

UNITED BANKERS

2.12.2025 20.00 EET



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Myyntikone pyörii edelleen aliteholla

UB:n myynti on piristynyt vaisun alkuvuoden jälkeen, mutta myyntikone pyörii edelleen aliteholla. Keskeisenä haasteena ovat yhtiön keihäänkärkirahastot, joiden myynti vetää vaisusti. Olemme tässä raportissa tarkastelleet yhtiön keihäänkärkituotteiden myyntinäkymiä, ja mielestämme tuotetarjonnan laajentaminen olisi enemmän kuin perusteltua. Ennusteemme ovat pysyneet ennallaan, ja odotamme yhtiöltä reipasta tulokasvua lähivuosilta. Suhteessa ennusteisiimme osake on neutraalisti hinnoiteltu ja jääme edelleen odottamaan uusmyynnin reippaampaa piristymistä. Toistamme 18,0 euron tavoitehinnan ja vähennä-suosituksen.

Uusmyynti on piristynyt, mutta kärkituotteet eivät vedä

UB:n vuoden jälkipuoliskon myynti on sujunut arviomme mukaan kohtuullisesti. Perinteisten rahastojen nettomerkinnät ovat kääntyneet vaisun alkuvuoden jälkeen hyvään kasvuun, vaikka paino onkin ollut matalan katteen korkotuotteissa. Omaisuudenhoidon myynti on käsityksemme mukaan jatkanut jo viime vuonna alkanutta erinomaista kehitystä ja yhtiö on myös jatkanut onnistuneita rekrytointejaan yksityispankkiiripuolella. Vaikka omaisuudenhoidon kasvun vaikutus palkkioihin on lyhyellä aikavälillä rajallinen, on sillä merkittävä strateginen arvo, sillä se tarjoaa tulevaisuudessa merkittävää myyntipotentiaalia yhtiön keihäänkärkituotteille.

UB:n keskeinen haaste on tällä hetkellä sen vaihtoehtoisten keihäänkärkituotteiden (kiinteistöt, metsä ja uusiutuva energia) vaatimaton myynti. Arviomme mukaan näiden rahastojen myynti jää nettona toista vuotta putkeen vaisuksi, ja näiden korkean palkkiorakenteen johdosta tämä nakertaa yhtiön kasvua selvästi. Ilman keihäänkärkituotteiden kasvua jää koko yhtiön kasvu väistämättä vaatimattomaksi, ja kauan odotettu jatkuviin palkkioihin pohjautuva tulosparannus ei realisoidu kunnolla.

Saadaanko nykyisellä tuotetarjonnalla myyntikoneesta kaikki tehot irti?

Keskeinen kysymys UB:n kannalta on tällä hetkellä se, koska sen keihäänkärkirahastojen myynti lähtee vetämään kunnolla. Yhtiön myyntivoima on viime vuosien aikana vahvistunut selvästi, ja mielestämme yhtiön uusmyyntipotentiaali on noussut edellisistä huippuvuosista. Olemme tässä raportissa tarkastelleet keihäänkärkirahastojen uusmyyntinäkymiä lähivuosille. Kokonaisuutena näemme kohtalaisen riskin siitä, että yhtiö ei pysty lähivuosina mittaamaan myyntikoneensa täyttä tehoa ulos nykyisellä tuotetarjonnalla, sillä esimerkiksi kiinteistöissä markkinanäkymä on heikko. Pitäisimmekin enemmän kuin perusteltuna, että yhtiö laajentaisi keihäänkärkituotteidensa valikoimaa, jotta se kykenisi varmemmin ulosmittamaan myyntikoneensa täyden tehon. Kiinnostavia mahdollisuuksia tuotetarjonnan laajentamisessa olisivat arviomme mukaan rahastojen rahasto infraan tai PE:hen.

Ennusteissa ei muutoksia, tulos kääntyy ensi vuonna kasvuun

Ennustamme UB:n tuloksen lähtevän kasvuun 2026 alkaen ja 2025 tulospudotus on kurottu umpeen 2027. Tulokasvua ajaa tutusti Varainhoidon hallinnoitavien varojen kasvu erityisesti keihäänkärkirahastoissa sekä omaisuudenhoidossa. Kokonaisuutena ennustamme liikevoiton kasvavan 2026-2028 välillä 14 %/v. Jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuus alkaa myös parantua tulevina vuosina, kun kasvu kiihtyy. Osinko kasvaa tasaisesti yhtiön osinkopolitiikan mukaisesti.

