

UNITED BANKERS

21.08.2025 22.30 EEST



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Odotamme edelleen tulokasvuun paluuta

UB:n H1-raportti oli numeroiden valossa selvästi ennusteita parempi. Tulosylitys johtui kuitenkin pitkälti tuottopalkkioista ja ennustemuutokset ovat jääneet marginaalisiksi. Suhtaudumme edelleen positiivisesti yhtiön pitkän aikavälin näkymään, mutta lyhyellä aikavälillä kurssiajurit ovat vähissä tuloksen mennessä väärään suuntaan ja arvostuksen ollessa neutraali. Tarkistamme UB:n tavoitehintamme 18,0 euroon (aik. 17,0e) ja toistamme vähennä-suosituksen.

Tuottopalkkiot siivittivät tulosylitykseen

UB:n H1-liikevaihto oli 29,1 MEUR ja se ylitti reippaasti 26,0 MEUR:n ennusteemme. Liikevaihtoylitys selittyy valtaosin tuottopalkkioilla, joita yhtiö kirjasi metsärahastoista selvästi odotuksiamme enemmän. Myös strukturoituja tuotteita myytiin odotuksiamme enemmän ja loput liikevaihtoylityksestä selittyi tällä. Yhtiön arvon kannalta tärkeimmät rahastojen sekä omaisuudenhoidon palkkiot olivat linjassa ennusteisiimme ja ne kasvoivat noin 5 %:lla. Näin ollen liikevaihtoylityksen merkitys jää varsin vähäiseksi. Selvän liikevaihtoylityksen seurauksena myös tulos ylitti odotukset ja oli 8,8 MEUR. Kulut olivat jonkin verran odotuksiamme korkeammat, mutta tämä johtuu käsityksemme mukaan yhtiön tekemistä kasvuinvestoinneista. Raportin keskeisenä kauneusvirheenä on edelleen tuottopalkkioista oikaistu kannattavuus, joka on hyvin vaatimattomalla tasolla. Mielestämme on kuitenkin selvää, että kun liikevaihto vihdoin lähtee takaisin reippaampaan kasvuun, tulee yhtiön kyetä parantamaan tätä suhdetta merkittävästi.

Uusmyynti oli katsauskaudella edelleen haastavaa, mutta napsun odotuksiamme parempaa. Rahastojen nettomerkinnot olivat odotetusti matalalla tasolla, mutta omaisuudenhoidon myynti jatkoi vahvaa kehitystään. Omaisuudenhoidon myynti on vetänyt jo pidempään erittäin hyvin ja se heijastelee yhtiön toimivaa varainhoitokonseptia sekä viime vuosien onnistuneita

rekrytointeja. Myös strukturoidut tuotteet myivät odotettua paremmin. Keskeinen haaste uusmyynnissä on edelleen keihäänkärkituotteiden vaatimaton myyntivolyymi.

Ennusteissa vain pieniä muutoksia, takaisin tulokasvuun 2026 alkaen

Näkymissä ei ollut yllätyksiä ja yhtiö oli varovaisen optimistinen tulevasta. Olemme tehneet ennusteisiimme hyvin rajallisia muutoksia H1-raportin myötä. 2025 ennustenusut selittyvät puhtaasti H1-tulosylityksellä ja 2025-2027 positiiviset ennustemuutokset ovat alle 5 %. Ennustamme UB:n tuloksen lähtevän kasvuun 2026 alkaen ja 2025 tulospudotus on kurottu umpeen 2027. Tulokasvua ajaa tutusti 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. Jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuus alkaa myös parantua tulevina vuosina, kun kasvu kiihtyy. Osinko kasvaa tasaisesti yhtiön osinkopolitiikan mukaisesti.

Arvostuskuva neutraali, pysymme odottavalla kannalla

UB:n arvostustaso on 2025-2026 kertoimilla neutraali, niin absoluuttisesti kuin suhteellisesti. Pidemmällä aikavälillä osakkeen tuotto-odotus on mielestämme nykytasolla mielenkiintoinen, mutta tämä edellyttää tulokasvun realisoitumista ennustamallamme tavalla. Lyhyellä aikavälillä kurssiajurit ovat vähissä, kun tulos menee väärään suuntaan ja uusmyynti on tahmeaa. Lyhyellä aikavälillä tuotto-odotus rajoittuu yli 6 %:n osinkotuottoon, joka ei ole riittävä korvaus ennusteriskien kantamisesta. Jäämmekin seuraamaan kehitystä sivusta ja odottamaan tulokasvuun paluuta.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehintaa:

18,00 EUR

(aik. 17,00 EUR)

Osakekurssi:

17,50 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	62,1	57,3	61,5	67,9
kasvu-%	19 %	-8 %	7 %	10 %
EBIT oik.	23,4	17,7	19,2	22,6
EBIT-% oik.	37,6 %	31,0 %	31,3 %	33,3 %
Nettotulos	18,0	13,6	14,4	17,5
EPS (oik.)	1,65	1,24	1,30	1,58

P/E (oik.)	10,8	14,1	13,4	11,1
P/B	3,2	3,1	3,0	2,8
Osinkotuotto-%	6,2 %	6,6 %	6,9 %	7,1 %
EV/EBIT (oik.)	7,8	9,8	9,0	7,4
EV/EBITDA	7,0	8,6	8,1	6,7
EV/Liikevaihto	2,9	3,0	2,8	2,5

