

UNITED BANKERS

12.02.2026 21.00 EET



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Yhtiö painaa kaasua kasvuinvestoinneissa

H2-raportti ei tarjonnut suurempia yllätyksiä. Suhtaudumme edelleen positiivisesti yhtiön pitkän aikavälin näkymään, ja odotamme yhtiöltä reipasta tulokasvua tulevilta vuosilta. Kuluvana vuonna tulos polkee kuitenkin paikallaan, ja osakkeessa on nykarvostuksella vaikea nähdä nousuvaraa ilman tulokasvua. Näin ollen toistammekin 18 euron tavoitehintamme sekä vähennä-suosituksen.

Ei suuria yllätyksiä H2-raportissa

UB:n H2-liikevaihto oli suunnilleen linjassa ennusteidemme kanssa vertailukauden tasolla. Tuottopalkkiot laskivat selvästi vertailukaudesta (6,0 vs. 8,6 MEUR), ja tämä hautasi muiden tuotelinjojen maltillisen kasvun alle. Jatkuvien palkkioiden kasvu oli edelleen vaatimatonta, johtuen keihäänkärkirahastojen heikosta myynnistä. Uusmyynnin osalta täyden valtakirjan varainhoito jatkoi vahvaa kehitystään, ja viime vuosien onnistuneet rekrytoinnit yhdessä toimivan varainhoitokonseptin kanssa näkyvät nyt vahvana kasvuna. Keihäänkärkirahastojen osalta myynti oli odotetun vaisua. Kokonaisuutena UB:n uusmyynti oli H2:lla kohtuullinen, mutta selvästi alle potentiaalin.

Operatiivinen liikevoitto asettui 7,9 MEUR:oon, mikä oli alle 9,2 MEUR:n odotuksemme. Tulosalitus selittyy pienellä liikevaihtopoikkeamalla, sekä odotuksia korkeammilla kuluilla. Yhtiö on tehnyt H2 aikana paljon kasvupanostuksia (mm. salkunhoitajia ja yksityispankkiireja), mikä selittää kulujen kasvua. Vaikka pidämmekin kasvupanostuksia perusteltuina, oli yhtiön Varainhoidon tuottopalkkioista oikaistu kannattavuus jälleen vaisulla tasolla, mikä on selvä kauneusvirhe yhtiön numeroissa. 1,16 euron osinko oli linjassa 1,15 euron ennusteemme kanssa, ja yhtiö korotti osinkoaan nyt kahdeksatta kertaa.

Ohjeistus on varovainen

Yhtiö ohjeistaa 2026 operatiivisen liikevoittonsa asettuvan lähelle tai kasvavan 2025 tasosta. Ohjeistus oli varovainen suhteessa odotuksiimme. Yhtiö korosti tulosinfossa olevansa

hyvin optimistinen varainhoitomarkkinan näkymien suhteen, ja yhtiö haluaa painaa investoinneissa kaasua. Käytännössä tämä tarkoittaa etupainotteisia kuluja 2026 aikana. Pidämme panostuksia perusteltuina, sillä UB:n positio kotimaisessa varainhoitomarkkinassa on parantunut merkittävästi viime vuosina. Lisäksi tuote ja palvelutarjonnan laajentaminen on edelleen tarpeen, sillä yhtiön aiempien keihäänkärkituotteiden myyntinäkö on lyhyellä aikavälillä vaisun puoleinen.

Ennusteita tarkistettu alas, tulokasvunäkymä on hyvä

Lähi vuosien ennustemme ovat laskeneet 8-10 %:lla. Ennusteisiin liittyvä riskitaso on mielestämme kuitenkin laskenut, kun tulokasvu on vähemmän riippuvaista yksittäisistä rahastoista. Odotamme yhtiön uusmyynnin piristyvän asteittain myös keihäänkärkirahastojen osalta, ja tämä yhdessä omaisuudenhoidon vahvan myynnin kanssa kasvattaa hallinnointipalkkioita selvästi. 2026 osalta konsernin tulos polkee paikallaan kasvuinvestointien ja asteittain kiihtyvän kasvun seurauksena, mutta 2027 alkaen konsernin pitäisi palata jälleen reippaaseen tulokasvuun. Jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuus alkaa myös vihdoinkin parantua tulevina vuosina, kun kasvu kiihtyy. Osinko kasvaa tasaisesti yhtiön osinkopolitiikan mukaisesti, ja yhtiö on matkalla kohti osinkoaristokraatin titteliä. Keskeinen riski ennusteissamme liittyy tuottopalkkioihin, joiden merkitys on suuri, ja jotka tulevat vain muutamasta rahastosta.

Ei vielä kiirettä ostolaidalle

UB:n arvostustaso on 2025-2026 kertoimilla neutraali, niin absoluuttisesti kuin suhteellisesti. Pidemmällä aikavälillä osakkeen tuotto-odotus on mielestämme nykytasolla hyvinkin houkutteleva, mutta tämä edellyttää tulokasvun realisoitumista ennustamallamme tavalla. Lyhyellä aikavälillä kurssiajurit ovat vähissä ilman tulokasvua. Lyhyellä aikavälillä tuotto-odotus rajoittuukin yli 6 %:n osinkotuottoon, joka ei ole riittävä korvaus ennusteriskien kantamisesta. Jäämmekin seuraamaan kehitystä sivusta ja odottamaan tulokasvuun paluuta.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

18,00 EUR

(aik. 18,00 EUR)

Osakekurssi:

18,70 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	57,2	60,7	67,0	75,4
kasvu-%	-8 %	6 %	10 %	12 %
EBIT oik.	16,6	17,4	20,9	26,6
EBIT-% oik.	29,1 %	28,6 %	31,2 %	35,3 %
Nettotulos	12,9	13,1	16,1	20,7
EPS (oik.)	1,18	1,19	1,46	1,87

P/E (oik.)	15,7	15,7	12,8	10,0
P/B	3,2	3,3	3,1	2,9
Osinkotuotto-%	6,3 %	6,4 %	6,7 %	7,2 %
EV/EBIT (oik.)	11,6	11,0	9,0	6,8
EV/EBITDA	9,8	9,4	7,8	6,0
EV/Liikevaihto	3,4	3,1	2,8	2,4

