

Tuotto-odotus yhä enemmän osingon varassa

Titaniumin eilinen H1-raportti oli täsmälleen ennusteidemme mukainen. Olemme päivittäneet ennusteemme Investiumin-yritysostolla, jonka läpimenoa pidämme varmana. Päivitetyillä tulosenusteilla yhtiön arvostustaso alkaa olla suhteellisen neutraali, mutta korkea osinkotuotto ja riskiprofiiliin asteittainen lasku oikeuttavat positiivisen suosituksen. Tarkistamme tavoitehintamme 8,5 euroon (aik. 8,3 euroa) ja toistamme lisää-suosituksemme.

Kasvu oli odotetun vahvaa

Titaniumin H1-liikevaihto kasvoi 61 %:lla 7,5 MEUR:oon ja oli tismalleen odotuksiemme mukainen. Yhtiön kasvua ajoi odotetusti Hoivarahasto, missä onnistunut uusmyynti ja velkavivun selkeä nosto ovat kasvattaneet hallinnoitavaa varallisuutta. Arviomme mukaan Hoivarahaston osuus H1-liikevaihdosta on noin 85 % ja tästä noin puolet on kertaluontoisiksi tulkittavia tuotto- ja transaktiopalkkioita ja näin ollen liikevaihto oli poikkeuksellisen korkea. Yhtiön hallinnoitava varallisuus (GAV) oli katsauskauden lopussa 610 MEUR (2017: 450 MEUR) ja kasvu tuli pelkästään Hoivarahastosta. Vahvan liikevaihdon ja tiukan kulurakenteen ansiosta yhtiön tulos kohosi poikkeuksellisen korkealle ja liikearvon poistoista oikaistu liikevoitto kohosi odotuksiemme mukaisesti 4,9 MEUR:oon. Muilla kuluriveillä ei tapahtunut yllätyksiä ja yhtiön raportoima liikearvopoistoista oikaistu EPS oli 0,44 euroa. EPS on laskettu osakemäärällä ennen Investium-kauppaa ja Investium-kaupan myötä tulevat uudet osakkeet huomioiden EPS oli 0,39 euroa, mikä oli täysin linjassa ennustemme kanssa.

Oikaistu tulos pysyy lähivuodet vakaana

Investiumin integraatiosta yhtiö ei vielä voinut kommentoida mitään, koska kauppa vaatii edelleen viranomaisten hyväksynnän. Yhtiö odottaa hyväksyntää lähiaikoina ja näkemyksemme mukaan kaupan läpimenolla ei ole mitään esteitä. Olemme päivittäneet ennusteemme sisältämään Investiumin. Liikevaihtoennusteemme ovat nousseet selvästi johtuen Investiumista. Liikevoittoennusteemme ovat nousseet hieman yli 10 %-lla, sillä odotamme Investiumin vauhdittavan Titaniumin rahastojen uusmyyntiä. Investium-kaupan myötä kasvava osakemäärä hautaa kuitenkin liikevoiton kasvun pitkälti alleen ja liikearvopoistoista oikaistut EPS-ennusteemme ovat pysyneet pitkälti ennallaan. Odotamme yhtiöltä lähivuosilta noin 0,70 euron oikaistua osakekohtaista tulosta. Tulos ei kasva tuottosidonnaisten palkkioiden ja kertaluonteisten transaktiopalkkioiden laskun myötä. Vastaavasti tuloksen painopiste siirtyy selvästi nykyistä enemmän jatkuviin hallinnointipalkkioihin. Tämä on sijoittajien kannalta hyvin oleellista, sillä se pienentää yhtiön riskiprofiilia.

Arvostus alkaa olla neutraali, mutta korkea osinko houkuttelee

Päivitettyt oikaistut P/E-kertoimet ovat vuosille 2018 ja 2019 noin 12x ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet noin 9x. Tulostarkoituksissa ei mielestämme ole enää oleellista nousuväliä, sillä Titanium on edelleen erittäin riippuvainen Hoivarahastosta ja liikevaihdosta merkittävä osa tulee ei-jatkuvista tuotoista. Tulospohjainen arvostus on myös linjassa kotimaisten verrokkiryhmän kanssa mikä tukee näkemystämme neutraalista tulospohjaisesta arvostuksesta lyhyellä aikavälillä. Osinkotuotto on edelleen erittäin houkuttelevalla 7,5 %:n tasolla ja näkemyksemme mukaan se yhdessä yhtiön asteittaisen riskiprofiilin laskun kanssa riittää perustelemaan positiivisen suosituksen. Nykyistä korkeampi tavoitehinta vaatisi mielestämme liikevoiton kasvua ja tässä katseet kääntyvät Investiumin myyntivoimaan sekä mahdollisiin uusiin tuotteisiin.

