

UNITED BANKERS

18.05.2025 19.45 EEST



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Tuloskasvua odotellessa

United Bankersin alkuvuosi on lähtenyt verkkaisesti liikkeelle, kun markkinan epävarmuus on painanut hallinnoitavia pääomia ja vaikeuttanut uusmyyntiä. Laskeneiden ennusteidemme seurauksena tarkistamme tavoitehintamme 17,0 euroon (aik. 18,0e). Suhtaudumme edelleen positiivisesti yhtiön pitkän aikavälin näkymään, mutta lyhyellä aikavälillä kurssiajurit ovat vähissä tuloksen mennessä vääriin suuntaan ja arvostuksen ollessa neutraali. Toistammekin vähennä-suosituksen ja jäämme odottamaan merkkejä tuloskasvuun paluusta.

Alkuvuosi käynnistynyt verkkaisesti

UB:n nettomerkinnät avoimiin rahastoihin ovat alkuvuonna olleet pienellä miinuksella, ja lisäksi avoimien rahastojen arvot ovat laskeneet markkinan mukana noin 10 %:lla. KY-muotoisista rahastoista varainkeruussa on tällä hetkellä Asuntorahasto sekä Nordic Forest Fund IV, mutta uskomme myös niiden myynnin olleen tahmeaa alkuvuonna. UB on tuttuun tyyliinsä aktivoitunut strukturoiduissa tuotteissa markkinan myrskytyessä, ja struksimyynti on todennäköisesti vetänyt hyvin, mutta sen merkitys konsernin kannalta on kuitenkin hyvin rajallinen (osuus liikevaihdosta muutamia prosentteja). Omaisuudenhoidon myynti veti yhtiöllä erittäin hyvin H2:lla, ja olisi toivottavaa, että myös tältä osin hyvä veto olisi jatkunut, sillä uusmyynti vaikuttaisi ainakin H1 osalta olevan pitkälti omaisuudenhoidon harteilla.

Ennusteita tarkistettu alaspäin vaisun markkinan mukana

Olemme laskeneet ennusteitamme odotuksia vaisummin sujuneen uusmyynnin sekä markkinan myötä laskeneen hallinnoitavan varallisuuden seurauksena. Kokonaisuutena lähivuosien ennusteemme ovat laskeneet 3-7 %:lla. Kuluvana vuonna UB:n tulos tulee laskemaan merkittävästi, kun tuottopalkkiot laskevat vertailukauden poikkeukselliselta tasolta. Huomautamme, että kuluva vuoden ennusteemme pitää edelleen sisällä huomattavat noin 10 MEUR:n tuottopalkkiot.

Tuottopalkkiot tulevat pääosin metsärahastoista, ja näkyvyys niitä kohtaan on rajallinen. Odotuksia vaisummasta myynnistä huolimatta odotamme edelleen, että jatkuvan toiminnan kannattavuus paranee vertailukauden vaisulta tasolta. Tuottopalkkioista oikaistun kannattavuuden absoluuttisesti ja suhteellisesti vaisu taso on ollut jo pidempään selkeä kauneusvirhe yhtiön muuten mallikkaassa kasvutarinassa ja yhtiön olisikin ensiarvoisen tärkeää saada tämä kehitys jälleen menemään oikeaan suuntaan.

2026 alkaen odotamme yhtiön palaavan taas reippaaseen tuloskasvuun, kun uusmyynti kiihtyy ja jatkuvan toiminnan kannattavuus paranee. Isossa kuvassa pidämme UB:n pitkän aikavälin tuloskasvunäkymiä edelleen hyvinä, yhtiön tehdessä strategiassaan oikeita asioita. Keskeinen riski ennusteissamme liittyy metsärahastojen suureen osuuteen liikevaihdosta sekä tuottopalkkioiden pitkän aikavälin normaaliin tasoon. Osingon odotamme jatkavan tasaista kasvuaan ja uskomme yhtiön maksavan vahvan taseensa turvin ensi keväänä yli tuloksensa verran osinkoa pitääkseen osinkonsa kasvussa.