Lyhyen aikavälin arvostuskuva on neutraali

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 laskee ja uusmyynti on tahmeaa. Lyhyellä aikavälillä tuotto-odotus rajoittuu +6 %:n osinkotuottoon, joka ei ole riittävä korvaus riskien kantamisesta.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

18,00 EUR

(aik. 18,00 EUR)

Osakekurssi:

18,50 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	62,1	57,9	61,7	67,4
kasvu-%	19 %	-7 %	6 %	9 %
EBIT oik.	23,4	18,0	19,6	22,7
EBIT-% oik.	37,6 %	31,1 %	31,8 %	33,7 %
Nettotulos	18,0	13,8	14,7	17,6
EPS (oik.)	1,65	1,26	1,33	1,59

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

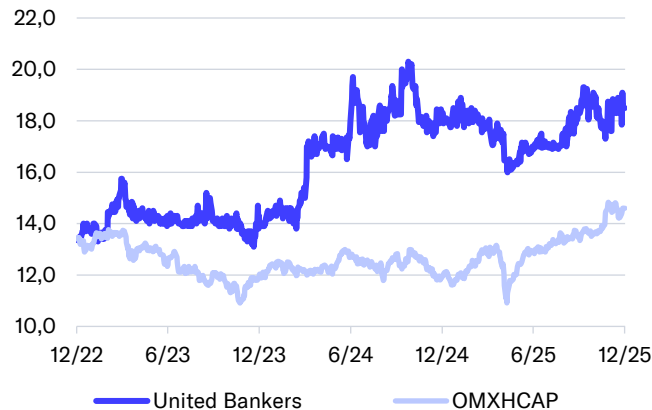
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

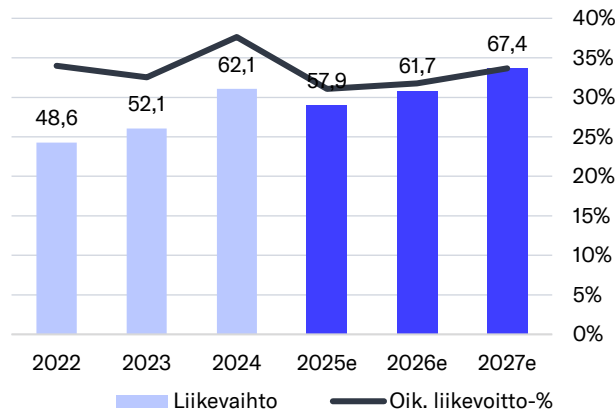
Yhtiö arvioi operatiivisen liikevoittonsa jäävän selvästi alle vuoden 2024 tason

Osakekurssi



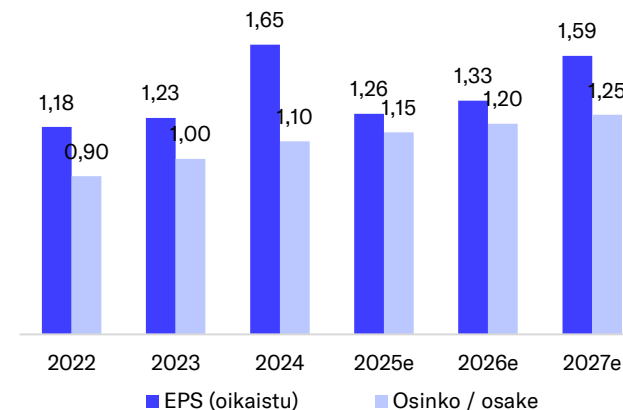
Lähde: Millstream Market Data AB

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	18,5	18,5	18,5
Osakemäärä, milj. kpl	11,0	11,0	11,1
Markkina-arvo	203	204	205
Yritysarvo (EV)	185	183	179
P/E (oik.)	14,7	13,9	11,7
P/E	14,7	13,9	11,7
P/B	3,2	3,1	3,0
P/S	3,5	3,3	3,0
EV/Liikevaihto	3,2	3,0	2,7
EV/EBITDA	9,0	8,4	7,1
EV/EBIT (oik.)	10,3	9,4	7,9
Osinko/tulos (%)	91,5 %	90,2 %	78,8 %
Osinkotuotto-%	6,2 %	6,5 %	6,8 %

Lähde: Inderes

Keihäänkärkirahastojen lähivuosien näkymä herättää epäilyksiä

Mistä kasvua ensi vuonna?

UB:n vuodet 2024 ja 2025 ovat olleet myynnillisesti korkeintaan kohtalaisia. Rahastoista saatavien hallinnointipalkkioiden kasvu on hidastunut oleellisesti, kun yhtiön keihäänkärkirahastojen myynti on vaikeutunut vaihtoehtoisten tuotteiden myötätuulen hälvennyttyä.

Omaisuuksien myynti on vetänyt viimeisen 18kk aikana erinomaisesti, ja yhtiön markkina-asema on arviomme mukaan vahvistunut selvästi. Vaikka omaisuushoidon palkkiotaso onkin selvästi omia rahastotuotteita alhaisempi, tarjoaa se huomattavaa jälleenmyyntipotentiaalia pidemmällä aikavälillä yhtiön omille tuotteille.