Analyytikko

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



Suositus

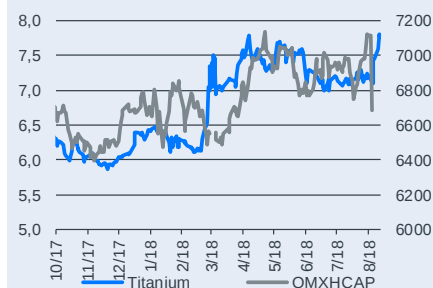
Lisää



Edellinen: Osta

Tavoitehinta 8,50 EUR

Edellinen: 8.30



Lähde: Thomson Reuters

Eilisen päätös

8,00 EUR

12 kk vaihteluväli

5,85-7,88 EUR

Potentiaali

6.8 %

Ohjeistus

Ei ohjeistusta.

Avainluvut											
	Liikevaihto	Liikevoitto (EBIT)	Liikevoitto- marginaali	Tulos ennen veroja (PTP)	Tulos/ osake	Osinko/ osake	EV/ Liikevaihto	EV/ EBITDA	EV/ EBIT	P/E	Osinko- tuotto
	MEUR	MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	6,7	2,2	33,1 %	2,3	0,06	0,03	6,9	13,3	21,0	17,7	1,8 %
2017	10,2	4,8	47,7 %	3,9	0,29	0,55	4,5	7,6	9,5	11,7	8,6 %
2018e	14,9	6,7	44,8 %	6,8	0,52	0,60	5,3	9,4	11,8	11,7	7,5 %
2019e	17,2	5,6	32,7 %	5,9	0,42	0,65	4,6	9,4	14,0	11,6	8,1 %
2020e	18,6	7,3	39,4 %	7,6	0,58	0,70	4,2	8,7	10,7	10,9	8,8 %
Markkina-arvo, MEUR			80	OPO / osake 2018e, EUR			1,52	CAGR EPS, 2017-2020, %			26 %
Nettovelka 2018e, MEUR			-1	P/B 2018e			5,3	CAGR kasvu, 2017-2020, %			22 %
Yritysarvo (EV), MEUR			79	Nettovelkaisuusaste 2018e, %			-9,6 %	ROE 2018e, %			34,4 %
Taseen koko 2018e, MEUR			29	Omavaraisuusaste 2018e, %			52,8 %	ROCE 2018e, %			32,1 %

Vahva H1-tulos

Hoivarahaston kehitys poikkeuksellisen hyvä

Titaniumin H1-liikevaihto kasvoi 61 %:lla 7,5 MEUR:oon ja oli tismalleen odotuksiemme mukainen. Yhtiön kasvua ajoi odotetusti Hoivarahasto, jossa onnistunut uusmyynti ja velkavivun selkeä nosto ovat kasvattaneet hallinnoitavaa varallisuutta. Hoivarahaston GAV oli H1'18 lopussa 422 MEUR ja velkavipu lähellä 50 %:n maksimia. Näin ollen Hoivarahaston kasvu tuleekin jatkossa olemaan yhä riippuvaisempi yhtiön uusmyynnistä. Hoivarahaston tuotto jäi H1:llä hieman vaatimattomaksi 3,9 %:iin. Arviomme mukaan portfolion merkittävä kasvu on kuitenkin rasittanut tuottotasoa jonkin verran H1:llä ja H2:lla tuottotason pitäisi elpyä nykyisestä. Hoivarahaston nettotuotto-% on edelleen terveellä tasolla 6,29 %:ssä ja vuokrasopimusten maturiteetti on poikkeuksellisen pitkä 14 vuotta. Tämän ansiosta Hoivarahaston myyntiedellytykset ovat edelleen erittäin hyvät.

Arviomme mukaan Hoivarahaston osuus H1-liikevaihdosta on noin 85 % ja tästä noin puolet on kertaluonteisiksi tulkittavia tuotto- ja transaktiopalkkioita. Titanium kirjaa laskelmiemme mukaan noin 2 %:n transaktiopalkkion kaikista rahaston ostmista kohteista ja tämä erä oli H1:llä noin 3 MEUR.

Yhtiön hallinnoitava varallisuus (GAV) oli katsauskauden lopussa 610 MEUR (2017: 450 MEUR) ja kasvu tuli pelkästään Hoivarahastosta. Asuntorahaston myynti oli vaisua ja sen AUM laski lievästi H1:n aikana. Yhtiö suhtautui Asuntorahaston näkyymiin edelleen positiivisesti ja perusteli rahaston heikkoa myyntiä mm. myynnin fokuoimisella Hoivarahastoon. Laskelmiemme mukaan H1:llä nähty Hoivarahaston uusmyynti (noin 50 MEUR) on tullut pääosin yhtiön omalta myyntiorganisaatiolta. Todennäköisesti UB:n ostama SPL on jonkin verran vähentänyt Titaniumin Hoivarahaston myyntiä, joka alleviivaa Investium-kaupan logiikkaa riskiprofiiliin laskijana. Oman myynnin vahva kehitys oli mielestämme selkeä positiivinen yllätys ja se tukee näkemystämme yhtiön riskitason laskusta.

