

# TITANIUM

27.06.2025 19.30 EEST



Sauli Vilén  
358440258908  
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS  
**YHTIÖRAPORTTI**



# Tuotetalo matkalla varainhoitajaksi

Tarkistamme Titaniumin tavoitehintamme 6,5 euroon (aik. 7,5e) laskeneiden tulosennusteiden myötä ja toistamme vähennä-suosituksen. Yhtiön tulos on kääntynyt reippaaseen laskuun Hoivarahaston supistuvien palkkioiden ja kasvuinvestointien ajamana. Uuden strategian on tarkoitus kääntää yhtiön suunta, mutta toistaiseksi konkreettisia näyttöjä on vielä rajallisesti tarjolla. Meidän onkin vaikea perustella osakkeen ostamista nykyisillä korkeilla arvostustasoilla tilanteessa missä Hoivarahaston lunastuksiin liittyy suurta epävarmuutta ja uuden strategian onnistuminen on vielä hämärän peitossa.

## Tuotetalo matkalla varainhoitajaksi

Titanium on kotimainen omaisuudenhoitoon keskittyvä yhtiö. Yhtiön omaisuudenhoidon ytimen muodostavat sen omat tuotteet ja etenkin Hoivarahaston merkitys yhtiölle on erittäin suuri (2024 osuus liikevaihdosta ~70 %). Yhtiön pääkohderyhmä ovat varakkaat yksityishenkilöt ja Titaniumin asiakaskunta on sen kokoon nähden todella iso. Titaniumin kehitys oli vuoteen 2022 erinomaista ja sektorin ehdotonta kärkeä. Liikevaihto kasvoi tasaisesti ja hurjan kannattavuuden seurauksena tulos kasvoi 2016-2022 välillä keskimäärin 25 %/v. Kehitystä vauhditti etenkin Hoivarahaston vahva kasvu ja sen poikkeuksellisen houkuttelevat palkkiot. 2022 jälkeen yhtiön tulos on ollut laskussa, kun Hoivarahaston kertapalkkiot ovat supistuneet merkittävästi ja rahaston uusmyynti on kääntynyt lunastuksiksi.

## Uuden strategian tavoitteena saada yhtiö jälleen kasvuun

Uuden strategian keskiössä ovat uudet tuotteet sekä laajentuminen varainhoitoon. Varainhoitoon laajentumisella yhtiö pyrkii kasvattamaan asiakaskohtaista ansaintaa ja parantamaan asiakaspitoa. Ensimmäinen konkreettinen askel uudesta strategiasta saatiin kesäkuussa, kun yhtiö lanseerasi Private Equity -rahaston. Varainhoidon osalta odotamme uuden palvelukonseptin lanseerausta syksyllä. Mielestämme strategian isot linjat ovat pitkälti oikeita. Konkreettisia näyttöjä strategiasta on kuitenkin tarjolla vielä hyvin niukasti.

## Tulos lähtee kasvuun 2027 alkaen

Olemme tarkistaneet lähivuosien ennusteitamme jonkin verran alas Hoivarahaston osalta. Titaniumin tulos jatkaa kuluvana vuonna reippaassa laskussa, kun kiinteistömarkkinan ongelmat näkyvät liikevaihdossa ja yhtiö tekee samalla kasvuinvestointeja. 2026 tulos vakautuu, kun uusmyynti kiinteistörahastoissa kääntyy plussalle ja myynti muihin rahastoihin sekä varainhoitoon kasvaa. Arviomme mukaan 2025 lopussa maksettavat Hoivarahaston isot lunastukset kuitenkin hautaavat kasvun alleen. 2027 alkaen odotamme tuloksen kasvavan reippaasti, kun liikevaihdon kasvu kiihtyy strategian etenemisen seurauksena ja lunastusten luoma vastatuuli poistuu. Tuottosidonnaisia palkkioita emme enää ennusteissamme oleta.

Keskeinen epävarmuus liittyy kasvun käynnistymisen aikatauluun sekä kulmakertoimeen. Kasvun realisoituessa tulos skaalautuu viivan alle varmuudella. Olemme varainhoidon ja uusien tuotteiden osalta ennusteissamme varovaisia, johtuen heikosta näkyvyydestä ja yhtiön historiallisista haasteista näillä saroilla. Kuitenkin kiinteistörahastojen elpymisen yhdessä varainhoidon ja uusien tuotteiden uusmyynnin kanssa nostaa koko konsernin uusmyynnin lähelle huippuvuosien tasoja, mitä pidämme hyvänä suorituksena. Osingonjakosuhte säilyy korkeana, mutta osingontaso on riippuvainen tuloksesta.

## Tuotto-odotus ei ole riittävä

Titaniumin arvostuskuva on kaksijakoinen. Lyhyellä aikavälillä osake näyttää kalliilta sekä absoluuttisesti (2025 P/E ~15x), että suhteellisesti. Etenkin verrokkiryhmän tasolla olevaa hinnoittelua on vaikea pitää perusteltuna huomioiden tuloksen laskevan suunnan ja epävarmuus lähivuosien tuloskehitykseen liittyen. DCF-mallin mukainen arvo on puolestaan yli nykyisen osakekurssin ja se heijastelee yhtiön potentiaalia tuloskäänteen onnistuessa. Strategian onnistuessa osakkeessa voisi olla merkittäväkin potentiaalia, mutta tähän ei mielestämme voi nojata näkyvyyden ollessa poikkeuksellisen heikko.

## Suositus

### Vähennä

(aik. Vähennä)

## Tavoitehinta:

### 6,50 EUR

(aik. 7,50 EUR)

## Osakekurssi:

6,42 EUR

## Liiketoimintariski



## Arvostusriski



|             | 2024   | 2025e  | 2026e  | 2027e  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| Liikevaihto | 21,9   | 19,8   | 20,8   | 23,5   |
| kasvu-%     | -17 %  | -10 %  | 5 %    | 13 %   |
| EBIT oik.   | 9,1    | 5,7    | 5,8    | 7,6    |
| EBIT-% oik. | 41,4 % | 28,8 % | 28,0 % | 32,5 % |
| Nettotulos  | 7,1    | 4,6    | 4,8    | 6,3    |
| EPS (oik.)  | 0,69   | 0,44   | 0,45   | 0,60   |

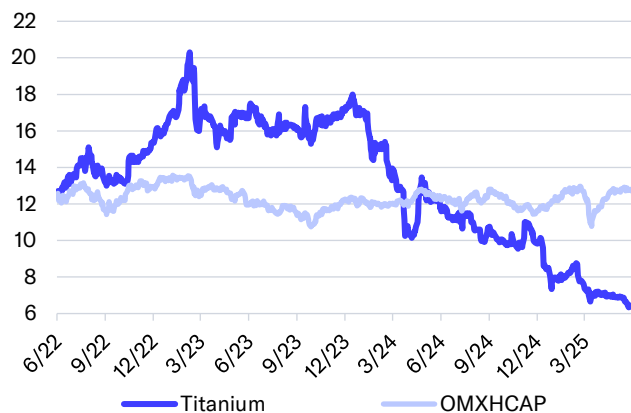
|                |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| P/E (oik.)     | 14,4  | 14,6  | 14,1  | 10,6  |
| P/B            | 5,8   | 4,3   | 4,3   | 3,9   |
| Osinkotuotto-% | 6,6 % | 6,7 % | 7,0 % | 9,1 % |
| EV/EBIT (oik.) | 9,7   | 9,7   | 9,6   | 7,2   |
| EV/EBITDA      | 9,1   | 8,7   | 8,8   | 6,7   |
| EV/Liikevaihto | 4,0   | 2,8   | 2,7   | 2,3   |

Lähde: Inderes

## Ohjeistus

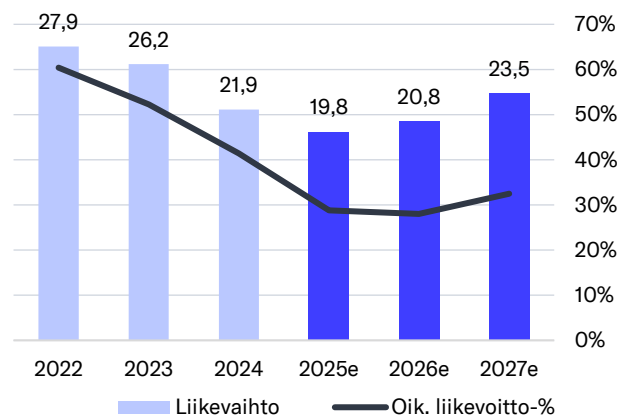
Ei ohjeistusta

## Osakekurssi



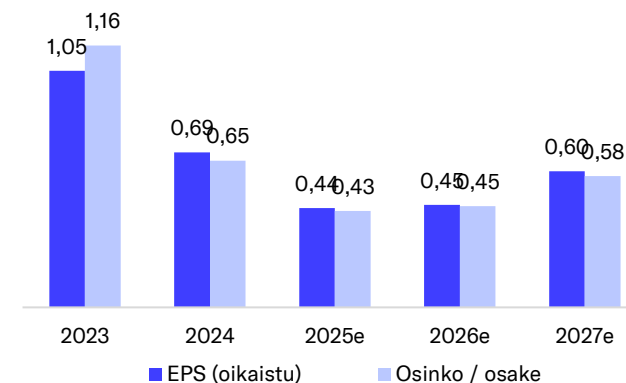
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

## Arvoajurit

- Baltia-rahaston kasvu
- Hoivarahaston kasvu
- Uudet tuotteet
- Tarjonnan laajentaminen yrityskaupoilla
- Varainhoidon kasvu

## Riskitekijät

- Hoivarahaston lunastusten määrä
- Hoivarahaston hallitseva osuus liikevaihdosta
- Hintaeroosio
- Korkojen nousu
- Hoivamarkkinaan liittyvät riskit

| Arvostustaso                 | 2025e  | 2026e  | 2027e  |
|------------------------------|--------|--------|--------|
| <b>Osakekurssi</b>           | 6,42   | 6,42   | 6,42   |
| <b>Osakemäärä, milj. kpl</b> | 10,4   | 10,5   | 10,5   |
| <b>Markkina-arvo</b>         | 67     | 67     | 68     |
| <b>Yritysarvo (EV)</b>       | 55     | 56     | 55     |
| <b>P/E (oik.)</b>            | 14,6   | 14,1   | 10,6   |
| <b>P/E</b>                   | 14,6   | 14,1   | 10,6   |
| <b>P/B</b>                   | 4,3    | 4,3    | 3,9    |
| <b>P/S</b>                   | 3,4    | 3,2    | 2,9    |
| <b>EV/Liikevaihto</b>        | 2,8    | 2,7    | 2,3    |
| <b>EV/EBITDA</b>             | 8,7    | 8,8    | 6,7    |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b>        | 9,7    | 9,6    | 7,2    |
| <b>Osinko/tulos (%)</b>      | 97,3 % | 98,6 % | 96,5 % |
| <b>Osinkotuotto-%</b>        | 6,7 %  | 7,0 %  | 9,1 %  |

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

|                                         |       |
|-----------------------------------------|-------|
| Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli       | 5-20  |
| Sijoitusprofiili                        | 21-22 |
| Strategia                               | 23-26 |
| Markkinakatsaus                         | 27-31 |
| Taloudellinen tilanne                   | 32    |
| Ennusteet                               | 33-36 |
| Arvonmääritys                           | 37-41 |
| Taulukot                                | 42-46 |
| Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria | 47    |

# Titanium lyhyesti

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

## 2009

Perustamisvuosi

## 2017

Listautuminen First Northiin

## 21,9 MEUR

Liikevaihto 2024

## 9,1 MEUR

Oikaistu liikevoitto 2024

## 41,4 %

Oikaistu liikevoittomarginaali 2024

## 70

Henkilöstömäärä (sis. asiamiehet)

Lähde: Titanium

### 2009-2016

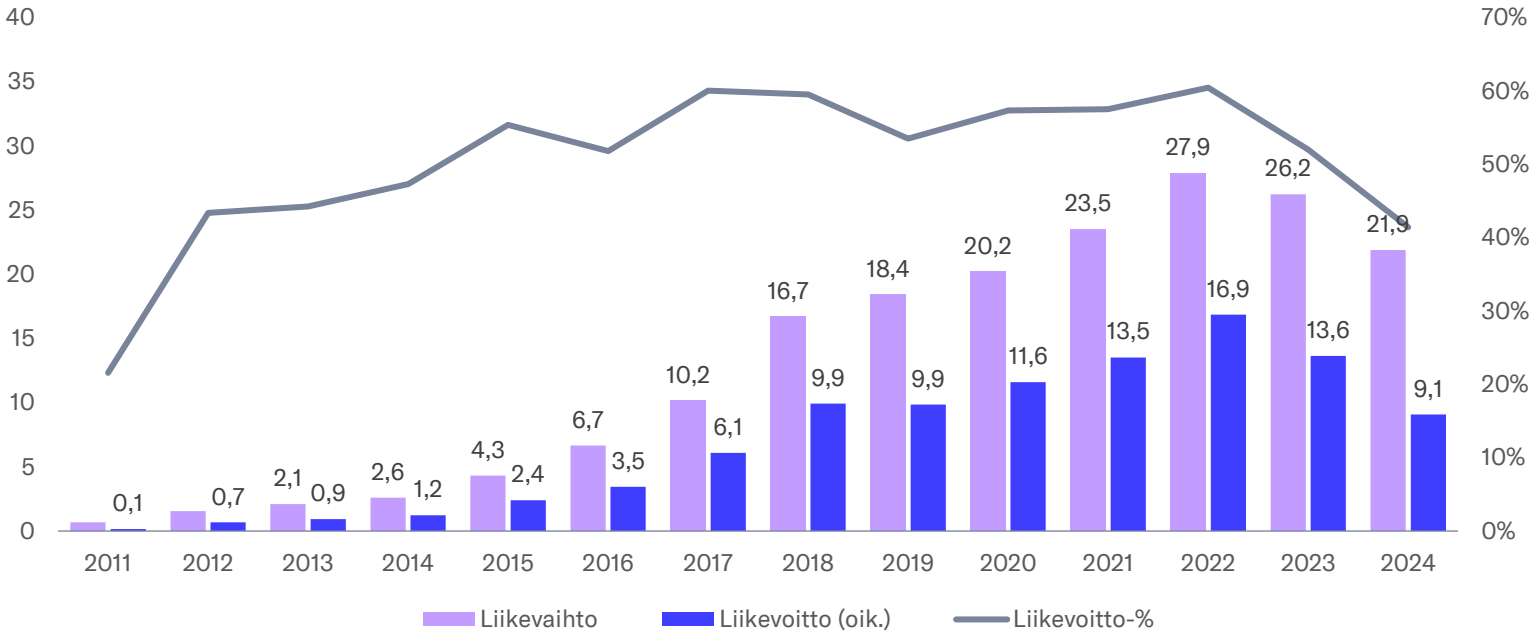
- Perustaminen ja toiminnan ylösajo. Fokus omaisuudenhoidossa.
- Hoivarahaston perustaminen 2013 oli käänteentekevä strateginen päätös
- Hoivarahasto siivittää yhtiön voimakkaaseen ja erittäin kannattavaan kasvuun

### 2016-2023

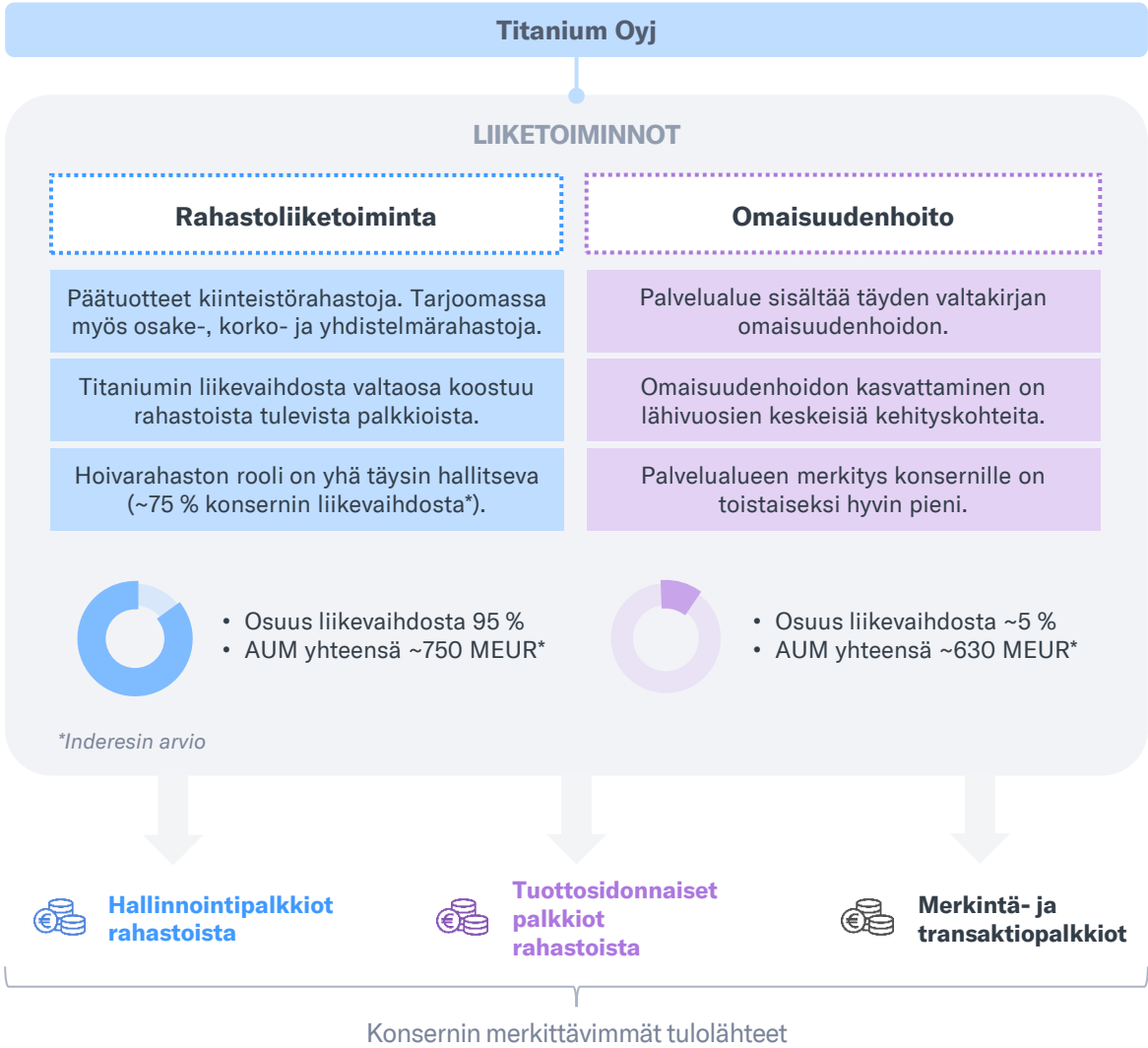
- Listautuminen First Northiin 2017
- Myyntivoima vahvistuu Investium-yrityksoston myötä 2018
- Uusien tuotteiden lanseeraus, josta etenkin Baltia kohoaa merkittävään kokoluokkaan
- Kannattavuus sektorin parhaimmistoa
- Hoivarahaston osuus yhtiön numeroista edelleen dominoiva

### 2023-

- Kiinteistösektorin ongelmat pysäyttävät Hoivarahaston kasvun ja painavat sen palkkioita reippaasti
- Uusi toimitusjohtaja ja päivitetty strategia
- Strategian fokuksensa laajentaa yhtiön tuotetarjontaa sekä siirtyä tuotetalosta aidoksi varainhoitajaksi
- Kasvupanostukset ja Hoivarahaston haasteet painavat kannattavuutta lyhyellä aikavälillä

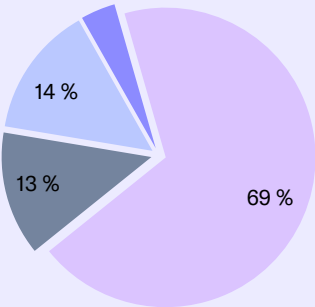


# Yhtiökuvaus



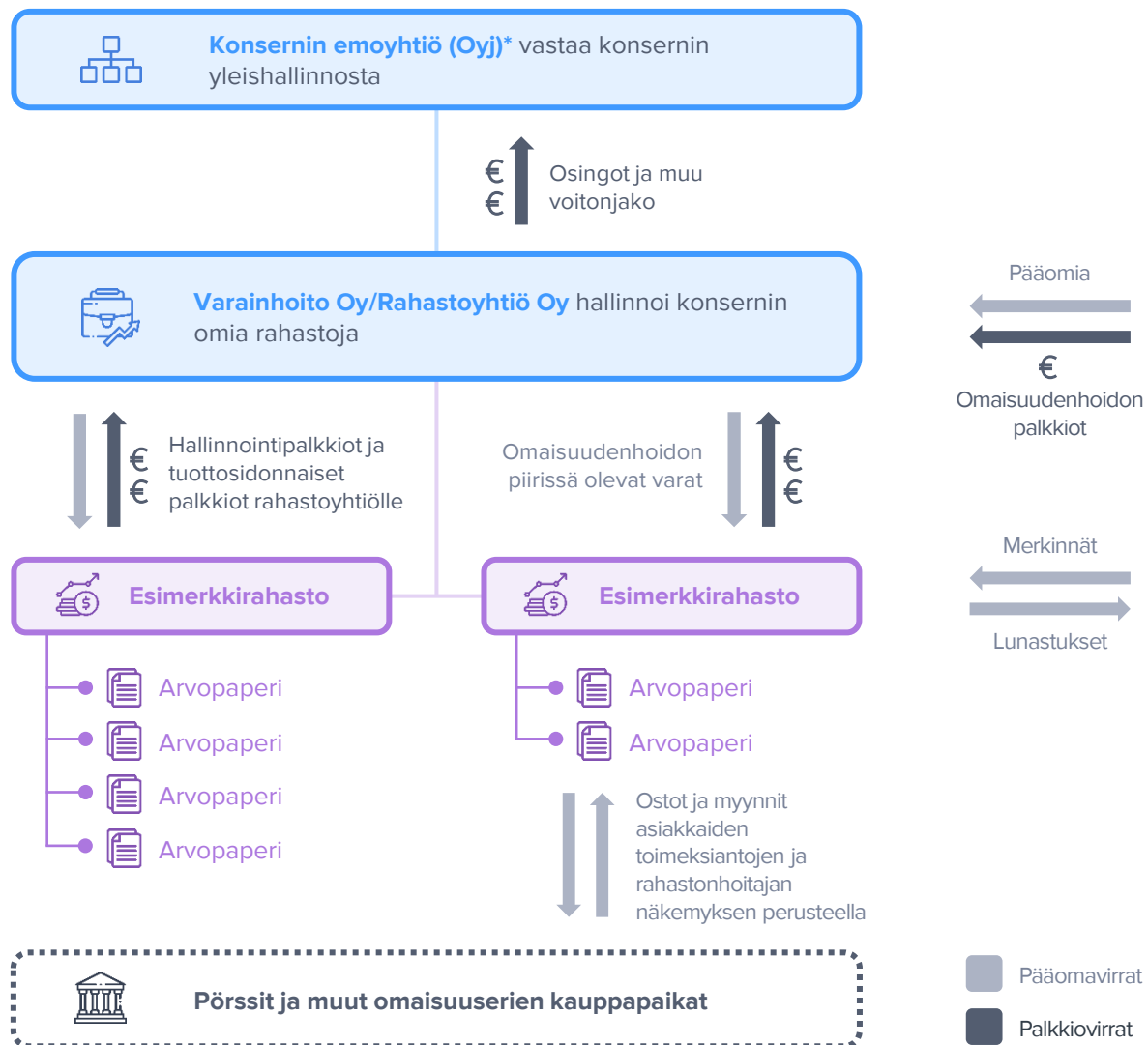
- Hoivarahaston osuus yhtiön liikevaihdosta edelleen noin 70 %
- Maanlaajuinen myyntiverkosto: toimipisteitä 9 paikkakunnalla.
- Yli 15 000 asiakasta, joista suurin osa yksittäisiin tuotteisiin sijoittaneita.
- Pääkohderyhmä koostuu varakkaista yksityissijoittajista.

**Palkkiotuottojen jakauma 2024 (Inderes arvio)**



■ Hoivarahasto ■ Baltia-rahasto ■ Muut rahastot ■ Omaisuudenhoito

# Varainhoidon liiketoimintamalli yksinkertaistettuna



## Omaisuuksienhoidon asiakkaat

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

## Rahastosijoittajat

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

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

# Liiketoimintamalli 1/11

## Historia lyhyesti

Titaniumin fokus oli alkuvuosina omaisuudenhoidossa. Yhtiö laajentui oikea-aikaisesti Hoivarahastoliiketoimintaan 2013 ja se otti nopeasti tuulta alleen. Yhtiön fokus siirtyikin nopeasti omaisuudenhoidosta Hoivarahastoon ja Hoivarahastosta tuli pian hallitseva osa sen toimintaa. Titanium hoiti Hoivarahaston myynnin alkuvuosina pääosin kumppanien (Suomen Pankkiiriliike ja Investium) kautta ja sen oma henkilökunta oli vielä listautuessa alle 10 henkilöä. 2017 lopussa United Bankers osti Suomen Pankkiiriliikkeen, mikä käytännössä leikkasi Titaniumilta toisen myyntikanavan pois ja kasvatti sen riippuvuutta Investiumista. Keväällä 2018 Titanium ilmoittikin ostavansa Investiumin. Kauppa oli strateginen, sillä Titaniumin oli pakko vahvistaa omaa myyntivoimaansa ja pienentää Investiumiin liittyviä riskejä. Investium-kaupan jälkeen yhtiö on jatkanut panostuksia omaan myyntivoimaan ja pyrkinyt myös laajentamaan tuotetarjontaansa.

Yhtiön päivitetyllä johtoryhmällä ei ole yhtä Investiumin perustajaa lukuun ottamatta merkityksellisiä omistuksia yhtiössä, mutta yhtiöllä on optio-ohjelmat johdon sitouttamiseksi. Hallituksen osalta merkityksellisiä omistuksia on useilla jäsenillä.