Keskeinen kysymys UB:llä on tällä hetkellä se, koska sen rahastojen jatkuvat palkkiot lähtevät kunnolla kasvuun. Mielestämme on selvää, että UB tarvitsee sen vaihtoehtorahastoilta selvää vetoapua, jotta sen

hallinnointipalkkiot voivat kasvaa kunnolla. Pelkkä omaisuudenhoito ja perinteiset rahastot eivät tähän riitä johtuen niiden heikommasta katekanteesta. Olemme analysoineet keihäänkärkituotteet tuoteryhmittäin hahmotellaksemme niiden potentiaalia.

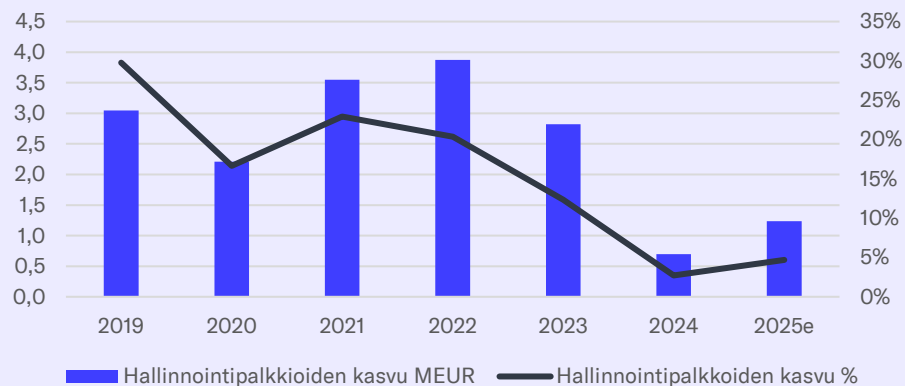
Metsärahastot on UB:n suurin tuoteryhmä ja siellä UB:llä on tällä hetkellä auki kaksi tuotetta: UB Metsä sekä Nordic Forest Fund 4. Mielestämme näiden rahastojen myyntinäkö on edelleen hyvä ja ne myyvät kohtuullisesti jopa nykytilanteessa, missä vaihtoehtoisten myynti on vaikeaa. Näiden tuotteiden osalta on mielestämme helppo olettaa myynnin kääntyvän selvään kasvuun seuraavan 12kk aikana, kun markkinatilanne piristyy.

Avoimien kiinteistörahastojen (Pohjoismaiset Liikekiinteistöt, Suomi Kiinteistöt) osalta pahin alkaa olla mielestämme takana ja odotamme nettolunastusten määrän laskevan lähelle nollaa tulevien kvartaalien aikana. Mielestämme avoimilla kiinteistörahastoilla on realistiset

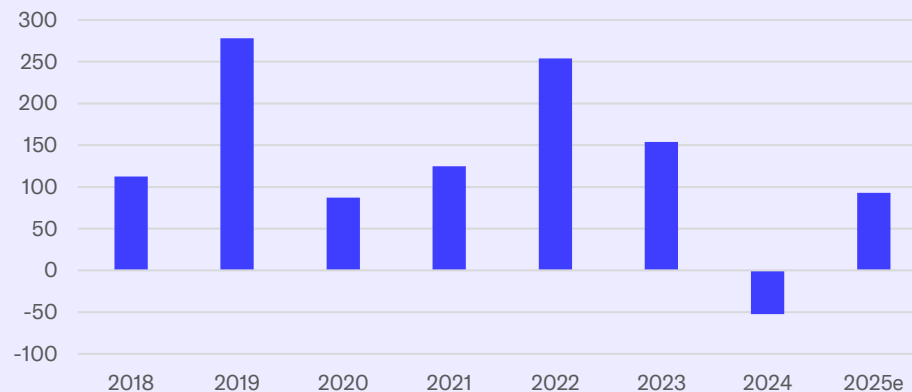
edellytykset alkaa kerätä nettomerkintöjä H2'26 alkaen. Suhtaudumme varauksella elpymisen kulmakertoimeen, ja meidän on vaikea nähdä avoimien kiinteistörahastojen olevan merkittävä kasvun veturi edes tulevina vuosina, sillä markkinatilanne säilyy haastavana.

UB perusti **Forest Industry Green Growth (FIGG)** -rahaston 2022 ja sulki sen lopullisesti 2024 lopussa 114 MEUR:n kokoisena. Vaikka rahasto on ensimmäiseksi rahastoksi kunnioitettavan kokoinen, jäi se yhtiön tavoittelemasta 300 MEUR:n tasosta reippaasti. Yhtiön tavoitteena on tehdä FIGG:stä ns. vuosikertarahasto, ja seuraavan lanseeraus voisi olla realistista 2027. Mielestämme markkinatilanne FIGG:n osalta on heikentynyt selvästi lyhyellä aikavälillä, kun vihreä preemio on supistunut ja ESG ei ole huudossa. Tilanne voi toki muuttua 2027 mennessä, mutta tällä hetkellä seuraavan FIGG-rahaston keräämiseen liittyy mielestämme selvää epävarmuutta, ja tämän varaan yhtiön kasvua on vaikea laskea.