Vahvan liikevaihdon ja tiukan kulurakenteen ansiosta yhtiön tulos kohosi poikkeuksellisen korkealle ja liikearvon poistoista oikaistu liikevoitto kohosi odotuksiemme mukaisesti 4,9 MEUR:oon. Muilla kuluriveillä ei tapahtunut yllätyksiä ja yhtiön

raportoima liikearvo poistoista oikaistu EPS oli 0,44 euroa. EPS on laskettu osakemäärällä ennen Investium-kauppaa ja Investium-kaupan myötä tulevat uudet osakkeet huomioiden EPS oli 0,39 euroa, mikä oli täysin linjassa ennusteemme kanssa.

Yhtiö ei odotetusti antanut virallista ohjeistusta. Yhtiö tulee aiemmin kerrotun mukaisesti päivittämään taloudelliset tavoitteensa Investium-kaupan toteutumisen jälkeen vielä H2:n aikana.

Yhtiön kassavarat (sisältää rahoitusarvopaperit) olivat H1 lopussa noin 12 MEUR. Yhtiön vakavaraisuus onkin edelleen erinomaisella tasolla ja Investium-kauppa vie vain 1,2 MEUR kassavaroja (loput omilla osakkeilla). Vahva kassatilanne tukee näkemystämme aggressiivisen voitonjakopolitiikan jatkumisesta myös ensi keväänä.

Ennustetaulukko	H1'17	H1'18	H1'18e	H1'18e	Konsensus	Erotus (%)	2018e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Ennuste
Liikevaihto	4,6	7,5	7,5				14,9
Liikevoitto (oikaistu)	2,9	4,9	4,9				8,3
Liikevoitto	2,3	4,2	4,3				6,7
EPS (oikaistu)*	0,26	0,39	0,39				0,68
Osinko/osake							0,60
Liikevaihdon kasvu-%		61,6 %	61,0 %				46,5 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	62,7 %	65,0 %	66,0 %				55,9 %

Lähde: Inderes

* laskettu Investium-kaupan jälkeisellä osakemäärällä

Ennustemuutokset

Investium lisätty ennusteisiimme

Investiumin integraatiosta yhtiö ei vielä voinut kommentoida mitään, koska kauppa vaatii edelleen viranomaisten hyväksynnän. Yhtiö odottaa hyväksyntää lähiaikoina ja näkemyksemme mukaan kaupan läpimenolla ei ole mitään esteitä. Uskomme, että yhtiöllä on Investium-integraation suhteen varsin selkeät askelmerkit ja koska synergiat perustuvat ennen kaikkea uusmyyntiin kulusaneerauksen sijaan, pitäisi integraatioprosessin olla suhteellisen kivuton. Suurimmat huolet liittyvät henkilöstön pysyvyyteen sekä Titaniumin kykyyn johtaa selvästi itseään suurempaa organisaatiota (Investiumilla 70 työntekijää vs. Titaniumin 13kpl). Aiemmat kommenttimme Investium-kaupasta ovat luettavissa [ohjeisesta linkistä](#).

Olemme päivittäneet ennusteemme sisältämään Investiumin. Kuluvaan vuoden numeroissa Investium vaikuttaa lähinnä negatiivisesti EPS:ään kasvaneen osakesarjan myötä (diluutio noin 10 %). Titaniumin puolella Asuntorahaston ennusteemme ovat laskeneet hieman ja tämä yhdessä kasvaneen osakesarjan kanssa painaa EPS:ää selvästi aiempaa enemmän.

2019-2020 Investium näkyy yhtiön numeroissa täysimääräisesti. Liikevaihtoennusteemme ovat nousseet noin 30 %:lla johtuen Investiumin mukaan tulosta sekä Hoivarahaston kohonneista myyntiennusteista. Vastaavasti olemme laskeneet Hoivarahaston tuottotaseennusteita, mikä painaa siitä saatavia tuottosidonnaisia palkkioita. Liikevoittoennusteemme ovat nousseet hieman yli 10 %:lla, sillä Investiumin uusmyynnin kasvun myötä Investiumin tuloksen pitäisi nousta selvästi voitolliseksi. Investium-kaupan myötä kasvava osakemäärä hautaa kuitenkin liikevoiton kasvun pitkälti alleen ja liikearvon poistoista oikaistut EPS-ennusteemme ovat pysyneet pitkälti ennallaan. Odotamme yhtiöltä lähivuosilta noin 0,70 euron oikaistua osakekohtaista tulosta.