## Myyntivetoinen sijoituspalvelutalo

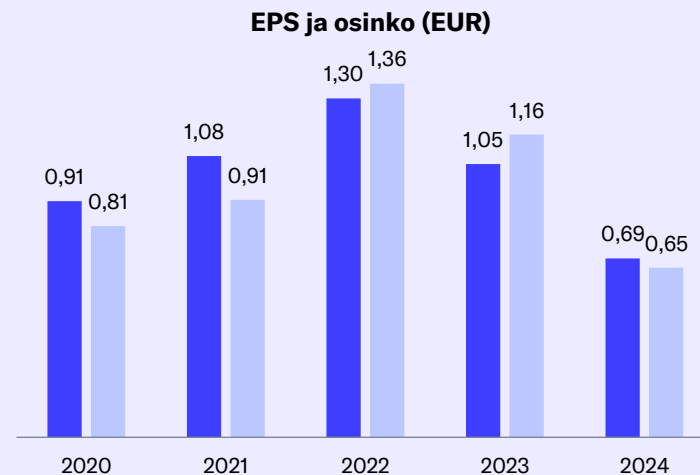
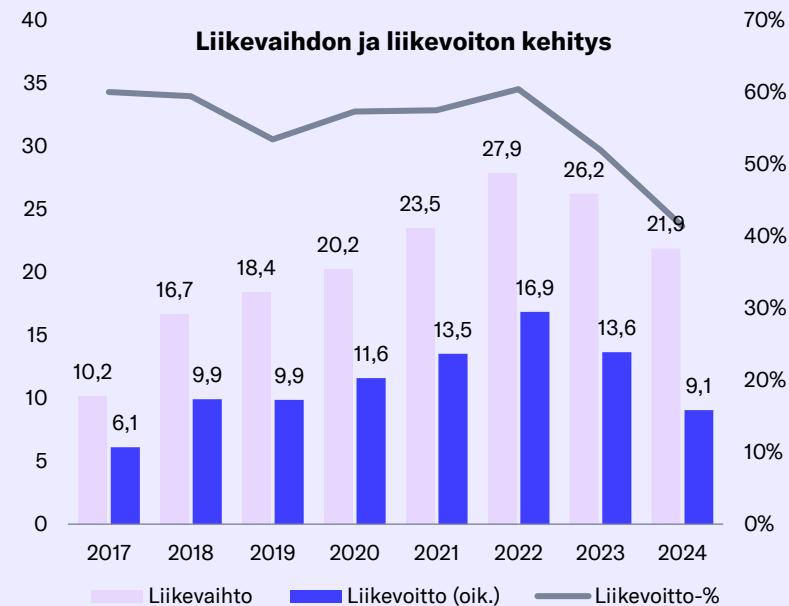
Titaniumin liiketoimintamallin ytimessä on tuotemyynti, jossa yhtiö myy asiakkaille sijoitustuotteita ja saa näistä erilaisia palkkioita. Yhtiö on tarjonnut jo perustamisestaan alkaen myös erilaisia omaisuudenhoitopalveluja, mutta näistä saatavat palkkiot ovat jääneet sivurooliin fokuksen ollessa etenkin Hoivarahastossa. Titaniumilla on kohtalaisen kokoinen myyntikoneisto ja 2024 lopussa sillä oli palkkalistoilla 40 myyjää (sis. 6 asiamiestä) ja konttoreita sillä on 9 paikkakunnalla. Yhtiöllä on erittäin laaja noin 15

tuhatasiakkaan kanta, mutta aktiivisia asiakkaita on huomattavasti tätä vähemmän. Esimerkiksi Hoivarahastolla on tällä hetkellä noin 4600 omistajaa ja Hoivarahasto tuo noin 70 % yhtiön palkkioista. Yhtiön pääkohderyhmä ovat varakkaat yksityishenkilöt.

Yhtiön liiketoimintamallin keskeinen haaste liittyy asiakkaiden matalaan ”share of walletiin”. Yhtiö on näkemyksemme mukaan valtaosalle asiakkaita lähinnä yhden tuotteen tuotetalo kokonaisvaltaisen varainhoitajan sijaan. Matala osuus asiakkaiden kokonaisvarallisuudesta johtaa luonnollisesti myös matalampaan asiakaskohtaiseen ansaintaan. Arviomme mukaan tuotetaloroolista johtuen yhtiön asiakaspito on myös perinteisiä varainhoitajia heikompi.

Toisena haasteena on yhtiön myyntikoneiston teho. Yhtiön liikevaihto per työntekijä on seuraamistamme yhtiöistä toiseksi alhaisin ja tilannetta pahentaa se, että iso osa palkkioista tulee automaattisesti jatkuvina palkkioina. Uusmyynti per henkilö onkin ollut viimeiset pari vuotta luvattoman heikolla tasolla ja mielestämme yhtiön pitäisi ehdottomasti saada enemmän irti sen myyntikoneesta. Yhtiön olisi ensiarvoisen tärkeää onnistua siirtymään arvoketjussa eteenpäin tuotetalosta varainhoitajaksi. Tämä mahdollistaisi paremman asiakaskohtaisen ansainnan, korkeamman uusmyynnin sekä paremman asiakaspysyvyyden. Lisäksi tuotetarjonnan laajentaminen on kriittistä kilpailukykyisemmän varainhoitopalvelun luomiseksi.

Yhtiön selkeä vahvuus on sen laaja asiakaskunta ja sillä on jo valmiiksi merkittävä määrä valmiita asiakassuhteita pääosin Hoivarahastoon sijoittaneiden kautta. Tämä asiakaskunta luo hyvän pohjan varainhoitomallin jalkauttamiseksi asiakaskuntaan.



# Liiketoimintamalli 2/11

## Valtaosa palkkioista tulee rahastoista

Titaniumin liiketoimintamalli on varainhoitajalle tyypillisesti varsin yksinkertainen. Yhtiö hallinnoi asiakkaidensa puolesta näiden varoja ja saa pääomista sovitut palkkiot. Titaniumin liikevaihto koostuu rahastoista saatavista palkkioista sekä omaisuudenhoidon palkkioista. Rahastoista saatavat palkkiot muodostavat ylivoimaisesti suurimman osan yhtiön liikevaihdosta (arviomme mukaan noin 95 %), joten omaisuudenhoidon merkitys on yhtiölle rajallinen. Omaisuudenhoito sisältää täyden valtakirjan omaisuudenhoidon sekä konsultatiiviset palvelut ja niiden liikevaihto oli 2024 alle miljoona euroa. Rahastoista saatavat palkkiot voidaan puolestaan jakaa kolmeen osaan: hallinnointipalkkioihin, tuottosidonnaisiin palkkioihin sekä muihin tuottoihin, jotka sisältävät merkintä-, lunastus- ja transaktiopalkkiot.

## Hallinnointipalkkiot

Hallinnointipalkkioiden ennustettavuus on erittäin hyvä ja ne ovat sijoittajan kannalta Titaniumin arvokkainta tulovirtaa. Arviomme mukaan yhtiön hallinnointipalkkiot olivat 2024 noin 18,3 MEUR, josta Hoivakiinteistöt-rahaston osuus noin 13 MEUR. Baltia kiinteistöt osuus tästä oli puolestaan noin 2,5 MEUR.

## Tuottosidonnaiset palkkiot

Titaniumilla on käytössä tuottosidonnainen komponentti sen kaikissa kolmessa kiinteistörahastossa. Näissä on rahastoyhtiön näkökulmasta hyvin houkutteleva palkkiorakenne, minkä myötä tuottopalkkioiden osuus liikevaihdosta on historiassa ollut hyvin korkea. Käytännössä yhtiön historialliset tuottopalkkiot ovat tulleet hyvin pitkälti Hoivarahastosta.

Hoivarahastossa tuottosidonnaisten palkkioiden laskenta

perustuu kalenterivuoden sijaan rahaston tuottoon sen perustamisesta asti. Historiallisesti tämä on parantanut tuottopalkkioiden ennustettavuutta, sillä rahaston kumulatiivinen tuotto on ollut reippaasti yli aitakoron. Laskelmiemme mukaan tuottotaso laski 2024 alle sen aitakoron ja tuottopalkkioiden virta on tyrehtynyt. 2024 osalta Hoiva kirjasi arviomme mukaan tuottopalkkioita vain hieman yli 2 MEUR:lla, mutta jatkossa tuottopalkkioihin paluu näyttää epätodennäköiseltä kumulatiivisen eron ollessa jo nyt huomattava.

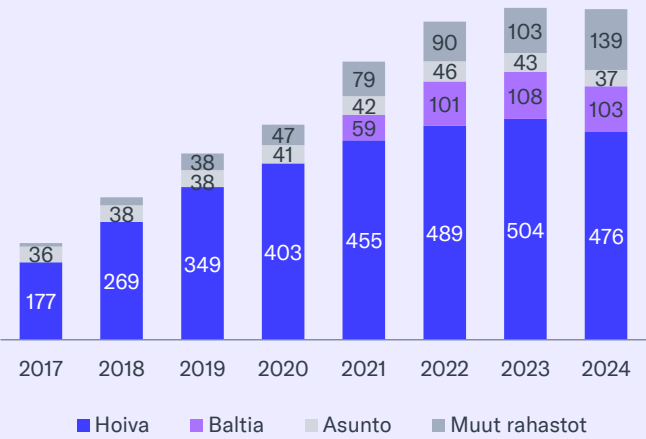
## Muut palkkiotuotot

Muut palkkiotuotot sisältävät rahastojen merkintä- ja lunastuspalkkiot sekä transaktiopalkkiot, joita yhtiö veloittaa kiinteistörahastoistaan kohteita myydessä tai ostopaikkaa. Transaktiopalkkio on alalla harvinainen ja Titaniumin osalta muista palkkiotuotoista selvästi merkittävin. Arviomme mukaan yhtiö on saanut viimeisen 12kk aikana muita palkkiota yhteensä noin 1 MEUR.

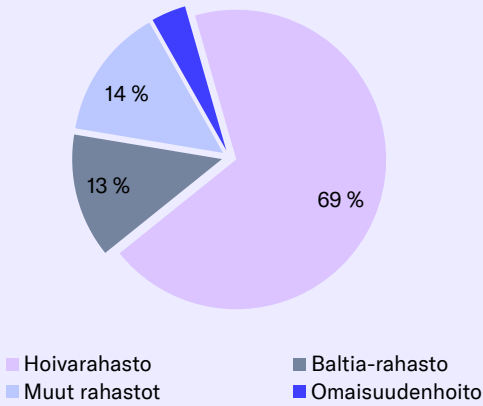
## Palkkioiden jakauma parantunut selvästi

Kokonaisuutena Titaniumin palkkiotuottojen jakauma on parantunut merkittävästi viime vuosien aikana. Valitettavasti ajurina ei ole ollut hallinnointipalkkioiden kasvu, vaan tuottosidonnaisten romahtaminen, minkä seurauksena palkkioiden jakauma on siirtynyt vahvasti hallinnointipalkkioihin. Kun vielä 2022 jatkuvien palkkioiden osuus oli vain 60 %, on se kohonnut lähelle 90 % 2024 aikana. Vakaat ja ennustettavat hallinnointipalkkiot ovat selvästi kertaluontoiseksi tulkittavia transaktiopalkkioita tai tuottosidonnaisia palkkioita arvokkaampia sijoittajien näkökulmasta. Vaikka palkkioiden jakauma onkin parantunut selvästi, on riippuvuus Hoivarahastosta kuitenkin säilynyt edelleen korkeana, mikä nostaa yhtiön riskiprofiilia.

Rahastojen AUM (MEUR)



Palkkiotuottojen jakauma 2024 (Inderes arvio)



# Liiketoimintamalli 3/11

## Hoivarahasto on ollut valtava menestys

Titanium perusti Hoivakiinteistö-rahastonsa vuonna 2013. Rahaston aloitusajankohta oli erinomainen ja sen historiallinen kehitys on ollut vahvaa. Palkkiorakenteeltaan Hoivarahasto on erittäin houkutteleva tuote rahastonhoitajan näkökulmasta. Kiinteä hallinnointipalkkio on kiinteistörahastoille tyypilliseen tapaan korkea ja lisäksi tuottosidonnainen palkkio on ollut yhtiön kannalta poikkeuksellisen hyvä, sillä tuottopalkkion määrittävä performanssi lasketaan rahaston perustamisesta asti. Myös 2 %:n transaktiopalkkio hankintahinnasta kohteiden oston ja myynnin yhteydessä on toimialalle varsin poikkeuksellinen. Vaikka tällä katetaankin osittain tiettyjä rahaston hoitoon liittyviä kuluja (mm. kiinteistöjen arvonnäyttö), on selvää, että transaktiopalkkio on yhtiön kannalta erittäin houkutteleva ja parantaa Hoivan tuotekohtaista kannattavuutta merkittävästi.

Rahaston historiallinen kokonaispalkkiotaso on ollut arviomme mukaan erittäin korkea (2014–2024 keskiarvo ~5 %), mutta kuitenkin selkeällä laskutrendillä. Laskutrendin taustalla ovat tuottosidonnaisen palkkion sekä transaktiopalkkioiden osuuden asteittainen lasku.

Rahasto on vaihtoehtoisille rahastoille tyypilliseen tapaan auki lunastuksille kaksi kertaa vuodessa, mikä parantaa pääoman pysyvyyttä.

Korkeasta kulurakenteesta huolimatta rahaston tuotot sijoittajille ovat olleet sen perustamisesta asti hyvällä tasolla ja vuotuinen tuotto on ollut keskimäärin noin 7,5 %.

## Pitkät vuokrasopimukset parantavat ennustettavuutta

Hoivarahaston portfolio on arviomme mukaan kohtuullisen hyvässä kunnossa. Kiinteistökannan neliöpainotettu keski-ikä on noin 9 vuotta ja se on noussut tasaisesti. Esimerkiksi 2020

neliöpainotettu keski-ikä oli alle 5 vuotta. Sektorille tyypillisesti vuokrasopimusten laatu on hyvä. Vuokrasopimusten keskipituus on pitkä (+10v) ja vuokrausaste lähes 100 %. Keskeinen riski Hoivarahastolla liittyy Attendon hallitsevaan osuuteen vuokralaisena (58 %) sekä poliittiset riskit. Suomen julkinen sektori ja etenkin SOTE-sektori ovat rajuissa kustannusongelmissa ja viime vuosina säästökeskustelu on levinnyt yhä useammin myös kiinteistöihin. Tähän mennessä Titanium on selvinnyt SOTE-riskeistä erinomaisesti, eikä siltä ole esimerkiksi purettu vuokrasopimuksia SOTE-alueiden toimesta.

## Rahaston pitäisi tarjota hyvää tuottoa myös jatkossa

Rahaston nettovuokratuotto on tällä hetkellä 5,92 %, mikä on hyvinkin järkevä taso suhteessa noin 2 %:n euriboriin. Käsitksemme mukaan yhtiön vieraan pääoman kustannus on jo selvästi alle nettovuokratuoton ja näin ollen rahaston velkavipu toimii. Palkkiot ovat edelleen korkeat, mutta selvästi historian alapuolella, kun tuottopalkkiot tulevat suurella todennäköisyydellä olemaan nolliissa myös pitkällä aikavälillä. Rahaston pitäisikin tehdä laskelmiemme mukaan 3-4 %:n kassavirtatuottoa sijoittajille ilman arvonnäyttöjä. Näin ollen kiinteistökannan arvonnäytökset ovatkin täysin ratkaiseva tekijä rahaston tuottotason houkuttelevuuden näkökulmasta, sillä ilman arvonnäyttöä olisi rahaston tuotto riittämätön sijoittajille. Rahaston sopimukset ovat inflaatio suojaajia, mikä tarjoaa hyvän lähtökohdan arvonnäytöksi. Samalla kuitenkin on hyvä muistaa, että etenkin kasvukeskusten ulkopuolisiin kohteisiin liittyy reipasta jäännösarvoriskiä. Jos ennustamme kiinteistökannan arvon nousevan inflaation tahdissa 2 % vuodessa, tarkoittaisi se Hoivarahaston vuotuiseksi tuotoksi 6-7 %. Tätä tasoa käytämme myös ennusteissamme. Taso on riittävä ylläpitämään kohtuullista uusmyyntiä, mutta tuottopalkkioihin rahasto ei enää palaa.

## Hoivarahaston perustiedot 5/2025

|                              |             |
|------------------------------|-------------|
| NAV                          | 476 MEUR    |
| GAV                          | 681 MEUR    |
| Velkavipu                    | 30 %        |
| Vuokrausaste                 | 99,1 %      |
| Nettovuokratuotto            | 5,92 %      |
| Kohteiden lukumäärä          | 144 kpl     |
| Vuokrasopimusten keskipituus | 10,2 vuotta |

## Hoivarahaston palkkiorakenne

### Hallinnointipalkkio

- 2,95 % omasta pääomasta

### Transaktiopalkkio

- Enintään 2 % hankitun kiinteistön arvosta

### Merkintäpalkkio

- 2 % merkitystä summasta

### Lunastuspalkkio

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

### Tuottosidonnainen palkkio

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

# Liiketoimintamalli 4/11

## Lunastusten määrä keskeinen kysymysmerkki

Sijoittajien kannalta keskeinen kysymys Hoivarahastoon liittyen on lyhyellä aikavälillä jonossa olevien lunastusten määrä. Titanium [ilmoitti](#) 1/2025 keskeyttävänsä väliaikaisesti rahaston lunastukset ja lykkäävänsä H1'24 aikana tehtyjen lunastusten maksua myöhemmäksi. Hoivarahasto on Titaniumille tuotteena hallitseva ja lunastusten lopullisella määrällä on merkittävä vaikutus yhtiön numeroihin.

Hoivarahaston tilinpäätöksen perusteella Hoivarahastolla oli käteistä vuoden lopussa 25 MEUR. Lisäksi käsityksemme mukaan toukokuun aikana maksettava tuotto-osuus on noin 9 MEUR. Onkin selvää, että lunastusten on oltava reippaasti tästä laskettua nettokassaa suurempi (noin 15 MEUR), koska yhtiö olisi muuten maksanut totta kai lunastukset pois. Rahaston rahoitussopimuksen mukainen rahoitussopimus oli vuoden vaihteessa käsityksemme mukaan täysin käytössä ja velalla lunastusten maksaminen ei näin ollen onnistu.

Olemme yrittäneet haarukoida Titaniumin rahaston lunastusten määrää suhteessa rahastoihin jotka ovat: 1) maksaneet rästissä olevat lunastukset pois tai 2) kertoneet avoimesti niiden määrän. Hoivarahaston paras verrokki on eQ:n Yhteiskuntakiinteistö ja sen H1'24 lunastukset olivat noin 7 % sen pääomista. OP vuokratuotto, Ålandsbanken Asuntorahasto sekä S-Pankki Asunnot ovat kaikki kertoneet rästissä olevien lunastusten määristä ja ne ovat 6-17 % rahaston arvosta.

Mielestämme on järkevä oletus, että myös Titaniumin H1'24 tehdyt lunastukset olisivat asuntorahastojen sekä eQ:n yhteiskuntakiinteistön 6-17 %:n haarukassa. Ottaen huomioon, että suurin mediassa käyty keskustelu on liittynyt juuri asuntorahastoihin, olisi loogista olettaa lunastusten määrän

olevan lähempänä alalaitaa ja linjassa eQ:n kanssa. Jos oletamme lunastusten olevan 6-10 %:n tasolla, tarkoittaisi tämä 30-50 MEUR:n lykättyjä lunastuksia H1'24:ltä.

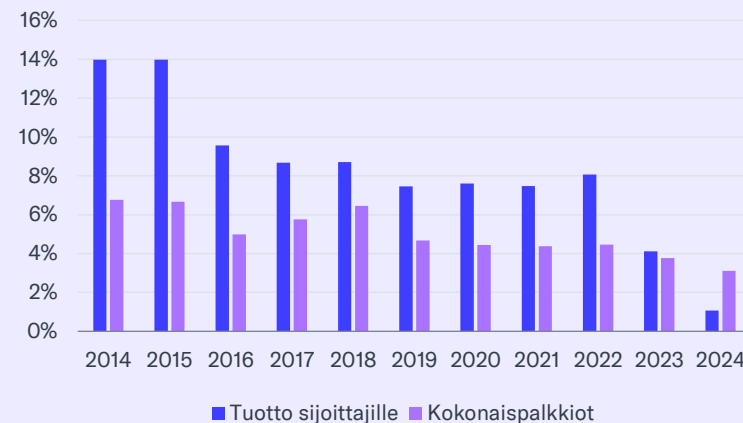
Tämän lisäksi huomautamme, että H2'24 aikana tehdyt lunastukset tulevat maksuun tulevan kesäkuun lopulla. Tämän ikkunan osalta emme ole erityisen huolissamme, sillä syksyllä korot laskivat ja kirjoittelu aiheen tiimoilta mediassa oli rauhallista. Olemme enemmän huolissamme H1'25 aikana tehdyistä lunastuksista, kun yhtiö joutui lykkäämään rahastonsa lunastuksia ja mediassa oli paljon negatiivista keskustelua kiinteistörahastoista. Titaniumin yksityissijoittajiin keskittyvä asiakaskunta huomioiden pidämme todennäköisenä, että lunastuksia on nähty alkuvuoden aikana jälleen kasvanut määrää. Nämä lunastukset tulevat kuitenkin maksuun vasta joulukuussa 2025 ja näin ollen lunastusten lopullista määrää saadaan jännittää ensi vuoden alkuun.

Kokonaisuutena verrokkirahastojen lunastukset tukevat nykyistä noin 50 MEUR:n ennustettamme vuoden 2025 lunastuksiksi.

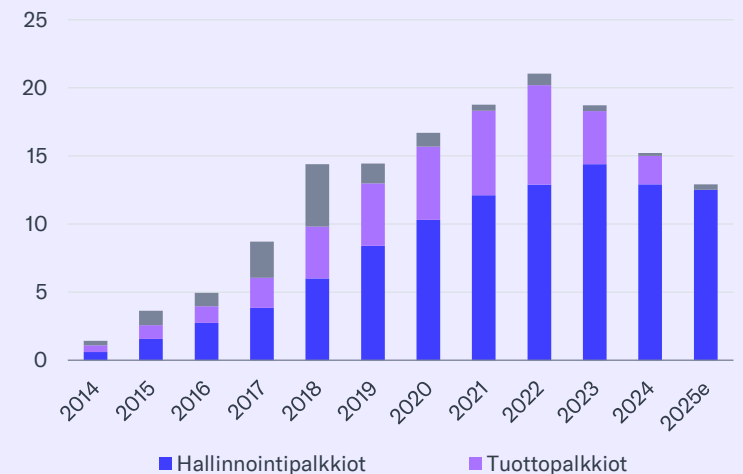
## Uusmyynnin volyymi ratkaiseva tekijä tulevaisuudessa

Toinen keskeinen kysymys Hoivarahastoon liittyen on sen myyntitaso tästä eteenpäin. Vaikka Titanium pyrkiikin strategiassaan hajauttamaan Hoivarahastoon liittyvää riskiä, tulee Hoiva säilymään hallitsevana tuotteena vielä pitkään ja sen uusmyynnillä on merkittävä vaikutus yhtiön numeroihin. Aiemmin arvioimallamme 6-7 %:n normalisoidulla tuottotasolla pitäisi uusmyynnin sujua kohtuullisesti. Kuitenkaan nollakorkoaikojen ilotulitukseen ei ole paluuta ja lyhyellä aikavälillä näkymä on vaisu, sillä kiinteistörahastojen negatiivisen sentimentin kääntyminen tulee viemään vielä kauan.

Hoivarahaston tuotot ja palkkiot

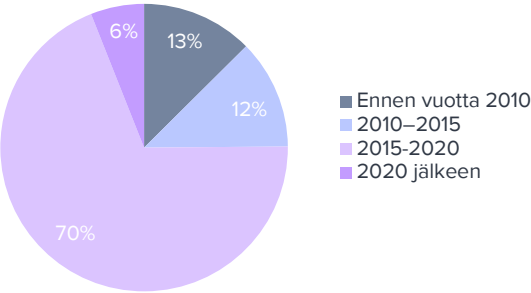


Hoivarahaston palkkiotuotot (MEUR)



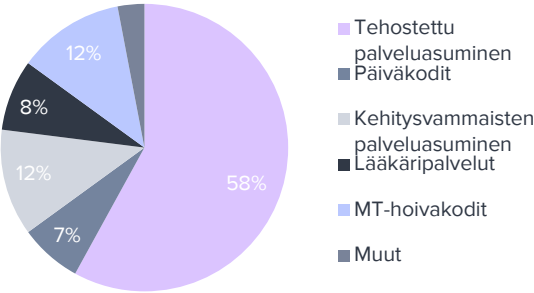
# Liiketoimintamalli 5/11

Kiinteistöjen ikäjakauma 2024\*

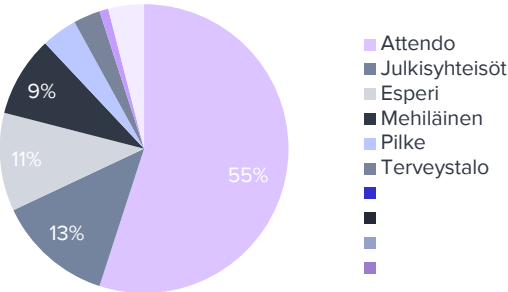


\* Rakennus- tai peruskorjausvuosi. Jakauma laskettu kerrosneliöiden mukaan.

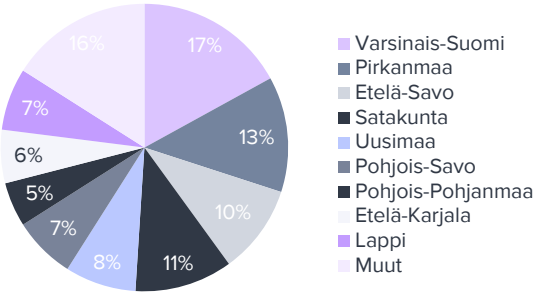
Kiinteistöjen toimialajakauma 2024



Kiinteistöjen vuokralaisjakauma 2024



Kiinteistöjen alueellinen jakauma 2024



## PORTFOLION KOKO 681 MEUR 5/2025



Valmiiden ja rakentamisvaiheessa olevien kohteiden pinta-ala oli yhteensä noin 209 000 m<sup>2</sup> ja kiinteistökohteita oli salkussa 144 kpl.



Kiinteistöjen neliöpainotettu keski-ikä on noin 9 vuotta ja se on noussut tasaisesti viime vuosina



Vuokralaisia oli yhteensä 28. Attendon osuus portfolioissa on kuitenkin hallitseva sen vastatessa noin 58 % nettovuokratuotoista.



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

# Liiketoimintamalli 6/11



## Väestön ikääntyminen

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



## Väestön keskittyminen

Suomessa on tällä hetkellä käynnissä historiallisen nopea muuttoliike maalta kaupunkeihin. Väestön keskittyminen ja kaupungistuminen luovat vahvan kysynnän ja tarpeen päiväkodeille, kouluille sekä hoivataloille – erityisesti kasvukeskuksissa.



## Julkisen sektorin velkaantuminen

Viimeisen 10 vuoden aikana kuntien lainakanta on kasvanut voimakkaasti ja väestön ikääntyminen tulee aiheuttamaan merkittäviä haasteita julkiselle sektorille. Kunnat hakevatkin yhä aktiivisemmin yksityisiä toimijoita tuottamaan sosiaali- ja terveydenhuollon palveluita, koska tämä vähentää kuntien velkataakkaa.



## Palvelusetelin käytön yleistyminen

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

# Liiketoimintamalli 7/11

Titaniumin Baltia Kiinteistö -rahasto aloitti toimintansa kesäkuussa 2021. Rahasto sijoittaa laajasti eri kiinteistöluokkiin Baltiassa (Viro, Latvia, Liettua) ja sijoitukset painottuvat uudehkoihin tai modernisoituihin kohteisiin. Sijoitusuniversumi on melko laaja ja sisältää muun muassa logistiikka- ja tuotantokiinteistöjä, toimistotiloja, kaupallisia tiloja, asuntoja sekä yhteiskuntakiinteistöjä. Rahasto on toistaiseksi keskittynyt ostamaan valmiita kiinteistöjä portfolioon, mutta myöhemmässä vaiheessa se voi rakennuttaa kohteita myös itse. Baltia-rahastoa ei ole muiden Titaniumin kiinteistörahastojen tapaan suljettu lunastuksilta (tilanne 6/25).

