

United Bankers

Seurannan aloitus

11/2014

**inde
res.**

Reaaliomaisuusratkaisujen osaaja

Aloitamme sijoituspalveluyhtiö United Bankers (UB) seurannan 33,0 euron tavoitehinnalla ja vähennä-suosituksella. Näkemyksemme mukaan osake on tällä hetkellä oikein hinnoiteltu ja korkeampi arvostus vaatisi taakseen korkeampia tulosenennusteita tai onnistuneita yritysjärjestelyjä.

Keskisuuri toimija Suomen sijoituspalvelumarkkinoilla

United Bankers on sijoitustuotteita ja -palveluita tarjoava yritys. Yhtiön liiketoiminta kattaa varainhoidon, rahastojen hallinnoinnin, välityksen ja investointipankkitoiminnan. Yhtiö on profiloitunut sijoituspalvelumarkkinoilla etenkin reaaliomaisuusratkaisujen osaajana ja yhtiön omista rahastoista merkittävä osa keskittyykin reaaliomaisuussijoittamiseen. Yhtiön keskeisiä verrokkiyhtiöitä ovat Taaleritehdas, eQ ja Evli.

Voimakkaan kasvun vaihe

United Bankers on viimeiset vuodet keskittynyt rakentamaan alustaa voimakkaalle kasvulle. Tämä rakentaminen on tarkoittanut mm. Aventure-liiketoimintakauppaa, investointipankkiliiketoiminnan aloittamista, Ruotsiin laajentamista, rekrytointia ja merkittäviä panostuksia IT-järjestelmään. Uskomme, että yhtiö on nyt siirtymässä voimakkaan kasvun vaiheeseen, kun nämä panostukset alkavat asteittain näkyä yhtiön tuloslukuissa.

Yrityskauppoja luvassa

Uskomme, että yksi tärkeimmistä syistä United Bankersin pörssilistauksen taustalla on yhtiön kiinnostus osallistua toimialan konsolidaatioon. Suomen finanssisektorilla on selkeää tarvetta konsolidaatiolle ja uskomme, että toimijoiden määrä sektorilla tulee laskemaan selvästi lähivuosien aikana. Osakeannin avulla United Bankersin saa merkittävästi käteisvaroja toteuttaa pienempiä yritysjärjestelyjä ja mahdollisuuden käyttää omaa osakettaan suuremmissa järjestelyissä. Pidämme erittäin todennäköisenä, että United Bankers tulee osallistumaan jonkinlaiseen toimialajärjestelyyn seuraavan 12 kuukauden aikana.

Osakeanti hinnoittelee yhtiön järkevästi

Vuosien 2015 ja 2016 P/E-kertoimet ovat ennusteillamme 20x ja 15x ja vastaavat osinkotuotot 2,6 % ja 3,3 %. Ottaen huomioon, että yhtiön tulokasvuun liittyy selkeitä riskejä (esim. yhtiön kapea tuotetarjonta, projektiluontoisen liiketoiminnan merkittävä osuus ja epävarma markkinatilanne), voidaan arvostusta pitää neutraalina. Näkemyksemme mukaan korkeampi kurssitaso vaatisi taakseen onnistuneita yritysjärjestelyitä tai korkeampia tulosenennusteita. Vaikka yhtiön track-record yritysjärjestelyistä on hyvä, liittyy uusiin järjestelyihin aina merkittäviä riskejä. Tulosenennusteiden osalta näkyvyyttä heikentää selvästi yhtiön raportointirakenne. Yhtiö raportoi tuloksensa yhtenä segmenttinä ja näin ollen näkyvyys alla olevien liiketoimintojen kehitykseen on hyvin rajallinen.

Analyytikko

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



Suositus

Vähennä



Tavoitehinta: 33,0 EUR

Kaupankäyntitunnus: UNIAY



Eilisen päätös
Potentialiaali

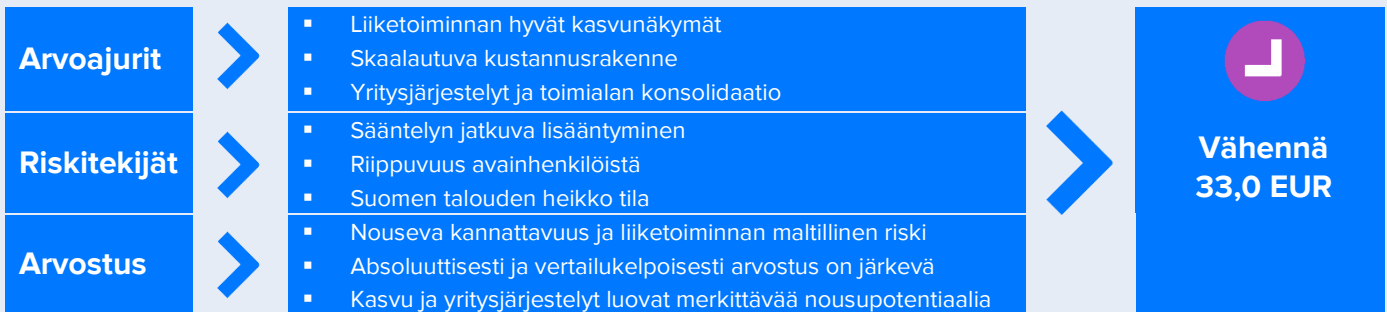
34,80 EUR
- 5 %

Avainluvut

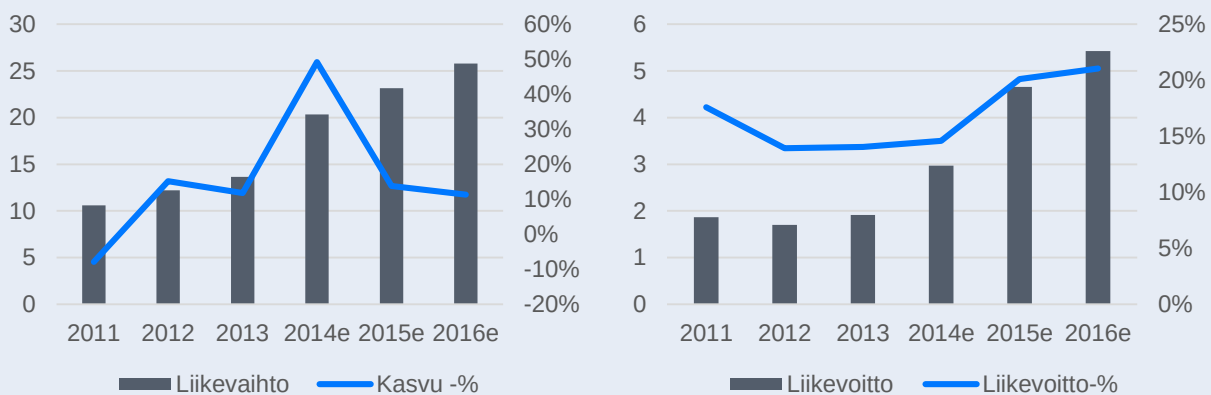
Avainluvut	2014e	2015e	2016e
Liikevaihto	20,3	23,2	25,8
-Kasvu-%	49,1 %	13,8 %	11,3 %
EBIT	3,0	4,7	5,4
-EBIT -%	14,6 %	20,1 %	21,0 %
Tulos ennen veroja	3,0	4,7	5,4
Nettotulos	2,3	3,7	4,3
EPS	1,66	2,23	2,61
Osinko	0,85	1,10	1,30
-Osinkosuhde-%	51 %	49 %	50 %
P/E	19,9	14,8	12,6
P/B	3,4	3,0	2,6
P/S	2,5	2,2	1,9
Osinkotuotto-%	2,6 %	3,3 %	3,9 %

United Bankers yhteenveto

Sijoitusnäkemys



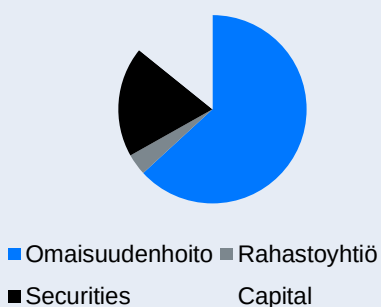
Liiketoiminnan kehitys



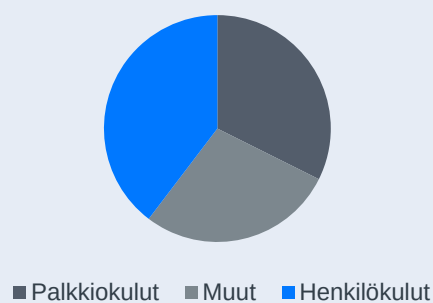
Lähde: United Bankers, Inderes

Liiketoimintarakenne

Palkkiotuottojen jakauma 2014e



Kulurakenne 2013



Lähde: Inderes, United Bankers

Arvostus 2015e



Sisällysluettelo

United Bankers yhteenveto	3
Sisällysluettelo	4
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5
Toimiala ja kilpailijat	9
Strategia, kilpailuedut ja riskit	13
Taloudellinen tilanne	17
Ennusteet ja arvostus	21
Tuloslaskelma	26
Tase	26
DCF-malli	27

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

United Bankers on keski-suuri toimija Suomen sijoituspalvelumarkkinoilla. Yhtiö toimii varainhoidon lisäksi arvopaperivälityksessä, investointipankkitoiminnassa ja rahastojen hallinnoinnissa. Varainhoito on yhtiön liiketoiminnan ydin ja se muodostaa yli puolet yhtiön liikevaihdosta. Yhtiö suunnittelee listautumista Helsingin pörssin First North -listalle marraskuussa 2014. Annista saatavilla varoilla yhtiö tulee kiihdyttämään kasvuaan ja pidämme todennäköisenä, että yhtiö ottaa osaa myös toimialan konsolidaatioon.

Yhtiökuvaus

Keski-suuri toimija Suomen sijoituspalvelumarkkinoilla

Vuonna 1986 perustettu United Bankers on keski-suuri peluri kotimaisessa omaisuudenhoitokentässä. Yhtiö aloitti liiketoimintansa arvopaperinvälityksestä ja on vuosien saatossa laajentanut toimintaansa merkittävästi. Tänä päivänä konserni tarjoaa arvopaperivälityksen lisäksi omaisuudenhoitoa tuotteita ja palveluita, rahastojen hallinnointia, investointipankkitoimintaa ja reaaliomaisuussijoittamisen ratkaisuja. Yhtiöllä oli H1'14 lopussa palveluksessaan 80 henkilöä ja 4489 asiakasta.

Yhtiö listautui Helsingin pörssin First North -listalle

United Bankers listautui Helsingin pörssin First North -listalle. Yhtiö myi 285 000 osaketta osakeannissa yleisölle Suomessa ja suomalaisille ja kansainvälisille sijoittajille 33,0 euron osakekohtaiseen merkintähintaan. Lisäksi yhtiö myi 15 000 osaketta henkilöstölleen 29,7 euron hintaan. Kokonaisuutena yhtiö keräsi annilla noin 9,8 MEUR ennen osakeantiin liittyviä kuluja (arviolta 0,4 MEUR). Osakeanti vastaa noin 19,92 % yhtiön kaikista osakkeista. Osakeannissa kukaan vanhoista omistajista ei myy osakkeita.

Kaupankäynti osakkeilla aloitettiin 24.11.2014 ja osakkeen kaupankäyntitunnus on UNIAV.

Yhtiön kaikki nykyiset osakkeenomistajat ja sen hyväksytty neuvonantaja (Merasco) ovat sopineet, etteivät osakkeenomistajat myy tai muutoin luovuta listalleottoesitteen päivämääränä omistamiaan United Bankersin osakkeita osakkeiden ensimmäistä kaupankäyntipäivää seuraavan 12 kuukauden aikana. Yhtiön henkilöstö on sitoutunut olemaan myymättä henkilöstöannissa merkitsemiään osakkeita listauksen alkamisesta seuraavan 6 kuukauden aikana.

Osakeannista saatavat varat yhtiö aikoo käyttää yhtiön liiketoiminnan kehittämiseen ja laajentamiseen. Yhtiö aikoo laajentaa varainhoitotuotteiden ja -palveluiden myyntiä Ruotsiin vielä tilikauden 2014 aikana. United Bankers etsii myös aktiivisesti mahdollisuuksia kasvattaa kotimaan liiketoimintaa orgaanisesti tai epäorgaanisesti. Tarkastelemme aihetta tarkemmin strategia-kappaleessa.

Voitonjakopolitiikka

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

Missio

Yhtiön missiona on auttaa asiakkaitaan kartuttamaan varallisuuttaan tarjoamalla pitkäaikaiseen kokemukseen ja ammattitaitoon perustuvia korkealaatuisia sijoituspalveluita ja -tuotteita. Asiakkaan tavoitteet ja toiveet asetetaan etusijalle palvelu- ja sijoitustuotevalikoimaa kehittäessä. Asiantuntemuksen korkea taso sekä edelläkävijä ja joustavuus sijoitustuotteiden ja palveluiden kehittämisessä tuottavat asiakkaille lisäarvoa, johtavat pitkäaikaisiin asiakassuhteisiin ja edistävät yhtiön liiketoiminnan kasvattamista.

Visio

Yhtiön tavoitteena on olla haluttu yhteistyökumppani sekä yksityis- että yhteisöasiakkaiden varainhoidossa. Yhtiön visiona on kasvaa merkittäväksi ja tunnetuksi finanssitavarataloksi Suomessa ja Pohjoismaissa. Korkealaatuisten tuotteiden ja palveluiden markkinointi lisää yhtiön tunnettavuutta ja auttaa kasvattamaan asiakaskuntaa ja hallinnoitavan varallisuuden määrää merkittävästi.

Liiketoimintamalli

Omaisuu denhoito liiketoiminnan ytimenä

United Bankers -konserniin kuuluu emoyhtiö United Bankers Oy:n lisäksi kuusi tytäryhtiötä. Yhtiön täysin omistamat tytäryhtiöt ovat UB Securities Oy, UB Omaisuu denhoito Oy ja UB Rahastoyhtiö Oy. UB Capital Oy, UB Real Asset Management Oy ja UB Nordic Forest Management Oy ovat tytäryhtiöitä, joissa yhtiöllä on enemmistöomistus. UB Capital Oy:llä on täysin omistettu UB Företagsrådgivning AB -niminen tytäryhtiö Ruotsissa. Tämän lisäksi UB Omaisuu denhoito Oy on jättänyt Finanssi-valvonnalle ilmoituksen Ruotsin sivuliikkeen perustamisesta.