Ilman tuloskasvua kurssinousuajurit ovat vähissä

Kuluvan vuoden ennusteillamme UB:n P/E-luku (~17x) on korkeahko. 2026 ripeän tuloskasvun myötä kerroin neutralisoituu 14x tasolle. UB:tä on viimeisen viiden vuoden ajan hinnoiteltu keskimäärän P/E-kertoimella 14x, ja mielestämme taso on järkevä ja perusteltavissa yhtiön matalalla investointitarpeella, tuloksen kasvunäkymällä sekä nykyisellä riskitasolla. Suhteessa verrokkeihin osaketta hinnoitellaan pienellä preemiolla, mikä myös indikoi osakkeen heikosta nousuvarasta. Meidän onkin vaikea nähdä siinä nousuvaraa ennen kuin näemme tuloskuopan syvyyden ja toisaalta aikataulun tuloskasvuun paluulle. Vahva ja suhteellisen turvallinen yli 6 %:n osinkotuotto rajaa mielestämme osakkeen laskuvaraa.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

17,00 EUR

(aik. 19,00 EUR)

Osakekurssi:

17,15 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	62,1	53,6	59,6	66,7
kasvu-%	19 %	-14 %	11 %	12 %
EBIT oik.	23,4	14,9	18,3	22,4
EBIT-% oik.	37,6 %	27,8 %	30,8 %	33,6 %
Nettotulos	18,0	11,2	13,7	17,4
EPS (oik.)	1,65	1,02	1,24	1,57
P/E (oik.)	10,8	16,8	13,7	10,9
P/B	3,2	3,1	3,1	2,9
Osinkotuotto-%	6,2 %	6,7 %	7,0 %	7,3 %
EV/EBIT (oik.)	7,8	11,6	9,3	7,4
EV/EBITDA	7,0	9,9	8,3	6,7
EV/Liikevaihto	2,9	3,2	2,9	2,5

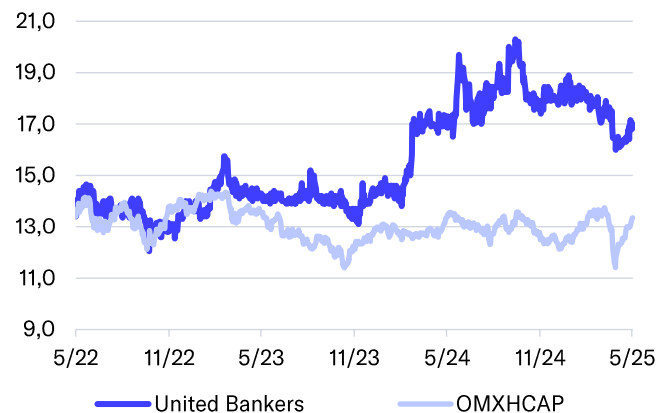
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

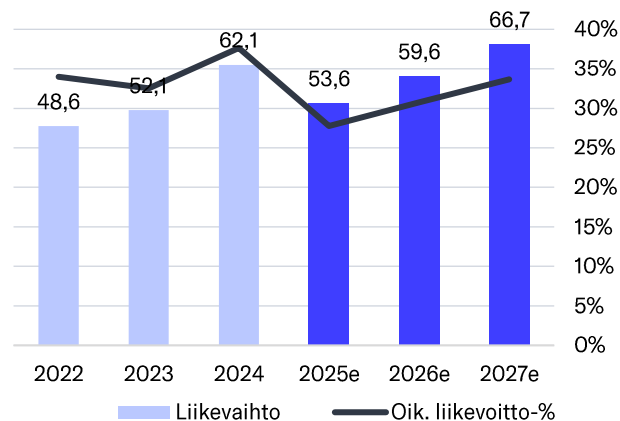
Yhtiö arvioi operatiivisen liikevoittonsa jäävän selvästi alle vuoden 2024 tason

Osakekurssi



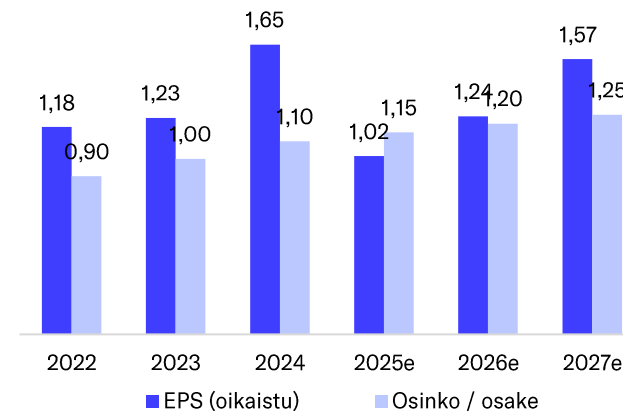
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Uudet tuotelanseeraukset
- Nykyisten tuotteiden kokoluokan kasvu
- Kulutehokkuudessa edelleen parannuspotentiaalia
- Yritysjärjestelyt ja toimialan konsolidaatio

