

UNITED BANKERS

05.08.2026 20.00 EEST



Sauli Vilén, Analyttikko
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



H1'26 -ennakko: arvostus karannut pahasti

Tarkistamme UB:n tavoitehinnan 21,0 euroon (aik. 19,0 EUR) kohonneiden tulosenennusteidemme mukana. Samalla laskemme suosituksemme tasolle myy (aik. vähennä) osakkeen arvostuksen karattua irti osakkeen fundamenteista.

Ennusteissa paljon muutoksia

Keskeiset muutokset ovat Fondita-yrityskaupan sisällyttäminen ennusteisiin, tuottopalkkioiden määrän nosto UB Metsän erinomaisen tuottokehityksen johdosta ja H1:n odotuksiamme vaisumpi uusmyynti. Lisäksi olemme lykänneet arviotamme kiinteistörahastojen kääntymisestä takaisin kasvuun sektorin tilanteen jatkuessa surkeana. Kokonaisuutena tulosenennusteemme ovat nousseet lähivuosille 4-12 %:lla ja ennustamme yhtiöltä reipasta tuloskasvua lähivuosilta (2025-2029 EPS CAGR-% ~15 %).

H1-tulos on hyvä vaikka myynti on tahmeaa

UB raportoi tuloksensa torstaina 20.8. Ennustamme UB:n H1-liikevaihdon kasvavan vertailukaudesta 8 %:lla 31 MEUR:oon. Jatkuvat palkkiot kasvavat laskelmiemme mukaan noin 10 %:lla omaisuudenhoidon ja kasvaneen rahasto-AUM:n seurauksena. Tuottopalkkiot ovat H1:llä erinomaisella tasolla (8 MEUR) UB Metsän vahvan tuottokehityksen vetämänä. Markkinan heilunta keväällä on todennäköisesti nostanut myös strukturoitujen tuotteiden volyymit kohtalaiselle tasolle, mutta näiden merkitys konsernin mittakaavassa on kuitenkin pieni.

UB:n rahastojen uusmyynti on alkuvuonna vetänyt vaisusti ja keihäänkärkirahastojen nettomerkinnot ovat pienellä miinuksella kiinteistörahastojen lunastuksista johtuen. Myös perinteisissä rahastoissa uusmyynti on ollut vaisua ja konsernin uusmyynti onkin pitkälti omaisuudenhoidon varassa. Omaisuudenhoidon myynti on arviomme mukaan jatkanut erinomaista kehitystään. AUM kohoo 5,8 miljardiin euroon, ja sitä nostavat etenkin Fonditan ja Fourtonin yrityskaupat. Huomautamme, että yrityskaupat näkyvät liikevaihdossa vain pieniltä osin, sillä ne

saatiin maaliin vasta kauden loppupuolella.

Liikevoitto kasvaa vertailukaudesta 11 %:lla 9,8 MEUR:oon liikevaihdon mukana. Kannattavuus on hyvällä noin 30 %:n tasolla. UB tekee tällä hetkellä etupainotteisia kasvuinvestointeja jotka rasittavat kannattavuutta jonkin verran. Tulos on jälleen erittäin riippuvainen tuottopalkkioista ja tuottopalkkioista oikaistu kannattavuus on heikolla tasolla.

Yhtiö tarkistanee ohjeistustaan ylöspäin

UB on ohjeistanut operatiivisen liikevoittonsa asettuvan lähelle tai kasvavan vuoden 2025 tasosta. Päivitetyillä ennusteillamme odotamme nyt lähes 20 MEUR:n liikevoittoa, joka tarkoittaa noin 20 %:n kasvua. Pidämmekin lähes varmana, että UB tarkistaa ohjeistustaan ylöspäin H1-raportin yhteydessä.

Näkymien osalta odotamme johdon kommenttien olevan edelleen varsin positiivisia. Oma huomiomme H1-raportilla keskittyy yhtiön kommentteihin sen uusmyynnistä. Uusmyynti on tällä hetkellä kaukana sen täydestä potentiaalista ja etenkin keihäänkärkirahastojen myynti on luvattoman heikkoa. Myös kommentit uusista tuotelanseerauksista kiinnostavat ja emme yllätyisi, mikäli yhtiö toisi H2:lla suljetun PE-tuotteen.

Osakkeen arvostustaso on kohonnut kestävämmälle tasolle

UB:n kurssi on noussut voimakkaasti lyhyessä ajassa ja osakkeen arvostus on kohonnut korkealle. 2026 tuloksella P/E-kerroin on noin 20x, joka on reippaasti yli yhtiön historiallisten sekä meidän sille hyväksymiemme tasojen. Myös suhteessa verrokkeihin arvostus on keikahtanut reippaalle preemiolle, mitä meidän on vaikea pitää perusteltuna. Huomautamme, että UB:n tuloksen mix on edelleen hyvin vaatimaton ja tuottopalkkioiden osuus tuloksesta on merkittävä (2026 ~70 %). Koska tuottopalkkiot tulevat yksittäisistä tuotteista, on niihin liittyvä riski korkea mikä puolestaan puoltaisi alhaisempia arvostuskertoimia. Pidämmekin osaketta tällä hetkellä todella kalliina ja nykyinen kurssiralli tarjoaa erinomaisen myyntipaikan sijoittajille.