UB Omaisuu denhoito Oy on United Bankersin täysin omistama tytäryhtiö. Se tarjoaa varainhoidon tuotteita ja palveluita, vastaa strukturoitujen sijoituslainojen tuotekehityksestä, tuottaa UB Rahastoyhtiö Oy:lle rahastojen salkunhoitopalveluja sekä toimii yhtiön kaikkien varainhoitotuotteiden ja -palveluiden myyjänä ja markkinoijana. UB Omaisuu denhoito tarjoaa täyden valtakirjan varainhoitoa ja sen kohderyhmänä ovat varakkaat yksityishenkilöt sekä instituutiot. Perinteisen suoriin osake- ja joukkolainasijoituksiin perustuvan varainhoidon rinnalla yritys tarjoaa erityisesti reaaliomaisuuteen perustuvia varainhoitoratkaisuja. United Bankers onkin varainhoitajana profiloitunut ennen kaikkea reaaliomaisuusrahastojen osajaksiksi. Omaisuu denhoito on yhtiön ylivoimaisesti suurin liiketoimintayksikkö ja sen palkkiotuotot olivat vuonna 2013 7,3 MEUR ja liikevoitto 1,95 MEUR.

United Bankersin omaisuuu denhoidolla ei ole fyysistä jakeluverkostoa ja sen ainoa toimipiste sijaitsee Helsingissä. Jakeluverkoston sijaan yhtiö on valinnut vähittäissijoittajakentässä lähestymistavakseen voimakkaan markkinoinnin ja skaalautuvan IT-järjestelmän. Yhtiö panostaa suhteessa kokoluokkaansa selvästi verrokkejaan enemmän markkinointiin (esim. TV-mainonta). Tämän mainonnan avulla yhtiö pyrkii kasvattamaan tunnettuuttaan ja tavoittamaan vähittäissijoittajat. Vähittäissijoittajat pyritään ohjaamaan yhtiön IT-portaaliin, jossa asiakasprosessi voidaan hoitaa tehokkaasti ja pienin henkilöstöresurssein. Yhtiön pääkohderyhmän (instituutiot ja varakkaat yksityishenkilöt) asiakassuhde hoidetaan alalle tyypillisesti henkilökohtaisen asiakassuhteen kautta.

United Bankersilla on omaisuuu denhoitoon liitännäistä liiketoimintaa myös kahdessa muussa tytäryhtiössä; UB Real Asset Management Oy:ssä ja UB Nordic Forest Management Oy:ssä.

UB Real Asset Management Oy on United Bankersin 56 prosenttisesti omistama tytäryhtiö. Se harjoittaa varainhoitotoimintaa ja vastaa UB Rahastoyhtiö Oy:n hallinnoimien reaaliomaisuusrahastojen sekä neljän muun yhtiön rahaston salkunhoidosta. Omistusrakenne on peräisin vuoden 2011 Aventure-liiketoimintakaupasta, minkä

seurauksena Aventuren rahastoja hallinnoidaan edelleen sen entisten työntekijöiden osittain omistaman yrityksen kautta. 44 % yhtiön omistuksesta on Aventuren vanhoilla työntekijöillä. Omistuksen kautta heidät pyritään sitouttamaan pitkäjänteisesti yhtiön kehittämiseen.

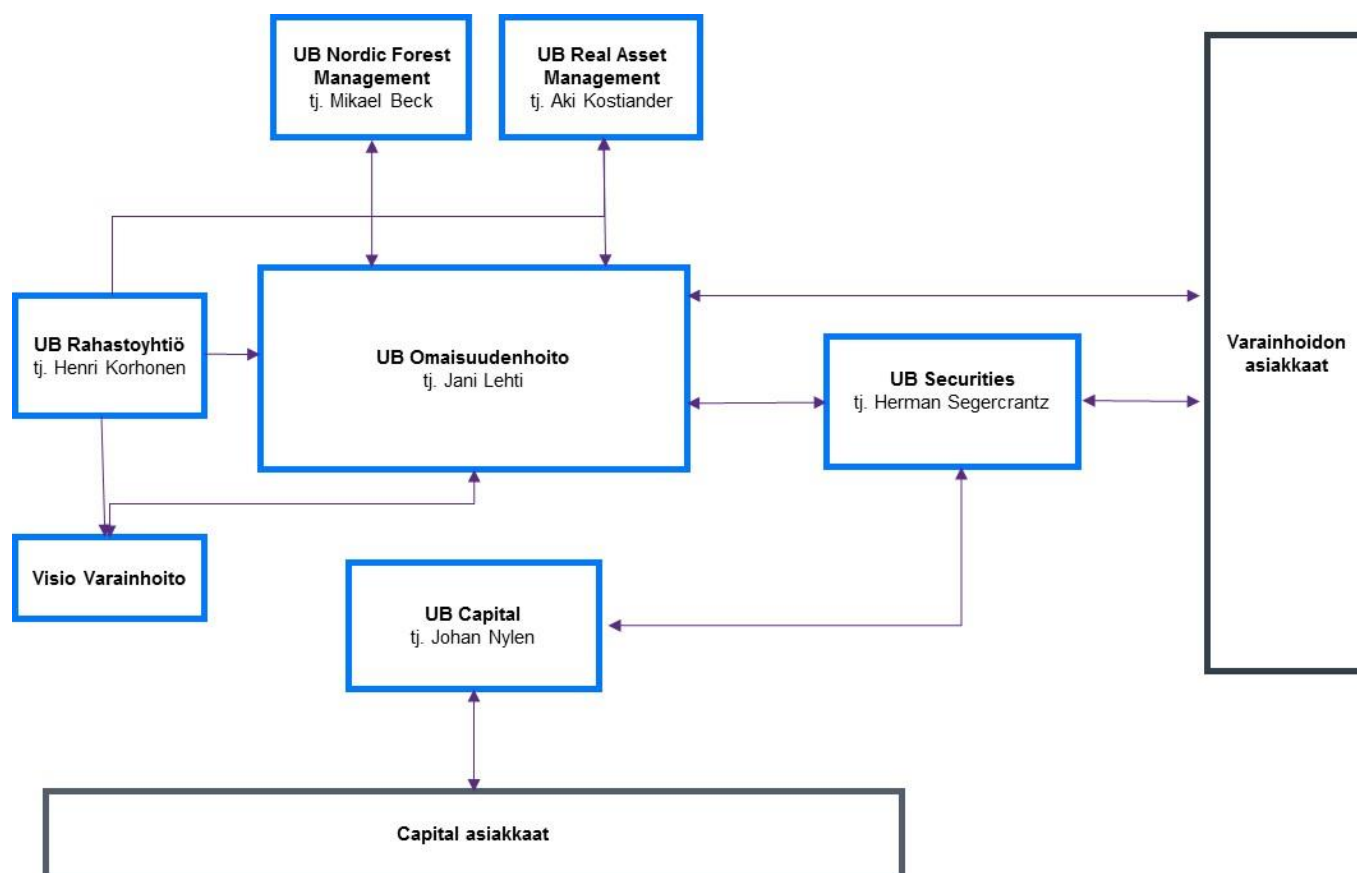
UB Real Asset Management keskittyy puhtaasti rahastojen salkunhoitoon ja kaikki tähän liittyvät tukipalvelut (mm. myynti, markkinointi ja rahastojen hallinnointi) ostetaan emokonsernilta. Sen rahastoissa on hallinnoitavaa varallisuutta noin 250 MEUR:n arvosta.

UB Nordic Forest Management Oy on metsä-pääomarahastoihin erikoistunut yhtiö, jonka United Bankers osti omistukseensa vuoden 2014 alussa. United Bankers omistaa yhtiöstä 65 %, kun taas loput ovat sen toimivalla johdolla ja työntekijöillä. Tällä hetkellä UB Nordic Forest Management Oy vastaa Nordic Forest Fund I Ky -nimisen pääomarahaston hallinnoinnista. Rahasto on United Bankersin ensimmäinen pääomarahasto ja sen tavoitekokoo on 35 MEUR. Uskomme, että metsäsijoittamiseen liittyvät tuotteet ovat yhtiölle keskeinen tuotealue tulevaisuudessa.

UB Rahastoyhtiö Oy on United Bankersin täysin omistama tytäryhtiö ja se harjoittaa sijoitusrahastojen hallinnointia ja siihen läheisesti liittyvää toimintaa. Yhtiön hallinnoitavat rahastovarot olivat H1'14:n lopussa 436 MEUR ja sillä oli hoidossa yhteensä 16 rahastoa. Näistä 16 rahastosta 13 on konsernin itse hoitamia ja kolme on konsernin ulkopuolisten salkunhoitajien hoitamia. Rahastoyhtiön liikevaihto oli vuonna 2013 0,65 MEUR ja liikevoitto hieman negatiivinen.

UB Securities Oy on United Bankersin täysin omistama tytäryhtiö ja se tarjoaa arvopaperinvälitystä ja sijoitus-neuvontaa kustannustehokkaasti kaikilla merkittävillä markkinoilla. Yhtiön välitystoiminta palvelee etenkin pohjoismaisia ammattimaisia asiakkaita, ja se kattaa perinteisen listattujen ja listaamattomien osakkeiden välityksen lisäksi joukkolainojen, pörssilistattujen rahastojen ja johdannaisten välityksen. United Bankersin välitys on Helsingin ainoa pankeista riippumaton välittäjä. Välityksellä on keskeinen rooli konsernin muiden osien tukena ja osana yhtiön asiakkailleen tarjoamaa palvelupakettia. Yhtiön osuus Helsingin pörssin osakevälityksestä on viimevuosina vaihdellut 0,2-0,4 %:n välillä. UB Securities Oy on yhtiön toiseksi suurin liiketoimintayksikkö ja sen liikevaihto oli vuonna 2013 3,1 MEUR. Liikevoitto oli epätyydyttävällä tasolla 0,2 MEUR:ssa. UB Securities Oy on konsernin kokonaisuuden kannalta strategisessa mielessä tärkeä ydintoiminto ja sen tuomaa lisäarvoa ei näkemyksemme mukaan voida täysimääräisesti mitata puhtaan tuloksen kautta. Esimerkiksi yhtiön investointipankkiliiketoiminta kykenee tarjoamaan huomattavasti kattavampia palvelupaketteja välityksen avulla.

Liiketoimintojen strategiset roolit konsernissa



Lähde: United Bankers & Inderes

UB Capital Oy harjoittaa investointipankkitoimintaa Suomessa. Yhtiö harjoittaa investointipankkitoimintaa myös Ruotsissa sen kokonaan omistaman tytäryhtiön UB Företagsrådgivning AB:n kautta. UB Capital Oy perustettu vuonna 2011 ja viimeiset 2 vuotta se on keskittynyt liiketoiminnan ylösajoon. Yhtiö toimii mm. neuvonantajana erilaisissa yritys- ja rahoitusjärjestelyissä. Yhtiöllä on 11 työntekijää, joista 7 työskentelee Tukholmassa, 3 Helsingissä ja 1 Vaasassa. United Bankers omistaa yhtiöstä 62 % ja loput 38 % ovat UB Capital Oy:n avainhenkilöiden omistuksessa. Yhtiön pääkohderyhmänä ovat 20-100 MEUR:n kokoluokan järjestelyt ja etenkin Suomen ja Ruotsin rajat ylittävät transaktiot. Yhtiön tiimit ovat vahvasti integroitu ja näin ollen ne palvelevat asiakkaitaan yhtenä kokonaisuutena. UB Capitalin liikevaihto oli vuonna 2013 noin 1 MEUR ja liike-tulos nollan tuntumassa. Vuoden 2013 numerot eivät heijastele yhtiön nykyistä henkilöstömäärää ja nykyisen henkilöstömäärän liikevaihtopotentiali on huomattavasti suurempi.

United Bankers omistaa myös 10 %:n osuuden suomalaisesta sijoituspalveluyrityksestä Visio Varainhoito Oy:stä. Visio hoitaa kahden UB rahastoyhtiön hallinnoiman rahaston salkkua ja UB myös myy Vision tuotteita. Pidämme

omistusta yhtiössä strategisena emmekä odota UB:n tekevän muutoksia nykyiseen omistukseensa.

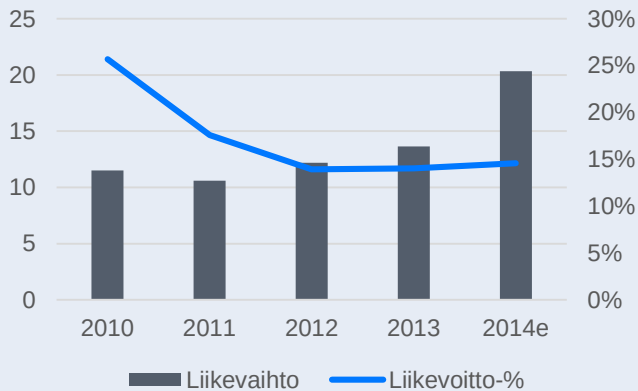
Liiketoiminta-alueet tukevat toisiaan

Vaikka United Bankersin liiketoiminta-alueet ovat melko irrallisia toisistaan, on niillä merkittäviä synergioita keskenään. United Bankers kykenee esimerkiksi listautumisanneissa toimimaan annin pääjärjestäjänä (UB Securities), Neuvonantajana (UB Capital) ja merkintäpaikkana (UB Securities). Myös Investointipankkitoiminnan ja varainhoidon asiakaskuntien pääkohderyhmät ovat pitkälti samat ja näin ollen myös asiakaskuntien ristiin palvelu on mahdollista. Myös esimerkiksi UB Securities:llä on hyvin keskeinen rooli yhtiön liiketoiminnassa, sillä sen kautta yhtiöllä on jatkuva kontakti sijoittajiin ja sen kautta yhtiö myös ylläpitää luottamussuhdetta sijoittajiin.

Näin ollen yhtiön liiketoimintaa pitäisikin arviomme mukaan tarkastella kokonaisuutena yksittäisten liiketoiminta-alueiden tarkastelemisen sijaan.

