vahvan markkinakehityksen ansiosta, mutta jatkuvasti kasvava regulaatio ja resurssien puute on supistanut myös niiden elintilaa selvästi. Keskisuuret toimijat ovat monella tapaa hyvässä asemassa suurten pankkien ja pienten toimijoiden välissä, koska ne ovat riittävän isoja vastaamaan regulaation haasteisiin, mutta samalla riittävän ketteriä reagoimaan toimialan muutoksiin ja trendeihin. Tämä kaikki on heijastunut vahvana kasvuna, sillä vuosina 2011-

2015 kaikkien keskisuurien toimijoiden liikevaihdot ovat kasvaneet voimakkaasti.

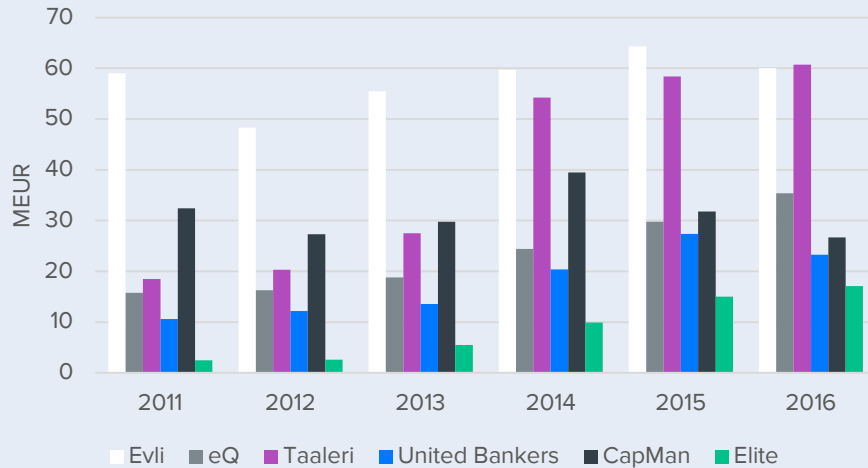
Myös kannattavuuskehitys on ollut keskisuurilla toimijoilla erinomaista ja kaikkien liikevoitot ovat kasvaneet merkittävästi johtuen kasvusta ja liiketoiminnan skaalautuvuudesta.

Keskisuuret finanssipalveluyhtiöt ovat kaikki myös onnistuneet kasvattamaan hallinnoitavaa varallisuuttaan yleistä markkinakehitystä nopeammin ja voittamaan markkinaosuuttaan. Taustalla ovat mielestämme alan trendit, jotka tukevat ketteriä ja innovatiivisia toimijoita. Häviäjinä tässä kehityksessä ovat olleet etenkin pienet pankit, jotka kaikki ovat menettäneet markkinaosuuksiaan viimeisen viiden vuoden aikana. Sijoittajan on kuitenkin tärkeä ymmärtää, että näiden kuuden keskisuuren omaisuudenhoitotalon yhdistetty markkinaosuus Suomen rahastopääomasta on edelleen noin 10 %, eikä markkinoiden isossa kuvassa ole tapahtunut merkittäviä muutoksia.

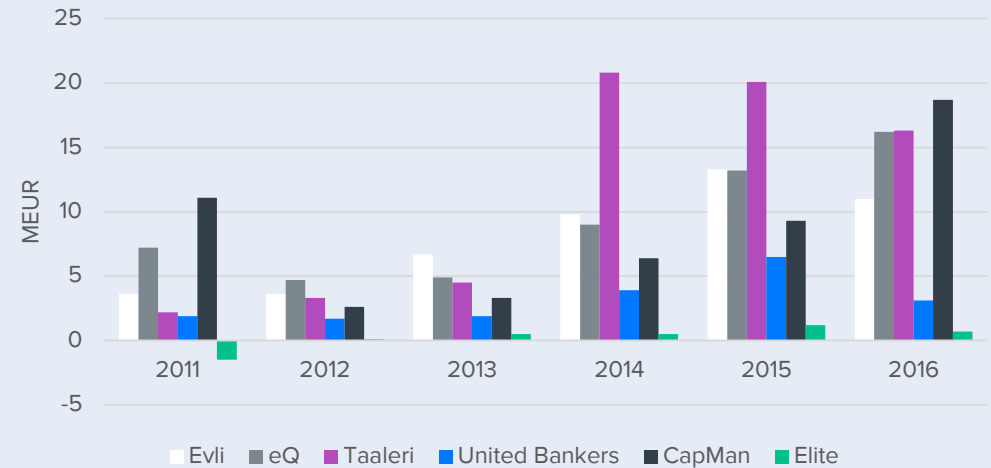
Uskomme, että keskisuuret pelurit tulevat jatkamaan markkinaosuuksiensa kasvattamista pankkien kustannuksella myös jatkossa. Ottaen huomioon suurten pankkien markkinaosuudet ja vahvat jakeluverkostot, ei tämä keskisuurten toimijoiden kasvu tule uhkaamaan suurten toimijoiden markkina-asemaa vielä pitkään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

# Kilpailijat ja verrokkit yhteenveto

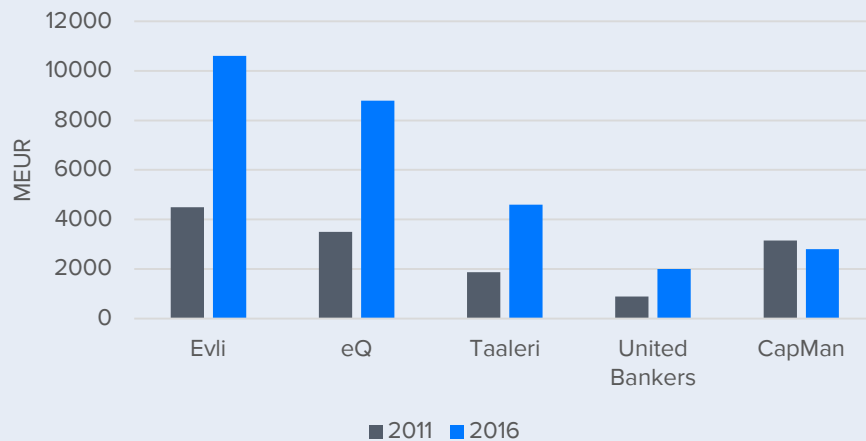
## Verrokkien liikevaihdon kehitys



## Verrokkien liikevoittojen kehitys



## Hallinnoitavan varallisuuden kasvu



## Kilpailijoiden liiketoimintojen painopisteet

|                        | United Bankers | Taaleri  | Evli  | eQ    | Seligson | Elite |
|------------------------|----------------|----------|-------|-------|----------|-------|
| Investointipankki      | Kyllä          | Sisäinen | Kyllä | Kyllä | Ei       | Ei    |
| Omaisuuksienhoito      | Kyllä          | Kyllä    | Kyllä | Kyllä | Kyllä    | Kyllä |
| Rahastoyhtiö           | Kyllä          | Kyllä    | Kyllä | Kyllä | Kyllä    | Kyllä |
| Välitys                | Kyllä          | Sisäinen | Kyllä | Ei    | Ei       | Ei    |
| Pankkitoiminta         | Ei             | Ei       | Kyllä | Ei    | Ei       | Ei    |
| Strukturoidut tuotteet | Kyllä          | Kyllä    | Kyllä | Kyllä | Ei       | Kyllä |
| Private equity         | Kyllä          | Kyllä    | Kyllä | Kyllä | Ei       | Kyllä |

# Taloudellinen tilanne

## Kevyt ja nettovelaton tase

UB:n liiketoiminta ei sido merkittäviä pääomia, mikä mahdollistaa kevyen taserakenteen. Yhtiön taseen loppusumma oli vuoden 2016 lopussa 23,3 MEUR ja tästä valtaosa noin 9,5 MEUR on käteistä rahaa tai siihen verrannollisia eriä. Yhtiöllä on myös osakkeita ja omistuksia yhteensä 2,5 MEUR:n arvosta. Nämä omistukset ja osakkeet sisältävät konsernin oman sijoitussalkun ja Visio Varainhoidon osakkeet (myyty tammikuussa 2017). Konserni ei strategisessa mielessä tee sijoituksia omasta taseestaan, mutta se pyrkii saamaan tuottoa ylisuurelle kassalleen sijoittamalla osan tästä kassasta.