Suositus

Myy

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

21,00 EUR

(aik. 19,00 EUR)

Osakekurssi:

26,60 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	57,2	65,4	71,6	78,8
kasvu-%	-8 %	14 %	10 %	10 %
EBIT oik.	16,6	19,8	22,2	26,9
EBIT-% oik.	29,1 %	30,3 %	31,1 %	34,2 %
Nettotulos	12,9	14,8	17,2	21,0
EPS (oik.)	1,18	1,34	1,54	1,85
P/E (oik.)	15,7	19,9	17,3	14,3
P/B	3,3	4,6	4,4	4,1
Osinkotuotto-%	6,3 %	4,5 %	4,9 %	5,5 %
EV/EBIT (oik.)	12,1	14,6	12,9	10,4
EV/EBITDA	10,2	12,7	11,4	9,4
EV/Liikevaihto	3,5	4,4	4,0	3,6

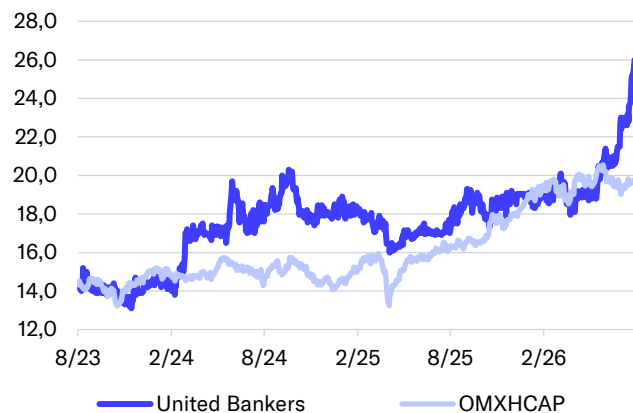
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

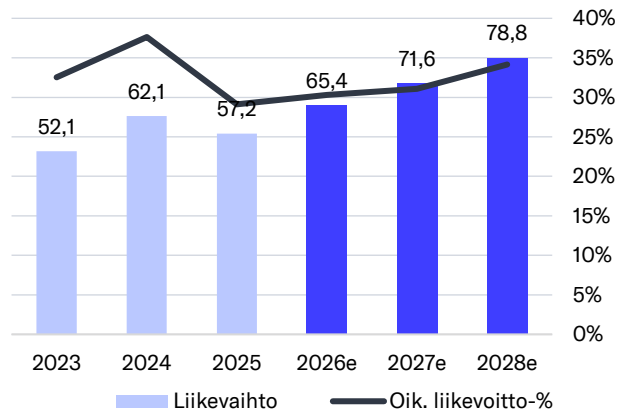
Yhtiö arvioi operatiivisen liikevoittonsa asettuvan lähelle tai kasvavan vuoden 2025 tasosta.

Osakekurssi



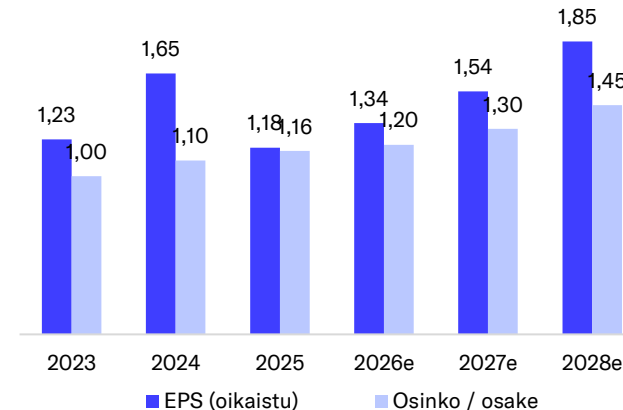
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Uudet tuotelanseeraukset
- Nykyisten tuotteiden kokoluokan kasvu
- Kansainvälisen myynnin läpimurto
- Kulutehokkuudessa edelleen parannuspotentiaalia
- Jatkuviin tuottoihin pohjautuva kannattavuusparannus
- Yritysjärjestelyt ja toimialan konsolidaatio

Riskitekijät

- Markkinatilanteen heikentyminen
- Ei-jatkuvien tuottojen osuus edelleen merkittävä
- Ilman tuottopalkkioita kannattavuus edelleen suhteellisen vaisu
- Keihäänkärkirahastojen tuottokehitys

	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	26,6	26,6	26,6
Osakemäärä, milj. kpl	11,1	11,2	11,3
Markkina-arvo	295	298	301
Yritysarvo (EV)	290	286	280
P/E (oik.)	19,9	17,3	14,3
P/E	19,9	17,3	14,3
P/B	4,6	4,4	4,1
P/S	4,5	4,2	3,8
EV/Liikevaihto	4,4	4,0	3,6
EV/EBITDA	12,7	11,4	9,4
EV/EBIT (oik.)	14,6	12,9	10,4
Osinko/tulos (%)	89,8 %	84,6 %	78,2 %
Osinkotuotto-%	4,5 %	4,9 %	5,5 %