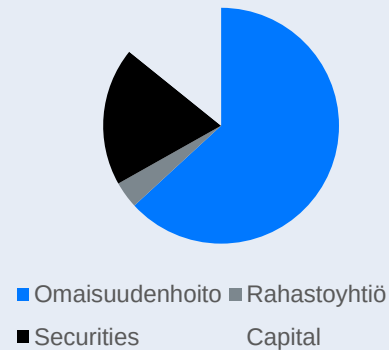
United Bankers yhteenveto

Liikevaihto- ja kannattavuuskehitys



Lähde: United Bankers, Inderes

Palkkiotuottojen jakauma 2014e



Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

Toimiala ja kilpailijat

Suomen talouden heikot näkymät heijastuvat myös rahoitusmarkkinoihin. Uutta varallisuutta ei synny ja näin ollen alan yhtiöiden kasvu riippuu varallisuusarvojen noususta tai markkinaosuuksien voittamisesta. Toimialan keskeiset trendit tukevat osittain pieniä ja erikoistuneita toimijoita ja tämän seurauksena isot pankit ovat viime vuosien aikana menettäneet markkinaosuuksiaan. Varainhoitotoimialalla on kuitenkin lähivuosina odotettavissa konsolidaatiota, kun kasvava regulaatio, hidas kasvu ja kiistattomat synergiaedut ajavat toimijoita neuvottelupöytiin.

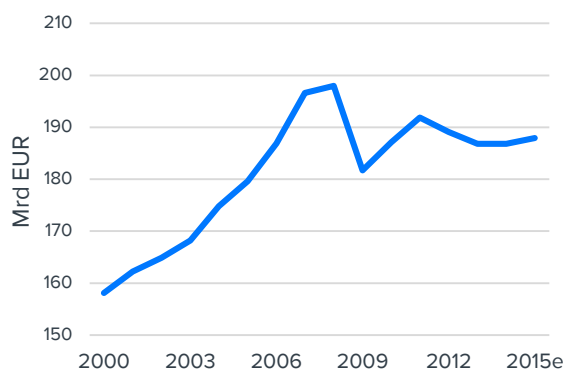
Toimiala

Suomen taloudessa heikot näkymät

Suomen yleinen talouskehitys on ollut heikkoa vuoden 2008 finanssikriisistä alkaen. Suomen bruttokansantuotteen ennustetaan kuluvana vuonna pysyvän vuoden 2013 tasolla ja vuoden 2008 taso tullaan saavuttamaan eri tutkimuslaitosten arvioiden mukaan vasta kuluva vuosikymmenen loppupuolella.

Suomen talouden keskeisiä ongelmia ovat korkea ja jäykkä kustannusrakenne, valtion ylisuuri rooli, teollisuuden rakennemuutos ja investointien puute. Lisäksi Suomen tärkeiden vientimarkkinoiden Euroopan ja Venäjän talousongelmat heikentävät Suomen talousnäkymiä entisestään. Kokonaisuutena ongelmat ovat pitkälti rakenteellisia ja näkemyksemme mukaan Suomen taloudella ei ole edellytyksiä ripeään kasvuun ilman rakenteita korjaavia toimenpiteitä.

Suomen bruttokansantuotteen kehitys 2000-2015e



Lähde: Tilastokeskus, OP-Pohjola & Inderes

Vuoden 2015 osalta ennustelaitokset odottavat Suomen talouden kasvavan viennin vetämänä noin 1 %:n. Työttömyys tulee pysyttelemään nykyisellä korkealla tasolla (yli 8 %) johtuen talouden heikosta kasvusta, valtion toimintojen supistamisesta ja teollisuuden jatkuvasta rakennemuutoksesta.

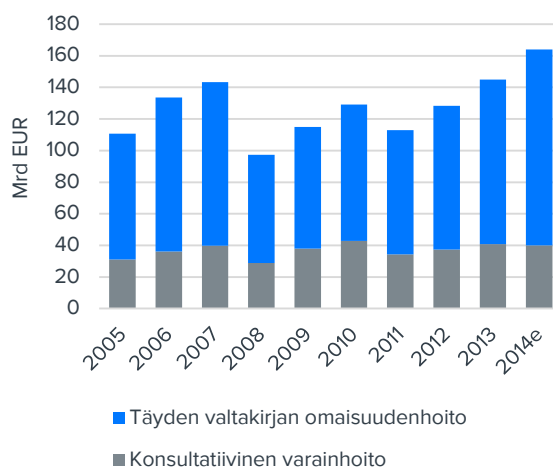
Heikko talous painaa varainhoitomarkkinaa

Varainhoitomarkkinat ovat kokonaisuutena Suomessa verrattain nuoret ja esimerkiksi ensimmäiset sijoitusrahastot perustettiin vasta 1980-luvun lopulla. Viimeisen kolmen vuosikymmenen aikana varainhoitoliiketoiminta on kasvanut ripeästi kansantalouden kasvun ja kansalaisten vaurastumisen myötä.

Historiallisesti suomalaisten kotitalouksien varallisuudesta valtaosa on ollut sidottuna asuntoihin ja asunto on edelleen ylivoimaisesti suurin varallisuuden muoto kotitalouksilla, vaikka muut sijoitusmuodot ovatkin yleistyneet. Markkinoiden nuori ikä heijastuu Suomessa myös siten, että kotitalouksien asuntojen ulkopuolisesta sijoitusvarallisuudesta huomattava osa on edelleen pankkien käyttötileillä. Kotimainen omaisuudenhoitomarkkina kärsi pahoin vuoden 2008 finanssikriisistä ja markkina saavuttaa vuoden 2008 koon vasta kuluva vuonna.

Omaisuudenhoitomarkkinan kasvu on viime vuosina perustunut pitkälti omaisuusarvojen nousuun, sillä heikosta taloustilanteesta johtuen uutta varallisuutta on syntynyt Suomessa vain rajallisesti.

Suomen omaisuudenhoitomarkkina 2005-2014e

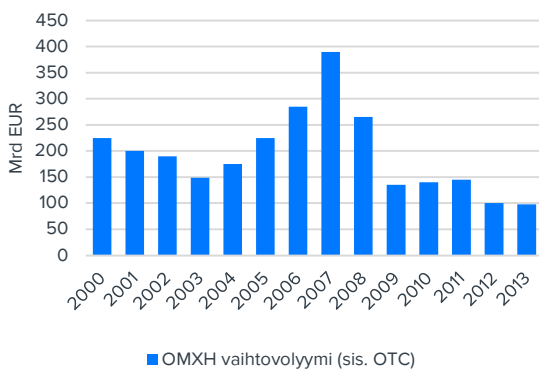


Lähde: Inderes & Finanssivalvonta

Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli vuoden 2013 lopussa 144,9 miljardia euroa. Alkuvuoden vahvan markkinakehityksen myötä markkina tulee kasvamaan vuonna 2014 selvästi. Arviomme mukaan vuoden 2014 lopussa omaisuudenhoitomarkkinan koko tulee olemaan noin 165 miljardia euroa. Tästä 165 miljardista noin 70 miljardia on sijoitettu kotimaisiin sijoitusrahastoihin.

Johtuen Suomen talouden heikoista näkymistä uskomme, että uutta varallisuutta syntyy lähivuosina Suomeen melko vähän. Näin ollen varainhoitomarkkinan kasvu tulee myös jatkossa perustumaan varallisuusarvojen kasvuun. Pitkällä aikavälillä Suomen omaisuudenhoitomarkkina tulee saamaan merkittävää tukea rakenteellisesta muutoksesta, kun suurten ikäluokkien keräämä varallisuus alkaa siirtyä seuraavalle sukupolvelle. Tämä varallisuuden äkillinen kasvu tulee arviomme mukaan väistämättä johtamaan varainhoitomarkkinan kasvuun. Tämä rakenteellinen muutos tapahtuu kuitenkin vasta tulevien vuosikymmenten aikana, eikä näin ollen vaikuta alan lyhyen aikavälin näkymiin.

Helsingin pörssin vaihtovolyymi 2000-2013



Lähde: Inderes & Nasdaq

Helsingin pörssin vaihtovolyymi on ollut finanssikriisin jälkeen rajussa laskussa. Laskun taustalla ovat näkemysmme mukaan Helsingin pörssin kiinnostavuuden vähentyminen ulkomaisten sijoittajien silmissä, Nokian romahdus, Suomen talouden ongelmat ja vaihtoehtoisten markkinapaikkojen kasvu. Pörssin vaihtovolyymi oli vuonna 2013 noin 75 % vuoden 2007 tason alapuolella. Myös välityspalkkioiden hintataso on ollut paineessa etenkin online-välittäjien mukanaan tuoman kilpailupaineen myötä. Näiden tekijöiden johdosta pankkiiriliikkeiden välitystoiminnot ovat olleet puristuksessa. Välitystoiminnot on supistettu tai lakkautettu ja välitystoiminnot ovat hakeneet uusia tulovirtoja perinteisen osakevälityksen hiipuesssa.

Toimialan trendit

Varainhoitotoimialalla keskeisiä trendejä ovat tällä hetkellä näkemysmme mukaan:

- Lisääntyvä regulaatio viranomaisten taholta. Regulaation lisääntyminen kasvattaa toimijoiden

hallinnollista taakkaa ja hankaloittaa etenkin pienten toimijoiden asemaa.

- Sijoittajat ovat entistä vaativampia. Perinteiset, eri markkinaindekseihin sidotut tai niitä mukailevat näennäisen aktiiviset sijoitustuotteet ovat menettämässä jalansijaa. Sijoittajat pyrkivät etsimään joko täysin passiivisia kustannustehokkaita tuotteita tai oikeasti näkemystä ottavia tuotteita.
- Uudet tuotteet valtaavat alaa perinteisiltä tuotteilta. Perinteiset rahastotuotteet ovat myös menettäneet asemiaan, kun esimerkiksi pörssilistatut indeksiosuudet (ETF:t) ovat vallanneet alaa. Myös finanssi-instrumenttien määrän kasvu on mahdollistanut täysin uudentyyppisten tuotteiden rakentamisen (strukturoidut tuotteet).
- Matala korkotaso nostaa kysyntää "real yield" -tuotteita kohtaan. "Real yield" -tuotteita ovat mm. erilaiset reaaliomaisuuteen sijoittavat rahastot kuten esimerkiksi asuntorahastot, tuulivoimarahastot ja infrastruktuurirahastot. Nämä rahastot tarjoavat sijoittajille tasaista ja vakaata korkotuottoon verrattavaa tuottoa.

Odotettavissa konsolidaatiota

Suomessa toimi vuoden 2013 lopussa 53 Finanssivalvonnan toimiluvan saanutta sijoituspalveluyritystä. Näissä yrityksissä työskenteli vuoden 2013 lopussa 994 ihmistä (2012 lopussa 1155). Vaikka Suomen heikko taloustilanne heijastuu myös sijoituspalveluyrityksiin, on toimialan yritysten keskimääräinen kannattavuus pysynyt kohtuullisella tasolla. Voittollisen liiketuloksen teki yli 70 % sijoituspalveluyrityksistä vuonna 2013.

Varainhoitotoimialan heikko kasvu yhdessä lisääntyvän sääntelyn kanssa on vauhdittanut alan konsolidaatiota, jolla toimijat ovat pyrkineet tehostamaan toimintojaan sekä saavuttamaan suurempia mittakaavaetuja. Varainhoitoliiketoiminnassa liiketoimintojen synergiat ovat ilmeisiä ja hallintoalan varallisuuden määrän rajukaan kasvu ei kasvata henkilöstöä merkittävästi. Esimerkkejä viime vuosina tapahtuneesta konsolidaatiosta ovat mm. S-Pankin FIM-hankinta, United Bankersin Aventum-liiketoimintakauppa ja eQ:n IceCapital-osto.

Suomen sijoituspalvelukentällä toimivat pelurit voidaan jakaa kolmeen ryhmään:

- **Pankit:** Pankkien toiminnoille keskeisiä nimittäjiä ovat laaja kivijalkaan pohjautuva jakeluverkosto ja operoiminen kaikilla sijoituspalvelutoiminnan kentillä.
- **Keskisuuret sijoituspalveluyhtiöt,** joilla valtaosalla on omaisuudenhoidon lisäksi myös muuta liiketoimintaa (esim. pankki, välitys tai investointipankki). Tähän ryhmään kuuluvat mm. eQ, Evli, Taaleritehdas, CapMan, Alfred Berg, Seligson ja United Bankers.
- Kolmantena ryhmänä ovat **pienet sijoituspalveluyhtiöt,** jotka pääsääntöisesti keskittyvät omaisuuden tai

rahastonhoitoon. Tähän ryhmään kuuluvat mm. Alexandria, Fondita, Fourton, PYN, Finlandia ja Elite.

Konsolidaation näkökulmasta uskomme, että pankit ovat pitkälti tämän pelin ulkopuolella. Perustamme arviomme siihen, että pankkien asemat ovat verrattain sementoituneet ja ne kykenevät selviytymään kasvavasta regulaatiosta suuren kokoluokkansa turvin. Niiden järjestelmät ja kulttuurit sopivat keskimäärin heikosti yhteen pienempien toimijoiden kanssa. Näin ollen konsolidaatiopeli tullaan käymään ennen kaikkea keskisuurten ja pienten pelureiden osalta. Keskisuurista pelureista eQ ja United Bankers ovat avoimesti ilmaisseet kiinnostuksensa yritysjärjestelyihin. Myös CapMan on avoimesti kertonut kiinnostuksestaan laajentaa asiakaskuntaansa yksityissijoittajiin.

Ostajan näkökulmasta yritysoston taustalla on käytännössä kaksi mahdollista ajuria: 1) ostaja haluaa kasvattaa hallinnoitavia pääomiaan ja saada synergiaa kulupuolelta tai 2) ostaja haluaa laajentaa tuotevalikoimaansa ja palvella asiakaskenttäänsä entistä paremmin. Uskomme, että konsolidaatiopelissä etenkin pienet ja fokuksituneet toimijat tulevat olemaan yritysjärjestelyjen kohteina, sillä niihin kasvava byrokratia ja sääntely iskee kovimmin ja niiden integrointi osaksi suurempaa kokonaisuutta on melko kivutonta. Etenkin tiettyihin pääomarahastosegmenttiin keskittyneet varainhoitotalot ovat mielestämme potentiaalisia ostokohteita johtuen pääomarahastojen kasvavasta kiinnostuksesta. Keskisuurista toimijoista Alfred Berg on mielestämme selkeä ostokohde jollekin keskisuurelle pelurille, sillä yhtiön liiketoiminta on tappiollista ja vahva brändi kiinnostaa useita tahoja.