Riskitekijät

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

	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	17,1	17,1	17,1
Osakemäärä, milj. kpl	11,0	11,0	11,1
Markkina-arvo	187	188	189
Yritysarvo (EV)	172	171	167
P/E (oik.)	16,8	13,7	10,9
P/E	16,8	13,7	10,9
P/B	3,1	3,1	2,9
P/S	3,5	3,2	2,8
EV/Liikevaihto	3,2	2,9	2,5
EV/EBITDA	9,9	8,3	6,7
EV/EBIT (oik.)	11,6	9,3	7,4
Osinko/tulos (%)	113,1 %	96,7 %	79,8 %
Osinkotuotto-%	6,7 %	7,0 %	7,3 %

Lähde: Inderes

Pieniä ennustetarkennuksia alaspäin

Ennustemuutokset

- Olemme laskeneet lähivuosien ennusteitamme 3-7 %:lla. Pääasiallinen syy on H1:llä laskeneet omaisuusarvot (matalampi AUM) sekä odotettua vaisumpi uusmyynti.
- Osinkoennusteemme ovat pysyneet ennallaan. Arviomme edelleen UB:n suosivan osingon vakaata kasvua ja näin ollen voitonjako voi huonompana vuonna olla 100% tai yli ja vastaavasti hyvänä vuonna matala (esim. 2024). Odotammekin yhtiön jakavan 2025 keväällä osinkoa yli tuloksensa pitääkseen sen kasvussa. Taseen puolesta yhtiöllä on tähän hyvin varaa.

Operatiiviset tulosajurit

- Ennusteissamme yhtiön tuloskasvua ajaa Varainhoidon hallinnoitavien varojen kasvu erityisesti strategisesti tärkeissä rahastoissa (NFF, Uusiutuva energia ja Metsä). Kiinteistörahastot alkavat hiljalleen tukea kasvua vuodesta 2026 eteenpäin, mutta myynnin taso on ennusteissamme aiempia vuosia vaatimattomampi. Vahvan uusmyynnin seurauksena hallinnointipalkkiot kasvavat ennusteissamme vuositason keskimäärin yli 10 % vuosina 2025–2028 kasvun kiihtyessä periodin loppua kohden. Aiemmasta poiketen myös omaisuudenhoito ottaa osaa kasvuun aiempaa vahvemmin.
- Luottamuksemme yhtiön pidemmän aikavälin näkymää kohtaan on hyvä, sillä yhtiö tekee strategiassaan oikeita asioita, sen tuotetarjonta on hyvässä kunnossa ja myyntikone on osoittanut toimivuutensa. Näin ollen markkinan lyhyen aikavälin vastatuulesta ei pidä liiaksi huolestua.
- Jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuusparannushyppy antaa edelleen odottaa itseään, mutta emme edelleenkään näe syytä miksei tämä tunnusluku paranisi kasvun mukana tulevina vuosina.
- Tuottosidonnaisten palkkioiden odotamme lähivuosina jäävän vuosien 2022–2024 huipputasojen alapuolelle, mikä hautaa alleen osan hallinnointipalkkioiden reippaasta kasvusta. Odotamme kuitenkin tuottosidonnaisten palkkioiden olevan hyvällä tasolla myös tulevina vuosina ja nämä ovat ennusteissamme suurin kysymysmerkki, tuottopalkkioiden tullessa vain muutamista rahastoista.