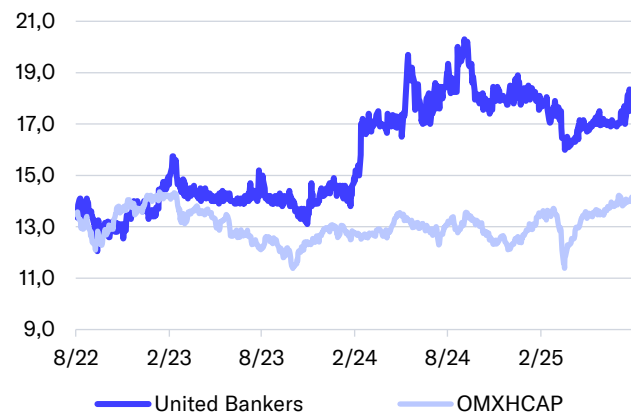
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

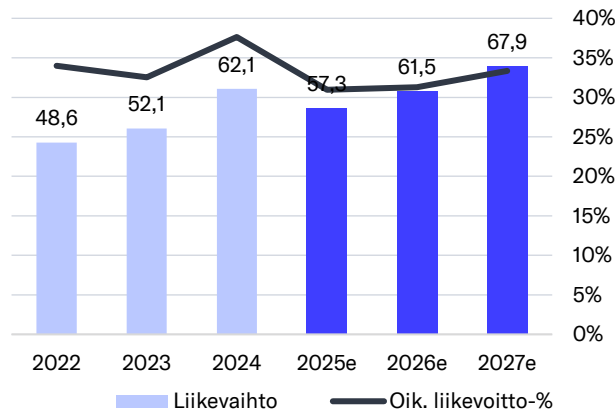
Yhtiö arvioi operatiivisen liikevoittonsa jäävän selvästi alle vuoden 2024 tason

Osakekurssi



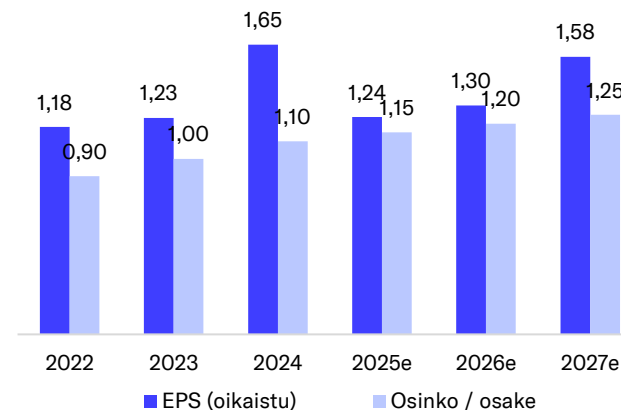
Lähde: Millistream Market Data AB

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	17,5	17,5	17,5
Osakemäärä, milj. kpl	11,0	11,0	11,1
Markkina-arvo	192	193	194
Yritysarvo (EV)	174	173	168
P/E (oik.)	14,1	13,4	11,1
P/E	14,1	13,4	11,1
P/B	3,1	3,0	2,8
P/S	3,4	3,1	2,9
EV/Liikevaihto	3,0	2,8	2,5
EV/EBITDA	8,6	8,1	6,7
EV/EBIT (oik.)	9,8	9,0	7,4
Osinko/tulos (%)	92,9 %	92,0 %	79,1 %
Osinkotuotto-%	6,6 %	6,9 %	7,1 %

Lähde: Inderes

Tuottopalkkiot siivittivät reippaaseen tuloslitykseen

UB:n H1-liikevaihto oli 29,1 MEUR ja se laski selvästi vertailukauden poikkeuksellisen vahvalta tasolta. Liikevaihto ylitti kuitenkin reippaasti 26,0 MEUR:n ennusteemme. Liikevaihtoylitys selittyy valtaosin tuottopalkkioita, joita yhtiö kirjasi 6,8 MEUR:n edestä, kun ennusteemme oli 4,5 MEUR. Laskelmiemme mukaan tuottopalkkiot tulevat käytännössä täysin metsärahastoista sekä Uusiutuvasta Energiasta. Myös strukturoituja tuotteita myytiin odotuksiamme enemmän ja loput liikevaihtoylityksestä selittyy tällä. Yhtiön arvon kannalta tärkeimmät rahastojen sekä omaisuudenhoidon palkkiot olivat linjassa ennusteisiimme ja ne kasvoivat noin 5 %:lla. Näin ollen liikevaihtoylityksen merkitys jää varsin vähäiseksi.

Tuottopalkkioilla selvä liikevaihtoylitys

Uusmyynti oli katsauskaudella edelleen haastavaa, mutta napsun odotuksiamme parempaa. Rahastojen nettomerkinnot olivat odotetusti matalalla noin 30 MEUR:n

tasolla. Omaisuudenhoidon myynti jatkoi hyvää kehitystään ja se oli 105 MEUR. Omaisuudenhoidon myynti on vetänyt jo pidempään erittäin hyvin ja se heijastelee yhtiön toimivaa varainhoitokonseptia sekä viime vuosien onnistuneita rekrytointeja. Myös strukturoidut tuotteet myivät odotettua paremmin ja H1:llä nähty 45 MEUR:n volyyymi on korkein taso sitten vuoden 2018. Keskeinen haaste uusmyynnissä on edelleen keihäänkärkituotteiden vaatimaton myyntivolyyymi.