Suurimpana jarruna yritysjärjestelyille pidämme arvostustasoja. Rahoituslalla tyypillisesti ostaja sekä myyjä ovat keskimääräistä paremmin perillä kohteen käyvästä arvosta ja näin ollen molempien kannalta tyydyttävän ratkaisun löytäminen on usein hankalaa. Uskomme kuitenkin, että keskipitkällä aikavälillä konsolidaatio tulee lisääntymään merkittävästi ja sijoituspalveluyritysten määrä tulee lähivuosien aikana laskemaan selvästi nykyisestä 53:sta.

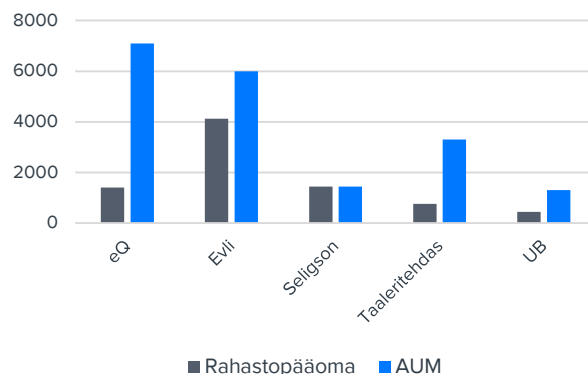
Kilpailijat ja vertailuyhtiöt

Keskisuuret pelurit kasvaneet isojen kustannuksella

Näkemyksemme mukaan United Bankersin keskeisiä kilpailijoita ovat keskisuuret Evli, Taaleritehdas, Seligson ja eQ. Hallinnoitavalla varallisuudella mitattuna eQ on vertailuryhmän suurin toimija 7,1 miljardin euron varallisuudella. Rahastopääomilla mitattuna Evli on kuitenkin vertailuryhmän ylivoimaisesti suurin toimija yli 4,1 miljardin rahastopääomalla. Sijoittajan kannalta rahastopääomat ovat hallinnoitavaa varallisuutta parempi mittari, koska niistä saatavat hallinnointipalkkiot ovat keskimäärin selvästi

hallinnoitavasta varallisuudesta perittäviä hallinnointipalkkioita korkeampia.

Rahastopääoma & AUM



Lähde: Inderes, Sijoitustutkimus, FiVa, United Bankers, Evli

Kokonaisuutena keskisuuret omaisuudenhoitotalot ovat kaikki onnistuneet kasvattamaan hallinnoitavaa varallisuuttaan yleistä markkinakehitystä nopeammin. Taustalla on mielestämme alan trendit, jotka tukevat ketteriä ja innovatiivisia toimijoita. Häviöinä tässä kehityksessä ovat olleet etenkin suuret pankit, jotka kaikki ovat menettäneet markkinaosuuksiaan viimeisen viiden vuoden aikana. Sijoittajan on kuitenkin tärkeä ymmärtää, että näiden viiden keskisuuren omaisuudenhoitotalon yhdistetty markkinaosuus Suomen rahastopääomista on edelleen vain noin 10 %. Kolmen suurimman pankin (Pohjola, Nordea ja Danske) yhdistetty markkinaosuus on noin 65 % ja näin ollen ne dominoivat markkinan isoa kuvaa. Uskomme, että keskisuuret pelurit tulevat jatkamaan markkinaosuuksiensa kasvattamista. Markkinan isoon kuvaan tällä tulee kuitenkin olemaan vain rajallisia vaikutuksia ja uskomme suurien pelureiden jatkavan dominointiaan myös jatkossa suuren jakeluverkostonsa ja näkyvyytensä turvin.

Kilpailijoiden liiketoiminnot

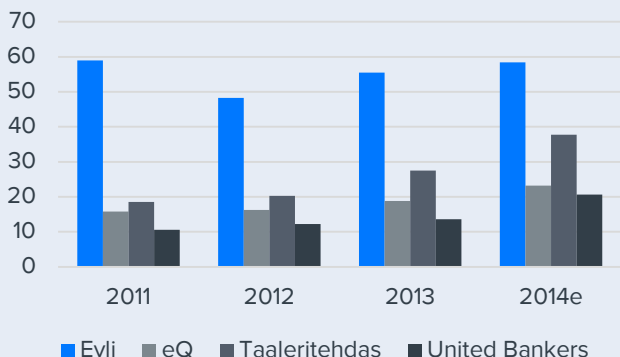
	United Bankers	Taaleritehdas	Evli	eQ	Seligson
Investointipankki	Kyllä	Ei	Kyllä	Kyllä	Ei
Omaisuudenhoito	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Rahastoyhtiö	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Välitys	Kyllä	Sisäinen	Kyllä	Ei	Ei
Pankkitoiminta	Ei	Ei	Kyllä	Ei	Ei
Strukturoidut tuotteet	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Kyllä	Ei
Private equity	Kyllä	Kyllä	Ei	Kyllä	Ei

Lähde: Inderes, United Bankers, Evli, Seligson, eQ & Taaleritehdas

Keskeisistä kilpailijoista Evli on United Bankersin lisäksi ainoa, jonka palvelutarjonta kattaa kaikki keskeiset segmentit.

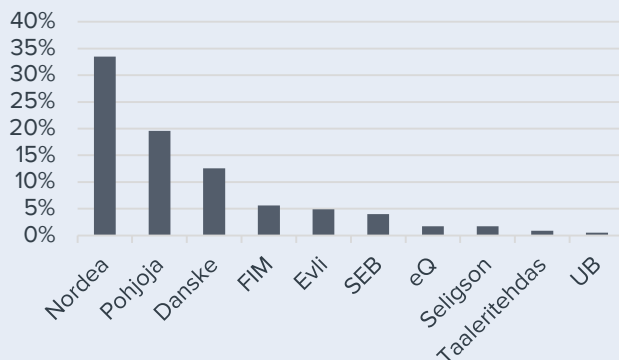
Kilpailijakentän yhteenveto

Verrokkiryhmän palkkiotuottojen kehitys 11-14e



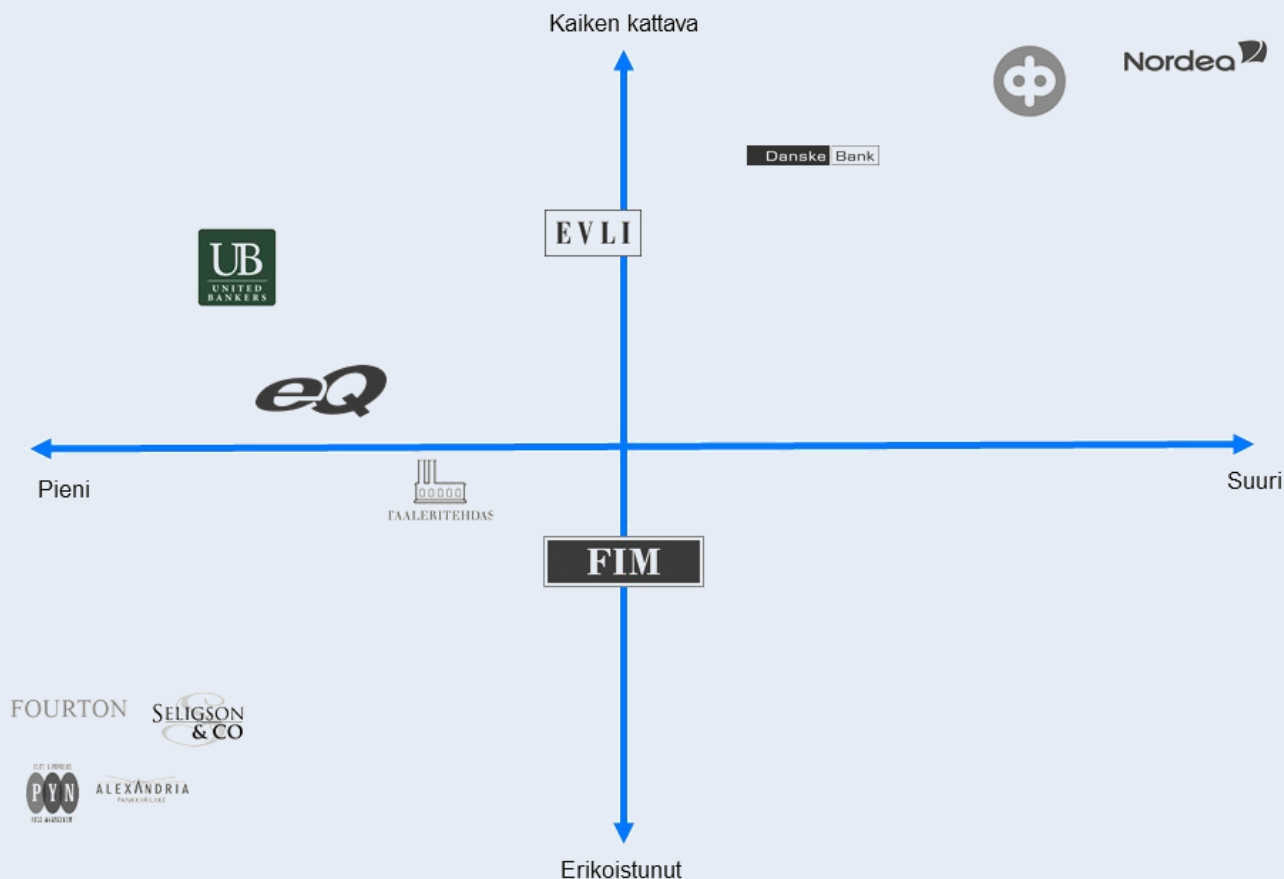
Lähde: Inderes, Evli, eQ, Taaleritehdas, United Bankers
Evlin 2014e on 6/13-6/14

Rahastopääomien markkinaosuudet Suomessa



Lähde: Sijoitustutkimus

United Bankersin kilpailijakenttä



Lähde: Inderes

Strategia, kilpailuedut ja riskit

United Bankersin strategian keskiössä on kasvu. Yhtiö on viimeisten vuosien aikana keskittynyt rakentamaan valmiuksia liiketoiminnan voimakkaalle kasvattamiselle. Keskeisiä kasvun ajureita lähivuosille ovat mm. laajentuminen Ruotsiin, investointipankkitoiminnan ylösajo, tehokkuus ja skaalaedut IT-järjestelmän kautta sekä oman tuote- ja palveluvalikoiman laajentaminen.

Strategia

Kasvu strategian keskiössä

United Bankersin strategia nojaa vahvasti kasvuun. Yhtiö on viimeisen kolmen vuoden aikana rakentanut valmiuksia kasvun kiihdyttämiseksi. Yhtiön strategian keskeisiä kasvualueita ovat:

- Hallinnoitavien varojen ja asiakasmäärän kasvattaminen
- Uusien liiketoiminta-alueiden perustaminen tai hankkiminen
- Tuote- ja palveluvalikoiman jatkuva laajentaminen
- Tunnettavuuden parantaminen
- Myyntiverkoston laajentaminen
- Tehokkuuden kasvattaminen IT-järjestelmän kautta

Näkemyksemme mukaan yhtiön lähivuosien kasvuajurit voidaan jakaa kolmeen: kasvu kotimaassa, laajentuminen ulkomaille ja yritysjärjestelyt.

Kasvu kotimaassa

United Bankersin kotimaan liiketoiminnan kasvu tulee lähivuosina olemaan hyvin laaja-alaista. Kasvun kannalta keskeiset ajurit ovat:

Uudet tuotelanseeraukset: odotamme UB:n pyrkivän aktiivisesti laajentamaan tuotetarjontansa lähivuosien aikana. Odotamme uusia tuotelanseerauksia etenkin pääomarahastoissa ja reaaliomaisuusrahastoissa. Pääomarahastot ovat tällä hetkellä koko toimialalla suuressa suosiossa ja monet toimijat ovat tuoneet omia tuotteitaan tähän segmenttiin. Uskomme tarjonnan jatkuvan kasvun kasvattavan painetta pääomarahastojen hinnoitteluun lähivuosien aikana.

Hallinnoitavien varojen kasvu: UB:n hallinnoitavien varojen kasvua tukee luonnollisesti uusien tuotteiden lanseeraus. Varojen kasvun ajureina toimivat uusien tuotteiden lisäksi myös yhtiön oma IT-järjestelmä, joka mahdollistaa erittäin skaalautuvan ja tehokkaan myynnin myös vähittäissijoittajakenttään. UB:n jakelu etenkin vähittäissijoittajakenttään

perustuu pitkälti yhtiön IT-järjestelmään. Yhtiön tarkoituksena on panostaa suhteellisesti huomattavasti kilpailijoitaan enemmän markkinointiin ja nostaa tätä kautta tunnettavuuttaan vähittäissijoittajakentässä (mallia havainnollistettu sivun 8 kuviossa). Oma tehokas IT-järjestelmä mahdollistaa tämän asiakasmassan käsittelyn ilman merkittäviä henkilöstöpanostuksia. Lisäksi useat yhtiön tärkeät rahastot alkavat saavuttaa instituutiokentässä kriittisen massan, jonka seurauksena instituutiot voivat nostaa sijoitustensa kokoja näissä rahastoissa.

Investointipankkitoiminta: investointipankkitoimintaa on ajettu ylös vuodesta 2012 alkaen ja se on vuoden 2014 aikana viimein saavuttanut tavoitellun henkilöstömäärän (10). Tämän lisäksi myös markkinatilanne investointipankkimarkkinoilla on tällä hetkellä hyvin suotuisa ja uskomme, että liiketoiminta tulee saavuttamaan täyden liikevaihtopotentialinsa (arvioimme mukaan noin 4 MEUR vuodessa) vuosien 2015-2016 aikana. Sijoittajien on tärkeä muistaa, että investointipankkitoiminta on hyvin riippuvaista markkinan aktiviteetista ja näin ollen liikevaihdon heilahtelut ovat merkittäviä.