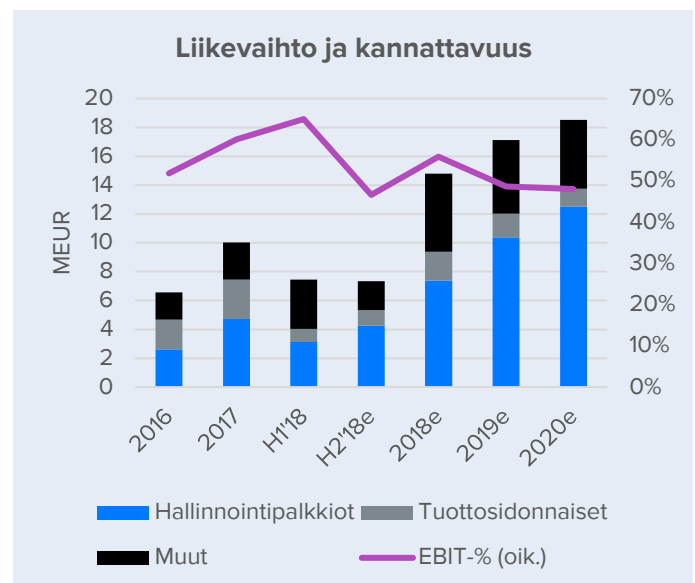
Tulos ei kasva, mutta mix paranee

Titaniumin oikaistu EPS ei lähivuosina ennusteissamme kasva tuottosidonnaisten palkkioiden ja kertaluontoiset transaktiopalkkioiden laskun myötä. Vastaavasti tuloksen painopiste siirtyy selvästi nykyistä enemmän jatkuviin hallinnointipalkkioihin, mikä parantaa tuloksen ennustettavuutta selvästi. Tämä on sijoittajien kannalta hyvin oleellista, sillä se pienentää yhtiön riskiprofiilia ja nostaa hyväksyttävää arvostustasoa.

Osinkoennusteemme ovat pysyneet ennallaan ja odotamme yhtiön jakavan käytännössä koko tuloksensa ulos osinkoina. Ottaen huomioon yhtiön erinomainen kassatilanne ja vakavaraisuus, ei taseen paisuttaminen nykytasolta ole mielestämme järkevää. Ainoa syy, miksi osinko jäisi alle tuloksen, olisi rahojen kanavointi yrityskauppoihin. Yrityskauppojen suhteen yhtiön tulisi mielestämme keskittyä ensin Investium-integraation onnistumisen varmistamiseen ennen seuraavia ostoja. Nykyisellä osakekurssilla yhtiön tulisi mielestämme myös preferoida oman osakkeen käyttöä rahavarojen sijaan (kuten Investium-transaktiossa). Keskipitkällä aikavälillä (+12kk) Titanium on todennäköisesti edelleen kiinnostunut kasvattamaan tuotetarjontansa yritysjärjestelyillä.

Ennusteet konservatiivisella tasolla

Kokonaisuutena päivitettyt ennusteemme nojaavat edelleen täysin nykyiseen tuotetarjontaan emmekä mallinna mahdollisia uusia tuotteita. Yhtiö on useampaan otteeseen puhunut uusista tuotteista ja pidämme suhteellisen todennäköisenä, että Titanium tulee lanseeraamaan uuden tuotteen seuraavan 12kk aikana. Investiumin uusmyynnin suhteen ennusteemme ovat varsin konservatiivisella tasolla ja mikäli integraatio onnistuu hyvin ja yhtiö saa Investiumin myyntivoiman kanavoitua sen omiin tuotteisiin, olisi ennusteissamme nousupaineita.



Ennustemuutokset	2018e	2018e	Muutos	2019e	2019e	Muutos	2020e	2020e	Muutos
MEUR / EUR	Ennuste	Toteutunut	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	14,3	14,9	4 %	13,2	17,2	30 %	14,5	18,6	28 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,1	8,3	-9 %	7,3	8,4	14 %	7,9	8,9	13 %
Liikevoitto	7,9	6,7	-15 %	6,2	5,6	-9 %	7,9	7,3	-7 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,81	0,68	-15 %	0,67	0,69	4 %	0,71	0,73	3 %
Osakekohtainen osinko	0,60	0,60	0 %	0,65	0,65	0 %	0,70	0,70	0 %