Rahastojen hallinnointipalkkioiden kasvu-%



Vaihtoehtorahastojen nettomerkinnät (MEUR)*



*sisältää myös myydyt NFF rahastot 2020 ja 2024. Inderes arvio

Tuotetarjonnan laajentaminen olisi enemmän kun perusteltua

UB Uusiutuva Energian osalta markkinatilanne on Euroopassa kohtalainen, mutta se vaihtelee merkittävästi maakohtaisesti. Uskomme, että rahastolla on edellytykset jatkaa positiivista myyntiään ja mielestämme rahaston kokoluokka voi kasvaa selvästi nykyisestä ja sillä on edellytykset kasvaa merkittäväksi rahastoksi UB:n mittakaavassa.

UB kerää parhaillaan pääomia myös **suljettuun asuntorahastoon** ja varainkeruun pitäisi tulla päätökseen Q1'26 lopussa. Vaikka asuntosijoittajan näkökulmasta aika tehdä hyviä sijoituksia on erinomainen, ei tämä ole heijastunut sijoittajakysynnässä (koskee koko sektoria). Rahaston oma pääoma oli H1'25 lopussa alle 30 MEUR ja uskomme sen jäävän suhteellisen pieneksi, johtuen vaikeasta markkinatilanteesta. Rahastosta on nimen perusteella (UB Asuntorahasto I) tarkoitus tehdä myös seuraavia vuosikertoja, mutta myös näiden osalta meidän on vaikea nähdä UB:n kokoluokassa merkittävää kasvua

johtuen markkinan haasteista.

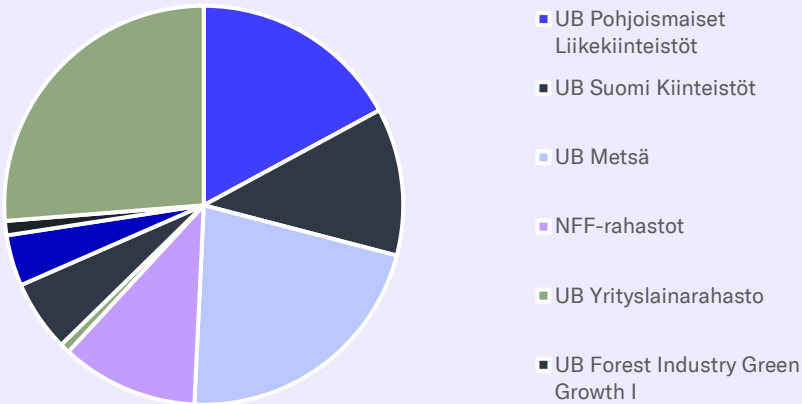
Tuotetarjontaa olisi perusteltua laajentaa

Kokonaisuutena emme ole täysin vakuuttuneita tarjoaako UB:n nykyinen keihäänkärkituotteiden tarjonta riittävän kasvupohjan lähivuosille, jotta UB saisi sen myyntikoneesta täyden tehon irti. Nykyisellä tuotetarjonnalla on mielestämme olemassa selkeä uhka siitä, että uusmyynti jää reippaasti alle edellisten vuosien huippujen, vaikka yhtiön myyntikone ja markkinaposition onkin vahvistunut selvästi, ja tämän puolesta myyntipotentiaalia pitäisi olla merkittävästi edellistä sykliä enemmän.

Mielestämme olisikin perusteltua, että UB vahvistaisi rahastotarjontaansa keihäänkärkirahastojensa osalta. Käytännössä tämä tarkoittaisi kokonaan uutta omaisuusluokkaa. UB:n nykyinen tilanne huomioiden pitäisimme loogisena rahastojen rahastoa, sillä se olisi kaikista nopeitten ylös ajettavissa. Esimerkiksi listaamaton

infra sopisi yhtiön tarjontaan hyvin ja täydentäisi yhtiön reaaliomaisuusstrategiaa. Myös private equity voisi olla kiinnostavia lisä yhtiön tarjontaan. Jotta tämä olisi mahdollista, yhtiön tulisi löytää rahastoille oikea kumppani tai oma tiimi. Sijoittajien kannalta pitäisimme toivottavana, että UB laajentaisi vaihtoehtoisten tuotetarjontaansa seuraavan 12kk aikana, ja leventäisi näin kasvuhartioitaan.