Lähde: Inderes

Myynti on tahmeaa, mutta tuottopalkkiot paikkaavat

H1-tulos on hyvä, vaikka myynti on tahmeaa

Ennustamme UB:n H1-liikevaihdon kasvavan vertailukaudesta lähes 8 %:lla 31 MEUR:oon. Jatkuvat palkkiot kasvavat laskelmiemme mukaan noin 10 %:lla omaisuudenhoidon ja kasvaneen rahasto-AUM:n seurauksena. Tuottopalkkiot ovat H1:llä erinomaisella tasolla (8 MEUR) UB Metsän vahvan tuottokehityksen vetämänä. H1-tuottopalkkiot tulevat käytännössä kokonaan metsätuotteista (UB Metsä ja NFF 3). Markkinan heilunta keväällä on todennäköisesti nostanut myös strukturoitujen tuotteiden volyymit kohtalaiselle tasolle, mutta näiden merkitys konsernin mittakaavassa on kuitenkin pieni. Investointipankin alkuvuosi vaikuttaa jääneen hiljaiseksi.

UB:n rahastojen uusmyynti on alkuvuonna vetänyt vaisusti ja keihäänkärkirahastojen nettomerkinnät ovat pienellä miinuksella kiinteistörahastojen lunastuksista johtuen. Myös perinteisissä rahastoissa uusmyynti on ollut vaisua ja konsernin uusmyynti onkin pitkälti omaisuudenhoidon varassa. Omaisuudenhoidon myynti on arviomme mukaan jatkanut jo pidempään jatkunutta

erinomaista kehitystään. AUM kohoaa 5,8 miljardiin euroon, ja sitä nostavat etenkin Fonditan ja Fourtonin yrityskaupat. Huomautamme, että yrityskaupat näkyvät liikevaihdossa vain pieniltä osin, sillä ne saatiin maaliin vasta kauden loppupuolella.

Liikevoitto kasvaa vertailukaudesta 11 %:lla 9,8 MEUR:oon liikevaihdon mukana. Kannattavuus on hyvällä noin 30 %:n tasolla. UB tekee tällä hetkellä etupainotteisia kasvuinvestointeja, jotka rasittavat kannattavuutta jonkin verran. Tulos on jälleen erittäin riippuvainen tuottopalkkioista ja tuottopalkkioista oikaistu kannattavuus on heikolla tasolla.

Yhtiö tarkistaneee ohjeistustaan ylöspäin

UB on ohjeistanut operatiivisen liikevoittonsa asettuvan lähelle tai kasvavan vuoden 2025 tasosta. Päivitetyillä ennusteillamme odotamme nyt lähes 20 MEUR:n liikevoittoa, joka tarkoittaa noin 20 %:n kasvua. Pidämmekin lähes varmana, että UB tarkistaa ohjeistustaan ylöspäin H1-raportin yhteydessä, kunhan tuottopalkkiot realisoituvat odottamallamme tavalla.

Näkymien osalta odotamme johdon kommenttien olevan edelleen varsin positiivisia, sillä yleinen markkinasentimentti on tällä hetkellä todella hyvä.

Oma huomiomme H1-raportilla keskittyy yhtiön kommentteihin sen uusmyynnistä. Uusmyynti on tällä hetkellä kaukana sen täydestä potentiaalista ja etenkin keihäänkärkirahastojen myynti on luvattoman heikkoa. Ottaen huomioon yhtiön laaja tuotetarjonta vaihtoehtoisissa tuotteissa, ei heikkoa myyntiä voi pistää vain markkinatilanteen piikkiin. Tätä näkemystä tukee myös se fakta, että useampi verrokki kykenee tällä hetkellä myymään vaihtoehtoisia tuotteita järkevillä volyyymeillä. Myös kommentit uusista tuotelanseerauksista kiinnostavat ja emme yllättyisi, mikäli yhtiö toisi H2:lla suljetun PE-tuotteen. Uusia tuotteita tärkeämpää olisi kuitenkin saada nykyisten tuotteiden myyntivolyymit kasvuun.

Ennustetaulukko	H1'25	H1'26	H1'26e	H1'26e	Konsensus		2026e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	29,1		31,3				65,4
Liikevoitto (oik.)	8,8		9,8				19,8
EPS (oik.)	0,62		0,66				1,34
Liikevaihdon kasvu-%	-12,0 %		7,6 %				14,3 %
Liikevoitto-% (oik.)	30,3 %		31,3 %				30,3 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset

Ennustemuutokset

- Lähivuosien tulosenneusteeemme ovat nousseet 4-12 %:lla. Keskeinen selittävä tekijä on alkukesästä toteutettu Fonditan yrityskauppa, jonka olemme lisänneet ennusteisiimme (aiempi [kommenttimme](#)).
- Olemme myös tarkistaneet arviotamme 2026 tuottosidonnaisista palkkioista ylöspäin UB Metsän erinomaisen tuottokehityksen ansiosta. Huomautamme, että 2026 osalta tuottopalkkiot tulevat lähes täysin UB Metsästä sekä suljetuista NFF-metsärahastoista.
- UB:n myynti on vetänyt alkuvuonna hieman odotuksiamme vaisummin ja tällä on ollut pieni negatiivinen vaikutus ennusteisiimme.
- Olemme myös lykanneet arviotamme kiinteistörahastojen paluusta takaisin kasvu-uralle, sillä viimeisin korkojen nousu on ollut koko sektorille myrkkyä ja yleinen sentimentti kiinteistörahastojen ympärillä on erittäin heikko.
- Olemme käyneet ennusteitamme läpi keväällä julkaistussa [laajassa raportissa](#).