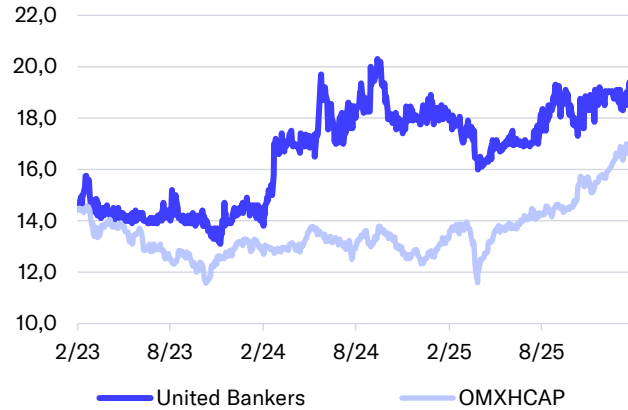
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

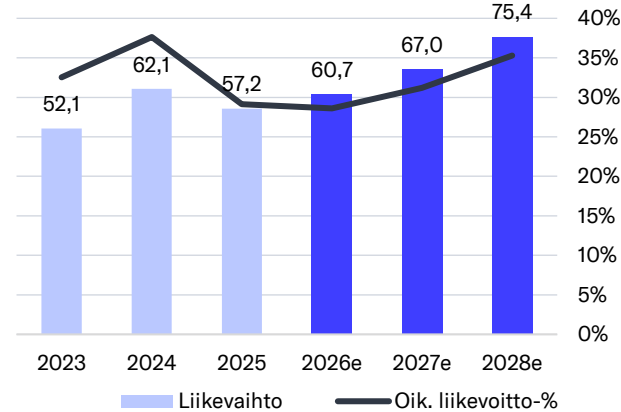
Yhtiö arvioi operatiivisen liikevoittonsa asettuvan lähelle tai kasvavan vuoden 2025 tasosta.

Osakekurssi



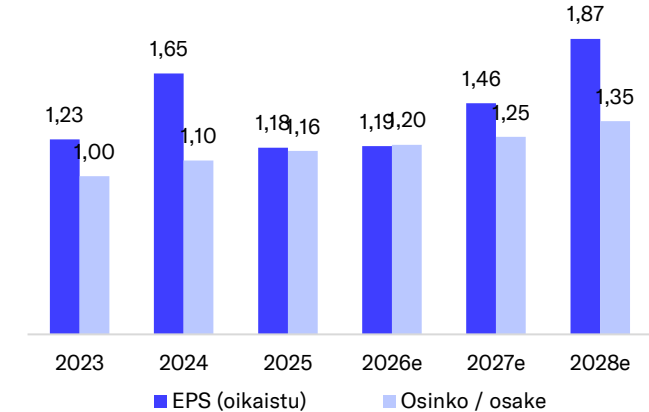
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

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

Riskitekijät

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

	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	18,7	18,7	18,7
Osakemäärä, milj. kpl	11,0	11,0	11,1
Markkina-arvo	206	206	207
Yritysarvo (EV)	191	188	180
P/E (oik.)	15,7	12,8	10,0
P/E	15,7	12,8	10,0
P/B	3,3	3,1	2,9
P/S	3,4	3,1	2,8
EV/Liikevaihto	3,1	2,8	2,4
EV/EBITDA	9,4	7,8	6,0
EV/EBIT (oik.)	11,0	9,0	6,8
Osinko/tulos (%)	100,7 %	85,5 %	72,2 %
Osinkotuotto-%	6,4 %	6,7 %	7,2 %

Lähde: Inderes

Ei suurempia yllätyksiä loppuvuonna

H2-tulos jäi hieman odotuksista

United Bankersin liikevaihto vuoden 2025 jälkimmäisellä puoliskolla oli 28,0 MEUR, mikä oli linjassa 28,9 MEUR:n ennusteemme kanssa. Tuottopalkkiot laskivat selvästi vertailukaudesta (6,0 vs. 8,6 MEUR), ja tämä hautasi muiden tuotelinjojen maltillisen kasvun alleen. Tuottopalkkiot olivat ennusteitamme suuremmat, ja jatkuvat palkkiot olivat hyvin linjassa ennusteisiimme. Jatkuvien palkkioiden kasvu on edelleen vaatimatonta, johtuen keihäänkärkirahastojen heikosta myynnistä.

Uusmyynnin osalta täyden valtakirjan varainhoito jatkoi vahvaa kehitystään, ja viime vuosien onnistuneet rekrytoinnit yhdessä toimivan varainhoitokonseptin kanssa näkyvät nyt vahvana kasvuna. Keihäänkärkirahastojen osalta myynti oli odotetun vaisua, ja perinteisten rahastojen kohtuullinen myynti oli jo ennakkoon tiedossa. Hallinnoitavat varat nousivat seuraavalle miljardiluvulle ja olivat 5,2 miljardia katsauskauden lopussa. Kokonaisuutena

UB:n uusmyyntisuoritus H2:lla oli kohtuullinen, mutta selvästi alle potentiaalin.

Operatiivinen liikevoitto asettui 7,9 MEUR:oon, mikä oli alle 9,2 MEUR:n odotuksemme. Tulosalitus selittyy pienellä liikevaihtopoikkeamalla, sekä odotuksia korkeammilla kuluilla. Yhtiö on tehnyt H2:n aikana kasvupanostuksia (mm. salkunhoitajia ja yksityispankkiireja), mikä selittää kulujen kasvua. Vaikka pidämmekin kasvupanostuksia järkevinä, oli yhtiön Varainhoidon tuottopalkkioista oikaistu kannattavuus jälleen vaisulla tasolla, mikä on selvä kauneusvirhe yhtiön numeroissa.

Yhtiön hallitus ehdottaa jaettavaksi osinkoa yhteensä 1,16 euroa osakkeelta, mikä maksetaan kahdessa erässä. Ehdotus oli linjassa 1,15 euron ennusteemme kanssa, ja heijastaa yhtiön vahvaa tasetta sekä sitoutumista kasvavaan voitonjakoon.