Aineetonta omaisuutta yhtiön taseessa oli 2016 lopussa 5,9 MEUR, josta valtaosa on syntynyt yritysostojen (mm. Optium ja UB Capital) sekä IT-järjestelmäinvestointien seurauksena. Yhtiö poistaa tätä varallisuutta taseestaan FAS-kirjanpitosäädösten mukaisesti ja näin ollen sen poistomassa on lähivuodet ylisuurella tasolla. Sijoittajien on tästä syystä tärkeä seurata etenkin käyttökateen kehitystä.

Aineellista varallisuutta yhtiön taseessa on toimialalle tyypillisesti erittäin vähän eli vain 0,2 MEUR.

Yhtiön tase on nettovelaton. Vähemmistöille kuuluva pääoma oli 2016 lopussa 0,7 MEUR. Tämä erä tulee jatkossa kasvamaan selvästi, kun yhtiö kirjaa sinne vähemmistöomistajien (UB Real Assets sekä UB Nordic Forest Management) osuuden tytäryhtiöiden tuloksista.

Omaa pääomaa yhtiöllä oli 2016 lopussa noin 14,6 MEUR ja korollista velkaa noin 3 MEUR.

## Vahva tase mahdollistaa yritysjärjestelyt

Yhtiön omavaraisuusaste oli 2016 lopussa 66 % ja nettovelkaantumisaste -39 %. Molemmat luvut kertovat taseen selvästä ylikapitalisoitumisesta ja yhtiöllä on edelleen selkeää liikkumavaraa taseensa puolesta esimerkiksi yritysjärjestelykentällä.

Myös regulatorisesta näkökulmasta yhtiön vakavaraisuus on erittäin vahva ja ydinpääoma (CET1) suhteessa riskipainotettuihin eriin on 21 %, kun regulaattorin asettama minitaso on 8 %. Emme odota yhtiön taserakenteeseen merkittäviä muutoksia lähivuosina johtuen liiketoiminnan luonteesta. Yhtiö voisi lisäksi nostaa CET1-suhdettaan myymällä riskisiä sijoituksia omasta sijoitussalkustaan. Myös aineettoman omaisuusmassan sulamisella on positiivinen vaikutus yhtiön CET1-suhteeseen.

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

Vahvasta taseesta johtuen pidämme todennäköisenä, että UB tulee maksamaan valtaosan tuloksestaan ulos osinkoina ja emme näe tarvetta taseen vahvistamiselle enää nykytasolta.

Yritysjärjestelyiden osalta loogisin kohde olisi

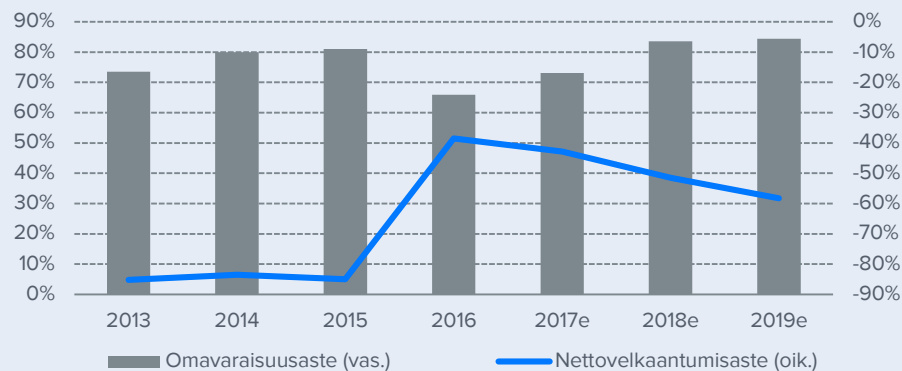
lunastaa UB Real Assets:in vähemmistöomistajat pois. Lähtökohtaisesti pidämme vähemmistöomistuksia pitkällä aikavälillä ongelmallisina, sillä ne luovat selkeän riskin intressiristiriidoista ja ”epäoikeudenmukaisesta” henkilöstön palkitsemisesta. Ostolla olisi lähtökohtaisesti välitön positiivinen EPS-vaikutus ja se pienentäisi tähän liittyviä riskejä. Emme yllätyisi, mikäli UB ilmoittaisi lunastavansa Real Assets:in kokonaan itselleen esimerkiksi osakevaihdoilla vielä kuluvan vuoden aikana.

Muilta osin uskomme UB:n etsivän pienempiä tuotetarjontaa täydentäviä yritysostokohteita Suomessa sekä keskikokoista kohdetta Ruotsista, millä yhtiö pystyisi etabloitumaan entistä selvemmin Ruotsin markkinalle. Etenkin kotimaan pienet täydentävät yritysostot ovat sijoittajan kannalta kiinnostavia, sillä niiden riski on hyvin rajallinen synergiat huomioiva potentiaali hyvä suhteessa ostohintaan.

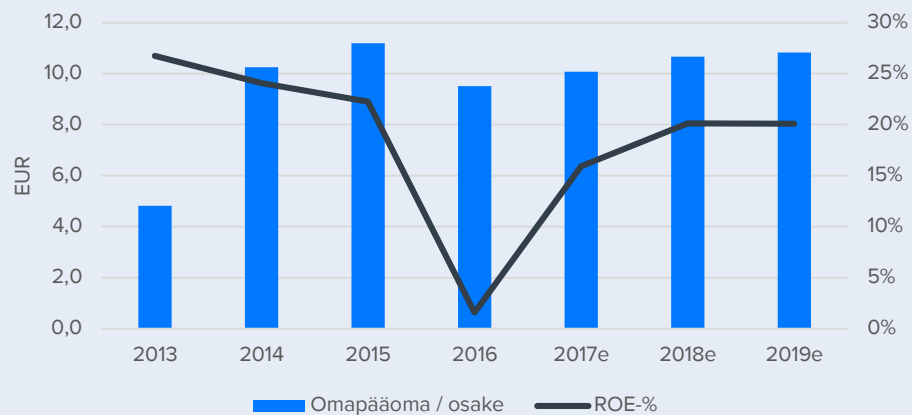


# Taloudellinen tilanne

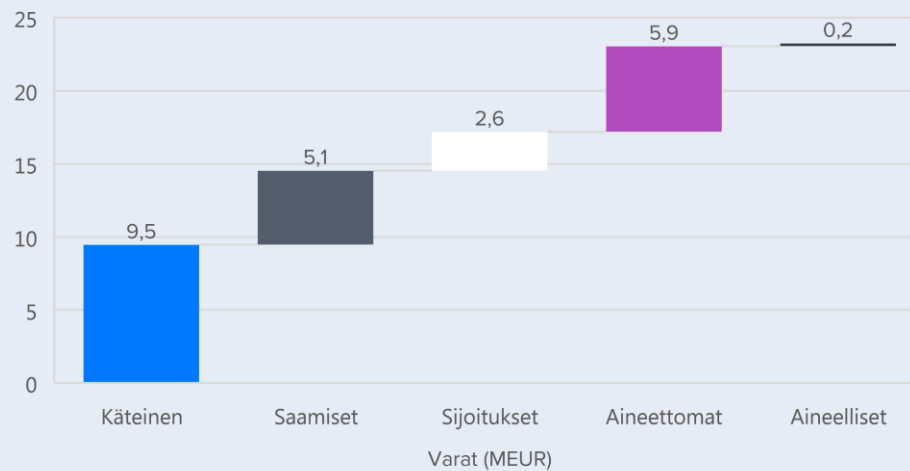
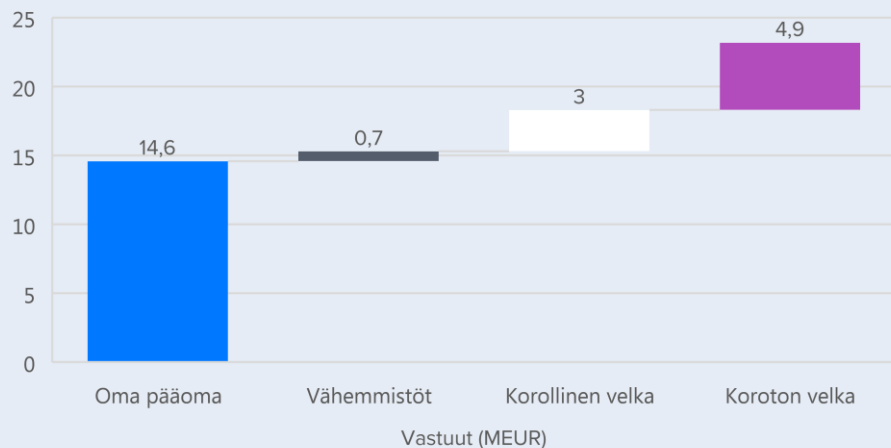
## Taseen tunnuslukujen kehitys