Lähde: Inderes

Arvostus alkaa olla neutraali

Erinomainen osinkotuotto houkuttelee

Päivitetyt oikaistut P/E-kertoimet ovat vuosille 2018 ja 2019 noin 12x ja vastaavat EV/EBITDA-kertoimet noin 9x. Tulokertoimissa ei mielestämme ole enää oleellista nousuvaraa, sillä Titanium on edelleen erittäin riippuvainen Hoivarahastosta ja liikevaihdosta merkittävä osa tulee ei-jatkuvista tuotoista. Tulospohjainen arvostus on myös linjassa kotimaisten verrokkiryhmän kanssa mikä tukee näkemystämme neutraalista tulospohjaisesta arvostuksesta lyhyellä aikavälillä. Kotimaisen verrokkiryhmän arvostustaso on laskenut selvästi (~-10 %) alkuvuoden aikana johtuen arviomme mukaan markkinan kasvaneista huolista nousumarkkinan kestävyttä kohtaan. Tällä on negatiivinen vaikutus myös Titaniumin hyväksyttävään arvostustasoon, vaikka yhtiö onkin keskimääräisiä verrokkeja paremmin positioitunut laskumarkkinaa matalan pääomamarkkina-altistumisensa johdosta (hallinnoitavasta varallisuudesta vain pieni osa koroissa tai osakkeissa).

Osinkotuotto on edelleen erittäin houkuttelevalla 7,5 %:n tasolla ja näkemyksemme mukaan se yhdessä yhtiön asteittaisen riskiprofiilin laskun kanssa riittää perustelemaan positiivisen suosituksen. Nykyistä korkeampi tavoitehintaa vaatisi mielestämme liikevoiton kasvua ja tässä katseet kääntyvät Investiumin myyntivoimaan sekä mahdollisiin uusiin tuotteisiin.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
Evli Pankki	9,78	200		9,3	8,9	8,6	8,3	3,1	2,9	10,7	10,9	6,6	7,2	2,8
eQ	8,50	319	313	12,4	10,9	12,1	10,7	6,4	5,8	16,9	15,2	6,0	6,6	5,1
Taaleri	9,88	281	341	14,5	10,4	13,8	10,0	4,1	3,4	15,9	12,7	3,0	3,3	2,3
United Bankers	7,00	54	56	11,2	6,6	7,0	4,8	1,8	1,5	10,9	8,8	6,4	7,1	3,6
Jupiter Fund Management	472,80	2476	2034	9,5	8,8	9,6	8,9	4,4	4,1	14,3	13,7	6,2	6,4	3,3
CapMan	1,52	223	178							16,6	11,0	6,9	7,7	1,8
Privatnet Group	2,62	37	41	8,1				2,7	2,6	9,0	8,7	5,3	5,7	1,8
Liontrust Asset Management	586,00	340	304	11,3	10,3	10,3	9,4	3,8	3,3	14,2	13,3	3,4	3,8	5,4
Elite Varainhoito	3,22	53	50	13,7	7,4	8,2	6,2	2,0	1,6	10,1	7,5	4,3	6,2	1,7
Titanium (Inderes)	8,00	80	79	11,8	14,0	9,4	9,4	5,3	4,6	11,7	11,6	7,5	8,1	5,3
Keskisarvo				11,2	9,1	9,9	8,3	3,5	3,2	13,2	11,3	5,4	6,0	3,1
Mediaani				11,2	8,9	9,6	8,9	3,4	3,1	14,2	11,0	6,0	6,4	2,8
Erotus-% vrt. mediaani				5 %	57 %	-2 %	5 %	55 %	47 %	-18 %	5 %	24 %	26 %	86 %