Ohjeistus on varovainen

United Bankers antoi vuodelle 2026 ohjeistuksen, jonka mukaan yhtiö arvioi operatiivisen liikevoittonsa asettuvan lähelle tai kasvavan vuoden 2025 tasosta (16,7 MEUR). Ottaen huomioon H2'25 lievä tulosalitus, on ohjeistus varovainen suhteessa odotuksiimme. Yhtiö korosti tulosinfossa olevansa hyvin optimistinen varainhoitomarkkinan näkymien suhteen, ja yhtiö haluaa painaa investoinneissa nyt kaasua. Käytännössä tämä tarkoittaa etupainotteisia kuluja 2026 aikana, mikä heikentää hetkellisesti marginaalia.

Pidämme panostuksia perusteltuina, sillä UB:n positio kotimaisessa varainhoitomarkkinassa on parantunut merkittävästi viime vuosina. Lisäksi tuote- ja palvelutarjonnan laajentaminen on edelleen tarpeen, sillä yhtiön aiempien keihäänkärkituotteiden myyntinäkö on lyhyellä aikavälillä vaisun puoleinen.

Ennustetaulukko	H2'24	H2'25	H2'25e	H2'25e	Konsensus	Erotus (%)	2025e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes
Liikevaihto	29,1	28,1	28,9				-3 %
Liikevoitto (oik.)	9,9	7,8	9,2				-15 %
EPS (oik.)	0,70	0,56	0,63				-12 %
Osinko/osake	1,10	1,16	1,15				1 %
Liikevaihdon kasvu-%	6,2 %	-3,6 %	-0,7 %				-2,8 %-yks.
Liikevoitto-% (oik.)	33,9 %	27,9 %	31,8 %				-3,9 %-yks.

Lähde: Inderes

United Bankers Q4'25: Hyvät numerot haastavassa markkinassa



Tuloskasvun käynnistyminen siirtyy vuodella eteenpäin

Ennustemuutokset

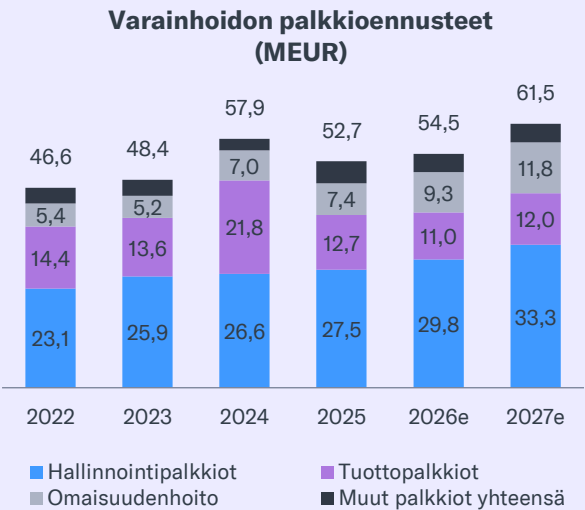
- Lähivuosien ennusteenne ovat laskeneet 8-10 %:lla. Keskeisenä tekijänä ovat kohonneet kulut, yhtiön tehdessä kasvupanostuksia. Liikevaihtoennusteissa olemme siirtäneet FIGG2 -rahaston lanseerauksen 2028 ja odotamme H1'26 avointa PE-rahastoa, sekä H2'26 suljettua PE-rahastoa. Odotamme myös uutta suljettua asuntorahastoa 2026. Omaisuudenhoidossa olemme myös nostaneet ennusteitamme selvästi. Vastaavasti vaihtoehtoisissa keihäänkärkirahastoissa ennusteet ovat pääosin laskeneet. Olemme myös lisänneet Fourton-yrityskaupan ennusteisiimme.
- Vaikka liikevaihtoennusteenne eivät ole nousseet kuluennusteidemme mukana, on ennusteidemme riskitaso laskenut. Liikevaihdon kasvun painopiste on aiempaa vähemmän riippuvainen yksittäisistä keihäänkärkirahastoista, ja täyden valtakirjan varainhoidon merkitys alkaa olla huomattava. Mielestämme täyden valtakirjan varainhoidon kasvuun liittyy luonnollisesti selvästi vähemmän epävarmuutta kuin esimerkiksi kiinteistörahastojen käänteeseen tai FIGG2-rahaston onnistumiseen. Olemme avanneet eri tuoteryhmien näkymiä tarkemmin edellisessä [raportissamme](#).
- Metsärahastojen suhteen olemme edelleen selvästi yhtiötä varovaisempia lyhyellä aikavälillä. Olemme erityisesti huolissamme skenaariosta, jossa joku avoin metsärahasto joutuisi lykkäämään lunastuksiaan, ja tämä aiheuttaisi vastaavan mediamylläkin kuin avoimissa kiinteistörahastoissa on nähty. Meidän on vaikea nähdä, että tässä skenaariossa negatiivinen julkisuus ei vaikuttaisi myös UB:n rahastoon, kuten on käynyt myös kiinteistöpuolella.

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	57,3	57,2	0 %	61,5	60,7	-1 %	67,9	67,0	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	17,7	16,6	-6 %	19,2	17,4	-10 %	22,6	20,9	-8 %
Liikevoitto	17,7	16,6	-6 %	19,2	17,4	-10 %	22,6	20,9	-8 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,22	1,18	-3 %	1,30	1,19	-9 %	1,58	1,46	-8 %
Osakekohtainen osinko	1,15	1,16	1 %	1,20	1,20	0 %	1,25	1,25	0 %

Lähde: Inderes

Operatiiviset tulosajurit

- Ennusteissamme odotamme keihäänkärkirahastojen uusmyynnin piristävän 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. Vahvan uusmyynnin seurauksena hallinnointipalkkiot sekä omaisuudenhoidon palkkiot kasvavat ennusteissamme vuositasolla keskimäärin 14 % vuosina 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. 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 yhtiön tuloksen polkevan 2026 paikallaan, mutta lähtevän ripeään kasvuun 2027 alkaen kiihtyvän uusmyynnin ja parantuvan kulutehokkuuden myötä. 2025-2029 välillä keskimääräinen EPS-kasvu on ennusteissamme noin 18 %.