## Oma pääoma ja ROE -%



## Taserakenne, 2016e



# Tulevaisuuden ennusteet

## Vuonna 2017 yhtiöllä on hyvät edellytykset parantaa tulostaan selvästi

UB on ohjeistanut vuoden 2017 liikevaihdon kasvavan ja kannattavuuden paranevan selvästi vuodesta 2016, vaikka tulevan sääntelyn aiheuttamat kertaluonteiset kulut rasittavatkin yhä tulosta.

Ennustamme kuluvan vuoden liikevaihdon kasvavan 25 %:lla 23,5 MEUR:oon ja nettopalkkiotuottojen 24 %:lla 19,6 MEUR:oon vertailukauden erittäin heikolta tasolta. Kasvua tukee varainhoidon kasvu, pääomarahasto-liiketoiminnan ylösajo, korkea aktiviteetti investointipankissa sekä tuottosidonnaisten palkkioiden elpyminen (sisältää myös Vision). Hallinnoitava varallisuus jatkaa kasvuaan ja ennustamme sen nousevan 2455 MEUR:oon. Hallinnoitavan varallisuuden laatu/mix jatkaa parantumistaan johtuen uuden tuotemyynnin paremmasta katerakenteesta sekä korkeammasta ennustettavuudesta (varainhoito sekä pääomarahastot).

Palkkiokulut kasvavat Visiolle maksettavien tuottopalkkioiden myötä ja henkilöstökulut nousevat bonuskertymän maksun myötä. Myös muut kulut kasvavat hieman johtuen yhtiön varoittelemista sääntelyyn ja digitalisaatioon liittyvistä kuluista. Myös poistomassa kasvaa merkittävästi johtuen liikearvopoistoista. Kokonaisuutena ennustamme liikevoiton nousevan 3,9 MEUR:oon ja liikevoitto-marginaalin kohtuulliselle 17 %:n tasolle.

Johtuen isoista kassavirtaan vaikuttamattomista liikearvopoistoista sekä vähemmistöjen suhteellisen isosta tulososuudesta,

suosittelemme sijoittajia seuraamaan oikaistun osakekohtaisen tuloksen kehitystä. Ennustamme kuluvan vuoden oikaistun EPS:n kasvavan 2,03 euroon. Osingon ennustamme nousevan 1,50 euroon, mutta korostamme, että osingon korotus vaatii tulosparannuksen realisoitumisen. Pidämme vuoden 2016 nähtyä 1,00 euron osinkoa eräänlaisena lattiaana emmekä näe osingon leikkausta tältä tasolta todennäköisenä.

## 2018 tulosparannus realisoituu ja tuloksen laatu paranee

UB:llä on arviomme mukaan hyvät edellytykset jatkaa selvää tulosparannustaan myös vuonna 2018. Pääomarahastot ja varainhoito toimivat kasvun moottorina. Markkinatilanteen kestäessä ja yhtiön onnistuessa sijoitustoiminnassaan myös tuottopalkkioiden pitäisi olla kohtuullisella tasolla. Ennustamme liikevaihdon kasvavan 14 %:lla 27 MEUR:oon ja nettopalkkiotuottojen 12 %:lla 22 MEUR:oon. Hallinnoitava varallisuus jatkaa kasvuaan (2018e: 2743 MEUR) ja kasvusta valtaosa syntyy pääomarahastoista ja valtakirjasta. Jatkuvien tuottojen osuus liiketoiminnasta kasvaa ja ennustamme niiden nousevan yli 60 %:iin vuonna 2018. Tämä parantaa liiketoiminnan ennustettavuutta selvästi ja pienentää samalla riskiprofilia.

Kannattavuus jatkaa parantumistaan, kun paine kulujen kasvuun on aiempaa lievempi yhtiön saadessa ensimmäisiä konkreettisia säästöjä IT-hankkeistaan. Poistot pysyvät korkealla tasolla, mutta tästä huolimatta liikevoitto nousee 5,9 MEUR:oon ja liikevoittomarginaali hyvälle 20 %:n tasolle. Ennustamme oikaistun osakekohtaisen tuloksen nousevan 2,74 euroon ja osingon 2,00

euroon. Yhtiö voi jakaa tuloksestaan edelleen valtaosan ulos osinkoina johtuen vahvasta kassasta ja pienestä investointitarpeesta.

## 2019-2020 markkinan kestävyys kysymysmerkkinä

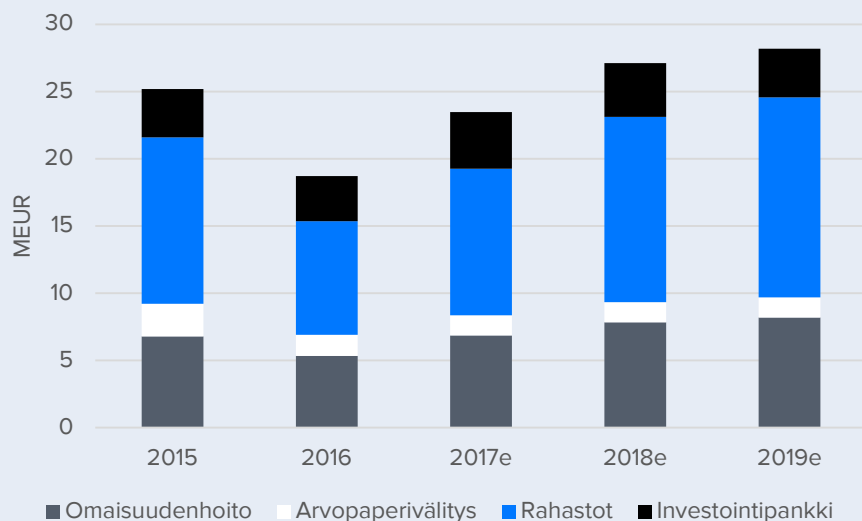
Vuosien 2019-2020 osalta odotamme yhtiön kasvun hidastuvan selvästi. Hidastuminen heijastelee näkemystämme markkinan asteittaisesta heikentymisestä sekä yhtiön parantuneista vertailuluvuista. Korkojen varovainen nousu yhdessä taloussyklin kääntymisen kanssa tulee väistämättä heikentämään transaktiomarkkinaa ja laskemaan varainhoidon tuottotasoa.

Ennustamme konsernin vuosien 2019-2020 kasvun olevan noin 4 %:n tuntumassa ja operatiivisen kannattavuuden säilyvän hyvällä tasolla (liikevoitto ~20 %). Oikaistu EPS jatkaa lievää kasvuaan ja vahvan taseen myötä osingonjakosuhde voidaan pitää korkeana.