Laajentuminen ulkomaille

United Bankers laajeni Suomen ulkopuolelle vuonna 2014, kun yhtiö perusti investointipankkiliiketoiminnan konttorin Ruotsiin. UB Omaisuudenhoito suunnittelee parhaillaan liiketoiminnan laajentamista Ruotsiin ja on jättänyt Ruotsin Finanssivalvonnalle hakemuksen toiminnan aloittamisesta. Yhtiö on jo tehnyt ensimmäiset rekrytointinsa ja se odottaa toiminnan käynnistyvän vuoden 2015 alussa.

Ruotsin omaisuudenhoidon funktiona on puhtaasti myynti ja asiakashallinta, kun taas tuotteiden hallinnointi ja kehitys on tarkoitus säilyttää Suomessa. Pääkohderyhmänä ovat instituutiosijoittajat ja myytävissä tuotteissa keskitytään erityisesti reaaliomaisuusrahastoihin, pääomarahastoihin ja strukturoituihin sijoitustuotteisiin. Uskomme, että uusia tuotteita pyritään jatkossa lanseeraamaan samanaikaisesti Suomen ja Ruotsin markkinoilla.

Uudelle markkinalla laajentuminen on aina haastavaa ja etenkin asiakaskunnan rakentaminen erittäin kilpaillulla markkinalla on suuri haaste. United Bankers pyrkii pienentämään tätä riskiä rekrytointien ja UB Capitalin saaman nimen kautta. Avainrekrytoinneissa United Bankers

pyrkii löytämään kokeneita laajan kontaktiverkoston omaavia henkilöitä, joiden kontaktit helpottavat uuden liiketoiminnan ylösajoa. UB Capitalin Ruotsin toiminto on puolestaan lyhyen olemassaolonsa aikana kyennyt luomaan itselleen nimeä instituutiokentässä, minkä pitäisi helpottaa avaamaan ovia Omaisuudenhoidolle.

Ruotsin liiketoiminnan ylösajo tulee arviomme mukaan rasittamaan yhtiön tulosta jonkin verran vuonna 2015, hieman vuonna 2016 ja kääntyvän voitolliseksi vuonna 2017.

Uskomme, että Ruotsin liiketoiminnan ylösajon jälkeen yhtiöllä on kiinnostusta laajentaa myyntiverkostonsa kattamaan myös Norja ja Tanska. Tämä laajeneminen voidaan toteuttaa joko Ruotsin konttorista käsin tai perustamalla näihin maihin omat sivuliikkeet. Emme kuitenkaan odota tämän tapahtuvan ennen vuotta 2017.

Yritysjärjestelyt

Näkemyksemme mukaan yrityskaupoilla tulee olemaan merkittävä rooli United Bankersin kasvustrategiassa. Uskomme yhtiön etsivän ostokohteita Suomesta, mutta emme myöskään sulje mahdollisuutta Ruotsin yritysostoille. Kotimaassa uskomme, että yhtiön päätavoitteena on kasvattaa nykyistä tuotevalikoimaansa ja ostaa näin ollen osaamista joltain tietyltä tuotealueelta. Hyvänä esimerkkinä voidaan nostaa esiin yhtiön alkuvuonna toteuttama Nordic Forest Management Oy:n osto, joka avasi yhtiölle ovet metsäpohjaiseen pääomarahastotoimintaan. Tuotevalikoiman laajentumisessa uskomme, että yhtiö pyrkii myös jatkossa etsimään sen reaaliomaisuusratkaisujen osaamista täydentäviä kohteita. Omistusrakenne toteutettaisiin todennäköisesti siten, että ostettavasta yhtiöistä tulee United Bankersin tytäryhtiö ja ostettavan yhtiön toimivalla johdolla on merkittävä omistus johtamastaan liiketoiminnasta. Tällä United Bankers kykenee sitouttamaan ja motivoimaan ostettavan liiketoiminnan avainhenkilöt.

Tuotevalikoiman laajentamisen lisäksi uskomme, että United Bankers pyrkii myös kasvattamaan hallinnoitavaa varallisuuttaan yritysjärjestelyiden kautta. Hallinnoitavan varallisuuden kasvattaminen ei kuitenkaan ole itseisarvo ja lähtökohta yritysjärjestelyillä. Huomattavasti tärkeämpää on hallinnoitavan varallisuuden laatu ja tuotteet, mihin se on sidottu.

Yritysjärjestelyjen osalta emme pidä todennäköisenä, että United Bankers osallistuisi suurempaan toimiala järjestelyyn, jossa kaksi keskisuurta peluria menisivät yhteen. Pidämme todennäköisempänä, että yhtiö pyrkii etsimään ostokohteita pienemmistä fokusoituneista toimijoista.

Kilpailuedut ja riskit

Kilpailuedut keskittyvät henkilöstöön

United Bankersin keskeinen kilpailuetu liittyy sen henkilöstöön. Pankkiiriliikeliiketoiminta on hyvin henkilöriippuvaista ja esimerkiksi varainhoidossa tai investointipankkitoiminnassa asiakassuhde perustuu vahvaan luottamukseen, joka usein perustuu juuri henkilöiden väliseen suhteeseen. Näin ollen esimerkiksi varainhoidossa kokeneen henkilön lähtö saattaa aiheuttaa tiettyjen asiakkaiden lähdön. Investointipankkipuolella yksittäisten henkilöiden maine ja osaaminen ovat monesti koko yhtiön brändiä merkittävämpi tekijä.

United Bankers pyrkii suojelemaan henkilöstöön liittyvää kilpailuetua sitouttamalla henkilöstöä omien osakkeiden omistuksella. Ennen osakeantia United Bankersin 80 työntekijästä 37 oli yhtiön osakkaita ja osakeannin jälkeen lukua on tarkoitus nostaa selvästi. Myös liiketoimintojen vetäjät ovat sitoutettu yhtiöön tytäryhtiöomistusten kautta. Uskomme, että United Bankers tulee myös jatkossa sitouttamaan mahdollisten yrityskauppojen mukanaan tuomat henkilöt tytäryhtiöomistuksilla.

Toinen selkeä kilpailuetu United Bankersilla liittyy yhtiön osaamiseen reaaliomaisuustuotteissa. Yhtiö on profiloitunut Suomen varainhoitokentässä ennen kaikkea reaaliomaisuusluokan osajaksi ja yhtiön tuotteilla on tässä omaisuusluokassa vahva jalansija Suomen markkinoilla.

Kolmantena kilpailuetuna voidaan mainita yhtiön välitys. United Bankersin välitys on Helsingin ainoa pankeista täysin riippumaton välitys ja uskomme, että yhtiö kykenee hyödyntämään tätä riippumattoman toimijan asemaansa jatkossa.

Henkilöstö merkittävämpänä riskinä

Arviomme mukaan liiketoiminnan keskeisiä riskejä ovat:

Henkilöstö: yhtiön liiketoiminnan menestys on vahvasti sidoksissa sen työntekijöiden osaamiseen ja osaavien työntekijöiden saatavuuteen. Historiallisesti henkilöstövaihtuvuus on ollut selvästi toimialan keskiarvoa pienempi.

Sääntely: toimialan sääntely tulee todennäköisesti lisääntymään lähivuosina sekä Suomen että Euroopan Unionin tasolla. Sääntelyn lisääntyminen tulee heijastumaan kasvavina kustannuksina ja mahdollisesti nousevina pääomavaatimuksina. On myös mahdollista, että alalle kohdistetaan uusia veroja johtuen kasvavasta poliittisesta paineesta sekä alan epäsuosiosta.

Maineriski: toimialalle tyypillisesti maine ja asiakasmielikuva ovat erittäin tärkeitä. Maineriski voi näkemyksemme mukaan realisoitua esimerkiksi tilanteessa, jossa yhtiön rahasto tai strukturoitu tuote epäonnistuu totaalisesti.

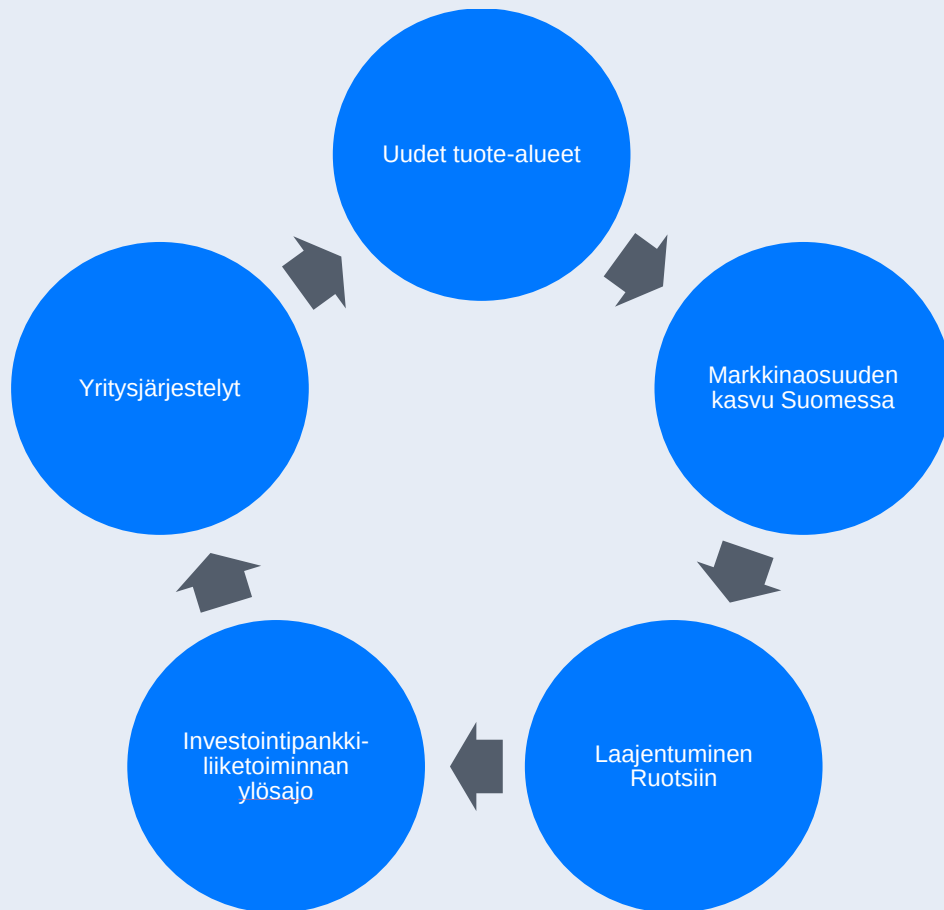
Yrityskauppariski: Arviomme mukaan yrityskaupat tulevat olemaan oleellinen osa United Bankersin kasvustrategiaa lähivuosina. Vaikka omaisuudenhoidossa yrityskauppojen tarjoamat synergiat ovat lähtökohtaisesti erittäin hyviä, liittyy yrityskauppoihin aina merkittäviä riskejä. Suurimmat riskit liittyvät ostettaviin henkilöihin ja heidän sitoutumiseensa uuteen yhtiöön.

Heikko likviditeetti: United Bankersin osakkeen likviditeetti tulee First North listan yhtiölle tyypilliseen tapaan jäämään todennäköisesti melko heikoksi. Tämä voi heijastua hinnanmuodostukseen sekä omistajan mahdollisuuksiin myydä suuria määriä osakkeita. Korostamme, että yhtiöön sijoittaminen kannattaa tehdä ensisijaisesti pitkäjänteisesti osakkeen heikosta likviditeetistä sekä yhtiön liiketoiminnan luonteesta johtuen.

Makrotalouteen liittyvät riskit: Euroopan taloustilanne on edelleen melko heikko ja talouskasvunäkymät lähivuosille ovat vaisut. Valtioiden rakenteelliset ongelmat kasvattavat riskiä kasvun pysymisestä heikkona vielä pidemmän aikaa. Heikko talouskasvu heijastuisi väistämättä pitkällä aikavälillä myös osakemarkkinoiden kehitykseen. United Bankersin palkkiotuottojen kehitys on voimakkaasti sidoksissa markkinoiden yleiseen kehitykseen ja markkinoiden laaja-alaisempi lasku heikentäisi yhtiön tulosta selvästi.

Strategia

Keskeiset kasvuajurit lähivuosille



Lähde: Inderes



Yhtiön taloudellisena tavoitteena on positiivinen tuloskehitys ja tätä kautta omistaja-arvon kasvattaminen

-United Bankersin strategian taloudellinen tavoite

Taloudellinen tilanne

United Bankersin viime vuosien keskeisinä teemoina ovat olleet finanssi- ja eurokriisistä toipuminen sekä alustan rakentaminen voimakkaalle kasvuille. Yhtiön kulurakenne skaalautuu voimakkaasti liikevaihdon kasvun myötä ja tase on listautumisannin myötä selvästi ylikapitalisoitunut. Uskomme, että taseen ylikapitalisoituminen tulee purkautumaan asteittain yritysjärjestelyjen myötä.

Historiallinen kehitys

Vuodet 2009-2011 - finanssikriisistä toipumista ja yrityskauppa

Finanssikriisin seurauksena myös rahoitusalan yritykset kokivat kovia kolhuja, kun välitystoimintojen volyymit ja hallinnoitavan varallisuuden määrä laskivat selvästi pörssikurssien laaja-alaisen laskun myötä. United Bankers selvisi finanssikriisistä verrattain vähin vaurioin ja yhtiön liikevoitto pysyi selvästi voitollisena vuosien 2008-2009 läpi. Vuonna 2011 Euroopan velkakriisi piti markkinatilanteen haastavana ja heikensi palkkiotuottojen kehitystä.

Kahdesta finanssikriisistä huolimatta United Bankersin liiketoiminta kehittyi suotuisasti. Yhtiön liikevaihto kasvoi vuoden 2009 8,1 MEUR:sta vuoden 2011 10,6 MEUR:oon. Liikevoitto kasvoi 1,6 MEUR:sta 1,9 MEUR:oon samalla ajanjaksolla. Kriisien johdosta toimialan regulaatio kasvoi voimakkaasti, joka omalta osaltaan heikensi United Bankersin kannattavuuskehitystä.

Vuoden 2011 lopussa yhtiö teki kaksi merkittävää strategista päätöstä, kun se päätti laajentaa investointipankki-liiketoimintaan ja osti Aventum -rahastoyhtiön liiketoiminnan.