Konsernin tulosenusteet

MEUR	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Palkkiotuotot	48,3	49,4	58,7	54,1	57,6	64,6	73,3	80,1
Rahastot	39,0	40,8	49,6	41,8	42,5	47,0	53,7	58,6
<i>Hallinnointipalkkiot</i>	23,1	25,9	26,6	27,5	29,8	33,3	38,7	43,5
<i>Tuottopalkkiot</i>	14,4	13,6	21,8	12,7	11,0	12,0	13,0	13,0
<i>Merkintä&lunastus</i>	1,5	1,3	1,3	1,6	1,6	1,7	2,0	2,1
Omaisuu denhoito	5,4	5,2	7,0	7,4	9,3	11,8	13,7	15,7
Strukturoidut sijoitukset	2,2	2,5	1,3	3,5	2,7	2,7	2,7	2,7
Pääomamarkkinapalvelut	1,7	1,0	0,7	1,4	3,2	3,2	3,2	3,2
Muut tuotot	0,3	2,7	3,5	2,9	2,7	2,4	2,2	2,2
Sijoituspalvelutoiminnan tuotot	48,6	52,2	62,1	57,1	60,3	67,0	75,5	82,3
Palkkiokulut	-5,1	-4,8	-5,2	-5,1	-5,5	-6,1	-6,7	-7,1
Nettopalkkiotuotot	43,4	47,3	56,9	52,0	54,9	60,9	68,8	75,2
Henkilöstökulut	-17,5	-19,0	-21,0	-22,2	-24,2	-25,9	-27,7	-29,5
Muut kulut	-9,4	-11,4	-12,5	-13,2	-13,3	-14,1	-14,5	-13,9
Liikevoitto	16,5	17,0	23,4	16,6	17,4	20,9	26,6	31,8
Kertaerät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertailukelpoinen EBIT-%	33,9 %	32,6 %	37,6 %	29,2 %	28,8 %	31,2 %	35,2 %	38,6 %
Henkilöstökulut/työntekijä (tEUR)	-118	-119	-130	-135	-143	-149	-155	-160
Henkilöstömäärä (FTE)	148	160	161	165	169	174	179	184
Hallinnoitava varallisuus (MEUR)	4411	4585	4787	5158	5774	6364	6999	7634
Pääomarahastot	1254	1409	1326	1352	1543	1808	2118	2428
Perinteiset rahastot	718	845	1070	1046	1296	1446	1596	1746
Muut rahastopääomat	630	635	564	640	640	640	640	640
Omaisuu denhoito	441	367	529	724	899	1074	1249	1424
Muu hallinnoitava varallisuus	1367	1330	1298	1396	1396	1396	1396	1396
Rahastojen palkkiotuotot/rahasto-AUM (%)	1,50 %	1,41 %	1,68 %	1,38 %	1,22 %	1,21 %	1,23 %	1,22 %
Hallinnointipalkkiot/rahasto-AUM (%)	0,89 %	0,90 %	0,90 %	0,91 %	0,86 %	0,86 %	0,89 %	0,90 %
Jatkuvien tuottojen osuus*	59 %	63 %	57 %	64 %	68 %	70 %	72 %	74 %
Kertatuottojen osuus	41 %	37 %	43 %	36 %	32 %	30 %	28 %	26 %

*Jatkuvat tuotot = rahastojen hallinnointipalkkiot + omaisuusdenhoiton palkkiot

Varainhoidon tulosenusteet

Varainhoito (MEUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Rahastot	39,0	40,8	49,6	41,8	42,5	47,0	53,7	58,6
Hallinnointipalkkiot	23,1	25,9	26,6	27,5	29,8	33,3	38,7	43,5
Tuottopalkkiot	14,4	13,6	21,8	12,7	11,0	12,0	13,0	13,0
Merkintä & lunastus	1,5	1,3	1,3	1,6	1,6	1,7	2,0	2,1
OmaisuuDENhoito	5,4	5,2	7,0	7,4	9,3	11,8	13,7	15,7
Strukturoidut sijoitukset	2,2	2,5	1,3	3,5	2,7	2,7	2,7	2,7
Liikevaihto yhteensä	46,8	50,6	60,6	54,5	56,3	63,0	71,4	78,3
Liikevaihdon kasvu-%	16 %	8 %	20 %	-10 %	3 %	12 %	13 %	10 %
Palkkiokulut	-5,2	-4,8	-5,2	-5,1	-5,4	-6,0	-6,6	-7,0
Muu kulut yhteensä	-22,1	-24,6	-26,8	-28,8	-30,8	-32,5	-34,5	-36,4
EBITDA	19,5	20,0	27,2	20,1	19,6	24,0	30,0	34,5
EBITDA-%	41,6 %	39,5 %	44,9 %	36,9 %	34,7 %	38,1 %	42,0 %	44,1 %
EBITDA ilman tuottopalkkioita	3,5	5,1	4,2	5,8	7,0	10,4	15,0	19,4
EBITDA-% ilman tuottopalkkioita	7,5 %	10,0 %	6,9 %	10,6 %	12,3 %	16,5 %	21,1 %	24,8 %
Hallinnoitava varallisuus	4411	4585	4787	5158	5774	6364	6999	7634
Pääomarahastot	1254	1409	1326	1352	1543	1808	2118	2428
Perinteiset rahastot	718	845	1070	1046	1296	1446	1596	1746
Muut rahastopääomat	630	635	564	640	640	640	640	640
OmaisuuDENhoito	441	367	529	724	899	1074	1249	1424
Muu hallinnoitava varallisuus	1367	1330	1298	1396	1396	1396	1396	1396
AUM kasvu v/v	-8 %	4 %	4 %	8 %	12 %	10 %	10 %	9 %
Rahastojen palkkiotuotot/rahasto-AUM (%)	1,50 %	1,41 %	1,68 %	1,38 %	1,22 %	1,21 %	1,23 %	1,22 %
Hallinnointipalkkiot/rahasto-AUM (%)	0,89 %	0,90 %	0,90 %	0,91 %	0,86 %	0,86 %	0,89 %	0,90 %
Rahastojen hall. palk. & OH kasvu -%	10 %	9 %	8 %	4 %	12 %	15 %	16 %	13 %

