

UNITED BANKERS

14.03.2026 08.30 EET



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Kasvumoottori hakee vielä kierroksia

UB:n sijoittajatarina on parantunut merkittävästi viime vuosina, ja siitä on kuoriutunut laadukas varainhoitaja. Pidemmän aikavälin tulokaskasvunäkymä on mielestämme erittäin hyvä, mutta lyhyellä aikavälillä vaihtoehtojen haastava markkinatilanne heittää kapuloita rattaisiin. Ilman reipasta tulokaskasvua ei osakkeessa ole nousuvaraa, mutta ennusteiden realisoituessa tuotto-odotus on hyvä. Haluamme nähdä konkreettisia merkkejä tulokaskasvun kiihtymisestä, ja toistamme vähennä-suosituksen 19,0 euron tavoitehinnalla (aik. 18,0e).

Reaaliomaisuuteen keskittyvä varainhoitotalo

United Bankers (UB) on kotimainen varainhoitoyhtiö, jolla on myös pientä investointipankkitoimintaa. Yhtiön strategiana on ollut jo pitkään keskittyä jatkuvaan kassavirtaa tuottavien rahastojen kasvattamiseen ja erityisesti vaihtoehtorahastoissa. Rahastopääomat ovatkin kasvaneet historiassa ripeästi ja yhtiön palkkioista valtaosa tulee rahastoista. Viime vuosina UB on panostanut varainhoitoon, ja sen asema kotimaisessa varainhoitokentässä on vahvistunut selvästi. Vaikka yksityishenkilöt ovat yhtiön keskeinen kohderyhmä, on UB noussut selvään haastajan asemaan myös instituutiopuolella.

Vahvan kasvun sekä korkeiden tuottopalkkioiden ansiosta kannattavuus on noussut hyvälle tasolle. Tuottopalkkioiden osuus tuloksesta on kuitenkin edelleen hyvin korkea, ja tuottopalkkioista oikaistu kannattavuus on sijoittajatarinan selkeä kauneusvirhe.

Pidemmän aikavälin näkymä on vahva

UB:n uusmyynti on heikentynyt viimeisen kahden vuoden aikana johtuen vaihtoehtojen sijoitustuotteiden vastatuulesta. Omaisuudenhoidon vahva myynti ei ole kyennyt paikkamaan vaihtoehtorahastojen jättämää aukkoa. UB:llä pitäisi olla edellytykset tehdä selvä tasonnosto sen uusmyynnissä seuraavan vuoden aikana, kun vastatuuli vihdoin helpottaa. Huomautamme, että yhtiön myyntivoima on vahvistunut

merkittävästi viimeisen parin vuoden aikana onnistuneiden rekrytointien ansiosta.

Odotamme yhtiön uusmyynnin kääntyvän selvään kasvuun 2026 aikana, ja kasvun kiihtyvän lähivuosina. Kasvun moottorina toimivat vaihtoehtorahastot sekä Omaisuudenhoito. Suurin epävarmuus ennusteissa liittyy lyhyellä aikavälillä vaihtoehtorahastojen kysyntään sekä tuottopalkkioiden kestävyys pidemmällä aikavälillä. 2026 tulokaskasvu antaa vielä odottaa itseään, mutta 2027 alkaen se kiihtyy merkittävästi. Kokonaisuutena ennustamme 2025-29 ~15 %/v EPS kasvua.

Jatkuvien palkkioiden osuus nousee nykyisestä noin 60 %:sta yli 70 %:iin 2029. Myös tuottopalkkioiden osuus yhtiön tuloksesta laskee nykyisestä lähes 80 %:sta noin 40 %:iin. Tuloksen mixin merkittävä parantuminen on kriittistä, sillä se laskee riskiprofilia. Osinkovirta pysyy tuttuun tyyliin vuolaana ja odotamme yhtiön jatkavan osingon tasaista kasvattamistaan. Yrityskauppojen osalta uskomme UB:n etsivän aktiivisesti ostokohteita. Ostot olisivat UB:tä täydentäviä, ja emme usko UB:n olevan mukana suuremmissa toimialajärjestelyissä.