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

Ennusteet yhteenveto

MEUR	2015	2016	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	4,32	6,67	4,63	5,52	10,15	7,49	7,39	14,89	17,16	18,56
<i>Rahastot</i>	3,62	6,57	4,38	5,20	9,58	7,10	5,79	12,89	12,62	13,56
<i>Omaisuu denhoito</i>	0,70	0,09	0,25	0,33	0,57	0,40	1,60	2,00	4,54	5,00
<i>Muut</i>	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Palkkiokulut	-0,73	-1,86	-0,93	-1,22	-2,15	-1,35	-2,00	-3,35	-4,00	-4,40
Henkilöstökulut	-0,80	-0,90	-0,52	-0,72	-1,24	-0,71	-1,09	-1,80	-2,89	-3,13
Liikearvopoistot	-1,25	-1,25	-0,63	-0,63	-1,25	-0,63	-1,03	-1,66	-2,75	-1,60
Poistot	0,00	-0,01	0,00	0,00	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
Hallintokulut	-0,40	-0,44	-0,27	-0,38	-0,65	-0,56	-0,85	-1,41	-1,90	-2,10
EBIT	1,14	2,20	2,31	2,57	4,85	4,24	2,42	6,67	5,61	7,31
EBIT-%	26 %	33 %	50 %	47 %	48 %	57 %	33 %	45 %	33 %	39 %
EBITDA-%	55 %	52 %	64 %	58 %	60 %	65 %	47 %	56 %	49 %	48 %
Henkilömäärä (kpl)*	8	8	8	9	9	13	84	84	85	87
Kulut/henkilö (teur)	-100	-113	-65	-80	-145	-54	-13	-67	-34	-36
AUM (MEUR)	144	191	257	351	351	389	756	756	888	971
<i>Omaisuu denhoito*</i>	70	50	62	130	130	120	450	450	500	520
<i>Hoiva</i>	74	125	156	177	177	225	254	254	330	385
<i>Asunto</i>	0	14	34	36	36	34	40	40	43	46
<i>Osake</i>	0	3	5	8	8	10	12	12	15	20
Liikevaihdon jakauma*										
<i>Hallinnointipalkkiot</i>	1,9	2,6	2,1	2,7	4,7	3,1	4,2	7,4	10,4	12,5
<i>Tuottosidonnaiset</i>	1,0	2,1	1,2	1,6	2,7	0,9	1,1	2,0	1,6	1,2
<i>Muut</i>	1,4	1,9	1,3	1,3	2,6	3,4	2,0	5,4	5,1	4,8
Hoiva tuotto -% sijoittajille	8,44 %	9,56 %	4,00 %	4,67 %	8,67 %	3,91 %	4,40 %	8,31 %	8,10 %	7,90 %
Asunto tuotto -% sijoittajille		11,35 %	3,80 %	2,60 %	6,40 %	1,52 %	2,40 %	3,92 %	4,00 %	4,00 %

* Inderesin arvio myös historialukujen osalta

Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q2'17	Q4'17	2017	Q2'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	6,7	4,6	5,5	10,2	7,5	7,4	14,9	17,2	18,6
<i>Titanium</i>	6,7	4,6	5,5	10,2	7,5	7,4	14,9	17,2	18,6
Käyttökate	3,5	2,9	3,2	6,1	4,9	3,5	8,3	8,4	8,9
Poistot ja arvonalennukset	-1,3	-0,6	-0,6	-1,3	-0,6	-1,0	-1,7	-2,8	-1,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,5	2,9	3,2	6,1	4,9	3,4	8,3	8,4	8,9
Liikevoitto	2,2	2,3	2,6	4,8	4,2	2,4	6,7	5,6	7,3
<i>Titanium</i>	2,2	2,3	2,6	4,8	4,2	2,4	6,7	5,6	7,3
Nettorahoituskulut	0,1	0,0	-1,0	-1,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3
Tulos ennen veroja	2,3	2,3	1,6	3,9	4,3	2,5	6,8	5,9	7,6
Verot	-0,7	-0,6	-0,7	-1,3	-1,0	-0,6	-1,6	-1,7	-1,8
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,6	1,7	0,9	2,6	3,3	1,9	5,2	4,2	5,8
EPS (oikaistu)	0,11	0,26	0,29	0,55	0,39	0,29	0,68	0,69	0,73
EPS (raportoitu)	0,06	0,19	0,10	0,29	0,33	0,19	0,52	0,42	0,58

Tunnusluvut	2016	Q2'17	Q4'17	2017	Q2'18	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	54,2 %	90,3 %	29,4 %	52,3 %	61,6 %	33,9 %	46,5 %	15,3 %	8,1 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	44,5 %	142,4 %	11,8 %	76,4 %	67,6 %	7,9 %	36,3 %	0,6 %	6,6 %
<i>Käyttökate-%</i>	52,0 %	62,8 %	58,0 %	60,2 %	65,1 %	46,7 %	56,0 %	48,8 %	48,1 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	51,9 %	62,7 %	57,9 %	60,0 %	65,0 %	46,6 %	55,9 %	48,7 %	48,0 %
<i>Nettotulos-%</i>	23,7 %	37,2 %	16,1 %	25,7 %	44,1 %	25,8 %	35,0 %	24,5 %	31,2 %