Perinteiset rahastot = UB Rahastoyhtiön AUM plus Metsä, UB Suomin Kiinteistö ja UB Pohjoismaiset Liikekiinteistöt -rahastot
Pääomarahastot = NFF-rahastot, Lohjarahasto ja UB Metsä, UB Suomin Kiinteistö, UB Pohjoismaiset Liikekiinteistö, UB Uusiutuva Energia ja FGG

Tuloskasvu toimii osakkeen ajurina

Olemme tarkastelleet UB:n arvonmäärittystä kassavirtamallin (DCF) sekä arvostuskertoimien kautta. Keskeiset arvonmäärittysmenetelmämme indikoivat osakkeen olevan korkeintaan neutraalisti arvostettu lyhyellä aikavälillä. Pidemmällä aikavälillä osakkeen tuotto-odotus on mielestämme nykytasoilla hyvinkin houkutteleva, mutta tämä edellyttää tuloskasvun realisoitumista ennustamallamme tavalla. Lyhyellä aikavälillä kurssiajurit ovat vähissä, kun tulos ei kunnolla kasva. Toistamme 18,0 euron tavoitehintamme sekä vähennä-suosituksen ja jäämme odottamaan merkkejä tuloskasvuun paluusta.

Ilman tuloskasvua tuotto-odotus jää niukaksi

2025-2026 tulosennusteillamme UB:n tulospohjainen arvostus on noin 15-16x, mikä on tuloksen heikko mix huomioiden korkeahko taso UB:lle. UB:tä on viimeisen viiden vuoden ajan hinnoiteltu keskimäärin P/E-kertoimella 14x. Yhtiön hyvä tuloskasvunäkymä sekä tekemisessä nähty selvä tasokorjaus viimeisen 5v aikana puoltaisivat korkeampaakin arvostustasoa, mutta tuloksen mixin painottuminen tuottopalkkioihin laskee selvästi yhtiölle hyväksyttävää arvostustasoa. Mielestämme onkin selvää, että nykyisissä kertoimissa ei ole nousuvaraa, ja osakkeenomistajien tuoton pitää tulla tuloskasvusta. Tuloskasvun käynnistyessä kertoimet painuvat nopeasti hyvinkin houkutteleviksi, ja ennusteidemme toteutuessa on osakkeen +3v tuotto-odotus mielestämme erittäin hyvä. Kuitenkin lyhyellä aikavälillä osakkeen ajurit ovat vähissä, sillä tuloskasvu antaa toistaiseksi odottaa itseään, ja samalla sijoittaja kantaa tuottopalkkioiden realisoitumiseen liittyvää ilmeistä riskiä.

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 tai alhaisemmat arvostuskertoimet. Tämä tukee niin ikään näkemystämme osakkeen oikeasta hinnoittelusta.

Kassavirtamalli heijastelee pitkää potentiaalia

DCF-mallimme mukainen arvo UB:lle on noin 23e (aik. 21,7e). Huomautamme, että malli nojaa odotukseen reippaasta tuloskasvusta 2027-2029, ja tuloksen pysymisestä ennätystasoilla. 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.