Operatiiviset tulosajurit

- Ennusteissamme odotamme keihäänkärkirahastojen uusmyynnin piristyvän asteittain 2026 aikana ja kiihtyvän selvästi 2027 alkaen. PE-rahastot ovat erittäin tervetullut lisä ja ne tuovat tarvittavaa leveyttä tuotetarjontaan. Kasvun toinen tukijalka on varainhoito, jossa odotamme vahvan kehityksen jatkuvan. Myös Fonditan ja Fourtonin -yrityskaupat antavat selvää tukea kasvulle. Kokonaisuutena ennustamme hallinnointipalkkioiden sekä omaisuudenhoidon palkkioiden kasvavan vuositason keskimäärin 15 % 2025–2029.
- Tuottosidonnaiset palkkiot ovat ennusteissamme keskeinen riski ja muuttuja. Koska tuottopalkkiot tulevat vain muutamasta rahastosta, on niihin liittyvä ennustettavuus heikko. Odotamme lähivuosilta edelleen vahvoja tuottopalkkioita, joskin niiden suhteellinen osuus laskee jatkuvien palkkioiden kasvaessa. Huomautamme, että tuottopalkkioiden osuus koko konsernin tuloksesta on edelleen erittäin korkea, ja yhtiön olisi ensiarvoisen tärkeää saada tuottopalkkioista oikaistua kannattavuutta parannettua. Kasvuinvestoinneista johtuen 2026 tämä kannattavuus tuskin oleellisesti paranee, mutta 2027 alkaen tähän pitäisi olla hyvät edellytykset. Tässä yhtiöllä on toki selkeä näytön paikka, sillä parannus on antanut odottaa itseään jo vuosia.
- Kokonaisuutena odotamme yhtiöltä noin 15 %:n vuotuista tuloskasvua lähivuosilta.