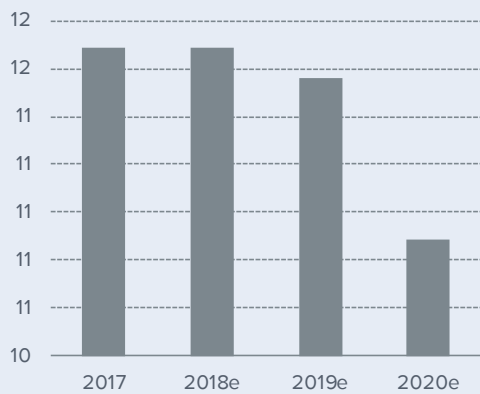
Lähde: Inderes

Arvostus

Arvostustaso	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Markkina-arvo	58	80	80	80	80
Yritysarvo (EV)	46	79	79	78	78
P/E (oik.)	11,7	11,7	11,6	10,9	10,5
P/E	22,0	15,4	19,1	13,9	13,2
P/Kassavirta	5,9	29,4	13,7	11,6	12,0
P/B	3,8	5,3	6,0	6,3	6,8
P/S	5,7	5,4	4,7	4,3	4,1
EV/Liikevaihto	4,5	5,3	4,6	4,2	3,9
EV/EBITDA	7,6	9,4	9,4	8,7	8,4
EV/EBIT	9,5	11,8	14,0	10,7	10,2
Osinko/tulos (%)	189,3 %	115,4 %	155,4 %	121,6 %	100,0 %
Osinkotuotto-%	8,6 %	7,5 %	8,1 %	8,8 %	7,6 %

Lähde: Inderes

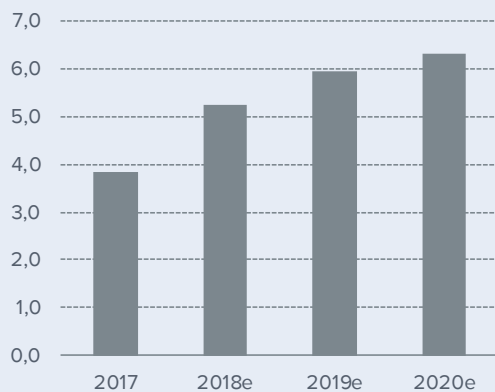
P/E (oikaistu)



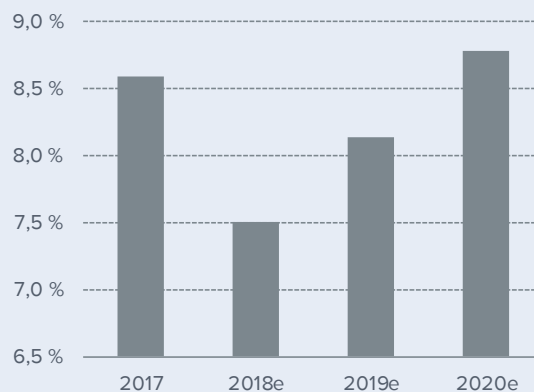
EV/EBIT



P/B



Osinkotuotto-%

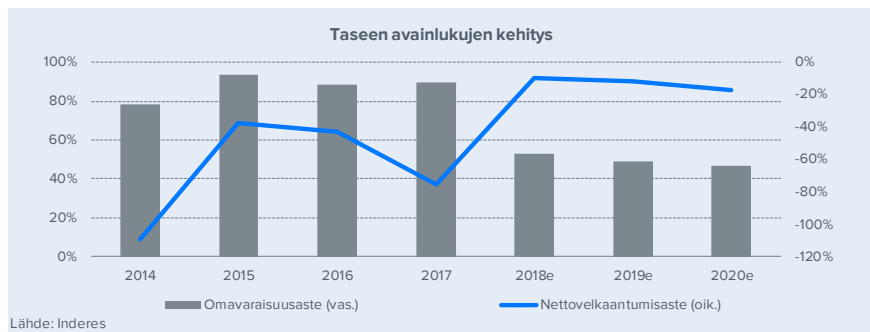


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	5,2	4,9	4,0	13,3	11,0
Liikearvo	4,9	3,7	2,4	9,7	7,0
Aineettomat oikeudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,3	1,2	1,5	3,5	4,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	3,5	5,3	12,7	15,6	16,3
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	0,4	1,4	1,4	2,2	2,6
Likvidit varat	3,0	3,8	11,3	13,4	13,7
Taseen loppusumma	8,7	10,2	16,7	28,9	27,3

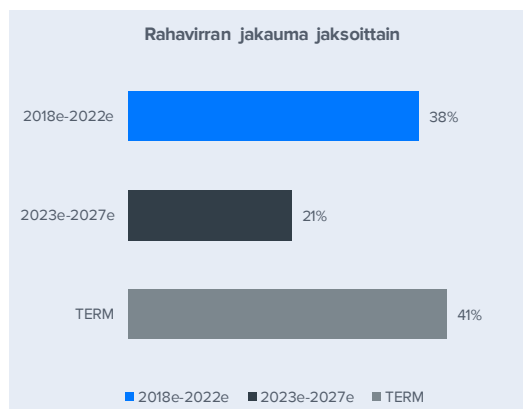
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	8,2	9,0	15,0	15,3	13,5
Osakepääoma	0,1	0,1	5,1	5,1	5,1
Kertyneet voittovarot	0,1	0,9	2,0	2,2	0,4
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,6	1,3	1,7	1,7	1,7
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,6	1,3	1,7	1,7	1,7
Lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	11,9	12,2
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	11,9	12,2
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	8,8	10,3	16,7	28,9	27,3