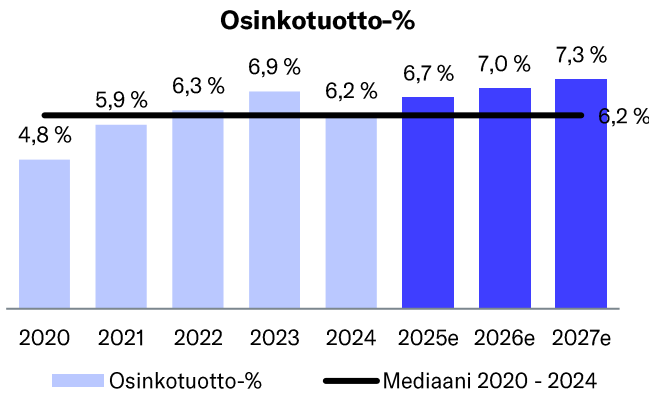
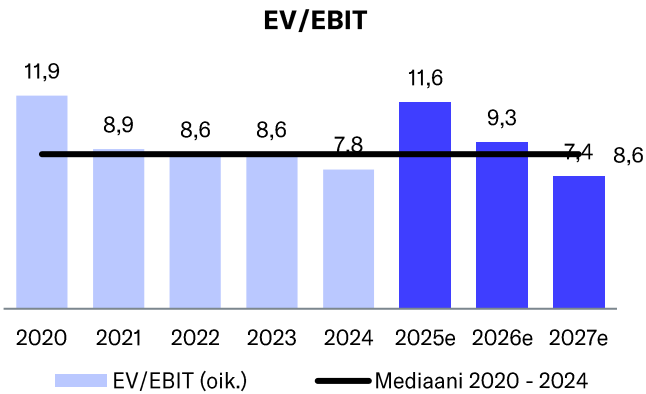
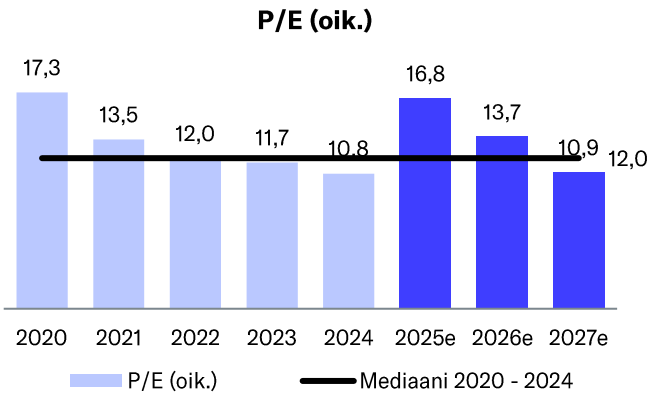
Ennustemuutokset MEUR / EUR	2025 Vanha	2025 Uusi	Muutos %	2026e Vanha	2026e Uusi	Muutos %	2027e Vanha	2027e Uusi	Muutos %
Liikevaihto	54,3	53,6	-1 %	61,0	59,6	-2 %	68,0	66,7	-2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	15,5	14,9	-4 %	19,6	18,3	-7 %	23,7	22,4	-5 %
Liikevoitto	15,5	14,9	-4 %	19,6	18,3	-7 %	23,7	22,4	-5 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,04	1,02	-3 %	1,33	1,24	-7 %	1,62	1,57	-3 %
Osakekohtainen osinko	1,15	1,15	0 %	1,20	1,20	0 %	1,25	1,25	0 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	10,7	13,6	14,2	14,4	17,8	17,1	17,1	17,1	17,1
Osakemäärä, milj. kpl	10,4	10,4	10,6	10,8	10,9	11,0	11,0	11,1	11,1
Markkina-arvo	112	141	151	155	195	187	188	189	190
Yritysarvo (EV)	102	129	142	147	182	172	171	167	159
P/E (oik.)	17,3	13,5	12,0	11,7	10,8	16,8	13,7	10,9	8,9
P/E	17,9	13,7	12,0	11,7	10,8	16,8	13,7	10,9	8,9
P/B	2,9	3,2	3,2	3,0	3,2	3,1	3,1	2,9	2,6
P/S	3,3	3,2	3,1	3,0	3,1	3,5	3,2	2,8	2,6
EV/Liikevaihto	3,0	2,9	2,9	2,8	2,9	3,2	2,9	2,5	2,2
EV/EBITDA	10,2	8,1	7,7	7,6	7,0	9,9	8,3	6,7	5,3
EV/EBIT (oik.)	11,9	8,9	8,6	8,6	7,8	11,6	9,3	7,4	5,8
Osinko/tulos (%)	85,4 %	80,3 %	76,4 %	81,1 %	66,7 %	113,1 %	96,7 %	79,8 %	85,0 %
Osinkotuotto-%	4,8 %	5,9 %	6,3 %	6,9 %	6,2 %	6,7 %	7,0 %	7,3 %	9,5 %