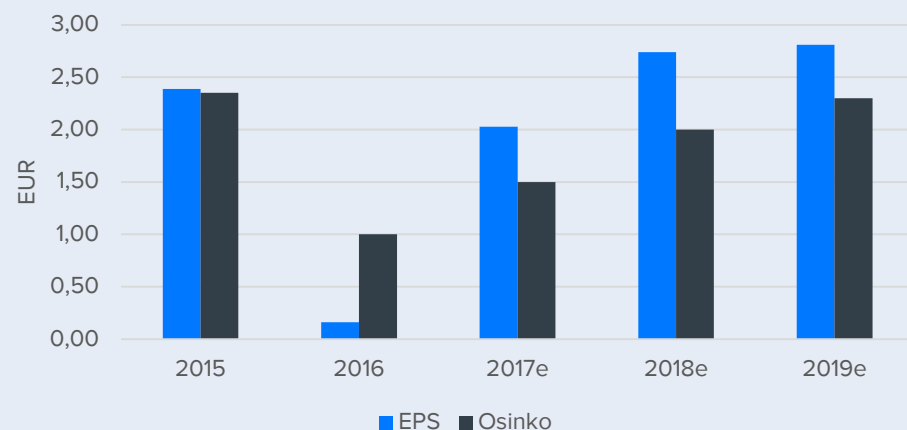
Lähtökohtaisesti UB:llä on mielestämme nykyisten liiketoimintojensa puitteissa edellytykset kasvattaa liiketoimintaansa edelleen merkittävästi nykyennusteitamme enemmän, mikäli yhtiö onnistuu strategiansa toteutuksessa ja markkinatilanne kestää. Tämän kasvun realisoituessa myös tuloksen pitäisi nousta voimakkaasti ja yhtiön nykyisen liiketoimintarakenteen tulospotentialiaali onkin selvästi ennusteitamme korkeampi. Olemme pidemmän aikavälin ennusteissamme kuitenkin varovaisia johtuen kypsästä nousumarkkinasta ja toisaalta UB:n liiketoiminnan heikosta ennustettavuudesta.

# Ennusteet yhteenveto

## Liikevaihtoennusteet



## EPS ja osinko



Lähde: Inderes, UB

| MEUR                                  | 2015        | 2016        | 2017e       | 2018e       | 2019e       |
|---------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Omaisuu denhoito                      | 6,8         | 5,3         | 6,9         | 7,9         | 8,2         |
| Arvopaperinvälitys                    | 2,4         | 1,6         | 1,5         | 1,5         | 1,5         |
| Rahastot                              | 12,4        | 8,5         | 10,9        | 13,8        | 14,9        |
| Investointipankki                     | 3,6         | 3,4         | 4,2         | 4,0         | 3,6         |
| <b>Palkkiotuotot yhteensä</b>         | <b>25,2</b> | <b>18,7</b> | <b>23,5</b> | <b>27,1</b> | <b>28,2</b> |
| Palkkiokulut                          | -7,7        | -4,3        | -5,0        | -6,2        | -6,5        |
| Henkilöstökulut                       | -7,8        | -4,0        | -8,4        | -9,0        | -9,3        |
| Muut hallintokulut                    | -3,8        | -3,9        | -4,2        | -4,1        | -4,2        |
| Muut kulut                            | -1,1        | -2,2        | -2,9        | -2,8        | -3,0        |
| <b>Liikevoitto</b>                    | <b>6,7</b>  | <b>1,5</b>  | <b>3,9</b>  | <b>5,9</b>  | <b>6,1</b>  |
| Vähemmistöt                           | -1,5        | -0,7        | -1,0        | -1,3        | -1,3        |
| <b>Nettotulos</b>                     | <b>3,6</b>  | <b>0,2</b>  | <b>2,1</b>  | <b>3,2</b>  | <b>3,3</b>  |
| Henkilöstömäärä                       | 99          | 102         | 103         | 106         | 110         |
| <b>Hallinnoitava varallisuus MEUR</b> | <b>1662</b> | <b>2000</b> | <b>2455</b> | <b>2743</b> | <b>2929</b> |
| Rahastot                              | 589         | 729         | 830         | 913         | 959         |
| Pääomarahastot                        | 90          | 189         | 395         | 500         | 590         |
| Täysivaltakirja+mandaatit*            | 235         | 300         | 400         | 500         | 550         |
| Muut*                                 | 748         | 782         | 830         | 830         | 830         |
| AUM kasvu MEUR                        | 228         | 338         | 455         | 288         | 186         |
| AUM kasvu-%                           | 16 %        | 20 %        | 23 %        | 12 %        | 7 %         |
| Jatkuvat tuotot* (MEUR)               | 10,6        | 10,8        | 13,2        | 15,7        | 17,2        |
| Jatkuvat tuotot palkkiotuotoista-% *  | 42 %        | 57 %        | 56 %        | 61 %        | 64 %        |

\* merkityt ovat Inderesin ennusteita myös 2014-2016 osalta

# Arvonmääritys ja suositus 1/2

## Arvonmäärityksen lähtökohdat

Sijoittajaprofiililtaan UB on mielestämme selkeä kasvuyhtiö. Yhtiö operoi kasvavalla toimialalla ja viimeisen viiden vuoden aikana toteutettujen kasvupanostusten ansiosta yhtiöllä on hyvät lähtökohdat jatkaa voimakasta kasvuaan myös tulevana vuosina. Liiketoiminnan kausivaihtelut ovat suuria johtuen ei-jatkuvien tuottojen suhteellisen suuresta osuudesta sekä toimialan syklisyydestä ja riippuvuudesta pääomamarkkinoiden kehityksestä. Tämä yhdessä heikon läpinäkyvyyden kanssa laskee UB:lle hyväksyttäviä arvostuskertoimia.

United Bankersin arvostusta haarukoidessa sijoittajien on tärkeä huomioida yhtiön merkittävät vähemmistöomistukset tärkeissä tytäryhtiöissä (etenkin Real Asset Management). Vähemmistöjen osuus yhtiön on merkittävä, minkä takia osakekohtaisen tuloksen yläpuoliset rivit antavat yhtiön tuloksentekokyvystä osakkeenomistajien näkökulmasta liian positiivisen kuvan. Vastaavasti ylisuuret poistot rasittavat yhtiön liikevoittoa ja sen alapuolella olevia tulosrivejä liikaa ja näin ollen yhtiötä onkin syytä tarkastella etenkin oikaistujen EPS-pohjaisten kertomien kautta.

UB:n arvonmäärityksessä käytämme lähtökohdaksi yhtiön absoluuttista ja suhteellista arvostustasoa. Osien summa laskelma ei mielestämme ole UB:lle toistaiseksi relevantti, sillä yhtiö ei ole antanut indikaatiota, että sillä olisi kiinnostusta myydä nykyisiä liiketoimintoja. Lisäksi läpinäkyvyys liiketoimintoihin on niin heikko, ettei yksittäisten osien luotettava arvonmääritys ole mahdollista.

## Tavoitehinta ja suositus

Toistamme UB:n 34,0 euron tavoitehintamme ja vähennä-suosituksemme. Yhtiöllä on hyvät edellytykset nostaa tuloksensa selvästi nykyistä paremmalle tasolle lähivuosien aikana ja mielestämme yhtiön strategia ohjaa sitä tällä hetkellä oikeaan suuntaan. UB:n arvostus on mielestämme 12 kuukauden tähtäimellä neutraali ja korkeampi kurssitaso vaatisi tuloksen nousemista seuraavalle tasolle. Vaikka yhtiöllä onkin edellytykset kasvattaa tulostaan selvästi, liittyy tuloskasvuun merkittäviä riskejä johtuen yhtiön tuloksen korkeasta volatiliteetista ja heikosta ennustettavuudesta. Näin ollen emme pidä riski/tuotto-suhdetta toistaiseksi houkuttelevana ja jääme odottamaan tulosparannuksen realisoitumista sekä tuloksen "laadun" parantumista.