Tulos oli erittäin hyvä

Selvän liikevaihtoylityksen seurauksena myös tulos ylitti odotukset ja oli 8,8 MEUR. Kulut olivat jonkin verran odotuksiamme korkeammat, mutta tämä johtuu käsityksemme mukaan yhtiön tekemistä kasvuinvestoinneista. Raportin keskeisenä kauneusvirheenä on edelleen tuottopalkkioista oikaistu kannattavuus, joka on hyvin vaatimattomalla tasolla. Tämä ei toki ollut yllätys, sillä liikevaihdon laskiessa suhdetta on

vaikea parantaa. Mielestämme on kuitenkin selvää, että kun liikevaihto vihdoin lähtee takaisin reippaampaan kasvuun, tulee yhtiön kyetä parantamaan tätä suhdetta merkittävästi.

Näkymissä ei yllätyksiä

UB toisti odotetusti ohjeistuksensa ja arvioi operatiivisen liikevoittonsa jäävän selvästi alle vuoden 2024 tason. Vaikka H1 olikin selvästi odotuksiamme parempi, on ohjeistus edelleen hyvin validi 2024 numeroiden ollessa poikkeuksellisen kovat NFF2-rahaston irtaantumisen seurauksena.

Näkymien osalta yhtiö oli varovaisen optimistinen, mikä on linjassa muun sektorin kommenttien kanssa. Geopoliittiset jännitteet ovat lieventyneet ja pääomamarkkinoiden kehitys on turbulenssista huolimatta ollut vahvaa. Odotamme markkinatilanteen paranevan asteittain, mutta H2:lta tuskin on odotettavissa suurempaa ilotulitusta etenkin vaihtoehtojen puolelta.

Ennustetaulukko	H1'24	H1'25	H1'25e	H1'25e	Konsensus		Erotus (%)	2025
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	33,0	29,1	26,0				12 %	57,3
Liikevoitto (oik.)	13,5	8,8	6,7				32 %	17,7
EPS (oik.)	0,94	0,63	0,45				39 %	1,22
Liikevaihdon kasvu-%	33,5 %	-11,9 %	-21,1 %				9,3 %-yks.	-7,8 %
Liikevoitto-% (oik.)	40,9 %	30,2 %	25,7 %				4,6 %-yks.	31,0 %

Lähde: Inderes

United Bankers H1'25: Vahva mutta kaksijakoinen



Ennusteissa ei oleellisia muutoksia

Ennustemuutokset

- Olemme tehneet ennusteisiimme hyvin rajallisia muutoksia H1-raportin myötä. 2025 ennustenusut selittyvät puhtaasti H1-tulosylityksellä ja 2025-2027 positiiviset ennustemuutokset ovat alle 5 %.

Operatiiviset tulosajurit

- Ennusteissamme yhtiön tulokasvua 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. Myös Omaisuudenhoidon rooli kasvussa korostuu, sen myynnin tehtyä hienon tasokorjauksen viimeisen 1,5v aikana.
- 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. Tässä yhtiöllä on toki selkeä näytön paikka, sillä parannus on antanut odottaa itseään jo vuosia.
- Tuottosidonnaisten palkkioiden osalta olemme jatkuvasti nostaneet ennusteitamme ja odotamme niiden olevan lähellä 2021-2024 huipputasoa myös jatkossa. Näiden ennustaminen on erittäin hankalaa, sillä näkyvyys on heikko ja palkkiot tulevat yksittäisistä rahastoista.

Ennustemuutokset	2025	2025	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	53,6	57,3	7 %	59,6	61,5	3 %	66,7	67,9	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	14,9	17,7	19 %	18,3	19,2	5 %	22,4	22,6	1 %
Liikevoitto	14,9	17,7	19 %	18,3	19,2	5 %	22,4	22,6	1 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,02	1,22	20 %	1,24	1,30	5 %	1,57	1,58	1 %
Osakekohtainen osinko	1,15	1,15	0 %	1,20	1,20	0 %	1,25	1,25	0 %