## Houkutteleva tuottotaso kasvumarkkinalla

Baltiassa talous on kehittynyt positiivisesti ja BKT:n kasvu on ollut selvästi voimakkaampaa kuin Suomessa. Eurostatin tilastojen perusteella bruttokansantuotteen vuosittainen reaalin kasvu oli Baltiassa keskimäärin yli 3 % edellisen 10 vuoden aikaan, kun vastaava luku Suomen osalta oli alle prosentti. Näin ollen alueen pääkaupungit ja kasvukeskukset tarjoavat kiinnostavia mahdollisuuksia sijoittajille, kun esimerkiksi verkkokauppojen kasvu lisää modernien varasto- ja logistiikkakiinteistöjen kysyntää. Sijoittajan kannalta useat eri kiinteistöluokat ja maantieteellinen hajautus laskevat rahaston riskiprofiilia ja tarjoavat samalla väylän kasvaviin kiinteistömarkkinoihin.

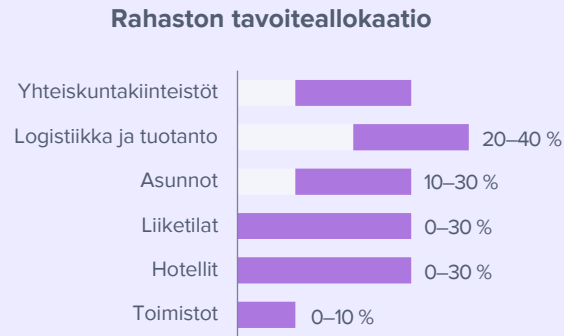
Eri markkina-arvioiden perusteella kiinteistöjen alkutuottotasot ovat Baltiassa tällä hetkellä huomattavasti Suomea korkeammalla, mikä nykyisessä nousseiden korkojen ympäristössä luonnollisesti lisää rahaston houkuttelevuutta asiakkaan näkökulmasta. Käsityksemme mukaan kiinteistöluokasta riippuen Baltia tarjoaa 2-3 %-yksikköä korkeampia alkutuottotasoja kuin Suomen markkina.

## Rahaston potentiaali konsernille merkittävä

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

Baltia-rahaston myynti lähti varsin hyvin käyntiin, ja ensimmäisen toimintavuoden aikana Titanium keräsi rahastoon yhteensä noin 80 MEUR nettomerkintöjä. Tämän jälkeen tahti on hidastunut selvästi ja rahaston hallinnoitavat varat ovat tällä hetkellä hieman yli 100 MEUR. Heikon myynnin taustalla on arviomme mukaan sekä kiinteistömarkkinan yleiset haasteet (nousevat korot, laskevat arvostukset ja negatiivinen uutisointi) sekä rahaston vaisuhko tuottokehitys. Rahasto on tuottanut perustamisensa jälkeen hieman alle 5 % vuodessa, mikä on yllättävän vaisu taso kun huomioidaan korkea alkutuotto. Tuottotaso on kuitenkin mielestämme ollut riittävä ylläpitämään laadukasta mielikuvaa rahastosta ja emme näe historiallisen tuoton olevan esteenä uusmyynnille. Uskomme kuitenkin samalla, että tuottotason tasokorjaus helpottaisi merkittävästi uusmyyntiä.

Titanium itse toteaa tavoitteekseen kasvaa yhdeksi Baltian merkittävimmistä kiinteistösijoittajista, mikä tarkoittaisi arviomme mukaan satojen miljoonien sijoitusvarallisuutta. Sijoittajan kannalta olennaista on, että tässä kokoluokassa rahasto olisi jo konsernin tasolla merkittävä palkkiotuottojen lähde ja laskisi selvästi Titaniumin riippuvuutta Hoivarahastosta, mikä puolestaan laskisi yhtiön riskitasoa. Näemme Baltia-rahastossa edelleen paljon potentiaalia Titaniumille, mutta yhtiön pitää kyetä todistamaan sen kyky myydä sitä myös vaikeammassa markkinassa.



## Baltia-rahaston perustiedot 5/2025

|                              |            |
|------------------------------|------------|
| NAV                          | 165 MEUR   |
| GAV                          | 106 MEUR   |
| Velkavipu                    | 36 %       |
| Vuokrausaste                 | 99,8 %     |
| Nettovuokratuotto            | 7,3 %      |
| Kohteiden lukumäärä          | 10 kpl     |
| Vuokrasopimusten keskipituus | 9,8 vuotta |

## Baltia-rahaston palkkiorakenne

### Hallinnointipalkkio

- 2,75 % omasta pääomasta

### Transaktiopalkkio

- Enintään 2 % hankitun kiinteistön arvosta

### Merkintäpalkkio

- 2 % merkitystä summasta

### Lunastuspalkkio

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

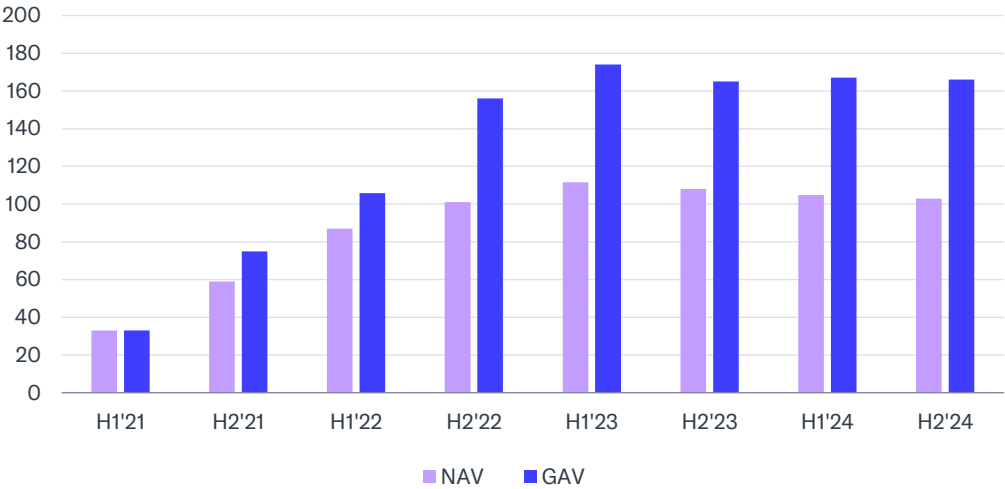
### Tuottosidonnainen palkkio

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

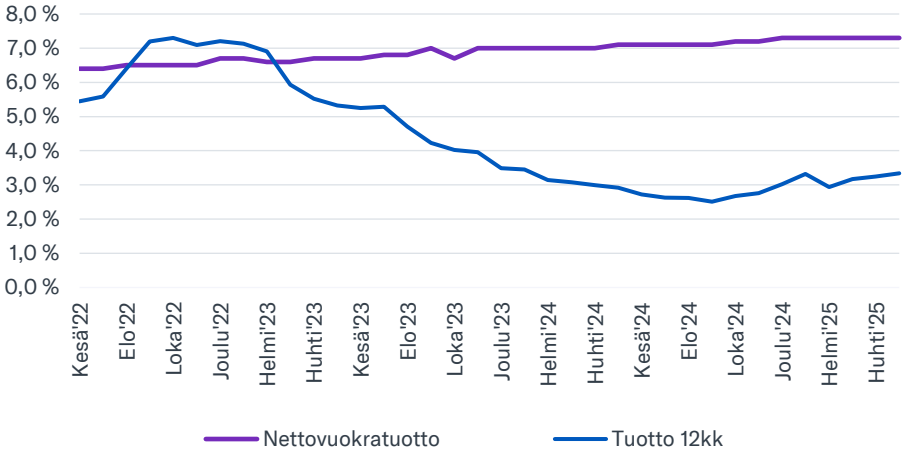
Lähde: Titanium

# Liiketoimintamalli 8/11

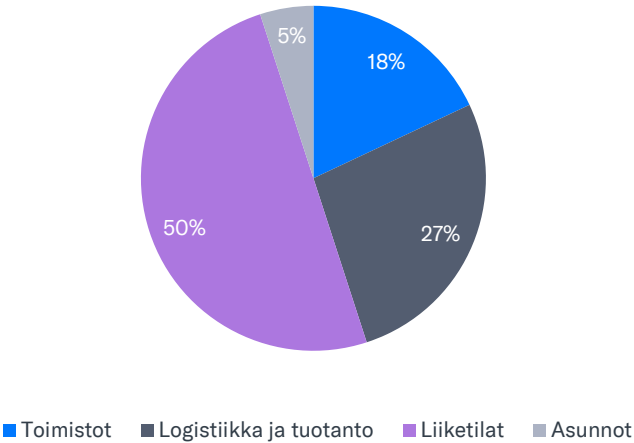
Baltia-rahaston kokoluokan kehitys (MEUR)



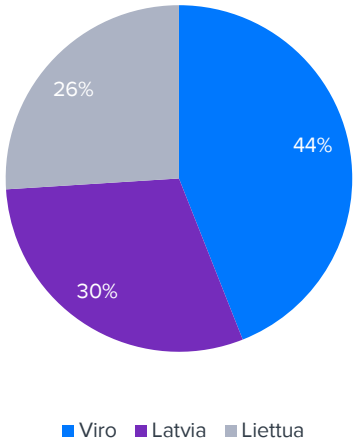
Titanium Baltia-rahaston tuotto-% rullaava 12kk



Kiinteistökannan toimintajakauma (2024)



Kiinteistöjen jakauma kohdemaittäin (2024)



# Liiketoimintamalli 9/11

## Muiden tuotteiden merkitys toistaiseksi rajallinen

Titaniumilla on Hoivarahaston ja Baltia-rahaston lisäksi kuusi muuta omaa rahastotuotetta: Asunto, Kasvuosinko, Kehittyvät Osakemarkkinat, Varainhoito, Korko sekä juuri lanseerattu Private Equity. Näiden merkitys Titaniumille on suhteellisen pieni ja arviomme mukaan niiden yhteenlaskettu liikevaihto oli 2024 ~3,0 MEUR tai ~15 % konsernin liikevaihdosta. Muiden tuotteiden palkkiotaso on keskimäärin hyvä noin 1,5 %.

Muiden tuotteiden osuus konsernin liikevaihdosta on noussut viime vuosina, mutta valitettavasti tämä on tapahtunut ennen kaikkea Hoivarahaston palkkioiden laskun johdosta. Toki muiden rahastojen AUM on kasvanut jatkuvasti, mutta nämä eivät ole kyenneet paikkaamaan Hoivan palkkioiden jättämää aukkoa. Titaniumin keskeisenä haasteena on ollut läpi sen historian onnistua myymään muita tuotteita kuin Hoivaa sekä Baltiaa. Arviomme mukaan tämä johtuu osin yhtiön sisäisestä fokuksesta kiinteistöihin sekä osin yhtiön roolista tuotetalona. Kiinteistörahastojen osalta yhtiöllä on ollut tarjota asiakkaille kilpailijoista erottuvaa ratkaisua, mutta perinteisillä rahastoilla erottuminen on vaikeaa.

Asuntorahaston (perustettu 2016) koko oli 3/25 lopussa 58 MEUR, josta 37 MEUR oli omaa pääomaa. Vahvan startin jälkeen rahaston myynti on hyytynyt täysin eikä sen koko ole kasvanut H2'18 jälkeen. Heikon uusmyynnin taustalla ovat arviomme mukaan rahaston vaatimaton tuottotaso (2018–2024 noin 2 % p.a.) sekä yhtiön oman myyntikoneen fokus Hoiva- sekä Baltia-rahastoihin. Heikon tuoton johdosta Asuntorahastosta on virrannut pääomia säännöllisesti pois ja rahasto on keskeyttänyt lunastuksensa 1/2025. On selvää, että rahastolla on paljon lunastuksia jonossa ja näiden lunastusten jälkeen rahaston koko tulee olemaan entistä pienempi. Lisäksi Hoivarahasto

omistaa Asuntorahastoa noin 13 MEUR:lla, eli lunastusten jälkeen Hoivarahaston omistusosuus on hyvin korkea.

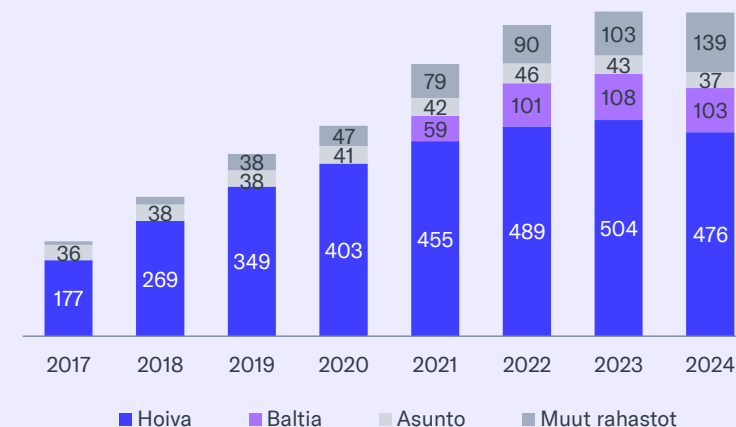
Titaniumilla on kaksi osakerahastoa: Kasvuosinko (perustettu 2019) ja Kehittyvät osakemarkkinat (perustetut 2022). Kasvuosinko tuottotasot ovat olleet absoluuttisesti sekä suhteellisesti kohtalaisia, mutta tästä huolimatta rahaston myynti on ollut suhteellisen tahmeaa. Kasvuosinkon koko oli 5/25 lopussa noin 48 MEUR. Kehittyvät osakemarkkinat on puolestaan menestynyt heikosti ja tuotto perustamisesta tähän päivään on miinuksella. Rahaston koko oli 5/25 lopussa noin 14 MEUR

Titanium Varainhoito on vuoden 2021 alussa toimintansa aloittanut yhdistelmärahasto, joka sijoittaa pääosin osake-, korko- ja reaaliomaisuusrahastoihin. 3/25 rahaston pääoma oli 20 MEUR.

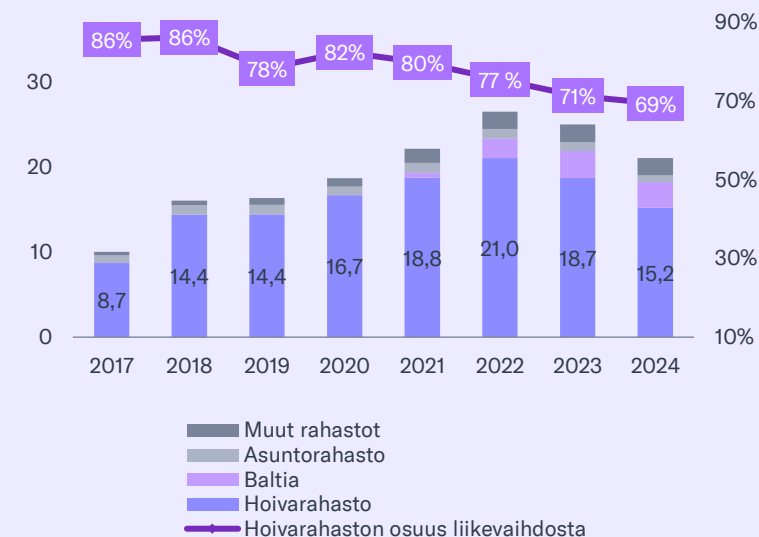
Titanium Korko on menestynyt yhtiön rahastoista parhaiten. Sen tuotto on kehittynyt kohtuullisen hyvin ja pääomat ovat kasvaneet syksyn 2023 perustamisen jälkeen 52 MEUR:oon. Korkorahasto on hyötynyt selvästi markkinoilla nähdystä korkotuotteiden renessanssista. Mielestämme Korkorahasto on Titaniumilta hyvä onnistuminen nostaa rahasto suhteellisen nopeasti järkevään kokoluokkaan markkinan trendejä hyödyntäen.

Uusimpana tuotteena Titaniumilla on kesäkuun lopussa lanseerattu PE-rahasto ([kommenttimme](#)). Rahastosta on toistaiseksi saatavissa instituutiosarja ja syyskuussa myös yksityissijoittajille suunnattu sarja. Rahastoon on ladattu isot odotukset ja sen olisi tarkoitus kasvaa Titaniumin seuraavaksi merkittäväksi rahastoksi. Näemme rahastolla potentiaalia saavuttaa kiinnostusta Titaniumin asiakaskunnassa, mutta muistutamme, että vastaavia tuotteita on markkinoilla tarjolla ja näiden tuotteiden kokoluokka on jäänyt vaatimattomaksi.

Rahastojen AUM (MEUR)



Rahastojen liikevaihdot (MEUR)



# Liiketoimintamalli 10/11

Vaikka PE-rahasto onkin kiistatta hyvä ja kaivattu lisä Titaniumin tuotetarjontaan, on meidän edelleen vaikea nähdä, että Titanium kykenisi nykyisellä tuotetarjonnalla kasvattamaan muiden rahastojen roolia merkittävästi konsernissa. Näkemyksemme mukaan merkittävästi ripeämpi kasvu muissa rahastoissa vaatisi taakseen muutoksia yhtiön toimintamallissa, eli käytännössä selkeämpiä askelia kohta varainhoitoon siirtymistä. Varainhoidon kautta näemme yhtiön omilla tuotteilla myös selkeämpää kasvupotentiaalia.

## Kulurakenne

Titaniumin kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin yksinkertainen ja kiinteät kulut näyttelevät valtaosaa kuluista. Suurimman yksittäisen kuluerän muodostavat henkilöstökulut, jotka olivat asiamiespalkkiot huomioiden 2024 aikana noin 7,5 MEUR tai noin 34 % liikevaihdosta. Keskimääräinen henkilöstökulu (sis. asiamiespalkkiot) on noin 110 TEUR/henkilö, joka on jonkin verran alle keskeisten verrokkien (kuvio sivulla 19). Mielestämme verrokkeja alhaisempaa tasoa selittää yhtiön liiketoimintamallin mukainen henkilöjakauma (vähemmän rahastonhoitajia sekä yksityispankkiireja). Taso on noussut tasaisesti viimeisen 5v aikana, kun yhtiö on rekrytoinut lisää korkeamman palkkaluokan henkilökuntaa (salkunhoitoa ja yksityispankkiireja) sekä yleisen palkkainflaation myötä. Odotamme tason nousevan myös tulevina vuosina, kun yhtiö pyrkii nostamaan profiiliaan avainhenkilörekrytoinneilla varainhoidossa. Henkilöstötehokkuus onkin laskenut viimeisen 2v aikana selvästi, kun yhtiö on tehnyt kasvupanostuksia samalla kun liikevaihto on tullut alas.

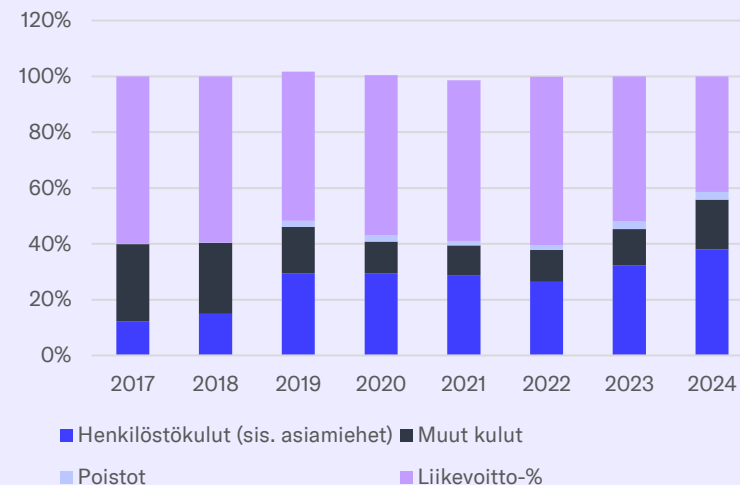
Toiseksi merkittävin erä ovat muut kulut (mm. IT, vuokrat ja markkinointi) johon olemme yhdistäneet myös palkkiokulut (ilman asiamieskuluja). Palkkiokulut koostuvat mm. jakelijoille maksettavista palkkioista, back-officen ulkoistamisesta ja kiinteistörahastojen tietyistä kuluista (mm. arvonnäytys). Tämä muut kulut erä oli 2024 noin 4 MEUR eli noin 17 % liikevaihdosta. Vaikka suhteellinen taso onkin noussut liikevaihdon laskun myötä, on taso edelleen hyvä absoluuttisesti sekä suhteellisesti ja Titanium onkin verrokkiryhmän tehokkaimpia yhtiöitä.

Viimeinen relevantti kuluerä yhtiölle ovat poistot. Poistot (0,6 MEUR) sisältävät pääosin IFRS 16 -vuokria ja ilman tätä yhtiön poistotaso olisi noin 100 TEUR.

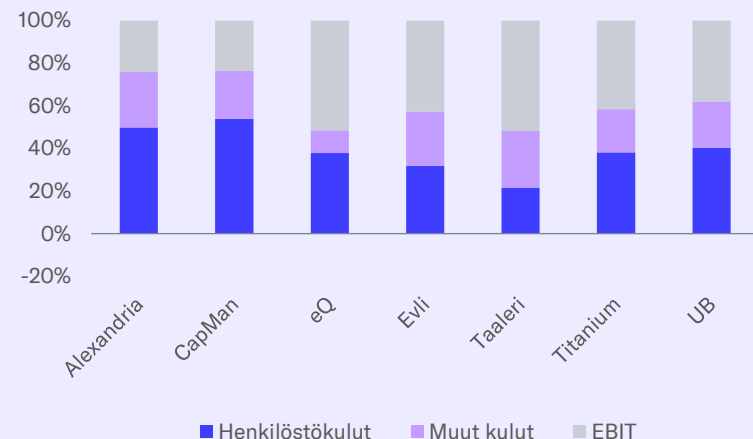
Titaniumin kannattavuus on historiassa ollut erinomaisella tasolla ja 2016–2022 keskimääräinen liikearvopoistoista oikaistu liikevoittomarginaali on ollut noin 57 %. Viimeisen kahden vuoden aikana kannattavuus on laskenut selvästi etenkin liikevaihdon laskun myötä ja 2024 liikevoittomarginaali oli 41 %. Vaikka Titaniumin kulutehokkuus onkin heikentynyt selvästi viimeisen 2v aikana, on yhtiön kannattavuus edelleen hyvällä tasolla absoluuttisesti ja suhteellisesti. Huomautamme, että nykyinen kannattavuus pohjautuu lähes täysin jatkuviin palkkioihin, mikä nostaa sen laatua suhteessa moneen verrokkiin.

Lopuksi haluamme kuitenkin huomauttaa, että 2024 taso antaa hieman liian hyvän kuvan yhtiön tämän hetken kannattavuudesta, sillä 2024 luvut pitivät sisällään Hoivan tuottopalkkioita ja lykättyjen lunastuksien maksu tulee rokottamaan liikevaihtotasoa. Nämä huomioiden tulee yhtiön kannattavuustaso painumaan lähemmäs verrokkien keskiarvoja.

Kulurakenteen kehitys



Verrokkien kulurakenteet 2024\*



\*Konsernitason numerot  
Evliä oikaistu EAM:n myyntivoitto  
CapManiä oikaistu CaPS:n myyntivoitto

# Liiketoimintamalli 11/11

## Myynnin tehon kasvattaminen on avain onneen

Yhtiön liikevaihto per työntekijä on puolestaan varsin alhainen. Kuten seuraavalla sivulla oleva vertailu kertoo, on Titaniumin liikevaihto per henkilö vertailuryhmän alhaisimpia. Tilannetta pahentaa se, että Titaniumin palkkioista valtaosa tulee automaattisesti jatkuvina palkkioina. Yhtiö itse raportoi bruttomyyntilukua, joka pitää sisällään rahastojen bruttomerkinnät (huom. eri kun nettomerkinnät) ja tästä laskettuna myynti per myyjä (sis. asiamiehet) on viimevuosina ollut 2-3 MEUR/v. Taso on mielestämme vaatimaton ja esimerkiksi United Bankersilla vastaava luku on laskelmiemme mukaan yli 10 MEUR. Alexandrialla vastaavaa bruttomyynti on laskelmiemme mukaan noin 4 MEUR, mutta myös Alexandria kipuilee myyntikoneensa tehokkuuden kanssa.

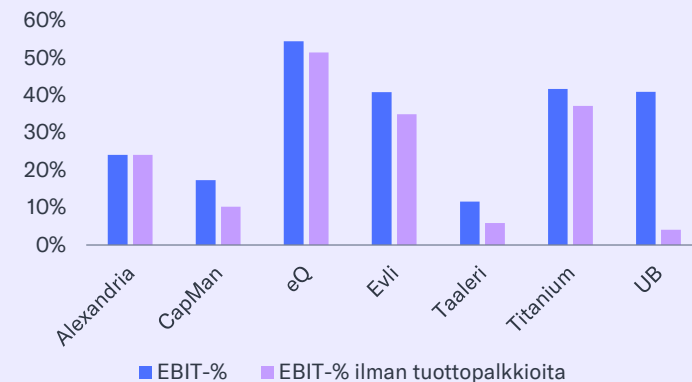
Koska Titaniumin palkkiot tulevat käytännössä täysin rahastoista, ovat nettomerkinnät per myyjä relevantein tapa tarkastella yhtiön myynnin tehoa. Viimeisen 6 vuoden aikana taso on vaihdellut 2024 -0,5 MEUR:n ja 2021 1,6 MEUR:n välillä ja keskimäärin viimeisen 6v aikana yhtiö on kerännyt nettomerkintöjä per myyjä 0,8 MEUR. Taso on mielestämme entistä vaatimattomampi ja esimerkiksi UB:llä vastaava luku ilman omaisuudenhoidon myyntiä on edeltävän kuuden vuoden ajalta noin 6 MEUR. Todellisuudessa UB:n uusmyynti per myyjä on vielä tätä korkeampi, sillä yhtiö myy tämän lisäksi merkittävän määrän muita varainhoitopalveluja. Alexandrian osalta nettomerkinnät (sis. strukturoidut tuotteet ja rahastot) ovat keskimäärin olleet aiemmin mainittu noin 3 MEUR/v, eli moninkertaiset Titaniumiin nähden.

Huomautamme, että edeltävän 24kk aikana Titaniumin

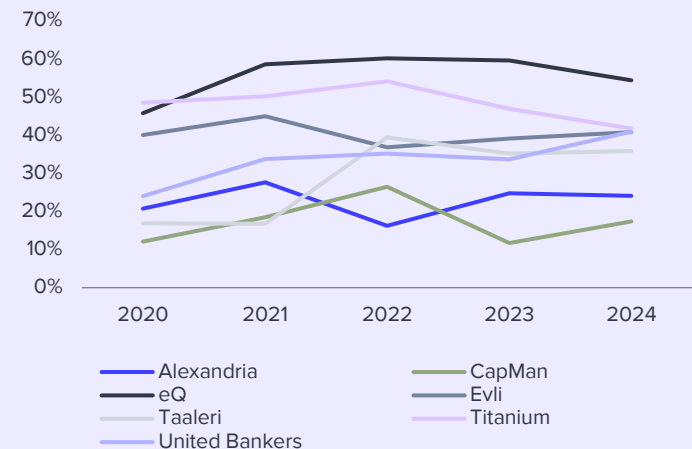
myyntiresursseista merkittävä osa on suurella todennäköisyydellä mennyt Hoivarahaston ns. ”lunastusten manageeraamiseen” ja on selvää, että tämä on vienyt kaistaa uusmyynniltä. Mielestämme on kuitenkin selvää, että viimeisen kahden vuoden kehitys on korostanut yhtiön myyntiin sekä nykyiseen toimintamalliin liittyviä haasteita.