Lähde: Inderes



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

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2025e
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	
Alexandria	100	95	7,7	6,9	6,6	6,0	1,9	1,7	10,8	9,8	8,9	9,3	2,9
Aktia	700								8,8	8,5	8,7	10,4	1,0
CapMan	328	310	10,4	7,7	9,9	7,4	5,0	4,4	15,6	12,1	8,1	8,7	1,7
eQ	485	454	14,9	11,7	14,4	11,3	7,3	6,1	20,2	16,1	5,0	6,2	6,4
Evli	491	494	12,1	10,4	11,1	9,7	4,6	4,2	17,2	14,6	6,5	6,7	3,3
Taaleri	206	179	7,8	6,3	7,5	6,2	3,2	2,9	14,1	9,9	4,2	6,0	0,9
Titanium	73	60	8,7	9,6	7,9	8,6	2,9	2,9	13,3	14,5	7,8	7,3	4,7
United Bankers (Inderes)	188	171	11,6	9,3	9,9	8,3	3,2	2,9	16,8	13,7	6,7	7,0	3,1
Keskiarvo			10,3	8,8	9,6	8,2	4,1	3,7	14,3	12,2	7,0	7,8	3,0
Mediaani			9,5	8,7	8,9	8,0	3,9	3,6	14,1	12,1	7,8	7,3	2,9
Erotus-% vrt. mediaani			21 %	8 %	11 %	4 %	-17 %	-20 %	19 %	14 %	-14 %	-3 %	6 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25e	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	52,1	33,0	29,1	62,1	26,0	27,6	53,6	59,6	66,7	73,3
Käyttökate	19,2	14,7	11,4	26,1	7,9	9,5	17,4	20,6	24,9	29,9
Poistot ja arvonalennukset	-2,2	-1,2	-1,5	-2,7	-1,2	-1,3	-2,5	-2,2	-2,4	-2,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	17,0	13,5	9,9	23,4	6,7	8,2	14,9	18,3	22,4	27,3
Liikevoitto	17,0	13,5	9,9	23,4	6,7	8,2	14,9	18,3	22,4	27,3
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	17,0	13,5	9,9	23,4	6,7	8,2	14,9	18,3	22,4	27,3
Verot	-3,1	-3,0	-2,0	-4,9	-1,4	-1,7	-3,1	-3,9	-4,3	-5,2
Vähemmistöosuudet	-0,5	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-0,3	-0,6	-0,8	-0,8	-0,8
Nettotulos	13,3	10,3	7,7	18,0	5,0	6,2	11,2	13,7	17,4	21,3
EPS (oikaistu)	1,23	0,94	0,70	1,64	0,45	0,56	1,02	1,24	1,57	1,91
EPS (raportoitu)	1,23	0,94	0,70	1,65	0,45	0,56	1,02	1,24	1,57	1,91

Tunnusluvut	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25e	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	7,4 %	33,5 %	6,2 %	19,2 %	-21,1 %	-5,2 %	-13,7 %	11,2 %	11,8 %	9,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	2,8 %	93,2 %	-1,1 %	37,8 %	-50,6 %	-16,8 %	-36,3 %	23,2 %	22,3 %	21,6 %
Käyttökate-%	36,8 %	44,6 %	39,1 %	42,0 %	30,3 %	34,5 %	32,4 %	34,5 %	37,3 %	40,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	32,5 %	40,9 %	33,9 %	37,6 %	25,7 %	29,7 %	27,8 %	30,8 %	33,6 %	37,2 %
Nettotulos-%	25,5 %	31,2 %	26,6 %	29,0 %	19,1 %	22,4 %	20,8 %	23,0 %	26,1 %	29,0 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	32,8	47,0	47,6	48,5	49,3
Liikearvo	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6
Aineettomat hyödykkeet	6,1	6,6	7,3	8,1	8,7
Käyttöomaisuus	2,9	2,1	1,9	2,0	2,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	8,2	22,8	22,8	22,8	22,8
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	43,3	41,5	38,7	40,9	46,4
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	32,7	26,3	21,3	21,3	21,3
Myyntisaamiset	1,2	1,8	1,6	1,8	2,0
Likvidit varat	9,4	13,3	15,8	17,8	23,0
Taseen loppusumma	76,1	88,5	86,3	89,3	95,7

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	51,6	61,4	61,2	63,0	68,0
Osakepääoma	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Kertyneet voittovarot	22,8	35,3	34,5	35,5	39,7
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	22,9	20,3	20,3	20,3	20,3
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,4	0,3	0,9	1,7	2,5
Pitkäaikaiset velat	3,0	1,8	1,8	1,8	1,8
Laskennalliset verovelat	3,0	1,8	1,8	1,8	1,8
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	21,5	25,2	23,3	24,5	25,9
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	8,1	12,6	10,7	11,9	13,3
Muut lyhytaikaiset velat	13,5	12,6	12,6	12,6	12,6
Taseen loppusumma	76,1	88,4	86,3	89,3	95,7