Lähde: Inderes

Tulosennusteet yhteenveto

MEUR	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Palkkiotuotot	29,1	32,2	34,3	43,4	48,3	49,4	58,7	54,4	58,9	65,5
Rahastot	14,9	20,8	24,3	32,7	39,0	40,8	49,6	41,2	42,8	47,4
Hallinnointipalkkiot	10,2	13,3	15,5	19,3	23,1	25,9	26,6	27,5	29,2	33,5
Tuottopalkkiot	3,7	5,7	7,0	11,5	14,4	13,6	21,8	12,3	12,0	12,0
Merkintä&lunastus	1,0	1,9	1,7	1,9	1,5	1,3	1,3	1,4	1,5	1,9
Omaisuu denhoito	3,2	4,1	4,6	6,5	5,4	5,2	7,0	8,1	10,7	12,7
Strukturoidut sijoitukset	5,4	3,2	2,0	1,2	2,2	2,5	1,3	3,1	2,3	2,3
Pääomamarkkinapalvelut	5,5	4,1	3,4	3,1	1,7	1,0	0,7	1,9	3,2	3,2
Muut tuotot	0,6	0,3	0,0	0,4	0,3	2,7	3,5	3,0	2,6	2,4
Sijoituspalvelutoiminnan tuotot	29,7	32,5	34,4	43,8	48,6	52,2	62,1	57,3	61,5	67,9
Palkkiokulut	-3,9	-4,5	-4,6	-5,3	-5,1	-4,8	-5,3	-5,4	-6,3	-7,2
Nettopalkkiotuotot	25,8	28,0	29,7	38,5	43,4	47,3	56,9	51,9	55,2	60,7
Henkilöstökulut	-12,1	-14,0	-14,0	-16,3	-17,5	-19,0	-21,0	-21,5	-23,6	-25,1
Muut kulut	-8,3	-8,1	-7,4	-8,0	-9,4	-11,4	-12,2	-12,5	-12,4	-12,9
Liikevoitto	5,4	5,9	8,3	14,3	16,5	17,0	23,4	17,7	19,2	22,6
Kertaerät	0,0	-0,8	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertailukelpoinen EBIT-%	18,1 %	18,3 %	24,3 %	32,7 %	33,9 %	32,6 %	37,6 %	30,9 %	31,3 %	33,3 %
Henkilöstökulut/työntekijä (tEUR)	-92	-102	-108	-119	-118	-119	-130	-129	-138	-143
Henkilöstömäärä (FTE)	130	135	129	137	148	160	161	166	171	176
Hallinnoitava varallisuus (MEUR)	2900	3565	3772	4800	4411	4585	4807	5021	5486	6026
Pääomarahastot	441	708	806	990	1254	1409	1326	1355	1600	1920
Perinteiset rahastot	729	875	859	1108	718	845	1070	1038	1138	1238
Muut rahastopääomat	668	752	560	682	630	635	584	676	646	616
Omaisuu denhoito	1062	1230	415	530	441	367	529	642	792	942
Muu hallinnoitava varallisuus				1490	1367	1330	1298	1310	1310	1310
Rahastojen palkkiotuotot/rahasto-AUM (%)	0,81 %	0,89 %	1,09 %	1,17 %	1,50 %	1,41 %	1,66 %	1,34 %	1,26 %	1,25 %
Hallinnointipalkkiot/rahasto-AUM (%)	0,56 %	0,57 %	0,70 %	0,69 %	0,89 %	0,90 %	0,89 %	0,90 %	0,86 %	0,89 %
Jatkuvien tuottojen osuus*	46 %	54 %	59 %	59 %	59 %	63 %	57 %	66 %	68 %	71 %
Kertatuottojen osuus	54 %	46 %	41 %	41 %	41 %	37 %	43 %	34 %	32 %	29 %

*Jatkuvat tuotot = rahastojen hallinnointipalkkiot + omaisuuu denhoiton palkkiot

Odottelemme tulokasvuun paluuta

Olemme tarkastelleet UB:n arvonmäärittystä kassavirtamallin (DCF) sekä arvostuskertoimien kautta. Keskeiset arvonmäärittysmenetelmämme indikoivat osakkeen olevan varsin neutraalisti arvostettu lyhyellä aikavälillä. Pidemmällä aikavälillä osakkeen tuotto-odotus on mielestämme nykytasolla mielenkiintoinen, mutta tämä edellyttää tulokasvuun realisoitumista ennustamallamme tavalla. Lyhyellä aikavälillä kurssiajurit ovat vähissä, kun tulos menee väärään suuntaan ja uusmyynti on tahmeaa. Tarkistamme tavoitehintamme 18,0 euroon (aik. 17,0e) pieniä positiivisia ennustemuutoksia heijastellen. Toistamme vähennä-suosituksen ja jääme odottamaan merkkejä tulokasvuun paluusta.

Ilman tulokasvuuta tuotto-odotus jää niukaksi

2025-2026 tulosennusteillamme UB:n tulospohjainen arvostus on 14-13x mitä pidämme neutraalina tasona. UB:tä on viimeisen viiden vuoden ajan hinnoiteltu keskimäärin P/E-kertoimella 14x. Yhtiön hyvä tulokasvunäkymä sekä tekemisessä nähty selvä tasokorjaus viimeisen 5v aikana puoltaisivat korkeampaakin arvostustasoa, mutta tuloksen mixin painottuminen tuottopalkkioihin laskee selvästi yhtiölle hyväksyttävää arvostustasoa.

Näemme osakkeen arvostuksen olevan nykytasolla neutraali ja meidän on vaikea nähdä siinä nousuvaraa ennen kuin tulos lähtee jälleen kunnolla kasvuun. On toki selvää, että yhtiö tulee palaamaan tulokasvuun 2026 alkaen, mutta kulmakerroin on edelleen kysymysmerkki. Lyhyen aikavälin tuotto-odotus nojaakin pitkälti vahvaan +6 %:n osinkotuottoon.

Suhteessa verrokkeihin UB:tä hinnoitellaan suunnilleen linjassa. Mielestämme tämä on perusteltua ja meidän on

vaikea keksiä syitä miksi UB ansaitsisi verrokkiryhmää korkeammat arvostuskertoimet. Tämä tukee niin ikään näkemystämme osakkeen oikeasta hinnoittelusta.