Kokonaisuutena näemmekin yhtiön myynti per työntekijä luvussa (eli myynnin tehokkuudessa) merkittävää parantamispotentiaalia ja näkemyksemme mukaan tämä on yksittäinen tärkein tunnusluku Titaniumin lähivuosien kehitystä ajatellen. Korkeampaa myyntitasoa varten yhtiön pitäisi tuoda uusia erottuvia tuotteita ja luoda uskottava varainhoitokonsepti.

Varainhoitoliiketoimintojen kannattavuudet (2024)



Varainhoitoliiketoimintojen EBIT-%

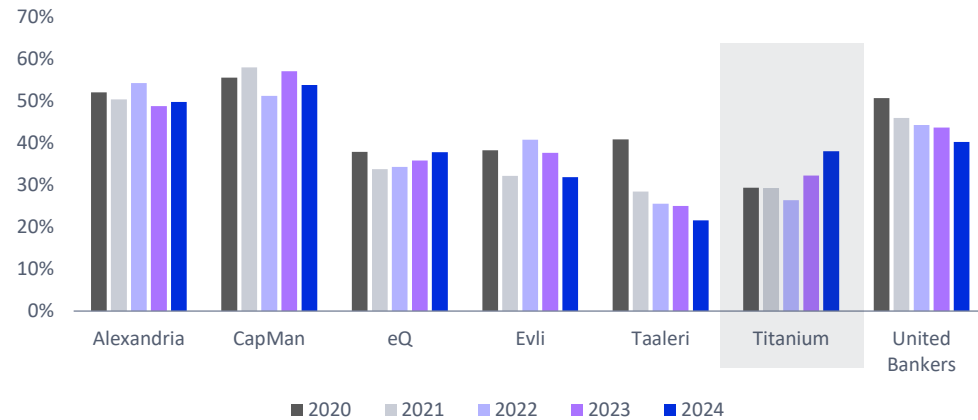


### \*Inderesin huomiot:

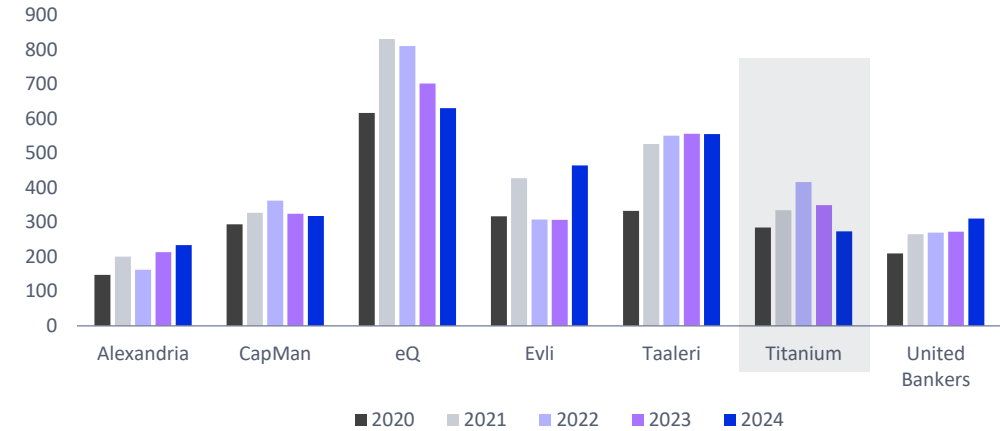
- UB:n Varainhoidon kannattavuus rasi- tettu konsernikuluilla sekä poistoilla
- Titanium ja Alexandria konsernitasolla ilman liikearvopoistoja
- CapManin Hallinnointiliiketoiminta rasi- tettu konsernitoimintojen kuluilla
- eQ:n Varainhoitoa rasi- tettu konsernikuluilla
- Evlin kannattavuus huomioi konsernin allokaatiot
- Taalerin kannattavuus rasi- tettu konsernin kuluilla

# Titanium suhteessa listattuihin varainhoitajiin 1/2

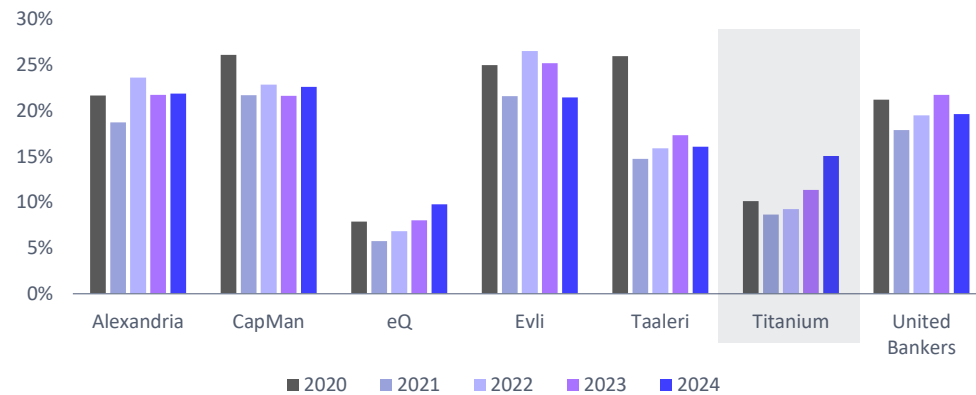
Henkilöstökulut suhteessa liikevaihtoon (konserni)



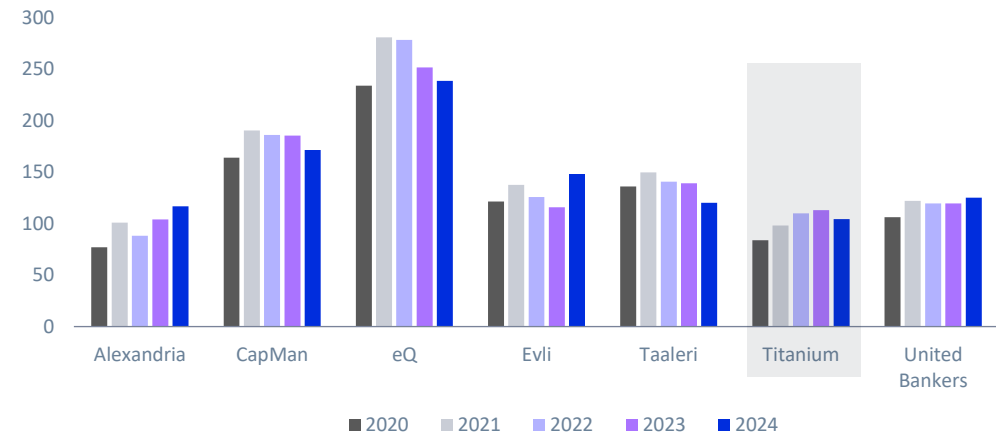
Liikevaihto per työntekijä (TEUR)



Hallintokulut, muut kulut ja poistot suhteessa liikevaihtoon (konserni)



Henkilöstökulut per työntekijä (TEUR)

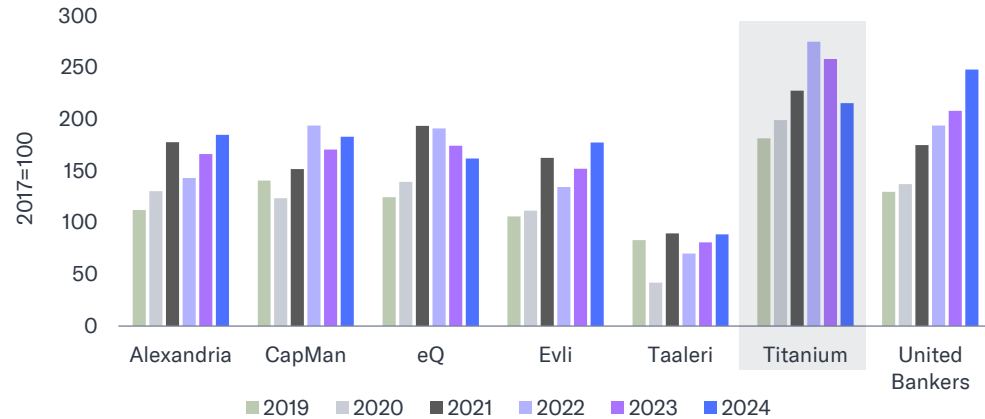


## Inderesin huomiot:

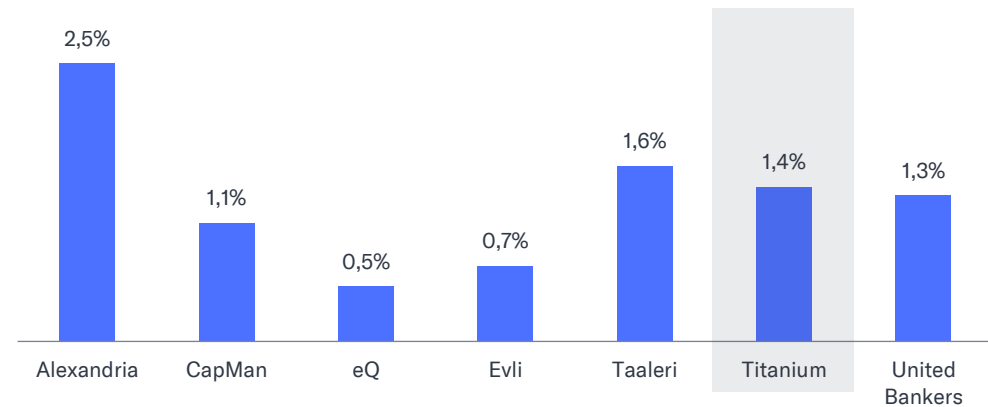
- Kaikki konsernitason numeroita
- Liikevaihto per työntekijä laskettu keskimääräisellä henkilöstömäärällä.
- Asiamiehet laskettu henkilöstöön ja henkilöstökuluihin mukaan.
- Taalerin 2020–2021 luvuista oikaistu pois myyty Varainhoitoliiketoiminta.

# Titanium suhteessa listattuihin varainhoitajiin 2/2

Liiketoiminnan tuottojen kehitys indeksoituna

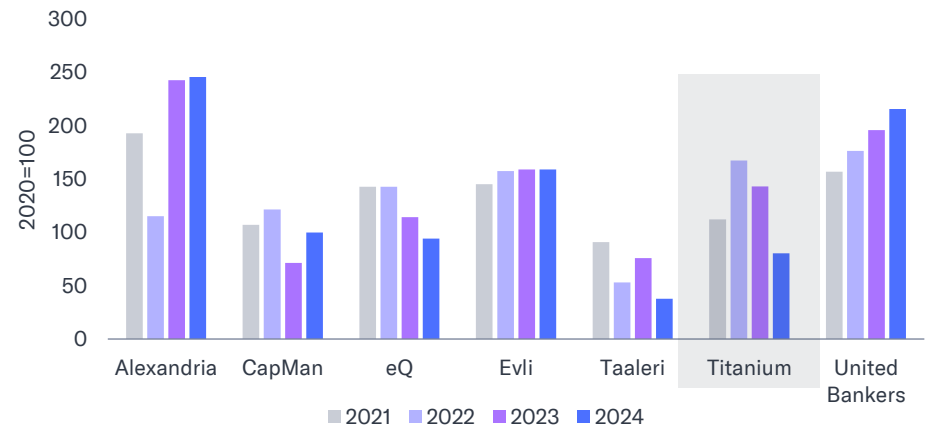


Liikevaihto/AUM-% (2024)\*

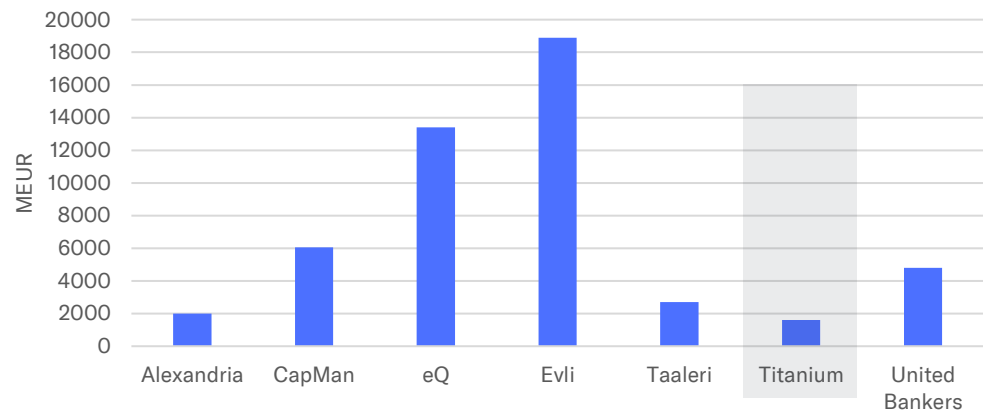


\* Taalerilta mukana vain Pääomarahastot

Osinko per osake kehitys indeksoituna



Hallinnoitava varallisuus (AUM 2024)



# Sijoitusprofiili

1

Liikevaihdosta valtaosa tulee  
Hoivarahastosta

2

Kannattavuus absoluuttisesti ja suhteellisesti  
korkea

3

Laaja myyntikoneisto pyörii aliteholla

4

Vuolas osinkovirta

5

Vahva tase mahdollistaa yritysjärjestelyt

## Potentiaali

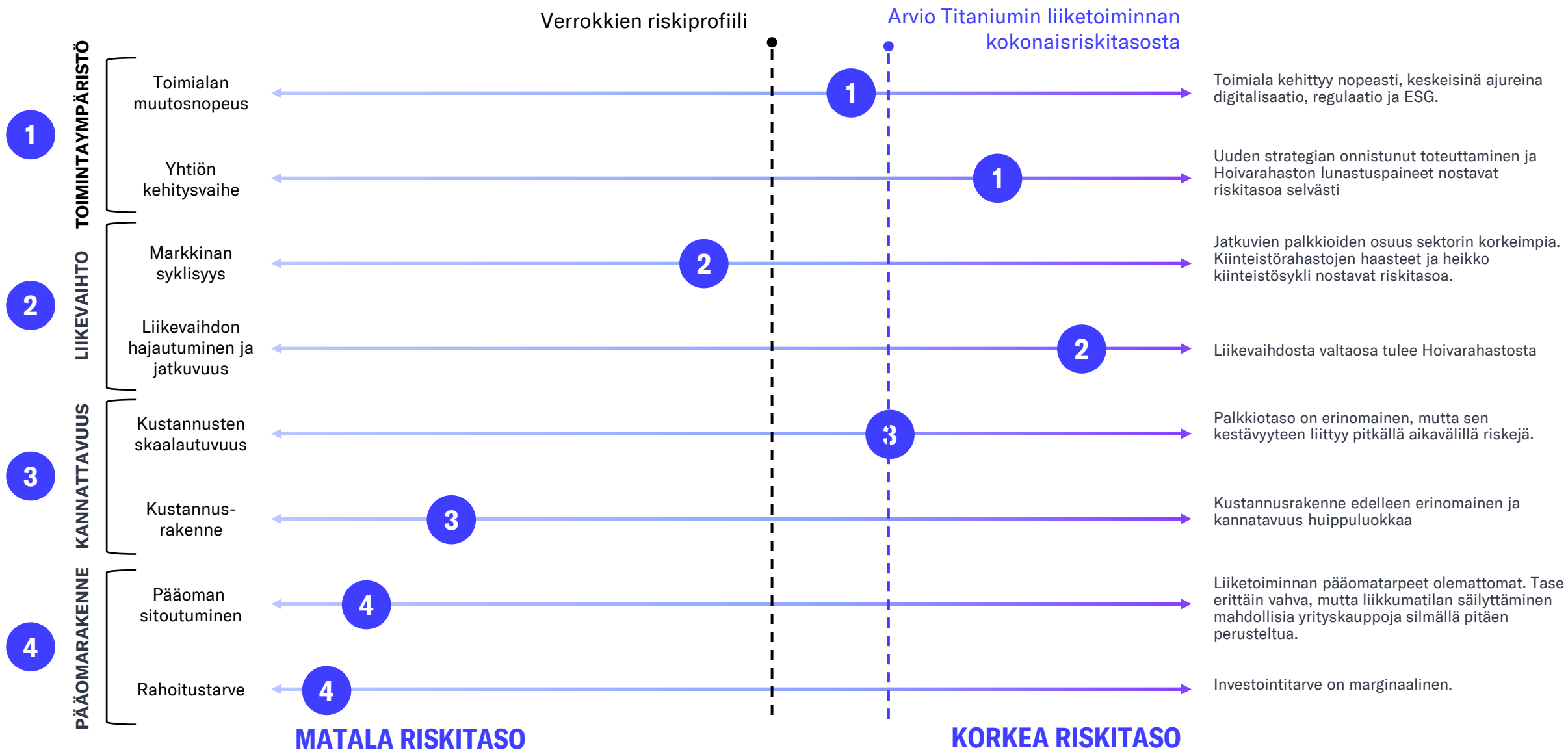
- Baltia-rahaston kasvu
- Hoivarahaston kasvu
- Uudet tuotteet
- Onnistunut laajentuminen varainhoitoon
- Kasvu yrityskaupoilla

---

## Riskit

- Hoivarahaston lunastusten määrä
- Hoivarahaston hallitseva osuus liikevaihdosta
- Hintaeroosio
- Korkojen nousu
- Hoivamarkkinaan liittyvät riskit

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Strategia 1/4

## Strategia tähtää kasvuun

Titanium päivitti strategiansa marraskuussa 2024. Strategian kulmakivenä on palauttaa yhtiö takaisin kasvuun laajentamalla tuotetarjontaa sekä laajentamalla varainhoitoon. Näkemyksemme mukaan yrityskaupat olisivat myös hyvin looginen polku strategisten tavoitteiden saavuttamiseksi ja kommentoimme näitä tarkemmin seuraavalla sivulla. Kommentoimme tässä strategiapäivityksen keskeisiä kohtia:

***Titanium laajentaa korkealaatuista ja omaleimaista tuote- ja palvelutarjontaansa innovatiivisilla sijoitusratkaisulla, jotka yhdistävät korkean laadun ja riskienhallinnan asiakkaiden tarpeisiin.***

Tämä kohta on mielestämme itsestään selvä ja Titaniumin pitää laajentaa tuote/palveluvalikoimaa. Ajatus ”omaleimaisesta tarjonnasta” on myös järkevä, sillä bulkkituotteilla on vaikea nähdä Titaniumin pärjäävän, bulkin vaatiessa vielä kovempaa jakeluvoimaa sekä isompaa skaalaa. Ensimmäinen uusi tuotelanseeraus saatiin kesäkuun lopussa, kun yhtiö julkaisi PE-rahaston (kommentti luettavissa [täältä](#)). Rahasto on mielestämme fiksi lisä yhtiön tarjontaan, mutta näkemyksemme mukaan yhtiön tulee myös jatkossa kasvattaa tuotetarjontaansa sen houkuttelevuuden kasvattamiseksi.

***Titanium vahvistaa asemaansa strategisena kumppanina tarjoamalla henkilökohtaisempaa palvelua ja laajentamalla asiakaskuntaansa, erityisesti ammattimaisten ja kansainvälisten sijoittajien keskuudessa.***

Mielestämme siirtyminen kohti henkilökohtaisempaa (ja

todennäköisesti myös aktiivisempaa) palvelua on täysin oikea valinta. Arviomme mukaan Titanium on valtaosalle asiakkaistaan tuotetalo ja Titaniumin osuus asiakkaan kokonaisvarallisuudesta on pieni. Strategisessa mielessä Titaniumin olisi hyvin loogista siirtyä tuotetalosta enemmän varainhoitajaksi, sillä se parantaisi asiakaskohtaista ansaintaa, kiihdyttäisi uusmyyntiä ja parantaisi asiakaspitoa. Yhtiöllä on olemassa paljon valmista asiakaskantaa (esim. Hoivaan sijoittaneita yli 4500) ja tämä tarjoaa hyvän pohjan lähteä kasvattamaan osuutta näiden asiakkaiden kokonaisvarallisuudesta. Mielestämme varainhoidossa fokus tulisi olla ennen kaikkea olemassa olevan asiakaskannan kehittämisessä. Jotta siirtyminen varainhoitoon onnistuu, tulee yhtiön kehittää standardisoituja avoimeen arkkitehtuuriin nojaavia varainhoitomalleja (omat tuotteet eivät tähän riitä), muuttaa toimintakulttuurinsa ja palkkiomallinsa varainhoitoon kannustaviksi sekä jatkaa avainhenkilörekrytointeja varainhoitoon. Myös nykyistä laajempi oma tuotetarjonta on kriittistä varainhoidossa onnistumisen kannalta.

Asiakaskunnan laajentaminen instituutioihin ja kansainvälisiin sijoittajiin on puolestaan teema jota meidän on vaikea ymmärtää. Titaniumin vahvuudet ovat yksityissijoittajakentässä ja instituutioiden merkitys yhtiölle on käsityksemme mukaan hyvin rajallinen. Esimerkiksi SFR:n tutkimuksissa Titanium ei historiassa ole menestynyt. Yhtiö voi toki perustaa pienen instituutiotiimin, mutta meidän on vaikea nähdä näitä panoksia perusteltuina, samalla, kun yhtiöllä on järkevä positio, valmis asiakaskunta ja erinomainen hinnoitteluvoima yksityisasiakkaiden keskuudessa.

Kansainvälisten sijoittajien tavoittelua emme pidä yhtiölle realistisena. Huomautamme, että kotimaan listautuista

varainhoitajista vain muutamat ovat onnistuneet kansainvälisessä myynnissä ja näillä kaikilla yhdistävänä tekijänä ovat olleet poikkeuksellisen track-recordin tuotteet sekä kansainvälinen jakeluverkko (joko omat myyjät tai ns. agenttimalli). Edelleen, kysymys on mielestämme rajallisten resurssien allokatiosta ja meidän on vaikea nähdä perusteluja resurssien levittämiselle kansainväliselle markkinalle, kun kotimaan yksityissijoittajien keskuudessa Titaniumilla olisi huomattavia mahdollisuuksia.

***Titanium panostaa ammattimaiseen johtamiseen, työntekijöiden osaamisen kehittämiseen ja inspiroivan työympäristön luomiseen ollakseen finanssialan houkuttelevin työnantaja.***

Näkemyksemme mukaan yhtiö joutunee jatkamaan avainrekrytointien tekemistä, jotta varainhoitoon laajentumisen edellyttämät muutokset organisaatiossa on mahdollista toteuttaa.

***Titanium hyödyntää teknologisia innovaatioita tehostamaan prosesseja, parantamaan asiakaskokemusta ja tukemaan yhtiön asemaa luotettavana sijoitusalan asiantuntijana.***

Titaniumin tehokkuus on läpi historian ollut hurjalla tasolla ja yhtiö on säännöllisesti kisanut sektorin kannattavimman yhtiön tittelistä eQ:n kanssa. Vaikka jatkuva tehokkuusparannus onkin tärkeää myös tällä toimialalla, emme pidä realistisena että Titanium enää juuri voisi olla tehokkaampi. Vastaavasti näemme, että myynnin kasvulla (strategian kohdat 1 ja 2) yhtiön kannattavuus kyllä lähtee skaalautumaan ja kasvu on jo nykyisellä kannattavuustasolla erittäin kannattavaa.

# Strategia 2/4

## Yrityskaupat osana tulevaisuutta

Mielestämme yrityskaupat tarjoavat Titaniumille hyvät lähtökohdat omistaja-arvon luomiseksi. Sen lisäksi, että yritysjärjestelyiden logiikka on finanssisektorilla varsin suoraviivainen (käsitelty sivulla 31), pystyisi Titanium yrityskaupoilla laskemaan riskitasoaan ("hoivariippuvuutta") sekä saamaan enemmän tehoja irti myyntikoneestaan.

Huomautamme, että vaikka Titaniumin kurssi onkin laskenut voimakkaasti viimeisen 12kk aikana, on osake edelleen hinnoiteltu järkevästi ja käypää valuutta yritysjärjestelyissä omistajien näkökulmasta.

Muistutamme myös, että Titanium on kiinteistörahasojen haasteiden myötä ajautunut tilanteeseen, jossa se on pakko hakea uusia kasvulähtöjä kiinteistöjen ulkopuolelta, sillä kiinteistömarkkinan elpymisen varaan ei voida laskea. Organisesti uuden liiketoiminnan rakentaminen sijoituspalveluissa on aina hidasta ja yrityskaupat tarjoaisivat tähän oikotien. Käsityksemme mukaan Titaniumin omistajilla ei ole erityisiä "tunnelukkoja" yhtiön suhteen ja arviomme mukaan yhtiö onkin kiinnostunut yritysjärjestelyistä. Myös toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan tausta yritysjärjestelyistä tukee näkemystämme yhtiön kiinnostuksesta yrityskauppoja kohtaan. Tässä mielessä pidämme jopa hieman yllättävänä, että yhtiö ei puhu strategiassaan enempää yrityskaupoista osana kasvua.

Mielestämme yhtiöllä olisi kaksi loogista reittiä yritysjärjestelyjä ajatellen. Toinen vaihtoehto olisi ostaa jo olemassa oleva varainhoitotalo, jonka avulla yhtiö saisi kipeästi kaipaamaansa varainhoidon osaamista sekä toimintamalleja. Toinen looginen vaihtoehto olisi ostaa joku tuotetalo jonka avulla Titanium saisi laajennettua

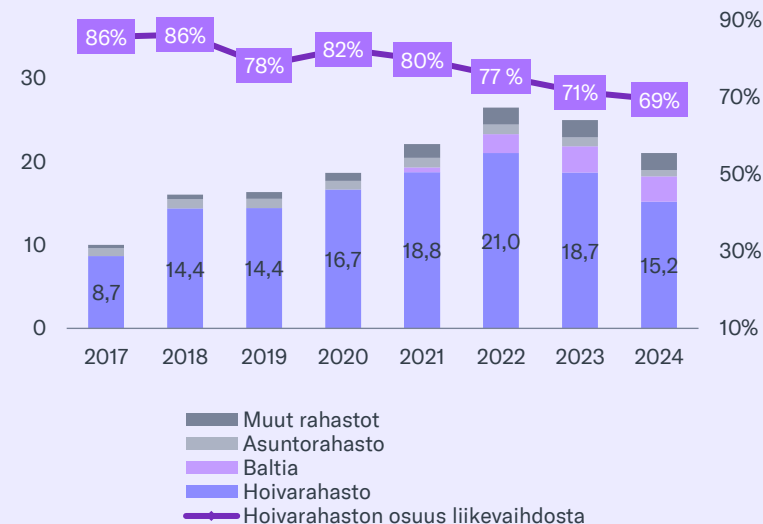
tuotetarjontaansa. Tuotetarjonnan laajentaminen jo valmiilla tuotteilla olisi enemmän kuin tervetullutta, sillä omien tuotteiden rakentaminen nollasta kestää parhaassakin tapauksessa kauan.