Lyhyen aikavälin arvostuskuva on neutraali

Kaikki käyttämämme arvonmääritysmenetelmämme indikoivat samankaltaisia tuloksia. Toteutuneella tuloksella osakkeessa on vaikea nähdä nousuvaraa, mutta vahvan tulokaskasvun realisoituessa osakkeen tuotto-odotus on hyvä. Huomautamme, että ennusteemme odottavat yhtiöltä merkittävää tulokaskasvua lähivuosilta, ja tähän yltääkseen pitää yhtiön uusmyynnin nousta seuraavalle tasolle. Lisäksi tuottopalkkioiden pitää kestää nykyisellä erinomaisella tasolla. Näin ollen rima alkaa olla jo varsin korkealla, etenkin kun arvostuskertoimet ovat hiipineet ylöspäin ja toteutuneella tuloksella osaketta hinnoitellaan reippaasti yli sen historiallisten tasojen. Lyhyellä aikavälillä meidän onkin vaikea nähdä osakkeessa ajureita ylöspäin, sillä reippaampi tulokaskasvu antaa vielä toistaiseksi odottaa itseään.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

19,00 EUR

(aik. 18,00 EUR)

Osakekurssi:

19,90 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	57,2	61,4	67,1	74,4
kasvu-%	-8 %	7 %	9 %	11 %
EBIT oik.	16,6	17,7	20,9	25,8
EBIT-% oik.	29,1 %	28,7 %	31,1 %	34,7 %
Nettotulos	12,9	13,1	16,1	20,1
EPS (oik.)	1,18	1,19	1,45	1,79

P/E (oik.)	15,7	16,7	13,8	11,1
P/B	3,3	3,6	3,4	3,2
Osinkotuotto-%	6,3 %	6,0 %	6,5 %	7,3 %
EV/EBIT (oik.)	12,1	12,4	10,4	8,1
EV/EBITDA	10,2	10,6	9,1	7,3
EV/Liikevaihto	3,5	3,6	3,2	2,8

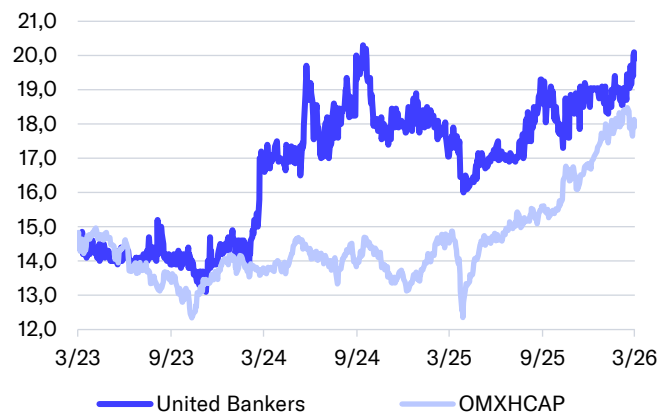
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

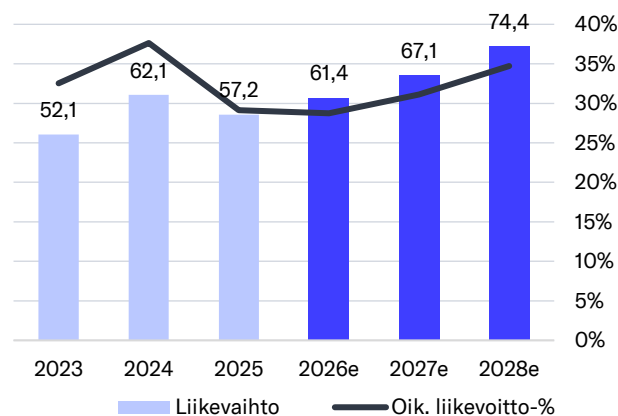
Yhtiö arvioi operatiivisen liikevoittonsa asettuvan lähelle tai kasvavan vuoden 2025 tasosta.

Osakekurssi



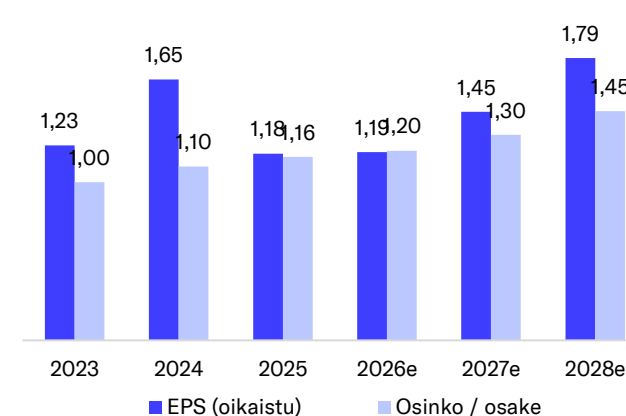
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