Kassavirtamalli heijastelee pitkää potentiaalia

DCF-mallimme mukainen arvo UB:lle on noin 21,5e. Huomautamme, että malli odottaa UB:ltä nopeaa elpymistä 2025 tuloskuopasta ja vahvaa tulokasvuuta tästä eteenpäin. Mielestämme DCF-malli antaa oikean kuvan yhtiön potentiaalista, kun lyhyen aikavälin epävarmuus on selätetty. Sovellamme UB:lle 10 %:n oman pääoman tuottovaatimusta, joka on kohtalaisen hyvin linjassa yhtiön keskeisten verrokkien kanssa. Yhtiön kohdalla tuottovaatimusta nostavat erityisesti tuottosidonnaisiin palkkioihin liittyvät ennusteriskit. Näin ollen myös nykyistä matalampi taso olisi perusteltavissa, mikäli UB saisi palkkioiden mixiä paremmaksi ja jatkuviin palkkioihin pohjautuvaa kannattavuutta korkeammaksi.

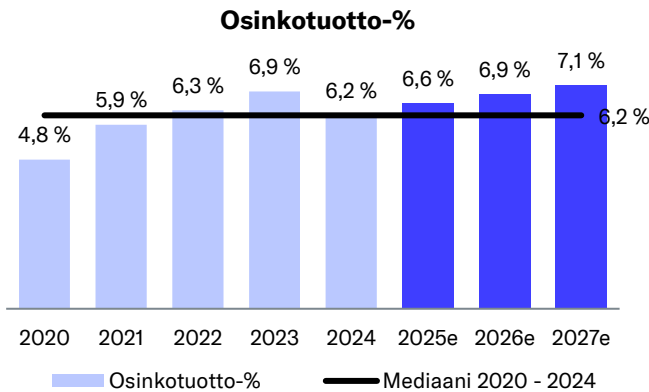
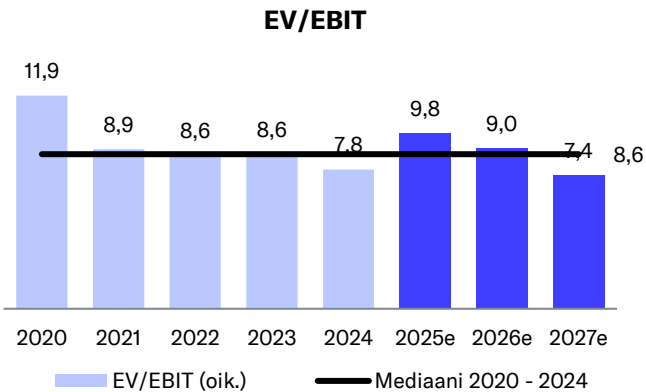
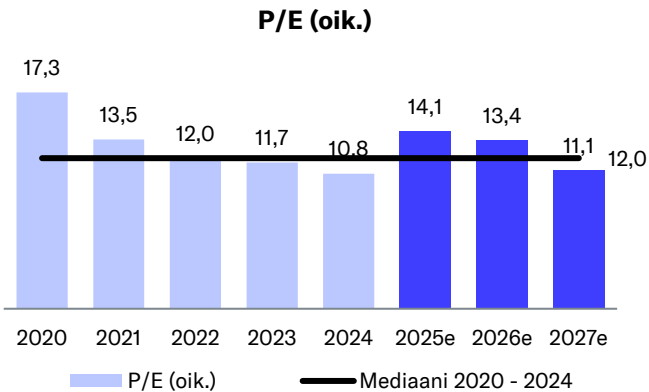
	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	17,5	17,5	17,5
Osakemäärä, milj. kpl	11,0	11,0	11,1
Markkina-arvo	192	193	194
Yritysarvo (EV)	174	173	168
P/E (oik.)	14,1	13,4	11,1
P/E	14,1	13,4	11,1
P/B	3,1	3,0	2,8
P/S	3,4	3,1	2,9
EV/Liikevaihto	3,0	2,8	2,5
EV/EBITDA	8,6	8,1	6,7
EV/EBIT (oik.)	9,8	9,0	7,4
Osinko/tulos (%)	92,9 %	92,0 %	79,1 %
Osinkotuotto-%	6,6 %	6,9 %	7,1 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	10,7	13,6	14,2	14,4	17,8	17,5	17,5	17,5	17,5
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	192	193	194	195
Yritysarvo (EV)	102	129	142	147	182	174	173	168	160
P/E (oik.)	17,3	13,5	12,0	11,7	10,8	14,1	13,4	11,1	8,9
P/E	17,9	13,7	12,0	11,7	10,8	14,1	13,4	11,1	8,9
P/B	2,9	3,2	3,2	3,0	3,2	3,1	3,0	2,8	2,5
P/S	3,3	3,2	3,1	3,0	3,1	3,4	3,1	2,9	2,6
EV/Liikevaihto	3,0	2,9	2,9	2,8	2,9	3,0	2,8	2,5	2,1
EV/EBITDA	10,2	8,1	7,7	7,6	7,0	8,6	8,1	6,7	5,2
EV/EBIT (oik.)	11,9	8,9	8,6	8,6	7,8	9,8	9,0	7,4	5,7
Osinko/tulos (%)	85,4 %	80,3 %	76,4 %	81,1 %	66,7 %	92,9 %	92,0 %	79,1 %	85,0 %
Osinkotuotto-%	4,8 %	5,9 %	6,3 %	6,9 %	6,2 %	6,6 %	6,9 %	7,1 %	9,5 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Alexandria	117	112	9,1	8,2	7,7	7,1	2,2	2,0	12,6	11,5	7,6	8,0	3,4
Aktia	766								9,1	9,6	7,9	8,5	1,1
CapMan	337	330	10,8	7,8	10,3	7,5	5,2	4,3	16,6	12,1	7,9	8,4	1,8
eQ	548	536	18,5	13,9	17,8	13,5	8,9	7,2	23,9	18,9	4,2	5,3	7,3
Evli	512	512	11,4	10,1	10,6	9,4	4,7	4,3	16,2	14,4	6,2	6,4	3,4
Taaleri	208	211	11,0	5,1	10,5	5,1	3,9	2,8	18,0	8,1	3,3	7,4	0,9
Titanium	64	52	9,2	9,1	8,2	8,3	2,6	2,5	13,9	13,4	7,0	7,3	4,1
Mandatum	2990	2588	15,0	16,9	15,0	16,9	15,8	16,4	21,4	21,1	16,8	11,8	2,9
United Bankers (Inderes)	193	173	9,8	9,0	8,6	8,1	3,0	2,8	14,1	13,4	6,6	6,9	3,1
Keskiarvo			12,1	10,2	11,4	9,7	6,2	5,6	16,5	13,6	7,6	7,9	3,1
Mediaani			11,0	9,1	10,5	8,3	4,7	4,3	16,4	12,8	7,3	7,7	3,1
Erotus-% vrt. mediaani			-10 %	-1 %	-18 %	-3 %	-35 %	-35 %	-14 %	5 %	-10 %	-11 %	-1 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	52,1	33,0	29,1	62,1	29,1	28,2	57,3	61,5	67,9	75,2
Käyttökate	19,2	14,7	11,4	26,1	10,0	10,2	20,2	21,4	25,0	30,6
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	8,8	8,9	17,7	19,2	22,6	28,0
Liikevoitto	17,0	13,5	9,9	23,4	8,8	8,9	17,7	19,2	22,6	28,0
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	8,8	8,9	17,7	19,2	22,6	28,0
Verot	-3,1	-3,0	-2,0	-4,9	-1,8	-1,9	-3,7	-4,0	-4,3	-5,3
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	6,7	6,8	13,4	14,4	17,5	21,9
EPS (oikaistu)	1,23	0,94	0,70	1,64	0,61	0,62	1,22	1,30	1,58	1,96
EPS (raportoitu)	1,23	0,94	0,70	1,65	0,61	0,62	1,24	1,30	1,58	1,96