Uskomme myös, että Titanium olisi kiinnostunut olemaan osapuolena toimialan isommassa järjestelyssä, eli jonkinlaisessa fuusiossa tai mahdollisesti jopa koko yhtiön myynnissä. Ongelmaksi tässä tulee mielestämme se, että vaikka markkina-arvo onkin tullut reippaasti alas, on hintalappu suhteessa AUM edelleen korkeahko. Tämä korostuu entisestään, kun ollaan tilanteessa missä ostaja tai vastapuoli ei tiedä paljonko AUMia hän todellisuudessa saa lunastusten määrän ollessa avoin. Näin ollen meidän on vaikea nähdä skenaariota missä Titanium ostettaisiin. Fusion osalta potentiaalisia pareja on vähän, mutta esimerkiksi Finlandia Varainhoito voisi sopia Titaniumin kanssa yhteen.

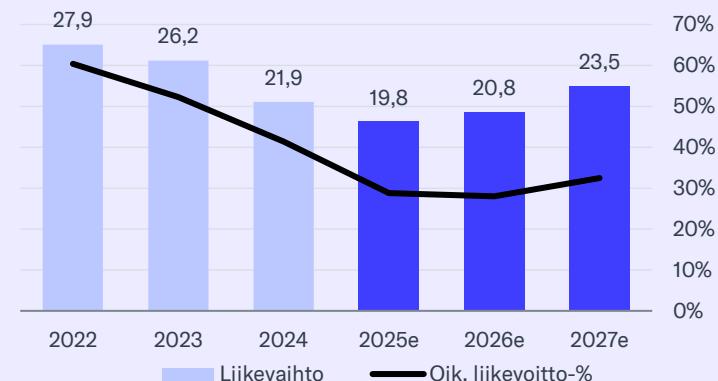
Viimeisenä vaihtoehtona olisi laajentuminen varainhoidon ulkopuolelle esimerkiksi investointipankkitoimintaan. Lähtökohtaisesti emme pidä tätä erityisen järkevänä, sillä synergiat omaan toimintaan jäisivät hyvin vaatimattomiksi ja veisivät fokusta pois ydintekemisestä. Pidämme tätä vaihtoehtoa kuitenkin mahdollisena, sillä tämä hajauttaisi yhtiön tulovirtoja ja laskisi "hoivariippuvuutta".

Kokonaisuutena pidämme jopa varsin todennäköisenä, että Titanium osallistuu tavalla tai toisella toimialan konsolidaatioon tulevien vuosien aikana. Yhtiöllä on selkeä syy olla konsolidaatiossa mukana ja nykyinen kurssitaso tarjoaa edelleen hyvät pelimerkit järjestelyiden toteuttamiseksi. Lisäksi Titanium voidaan (ainakin excelissä) laittaa osaksi hyvin montaa erilaista järjestelyä, mikä totta kai nostaa järjestelyn todennäköisyyttä.

Rahastojen liikevaihdot (MEUR)



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



# Strategia 3/4

## Taloudelliset tavoitteet

Titanium päivitti taloudelliset tavoitteensa marraskuussa 2024 uuden strategian lanseerauksensa yhteydessä. Yleisesti ottaen taloudelliset tavoitteet ovat mielestämme realistiset ja ne ohjaavat yhtiötä oikeaan suuntaan.

**Palkkiotuottojen kasvu keskimäärin 10-15 %/v** on yhtiön sijoitustarinan kannalta täysin keskeisessä roolissa. Käsityksemme mukaan lähtövuotena toimii 2025 ja tähän lasketaan myös tuottopalkkiot mukaan. Tavoitteeseen päästäkseen yhtiö tarvitsee uutta liikevaihtoa 2-3 MEUR per vuosi. Lisäksi on hyvä huomioida, että liikevaihto tulee kohtaamaan painetta, kun Hoivarahaston lunastukset lopulta maksetaan ja näin ollen todellinen uuden liikevaihdon tarve on tätä suurempi. Liikevaihtotavoite vaatii taakseen totta kai onnistunutta uusmyyntiä. Jos keskimääräinen palkkiotaso uudelle pääomalle olisi ~1,5-2%, niin uutta pääomaa tarvittaisi vuodessa 100-200 MEUR. Historiallisesti yhtiö ei ole tähän tavoitteeseen yltänyt edes nollakorkoaikana ja yhtiön pitää tehdä selvä tasonnosto myynnin suorittamisessa. Lähtökohtaisesti tavoite on kuitenkin realistinen, sillä nykyisellä myyntikoneella tason pitäisi ehdottomasti olla tehtävissä. Tämä kuitenkin vaatinee muutoksia yhtiön toimintatavoissa. Myös tuotetarjontaa pitää laajentaa, etenkin kun kiinteistörahoistojen ei voi odottaa tarjoavan aiemman kaltaista vetoapua myynnille.

**Merkittävä osa palveluiden kohteena olevasta varallisuudesta kohdistuu uusiin tuotteisiin.** Tavoite linkittyy vahvasti kasvatavoitteeseen. Käsityksemme mukaan yhtiö tarkoittaa tavoitteellaan sitä, että uusmyynnistä merkittävä osa kohdistuu uusiin tuotteisiin, ei

koko hallinnoitavasta varallisuudesta. Mielestämme tämä tavoite on hyvin looginen, sillä yhtiön keskeinen haaste on sen riippuvuus yhdestä tuotteesta. Lisäksi tämä kertoo mielestämme siitä, että yhtiö ei odota kiinteistömarkkinalta aiempien vuosien kaltaista vetoapua, vaan kasvua haetaan muualta. Mielestämme on hyvä, että yhtiö nostaa muiden tuotteiden kasvattamisen myös strategiansa keskiöön, sillä aiemmista pyrkimyksistä huolimatta myynnin fokus on lopulta ollut aina Hoivarahastossa sen helppouden ja ylivertaisen katerakenteen johdosta.

**Kannattavuustavoite** (liikevoittomarginaali keskimäärin yli 40 %) on edelleen erittäin hyvä taso absoluuttisesti ja suhteellisesti. Tason lasku aiemmasta +50 %:sta on mielestämme enemmän kuin perusteltua johtuen Hoivan tuottopalkkioiden sulamisesta sekä kasvupanostuksista. Tavoite on saavutettavissa kunhan yhtiö saa myyntinsä takaisin kasvuun. Lähivuosina tavoitteesta tullaan jäämään, kun yhtiö painaa strategiassaan ”alamäessä kaasua”.

**Osingonjakotavoite (vähintään 70 % tilikauden tuloksesta)** on alan muiden toimijoiden tapaan varsin avokätinen. Yhtiön tase on edelleen vahva ja näkemyksemme mukaan sen vahvistaminen ei ole perusteltua, sillä mahdolliset yrityskaupat rahoitettaisi pääosin omalla osakkeella. Mahdolliset uudet kasvuaihiot voidaan myös hoitaa tulorahoituksella ja näin ollen lähtökohtaisesti yhtiöllä on hyvät edellytykset jakaa osinkoa selvästi yli tavoitellun 70 %:n tason. Odotammekin voitonjakosuhteen olevan historialliseen tapaan lähellä 100 %.

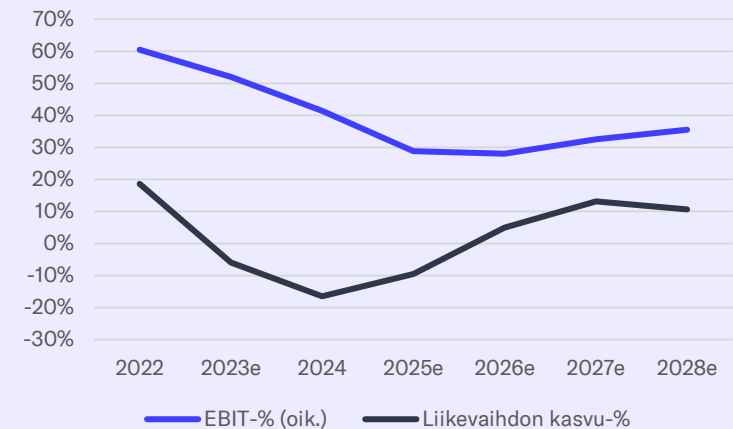


## Taloudelliset tavoitteet

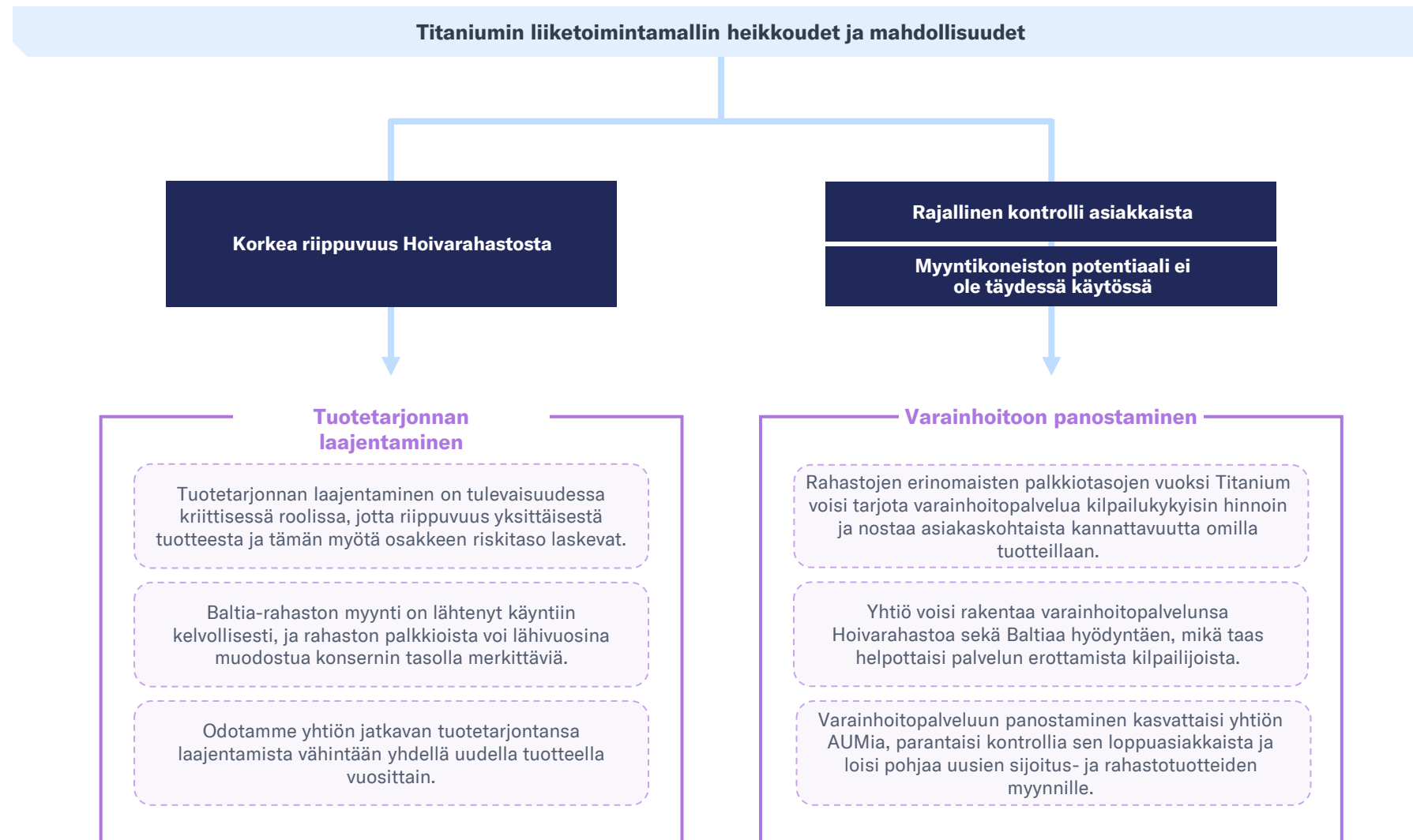
**Titanium päivitti taloudelliset tavoitteensa loppuvuodesta 2024.**

- Palkkiotuottojen kasvu keskimäärin **10-15 %/v**
- Liikevoittomarginaali keskimäärin **+40 %**
- Merkittävä osa palveluiden kohteena olevasta varallisuudesta kohdistuu uusiin tuotteisiin
- Vähintään **70 % tilikauden tuloksesta** jaetaan osinkoina

**Liikevaihdon kasvu ja liikevoittomarginaali (Inderes ennuste)**



# Strategia 4/4



# Toimiala – Varainhoitomarkkina 1/5

## Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

Varainhoitomarkkina on Suomessa verrattain nuori 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 kotitalouksien ylivoimaisesti suurin varallisuuserä, vaikka muut sijoitusmuodot ovatkin yleistyneet. Pääomamarkkinoiden nuori ikä näkyy Suomessa myös siten, että kotitalouksien asuntojen ulkopuolisesta sijoitusvarallisuudesta huomattava osa on edelleen pankkien käyttötiliellä.

Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli 2024 lopussa arviomme mukaan noin 250 miljardia euroa. Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut keskimäärin noin 5 % vuodessa. Kasvua on selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen omaisuudenhoidon piiriin. Huomautamme, että kasvu on merkittävästi kansantalouden aneemista kasvua korkeampaa, sillä pääomamarkkinoiden korrelaatio ja mielestämme Suomen talouskasvulla onkin vain rajallista merkitystä varainhoitomarkkinalle.

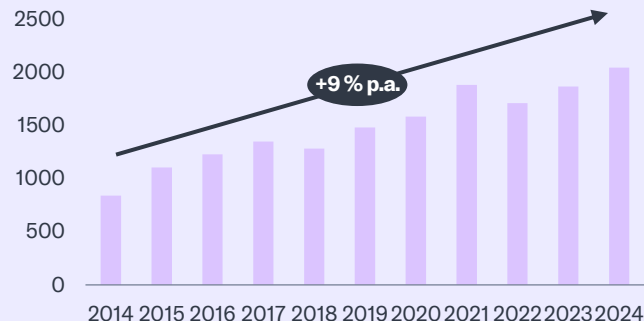
Tästä 250 miljardista noin puolet on sijoitettu kotimaisiin sijoitusrahastoihin ja loput on konsultatiivisen tai täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä. Luonnollisesti myös merkittävä osa rahastopääomista on erilaisten omaisuudenhoitosopimusten alaisuudessa. Markkinan tarkan kokoluokan laskeminen on hankalaa, sillä se riippuu

pitkälti siitä mitkä omaisuusluokat ja asiakas-segmentit siihen lasketaan mukaan. Arvioimamme kokoluokka on kuitenkin suuntaa-antava.

## Pitkän aikavälin näkymä on hyvä

Pitkällä aikavälillä Suomen omaisuudenhoitomarkkina tulee saamaan merkittävää tukea rakenteellisesta muutoksesta, kun suurten ikäluokkien keräämä varallisuus alkaa siirtyä seuraavalle sukupolvelle perintöjen kautta. Tämä varallisuuden äkillinen kasvu tulee arviomme mukaan väistämättä johtamaan varainhoitomarkkinan kasvuun, kun yhä useampi ihminen kiinnostuu sijoittamisesta ja toisaalta muuttuu sijoituspalveluyritysten kannalta kiinnostavaksi asiakkaaksi. Myös huolet eläkejärjestelmän kestävytydestä tulevat luomaan rakenteellista kiinnostusta pitkän aikavälin sijoitustoiminnalle ja varallisuuden omatoimiselle kerryttämiseksi. Tämä rakenteellinen muutos tapahtuu kuitenkin vasta tulevien vuosikymmenten aikana, eikä näin ollen vaikuta alan lyhyen aikavälin näkymiin. Mielestämme tästä käynnissä olevasta rakenteellisesta muutoksesta on tarjolla paljon todistusaineistoa ja esimerkiksi rahasto-omistajien määrä, arvo-osuustilien lukumäärä tai rahastopääomat ovat kaikki kaikkien aikojen ennätystasolla. Myös yhä useampi varainhoitaja (mm. Aktia ja Alexandria) on alkanut panostaa tähän ”seuraavan sukupolven” kohderyhmään. Pitkällä aikavälillä uskomme, että varainhoitomarkkinalla on Suomessa hyvät edellytykset jatkaa noin 5 %:n vuosikasvua, joten kyseessä on edelleen selkeä kasvuala.

Kotimaisen varainhoitomarkkinan kehitys (MEUR)



Lähde: Inderes

## Esimerkkejä suomalaisista varainhoitajista

**Aktia** ALEXANDRIA

MANDATUM CapMan

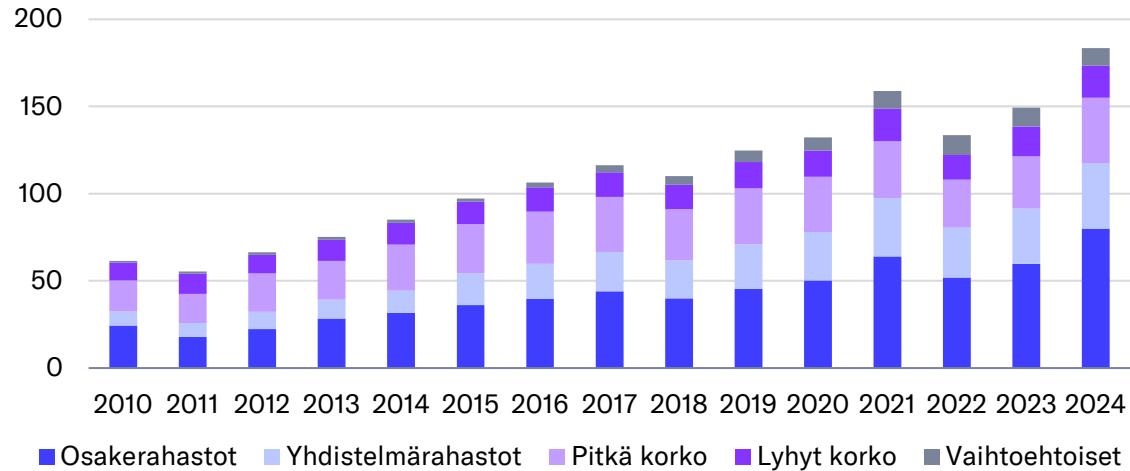
OP eQ Nordea

TITANIUM UB  
UNITED BANKERS

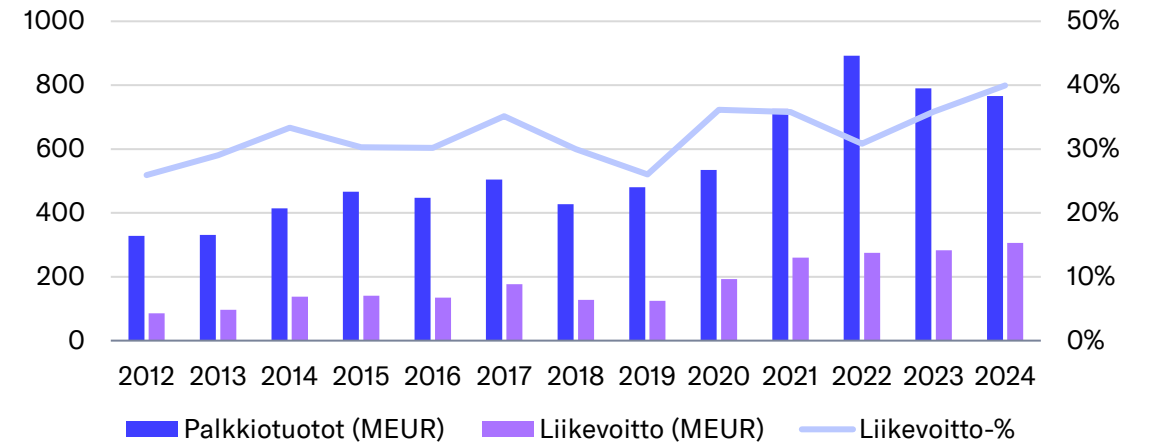
**EVLI** TAALERI

# Toimiala – Varainhoitomarkkina 2/5

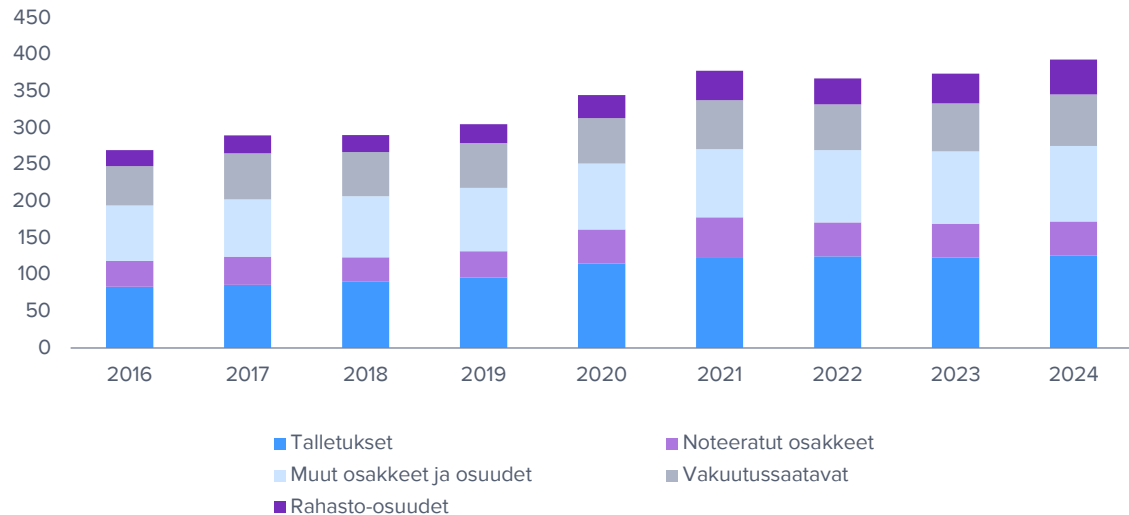
Suomalaisten sijoitusrahastojen pääomat (mrd. euroa)



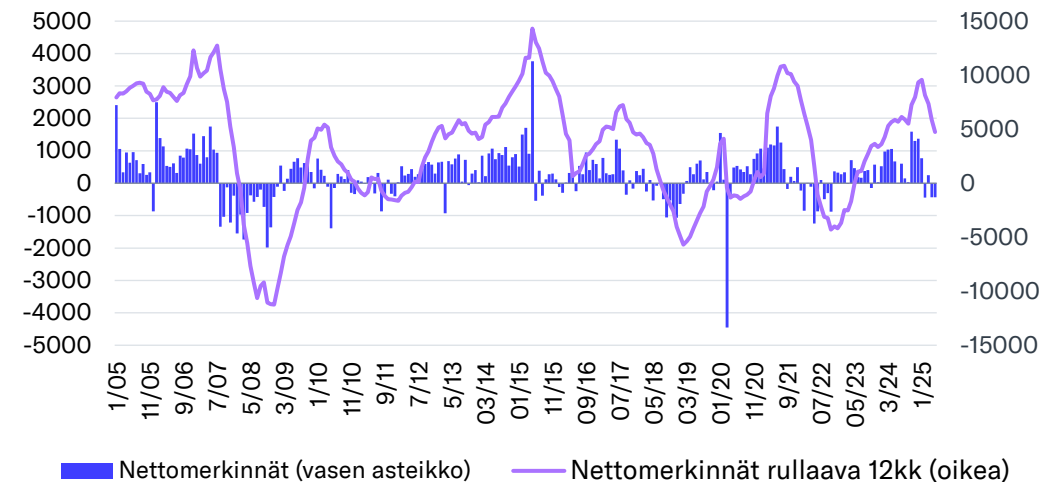
Suomalaisten sijoituspalveluyritysten kehitys



Kotitalouksien rahoitusvarat (mrd. euroa)

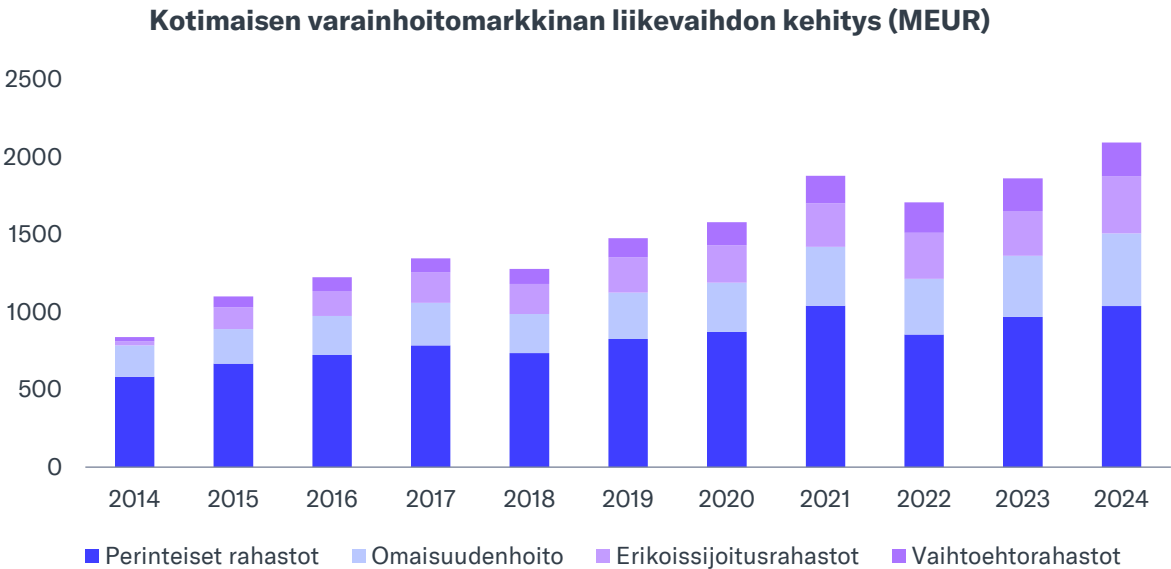


Kotimaisten sijoitusrahastojen nettomerkinnot (MEUR)



# Toimiala – Varainhoitomarkkina 3/5

Suomen varainhoitomarkkina on kasvanut voimakkaasti viimeisen 10 vuoden aikana. Kasvua ovat ajaneet hyvä pääomamarkkinan kehitys sekä Suomen markkinan rakenteelliset kasvutrendit. Omaisuusluokista vaihtoehtoiset tuotteet (alla vaihtoehtorahastot ja erikoissijoitusrahastot) ovat olleet selkeä voittaja ja niiden osuus on kasvanut merkittävästi. Korkeiden palkkiorakenteiden johdosta niiden vaikutus toimialan yhtiöille on kasvanut merkittäväksi. Korkojen nousu on ainakin väliaikaisesti hillinnyt vaihtoehtoisten voittokulkua, kun allokaatioita on päästy normalisoimaan korkojen ollessa jälleen laajasti relevantti omaisuusluokka. Vaihtoehtoisista on kuitenkin tullut pysyvä osa sijoittajien allokaatioita ja myös yhä useammalla sijoittajalla on pääsy niihin.



Lähde: Inderesin arvio

## Varainhoitomarkkinan ajurit



# Toimiala – Varainhoitomarkkina 4/5

Suomen varainhoitomarkkinan rakenne asiakaskoon ja tuotekohtaisen asemoitumisen perusteella



# Toimiala – Varainhoitomarkkina 5/5

## Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä

### Pankit



### Keskisuuret sijoituspalveluyhtiöt



### Pienet sijoituspalveluyhtiöt



## Konsolidaatioajurit

### Trendit

Digitalisaatio  
Korkotuottojen paluu  
Vastuullisuus (ESG)

Regulaatio  
Vaihtoehtoiset omaisuusluokat

### Myyntisynergiat

Tuote- ja palvelutarjonnan laajentaminen  
Kasvava jakeluvoima  
Hallinnoitavien pääomien kasvu

### Kustannussynergiat

IT-kulut  
Hallintokulut  
Henkilöstökulut

Konsolidaatiolle on olemassa selvät ajurit ja konsolidaatiokehitys tulee näkemyksemme mukaan jatkumaan aktiivisena

## Toteutuneita järjestelyjä



# Taloudellinen tilanne

## Tase on hyvin yksinkertainen

Titaniumin tase on sijoittajan näkökulmasta poikkeuksellisen yksinkertainen. Taseen loppusumma oli 2024 lopussa 22 MEUR ja tästä oman pääoman osuus oli noin 17,6 MEUR. Korollista nettovelkaa yhtiöllä ei ole.