Aventum-liiketoimintakauppa

Vuoden 2011 lopussa United Bankers ilmoitti ostavansa Aventum -rahastoyhtiön liiketoiminnan. Kaupassa United Bankersille siirtyi 9 Aventumin hallinnoimaa rahastoa, joissa oli hallinnoitavaa varallisuutta noin 80 MEUR. Kaupan taustalla oli etenkin United Bankersin kiinnostus laajentaa rahastovalikoimaansa ja jalansijaansa instituutiopuolella. Kaupan seurauksena yhtiön rahastopääoma kasvoi merkittävästi.

Uskomme, että United Bankers pyrkii jatkossa etsimään Aventumin yritysjärjestelyn kaltaisia mahdollisuuksia kasvaa epäorgaanisesti alueille, missä se kykenee laajentamaan tuotevalikoimaansa ja kasvattamaan hallinnoitavaa varallisuuttaan kohtuullisella hinnalla.

2012-2013 - kasvualustan rakentamista

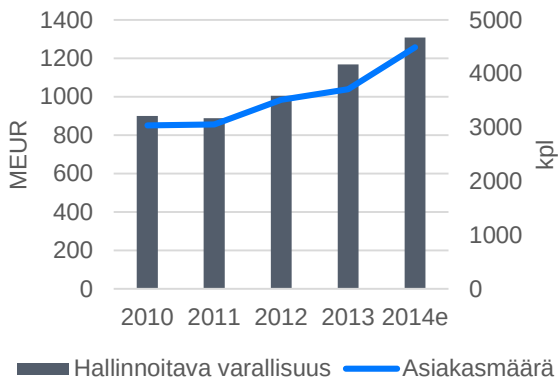
Vuosien 2012 ja 2013 keskeisenä teemana United Bankersille oli investointipankkiliiketoiminnan ylösajo, Aventumin liiketoiminnan integraatio ja pohjan luominen liikevaihdon kasvattamiselle. Tällä pohjan luomisella tarkoitetaan mm. merkittäviä panostuksia omaan IT-järjestelmään, tuotetarjonnan kehittämistä ja asiakassuhteiden hoitoprosessin optimointia. Etenkin IT-järjestelmä on yhtiön jakelun kannalta hyvin kriittinen, sillä se mahdollistaa suurempien asiakasmassojen käsittelyn ilman merkittäviä henkilöstöresursseja. Tämä on kriittistä etenkin vähittäissijoittajien osalta. Arviomme mukaan United Bankers on näiden hankkeiden osalta loppusuoralla ja yhtiö kykenee jatkossa hoitamaan asiakassuhteita tehokkaasti skaalautuvan IT-järjestelmänsä avulla.

Aventum-integraatio on kokonaisuutena sujunut hyvin ja se saatiin virallisesti päätökseen H1'14:n aikana, kun UB Real Asset Management sai toimiluvan. United Bankers on onnistunut kolminkertaistamaan Aventumin hoidossa olevan varallisuuden, joka on näkemyksemme mukaan osoitus Aventumin tuotteiden houkuttelevuudesta sekä United Bankersin omasta myyntivoimasta.

Markkinatilanne on pysynyt suotuisana keskuspankkien elvyttävän rahapolitiikan ja globaalin talouskasvun piristymisen ansiosta. Itse United Bankersin liiketoiminta jatkoi myös positiivista kehitystään ja vuoden 2013 liikevaihto kasvoi 13,6 MEUR:oon. Vuoden 2013 liikevoitto pysyi puolestaan 1,9 MEUR:ssa, sillä sitä rasittivat kasvuun tähtäävien hankkeiden investoinnit ja regulaation jatkuva kasvu.

United Bankersin hallinnoitava varallisuus on kasvanut tasaisesti ja vuosien 2008-H1'14 välillä se on kasvanut keskimäärin noin 25 % vuodessa. Hallinnoitavan varallisuuden voimakkaan kasvun taustalla on yhtiön kasvanut asiakasmäärä (2010-2014e CAGR 13 %), omaisuusarvojen nousu ja uudet tuotelanseeraukset. H1'14 lopussa yhtiön hallinnoitavat varat olivat 1309 MEUR.

Hallinnoitavien varojen ja asiakasmäärän kehitys



Lähde: United Bankers

Tase- ja kulurakenne

Taserakenne

UB:n liiketoiminta ei sido merkittäviä pääomia, mikä mahdollistaa kevyen taserakenteen. Yhtiön taseen loppusumma oli H1'14:n lopussa 10,6 MEUR ja tästä valtaosa noin 4,5 MEUR on käteistä rahaa tai siihen verrannollisia eriä.

Yhtiöllä on myös osakkeita ja omistuksia yhteensä 1,2 MEUR:n arvosta. Nämä omistukset ja osakkeet sisältävät konsernin oman sijoitussalkun ja Visio Varainhoidon osakkeet. Konserni ei strategisessa mielessä tee sijoituksia omasta taseestaan, mutta se pyrkii saamaan tuottoa ylisuurelle kassalleen sijoittamalla osan tästä kassasta. Uskomme yhtiön jatkavan tätä sijoitustoimintaa myös osakeannin jälkeen, kun sen tase on entistä selvemmin ylikapitalisoitunut.

Aineetonta ja aineellista varallisuutta yhtiöllä oli H1'14:n lopussa yhteensä noin 0,7 MEUR:n arvosta. Yhtiö on viime vuosina investoinut merkittävästi IT-järjestelmänsä ja nämä investoinnit heijastuvat näiden tase-erien kasvuna. Odotamme yhtiön jatkavan panostuksiaan IT-järjestelmänsä myös jatkossa, sillä IT-järjestelmä näyttelee strategisesti keskeistä roolia yhtiön jakelussa.

Yhtiön muut varat (4,1 MEUR) koostuvat pitkälti saamisista. Sijoittajan kannalta nämä ovat niin sanottuja ”teknisiä eriä” ja niillä ei ole oleellista vaikutusta yhtiön arvomuodostukseen.

Yhtiön tase on nettovelaton eikä sillä ole ollenkaan korollista vierasta pääomaa. Koroton vieras pääoma (H1'14: 4,2 MEUR) sisältää useita liiketoiminnan pyörittämiseen liitännäisiä eriä (esim. palkkavelat). Nämä ovat niin ikään teknisiä eriä ja sijoittajan kannalta merkityksellisiä.

Vähemmistöille kuuluva pääoma oli H1'14:n lopussa 0,3 MEUR. Tämä erä tulee jatkossa kasvamaan selvästi, kun yhtiö kirjaa vähemmistömistajien osuuden tytäryhtiöiden tuloksista tänne. Omaa pääomaa yhtiöllä oli H1'14:n jälkeen noin 6,1 MEUR.

H1'14:n jälkeen yhtiö on myös järjestänyt pienen henkilöstöannin ja kerännyt sillä varoja 0,088 MEUR ja jakanut osinkoa yhteensä 1,4 MEUR. Näin ollen kassavarat pienentyivät ennen osakeantia noin 1,3 MEUR:lla. Osakeanti tuo yhtiön kassaan arviolta noin 9,4 MEUR ja annin jälkeen yhtiön tase on selvästi ylikapitalisoitunut. Nettovelkaantumisasaste tulee vuoden 2014 lopussa olemaan arviomme mukaan -90 %.

Kokonaisuutena United Bankersin tase on osakeannin jälkeen erittäin vahva ja ylikapitalisoitunut. Uskomme, että yhtiön ylikapitalisoitunut tase tulee purkautumaan asteittain, kun yhtiö toteuttaa kasvustrategiaansa.

Kulurakenne

United Bankersin kuluista suurin yksittäinen erä ovat henkilöstökulut ja ne kattoivat noin 35 % yhtiön kuluista vuonna 2013. Henkilöstökulujen osalta United Bankers on viimeisen kahden vuoden aikana tehnyt merkittäviä panostuksia ja henkilöstön määrä on noussut hieman liikevaihtoa nopeammin. Nämä kasvupanostukset realisoituvat liikevaihtoon viiveellä ja H1'14:n liikevaihdon 49 %:n kasvu on mielestämme selkeä osoitus näiden panostusten asteittaisesta realisoitumisesta. Uskomme, että yhtiön nykyinen henkilöstömäärä ei tule enää kasvamaan merkittävästi ja jatkossa kasvu perustuu yritysostoihin tai uusien tuotealueiden lanseerauksiin. Näin ollen henkilöstön osuus suhteessa yhtiön liikevaihtoon tulee jatkossa laskemaan.

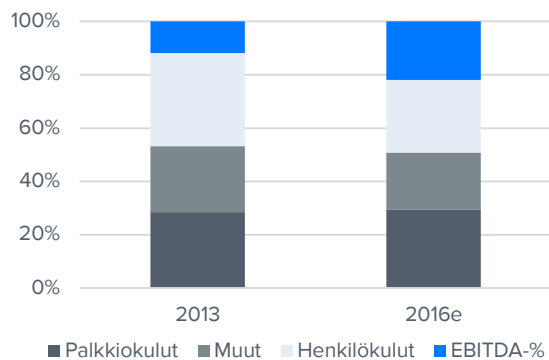
Toiseksi merkittävin kuluerä, noin 30 % (FY'13: 28,5 %), liittyy palkkiokuluihin. Palkkiokulut sisältävät mm. palkkionpalautukset ja välittäjien palkkiot. Tämän erän kehitys on vahvasti riippuvainen etenkin ulkopuolisten salkunhoitajien tuottopalkkioiden kehityksestä ja omaisuuden hoidon volyymistä. Johtuen omaisuuden hoidon melko hallitsevasta roolista yhtiön liiketoiminnassa, odotamme palkkiokulujen osuuden suhteessa liikevaihtoon pysyvän melko vakaana lähivuosina.

Yhtiön muut kulut, jotka sisältävät mm. vuokrat, ulkopuoliset palvelut, korkokulut ja matkakulut, olivat noin 25 % vuoden 2013 liikevaihdosta. Yhtiön poistomassa on olematon ja sillä ei ole oleellista merkitystä yhtiön numeroihin. Odotamme yhtiön kiinteiden kulujen kasvavan lähivuosina liikevaihtoa hitaammin johtuen viime vuosien kasvupanostuksista.

Yhtiön kulurakenne on suhteellisen kiinteä 6-12 kuukauden aikajänteellä katsottuna, sillä se sisältää hyvin vähän muuttuvia eriä ja yhtiö käyttää palveluiden tuottamiseen pääosin omaa henkilöstöä. Toisaalta toistuvien ja jatkuvien tuottojen osuus yhtiön liikevaihdosta on varsin merkittävä, mikä pienentää selvästi kiinteään kulurakenteeseen liittyviä riskejä. Sijoittajan on kuitenkin tärkeä tiedostaa, että

projektiluontoinen liikevaihto (esim. strukturoitujen tuotteiden myynti ja investointipankkitoiminta) muodostavat United Bankersin palkkiotuotoista selvästi sen keskeisiä verrokkeja suuremman osan. Näin ollen yhtiön liikevaihto ja sen myötä tulos saattavat heilahdella voimakkaasti yksittäisten vuosipuoliskojen välillä. Näin ollen sijoittajien on tärkeää keskittyä United Bankersin suhteessa isoon kuvaan yksittäisen raportointijakson numeroiden sijaan.

United Bankersin kulurakenne 2013 ja 2016e

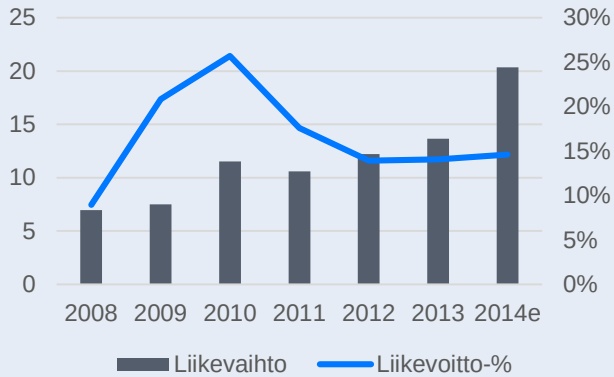


Lähde: Inderes, United Bankers

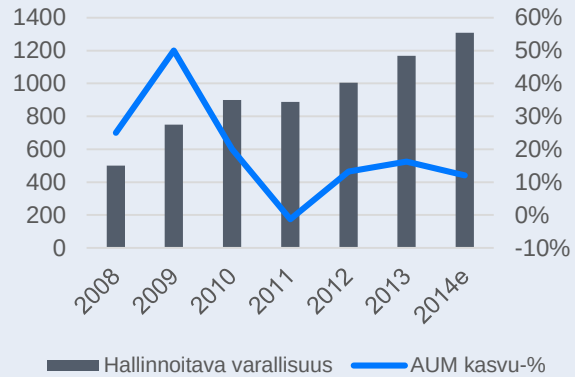
Kokonaisuutena United Bankersille lähivuosille ennustamme voimakas kannattavuusparannus tulee ennen kaikkea liikevaihdon kasvun kautta. Liikevaihto tulee kasvamaan kuluja nopeammin ja etenkin henkilöstökulujen osuus suhteessa liikevaihtoon tulee pienentymään merkittävästi.

Taloudellinen kehitys

Liikevaihto ja liikevoitto -%



Hallinnoitavan varallisuuden kehitys



Lähde: Inderes, United Bankers

Lyhennetty tase (ennen antia)

Varat	H1'14	Oma pääoma ja velat	H1'14
Aineelliset varat	0,2	Oma pääoma yhteensä	6,1
Aineettomat varat	0,5	Lainat rahoituslaitoksilta	0,0
Sijoitukset	1,2	Ostovelat ja muut velat	4,2
Pysyvät vastaavat yhteensä	2,0	Vähemmistö	0,3
Muut varat	4,1		
Rahavarat	4,5		
Vaihtuvat vastaavat yhteensä	8,6		
Tase yhteensä	10,6	Tase yhteensä	10,6

Lähde: United Bankers

Arvio taseesta annin jälkeen

Varat	Oma pääoma ja velat
Aineelliset varat	Oma pääoma yhteensä
Aineettomat varat	Lainat rahoituslaitoksilta
Sijoitukset	Ostovelat ja muut velat
Pysyvät vastaavat yhteensä	Vähemmistö
Muut varat	
Rahavarat	
Vaihtuvat vastaavat yhteensä	
Tase yhteensä	Tase yhteensä

Lähde: Inderes

Ennusteet ja arvostus

United Bankersin kannalta keskeisinä teemoina lähivuosina ovat voimakas tuloskasvu ja mahdolliset yritysjärjestelyt. Uskomme tuloskasvun jatkuvan vuosien 2014-2017 aikana ja keskeisinä tuloskasvuajureina ovat Ruotsiin laajentuminen, investointipankkitoiminnan ylösajo ja strukturoitujen tuotteiden kasvava myynti. Yritysjärjestelyiden osalta pidämme erittäin todennäköisenä, että United Bankers tulee osallistumaan toimialajärjestelyihin Suomessa. United Bankersin osake on arviomme mukaan hinnoiteltu osakeannissa järkevästi suhteessa yhtiön potentiaaliin ja riskeihin.