2025 rahastojen hallinnointipalkkioiden jakauma arvio

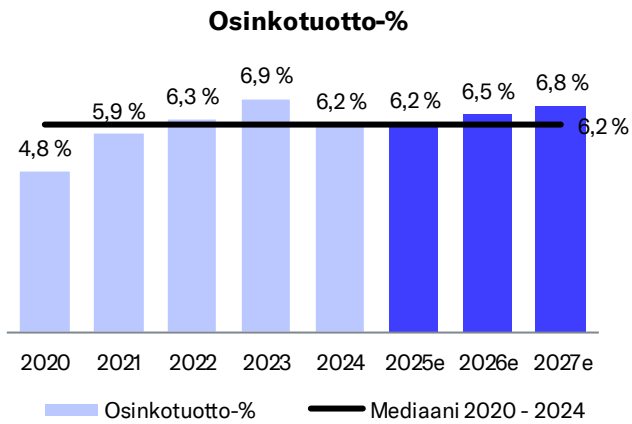
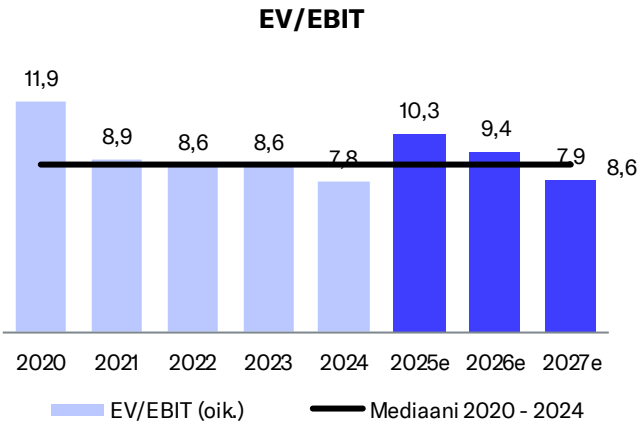
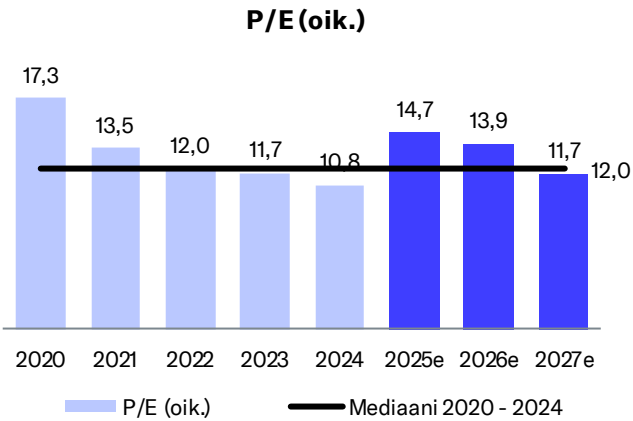


Rahastojen myyntinäköymät	Lyhyt aikaväli	Pitkä aikaväli
Kiinteistörahastot	1	3
Metsä	3	5
Uusiutuva Energia	2	4
FIGG	2	3
Skaala 1-5 (1 hyvin heikko, 5 erittäin vahva)		
Inderes arvio		

Arvostustaulukko

	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	10,7	13,6	14,2	14,4	17,8	18,5	18,5	18,5	18,5
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	203	204	205	206
Yritysarvo (EV)	102	129	142	147	182	185	183	179	171
P/E (oik.)	17,3	13,5	12,0	11,7	10,8	14,7	13,9	11,7	9,8
P/E	17,9	13,7	12,0	11,7	10,8	14,7	13,9	11,7	9,8
P/B	2,9	3,2	3,2	3,0	3,2	3,2	3,1	3,0	2,7
P/S	3,3	3,2	3,1	3,0	3,1	3,5	3,3	3,0	2,8
EV/Liikevaihto	3,0	2,9	2,9	2,8	2,9	3,2	3,0	2,7	2,3
EV/EBITDA	10,2	8,1	7,7	7,6	7,0	9,0	8,4	7,1	5,8
EV/EBIT (oik.)	11,9	8,9	8,6	8,6	7,8	10,3	9,4	7,9	6,4
Osinko/tulos (%)	85,4 %	80,3 %	76,4 %	81,1 %	66,7 %	91,5 %	90,2 %	78,8 %	85,0 %
Osinkotuotto-%	4,8 %	5,9 %	6,3 %	6,9 %	6,2 %	6,2 %	6,5 %	6,8 %	8,7 %

Lähde: Inderes



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

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	103	99	9,1	7,4	7,4	6,4	1,9	1,8	13,1	10,5	8,3	9,2	3,1
Aktia	813								9,5	9,8	7,5	8,5	1,1
CapMan	327	343	11,8	9,1	11,6	8,9	5,5	4,9	17,4	12,2	8,1	8,7	1,7
eQ	462	451	16,4	11,7	15,7	11,3	7,6	5,9	21,3	16,1	4,7	6,2	6,2
Evli	595	592	11,8	11,0	11,0	10,3	5,0	4,8	17,7	15,5	5,4	5,8	3,8
Taaleri	207	209	8,3	4,1	8,0	4,0	3,5	2,4	12,0	7,8	5,0	7,7	0,9
Titanium	64	52	8,2	8,6	7,4	7,9	2,6	2,6	12,7	13,0	7,5	7,5	4,0
Mandatum	3243	2826	14,9	17,4	14,9	17,4	17,3	17,5	20,9	22,2	15,5	11,0	3,0
United Bankers (Inderes)	204	183	10,3	9,4	9,0	8,4	3,2	3,0	14,7	13,9	6,2	6,5	3,2
Keskiarvo			11,5	9,9	10,9	9,5	6,2	5,7	15,6	13,4	7,7	8,1	3,0
Mediaani			11,8	9,1	11,0	8,9	5,0	4,8	15,2	12,6	7,5	8,1	3,1
Erotus-% vrt. mediaani			-13 %	3 %	-18 %	-5 %	-35 %	-38 %	-3 %	10 %	-17 %	-20 %	5 %