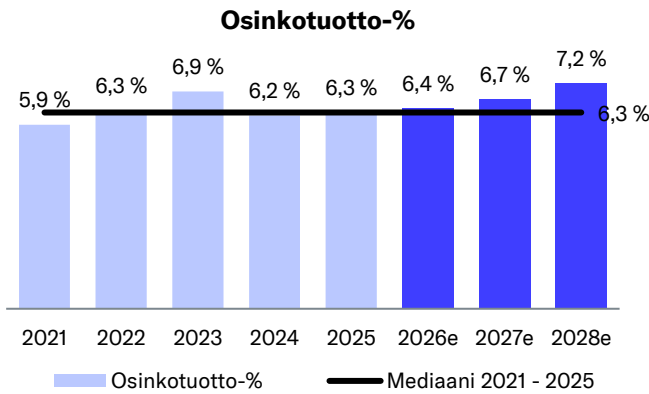
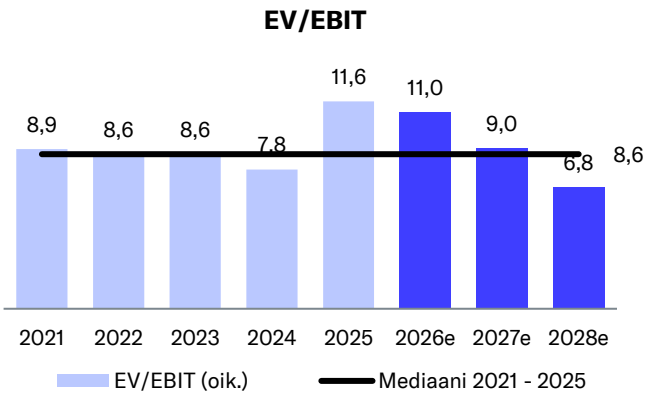
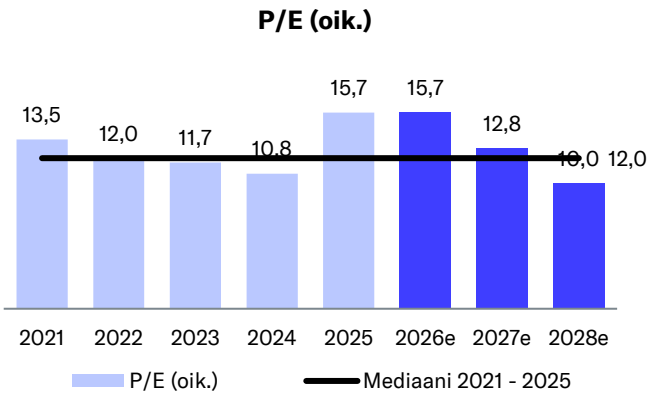
	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	18,7	18,7	18,7
Osakemäärä, milj. kpl	11,0	11,0	11,1
Markkina-arvo	206	206	207
Yritysarvo (EV)	191	188	180
P/E (oik.)	15,7	12,8	10,0
P/E	15,7	12,8	10,0
P/B	3,3	3,1	2,9
P/S	3,4	3,1	2,8
EV/Liikevaihto	3,1	2,8	2,4
EV/EBITDA	9,4	7,8	6,0
EV/EBIT (oik.)	11,0	9,0	6,8
Osinko/tulos (%)	100,7 %	85,5 %	72,2 %
Osinkotuotto-%	6,4 %	6,7 %	7,2 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	13,6	14,2	14,4	17,8	18,5	18,7	18,7	18,7	18,7
Osakemäärä, milj. kpl	10,4	10,6	10,8	10,9	10,9	11,0	11,0	11,1	11,1
Markkina-arvo	141	151	155	195	202	206	206	207	208
Yritysarvo (EV)	129	142	147	182	193	191	188	180	170
P/E (oik.)	13,5	12,0	11,7	10,8	15,7	15,7	12,8	10,0	8,3
P/E	13,7	12,0	11,7	10,8	15,7	15,7	12,8	10,0	8,3
P/B	3,2	3,2	3,0	3,2	3,2	3,3	3,1	2,9	2,5
P/S	3,2	3,1	3,0	3,1	3,5	3,4	3,1	2,8	2,5
EV/Liikevaihto	2,9	2,9	2,8	2,9	3,4	3,1	2,8	2,4	2,1
EV/EBITDA	8,1	7,7	7,6	7,0	9,8	9,4	7,8	6,0	4,8
EV/EBIT (oik.)	8,9	8,6	8,6	7,8	11,6	11,0	9,0	6,8	5,3
Osinko/tulos (%)	80,3 %	76,4 %	81,1 %	66,7 %	98,1 %	100,7 %	85,5 %	72,2 %	85,0 %
Osinkotuotto-%	5,9 %	6,3 %	6,9 %	6,2 %	6,3 %	6,4 %	6,7 %	7,2 %	10,2 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Alexandria	128	119	9,0	8,2	7,8	7,0	2,2	2,0	13,1	11,9	7,4	8,1	3,5
Aktia	897								10,9	10,1	6,7	7,4	1,3
CapMan	324	362	9,0	7,2	8,8	7,0	4,8	4,1	12,1	10,4	8,8	9,3	1,7
eQ	478	449	13,1	12,5	12,7	12,1	6,5	6,1	17,7	16,7	5,7	6,2	6,3
Evli	656	626	11,1	10,2	10,5	9,8	4,9	4,6	16,2	14,7	5,3	5,7	3,8
Taaleri	210	164	5,0	4,9	4,9	4,8	2,7	2,4	9,3	8,8	5,4	6,0	0,9
Titanium	76	65	11,3	14,2	10,3	12,5	3,2	3,3	16,3	19,5	6,0	5,0	5,0
Mandatum	3415	3351	18,3	18,9	18,3	18,9	18,4	18,1	23,3	22,2	10,5	8,4	4,0
United Bankers (Inderes)	206	188	11,0	9,0	9,4	7,8	3,1	2,8	15,7	12,8	6,4	6,7	3,3
Keskiarvo			11,0	10,9	10,4	10,3	6,1	5,8	14,8	14,3	7,0	7,0	3,3
Mediaani			11,1	10,2	10,3	9,8	4,8	4,1	14,6	13,3	6,3	6,8	3,7
Erotus-% vrt. mediaani			-1 %	-12 %	-9 %	-20 %	-34 %	-32 %	7 %	-4 %	1 %	-1 %	-10 %

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	29,4	31,3	60,7	67,0	75,4	82,2
Käyttökate	26,1	10,3	9,3	19,6	9,5	10,9	20,4	24,1	30,1	35,5
Poistot ja arvonalennukset	-2,7	-1,5	-1,5	-3,0	-1,5	-1,5	-3,0	-3,2	-3,5	-3,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	23,4	8,8	7,8	16,6	8,0	9,4	17,4	20,9	26,6	31,8
Liikevoitto	23,4	8,8	7,8	16,6	8,0	9,4	17,4	20,9	26,6	31,8
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	8,0	9,4	17,4	20,9	26,6	31,8
Verot	-4,9	-1,8	-1,7	-3,5	-1,6	-1,9	-3,5	-4,0	-5,1	-6,0
Vähemmistöosuudet	-0,4	-0,2	0,0	-0,2	-0,4	-0,4	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Nettotulos	18,0	6,8	6,1	12,9	6,0	7,1	13,1	16,1	20,7	25,0
EPS (oikaistu)	1,64	0,62	0,56	1,18	0,55	0,64	1,19	1,46	1,87	2,24
EPS (raportoitu)	1,65	0,62	0,56	1,18	0,55	0,64	1,19	1,46	1,87	2,24

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 %	1,1 %	11,6 %	6,3 %	10,3 %	12,4 %	9,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	37,8 %	-34,8 %	-20,6 %	-28,8 %	-8,9 %	19,4 %	4,4 %	20,4 %	27,1 %	19,6 %
Käyttökate-%	42,0 %	35,5 %	33,2 %	34,4 %	32,4 %	34,6 %	33,5 %	36,0 %	39,9 %	43,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	37,6 %	30,3 %	27,9 %	29,1 %	27,3 %	29,8 %	28,6 %	31,2 %	35,3 %	38,7 %
Nettotulos-%	29,0 %	23,5 %	21,7 %	22,6 %	20,5 %	22,6 %	21,6 %	24,1 %	27,5 %	30,4 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	47,0	47,6	52,5	53,3	53,9
Liikearvo	15,6	15,6	19,6	19,6	19,6
Aineettomat hyödykkeet	6,6	7,3	8,2	8,8	9,3
Käyttöomaisuus	2,1	1,9	2,0	2,2	2,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	22,8	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	41,5	33,4	38,5	42,7	51,5
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	26,3	21,3	21,3	21,3	21,3
Myyntisaamiset	1,8	1,7	1,8	2,0	2,3
Likvidit varat	13,3	10,3	15,3	19,3	27,9
Taseen loppusumma	88,5	81,0	91,0	96,0	105