Ennusteet

2014 ennusteet

United Bankers ohjeistaa kuluvan vuoden liikevaihdon ja liikevoiton ennen listautumisannin kustannuksia kasvavan edellisvuodesta.

Vuoden ensimmäisellä puoliskolla United Bankersin liikevaihto kasvoi vertailukauteen verrattuna 49 % 10,7 MEUR:oon ja liikevoitto 30 % 1,9 MEUR:oon. Erittäin voimakkaan kasvun taustalla oli etenkin strukturoitujen tuotteiden vahva myynti. Yhtiö myi H1'14:n aikana strukturoituja tuotteita noin 70 MEUR:lla eli enemmän kuin vuonna 2013 yhteensä. Myös hallinnoitavat pääomat kehittyivät positiivisesti ja ne kasvoivat 8 % 1309 MEUR:oon. Hallinnoitavien varojen kasvu syntyi pitkälti omien rahastojen hallinnoitavien varojen kasvusta ja ne kasvoivat 20 % 436 MEUR:oon. Kolmantena tekijä yhtiön investointipankkiliiketoiminta on jatkanut positiivista kehitystään ja sen saamien toimeksiantojen määrä on kasvanut selvästi.

H1'14:n aikana markkinatilanne pysyi suotuisana. Keskeiset globaalit pörssi-indeksit kehittyivät positiivisesti ja Suomessa pörssin vaihtovolyymi kasvoi vuodentakaisesta. Myös transaktioiden määrä Suomen pääomamarkkinoilla jatkoi positiivista kehitystään.

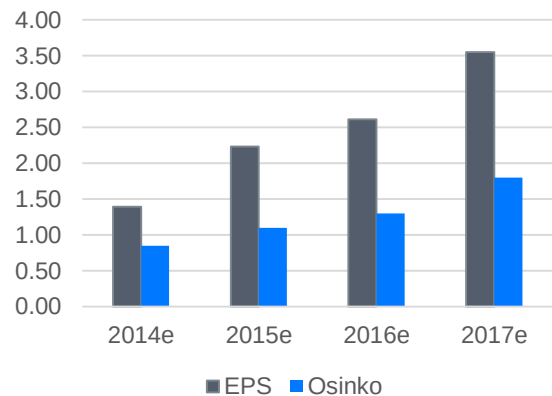
Ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan vuoden jälkipuoliskolla 50 % 9,7 miljoonaan euroon. Kasvua ajaa erityisesti omien rahastotuotteiden kasvava kysyntä ja investointipankkitoiminnan kasvu. Investointipankkitoiminnassa H2'14 on ensimmäinen raportointijakso täydellä henkilöstömäärällä ja tämä yhdessä markkinan hyvän aktiviteettitasen kanssa pitäisi heijastua positiivisesti yhtiön liikevaihtoon. Strukturoitujen tuotteiden osalta odotamme myynnin jatkuvan hyvänä, mutta jäävän hieman H1'14:n erinomaista tasoa alhaisemmaksi.

Liikevoiton ennustamme kasvavan vuoden jälkipuoliskolla 1,1 MEUR:oon eli noin 11,3 %:iin liikevaihdosta. Liikevoittoa rasittavat osakeantiin liittyvät noin 0,4 MEUR:n kulut. Ilman näitä kuluja liikevoittomarginaali olisi noin 15,4 %.

Koko tilikauden osalta ennustamme liikevaihdon kasvavan 49 % 20,3 MEUR:oon ja liikevoiton ilman kertaeriä olevan 3,4 MEUR. Vuoden 2014 liikevoittomarginaali ei vielä heijastele yhtiön täyttää potentiaalia ja uskomme, että muutaman vuoden tähtäimellä yhtiöllä on edellytykset saavuttaa vielä selvästi tätä korkeampi liikevoittomarginaali.

Osakekohtaisen tuloksen ilman kertaeriä ennustemme on 1,66 euroa vuodelle 2014 (2013: 1,17 EUR). Osingon ennakoimme olevan yhtiön voitonjakopolitiikan mukaisesti 0,80 euroa per osake. Vaikka yhtiön tase on selvästi ylikapitalisoitu osakeannin jälkeen, on nämä rahat korvamerkitty yritysjärjestelyihin ja näin ollen odotamme kevään osingonjaon pohjautuvan puhtaasti tulokseen.

EPS ja osinkoennusteet 2014e-2017e



Lähde: Inderes

2015 ennusteet

Odotamme liikevaihdon jatkavan kasvuaan myös vuonna 2015. Liikevaihdon kasvun taustalla ovat pitkälti samat ajurit kuin vuonna 2014. Yhtiön hallinnoitava varallisuus tulee jatkamaan kasvuaan ja kasvu tulee etenkin omista rahastoista, joiden palkkiorakenne on kolmansien osapuolten tuotteita selvästi parempi. Hallinnoitavien varojen kasvua tukee asiakasmäärän kasvu, nykyisten rahastojen kasvu ja uusien tuotteiden lanseeraukset, joita odotamme etenkin pääomarahastoissa ja

reaaliomaisuusratkaisuissa. Pääomarahastoissa uskomme yhtiön lanseeraavan vielä muutaman Metsä rahasto I tyyppisen pienemmän tuotteen (20-40 MEUR) ennen suurempia (100-200 MEUR) tuotelanseerauksia. Tämä on loogista, sillä yhtiön pitää luoda itselleen ja sijoittajilleen track-recordia tuotteista ennen seuraavaan kokoluokkaan siirtymistä. Kun yhtiö siirtyy pääomarahastojensa kanssa seuraavaan kokoluokkaan uskomme, että niitä tullaan myymään myös vähittäissijoittajille. Tämä tapahtuu arviomme mukaan aikaisintaan vuoden 2015 jälkipuoliskolla. Ruotsin laajentumiselta emme odota vielä merkittävää vaikutusta vuoden 2015 hallintoitaviin varoihin.

Strukturoiduissa tuotteissa odotamme kasvun jatkuvan, mutta selvästi edellisvuotta maltillisemmin. Investointipankkitoiminnassa liiketoiminnan kehitys on hyvin herkkä yleiselle markkinasentimentille ja transaktiovolyymille ja nykyisessä epävarmassa ympäristössä olemme sen osalta ennusteissamme varovaisia. Ennustamme liikevaihdon kasvavan 13,8 prosenttia 23,2 MEUR:oon. Myös liikevoitto jatkaa parantumistaan, kun yhtiön kulurakenne kasvaa etenkin henkilöstökulujen osalta selvästi liikevaihtoa hitaammin. Ennustamme liikevoiton olevan 4,6 MEUR ja liikevoittomarginaalin 19,8 %.

Markkinatilanteen odotamme pysyvän kohtuullisena, kun maailman talous jatkaa varovasta kasvuaan ja Eurooppa saa tukea EKP:n toimista ja heikentyvästä eurosta. Suomen tilanne tulee pysymään vaikeana ja talouskasvu jää vaisuksi. Listautumismarkkinan aktiviteetin odotamme pysyvän myös positiivisena ja tämä tukee yhtiön investointipankkiliiketoimintaa.

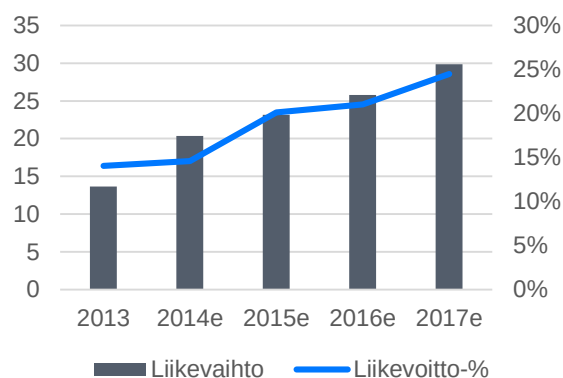
Vuoden 2015 osakekohtainen tulos nousee ennusteissamme 2,23 euroon. Odotamme tuloskasvun ja vahvistuvan taseen myötä vuoden 2015 osingon kasvavan 60 prosenttia 1,10 euroon osakkeelta.

Pitkän aikavälin ennusteet

Uskomme United Bankersin kannattavuuden edelleen parantuvan vuoden 2016 aikana, kun yhtiön eri liiketoiminta yksiköt jatkavat kasvuaan ja kulurakenne kasvaa liikevaihtoa hitaammin. Vuoden 2016 luvuissa alkaa heijastua kohtuullisesti Ruotsiin laajentuminen. Odotamme vuoden 2016 liikevaihdon kasvavan 11,3 % 25,8 MEUR:oon. Liikevoiton odotamme parantuvan 17 % 5,4 MEUR:oon.

Vuoden 2016 liikevoittomarginaali ei vielä heijastele yhtiön liiketoiminnan täyttä potentiaalia, jonka arvioimme nykyisellä liiketoimintarakenteella olevan noin 25 %. Uskomme yhtiön saavuttavan tämän tason vuonna 2017, kun Ruotsin liiketoiminta alkaa vaikuttaa selvästi positiivisesti yhtiön numeroihin.

Liikevaihto ja liikevoitto-% ennusteet



Lähde: Inderes

Kokonaisuutena lähivuosien tulosenennusteisiimme liittyy oletus siitä, että markkinatilanne tulee pysymään kohtuullisena. UB:n liiketoiminta on melko herkkä pääomamarkkinoiden yleiselle kehitykselle ja laajempi kriisi heijastuisi yhtiön liiketoimintaan negatiivisesti mm. matalampana hallinnoitavana varallisuutena, laskevina kaupankäyntivolyymeina ja transaktioiden vähäisempänä määränä investointipankkipuolella. Laajemman kriisin todennäköisyys on arviomme mukaan tällä hetkellä varsin pieni johtuen EKP:n toimista.

Yritysjärjestelyt todennäköisiä

Yritysjärjestelyjen osalta pidämme erittäin todennäköisenä, että United Bankers tulee osallistumaan alan konsolidaatioon seuraavan kahden vuoden aikana. Näin ollen on erittäin todennäköistä, että United Bankersin liiketoimintaportfolio näyttää erilaiselta muutaman vuoden tähtäimellä. United Bankersin käteisvarat ovat osakeannin jälkeen arviomme mukaan noin 14 MEUR ja tämä kassa mahdollistaa jo kokoluokaltaan kohtalaiset järjestelyt. Mahdollisissa suuremmissa järjestelyissä United Bankers tulee arviomme mukaan käyttämään omaa osakettaan johtuen liiketoimintaan liittyvistä vakavaraisuussäädöksistä.

Todennäköisimpinä järjestelyinä yhtiön kannalta pidämme pienten fokuoituneiden pelureiden ostoja. Näiden ostojen ensisijainen tarkoitus on täydentää United Bankersin tuoteportfoliota ja kasvattaa tämän kautta myös asiakasmäärää ja hallinnoitavaa varallisuutta.

Emme puolestaan usko suurempaan fuusioon keskisuurten toimijoiden kesken. Näkemyksemme mukaan keskisuurten toimijoiden fuusio vaatisi taakseen vaikeamman markkinaympäristön.

Arviomme mukaan yritysjärjestelyillä tulee olemaan merkittävä rooli United Bankersin osakkeen arvon kehityksessä lähivuosien aikana. Näin ollen yhtiön sijoittaminen vaatii myös luottamusta yhtiön johtoon ja sen kykyihin toteuttaa yritysjärjestelyjä. Aventum-järjestelyn onnistuminen kasvattaa luottamustamme tätä asiaa kohtaan.

Keskeiset tulokasvuajurit lähivuosille

2014	2015	2016
• Investointipankkitoiminnassa ensimmäinen täysi toimintavuosi • Strukturoidut tuotteet • Asiakasmäärän kasvu • Rahastot saavuttavat kriittistä massaa	• Investointipankkitoiminta täydessä potentiaalissa • Uudet tuotteet • Asiakasmäärän kasvu • Rahastot saavuttavat kriittistä massaa	• Ruotsin omaisuudenhoito • Uudet tuotteet

Lähde: Inderes

Sijoittajaprofiilina kasvuyhtiö

United Bankersin keskeinen teema lähivuosien kehityksen osalta on voimakas kasvu ja uuteen kokoluokkaan siirtyminen. Yhtiön viimevuosien kasvupanostukset alkavat asteittain heijastua sen numeroissa ja odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan vuosien 2014-2017 välillä keskimäärin 22 % vuodessa. Voimakkaan liikevaihdon kasvun myötä myös tulos tulee nousemaan täysin uudelle tasolle. Tämä kasvuennuste ei sisällä mahdollisia yritysjärjestelyjä ja olemme melko varmoja, että United Bankers tulee osallistumaan yritysjärjestelyihin ja toimialan konsolidaatioon seuraavan 12 kuukauden aikana.

Vahvasta kasvusta johtuen United Bankersin sijoittajaprofiili on mielestämme selkeästi kasvuyhtiö. Yhtiön investointitarve on toimialalle tyypillisesti myös hyvin pieni ja ainoa merkittävä investointikohde IT-järjestelmän lisäksi ovat yritysjärjestelyt. Näin ollen kasvun lisäksi uskomme, että United Bankers tulee myös profiloitumaan melko anteliaana osingonmaksajana. Yhtiön virallisena voitonjakopolitiikkana on jakaa vähintään 50 % tilikauden tuloksesta. Uskomme kuitenkin, että mikäli markkinoilla ei ole sopivia ostokohteita, tulee yhtiö jakamaan tuloksestaan valtaosan osinkoina sijoittajille.