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	28,9	57,9	61,7	67,4	74,5
Käyttökate	19,2	14,7	11,4	26,1	10,0	10,5	20,5	21,8	25,1	29,6
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	9,2	18,0	19,6	22,7	27,0
Liikevoitto	17,0	13,5	9,9	23,4	8,8	9,2	18,0	19,6	22,7	27,0
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	9,2	18,0	19,6	22,7	27,0
Verot	-3,1	-3,0	-2,0	-4,9	-1,8	-1,9	-3,8	-4,1	-4,3	-5,1
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	7,0	13,6	14,7	17,6	21,0
EPS (oikaistu)	1,23	0,94	0,70	1,64	0,61	0,63	1,24	1,33	1,59	1,89
EPS (raportoitu)	1,23	0,94	0,70	1,65	0,61	0,63	1,26	1,33	1,59	1,89

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 %	-0,8 %	-6,7 %	6,4 %	9,3 %	10,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	2,8 %	93,2 %	-1,1 %	37,8 %	-34,8 %	-6,8 %	-23,0 %	8,8 %	15,8 %	18,8 %
Käyttökate-%	36,8 %	44,6 %	39,1 %	42,0 %	34,4 %	36,3 %	35,4 %	35,4 %	37,3 %	39,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	32,5 %	40,9 %	33,9 %	37,6 %	30,3 %	31,8 %	31,1 %	31,8 %	33,7 %	36,2 %
Nettotulos-%	25,5 %	31,2 %	26,6 %	29,0 %	22,9 %	24,1 %	23,5 %	23,8 %	26,1 %	28,2 %

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	42,1	44,8	50,2
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	19,0	21,6	26,8
Taseen loppusumma	76,1	88,5	89,6	93,2	99,5

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	51,6	61,4	63,7	66,5	71,7
Osakepääoma	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Kertyneet voittovarot	22,8	35,3	37,1	39,1	43,5
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	24,2	24,9	26,0
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	8,1	12,6	11,6	12,3	13,5
Muut lyhytaikaiset velat	13,5	12,6	12,6	12,6	12,6
Taseen loppusumma	76,1	88,4	89,6	93,2	99,5

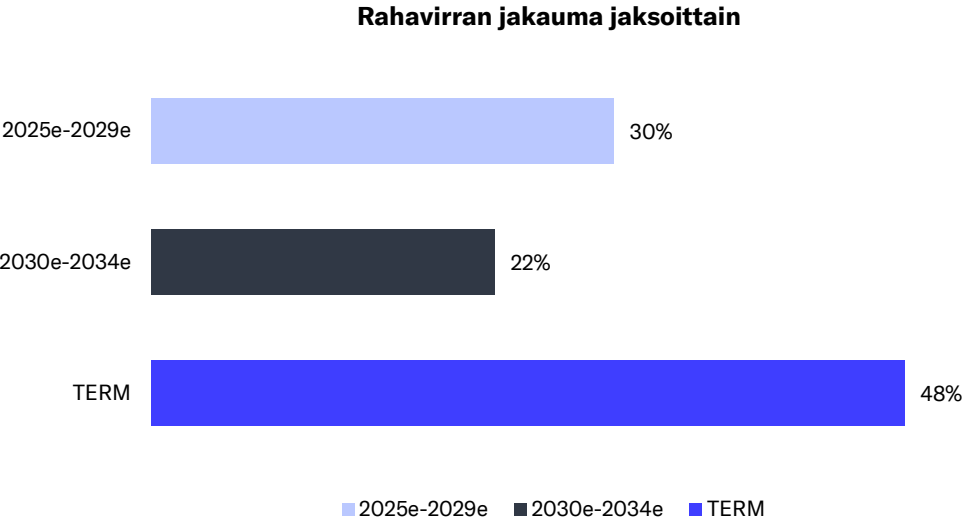
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	19,2 %	-6,7 %	6,4 %	9,3 %	10,6 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	37,6 %	31,1 %	31,8 %	33,7 %	36,2 %	34,0 %	33,0 %	32,0 %	30,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %
Liikevoitto	23,4	18,0	19,6	22,7	27,0	26,1	26,1	26,1	25,2	25,1	25,7	
+ 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	-4,1	-4,3	-5,1	-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	4,1	0,6	1,0	1,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	
Operatiivinen kassavirta	29,4	20,9	18,3	21,8	25,7	24,3	24,5	24,6	24,0	24,0	24,5	
+ 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	-4,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	12,4	17,8	15,2	18,5	22,4	20,8	21,0	21,0	20,4	20,3	20,2	
+/- 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	11,8	15,2	18,5	22,4	20,8	21,0	21,0	20,4	20,3	20,2	276
Diskontattu vapaa kassavirta		11,7	13,7	15,2	16,7	14,1	12,9	11,8	10,4	9,4	8,5	116
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		241	229	215	200	183	169	156	144	134	125	116
Velaton arvo DCF		241										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		13,3										
-Vähemmistöosuus		-0,8										
-Osinko/pääomapalautus		-6,0										
Oman pääoman arvo DCF		241										
Oman pääoman arvo DCF per osake		21,9										