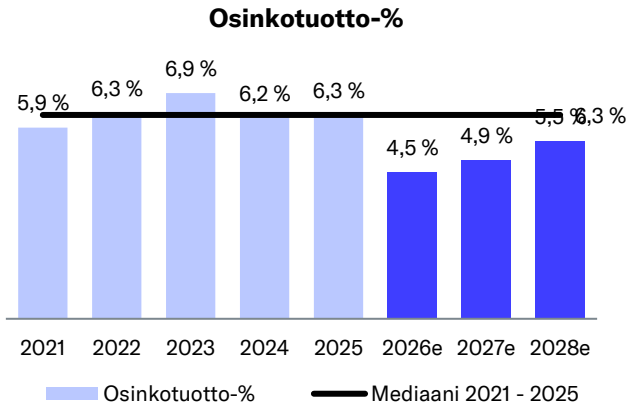
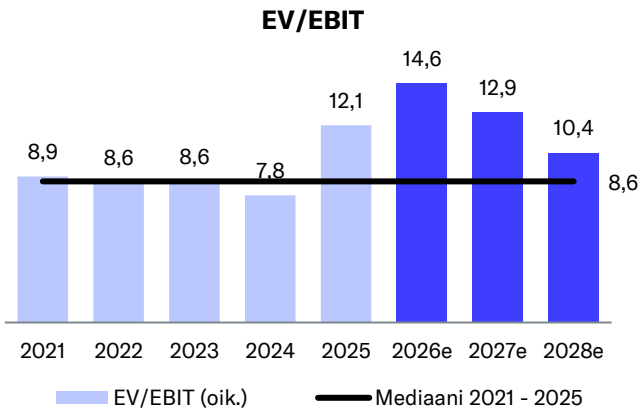
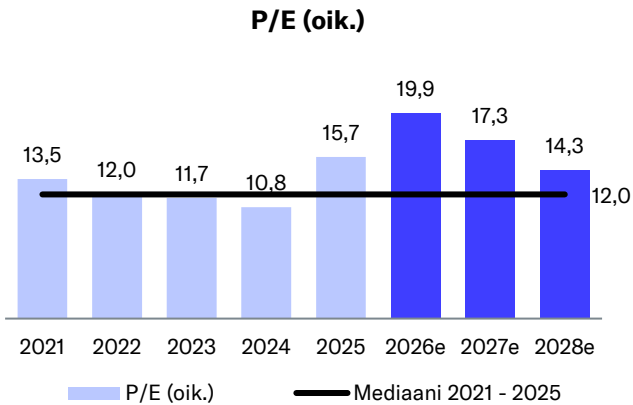
Ennustemuutokset	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
Liikevaihto	61,4	65,4	6 %	67,1	71,6	7 %	74,4	78,8	6 %
Käyttökate	20,7	22,8	10 %	23,7	25,1	6 %	28,8	29,9	4 %
Liikevoitto	17,7	19,8	12 %	20,9	22,2	6 %	25,8	26,9	4 %
Tulos ennen veroja	17,7	19,8	12 %	20,9	22,2	6 %	25,8	26,9	4 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,19	1,34	12 %	1,45	1,54	6 %	1,79	1,85	4 %
Osakekohtainen osinko	1,20	1,20	0 %	1,30	1,30	0 %	1,45	1,45	0 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	13,6	14,2	14,4	17,8	18,5	26,6	26,6	26,6	26,6
Osakemäärä, milj. kpl	10,4	10,6	10,8	10,9	10,9	11,1	11,2	11,3	11,4
Markkina-arvo	141	151	155	195	202	295	298	301	303
Yritysarvo (EV)	129	142	147	182	201	290	286	280	274
P/E (oik.)	13,5	12,0	11,7	10,8	15,7	19,9	17,3	14,3	12,7
P/E	13,7	12,0	11,7	10,8	15,7	19,9	17,3	14,3	12,7
P/B	3,2	3,2	3,0	3,2	3,3	4,6	4,4	4,1	3,7
P/S	3,2	3,1	3,0	3,1	3,5	4,5	4,2	3,8	3,6
EV/Liikevaihto	2,9	2,9	2,8	2,9	3,5	4,4	4,0	3,6	3,2
EV/EBITDA	8,1	7,7	7,6	7,0	10,2	12,7	11,4	9,4	8,3
EV/EBIT (oik.)	8,9	8,6	8,6	7,8	12,1	14,6	12,9	10,4	9,0
Osinko/tulos (%)	80,3 %	76,4 %	81,1 %	66,7 %	98,1 %	89,8 %	84,6 %	78,2 %	85,0 %
Osinkotuotto-%	5,9 %	6,3 %	6,9 %	6,2 %	6,3 %	4,5 %	4,9 %	5,5 %	6,7 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Alexandria	165	149	9,0	9,2	2,4	2,4	13,5	13,9	7,0	6,8	4,1
Aktia	912						10,5	10,2	5,7	6,1	1,3
CapMan	316	319	9,3	6,9	4,4	3,6	13,3	10,3	7,3	7,9	1,6
eQ	406	379	11,9	11,6	5,6	5,4	16,1	15,6	6,2	6,6	5,6
Evli	662	632	11,2	9,6	4,9	4,5	16,5	13,9	5,2	5,7	3,8
Taaleri	206	163	6,9	5,3	2,7	2,5	13,5	9,0	5,5	6,1	0,9
Titanium	63	51	8,5	11,2	2,6	2,6	12,9	16,2	7,4	6,0	4,2
Mandatum	2962	2888	22,6	16,9	16,2	16,3	26,8	19,3	14,5	9,7	3,5
United Bankers (Inderes)	298	286	14,6	12,9	4,4	4,0	19,9	17,3	4,5	4,9	4,6
Keskiarvo			11,3	10,1	5,5	5,3	15,4	13,5	7,3	6,8	3,1
Mediaani			9,3	9,6	4,4	3,6	13,5	13,9	6,6	6,3	3,7
Erotus-% vrt. mediaani			58 %	34 %	2 %	11 %	47 %	24 %	-31 %	-23 %	26 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	H1'25	H2'25	2025	H1'26e	H2'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	62,1	29,1	28,1	57,2	31,3	34,1	65,4	71,6	78,8	85,3
Käyttökate	26,1	10,3	9,3	19,6	11,3	11,5	22,8	25,1	29,9	33,2
Poistot ja arvonalennukset	-2,7	-1,5	-1,5	-3,0	-1,5	-1,5	-3,0	-2,9	-3,0	-2,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	23,4	8,8	7,8	16,6	9,8	10,0	19,8	22,2	26,9	30,5
Liikevoitto	23,4	8,8	7,8	16,6	9,8	10,0	19,8	22,2	26,9	30,5
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	23,4	8,8	7,8	16,6	9,8	10,0	19,8	22,2	26,9	30,5
Verot	-4,9	-1,8	-1,7	-3,5	-2,1	-2,1	-4,2	-4,2	-5,1	-5,8
Vähemmistöosuudet	-0,4	-0,2	0,0	-0,2	-0,4	-0,4	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9
Nettotulos	18,0	6,8	6,1	12,9	7,3	7,5	14,8	17,2	21,0	23,8
EPS (oikaistu)	1,64	0,62	0,56	1,18	0,66	0,68	1,34	1,54	1,85	2,09
EPS (raportoitu)	1,65	0,62	0,56	1,18	0,66	0,68	1,34	1,54	1,85	2,09

Tunnusluvut	2024	H1'25	H2'25	2025	H1'26e	H2'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	19,2 %	-12,0 %	-3,6 %	-8,0 %	7,6 %	21,3 %	14,3 %	9,6 %	10,1 %	8,2 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	37,8 %	-34,8 %	-20,6 %	-28,8 %	11,0 %	27,9 %	19,0 %	12,4 %	21,0 %	13,3 %
Käyttökate-%	42,0 %	35,5 %	33,2 %	34,4 %	36,0 %	33,8 %	34,9 %	35,1 %	38,0 %	38,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	37,6 %	30,3 %	27,9 %	29,1 %	31,3 %	29,4 %	30,3 %	31,1 %	34,2 %	35,8 %
Nettotulos-%	29,0 %	23,5 %	21,7 %	22,6 %	23,4 %	22,1 %	22,7 %	24,1 %	26,6 %	27,9 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	47,0	47,0	50,7	50,0	49,5
Liikearvo	15,6	15,6	28,6	28,6	28,6
Aineettomat hyödykkeet	6,6	5,3	5,2	4,3	3,5
Käyttöomaisuus	2,1	3,7	3,8	4,1	4,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	22,8	22,3	13,0	13,0	13,0
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	41,5	51,6	47,4	48,8	57,8
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	26,3	43,9	35,0	30,0	30,0
Myyntisaamiset	1,8	1,4	2,0	2,1	2,4
Likvidit varat	13,3	6,4	10,5	16,7	25,4
Taseen loppusumma	88,5	98,6	98,1	98,8	107