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

Aineettomien omaisuserien puolella yhtiöllä on pitkään ollut merkittävä määrä liikearvoa vuoden 2018 Investium-kaupan myötä ja nämä poistot päättyivät 2023 lopussa.

Titaniumin lyhytaikaiset varat koostuvat pääosin kassavaroista (14 MEUR ennen kevään noin 6,7 MEUR:n osinkoa) ja yhtiön sijoituksista sen omiin rahastoihin (3,9 MEUR). Omista rahastosijoituksista valtaosa on tehty Hoivarahastoon. Loput erät (noin 3 MEUR) ovat erilaisia lyhytaikaisia saamisia ja liittyvät yhtiön operatiivisen liiketoiminnan pyörittämiseen.

Titaniumin liiketoiminta ei sido juuri lainkaan pääomaa, joten regulaation asettamat vakavaraisuusvaatimukset määrittävät käytännössä rajat yhtiön taseen rakenteelle. Sääntelyn mukainen minimitaso yhtiön vakavaraisuussuhteelle on 8 %, kun se 2024 lopussa oli 36 %. Vakavaraisuussuhteen minimitason ylittävä pääoma yhtiöllä oli 2024 lopussa hieman yli 8 MEUR.

## Taseasema tarjoaa yhtiölle selkeää liikkumatilaa

Kokonaisuutena Titaniumin tase on erittäin vahvassa kunnossa ja konsernin omavaraisuusaste oli 2024 lopussa noin 80 %. Arviomme mukaan Titanium haluaa myös jatkossa

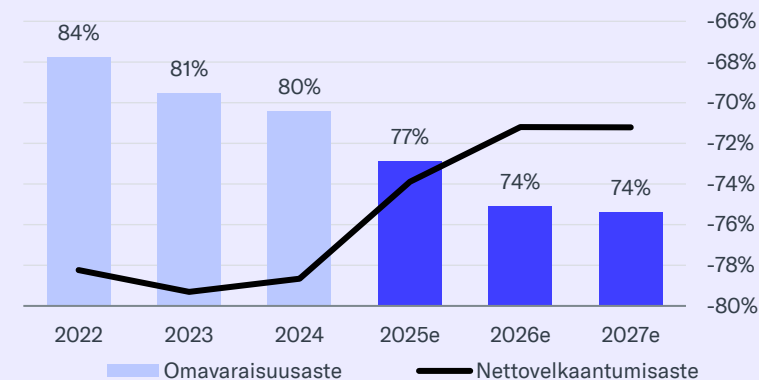
säilyttää taseensa suhteen selkeää liikkumavaraa esimerkiksi yritysjärjestelyitä sekä mahdollisia regulaatio- ja pääomavaatimusmuutoksia silmällä pitäen. Näin ollen odotamme taseen säilyvän vahvana myös tulevaisuudessa. Emme pidä taseen vahvistamista nykytasolta enää perusteltuna ja yhtiöllä onkin taseensa puolesta edelleen mahdollisuus jakaa koko tulos ulos osinkoina.

Titaniumin nykyinen taseasema mahdollistaisi pienemmän yrityskaupan toteuttamisen käteisellä, minkä lisäksi yhtiö voi tarvittaessa käyttää myös omaa osakettaan valuuttana mahdollisissa järjestelyissä.

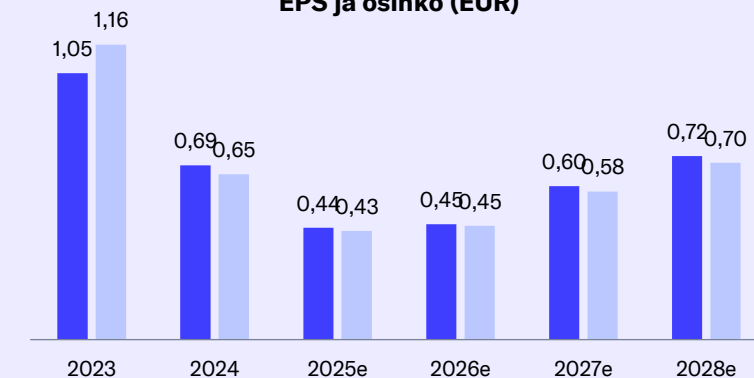
Vaikka osakekurssi onkin laskenut voimakkaasti viimeisen 18kk aikana, on osake edelleen nykyhinnalla järkevä kauppatavara, etenkin kun huomioidaan Titaniumin korkea riskiprofiili.

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

## Taseen avainlukujen kehitys



## EPS ja osinko (EUR)



# Ennusteet 1/4

## Ennusteiden taustat

Pääomamarkkinoiden tila on pysynyt Suomessa kaksijakoisena viimeisen vuoden aikana. Maailmalla on menossa vahva nousumarkkina, mutta Helsingin pörssissä meno on ollut vaisumpaa. Lisäksi Suomen kiinteistösektorilla on menossa nollakorkoajan päättymistä seurannut krapula. Kiinteistömarkkinan haasteet sekä Helsingin pörssin heikkous ovat olleet omiaan heikentämään sentimenttiä Suomessa ja markkinatilannetta onkin ollut varainhoitajien näkökulmasta korkeintaan kohtalainen. Pitkän aikavälin näkymä kotimaisella varainhoitomarkkinalla on mielestämme edelleen erittäin hyvä ja näemme markkinalla vahvat rakenteelliset kasvuajurit pitkälle tulevaisuuteen.

Korkojen paluu relevantiksi omaisuusluokaksi on tervehdyttänyt markkinaa selvästi ja sijoittajat ovat voineet normalisoida korkoallokatioitaan. Tämä on heijastunut etenkin vaihtoehtoihin sijoituksiin, joiden kohdalla tulikuuma markkina on normalisoitunut. Vaihtoehtoisista tuotteista on

kuitenkin tullut pysyvästi oleellinen osa modernia sijoitussalkkua ja niiden rooli tulee säilymään merkittävänä niin sijoittajille kuin varainhoitajille myös jatkossa. Mielestämme on kuitenkin selvää, että korkojen nousua jälleen relevantiksi omaisuusluokaksi tulee kilpailu vaihtoehtoisten tuotteiden välillä kiristymään ja tuotteiden laadun merkitys korostuu tässä ympäristössä. Johtuen Titaniumin riippuvuudesta kiinteistösektoriin, pidämme yhtiön lyhyen aikavälin näkymiä sektorin keskimääräistä yhtiötä vaisumpina. Pitkän aikavälin trendit kotimaan varainhoitomarkkinalla suosivat luonnollisesti myös Titaniumia.

## Ennustemuutokset

Olemme tehneet muutoksia lähivuosien ennusteisiimme. Huomautamme, että vaikka prosentuaalisesti muutokset voivat näyttää isoilta, ovat muutokset euromääräisesti maltillisempia ja ennusteiden iso kuva pysyy ennallaan. 2025 ja 2026 osalta ennustemme ovat laskeneet selvästi

johtuen siitä, että Hoivarahasto kirjasi tilinpäätöksensä perusteella selvästi enemmän tuottopalkkioita 2024, kun olimme aiemmin odottaneet. Tämän johdosta jatkuvat palkkiot jäivät odotuksista ja tämä valui puolestaan ennusteisiimme. Vastaavasti olemme siirtäneet Hoivarahaston lykätyt lunastukset nyt loppuvuodelle (aik. H1 lopussa) ja tällä on ollut positiivinen vaikutus 2025 hallinnointipalkkioihin. 2027 osalta olemme nostaneet jonkin verran uusmyyntiennusteitamme muissa kuin kiinteistörahastoissa. Lisäksi Suomen yritysveroasteen laskulla on tulosta tukeva vaikutus.

| Ennustemuutokset            | 2025e | 2025e | Muutos | 2026e | 2026e | Muutos | 2027e | 2027e | Muutos |
|-----------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR                  | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      |
| Liikevaihto                 | 20,7  | 19,8  | -4 %   | 20,9  | 20,8  | -1 %   | 22,7  | 23,5  | 3 %    |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 6,9   | 5,7   | -18 %  | 6,4   | 5,8   | -9 %   | 7,3   | 7,6   | 4 %    |
| Liikevoitto                 | 6,9   | 5,7   | -18 %  | 6,4   | 5,8   | -9 %   | 7,3   | 7,6   | 4 %    |
| EPS (ilman kertaeriä)       | 0,52  | 0,44  | -16 %  | 0,48  | 0,45  | -6 %   | 0,55  | 0,60  | 10 %   |
| Osakekohtainen osinko       | 0,55  | 0,43  | -22 %  | 0,51  | 0,45  | -12 %  | 0,57  | 0,58  | 3 %    |

Lähde: Indes

# Ennusteet 2/4

## Ennusteet yhteenveto

Titaniumin tulos jatkaa kuluvana vuonna reippaassa laskussa, kun kiinteistömarkkinan ongelmat näkyvät liikevaihdossa ja yhtiö tekee samalla kasvuinvestointeja. 2026 tulos vakautuu, kun uusmyynti kiinteistörahastoissa kääntyy plussalle myynti muihin rahastoihin sekä omaisuudenhoitoon kasvaa. 2025 lopussa maksetut Hoivarahaston isot lunastukset kuitenkin neutralisoivat tämän vaikutuksen. 2027 alkaen odotamme tuloksen lähtevän reippaaseen kasvuun, kun liikevaihdon kasvu kiihtyy strategian etenemisen seurauksena ja lunastusten luoma vastatuuli poistuu. Tuottosidonnaisia palkkioita emme enää ennusteissamme oletta.

Keskeiset kysymysmerkit ennusteissamme ovat aikataulu liikevaihdon kasvun käynnistymiselle sekä kasvun kulmakerroin. Kasvun realisoituessa tulos skaalautuu viivan alle varmuudella erittäin hyvällä suhteella. Olemme varainhoidon ja uusien tuotteiden osalta ennusteissamme hyvin varovaisia, johtuen heikosta näkyvyydestä ja yhtiön historiallisista haasteista näillä saroilla. Kuitenkin kiinteistörahastojen elpymisen yhdessä varainhoidon ja uusien tuotteiden uusmyynnin kanssa nostaa koko konsernin uusmyynnin lähelle huippuvuosien tasoja, mitä pidämme hyvänä suorituksena.

Liikevaihtoennusteemme ovat linjassa yhtiön kasvutavoitteen kanssa, mutta kannattavuuden osalta ennusteemme ovat hieman tavoitteen alapuolella. Huomautamme, että yhtiön tilanne on heikentynyt taloudellisten tavoitteiden antamisen jälkeen (Hoivan lunastusten kasvu ja tuottopalkkioiden karkaaminen) ja tässä mielessä uskomme ennusteidemme olevan samalla pallokentällä yhtiön suunnitelmien kanssa.

### 2025: yhtiö painaa kaasua alamäkeen

Titaniumin vuosi 2025 on vaikea. Yhtiön liikevaihto laskee,

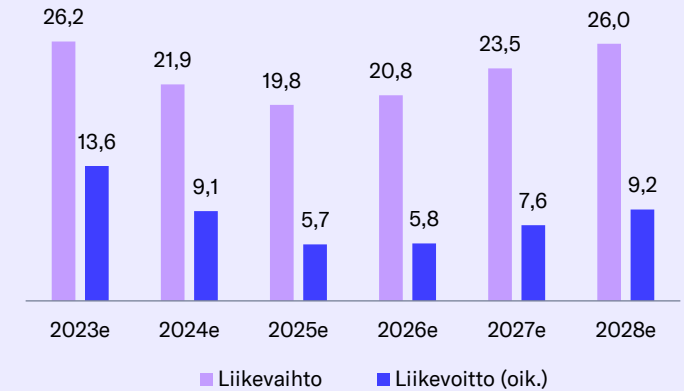
kun 2024 kirjatut Hoivan tuottopalkkiot nostavat vertailulukuja. Lisäksi yhtiöllä on merkittävät lunastukset maksamatta Hoivarahastosta ja näiden lopulliseen määrään liittyy edelleen selkeää epävarmuutta. Myös uusmyynti vetää tällä hetkellä kehnosti ja yhtiön uusmyynnin suoritus alkuvuoden aikana (nettomerkinnät muutaman miljoonan plussalla) on luvattoman heikko suoritus. Lisäksi yhtiö tekee etupainotteisia kasvuinvestointejaan uuden strategian toteuttamiseksi jotka nostavat sen kulurakennetta.

Kokonaisuutena odotamme yhtiön liikevaihdon laskevan 10 %:lla 19,8 MEUR:oon. Lasku selittyy täysimääräisesti Hoivan tuottopalkkioiden laskulla, sillä lunastukset eivät vaikuta vielä 2025 numeroihin. Liikevoitto laskee reippaasti 37 %:lla 5,7 MEUR:oon kasvuinvestoinneista johtuen. Korostamme että kasvuinvestoinnit ovat yhtiölle nykytilanteessa täysin pakollisia ja niiden jarruttelu ei ole vaihtoehto. Huomautamme myös, että vaikka kannattavuus laskee reippaasti, on noin 30 %:n liikevoittomarginaali edelleen suhteellisesti hyvä taso.

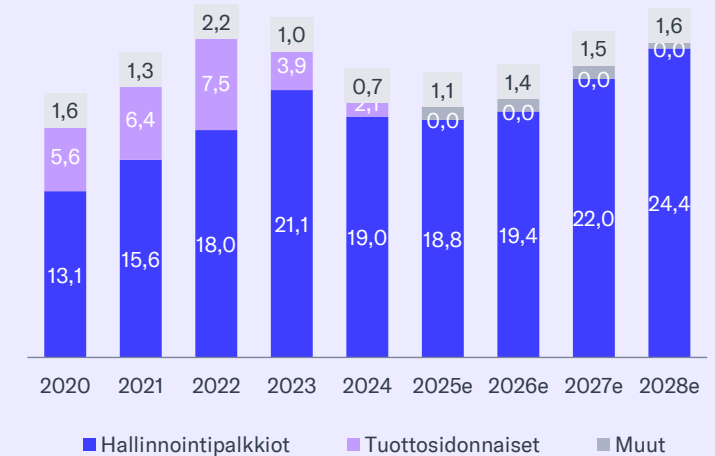
Sijoittajien tuleekin tarkastella kuluvan vuoden kehitystä eräänlaisena ”uuden Titaniumin” pohjan rakennuksena ja kuluvan vuoden osalta numeroita tärkeämpää on strategian eteneminen. Kuten olemme raportissa jo aiemmin todenneet, yhtiö tarvitsee kipeästi uusia erottuvia tuotteita ja sen pitää löytää keino luoda uskottava tarjoama varainhoitoon. Odotamme uutta PE-rahastojen rahaston lanseerausta lähikuukausina ja uusi varainhoitomalli lanseerataan luultavasti syksyllä. Näiden toimenpiteiden pitäisi luoda pohja uusmyynnin rakenteelliseksi nostamiseksi seuraavalle tasolle, joka puolestaan toimii kasvun moottorina tulevina vuosina.

Kolmas tärkeä asia pohjan rakennuksessa on Hoivarahaston lunastusten lopullinen määrä ja tämä määrittää miten syvältä tulos lopulta kyykää. Odotamme lunastusten maksuja loppuvuoden aikana markkinan asteittain elpymässä.

## Liikevaihto- ja tulosenusteet (MEUR)



## Palkkiotuottojen jakauma\* (MEUR)



# Ennusteet 3/4

## 2026: tulos hakee pohjat

H1'26 tulee arviomme mukaan olemaan hetki kun Titaniumin tulos pohjaa. H1'26 uudet tuotteet ja palvelut eivät vielä oleellisesti tue liikevaihtoa, kasvuinvestoinnit ovat täysillä numeroissa mukana ja Hoivan maksetut lunastukset lyövät täysimääräisesti numeroihin. Näkemyksemme mukaan myös H1 osalta absoluuttisia numeroita tärkeämpää on strategian edistyminen. Vaikka esimerkiksi uusi varainhoitomalli tuskin näkyy numeroissa vielä nimeksikään, on asiakasmäärien sekä tähän liittyvä AUM:n kasvu kriittisiä mittareita mallin ylösajon etenemisestä. Mikäli yhtiö kykenee todistamaan varainhoitomallinsa toimivuuden, olisi sillä edellytykset skaalata sitä merkittävästi nopeammin ylöspäin tulevina vuosina. Varainhoidolla olisikin tässä skenaariossa edellytykset olla konsernin kasvun keskeinen tukijalka vuosikymmenen lopulla.

H2:lla tulos kääntyy jälleen kasvuun liikevaihdon kasvun vetämänä. Liikevaihdon kasvua tukee Hoivan ja Baltian elpyvä uusmyynti, uuden PE-rahaston myynti sekä varainhoidon varovainen eteneminen.

Kokonaisuutena ennustamme 2026 liikevaihdon kasvavan 5 %:lla noin 21 MEUR:oon. Kannattavuus on edelleen paineessa ja se säilyy suunnilleen 2025 tasolla. Myös liikevoitto polkee paikallaan ja ennustamme sen olevan 5,8 MEUR.

## 2027: kasvu kiihtyy ja kannattavuus skaalautuu

2027 ja 2028 osalta odotamme liikevaihdon kasvun kiihtyvän yli 10 %:n tasolle. Kasvuajurit ovat samat kuin 2026. Myös kannattavuus alkaa tässä kohtaa parantua selvästi, kun kulupaineet hellittävät. Yhtiön tulosvipu on historiassa (2016-2022) ollut erittäin voimakas ja noin 60 % kasvusta on valunut

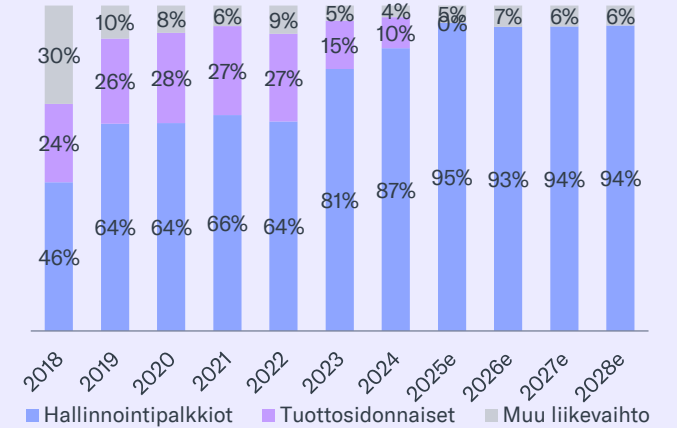
viivan alle. Näkemyksemme mukaan vastaava taso on realistista myös jatkossa, mutta tämä vaatii kaksinumeroista ylärivin kasvua. Mikäli yhtiö onnistuu kiihdyttämään kasvun selvästi yli 10 %:iin, olisi kannattavuudella varaa skaalautua vieläkin voimakkaammin. Nykyisillä ennusteillamme kannattavuus on 2028 35 %, joka on absoluuttisesti ja suhteellisesti hyvä taso. Yhtiön oma tavoite on tämän yläpuolella, mutta arviomme mukaan yli 40 %:n taso vaatii selvästi ennusteitamme kovempaa kasvua.

Palkkioiden jakauma säilyy läpi ennustejakson erittäin hyvänä ja käytännössä kaikki yhtiön palkkiot ovat jatkuvia. Yhtiön mix onkin seuraamiemme yhtiöiden parhaimmistoa tältä osin. Huomautamme kuitenkin, että riippuvuus Hoivarahastosta säilyy korkeana ja sen osuus yhtiön liikevaihdosta vuonna 2028 on edelleen noin puolet.

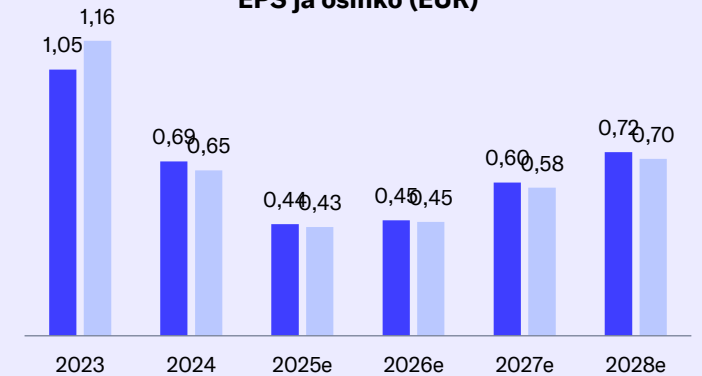
## Osinkoennusteet

Yhtiön virallisena tavoitteena on jakaa vähintään 70 % tuloksesta osinkoina, mutta historiassa voitonjakosuhte on ollut noin 95 %. Yhtiön tase on vahva ja meidän on vaikea nähdä perusteluja yhtiön kassan paisuttamiselle nykytasolta, sillä yrityskaupoissa oma osake olisi joka tapauksessa iso osa transaktion maksua. Näin ollen voitonjako tulee pysymään lähellä 100 % tilikauden tuloksesta. Emme usko yhtiön olevan halukas tukemaan osinkovirtaa taseestaan, jolloin osinko heiluu vuosittain tuloksen mukana.

Palkkioiden mixin muutos



EPS ja osinko (EUR)

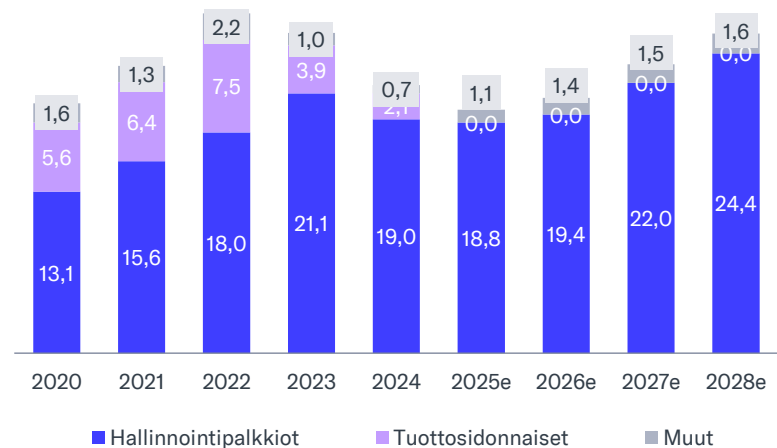


# Ennusteet 4/4

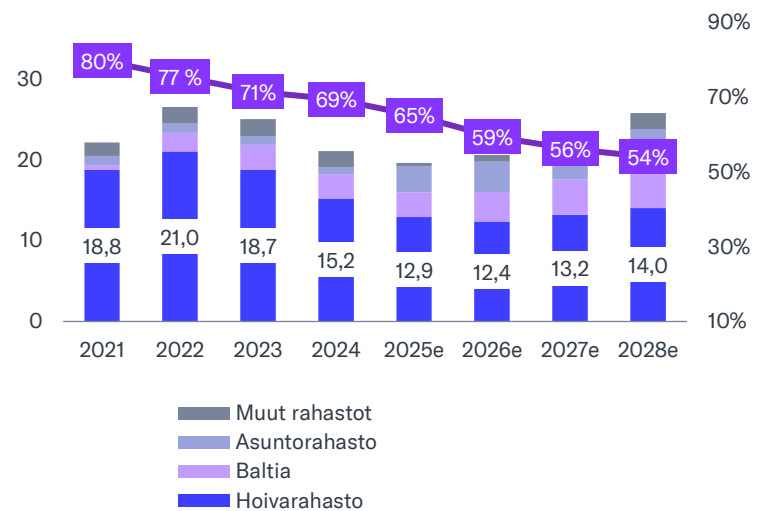
|                                            | 2022        | 2023        | 2024        | 2025e       | 2026e       | 2027e       | 2028e       |
|--------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevaihto</b>                         | <b>27,9</b> | <b>26,2</b> | <b>21,9</b> | <b>19,8</b> | <b>20,8</b> | <b>23,5</b> | <b>26,0</b> |
| Rahastot*                                  | 26,6        | 24,9        | 21,1        | 19,2        | 19,8        | 21,9        | 23,8        |
| Omaisuu denhoito*                          | 1,1         | 1,0         | 0,7         | 0,4         | 0,8         | 1,4         | 2,0         |
| Muut*                                      | 0,2         | 0,4         | 0,1         | 0,2         | 0,2         | 0,2         | 0,2         |
| Palkkiokulut                               | -1,9        | -1,9        | -2,0        | -2,0        | -2,1        | -2,2        | -2,3        |
| Henkilöstökulut                            | -6,5        | -7,6        | -7,5        | -8,4        | -9,1        | -9,6        | -10,2       |
| Hallintokulut ja liiketoiminnan muut kulut | -2,1        | -2,4        | -2,7        | -3,0        | -3,2        | -3,4        | -3,6        |
| Poistot                                    | -0,4        | -0,7        | -0,6        | -0,7        | -0,5        | -0,6        | -0,7        |
| Poistot liikearvosta                       | -1,7        | -1,2        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Liikevoitto</b>                         | <b>15,1</b> | <b>12,5</b> | <b>9,1</b>  | <b>5,7</b>  | <b>5,8</b>  | <b>7,6</b>  | <b>9,2</b>  |
| EBIT-%                                     | 54,2 %      | 47,6 %      | 41,4 %      | 28,8 %      | 28,0 %      | 32,5 %      | 35,5 %      |
| <b>Liikevoitto (oik.)</b>                  | <b>16,9</b> | <b>13,6</b> | <b>9,1</b>  | <b>5,7</b>  | <b>5,8</b>  | <b>7,6</b>  | <b>9,2</b>  |
| EBIT-% (oik.)                              | 60,5 %      | 52,0 %      | 41,4 %      | 28,8 %      | 28,0 %      | 32,5 %      | 35,5 %      |
| <b>EPS (oik.)</b>                          | <b>1,30</b> | <b>1,05</b> | <b>0,69</b> | <b>0,44</b> | <b>0,45</b> | <b>0,60</b> | <b>0,72</b> |
| Henkilöstön määrä (kpl)                    | 63          | 70          | 69          | 76          | 79          | 81          | 83          |
| Kulut/henkilö (TEUR)                       | -105        | -109        | -109        | -112        | -115        | -119        | -122        |
| <b>AUM (MEUR)*</b>                         | <b>1326</b> | <b>1458</b> | <b>1385</b> | <b>1403</b> | <b>1524</b> | <b>1654</b> | <b>1781</b> |
| Omaisuu denhoito                           | 600         | 700         | 630         | 650         | 700         | 750         | 800         |
| Hoiva                                      | 489         | 504         | 476         | 438         | 458         | 483         | 513         |
| Asunto                                     | 46          | 43          | 37          | 30          | 30          | 30          | 30          |
| Baltia                                     | 101         | 108         | 103         | 113         | 133         | 158         | 183         |
| Muut                                       | 90          | 103         | 139         | 172         | 203         | 233         | 255         |
| <b>Liikevaihdon jakauma*</b>               | <b>27,9</b> | <b>26,2</b> | <b>21,9</b> | <b>19,8</b> | <b>20,8</b> | <b>23,5</b> | <b>26,0</b> |
| Hallinnointipalkkiot                       | 18,0        | 21,1        | 19,0        | 18,8        | 19,4        | 22,0        | 24,4        |
| Tuottosidonnaiset                          | 7,5         | 3,9         | 2,1         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut                                       | 2,4         | 1,2         | 0,8         | 1,1         | 1,4         | 1,5         | 1,6         |
| <b>Hoivarahaston liikevaihto*</b>          | <b>21,0</b> | <b>18,7</b> | <b>15,2</b> | <b>12,9</b> | <b>12,4</b> | <b>13,2</b> | <b>14,0</b> |
| Hallinnointipalkkiot                       | 12,9        | 14,4        | 12,9        | 12,5        | 11,9        | 12,7        | 13,4        |
| Tuottosidonnaiset                          | 7,3         | 3,9         | 2,1         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut                                       | 0,9         | 0,4         | 0,2         | 0,4         | 0,5         | 0,5         | 0,6         |
| Hoivan tuotto -% sijoittajille             | 8,1 %       | 4,1 %       | 1,1 %       | 4,5 %       | 6,5 %       | 6,5 %       | 6,5 %       |

\* Inderesin arvio myös historialukujen osalta

Palkkiotuottojen jakauma\* (MEUR)



Rahastojen liikevaihdot (MEUR)



# Arvonmääritys 1/3

## Yhteenveto arvostuksesta

Olemme tarkastelleet Titaniumin arvostusta verrokkiryhmän ja absoluuttisten arvostuskertoimien sekä kassavirtamallin kautta. Käypää arvoa määriteltäessä olemme antaneet pääpainon verrokkiryhmän arvostuskertoimille ja DCF-mallille ja päivitetty tavoitehintamme (6,5e) on linjassa näiden menetelmien kanssa. Tarkastelemme eri arvonmääritysmenetelmiä tarkemmin seuraavilla sivuilla.