## Tulospohjainen arvostus on kaksijakoinen

Tulokertoimien valossa UB:n osake on hinnoiteltu kaksijakoisesti. Kuluva vuoden oikaistulla EPS:llä laskettu P/E-kerroin jää kovasta tuloskasvusta huolimatta 17x tasolle, mitä pidämme suhteellisen korkeana tasona UB:lle. Mielestämme UB:lle neutraali P/E-kerroin on noin 14-15x tasolla johtuen yhtiön tuloksen korkeasta volatiliteetista ja heikosta ennustettavuudesta. 2018 ennustamamme tuloskasvun jatkuessa arvostus painuu jo varsin houkuttelevalle tasolle (2018 P/E 12,7x), mutta tämän tulostason saavuttamiseen liittyy edelleen merkittäviä riskejä. Heikon näkyvyyden vuoksi emme ole valmiit antamaan vuoden 2018 kertomille vielä oleellista painoa.

2018 tulos ei mielestämme edelleenkään heijastele UB:n nykyliiketoiminnan täyttä pitkän

aikavälin potentiaalia. Mikäli yhtiö onnistuu nostamaan tuloksensa potentiaalinen mukaiselle tasolle ja samalla parantamaan tuloksen ennustettavuutta, voitaisiin yhtiölle hyväksyä myös korkeammat arvostuskertoimet. Tässä skenaariossa osakkeessa olisi selkeää nousuvaraa nykytasolta. Yhtiön pitää kuitenkin ensin selvittää nykyiset kannattavuushaasteensa sekä edetä strategiassaan selvästi. Vasta tämän jälkeen yhtiön pitkän aikavälin potentiaalille voidaan mielestämme antaa lisää painoarvoa.

Osinkotuotto nousee ennusteillamme ensi keväänä yli 4 %:iin ja 2018 osalta lähes 6 %:iin. Osinkoon liittyy kuitenkin merkittävää epävarmuutta ja se on herkkä tulosparannuksen realisoitumiselle. Näin ollen osinko ei tarjoa oleellista tukea osakkeelle eikä se ole itsessään riittävä syy ostaa osaketta.

## DCF-arvonmääritys

DCF-laskelmassamme lähdemme oletuksesta, että UB:n kasvu hidastuu asteittain vuoden 2019 jälkeen kohti toimialan keskiarvoa. 2019 saavutettu yli 20 %:n liikevoitto säilyy vakaana muutaman vuoden, jonka jälkeen se kääntyy lievästi laskuun. 10,9 %:n WACC-% on verrokkeja korkeampi, mutta perusteltu, johtuen yhtiön selvästi verrokkeja heikommasta läpinäkyvyydestä ja jatkuvien palkkiotuottojen selvästi verrokkeja pienemmästä osuudesta. DCF-laskelman antama 34,20 euron arvo on linjassa nykyisen tavoitehintamme kanssa. Korostamme kuitenkin, että DCF on erittäin herkkä muutoksille yhtiön kannattavuudessa ja kasvussa. Näin ollen annamme sille hyvin rajallista painoa analyysissämme. Tarkempi DCF-malli löytyy liitteistä.

# Arvonmääritys ja suositus 2/2

## Vertailuryhmäarvostus

Lähivuosien ennusteilla UB:n osake on hinnoiteltu neutraalisti suhteessa keskeisiin verrokkiyhtiöihin. Verrokkiryhmän kuluva vuoden mediaani P/E-kerroin on 14,5x ja ensi vuodelle kerroin laskee 12,6x tasolle. Huomautamme, että kertoimet pitävät sisällään ennusteet suhteellisen vahvasta tuloskasvusta ja samalla markkinatilanteen säilymisestä positiivisena. Johtuen sektorin suhteellisen korkeasta syklisyydestä ja herkkyydestä markkinatilanteeseen, voidaan suhteellisen matalia kertoimia pitää perusteltuina.

Lähtökohtaisesti UB:tä tulisi mielestämme hinnoitella alennuksella suhteessa keskeisiin verrokkeihin (Taaleri, eQ ja Evli), joiden liiketoiminnan ennustettavuus on UB:tä parempi ja samalla riskiprofiili pienempi. Näin ollen myöskään verrokkiryhmä ei puolla nykyistä korkeampaa kurssitasoa.

Suhteessa liiketoiminnan volyymiin (EV/S) UB on hinnoiteltu selvästi alle verrokkiryhmän. Tämä heijastelee näkemyksemme mukaan yhtiön nykyisiä kannattavuushaasteita ja toisaalta mahdollista nousupotentiaalia, mikäli yhtiö saisi kannattavuutensa kuntoon.

Suhteessa laajaan verrokkiryhmään UB:n osake hinnoitellaan tällä hetkellä kohtuullisella alennuksella (taulukko sivulla 32). Emme kuitenkaan anna tälle laajalle verrokkiryhmälle juurikaan painoarvoa johtuen suhteellisen laadukkaasta kotimaisesta verrokkiryhmästä.

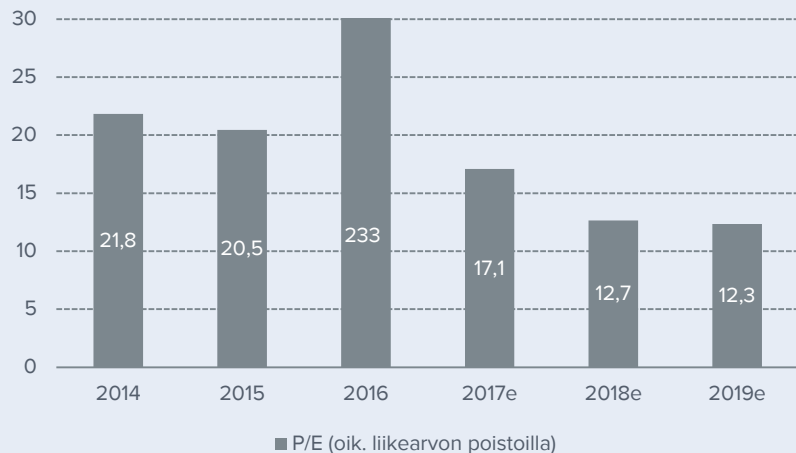
Kokonaisuutena arvostus suhteessa vertailuryhmään tukee näkemystämme yhtiön neutraalisti hinnoittelusta 12 kk:n tähtäimellä.

|                              | P/E         |             | EV/EBIT     |              | EV/S         | P/B         | Osinko       |              |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
|                              | 2017e       | 2018e       | 2017e       | 2018e        | 2017e        | 2016        | 2017e        | 2018e        |
| Evli                         | 14,4        | 13,2        | 11,2        | 10,0         | 2,2          | 2,2         | 6,6 %        | 6,6 %        |
| eQ                           | 17,3        | 16,2        | 13,0        | 12,1         | 6,6          | 4,6         | 6,6 %        | 6,6 %        |
| Taaleri                      | 14,3        | 12,5        | 12,1        | 10,4         | 3,8          | 2,5         | 3,1 %        | 3,8 %        |
| United Bankers               | 17,0        | 12,6        | 13,6        | 9,0          | 2,1          | 3,5         | 4,3 %        | 5,8 %        |
| CapMan                       | 11,8        | 11,8        | 10,3        | 10,7         | 8,5          | 1,7         | 6,5 %        | 7,2 %        |
| Elite                        | 17,4        | 13,2        | 12,5        | 8,3          | 1,3          | 2,9         | 2,7 %        | 3,0 %        |
| Privanet                     | 9,7         | 8,9         | 7,4         | 6,9          | 2,9          | 3,0         | 7,6 %        | 7,6 %        |
| <b>Keskiarvo</b>             | <b>14,5</b> | <b>12,6</b> | <b>11,4</b> | <b>9,6</b>   | <b>3,9</b>   | <b>2,9</b>  | <b>5,4 %</b> | <b>5,8 %</b> |
| <b>Mediaani</b>              | <b>14,4</b> | <b>12,6</b> | <b>12,1</b> | <b>10,0</b>  | <b>2,9</b>   | <b>2,9</b>  | <b>6,5 %</b> | <b>6,6 %</b> |
| <b>Erotus% vrt. mediaani</b> | <b>18 %</b> | <b>0 %</b>  | <b>13 %</b> | <b>-10 %</b> | <b>-25 %</b> | <b>21 %</b> | <b>50 %</b>  | <b>13 %</b>  |