Lähde: Inderes

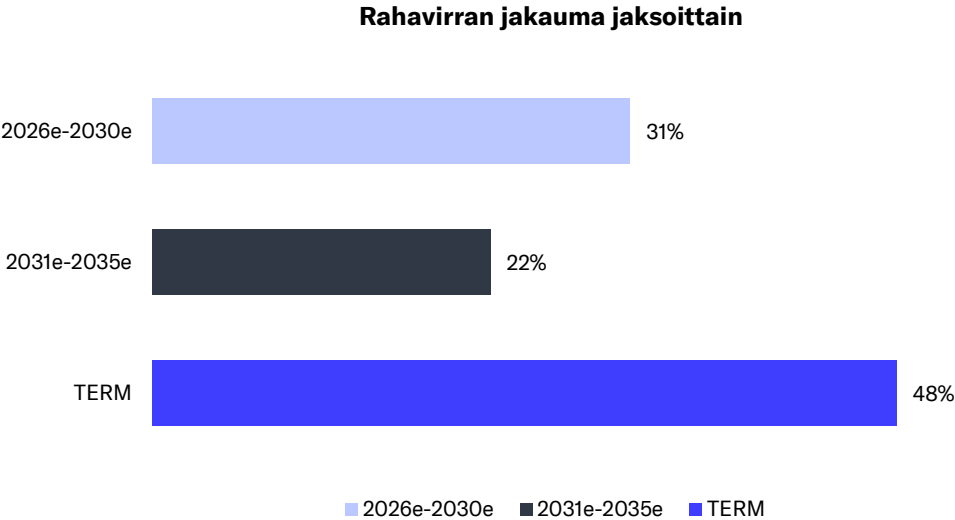
Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	61,4	61,7	64,7	69,4	76,6
Osakepääoma	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Kertyneet voittovarot	35,3	35,5	37,7	41,6	48,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	20,3	20,4	20,4	20,4	20,4
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,3	0,3	1,1	1,9	2,8
Pitkäaikaiset velat	1,8	2,3	2,3	2,3	2,3
Laskennalliset verovelat	1,8	2,3	2,3	2,3	2,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	25,2	34,6	31,1	27,2	28,4
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	12,6	9,5	11,1	12,2	13,4
Muut lyhytaikaiset velat	12,6	25,0	20,0	15,0	15,0
Taseen loppusumma	88,4	98,6	98,1	98,8	107

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-8,0 %	14,3 %	9,6 %	10,1 %	8,2 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	29,1 %	30,3 %	31,1 %	34,2 %	35,8 %	35,0 %	34,0 %	33,0 %	32,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %
Liikevoitto	16,6	19,8	22,2	26,9	30,5	30,7	30,8	30,7	30,7	30,6	31,4	
+ Kokonaispoistot	3,0	3,0	2,9	3,0	2,6	2,6	2,6	2,8	2,9	3,1	3,3	
- Maksetut verot	-3,0	-4,2	-4,2	-5,1	-5,8	-5,8	-5,8	-5,8	-5,8	-5,8	-6,0	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-7,6	4,8	0,9	1,0	0,9	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	
Operatiivinen kassavirta	9,0	23,4	21,7	25,8	28,3	27,8	27,9	28,0	28,2	28,3	29,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-3,0	-6,7	-2,2	-2,5	-2,7	-2,9	-3,1	-3,3	-3,5	-3,7	-4,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	6,0	16,8	19,5	23,3	25,5	24,9	24,8	24,7	24,7	24,6	24,2	
+/- Muut	-6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	0,0	16,8	19,5	23,3	25,5	24,9	24,8	24,7	24,7	24,6	24,2	331
Diskontattu vapaa kassavirta		16,1	17,1	18,6	18,5	16,4	14,8	13,4	12,2	11,0	9,9	135
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		283	267	250	231	213	196	181	168	156	145	135
Velaton arvo DCF		283										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		6,4										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		-5,0										
-Osinko/pääomapalautus		-12,7										
Oman pääoman arvo DCF		272										
Oman pääoman arvo DCF per osake		24,5										