Tunnusluvut	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	7,4 %	33,5 %	6,2 %	19,2 %	-12,0 %	-3,0 %	-7,8 %	7,2 %	10,4 %	10,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	2,8 %	93,2 %	-1,1 %	37,8 %	-34,8 %	-9,4 %	-24,1 %	8,4 %	17,7 %	23,7 %
Käyttökate-%	36,8 %	44,6 %	39,1 %	42,0 %	34,4 %	36,2 %	35,3 %	34,9 %	36,9 %	40,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	32,5 %	40,9 %	33,9 %	37,6 %	30,3 %	31,6 %	31,0 %	31,3 %	33,3 %	37,2 %
Nettotulos-%	25,5 %	31,2 %	26,6 %	29,0 %	22,9 %	23,9 %	23,4 %	23,4 %	25,8 %	29,1 %

Lähde: Inderes

Tase

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	41,8	44,2	49,8
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	1,7	1,8	2,0
Likvidit varat	9,4	13,3	18,7	21,0	26,4
Taseen loppusumma	76,1	88,5	89,3	92,7	99,1

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	51,6	61,4	63,5	66,0	71,1
Osakepääoma	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Kertyneet voittovarot	22,8	35,3	36,9	38,7	42,9
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	0,8	1,6	2,4
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	24,0	24,9	26,1
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	8,1	12,6	11,5	12,3	13,6
Muut lyhytaikaiset velat	13,5	12,6	12,6	12,6	12,6
Taseen loppusumma	76,1	88,4	89,3	92,7	99,1

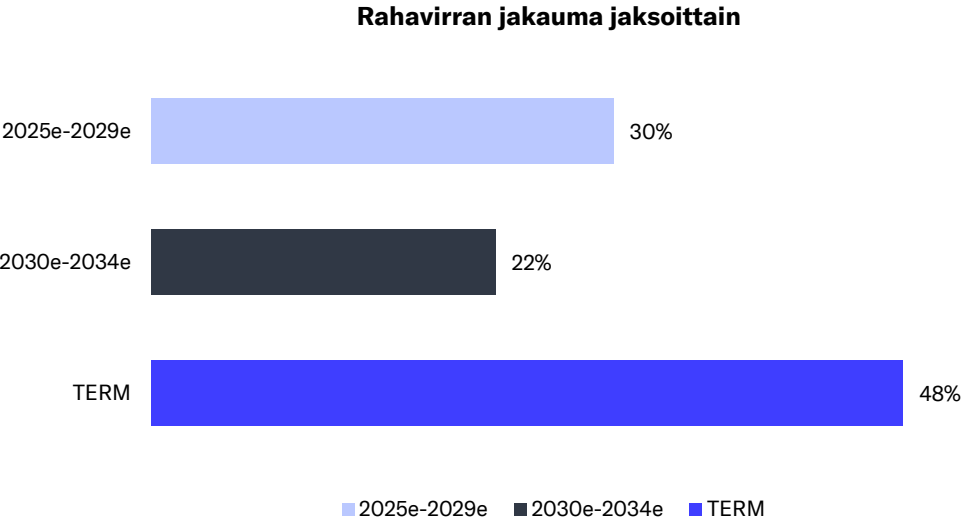
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	19,2 %	-7,8 %	7,2 %	10,4 %	10,7 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	37,6 %	31,0 %	31,3 %	33,3 %	37,2 %	34,0 %	33,0 %	32,0 %	30,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %
Liikevoitto	23,4	17,7	19,2	22,6	28,0	26,3	26,3	26,3	25,4	25,3	25,9	
+ 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	-3,7	-4,0	-4,3	-5,3	-5,0	-5,0	-5,0	-4,8	-4,8	-4,9	
- 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	4,0	0,7	1,1	1,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	
Operatiivinen kassavirta	29,4	20,5	18,1	21,8	26,5	24,5	24,7	24,8	24,2	24,2	24,7	
+ 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	-4,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	12,4	17,5	15,0	18,6	23,2	21,0	21,2	21,2	20,6	20,5	20,3	
+/- 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	11,5	15,0	18,6	23,2	21,0	21,2	21,2	20,6	20,5	20,3	277
Diskontattu vapaa kassavirta		11,1	13,2	14,8	16,9	13,9	12,7	11,6	10,2	9,2	8,3	114
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		235	224	211	196	179	166	153	141	131	122	114
Velaton arvo DCF		235										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		13,3										
-Vähemmistöosuus		-0,8										
-Osinko/pääomapalautus		-6,0										
Oman pääoman arvo DCF		236										
Oman pääoman arvo DCF per osake		21,5										