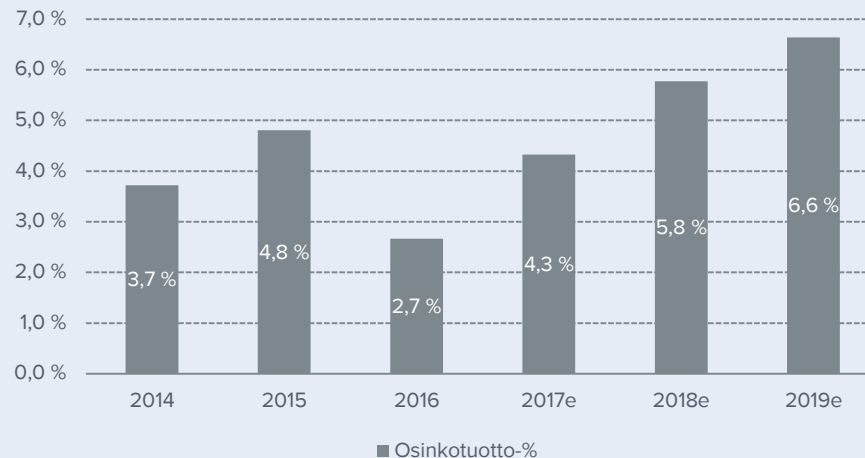
*Lähde: Inderes*

# Arvostus yhteenveto

## P/E-kertoimet



## Osinkoennusteet

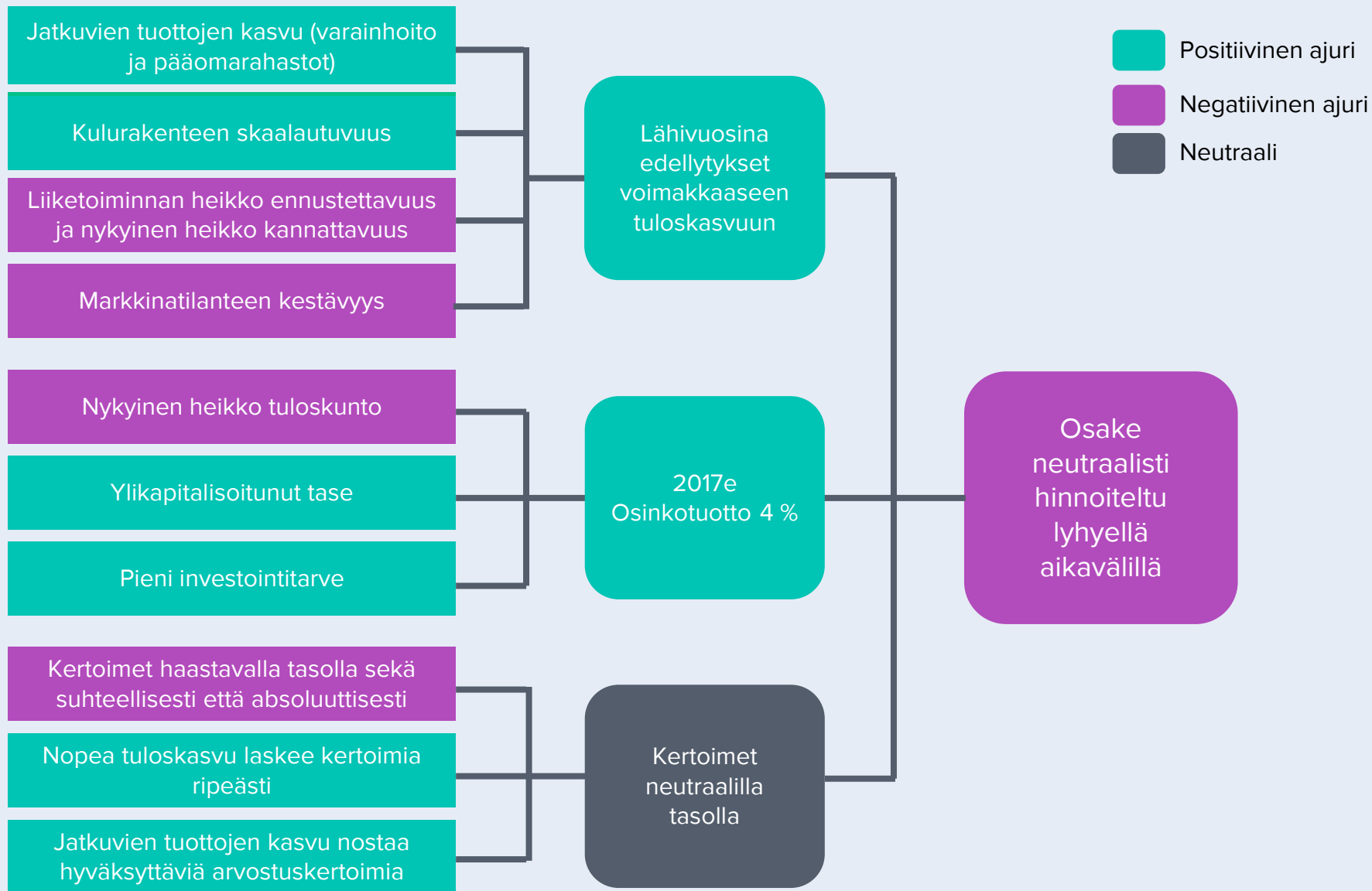


## Keskeiset arvostuskertoimet

| Arvostustaso                     | 2014   | 2015   | 2016    | 2017e   | 2018e  | 2019e   |
|----------------------------------|--------|--------|---------|---------|--------|---------|
| Osakekurssi                      | 37,09  | 48,89  | 37,48   | 34,65   | 34,65  | 34,65   |
| Markkina-arvo                    | 56     | 74     | 58      | 53      | 53     | 53      |
| Yritysarvo (EV)                  | 45     | 65     | 54      | 52      | 53     | 55      |
| P/E (oik. liikearvon poistoilla) | 21,8   | 20,5   | 233,2   | 17,1    | 12,7   | 12,3    |
| P/E                              | 21,8   | 20,5   | 233,2   | 25,1    | 16,6   | 16,0    |
| P/Kassavirta                     | 61,7   | 14,1   | -9,9    | 19,5    | 10,8   | 10,0    |
| P/B                              | 3,6    | 4,4    | 3,9     | 3,5     | 3,3    | 3,3     |
| P/S                              | 2,7    | 2,7    | 2,9     | 2,2     | 1,9    | 1,8     |
| EV/Liikevaihto                   | 2,2    | 2,4    | 2,7     | 2,1     | 1,9    | 1,9     |
| EV/EBITDA                        | 11,2   | 9,5    | 20,9    | 7,9     | 6,3    | 6,3     |
| EV/EBIT                          | 11,6   | 10,0   | 36,3    | 10,7    | 7,8    | 7,8     |
| Osinko/tulos (%)                 | 81,2 % | 98,4 % | 622,2 % | 108,8 % | 95,8 % | 106,5 % |
| Osinkotuotto-%                   | 3,7 %  | 4,8 %  | 2,7 %   | 4,3 %   | 5,8 %  | 6,6 %   |