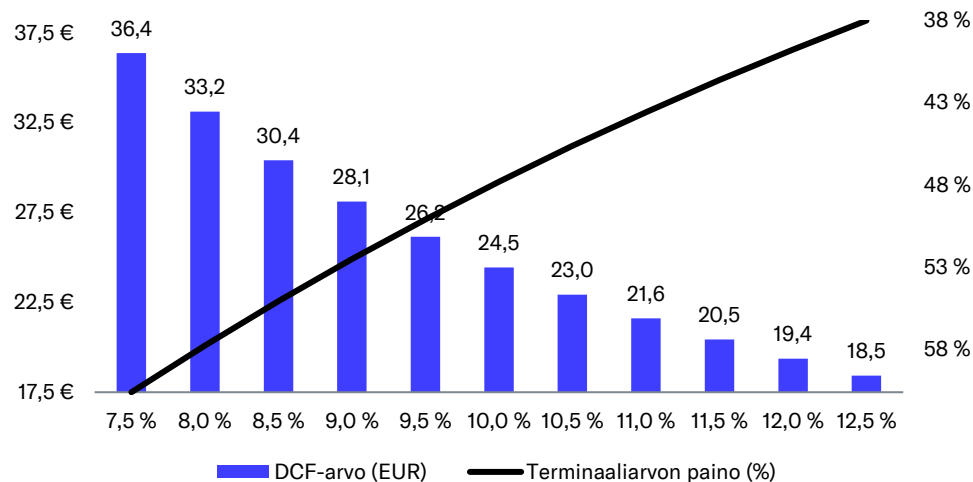
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,80 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,0 %

Lähde: Inderes

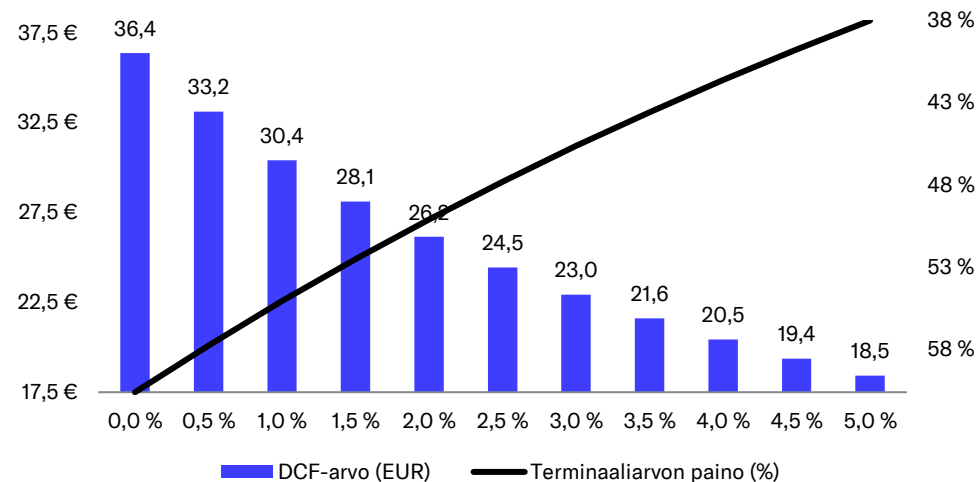


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

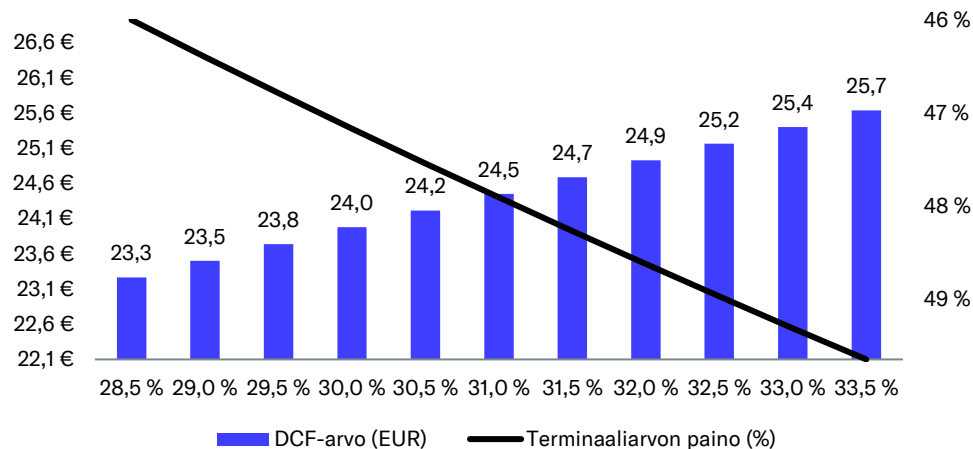
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



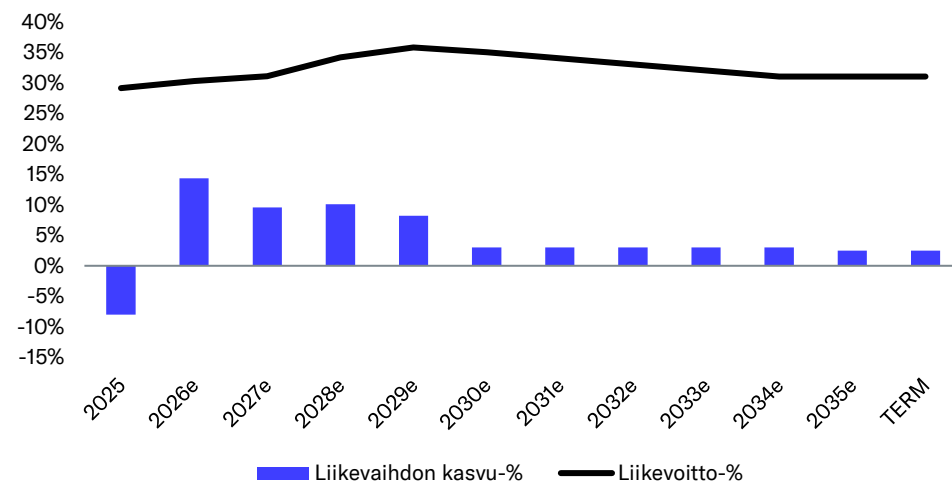
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	52,1	62,1	57,2	65,4	71,6
Käyttökate	19,2	26,1	19,6	22,8	25,1
Liikevoitto	17,0	23,4	16,6	19,8	22,2
Voitto ennen veroja	17,0	23,4	16,6	19,8	22,2
Nettovoitto	13,3	18,0	12,9	14,8	17,2
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	76,1	88,5	98,6	98,1	98,8
Oma pääoma	51,6	61,4	61,7	64,7	69,4
Liikearvo	15,6	15,6	15,6	28,6	28,6
Nettovelat	-9,4	-13,3	-6,4	-10,5	-16,7