Pääoman kustannus (WACC)

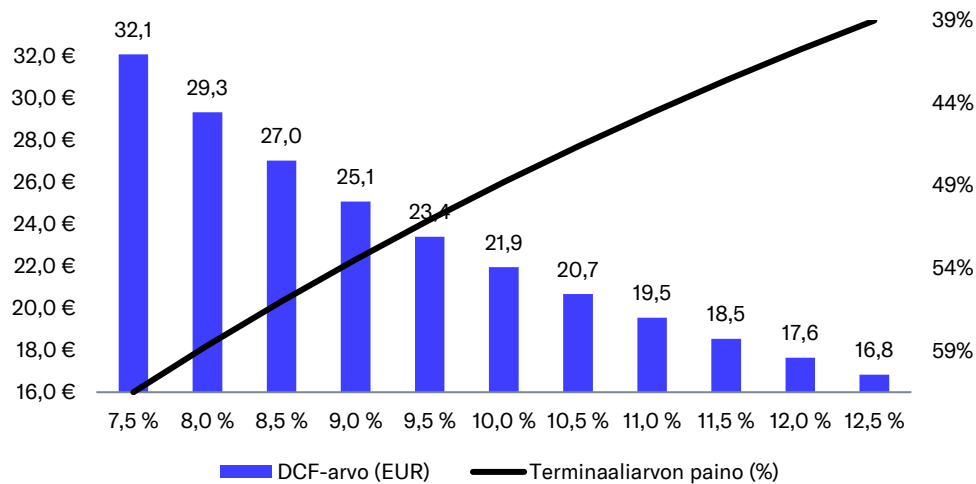
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,80 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,0 %

Lähde: Inderes

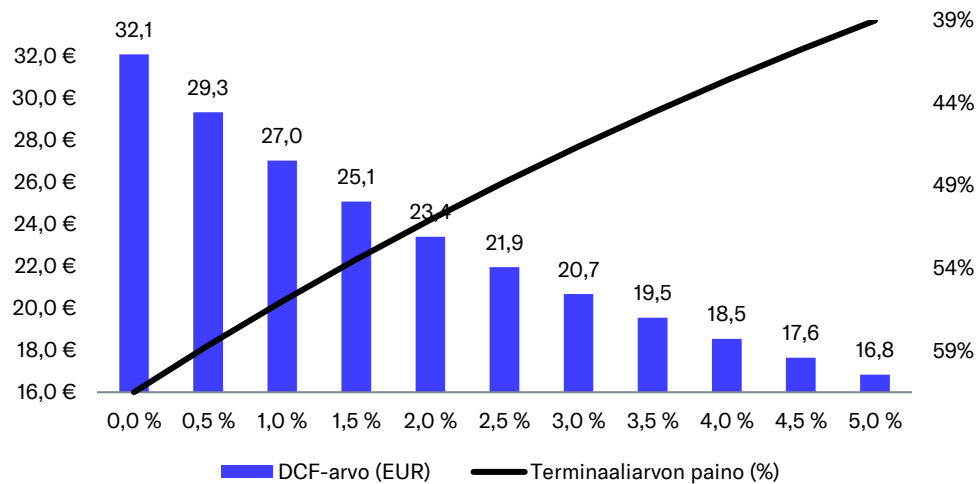


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

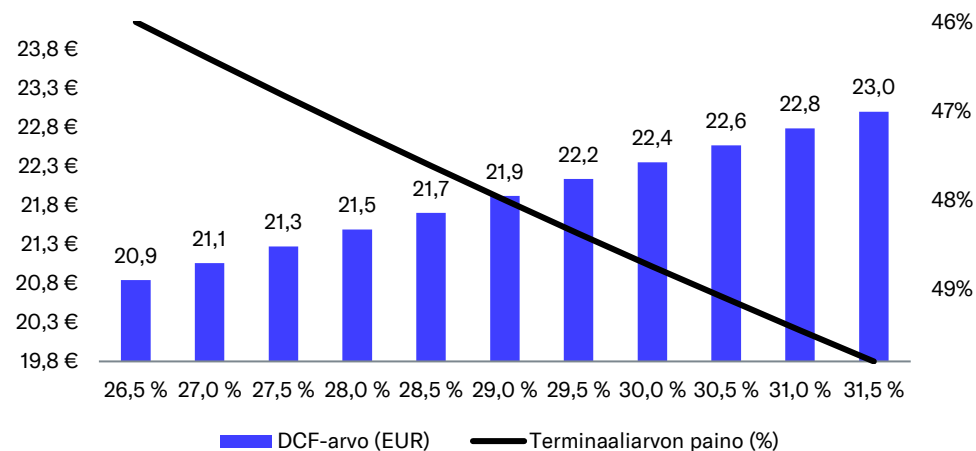
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