Lähde: Inderes, UB

# UB:n arvoajurit 2017-2019e



# Vertailuryhmäarvostus

| Yhtiö                           | Osakekurssi  | Markkina-arvo | Yritysarvo | EV/EBIT      |              | EV/EBITDA    |              | EV/Liikevaihto |              | P/E         |              | Osinkotuotto-% |             | P/B         |
|---------------------------------|--------------|---------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|-------------|--------------|----------------|-------------|-------------|
|                                 |              | MEUR          | MEUR       | 2017e        | 2018e        | 2017e        | 2018e        | 2017e          | 2018e        | 2017e       | 2018e        | 2017e          | 2018e       | 2017e       |
| Schwab                          | 38,28        | 47784         | 195589     |              |              |              |              |                |              | 23,4        | 19,7         | 0,8            | 1,0         | 3,1         |
| Perpetual                       | 51,80        | 1688          | 1380       |              |              |              |              |                |              | 18,2        | 16,8         | 5,1            | 5,4         | 3,8         |
| Compagnie Financiere Richemc    | 79,00        | 38508         | 33956      | 20,4         | 17,3         | 15,4         | 13,5         | 3,2            | 3,1          | 32,7        | 25,8         | 2,2            | 2,5         | 2,7         |
| eQ                              | 7,44         | 282           | 271        | 13,9         | 13,0         | 13,9         | 12,4         | 6,9            | 6,5          | 17,8        | 16,4         |                | 5,5         | 4,6         |
| Taaleri                         | 7,95         | 225           | 299        | 11,5         | 9,7          | 10,9         | 9,3          | 3,7            |              | 14,1        | 12,4         | 3,2            | 3,8         | 2,1         |
| E*Trade                         | 33,72        | 8650          | 36728      |              |              |              |              |                |              | 18,4        | 15,3         |                |             | 1,4         |
| TD Ameritrade                   | 37,86        | 18660         | 18760      | 13,5         |              | 12,2         |              | 5,4            |              | 23,2        | 19,7         | 1,9            | 2,1         | 3,5         |
| ABC Arbitrage                   | 6,25         | 363           | 211        |              |              |              |              |                |              | 11,6        | 11,1         | 7,2            | 8,0         | 2,2         |
| Swissquote                      | 27,40        | 390           | 1651       |              |              |              |              |                |              | 17,2        | 16,7         | 2,5            | 2,9         | 1,4         |
| CapMan                          | 1,53         | 222           | 156        |              |              |              |              |                |              | 11,8        | 15,3         | 6,0            | 6,6         | 1,6         |
| OVB Holding                     | 17,37        | 248           | 153        |              |              |              |              |                |              | 20,0        | 19,2         | 4,8            | 5,2         | 2,8         |
| Union Financere de France Bar   | 25,10        | 407           | 430        |              |              |              |              |                |              | 12,2        | 12,2         | 8,2            | 8,2         |             |
| Liontrust                       | 425,00       | 255           | 230        |              |              |              |              |                |              | 16,1        | 11,8         | 3,1            | 4,2         | 6,9         |
| Avanza                          | 359,00       | 1123          | 257        | 9,6          | 10,6         | 9,3          | 10,3         | 3,9            | 3,9          | 26,2        | 22,9         | 3,1            | 3,4         | 7,7         |
| Jupiter Fund Management         | 454,90       | 2484          | 2078       | 9,4          | 9,1          | 9,3          | 8,9          | 4,5            | 4,2          | 13,9        | 13,7         | 6,2            | 6,4         | 3,3         |
| <b>United Bankers (Inderes)</b> | <b>34,65</b> | <b>53</b>     | <b>52</b>  | <b>10,7</b>  | <b>7,8</b>   | <b>7,9</b>   | <b>6,3</b>   | <b>2,1</b>     | <b>1,9</b>   | <b>17,1</b> | <b>12,7</b>  | <b>4,3</b>     | <b>5,8</b>  | <b>3,5</b>  |
| <b>Keskiarvo</b>                |              |               |            | <b>13,8</b>  | <b>12,6</b>  | <b>12,4</b>  | <b>11,4</b>  | <b>4,6</b>     | <b>4,5</b>   | <b>18,8</b> | <b>16,8</b>  | <b>4,0</b>     | <b>4,5</b>  | <b>3,4</b>  |
| <b>Mediaani</b>                 |              |               |            | <b>13,5</b>  | <b>11,8</b>  | <b>12,2</b>  | <b>11,4</b>  | <b>3,9</b>     | <b>3,9</b>   | <b>18,0</b> | <b>16,5</b>  | <b>3,1</b>     | <b>4,2</b>  | <b>2,8</b>  |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b>   |              |               |            | <b>-21 %</b> | <b>-34 %</b> | <b>-35 %</b> | <b>-45 %</b> | <b>-46 %</b>   | <b>-52 %</b> | <b>-5 %</b> | <b>-23 %</b> | <b>39 %</b>    | <b>38 %</b> | <b>26 %</b> |

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



# Tuloslaskelma

| (MEUR)                                 | 2014        | 2015        | 2016        | 2017e       | 2018e       | 2019e       |
|----------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevaihto</b>                     | <b>20,4</b> | <b>27,4</b> | <b>20,1</b> | <b>24,7</b> | <b>28,2</b> | <b>29,3</b> |
| Kulut                                  | -16,4       | -20,7       | -17,5       | -19,1       | -20,7       | -21,5       |
| <b>EBITDA</b>                          | <b>4,0</b>  | <b>6,8</b>  | <b>2,6</b>  | <b>5,6</b>  | <b>7,5</b>  | <b>7,8</b>  |
| Poistot                                | -0,1        | -0,3        | -1,1        | -1,7        | -1,6        | -1,7        |
| <b>Liikevoitto</b>                     | <b>3,9</b>  | <b>6,5</b>  | <b>1,5</b>  | <b>3,9</b>  | <b>5,9</b>  | <b>6,1</b>  |
| <i>Liikevoiton kertaerät</i>           | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  | <i>0,0</i>  | <i>-1,0</i> | <i>-1,0</i> | <i>-1,0</i> |
| <i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>     | <i>3,9</i>  | <i>6,5</i>  | <i>1,5</i>  | <i>4,9</i>  | <i>6,9</i>  | <i>7,1</i>  |
| Rahoituserät                           | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta     | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Voitto ennen veroja</b>             | <b>3,9</b>  | <b>6,5</b>  | <b>1,5</b>  | <b>3,9</b>  | <b>5,9</b>  | <b>6,1</b>  |
| Muut erät                              | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Verot                                  | -0,8        | -1,4        | -0,6        | -0,8        | -1,4        | -1,4        |
| Vähemmistöosuus                        | -0,6        | -1,5        | -0,7        | -1,0        | -1,3        | -1,3        |
| <b>Nettotulos</b>                      | <b>2,6</b>  | <b>3,6</b>  | <b>0,2</b>  | <b>2,1</b>  | <b>3,2</b>  | <b>3,3</b>  |
| <i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>      | <i>2,6</i>  | <i>3,6</i>  | <i>0,2</i>  | <i>3,1</i>  | <i>4,2</i>  | <i>4,3</i>  |
| Satunnaiset erät                       | -0,4        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Tilikauden tulos</b>                | <b>2,1</b>  | <b>3,6</b>  | <b>0,2</b>  | <b>2,1</b>  | <b>3,2</b>  | <b>3,3</b>  |
| <i>Osakekohtainen tulos</i>            | <i>1,70</i> | <i>2,39</i> | <i>0,16</i> | <i>1,38</i> | <i>2,09</i> | <i>2,16</i> |
| <b>Osakekohtainen tulos (oikaistu)</b> | <b>1,70</b> | <b>2,39</b> | <b>0,16</b> | <b>2,03</b> | <b>2,74</b> | <b>2,81</b> |