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	19,2	26,1	19,6	22,8	25,1
Nettokäyttöpääoman muutos	-3,4	9,4	-7,6	4,8	0,9
Operatiivinen kassavirta	13,2	29,4	9,0	23,4	21,7
Investoinnit	-3,0	-16,9	-3,0	-6,7	-2,2
Vapaa kassavirta	10,2	12,4	0,0	16,8	19,5

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	2,8	2,9	3,5	4,4	4,0
EV/EBITDA	7,6	7,0	10,2	12,7	11,4
EV/EBIT (oik.)	8,6	7,8	12,1	14,6	12,9
P/E (oik.)	11,7	10,8	15,7	19,9	17,3
P/B	3,0	3,2	3,3	4,6	4,4
Osinkotuotto-%	6,9 %	6,2 %	6,3 %	4,5 %	4,9 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	1,23	1,65	1,18	1,34	1,54
EPS (oikaistu)	1,23	1,65	1,18	1,34	1,54
Operat. Kassavirta / osake	1,22	2,69	0,82	2,11	1,94
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,94	1,14	0,00	1,51	1,74
Omapääoma / osake	4,75	5,59	5,61	5,72	6,02
Osinko / osake	1,00	1,10	1,16	1,20	1,30

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	7 %	19 %	-8 %	14 %	10 %
Käyttökatteen kasvu-%	4 %	36 %	-25 %	16 %	10 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	3 %	38 %	-29 %	19 %	12 %
EPS oik. kasvu-%	4 %	34 %	-28 %	13 %	15 %
Käyttökate-%	36,8 %	42,0 %	34,4 %	34,9 %	35,1 %
Oik. Liikevoitto-%	32,5 %	37,6 %	29,1 %	30,3 %	31,1 %
Liikevoitto-%	32,5 %	37,6 %	29,1 %	30,3 %	31,1 %
ROE-%	26,9 %	32,1 %	21,1 %	23,8 %	26,3 %
ROI-%	34,1 %	41,4 %	27,0 %	31,3 %	33,2 %
Omavaraisuusaste	67,8 %	69,4 %	62,6 %	65,9 %	70,2 %
Nettovelkaantumisaste	-18,1 %	-21,6 %	-10,3 %	-16,2 %	-24,0 %
Nettovelka/käyttökate	-0,5	-0,5	-0,3	-0,5	-0,7
EBITDA/nettorahoituskulut					

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevast. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
23.8.2019	Vähennä	7,50 €	7,40 €
16.12.2019	Myy	8,20 €	9,35 €
20.12.2019	Myy	8,20 €	8,95 €
7.2.2020	Vähennä	9,00 €	9,45 €
3.3.2020	Vähennä	9,00 €	8,90 €
23.3.2020	Vähennä	6,40 €	6,90 €
14.5.2020	Vähennä	7,50 €	7,75 €
8.6.2020	Vähennä	8,00 €	7,95 €
27.8.2020	Vähennä	8,80 €	9,00 €
26.10.2020	Vähennä	9,00 €	9,30 €
22.2.2021	Vähennä	11,00 €	12,80 €
26.5.2021	Vähennä	13,00 €	13,15 €
27.8.2021	Vähennä	12,50 €	14,30 €
24.9.2021	Vähennä	14,00 €	13,60 €
21.2.2022	Vähennä	14,00 €	13,95 €
11.4.2022	Vähennä	14,00 €	13,70 €
29.8.2022	Vähennä	14,00 €	13,85 €
6.2.2023	Lisää	16,00 €	14,30 €
20.2.2023	Lisää	16,00 €	14,80 €
25.8.2023	Lisää	16,00 €	14,80 €
19.2.2024	Lisää	17,00 €	14,60 €
7.3.2024	Lisää	19,00 €	17,00 €
26.6.2024	Vähennä	19,00 €	18,55 €
26.8.2024	Vähennä	19,00 €	19,35 €
14.2.2025	Vähennä	18,00 €	17,90 €
19.5.2025	Vähennä	17,00 €	17,15 €
22.8.2025	Vähennä	18,00 €	17,50 €
2.12.2025	Vähennä	18,00 €	18,50 €
13.2.2026	Vähennä	18,00 €	18,70 €
16.3.2026	Vähennä	19,00 €	19,90 €
7.8.2026	Myy	21,00 €	26,60 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**