DCF-laskelma

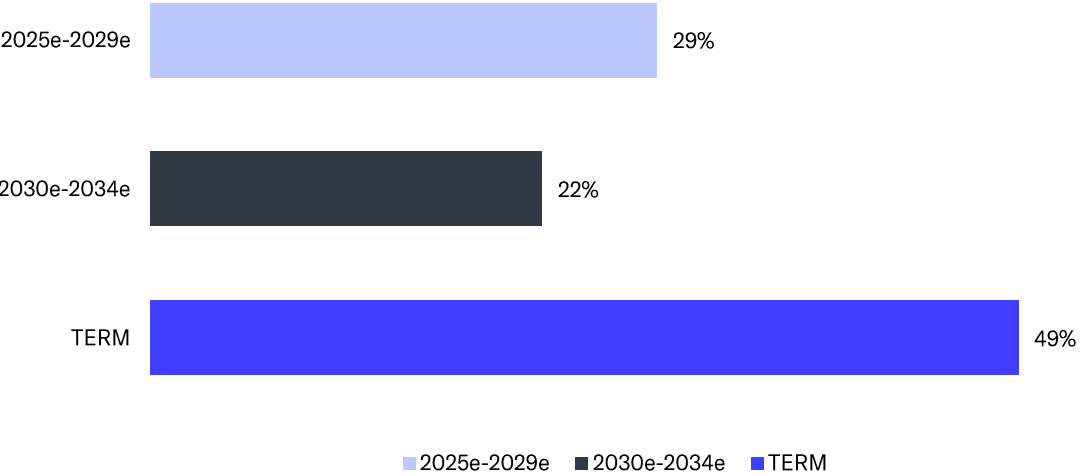
DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	19,2 %	-13,7 %	11,2 %	11,8 %	9,9 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	37,6 %	27,8 %	30,8 %	33,6 %	37,2 %	34,0 %	33,0 %	32,0 %	30,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %
Liikevoitto	23,4	14,9	18,3	22,4	27,3	25,7	25,7	25,6	24,7	24,6	25,3	
+ Kokonaispoistot	2,7	2,5	2,2	2,4	2,6	2,8	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4	
- Maksetut verot	-6,2	-3,1	-3,9	-4,3	-5,2	-4,9	-4,9	-4,9	-4,7	-4,7	-4,8	
- 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	9,4	3,4	1,0	1,2	1,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	
Operatiivinen kassavirta	29,4	17,6	17,7	21,8	25,8	24,0	24,1	24,2	23,6	23,7	24,2	
+ 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	-16,9	-3,1	-3,1	-3,3	-3,3	-3,5	-3,5	-3,6	-3,6	-3,7	-4,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	12,4	14,6	14,6	18,5	22,5	20,5	20,6	20,7	20,0	20,0	20,1	
+/- Muut	0,0	-6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	12,4	8,6	14,6	18,5	22,5	20,5	20,6	20,7	20,0	20,0	20,1	275
Diskontattu vapaa kassavirta		8,1	12,5	14,4	16,0	13,2	12,1	11,0	9,7	8,8	8,0	110
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		224	216	203	189	173	160	147	136	127	118	110

Velaton arvo DCF	224
- Korolliset velat	0,0
+ Rahavarat	13,3
-Vähemmistöosuus	-0,8
-Osinko/pääomapalautus	-6,0
Oman pääoman arvo DCF	224
Oman pääoman arvo DCF per osake	20,4

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

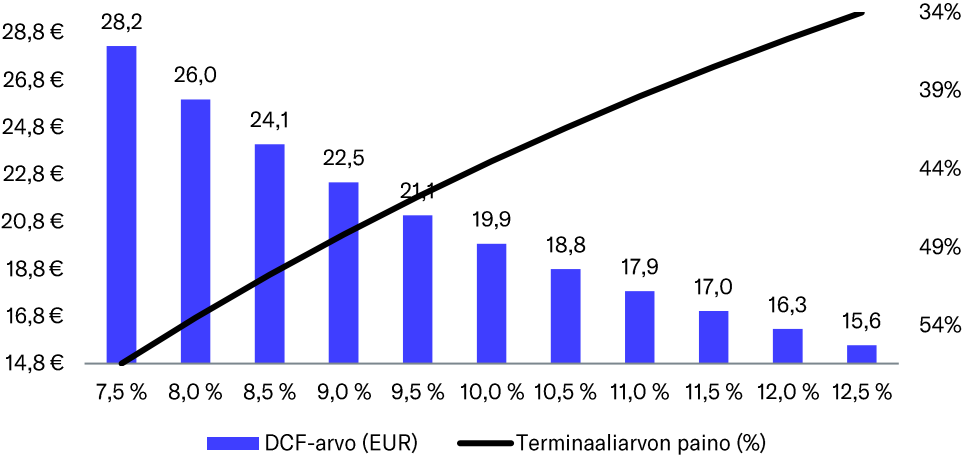
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