Titaniumin arvostuskuva on kaksijakoinen. Lyhyellä aikavälillä osake näyttää kalliilta sekä absoluuttisesti, että suhteellisesti. Etenkin verrokkiryhmän tasolla olevaa hinnoittelua on vaikea pitää perusteltuna huomioiden tuloksen laskevan suunnan ja epävarmuus lähivuosien tuloskehitykseen liittyen. DCF-mallin mukainen arvo on puolestaan yli nykyisen osakekurssin ja se heijastelee yhtiön potentiaalia tulospäänteen onnistuessa.

Sijoittajien on tärkeä ymmärtää, että Titaniumille soveltamamme tuottovaatimus on absoluuttisesti korkea ja verrokkiryhmämme korkeimpia. Näkemyksemme mukaan keskeiset yhtiön riskitasoa nostavat tekijät ovat:

- 1) Hoivarahaston hallitseva osuus yhtiön palkkioista
- 2) Hoivarahaston lunastusten mittakaavaan liittyvä epävarmuus
- 3) Uuden strategian onnistukseen liittyy vielä paljon epävarmuutta

Kaikki riskitasoa nostavat tekijät liittyvät enemmän tai vähemmän yhtiön palkkioiden mixiin. Mikäli yhtiö onnistuu strategiansa mukaisesti kasvattamaan uusien tuotteiden ja palveluiden osuutta, laskee sen riippuvuus Hoivarahastosta selvästi. Tämä puolestaan laskisi yhtiön riskiprofiilia. Lisäksi

Hoivarahaston lunastuksiin liittyvä riski häviää itsestään, kun lunastusaalto on lopulta takanapäin. Käytännössä siis varainhoidon sekä uusien tuotteiden onnistunut ylösajo loisivat yhtiölle arvoa sekä tulospäänteen, että riskiprofiilin kasvun kautta.

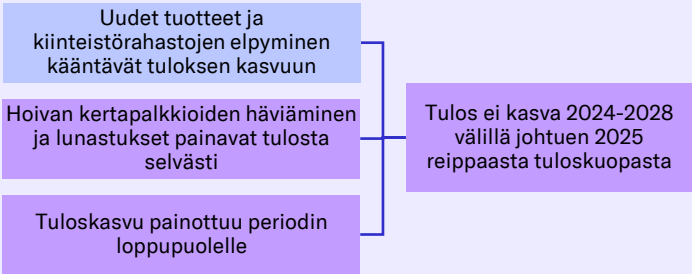
Parhaassa tapauksessa Titaniumin sijoittajille tarjoama kokonaistuotto voisi kohota seuraavan 3-5v periodilla hyvinkin korkeaksi, mikäli uusmyynti lähtee kunnolla vetämään, palkkiovirrat hajautuvat ja Hoivan lunastukset osoittautuvat odotettua pienemmiksi. Tätä tuotto-odotusta tukisi vielä korkea osinkotuotto. Vastaavasti huonossa skenaariossa yhtiön uudet tuotteet ja palvelut eivät ota kunnolla tuulta siipiensä alle ja yhtiö joutuu investoimaan vielä aiempaa enemmän. Samalla Hoivarahaston lunastukset ovat odotettua suurempia mikä nakertaa nykyistä tulostasoa reippaasti. Tässä skenaariossa osakkeen käypä arvo olisi vielä reippaasti alle nykykurssin.

Kokonaisuutena emme näe Titaniumin nykyistä riski-/tuottosuhdetta riittävänä ja toistamme varovaisen näkemyksemme. Meidän on vaikea perustella osakkeen ostamista nykyisillä korkeilla arvostustasoilla tilanteessa missä Hoivarahaston lunastuksiin liittyy suurta epävarmuutta ja uuden strategian onnistuminen on vielä hämäränpeitossa.

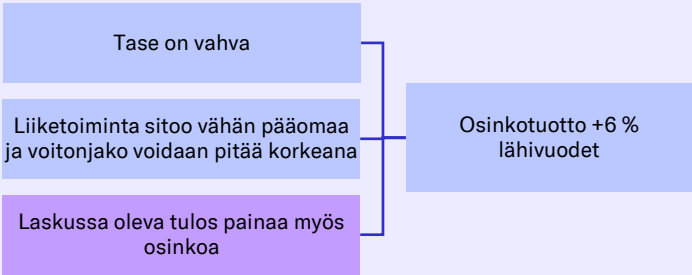
## Osaketuoton ajurit 2025-2028e

Positiivinen    Neutraali    Negatiivinen

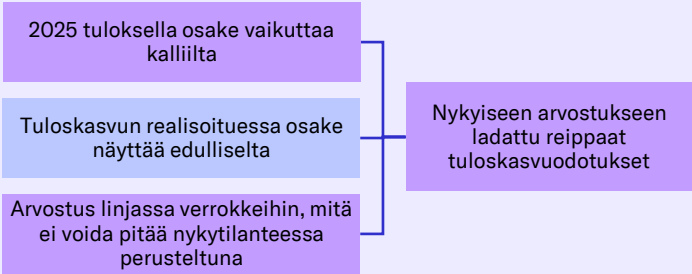
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



### Arvostuskertoimien ajurit



Tuotto-/riskisuhde ei ole riittävä

# Arvonmääritys 2/3

## Arvostus suhteessa verrokkiryhmään on korkea

Titaniumille on tarjolla Helsingin pörssissä poikkeuksellisen laaja ja laadukas verrokkiryhmä. Kotimaisina verrokkeina olemme käyttäneet kaikkia pörssiin listattuja varainhoitajia. Huomioimme myös yhtiöt joilla on merkittävästi muuta kuin varainhoitoliiketoimintaa (Mandatum, Taaleri ja Aktia), sillä ne ovat kaikki oleellisia pelureita kotimaisessa varainhoitomarkkinassa. Suhteellista arvostusta haarukoidessa annamme pääpainon tulospohjaisille P/E- ja EV/EBIT -kertoimille sekä osinkotuotolle. FAS-yhtiöiden osalta liikearvopoistot on oikaistu kaikilta yhtiöiltä vertailtavuuden parantamiseksi.

Näkemyksemme mukaan Titaniumia tulisi kokonaisuudessaan hinnoitella alennuksella suhteessa kotimaiseen verrokkiryhmään, sillä yhtiön riskitaso on edellisellä sivulla kuvatuista syistä verrokkeja korkeampi.

Tulospohjaisesti (P/E ja EV/EBIT) Titaniumia hinnoitellaan

vuosien 2025 ja 2026 ennusteilla noin suunnilleen verrokkiryhmän tasolla mitä meidän on vaikea pitää perusteltuna. Osinkotuotolla Titanium hinnoitellaan lievällä preemiolla suhteessa verrokkeihin, mitä niin ikään on vaikea perustella. Historiallisesti yhtiön osinkotuotto on ollut aina preemiolla suhteessa verrokkiryhmään.

Historiallisesti olemme soveltaneet analyysissämme noin 10 %:n alennusta perusteltuna, mutta nykyisessä poikkeuksellisen epävarmassa tilanteessa on mielestämme perusteltua soveltaa korkeampaa kerrointa. Olemme nostaneet alennuksen 20 %:iin ja tätä soveltamalla saamme Titaniumin käyväksi arvoksi noin 5,0 euroa per osake.

Huomautamme, että Titaniumin verrokkipohjainen arvostus nojaa vain vuosien 2025-26 numeroihin, jotka ovat ennusteissamme selkeä tulospohja. 2027 kertoimilla arvostus näyttää jo hyvin erilaiselta ja osakkeen hinnoittelu olisi neutraali.

Kokonaisuutena kotimaisten varainhoitajien verrokkiryhmän hinnoittelu on varsin hyvin linjassa historiallisten tasojen kanssa (graafit sivulla 40) ja pidämme sitä hyvänä lähtökohtana Titaniumin arvostukselle.

| Verrokkiryhmän arvostus<br>Yhtiö | Markkina-arvo<br>MEUR | Yritysarvo<br>MEUR | EV/EBIT      |            | EV/EBITDA    |            | EV/Liikevaihto |              | P/E          |             | Osinkotuotto-% |              | P/B<br>2025e |
|----------------------------------|-----------------------|--------------------|--------------|------------|--------------|------------|----------------|--------------|--------------|-------------|----------------|--------------|--------------|
|                                  |                       |                    | 2025e        | 2026e      | 2025e        | 2026e      | 2025e          | 2026e        | 2025e        | 2026e       | 2025e          | 2026e        |              |
| Alexandria                       | 105                   | 100                | 8,1          | 7,3        | 6,9          | 6,3        | 1,9            | 1,8          | 11,3         | 10,3        | 8,5            | 8,9          | 3,1          |
| Aktia                            | 700                   |                    |              |            |              |            |                |              | 8,8          | 8,5         | 8,7            | 10,4         | 1,0          |
| CapMan                           | 329                   | 312                | 10,4         | 7,7        | 10,0         | 7,4        | 5,1            | 4,4          | 15,7         | 12,1        | 8,1            | 8,6          | 1,7          |
| eQ                               | 454                   | 422                | 13,9         | 10,9       | 13,4         | 10,5       | 6,8            | 5,7          | 18,9         | 15,1        | 5,3            | 6,6          | 6,0          |
| Evli                             | 488                   | 491                | 12,0         | 10,3       | 11,0         | 9,6        | 4,6            | 4,2          | 17,1         | 14,5        | 6,5            | 6,7          | 3,3          |
| Taaleri                          | 203                   | 176                | 7,7          | 6,2        | 7,4          | 6,1        | 3,1            | 2,8          | 13,9         | 9,8         | 4,3            | 6,1          | 0,9          |
| United Bankers                   | 189                   | 174                | 11,7         | 9,4        | 10,0         | 8,4        | 3,2            | 2,9          | 16,9         | 13,9        | 6,7            | 7,0          | 3,1          |
| Mandatum                         | 2746                  | 2331               | 12,2         | 14,4       | 12,2         | 14,4       | 14,0           | 15,1         | 18,0         | 18,5        | 18,3           | 13,7         | 2,6          |
| <b>Titanium (Inderes)</b>        | <b>67</b>             | <b>56</b>          | <b>9,8</b>   | <b>9,7</b> | <b>8,7</b>   | <b>8,9</b> | <b>2,8</b>     | <b>2,7</b>   | <b>14,7</b>  | <b>14,2</b> | <b>6,6</b>     | <b>6,9</b>   | <b>4,4</b>   |
| <b>Keskiarvo</b>                 |                       |                    | <b>10,9</b>  | <b>9,5</b> | <b>10,1</b>  | <b>9,0</b> | <b>5,5</b>     | <b>5,3</b>   | <b>15,1</b>  | <b>12,8</b> | <b>8,3</b>     | <b>8,5</b>   | <b>2,7</b>   |
| <b>Mediaani</b>                  |                       |                    | <b>11,7</b>  | <b>9,4</b> | <b>10,0</b>  | <b>8,4</b> | <b>4,6</b>     | <b>4,2</b>   | <b>16,3</b>  | <b>13,0</b> | <b>7,4</b>     | <b>7,8</b>   | <b>2,8</b>   |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b>    |                       |                    | <b>-16 %</b> | <b>3 %</b> | <b>-13 %</b> | <b>5 %</b> | <b>-38 %</b>   | <b>-36 %</b> | <b>-10 %</b> | <b>9 %</b>  | <b>-10 %</b>   | <b>-11 %</b> | <b>55 %</b>  |

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Arvonmääritys 3/3

## DCF-malli heijastelee pidemmän aikavälin potentiaalia

DCF-laskelmassamme Titaniumin kannattavuus laskee selvästi 2025, vakautuu 2026 ja lähtee reippaaseen kasvuun 2027 alkaen. Tämän jälkeen kannattavuus lähtee asteittaiseen laskuun ja on ennustejakson loppupäässä 30 %. Taso on selvästi alle Titaniumin historiallisen tason, mutta pidämme tätä perusteltuna, sillä historialliset luvut saivat merkittävää tukea Hoivarahaston poikkeuksellisesta palkkiorakenteesta. Huomautamme, että 30 %:n taso on suhteellisesti edelleen hyvä taso ja linjassa sektorin pitkän aikavälin tasojen kanssa.

Titaniumille soveltamamme tuottovaatimus on korkeammasta riskiprofiilista johtuen verrokkiryhmämme korkeimpia 11,0 %. Olemme myös huomioineet sekä keväällä jo jaetun osingon. Näillä ennusteparametreilla DCF-mallin indikoima osakekohtainen arvo on 7,5 euroa. Tarkempi DCF-malli oletuksineen löytyy raportin sivulta 44.

DCF-malli on mielestämme perustellusti nykykurssia korkeampi, sillä se nojaa oletukseen tuloksen paluusta selvään kasvuun ja tuloksen paluusta lähelle huippuvuosien tasoja. Sijoittajien on hyvä huomioida, että mikäli yhtiö onnistuu lähivuosina strategiansa toteutuksessa, tulee sen riskitaso ja tämän myötä myös tuottovaatimus laskemaan nykytasoltaan. Tällä olisi luonnollisesti positiivinen vaikutus osakkeen arvoon, kuten sivun 45 DCF-herkkyysgraafi kertoo.

## Absoluuttiset arvostuskertoimet ovat kaksijakoiset

Titaniumin arvostuskertoimet ovat hyvin kaksijakoiset. Lyhyellä aikavälillä (2025-26) arvostus on mielestämme korkea ja yli yhtiölle hyväksymiemme tasojen (P/E 10-12x). Arvostus on myös yli yhtiön historiallisen keskiarvon, jota on

vaikea nähdä oikeutettuna nykyisessä tilanteessa. Hyväksymämme arvostushaarukka on laskenut aiemmasta (12-14x), johtuen yhtiön kohonneesta riskiprofiilista ja aiempaa sumeammasta tuloskasvunäkymästä. Vaikka lähivuosien osinkotuotto onkin absoluuttisesti hyvällä tasolla, on se alle yhtiön historiallisten tasojen. Myös tätä on vaikea pitää perusteltuna, sillä osinkoon liittyvä riski on aiempaa suurempi.

Ennustamamme tuloskasvun realisoituessa arvostuskertoimet laskisivat nopeasti ja 2027-2028 tulokset ovat jo hyvin houkuttelevalla tasolla. Lisäksi osinkotuotto nousee lähelle sektorin kärkeä.

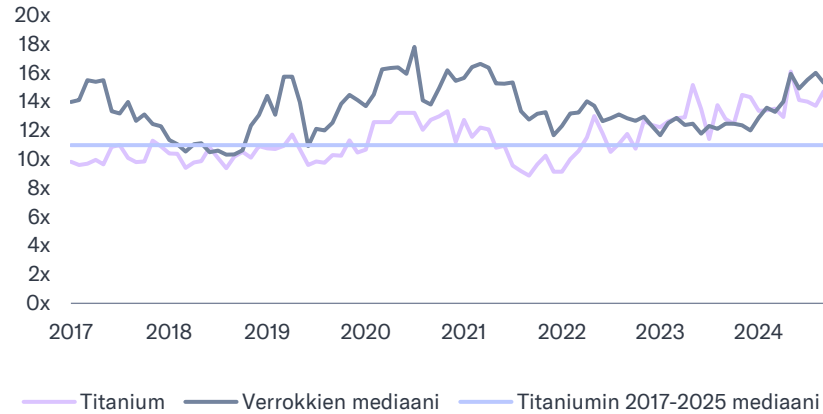
Kokonaisuutena arvostuskertoimet kertovatkin hyvin samaa tarinaa kuin muut arvostusmenetelmät. Lyhyellä aikavälillä osake on kallis, mutta strategian onnistuessa nykyinen kurssitaso tarjoaa hyvinkin kiinnostavan paikan hypätä mukaan Titaniumin tarinaan.

| Arvostustaso          | 2025e  | 2026e  | 2027e  |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi           | 6,42   | 6,42   | 6,42   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 10,4   | 10,5   | 10,5   |
| Markkina-arvo         | 67     | 67     | 68     |
| Yritysarvo (EV)       | 55     | 56     | 55     |
| P/E (oik.)            | 14,6   | 14,1   | 10,6   |
| P/E                   | 14,6   | 14,1   | 10,6   |
| P/B                   | 4,3    | 4,3    | 3,9    |
| P/S                   | 3,4    | 3,2    | 2,9    |
| EV/Liikevaihto        | 2,8    | 2,7    | 2,3    |
| EV/EBITDA             | 8,7    | 8,8    | 6,7    |
| EV/EBIT (oik.)        | 9,7    | 9,6    | 7,2    |
| Osinko/tulos (%)      | 97,3 % | 98,6 % | 96,5 % |
| Osinkotuotto-%        | 6,7 %  | 7,0 %  | 9,1 %  |

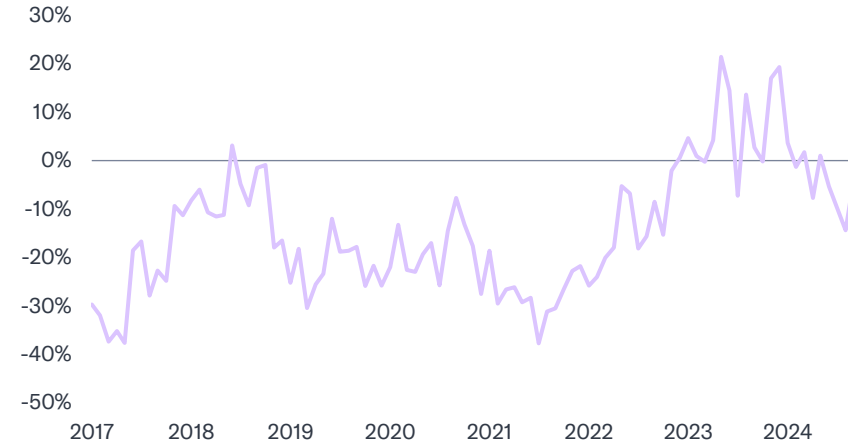
Lähde: Inderes

# Titaniumin arvostus suhteessa verrokkeihin

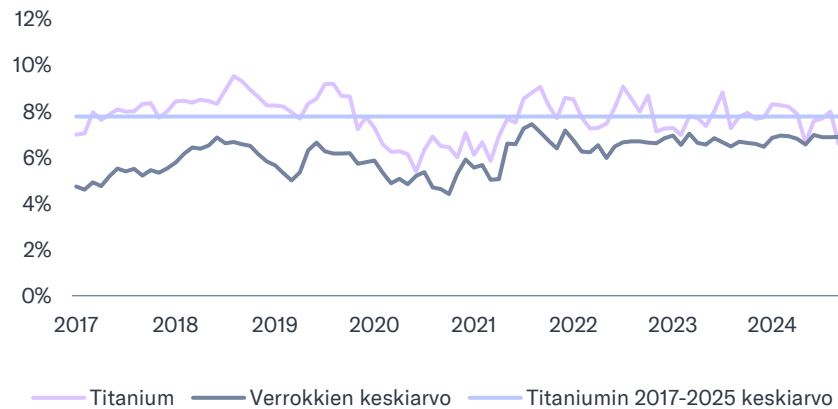
Titaniumin ja verrokkien P/E-kerroin



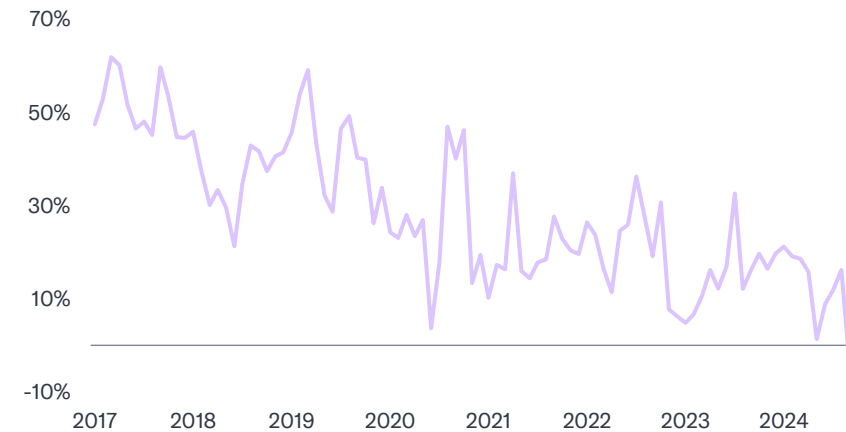
Titaniumin P/E-kerroin vs. verrokkien mediaani



Titaniumin ja verrokkien osinkotuotto-%



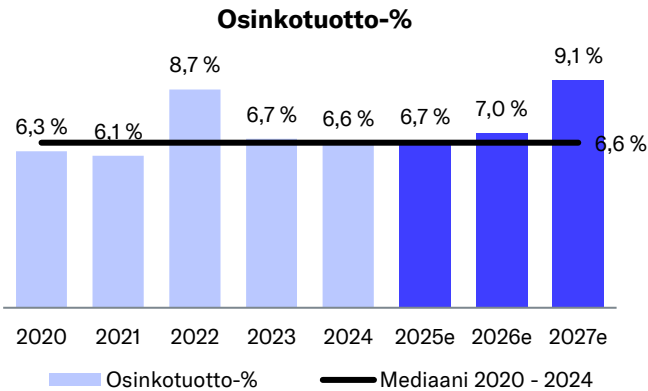
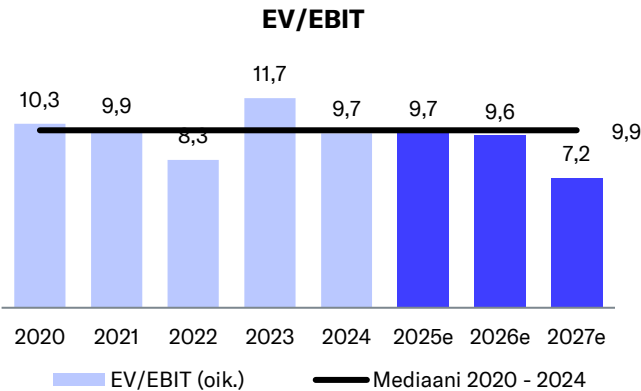
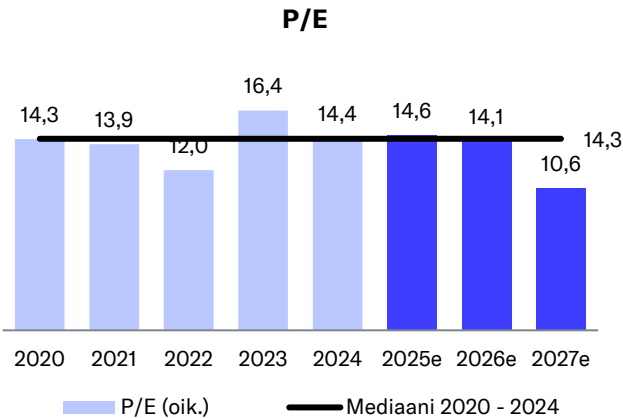
Titaniumin osinkotuotto-% vs. verrokkien keskiarvo



# Arvostustaulukko

| Arvostustaso          | 2020    | 2021    | 2022    | 2023    | 2024   | 2025e  | 2026e  | 2027e  | 2028e  |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi           | 13,0    | 15,0    | 15,6    | 17,2    | 9,86   | 6,42   | 6,42   | 6,42   | 6,42   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 10,2    | 10,2    | 10,3    | 10,4    | 10,4   | 10,4   | 10,5   | 10,5   | 10,6   |
| Markkina-arvo         | 132     | 153     | 160     | 178     | 102    | 67     | 67     | 68     | 68     |
| Yritysarvo (EV)       | 118     | 137     | 139     | 161     | 88     | 55     | 56     | 55     | 54     |
| P/E (oik.)            | 14,3    | 13,9    | 12,0    | 16,4    | 14,4   | 14,6   | 14,1   | 10,6   | 8,9    |
| P/E                   | 17,5    | 16,5    | 13,7    | 18,4    | 14,4   | 14,6   | 14,1   | 10,6   | 8,9    |
| P/B                   | 5,8     | 6,4     | 6,1     | 8,0     | 5,8    | 4,3    | 4,3    | 3,9    | 3,6    |
| P/S                   | 6,6     | 6,5     | 5,7     | 6,8     | 4,7    | 3,4    | 3,2    | 2,9    | 2,6    |
| EV/Liikevaihto        | 5,9     | 5,8     | 5,0     | 6,1     | 4,0    | 2,8    | 2,7    | 2,3    | 2,1    |
| EV/EBITDA             | 9,8     | 9,6     | 8,0     | 11,2    | 9,1    | 8,7    | 8,8    | 6,7    | 5,5    |
| EV/EBIT (oik.)        | 10,3    | 9,9     | 8,3     | 11,7    | 9,7    | 9,7    | 9,6    | 7,2    | 5,9    |
| Osinko/tulos (%)      | 109,6 % | 100,1 % | 119,8 % | 124,0 % | 94,8 % | 97,3 % | 98,6 % | 96,5 % | 96,3 % |
| Osinkotuotto-%        | 6,3 %   | 6,1 %   | 8,7 %   | 6,7 %   | 6,6 %  | 6,7 %  | 7,0 %  | 9,1 %  | 10,8 % |

Lähde: Inderes



Taulukon markkina-arvo ja yritysarvo huomioivat ennustevuosien osalta ennustetun muutoksen osakemäärässä ja nettovelassa.