Pääoman kustannus (WACC)

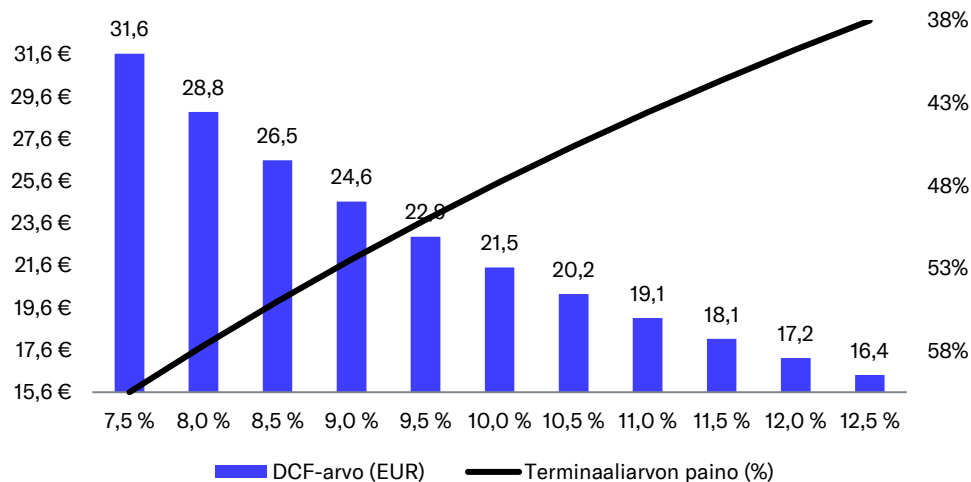
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,80 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,0 %