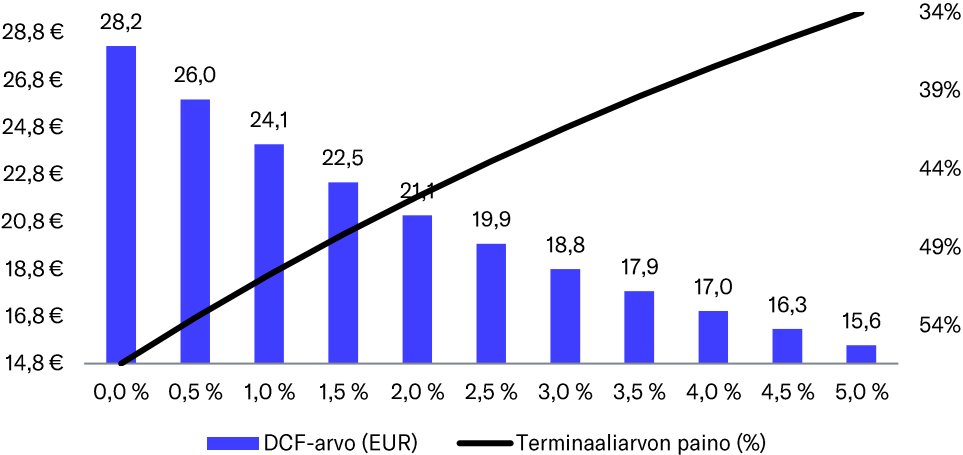


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

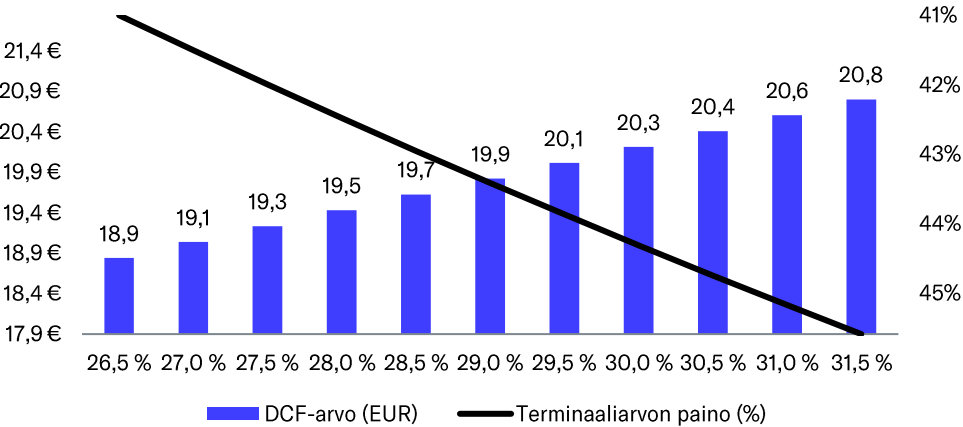
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