# Tuloslaskelma

| Tuloslaskelma               | 2022 | H1'23 | H2'23 | 2023 | H1'24 | H2'24 | 2024 | H1'25e | H2'25e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e |
|-----------------------------|------|-------|-------|------|-------|-------|------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto                 | 27,9 | 13,6  | 12,6  | 26,2 | 11,5  | 10,4  | 21,9 | 9,8    | 10,0   | 19,8  | 20,8  | 23,5  | 26,0  |
| Käyttökate                  | 17,3 | 7,9   | 6,4   | 14,3 | 5,7   | 0,0   | 9,7  | 3,5    | 2,9    | 6,4   | 6,4   | 8,3   | 9,9   |
| Poistot ja arvonalennukset  | -2,2 | -1,2  | -0,6  | -1,8 | -0,3  | -0,3  | -0,6 | -0,3   | -0,4   | -0,7  | -0,5  | -0,6  | -0,7  |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 16,9 | 7,6   | 6,1   | 13,7 | 5,3   | 3,8   | 9,1  | 3,2    | 2,5    | 5,7   | 5,8   | 7,6   | 9,2   |
| Liikevoitto                 | 15,1 | 6,7   | 5,8   | 12,6 | 5,3   | 3,8   | 9,1  | 3,2    | 2,5    | 5,7   | 5,8   | 7,6   | 9,2   |
| Titanium                    | 15,1 | 6,7   | 5,8   | 12,6 | 5,3   | 3,8   | 9,1  | 3,2    | 2,5    | 5,7   | 5,8   | 7,6   | 9,2   |
| Nettorahoituskulut          | 0,0  | 0,0   | 0,0   | 0,0  | 0,0   | 0,0   | 0,0  | 0,0    | 0,1    | 0,1   | 0,2   | 0,2   | 0,2   |
| Tulos ennen veroja          | 15,1 | 6,7   | 5,8   | 12,6 | 5,3   | 3,8   | 9,1  | 3,2    | 2,6    | 5,8   | 6,0   | 7,8   | 9,4   |
| Verot                       | -3,5 | -1,6  | -1,3  | -2,9 | -1,1  | -0,8  | -2,0 | -0,7   | -0,6   | -1,2  | -1,3  | -1,5  | -1,8  |
| Vähemmistöosuudet           | 0,0  | 0,0   | 0,0   | 0,0  | 0,0   | 0,0   | 0,0  | 0,0    | 0,0    | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Nettotulos                  | 11,7 | 5,2   | 4,5   | 9,7  | 4,2   | 2,9   | 7,1  | 2,5    | 2,1    | 4,6   | 4,8   | 6,3   | 7,6   |
| EPS (oikaistu)              | 1,30 | 0,58  | 0,47  | 1,05 | 0,40  | 0,28  | 0,69 | 0,24   | 0,20   | 0,44  | 0,45  | 0,60  | 0,72  |
| EPS (raportoitu)            | 1,13 | 0,50  | 0,44  | 0,94 | 0,40  | 0,28  | 0,69 | 0,24   | 0,20   | 0,44  | 0,45  | 0,60  | 0,72  |

| Tunnusluvut                   | 2022   | H1'23   | H2'23   | 2023    | H1'24   | H2'24   | 2024    | H1'25e  | H2'25e  | 2025e   | 2026e  | 2027e  | 2028e  |
|-------------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| Liikevaihdon kasvu-%          | 18,8 % | -0,3 %  | -11,4 % | -6,0 %  | -15,3 % | -17,8 % | -16,5 % | -14,8 % | -3,8 %  | -9,6 %  | 4,9 %  | 13,1 % | 10,6 % |
| Oikaistun liikevoiton kasvu-% |        | -10,8 % | -26,6 % | -18,6 % | -30,1 % | -38,6 % | -33,9 % | -40,3 % | -32,8 % | -37,2 % | 2,1 %  | 31,2 % | 20,8 % |
| Käyttökate-%                  | 62,2 % | 58,0 %  | 51,0 %  | 54,7 %  | 49,0 %  | 0,0 %   | 44,1 %  | 35,4 %  | 29,3 %  | 32,3 %  | 30,6 % | 35,2 % | 38,2 % |
| Oikaistu liikevoitto-%        | 60,4 % | 55,9 %  | 48,4 %  | 52,3 %  | 46,1 %  | 36,1 %  | 41,4 %  | 32,3 %  | 25,3 %  | 28,8 %  | 28,0 % | 32,5 % | 35,5 % |
| Nettotulos-%                  | 41,8 % | 38,0 %  | 35,9 %  | 37,0 %  | 36,3 %  | 28,3 %  | 32,5 %  | 25,5 %  | 20,8 %  | 23,1 %  | 22,9 % | 27,0 % | 29,4 % |

Lähde: Inderes

# Tase

| Vastaavaa                      | 2023        | 2024        | 2025e       | 2026e       | 2027e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>7,0</b>  | <b>5,5</b>  | <b>5,8</b>  | <b>6,3</b>  | <b>6,7</b>  |
| Liikearvo                      | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Aineettomat hyödykkeet         | 0,2         | 0,2         | 0,4         | 0,6         | 0,8         |
| Käyttöomaisuus                 | 1,9         | 1,5         | 1,6         | 1,8         | 2,0         |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut sijoitukset               | 4,9         | 3,9         | 3,9         | 3,9         | 3,9         |
| 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>20,4</b> | <b>16,5</b> | <b>14,3</b> | <b>15,0</b> | <b>16,9</b> |
| Vaihto-omaisuus                | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Myyntisaamiset                 | 2,7         | 2,6         | 2,4         | 2,5         | 2,8         |
| Likvidit varat                 | 17,7        | 13,9        | 11,9        | 12,5        | 14,1        |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>27,4</b> | <b>22,0</b> | <b>20,1</b> | <b>21,2</b> | <b>23,6</b> |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa                    | 2023        | 2024        | 2025e       | 2026e       | 2027e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>22,3</b> | <b>17,6</b> | <b>15,5</b> | <b>15,8</b> | <b>17,4</b> |
| Osakepääoma                    | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         |
| Kertyneet voittovarot          | 4,0         | -0,8        | -2,9        | -2,6        | -1,0        |
| Oman pääoman ehtoiset lainat   | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Uudelleenarvostusrahasto       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muu oma pääoma                 | 18,2        | 18,3        | 18,3        | 18,3        | 18,3        |
| Vähemmistöosuus                | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>3,1</b>  | <b>2,3</b>  | <b>2,3</b>  | <b>2,3</b>  | <b>2,3</b>  |
| Laskennalliset verovelat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Varaukset                      | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Korolliset velat               | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 3,1         | 2,3         | 2,3         | 2,3         | 2,3         |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>2,0</b>  | <b>2,0</b>  | <b>2,2</b>  | <b>3,1</b>  | <b>3,8</b>  |
| Korolliset velat               | 0,0         | 0,0         | 0,4         | 1,2         | 1,7         |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 2,0         | 2,0         | 1,8         | 1,9         | 2,1         |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>27,4</b> | <b>22,0</b> | <b>20,1</b> | <b>21,2</b> | <b>23,6</b> |

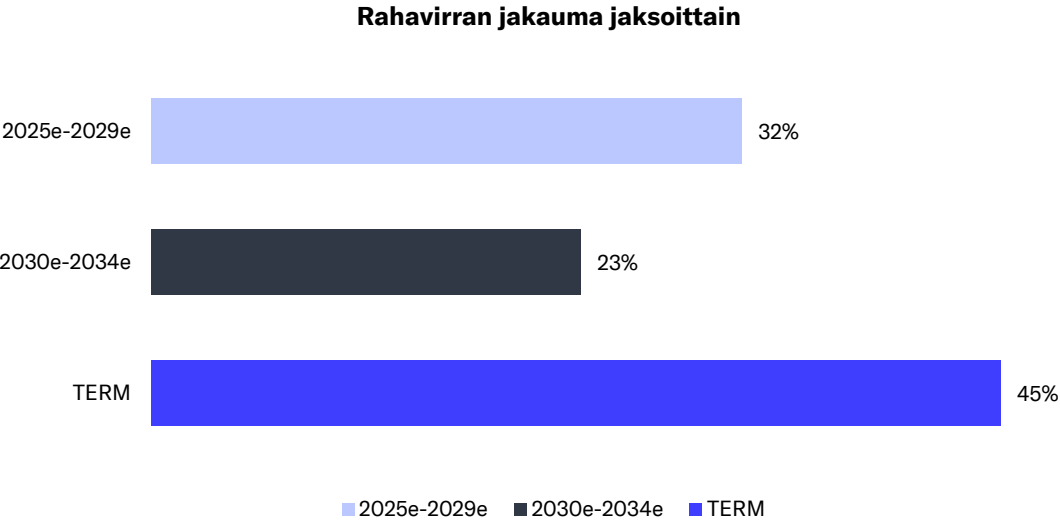
# DCF-laskelma

| DCF-laskelma                            | 2024       | 2025e       | 2026e      | 2027e      | 2028e      | 2029e       | 2030e      | 2031e      | 2032e      | 2033e      | 2034e      | TERM        |
|-----------------------------------------|------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| Liikevaihdon kasvu-%                    | -16,5 %    | -9,6 %      | 4,9 %      | 13,1 %     | 10,6 %     | 3,0 %       | 3,0 %      | 2,5 %      | 2,5 %      | 2,5 %      | 2,5 %      | 2,5 %       |
| Liikevoitto-%                           | 41,4 %     | 28,8 %      | 28,0 %     | 32,5 %     | 35,5 %     | 43,0 %      | 33,0 %     | 32,0 %     | 31,0 %     | 30,0 %     | 30,0 %     | 30,0 %      |
| <b>Liikevoitto</b>                      | <b>9,1</b> | <b>5,7</b>  | <b>5,8</b> | <b>7,6</b> | <b>9,2</b> | <b>11,5</b> | <b>9,1</b> | <b>9,0</b> | <b>9,0</b> | <b>8,9</b> | <b>9,1</b> |             |
| + Kokonaispoistot                       | 0,6        | 0,7         | 0,5        | 0,6        | 0,7        | 0,8         | 0,8        | 0,8        | 0,9        | 0,9        | 0,8        |             |
| - Maksetut verot                        | -2,0       | -1,2        | -1,3       | -1,5       | -1,8       | -2,2        | -1,8       | -1,8       | -1,7       | -1,7       | -1,7       |             |
| - verot rahoituskuluista                | 0,0        | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |             |
| + verot rahoitustuotoista               | 0,0        | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |             |
| - Käyttöpääoman muutos                  | 0,1        | 0,0         | 0,0        | -0,1       | -0,1       | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |             |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>         | <b>7,8</b> | <b>5,2</b>  | <b>5,1</b> | <b>6,7</b> | <b>8,1</b> | <b>10,1</b> | <b>8,1</b> | <b>8,1</b> | <b>8,1</b> | <b>8,1</b> | <b>8,2</b> |             |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.     | -0,7       | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |             |
| - Bruttoinvestoinnit                    | 0,9        | -1,0        | -1,0       | -1,0       | -1,0       | -1,1        | -1,1       | -1,1       | -1,1       | -1,0       | -1,0       |             |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>   | <b>8,0</b> | <b>4,2</b>  | <b>4,1</b> | <b>5,7</b> | <b>7,1</b> | <b>9,0</b>  | <b>7,1</b> | <b>7,0</b> | <b>7,0</b> | <b>7,1</b> | <b>7,2</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                        | 8,0        | 4,2         | 4,1        | 5,7        | 7,1        | 9,0         | 7,1        | 7,0        | 7,0        | 7,1        | 7,2        | 86,8        |
| <b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>     |            | <b>4,0</b>  | <b>3,5</b> | <b>4,4</b> | <b>4,9</b> | <b>5,6</b>  | <b>4,0</b> | <b>3,6</b> | <b>3,2</b> | <b>2,9</b> | <b>2,7</b> | <b>32,2</b> |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta |            | 70,9        | 66,9       | 63,4       | 59,0       | 54,1        | 48,5       | 44,5       | 41,0       | 37,8       | 34,9       | 32,2        |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                 |            | <b>70,9</b> |            |            |            |             |            |            |            |            |            |             |
| - Korolliset velat                      |            | 0,0         |            |            |            |             |            |            |            |            |            |             |
| + Rahavarat                             |            | 13,9        |            |            |            |             |            |            |            |            |            |             |
| -Vähemmistöosuus                        |            | 0,0         |            |            |            |             |            |            |            |            |            |             |
| -Osinko/pääomapalautus                  |            | -6,7        |            |            |            |             |            |            |            |            |            |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>            |            | <b>78,0</b> |            |            |            |             |            |            |            |            |            |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>  |            | <b>7,5</b>  |            |            |            |             |            |            |            |            |            |             |

### Pääoman kustannus (WACC)

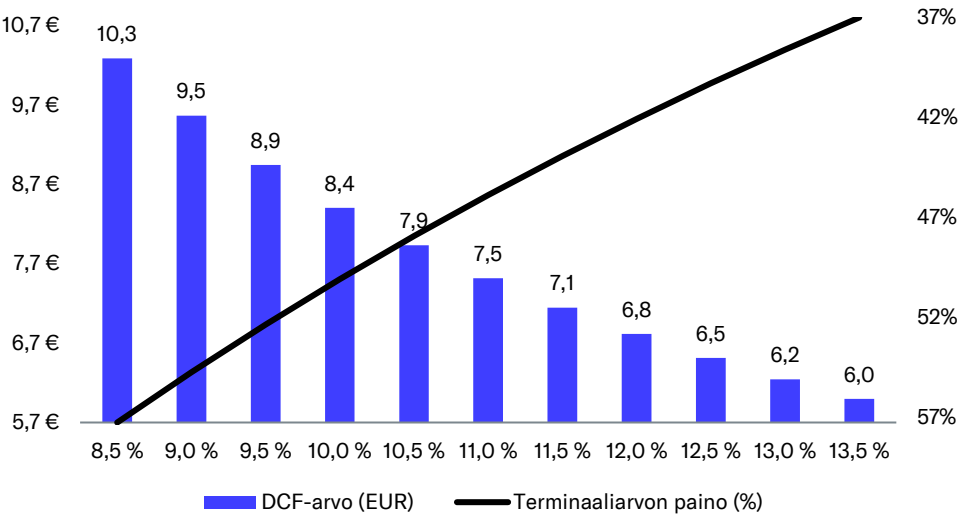
|                                         |               |
|-----------------------------------------|---------------|
| Vero-% (WACC)                           | 20,0 %        |
| Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)   | 0,0 %         |
| Vieraan pääoman kustannus               | 4,0 %         |
| Yrityksen Beta                          | 1,22          |
| Markkinoiden riski-preemio              | 4,75 %        |
| Likviditeettipreemio                    | 2,70 %        |
| Riskitön korko                          | 2,5 %         |
| <b>Oman pääoman kustannus</b>           | <b>11,0 %</b> |
| <b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b> | <b>11,0 %</b> |

Lähde: Inderes

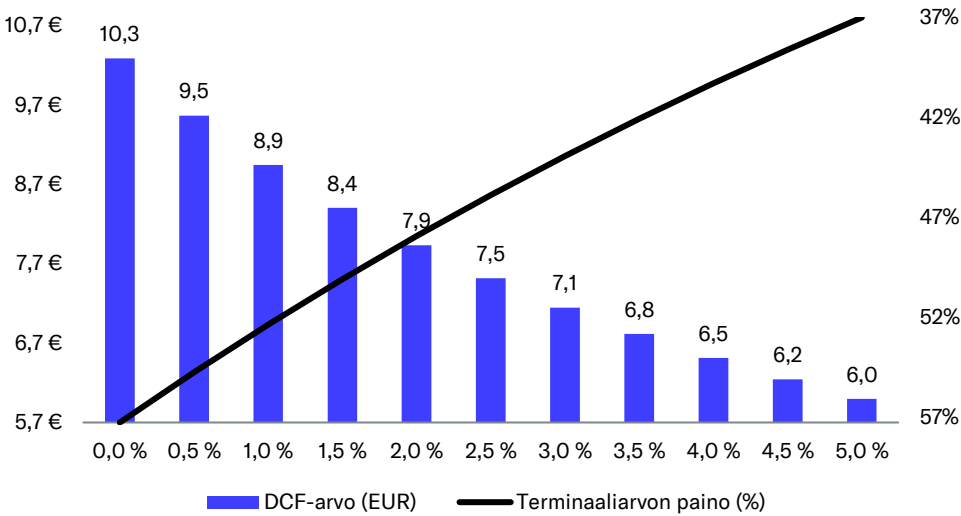


# DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

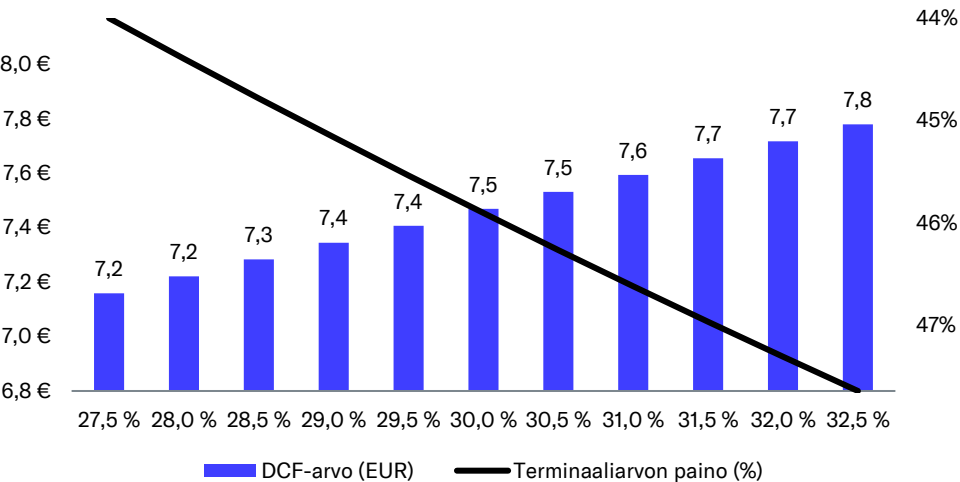
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



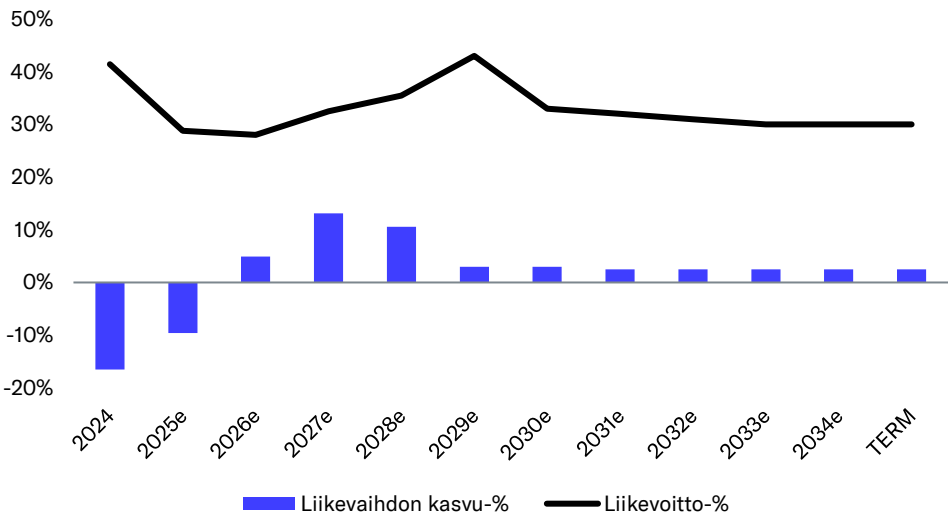
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

# Yhteenveto

| Tuloslaskelma        | 2022 | 2023 | 2024 | 2025e | 2026e |
|----------------------|------|------|------|-------|-------|
| Liikevaihto          | 27,9 | 26,2 | 21,9 | 19,8  | 20,8  |
| Käyttökate           | 17,3 | 14,3 | 9,7  | 6,4   | 6,4   |
| Liikevoitto          | 15,1 | 12,6 | 9,1  | 5,7   | 5,8   |
| Voitto ennen veroja  | 15,1 | 12,6 | 9,1  | 5,8   | 6,0   |
| Nettovoitto          | 11,7 | 9,7  | 7,1  | 4,6   | 4,8   |
| Kertaluontoiset erät | -1,7 | -1,2 | 0,0  | 0,0   | 0,0   |

| Tase              | 2022  | 2023  | 2024  | 2025e | 2026e |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Taseen loppusumma | 31,6  | 27,4  | 22,0  | 20,1  | 21,2  |
| Oma pääoma        | 26,5  | 22,3  | 17,6  | 15,5  | 15,8  |
| Liikearvo         | 1,2   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Nettovelat        | -20,7 | -17,7 | -13,9 | -11,4 | -11,2 |

| Kassavirta                | 2022 | 2023 | 2024 | 2025e | 2026e |
|---------------------------|------|------|------|-------|-------|
| Käyttökate                | 17,3 | 14,3 | 9,7  | 6,4   | 6,4   |
| Nettokäyttöpääoman muutos | -1,6 | -0,2 | 0,1  | 0,0   | 0,0   |
| Operatiivinen kassavirta  | 12,3 | 11,2 | 7,8  | 5,2   | 5,1   |
| Investoinnit              | -0,7 | -0,9 | 0,9  | -1,0  | -1,0  |
| Vapaa kassavirta          | 13,1 | 10,8 | 8,0  | 4,2   | 4,1   |

| Arvostuskertoimet | 2022  | 2023  | 2024  | 2025e | 2026e |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EV/Liikevaihto    | 5,0   | 6,1   | 4,0   | 2,8   | 2,7   |
| EV/EBITDA         | 8,0   | 11,2  | 9,1   | 8,7   | 8,9   |
| EV/EBIT (oik.)    | 8,3   | 11,7  | 9,7   | 9,8   | 9,7   |
| P/E (oik.)        | 12,0  | 16,4  | 14,4  | 14,7  | 14,2  |
| P/B               | 6,1   | 8,0   | 5,8   | 4,4   | 4,3   |
| Osinkotuotto-%    | 8,7 % | 6,7 % | 6,6 % | 6,6 % | 6,9 % |

Lähde: Inderes

| Osakekohtaiset luvut             | 2022 | 2023 | 2024 | 2025e | 2026e |
|----------------------------------|------|------|------|-------|-------|
| EPS (raportoitu)                 | 1,13 | 0,94 | 0,69 | 0,44  | 0,45  |
| EPS (oikaistu)                   | 1,30 | 1,05 | 0,69 | 0,44  | 0,45  |
| Operat. Kassavirta / osake       | 1,20 | 1,08 | 0,75 | 0,50  | 0,49  |
| Operat. Vapaa kassavirta / osake | 1,28 | 1,04 | 0,77 | 0,41  | 0,39  |
| Omapääoma / osake                | 2,57 | 2,15 | 1,70 | 1,49  | 1,51  |
| Osinko / osake                   | 1,36 | 1,16 | 0,65 | 0,43  | 0,45  |

| Kasvu ja kannattavuus    | 2022    | 2023    | 2024    | 2025e   | 2026e   |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Liikevaihdon kasvu-%     | 19 %    | -6 %    | -17 %   | -10 %   | 5 %     |
| Käyttökateen kasvu-%     | 22 %    | -17 %   | -33 %   | -34 %   | -1 %    |
| Liikevoiton oik. kasvu-% | 22 %    | -19 %   | -34 %   | -37 %   | 2 %     |
| EPS oik. kasvu-%         | 20 %    | -19 %   | -35 %   | -36 %   | 3 %     |
| Käyttökate-%             | 62,2 %  | 54,7 %  | 44,1 %  | 32,3 %  | 30,6 %  |
| Oik. Liikevoitto-%       | 60,4 %  | 52,3 %  | 41,4 %  | 28,8 %  | 28,0 %  |
| Liikevoitto-%            | 54,2 %  | 47,9 %  | 41,4 %  | 28,8 %  | 28,0 %  |
| ROE-%                    | 46,4 %  | 39,8 %  | 35,6 %  | 27,7 %  | 30,4 %  |
| ROI-%                    | 61,0 %  | 51,5 %  | 45,4 %  | 34,0 %  | 36,6 %  |
| Omavaraisuusaste         | 83,7 %  | 81,5 %  | 80,3 %  | 77,2 %  | 74,3 %  |
| Nettovelkaantumisaste    | -78,2 % | -79,3 % | -78,7 % | -73,9 % | -71,2 % |

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 tulevista. 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 sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

|      |                                                                     |
|------|---------------------------------------------------------------------|
| Osta | Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva |
|------|---------------------------------------------------------------------|

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

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

Inderesin tutkimusta laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatiineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj: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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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

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

## Suositus historia (>12 kk)

| Pvm        | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 25/10/2018 | Lisää    | 7,50 €  | 7,00 €      |
| 14/03/2019 | Lisää    | 9,20 €  | 8,52 €      |
| 30/04/2019 | Lisää    | 9,20 €  | 8,20 €      |
| 18/06/2019 | Lisää    | 8,90 €  | 7,94 €      |
| 30/08/2019 | Lisää    | 9,20 €  | 8,44 €      |
| 29/10/2019 | Vähennä  | 9,20 €  | 9,36 €      |
| 15/01/2020 | Vähennä  | 9,70 €  | 10,70 €     |
| 05/03/2020 | Vähennä  | 10,00 € | 10,75 €     |
| 15/04/2020 | Vähennä  | 8,50 €  | 8,32 €      |
| 29/04/2020 | Lisää    | 8,50 €  | 7,82 €      |
| 28/08/2020 | Osta     | 11,00 € | 10,15 €     |
| 19/10/2020 | Lisää    | 12,00 € | 11,25 €     |
| 24/11/2020 | Vähennä  | 12,00 € | 13,30 €     |
| 05/03/2021 | Vähennä  | 13,00 € | 14,55 €     |
| 16/04/2021 | Vähennä  | 14,00 € | 15,20 €     |
| 02/07/2021 | Lisää    | 15,50 € | 14,70 €     |
| 27/08/2021 | Lisää    | 16,50 € | 15,50 €     |
| 07/12/2021 | Lisää    | 16,00 € | 14,65 €     |
| 11/03/2022 | Osta     | 16,00 € | 13,80 €     |
| 26/08/2022 | Osta     | 17,00 € | 14,80 €     |
| 17/02/2023 | Lisää    | 19,00 € | 18,05 €     |
| 08/03/2023 | Vähennä  | 19,00 € | 20,20 €     |
| 25/08/2023 | Lisää    | 17,00 € | 15,90 €     |
| 07/09/2023 | Lisää    | 17,00 € | 16,20 €     |
| 11/01/2024 | Vähennä  | 17,00 € | 18,00 €     |
| 15/02/2024 | Vähennä  | 15,00 € | 15,00 €     |
| 19/04/2024 | Vähennä  | 12,00 € | 11,15 €     |
| 23/08/2024 | Vähennä  | 11,00 € | 11,40 €     |
| 20/01/2025 | Vähennä  | 8,00 €  | 8,50 €      |
| 14/02/2025 | Vähennä  | 7,50 €  | 8,06 €      |
| 30/06/2025 | Vähennä  | 6,50 €  | 6,42 €      |



# TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

## **Inderes Oyj**

Porkkalankatu 5  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

## **Inderes Ab**

Vattugatan 17, 5tr  
Stockholm  
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

**inderes.se**

**inde  
res.**