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	4,8	6,7	5,6	7,3	7,6	8,8	8,6	8,9	8,9	8,7	9,0	
+ Kokonaispoistot	1,3	1,7	2,8	1,6	1,6	1,6	1,6	0,6	0,1	0,1	0,1	
- Maksetut verot	-1,3	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9	-2,2	-2,1	-2,0	-1,9	-1,8	-1,8	
- verot rahoituskuluista	-0,2	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	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,1	-0,8	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	4,7	5,9	6,4	6,9	7,2	8,3	8,0	7,5	7,1	7,0	7,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,4	-11,0	-0,5	0,0	-0,5	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	4,8	-5,1	5,8	6,9	6,7	8,2	7,9	7,4	7,0	6,9	7,1	
+/- Muut	5,0	7,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	9,8	2,7	5,8	6,9	6,7	8,2	7,9	7,4	7,0	6,9	7,1	88,0
Diskontattu vapaa kassavirta	10,4	5,1	5,5	4,8	5,3	4,6	3,9	3,3	2,9	2,7	34,0	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	74,7	72,0	66,9	61,5	56,7	51,4	46,8	43,0	39,6	36,7	34,0	
Velaton arvo DCF	74,7											
- Korolliset velat	0,0											
+ Rahavarat	11,3											
- Vähemmistöosuus	0,0											
- Osinko/pääomapalautus	-4,9											
Oman pääoman arvo DCF	81,1											
Oman pääoman arvo DCF per osake	8,09											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,7 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	4,3	6,7	10,2	14,9	17,2
EBITDA	2,4	3,5	6,1	8,3	8,4
EBITDA-marginaali (%)	55,4	52,0	60,2	56,0	48,8
EBIT	1,1	2,2	4,8	6,7	5,6
Voitto ennen veroja	1,2	2,3	3,9	6,8	5,9
Nettovoitto	0,7	1,6	2,6	5,2	4,2
Kertaluontoiset erät	-1,3	-1,3	-1,3	-1,7	-2,7

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	8,7	10,2	16,7	28,9	27,3
Oma pääoma	8,2	9,0	15,0	15,3	13,5
Liikearvo	4,9	3,7	2,4	9,7	7,0
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	11,9	12,2

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	2,4	3,5	6,1	8,3	8,4
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,5	-1,0	0,1	-0,8	-0,3
Operatiivinen kassavirta	1,5	1,7	4,7	5,9	6,4
Vapaa kassavirta	-4,5	1,5	9,8	2,7	5,8

Yhtiökuvaus
Titanium on vuonna 2009 perustettu kotimainen ja vakavarainen omaisuudenhoitoyhtiö, joka tarjoaa asiakkailleen korkeatasoisia omaisuudenhoitopalveluja sekä ajankohtaisia sijoitusrahastoja. Titaniumin yrittäjävetoinen ja kokenut tiimi palvelee yksityissijoittajia, yrityksiä sekä instituutioita, jotka tavoittelevat varoilleen tasaista ja ennustettavaa tuottoa.

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,03	0,06	0,29	0,52	0,42
EPS oikaistu	0,07	0,11	0,55	0,68	0,69
Operat. kassavirta per osake	0,06	0,07	0,52	0,59	0,63
Tasearvo per osake	0,31	0,34	1,67	1,52	1,34
Osinko per osake	0,03	0,03	0,55	0,60	0,65
Voitonjako, %	113	58	189	115	155
Osinkotuotto, %		1,8	8,6	7,5	8,1

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	0,0	31,7	22,0	15,4	19,1
P/B	0,0	5,6	3,8	5,3	6,0
P/Liikevaihto	0,0	7,5	5,7	5,4	4,7
P/CF	0,0	28,7	12,2	13,6	12,6
EV/Liikevaihto	-0,7	6,9	4,5	5,3	4,6
EV/EBITDA	neg.	13,3	7,6	9,4	9,4
EV/EBIT	neg.	21,0	9,5	11,8	14,0

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Tommi Santanen	15,2 %
Petri Kärkkäinen	11,5 %
Henri Prittinen	10,8 %
Mikko Leppänen	7,5 %
Markus Oksa	4,9 %
Jorma Takanen	4,9 %

Suositus historia, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
10/10/2017	Vähennä	7,00 €	6,98 €
18/01/2018	Lisää	7,00 €	6,70 €
23/03/2018	Lisää	8,00 €	7,40 €
21/05/2018	Osta	8,30 €	7,30 €
17/06/2018	Lisää	8,30 €	7,56 €
31/08/2018	Lisää	8,50 €	8,00 €

Vastuuvapauslauseke

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat 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.

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä -	5-5 %
Myy	< -5 %

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

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