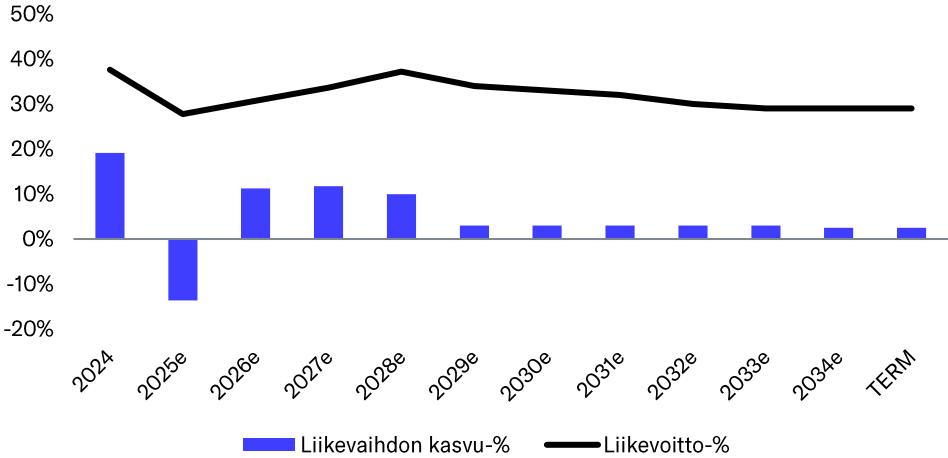
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	48,6	52,1	62,1	53,6	59,6	EPS (raportoitu)	1,18	1,23	1,65	1,02	1,24
Käyttökate	18,4	19,2	26,1	17,4	20,6	EPS (oikaistu)	1,18	1,23	1,65	1,02	1,24
Liikevoitto	16,5	17,0	23,4	14,9	18,3	Operat. Kassavirta / osake	0,74	1,22	2,69	1,60	1,61
Voitto ennen veroja	16,5	17,0	23,4	14,9	18,3	Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,53	0,94	1,14	1,33	1,32
Nettovoitto	12,5	13,3	18,0	11,2	13,7	Omapääoma / osake	4,50	4,75	5,59	5,49	5,56
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,90	1,00	1,10	1,15	1,20
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	71,6	76,1	88,5	86,3	89,3	Liikevaihdon kasvu-%	11 %	7 %	19 %	-14 %	11 %
Oma pääoma	48,1	51,6	61,4	61,2	63,0	Käyttökateen kasvu-%	16 %	4 %	36 %	-33 %	18 %
Liikearvo	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	14 %	3 %	38 %	-36 %	23 %
Nettovelat	-9,5	-9,4	-13,3	-15,8	-17,8	EPS oik. kasvu-%	17 %	4 %	34 %	-38 %	22 %
						Käyttökate-%	37,9 %	36,8 %	42,0 %	32,4 %	34,5 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Oik. Liikevoitto-%	34,0 %	32,5 %	37,6 %	27,8 %	30,8 %
Käyttökate	18,4	19,2	26,1	17,4	20,6	Liikevoitto-%	34,0 %	32,5 %	37,6 %	27,8 %	30,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-8,1	-3,4	9,4	3,4	1,0	ROE-%	27,5 %	26,9 %	32,1 %	18,4 %	22,5 %
Operatiivinen kassavirta	7,8	13,2	29,4	17,6	17,7	ROI-%	35,0 %	34,1 %	41,4 %	24,3 %	29,5 %
Investoinnit	-2,3	-3,0	-16,9	-3,1	-3,1	Omavaraisuusaste	67,1 %	67,8 %	69,4 %	70,9 %	70,6 %
Vapaa kassavirta	5,6	10,2	12,4	14,6	14,6	Nettovelkaantumisaste	-19,8 %	-18,1 %	-21,6 %	-25,8 %	-28,2 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	2,9	2,8	2,9	3,2	2,9						
EV/EBITDA	7,7	7,6	7,0	9,9	8,3						
EV/EBIT (oik.)	8,6	8,6	7,8	11,6	9,3						
P/E (oik.)	12,0	11,7	10,8	16,8	13,7						
P/B	3,2	3,0	3,2	3,1	3,1						
Osinkotuotto-%	6,3 %	6,9 %	6,2 %	6,7 %	7,0 %						

Lähde: Inderes

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

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
23/08/2019	Vähennä	7,50 €	7,40 €
16/12/2019	Myy	8,20 €	9,35 €
20/12/2019	Myy	8,20 €	8,95 €
07/02/2020	Vähennä	9,00 €	9,45 €
03/03/2020	Vähennä	9,00 €	8,90 €
23/03/2020	Vähennä	6,40 €	6,90 €
14/05/2020	Vähennä	7,50 €	7,75 €
08/06/2020	Vähennä	8,00 €	7,95 €
27/08/2020	Vähennä	8,80 €	9,00 €
26/10/2020	Vähennä	9,00 €	9,30 €
22/02/2021	Vähennä	11,00 €	12,80 €
26/05/2021	Vähennä	13,00 €	13,15 €
27/08/2021	Vähennä	12,50 €	14,30 €
24/09/2021	Vähennä	14,00 €	13,60 €
21/02/2022	Vähennä	14,00 €	13,95 €
11/04/2022	Vähennä	14,00 €	13,70 €
29/08/2022	Vähennä	14,00 €	13,85 €
06/02/2023	Lisää	16,00 €	14,30 €
20/02/2023	Lisää	16,00 €	14,80 €
25/08/2023	Lisää	16,00 €	14,80 €
19/02/2024	Lisää	17,00 €	14,60 €
07/03/2024	Lisää	19,00 €	17,00 €
26/06/2024	Vähennä	19,00 €	18,55 €
26/08/2024	Vähennä	19,00 €	19,35 €
14/02/2025	Vähennä	18,00 €	17,90 €
19/05/2025	Vähennä	17,00 €	17,15 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**