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	61,4	63,2	64,4	68,2	75,9
Osakepääoma	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Kertyneet voittovarot	35,3	36,7	37,1	40,0	47,0
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	20,3	20,3	20,3	20,3	20,3
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,3	0,8	1,6	2,4	3,2
Pitkäaikaiset velat	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Laskennalliset verovelat	1,8	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	25,2	24,1	24,7	26,0	27,6
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	12,6	11,5	12,1	13,4	15,1
Muut lyhytaikaiset velat	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
Taseen loppusumma	88,4	89,1	91,0	96,0	105

DCF-laskelma

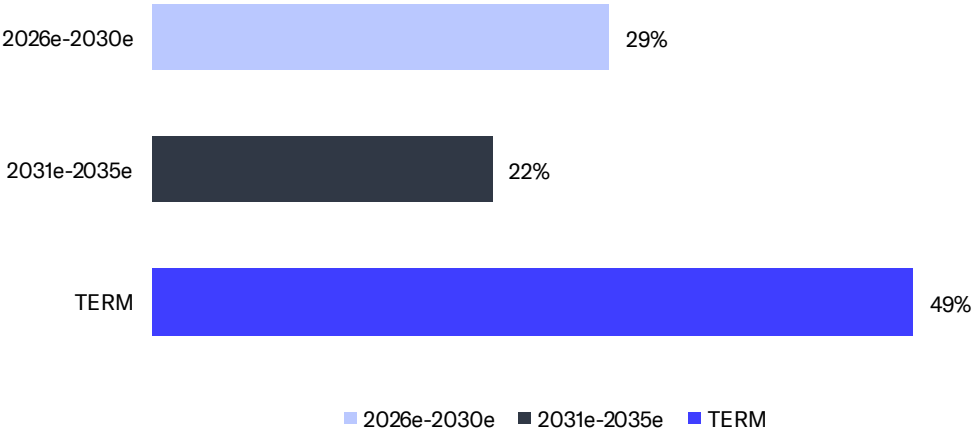
DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-8,0 %	6,3 %	10,3 %	12,4 %	9,1 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	29,1 %	28,6 %	31,2 %	35,3 %	38,7 %	33,0 %	32,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Liikevoitto	16,6	17,4	20,9	26,6	31,8	28,0	27,9	27,0	27,8	28,6	29,3	
+ Kokonaispoistot	3,0	3,0	3,2	3,5	3,7	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4	
- Maksetut verot	-3,5	-3,5	-4,0	-5,1	-6,0	-5,3	-5,3	-5,1	-5,3	-5,4	-5,6	
- 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	4,0	0,6	1,1	1,4	1,2	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	
Operatiivinen kassavirta	20,1	17,4	21,2	26,5	30,6	26,9	27,1	26,4	27,2	27,9	28,5	
+ 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	-3,6	-7,9	-4,1	-4,1	-4,3	-4,3	-4,4	-4,4	-4,5	-4,5	-5,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	16,6	9,5	17,2	22,3	26,4	22,6	22,7	22,0	22,7	23,4	22,6	
+/- 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	10,6	9,5	17,2	22,3	26,4	22,6	22,7	22,0	22,7	23,4	22,6	309
Diskontattu vapaa kassavirta		8,8	14,4	17,0	18,2	14,2	13,0	11,4	10,7	10,0	8,8	121
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		247	238	224	207	189	175	162	150	139	129	121
Velaton arvo DCF		247										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		10,3										
-Vähemmistöosuus		-5,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		252										
Oman pääoman arvo DCF per osake		23,0										

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-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,80 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,0 %

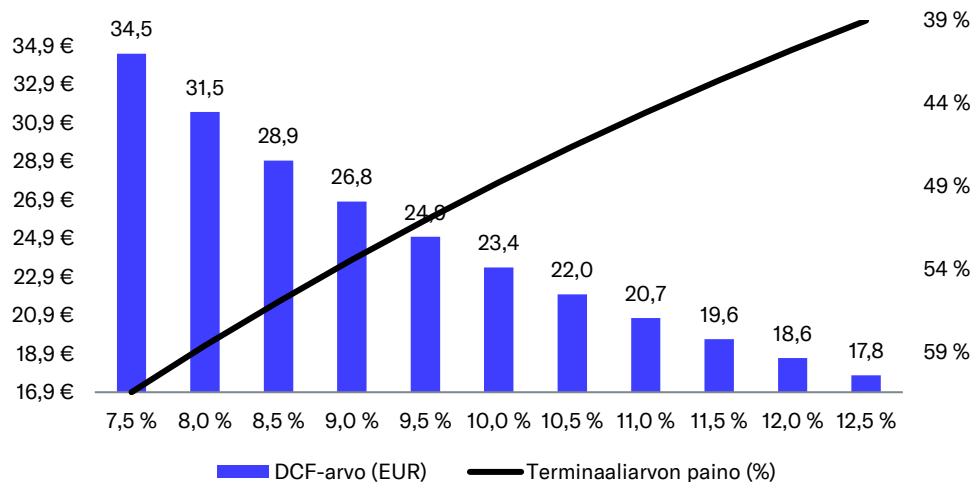
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