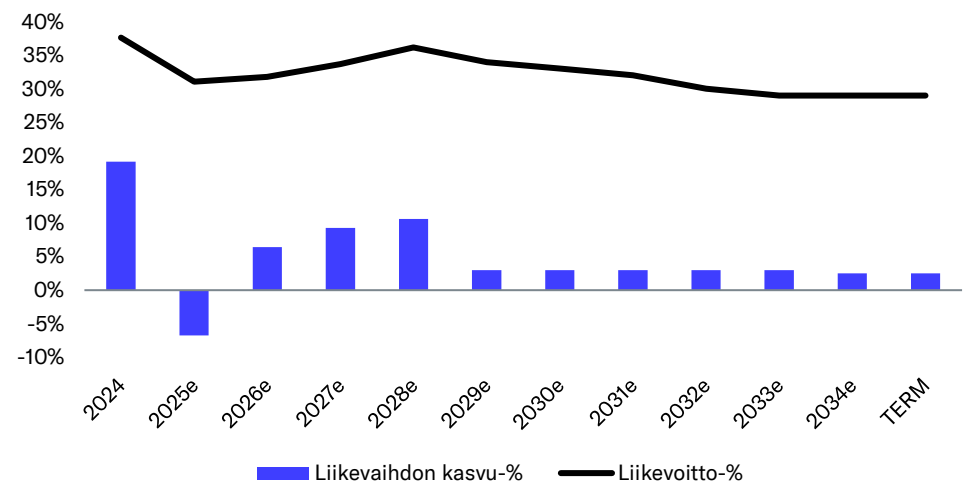
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	48,6	52,1	62,1	57,9	61,7
Käyttökate	18,4	19,2	26,1	20,5	21,8
Liikevoitto	16,5	17,0	23,4	18,0	19,6
Voitto ennen veroja	16,5	17,0	23,4	18,0	19,6
Nettovoitto	12,5	13,3	18,0	13,8	14,7
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	71,6	76,1	88,5	89,6	93,2
Oma pääoma	48,1	51,6	61,4	63,7	66,5
Liikearvo	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6
Nettovelat	-9,5	-9,4	-13,3	-19,0	-21,6

Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e
Käyttökate	18,4	19,2	26,1	20,5	21,8
Nettokäyttöpääoman muutos	-8,1	-3,4	9,4	4,1	0,6
Operatiivinen kassavirta	7,8	13,2	29,4	20,9	18,3
Investoinnit	-2,3	-3,0	-16,9	-3,1	-3,1
Vapaa kassavirta	5,6	10,2	12,4	11,8	15,2

Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e
EV/Liikevaihto	2,9	2,8	2,9	3,3	3,1
EV/EBITDA	7,7	7,6	7,0	9,3	8,7
EV/EBIT (oik.)	8,6	8,6	7,8	10,6	9,6
P/E (oik.)	12,0	11,7	10,8	15,1	14,3
P/B	3,2	3,0	3,2	3,3	3,2
Osinkotuotto-%	6,3 %	6,9 %	6,2 %	6,1 %	6,3 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
EPS (raportoitu)	1,18	1,23	1,65	1,26	1,33
EPS (oikaistu)	1,18	1,23	1,65	1,26	1,33
Operat. Kassavirta / osake	0,74	1,22	2,69	1,90	1,66
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,53	0,94	1,14	1,07	1,38
Omapääoma / osake	4,50	4,75	5,59	5,73	5,89
Osinko / osake	0,90	1,00	1,10	1,15	1,20

Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	11 %	7 %	19 %	-7 %	6 %
Käyttökatteen kasvu-%	16 %	4 %	36 %	-21 %	6 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	14 %	3 %	38 %	-23 %	9 %
EPS oik. kasvu-%	17 %	4 %	34 %	-24 %	6 %
Käyttökate-%	37,9 %	36,8 %	42,0 %	35,4 %	35,4 %
Oik. Liikevoitto-%	34,0 %	32,5 %	37,6 %	31,1 %	31,8 %
Liikevoitto-%	34,0 %	32,5 %	37,6 %	31,1 %	31,8 %
ROE-%	27,5 %	26,9 %	32,1 %	22,3 %	23,0 %
ROI-%	35,0 %	34,1 %	41,4 %	28,8 %	30,1 %
Omavaraisuusaste	67,1 %	67,8 %	69,4 %	71,0 %	71,3 %
Nettovelkaantumisaste	-19,8 %	-18,1 %	-21,6 %	-29,8 %	-32,4 %

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 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 arvonnäätymismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonnäätymismenetelmät 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.

Suositusistoria (>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 €



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.**