Lähde: Inderes

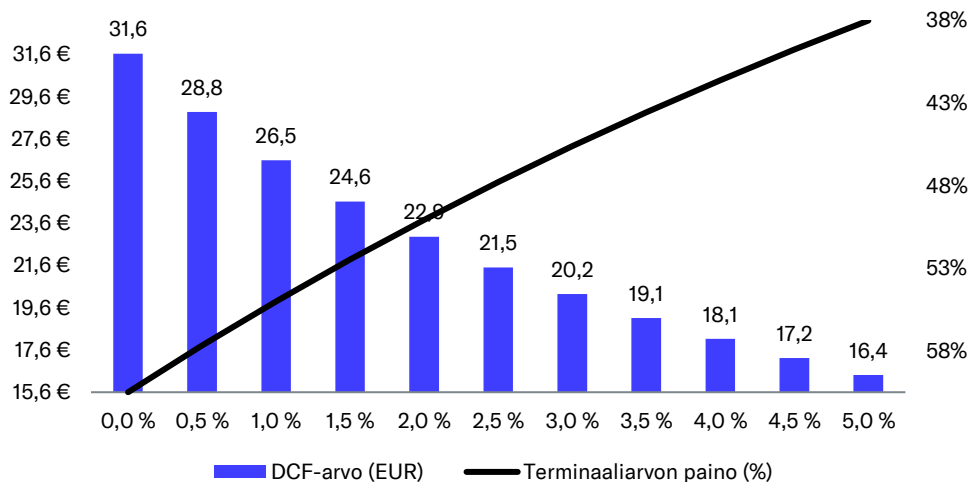


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

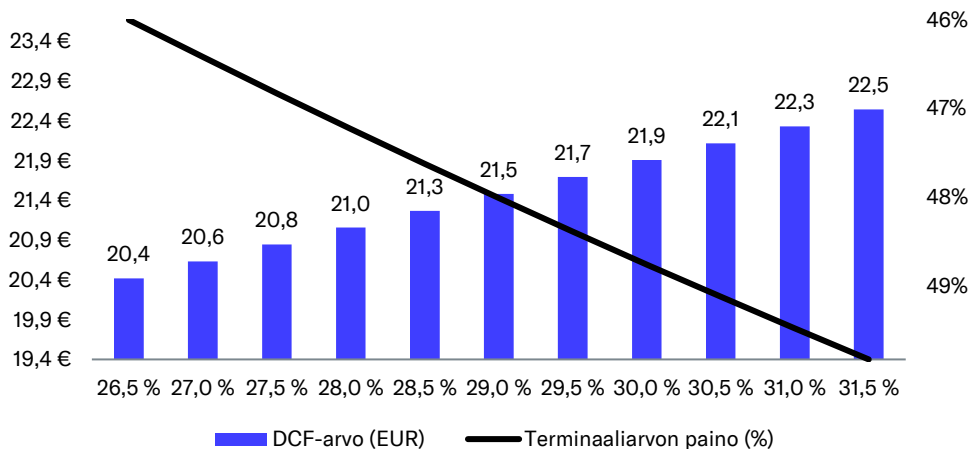
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



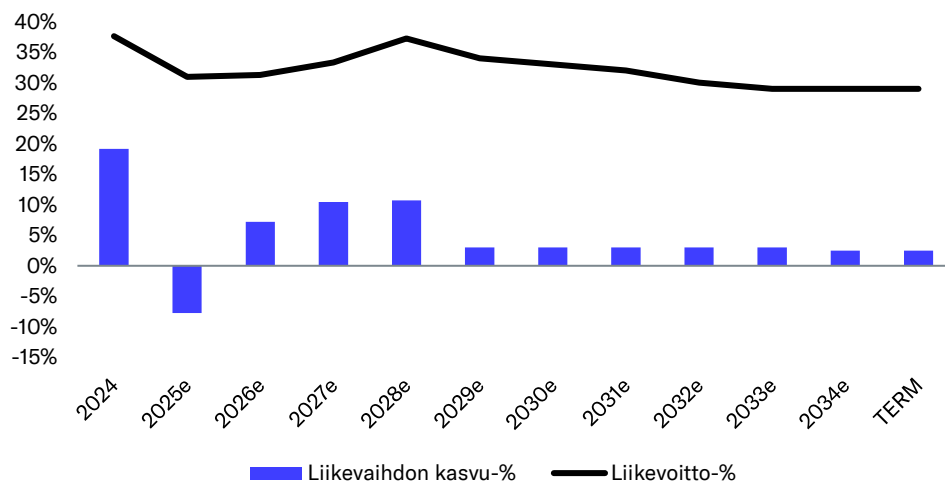
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	48,6	52,1	62,1	57,3	61,5	EPS (raportoitu)	1,18	1,23	1,65	1,24	1,30
Käyttökate	18,4	19,2	26,1	20,2	21,4	EPS (oikaistu)	1,18	1,23	1,65	1,24	1,30
Liikevoitto	16,5	17,0	23,4	17,7	19,2	Operat. Kassavirta / osake	0,74	1,22	2,69	1,87	1,64
Voitto ennen veroja	16,5	17,0	23,4	17,7	19,2	Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,53	0,94	1,14	1,05	1,36
Nettovoitto	12,5	13,3	18,0	13,6	14,4	Omapääoma / osake	4,50	4,75	5,59	5,71	5,84
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	89,3	92,7	Liikevaihdon kasvu-%	11 %	7 %	19 %	-8 %	7 %
Oma pääoma	48,1	51,6	61,4	63,5	66,0	Käyttökatteen kasvu-%	16 %	4 %	36 %	-22 %	6 %
Liikearvo	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	14 %	3 %	38 %	-24 %	8 %
Nettovelat	-9,5	-9,4	-13,3	-18,7	-21,0	EPS oik. kasvu-%	17 %	4 %	34 %	-25 %	5 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Käyttökate-%	37,9 %	36,8 %	42,0 %	35,3 %	34,9 %
Käyttökate	18,4	19,2	26,1	20,2	21,4	Oik. Liikevoitto-%	34,0 %	32,5 %	37,6 %	31,0 %	31,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-8,1	-3,4	9,4	4,0	0,7	Liikevoitto-%	34,0 %	32,5 %	37,6 %	31,0 %	31,3 %
Operatiivinen kassavirta	7,8	13,2	29,4	20,5	18,1	ROE-%	27,5 %	26,9 %	32,1 %	22,0 %	22,6 %
Investoinnit	-2,3	-3,0	-16,9	-3,1	-3,1	ROI-%	35,0 %	34,1 %	41,4 %	28,4 %	29,7 %
Vapaa kassavirta	5,6	10,2	12,4	11,5	15,0	Omavaraisuusaste	67,1 %	67,8 %	69,4 %	71,1 %	71,2 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e	Nettovelkaantumisaste	-19,8 %	-18,1 %	-21,6 %	-29,4 %	-31,9 %
EV/Liikevaihto	2,9	2,8	2,9	3,1	2,8						
EV/EBITDA	7,7	7,6	7,0	8,7	8,1						
EV/EBIT (oik.)	8,6	8,6	7,8	9,9	9,1						
P/E (oik.)	12,0	11,7	10,8	14,3	13,5						
P/B	3,2	3,0	3,2	3,1	3,0						
Osinkotuotto-%	6,3 %	6,9 %	6,2 %	6,5 %	6,8 %						

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 tulevista. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), 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 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
23/08/2019	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 €
22/08/2025	Vähennä	18,00 €	17,50 €



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.**