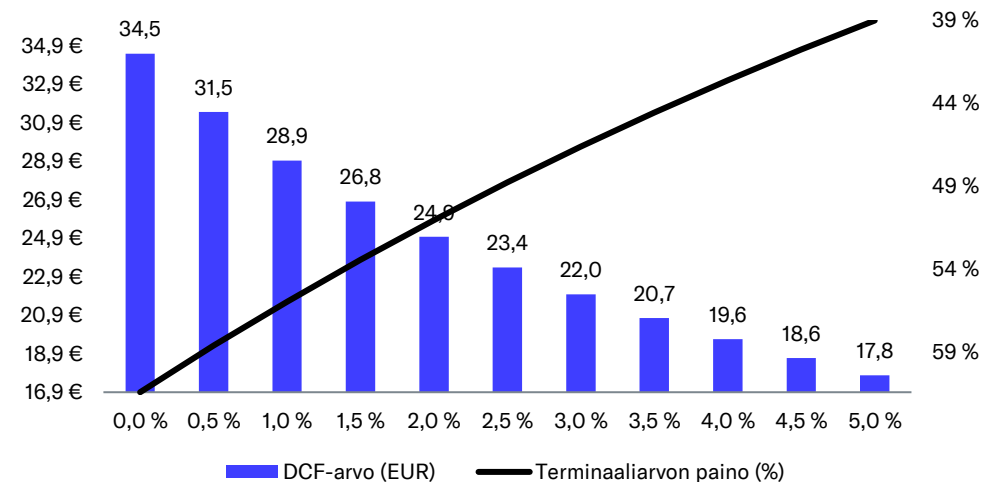


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

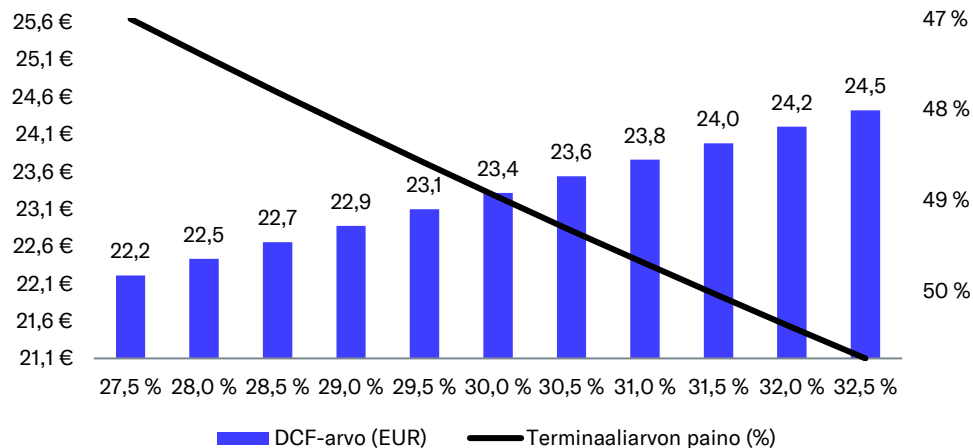
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



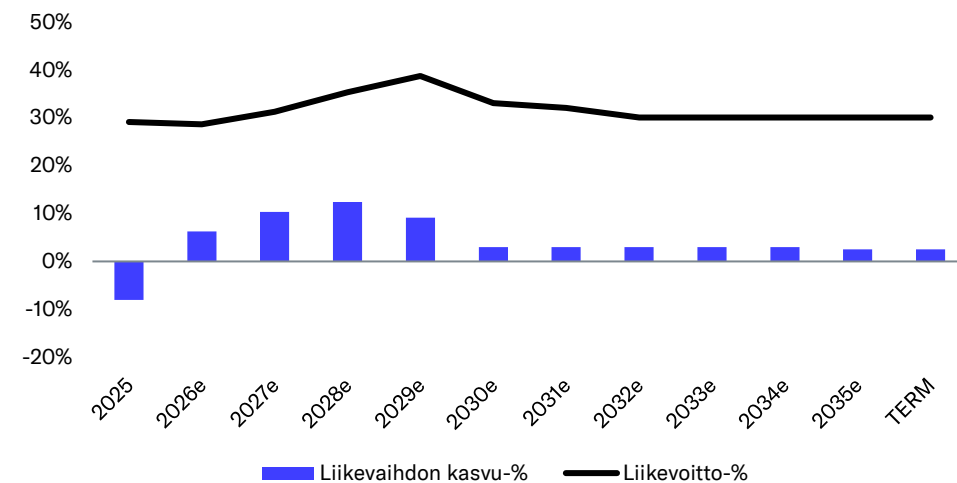
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	52,1	62,1	57,2	60,7	67,0
Käyttökate	19,2	26,1	19,6	20,4	24,1
Liikevoitto	17,0	23,4	16,6	17,4	20,9
Voitto ennen veroja	17,0	23,4	16,6	17,4	20,9
Nettovoitto	13,3	18,0	12,9	13,1	16,1
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	76,1	88,5	81,0	91,0	96,0
Oma pääoma	51,6	61,4	63,2	64,4	68,2
Liikearvo	15,6	15,6	15,6	19,6	19,6
Nettovelat	-9,4	-13,3	-10,3	-15,3	-19,3

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	19,2	26,1	19,6	20,4	24,1
Nettokäyttöpääoman muutos	-3,4	9,4	4,0	0,6	1,1
Operatiivinen kassavirta	13,2	29,4	20,1	17,4	21,2
Investoinnit	-3,0	-16,9	-3,6	-7,9	-4,1
Vapaa kassavirta	10,2	12,4	10,6	9,5	17,2

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

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	1,23	1,65	1,18	1,19	1,46
EPS (oikaistu)	1,23	1,65	1,18	1,19	1,46
Operat. Kassavirta / osake	1,22	2,69	1,84	1,59	1,92
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,94	1,14	0,97	0,87	1,56
Omapääoma / osake	4,75	5,59	5,71	5,72	5,96
Osinko / osake	1,00	1,10	1,16	1,20	1,25

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	7 %	19 %	-8 %	6 %	10 %
Käyttökatteen kasvu-%	4 %	36 %	-25 %	4 %	19 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	3 %	38 %	-29 %	4 %	20 %
EPS oik. kasvu-%	4 %	34 %	-28 %	1 %	23 %
Käyttökate-%	36,8 %	42,0 %	34,4 %	33,5 %	36,0 %
Oik. Liikevoitto-%	32,5 %	37,6 %	29,1 %	28,6 %	31,2 %
Liikevoitto-%	32,5 %	37,6 %	29,1 %	28,6 %	31,2 %
ROE-%	26,9 %	32,1 %	20,9 %	20,9 %	25,1 %
ROI-%	34,1 %	41,4 %	26,7 %	27,2 %	31,5 %
Omavaraisuusaste	67,8 %	69,4 %	78,1 %	70,8 %	71,1 %
Nettovelkaantumisaste	-18,1 %	-21,6 %	-16,4 %	-23,8 %	-28,3 %

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 tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 sijoitus-suosituksia 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 arvonmäärittämismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämismenetelmät 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 laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes 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
23.8.2019	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 €



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.**