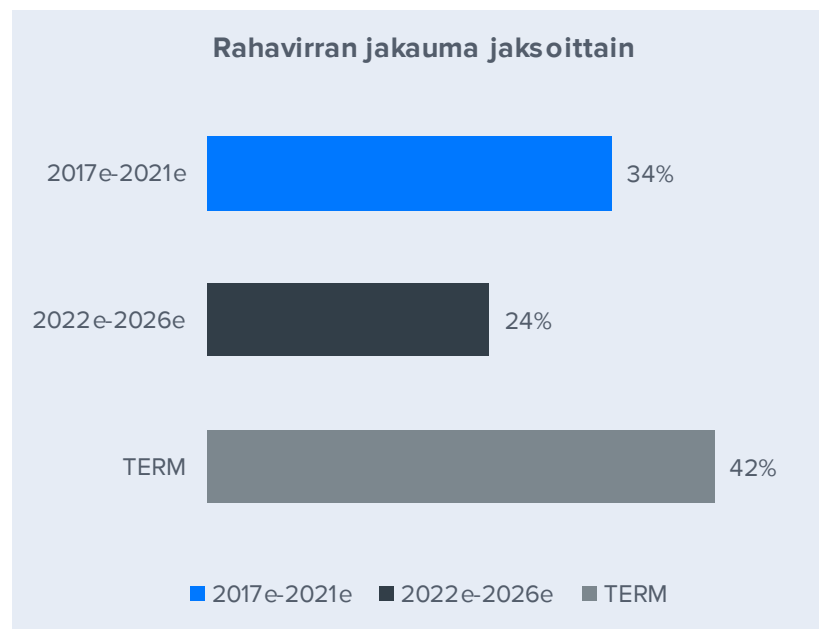
| Vastaavaa (MEUR)               | 2014        | 2015        | 2016        | 2017e       | 2018e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>4,5</b>  | <b>4,3</b>  | <b>8,7</b>  | <b>8,2</b>  | <b>7,7</b>  |
| Liikearvo                      | 0,0         | 0,0         | 3,5         | 2,5         | 1,5         |
| Aineettomat oikeudet           | 0,8         | 1,3         | 2,4         | 2,9         | 3,3         |
| Käyttöomaisuus                 | 0,2         | 0,2         | 0,2         | 0,1         | 0,2         |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 0,0         | 0,2         | 0,1         | 0,1         | 0,1         |
| Muut sijoitukset               | 3,6         | 2,6         | 2,5         | 2,5         | 2,5         |
| Muut pitkäaikaiset varat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Laskennalliset verosaamiset    | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>15,8</b> | <b>18,4</b> | <b>14,5</b> | <b>15,3</b> | <b>15,2</b> |
| Varastot                       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 1,8         | 2,4         | 5,1         | 5,1         | 5,1         |
| Myyntisaamiset                 | 0,3         | 0,4         | 0,6         | 0,4         | 0,4         |
| Likvidit varat                 | 13,6        | 15,6        | 8,9         | 9,9         | 9,7         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>20,3</b> | <b>22,7</b> | <b>23,3</b> | <b>23,5</b> | <b>22,9</b> |

| Vastattavaa (MEUR)             | 2014        | 2015        | 2016        | 2017e       | 2018e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>15,4</b> | <b>16,9</b> | <b>14,6</b> | <b>15,2</b> | <b>16,1</b> |
| Osakepääoma                    | 1,0         | 1,0         | 1,0         | 1,0         | 1,0         |
| Kertyneet voittovarot          | 3,2         | 6,8         | 6,4         | 7,0         | 7,9         |
| Omat osakkeet                  | 0,1         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Uudelleenarvostusrahasto       | 11,2        | 9,1         | 7,2         | 7,2         | 7,2         |
| Muu oma pääoma                 | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Vähemmistöosuus                | 0,8         | 1,5         | 0,7         | 1,7         | 3,0         |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>0,0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>3,0</b>  | <b>2,8</b>  | <b>0,0</b>  |
| Laskennalliset verovelat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Varaukset                      | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 0,0         | 0,0         | 3,0         | 2,8         | 0,0         |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>4,1</b>  | <b>4,3</b>  | <b>4,9</b>  | <b>3,8</b>  | <b>3,8</b>  |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 2,3         | 1,8         | 3,1         | 2,0         | 2,0         |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 1,8         | 2,5         | 1,8         | 1,8         | 1,8         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>20,3</b> | <b>22,7</b> | <b>23,2</b> | <b>23,5</b> | <b>22,9</b> |

# Kassavirtalaskelma

| Kassavirtalaskelma (MEUR)                      | 2016        | 2017e        | 2018e       | 2019e       | 2020e       | 2021e       | 2022e       | 2023e       | 2024e       | 2025e       | 2026e       | TERM        |
|------------------------------------------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevoitto</b>                             | <b>1,5</b>  | <b>3,9</b>   | <b>5,9</b>  | <b>6,1</b>  | <b>6,9</b>  | <b>7,0</b>  | <b>6,8</b>  | <b>7,0</b>  | <b>7,3</b>  | <b>6,8</b>  | <b>6,9</b>  |             |
| + Kokonaispoistot                              | 1,1         | 1,7          | 1,6         | 1,7         | 1,3         | 0,9         | 1,0         | 1,0         | 1,0         | 1,1         | 1,1         |             |
| - Maksetut verot                               | -0,6        | -0,8         | -1,4        | -1,4        | -1,5        | -1,4        | -1,4        | -1,4        | -1,5        | -1,4        | -1,4        |             |
| - Käyttöpääoman muutos                         | -2,3        | -0,9         | -0,1        | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,0         |             |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>                | <b>-0,2</b> | <b>3,9</b>   | <b>6,1</b>  | <b>6,5</b>  | <b>6,8</b>  | <b>6,5</b>  | <b>6,5</b>  | <b>6,7</b>  | <b>6,9</b>  | <b>6,5</b>  | <b>6,6</b>  |             |
| - Bruttoninvestoinnit                          | -5,6        | -1,2         | -1,2        | -1,2        | -1,2        | -1,2        | -1,2        | -1,2        | -1,2        | -1,2        | -1,3        |             |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>          | <b>-5,8</b> | <b>2,7</b>   | <b>4,9</b>  | <b>5,3</b>  | <b>5,7</b>  | <b>5,4</b>  | <b>5,3</b>  | <b>5,5</b>  | <b>5,7</b>  | <b>5,4</b>  | <b>5,4</b>  |             |
| +/- Muut                                       | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |             |
| Vapaa kassavirta                               | -5,8        | 2,7          | 4,9         | 5,3         | 5,7         | 5,4         | 5,3         | 5,5         | 5,7         | 5,4         | 5,4         | 61,1        |
| Diskontattu vapaa kassavirta                   |             | 2,5          | 4,1         | 4,0         | 3,9         | 3,3         | 2,9         | 2,8         | 2,6         | 2,2         | 2,0         | 22,3        |
| <b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b> |             | <b>52,6</b>  | <b>50,0</b> | <b>45,9</b> | <b>41,9</b> | <b>38,1</b> | <b>34,8</b> | <b>31,8</b> | <b>29,0</b> | <b>26,5</b> | <b>24,3</b> | <b>22,3</b> |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                        |             | <b>52,6</b>  |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| - Korolliset velat                             |             | -3,0         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| + Rahavarat                                    |             | 8,9          |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| -Vähemmistöosuus                               |             | -5,9         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| -Osinko/pääomapalautus                         |             | 0,0          |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>                   |             | <b>52,6</b>  |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>         |             | <b>34,21</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |

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



# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat 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 suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitus suosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

Inderesin tutkimusta laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiineen 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/>

## Suosituksihistoria

| Päivämäärä | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 26.8.2015  | Lisää    | 48,00 € | 42,00 €     |
| 4.1.2016   | Lisää    | 53,00 € | 49,00 €     |
| 18.2.2016  | Lisää    | 45,00 € | 40,00 €     |
| 5.4.2016   | Lisää    | 43,00 € | 37,00 €     |
| 9.6.2016   | Lisää    | 43,00 € | 36,25 €     |
| 27.7.2016  | Vähennä  | 37,00 € | 35,75 €     |
| 25.8.2016  | Vähennä  | 36,00 € | 34,50 €     |
| 16.2.2017  | Vähennä  | 34,00 € | 36,50 €     |
| 3.5.2017   | Vähennä  | 34,00 € | 34,97 €     |

# 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 30 000 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](https://twitter.com/nderes)

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.nderes.fi](http://www.nderes.fi)

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**