Osakkeen hinnoittelu

Yhtiölle hinnoitellaan ripeää kasvua

Arvonmäärittämisemme pohjautuu aiemmin esitettyihin tulosennusteisiin. United Bankersin osakkeen arvioinnissa keskeisiä arvostukseen positiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat yhtiön näytöt kannattavasta kasvusta ja vahva jalansija yhtiön ydinosaamisalueilla (strukturoidut sijoitustuotteet ja reaaliomaisuussijoittaminen). Osakkeen arvostusta alentavia tekijöitä on puolestaan yhtiön pienestä koosta ja osakkeen heikosta likviditeetistä johtuva korkeahko riskipreemio ja lähivuosien tuloskasvuun liittyvä epävarmuus (kapea tuotevalikoima, henkilöriippuvuus ja projektiliiketoiminnan merkittävä rooli).

Perinteisten arvostuskertoimien lisäksi yhtiötä arvioitaessa sijoittajien on tärkeä huomioda myös yhtiön ”yrityskauppakortti”. United Bankersilla tulee listautumisen jälkeen olemaan arviomme mukaan noin 15 MEUR:n kassa ja tästä kassasta valtaosa on korvamerkitty yritysjärjestelyjä silmällä pitäen. Yhtiön kassa kattaa noin 30 % koko yhtiön arvosta ja näin ollen yhtiön onnistumisella tulevissa yritysjärjestelyissä tulee olemaan merkittävä vaikutus osakkeen arvoon. Sijoittajien kannattaa huomioda, että ennustamme yhtiötä nykyisen rakenteen mukaisesti eivätkä ennusteemme huomioi mahdollisia yritysjärjestelyjä.

Painotamme arvonmäärittäksessä lähivuosien ennusteisiin pohjautuvia arvostuskertoimia ja vertailuryhmäarvostusta, sillä ne antavat varsin selkeän ja tukevan perustan osakkeen arvottamiselle. Jätämme rahavirtamallin (DCF) painoarvon pienemmäksi sen ikuisuusoletuksiin liittyvän herkkyyden vuoksi.

Sijoittajien on hyvä huomata, että United Bankersin osakkeen vaihtovolyymit tulevat First North-yhtiöille tyypillisesti jäämään todennäköisesti melko pieniksi, joten osakkeen volatiliiteetti tulee todennäköisesti olemaan melko korkea. Lisäksi yhtiön vuosipuolikkaiden tuloksiin vaikuttavat merkittävästi projektien ajoitukset ja näin ollen heilunta vuosipuoliskojen välillä voi olla merkittävä. Näin ollen suosittelemme osaketta kärsivälliselle sijoittajalle ja suositamme sijoittajia keskittymään yhtiön ison kuvan kehitykseen yksittäisen kvartaalin kehityksen sijaan.

Arvostuskertoimet

Käytämme United Bankersin arvostustason arvioinnissa lähinnä tulokseen pohjautuvia arvostuskertoimia, sillä yhtiöillä ei ole käteisvarojen ohella merkittäviä omaisuuseriä ja mielestämme tämän kaltaista liiketoimintamallia ei voida järkevästi arvottaa tasepohjaisen kertoimin. Suositamme hyvän vertailukelpoisuuden vuoksi erityisesti P/E-kerrointa.

United Bankersin arvostuskertoimet (tavoitehinnalla)

	2014e	2015e	2016e	2017e
Osakekurssi	33,0	33,0	33,0	33,0
EV	37,8	36,2	34,3	31,2
Markkina-arvo	49,7	49,7	49,7	49,7
Oma pääoma/osake	9,6	11,0	12,5	14,8
P/S	2,4	2,1	1,9	1,7
EV/EBITDA	12,2	7,6	6,0	4,1
P/E	23,7	14,8	12,6	9,3
P/B	3,4	3,0	2,6	2,2
EPS	1,66	2,23	2,61	3,55
Osinko per osake	0,85	1,10	1,30	1,80
Osinkotuotto-%	2,6 %	3,3 %	3,9 %	5,5 %
ROE -%	20,7 %	21,6 %	22,2 %	26,0 %

Lähde: Inderes

United Bankersin tulos pohjaiset arvostuskertoimet näyttävät ennusteidemme pohjalta kohtuullisilta. Kuluvan vuoden ennusteillamme oikaistu P/E-kerroin on 20x. Sijoittajan on syytä huomata, että vuoden 2014 tulos ei heijastele United Bankersin täyttä tulospotentiaalia ja yhtiötä arvioitaessa annamme huomattavasti enemmän painoarvoa 2015 ja 2016 vuosien kertoimille, jotka heijastelevat paremmin yhtiön todellista tuloskuntoa ja potentiaalia. Vuosien 2015 ja 2016 P/E-kertoimet ovat ennusteillamme 14,8x ja 12,6x.

Osake ei saa lähivuosien ennusteessamme merkittävää tukea osinkotuotosta, joka jää nykykurssilla vuonna 2014 arviomme mukaan noin 2,6 %:iin. Vuoden 2015 osinkotuottoennusteemme on 3,3 % joka on hieman alle pörssin mediaanin.

Vuoden 2017-tulos heijastelee arviomme mukaan United Bankersin nykyisen liiketoiminnan täyttä tulospotentiaalia. Vuoden 2017-kertoimet ovat erittäin houkuttelevia P/E-kertoimen ollessa noin 9x ja osinkotuoton noustessa yli 5 % tasolle. Korostamme kuitenkin, että yhtiön lähivuosien tuloskasvuun liittyy selkeää epävarmuutta ja näin ollen pidämme yhtiötä kerroin pohjaisesti oikein hinnoiteltuna.

Yhtiön arvostus eri osakkeen hinnoilla

Osakkeen hinta (EUR)	P/E		Osinkotuotto-%	
	FY'14e	FY'15e	FY'14e	FY'15e
20	12,1	9,0	4,3 %	5,5 %
25	15,1	11,2	3,4 %	4,4 %
30	18,1	13,4	2,8 %	3,7 %
33	19,9	14,8	2,6 %	3,3 %
35	21,1	15,7	2,4 %	3,1 %
40	24,1	17,9	2,1 %	2,8 %
45	27,1	20,2	1,9 %	2,4 %
50	30,1	22,4	1,7 %	2,2 %

Lähde: Inderes

Vertailuryhmä

United Bankersille soveltuvia verrokkiyhtiöitä pörssissä ovat mielestämme Taaleritehdas, eQ ja CapMan. Yhtiön arvostusta voidaan myös peilata Helsingin Pörssin mediaanilukuihin. Tulospohjaisesti markkinat ovat jo kääntäneet katseensa vuoteen 2015 ja näin ollen tulospohjaisissa arvostuskertoimissa suosimme vuotta 2015.

Vuoden 2015 ennusteilla vertailuryhmän P/E-kertoimet vaihtelevat 10-15x välillä ja OMXH:n mediaani P/E-kerroin on 14,0x. United Bankersin vastaava kerroin on 14,8x ja näin ollen hyvin linjassa sekä verrokkien että muun pörssin kanssa. Näkemyksemme mukaan United Bankersin käypä P/E-kerroin on noin 15x johtuen sen vahvoista kasvunäkymistä ja vakaasta osinkovirrasta.

P/B-kerroin ei ole United Bankersin kannalta erityisen relevantti, sillä liiketoiminta sitoo vain vähän pääomaa ja valtaosa taseesta on korvamerkitty yritysjärjestelyjä silmällä pitäen.

Verrokkiryhmän arvostuskertoimet

	P/E 14e	P/E 15e	P/B 14e	P/S 14e	Osinko-% 14e
CapMan	35	9,9	1,5	2,3	4,4 %
Taaleritehdas	25,8	14,9	5,8	3,8	1,8 %
eQ	15,2	12,6	1,5	5,0	5,7 %
United Bankers	19,6	14,8	3,4	2,3	2,6 %
OMXH mediaani	17	14,0	1,5		3,6 %

Lähde: Inderes

DCF-analyysi

DCF-mallimme arvo United Bankersin osakkeelle on 37,8 euroa. Malli olettaa yhtiön kannattavuuden nousevan tasaisesti ja saavuttavan 25 %:n tason vuonna 2017. Samaan aikaan liikevaihto kasvaa keskimäärin noin 20 %. Odotamme kannattavuuden tasaantuvan vuoden 2017 jälkeen ja olevan 20 % vuonna 2023. Myös kasvu hidastuu asteittain.

Ikuisuusoletuksen painoarvo DCF-arvonmäärityksessä on 44 % ja käyttämämme diskonttauskorko (WACC) on 11,3 %. Diskonttakorkoa nostaa käyttämämme 2 % likviditeettipreemio. Mielestämme likviditeettipreemio on perusteltu, sillä yhtiön osakkeen vaihto tulee todennäköisesti jäämään heikoksi pörssin First North-listalla. Pidämme mallimme oletuksia melko konservatiivisina, mutta korostamme DCF-mallin suurta herkkyyttä erityisesti ikuisuusoletusten muutoksille. Tarkempi DCF-analyysi löytyy liitteistä.

Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli

Tuloslaskelma

(MEUR)	FY'12	H1'13	H2'13	FY'13	H1'14	H2'14e	FY'14e	FY'15e	FY'16e
Sijoituspalvelutoiminnan tuotot	12,2	7,2	6,5	13,6	10,7	9,7	20,3	23,2	25,8
Palkkiokulut	-2,6	-1,9	-1,6	-3,5	-3,6	-2,5	-6,1	-6,8	-6,8
Korkokulut	-0,4	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,6
Henkilöstökulut	-4,4	-2,3	-2,5	-4,8	-2,9	-3,1	-6,0	-6,6	-7,0
Muut hallintokulut	-2,5	-1,1	-1,3	-2,4	-1,7	-1,8	-3,5	-3,6	-4,0
Poistot	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2
Muut kulut	-0,5	-0,2	-0,3	-0,5	-0,3	-0,8	-1,0	-0,8	-0,9
Liikevoitto	1,7	1,4	0,5	1,9	1,9	1,1	3,0	4,7	5,4
Verot	-0,5	-0,4	-0,1	-0,5	-0,4	-0,2	-0,6	-0,9	-1,1
Nettotulos	1,2	1,0	0,4	1,4	1,5	0,8	2,3	3,7	4,3
Vähemmistö	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4
EPS (oikaistu)	1,10	0,85	0,31	1,17	0,93	0,72	1,66	2,23	2,61

Tunnusluvut	FY'12	H1'13	H2'13	FY'13	H1'14	H2'14e	FY'14e	FY'15e	FY'16e
Liikevaihdon kasvu -%	15,1 %			11,8 %	48,7 %	49,6 %	49,1 %	13,8 %	11,3 %
EBITDA-%	14,6 %	20,4 %	8,1 %	14,6 %	18,7 %	13,1 %	15,3 %	20,8 %	22,0 %
EBIT-%	13,9 %	20,1 %	7,1 %	13,9 %	17,9 %	10,9 %	14,6 %	20,1 %	21,0 %

Tase

Vastaava (MEUR)	2012	2013	2014e	2015e
Pysyvät vastaavat	0,9	1,1	2,0	2,1
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat oikeudet	0,2	0,1	0,4	0,5
Käyttöomaisuus	0,1	0,1	0,3	0,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,6	0,9	1,3	1,3
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	5,9	6,9	15,5	18,4
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0
Saamiset	1,7	1,9	2,6	2,8
Likvidit varat	4,2	5,0	12,9	15,6
Taseen loppusumma	6,8	8,0	17,5	20,5

Vastattava (MEUR)	2012	2013	2014e	2015e
Omapääoma	4,7	5,9	14,8	17,5
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	2,4	2,5	1,8	4,2
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0
Sijoitetun vapaan pääoman	1,4	2,3	11,7	11,7
Muu vapaa oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,1	0,3	0,6
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	2,1	2,1	2,7	3,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,2	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset velat	1,9	2,1	2,7	3,0
Taseen loppusumma	6,8	8,0	17,5	20,5

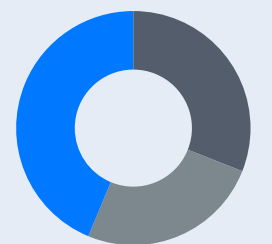
DCF-malli

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TERM
Liikevoitto	1,9	3,3	4,9	5,4	7,3	7,5	7,6	7,5	7,4	7,3	7,4	
Poistot	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
Maksetut verot	-0,5	-0,7	-1,0	-1,1	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	
Käyttöpääoma	0,3	-0,2	0,2	0,1	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operat. Kassavirta	1,8	2,6	4,3	4,7	6,2	6,6	6,3	6,3	6,2	6,1	6,2	
Investoinnit aineellisiin	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
Investoinnit aineettomiin	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
Vapaa kassavirta	1,2	2,0	4,0	4,4	5,8	6,2	6,0	6,0	5,9	5,8	5,8	
Disk. vap. kassavirta		2,0	3,5	3,4	4,1	4,0	3,5	3,1	2,7	2,4	2,2	24,0
Disk. kum. vap. kassavirta		55,0	53,0	49,5	46,1	41,9	37,9	34,5	31,4	28,6	26,2	24,0
Korollinen velka		0,0										
Rahavarat		5,0										
Osakeanti		9,4										
Oman pääoman arvo DCF		57,0										
Oman pääoman arvo DCF / osake		37,8										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoite velkaantumisasaste	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Beta	1,0 %
Markkinoiden riskipremio	4,8 %
Likviditeettipremio	2,0 %
Riskitön korko	4,5 %
Oman pääoman kustannus	11,3 %
Pääoman keskim. Kustannus (WACC)	11,3 %

Rahavirran jakauma eri vuosille



■ 2014-2018 ■ 2019-2023 ■ TERM

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 neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan, Japaniin, Australiaan, Hongkongiin, Etelä-Afrikkaan, Singaporeen 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 kuuden kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen

suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn 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:

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy:llä ei ole omistuksia 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 laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Inderes Oy

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Melkonkatu 22 B

00210 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi



2014

#1 suositustarkkuus



2014

#1 ennustetarkkuus



2012

#1 suositustarkkuus



2012

#2 suositustarkkuus



**inde
res.**

**Palkittua
analyysiä.**