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

Riskitekijät

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

	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	19,9	19,9	19,9
Osakemäärä, milj. kpl	11,0	11,1	11,2
Markkina-arvo	220	222	224
Yritysarvo (EV)	220	216	210
P/E (oik.)	16,7	13,8	11,1
P/E	16,7	13,8	11,1
P/B	3,6	3,4	3,2
P/S	3,6	3,3	3,0
EV/Liikevaihto	3,6	3,2	2,8
EV/EBITDA	10,6	9,1	7,3
EV/EBIT (oik.)	12,4	10,4	8,1
Osinko/tulos (%)	100,8 %	89,9 %	81,2 %
Osinkotuotto-%	6,0 %	6,5 %	7,3 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-9
Varainhoito	10-19
Investointipankki ja konsernitoiminnot	20
Strategia	21-23
Sijoitusprofiili	24-25
Markkinakatsaus	26-30
Taloudellinen tilanne	31
Ennusteet	32-34
Arvonmääritys	35-41
Taulukot, vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	42-48

UB lyhyesti

United Bankers Oyj on suomalainen, vuonna 1986 perustettu varainhoidon ja sijoitusmarkkinoiden asiantuntija. United Bankersin liiketoiminta-alueisiin kuuluvat varainhoito ja pääomamarkkinapalvelut.

2014/2020

First North markkinapaikalle/ pörssin päälistalle

57,1 MEUR

Liikevaihto 2025

16,6 MEUR

Liikevoitto 2025

77 %

Tuottopalkkioiden osuus tuloksesta 2025

5,2 mrd. euroa

Hallinnoitava varallisuus 2025

~190

Henkilöstömäärä (sis. asiamiehet)

2012-2015

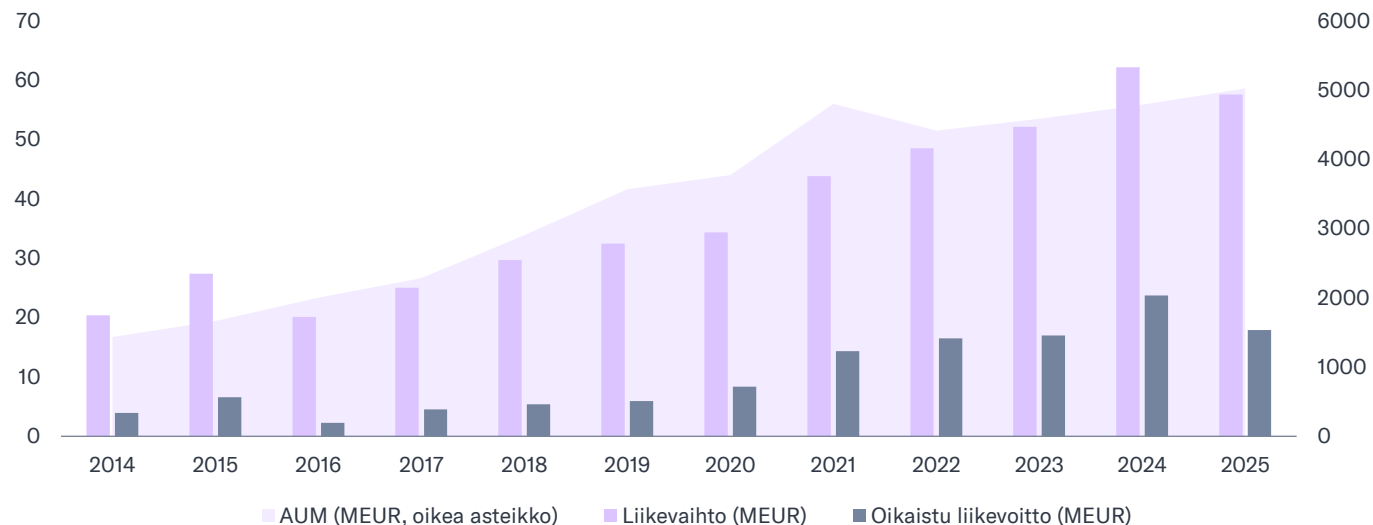
- Laajentuminen reaaliomaisuustuotteisiin yrityskaupoilla
- Investointipankin perustaminen
- Transaktiovetoisen liiketoiminnan osuus hallitseva, etenkin strukturoidut tuotteet ja välitys merkittävät liiketoiminnot
- Listautuminen First North-markkinapaikalle vuonna 2014

2016-2019

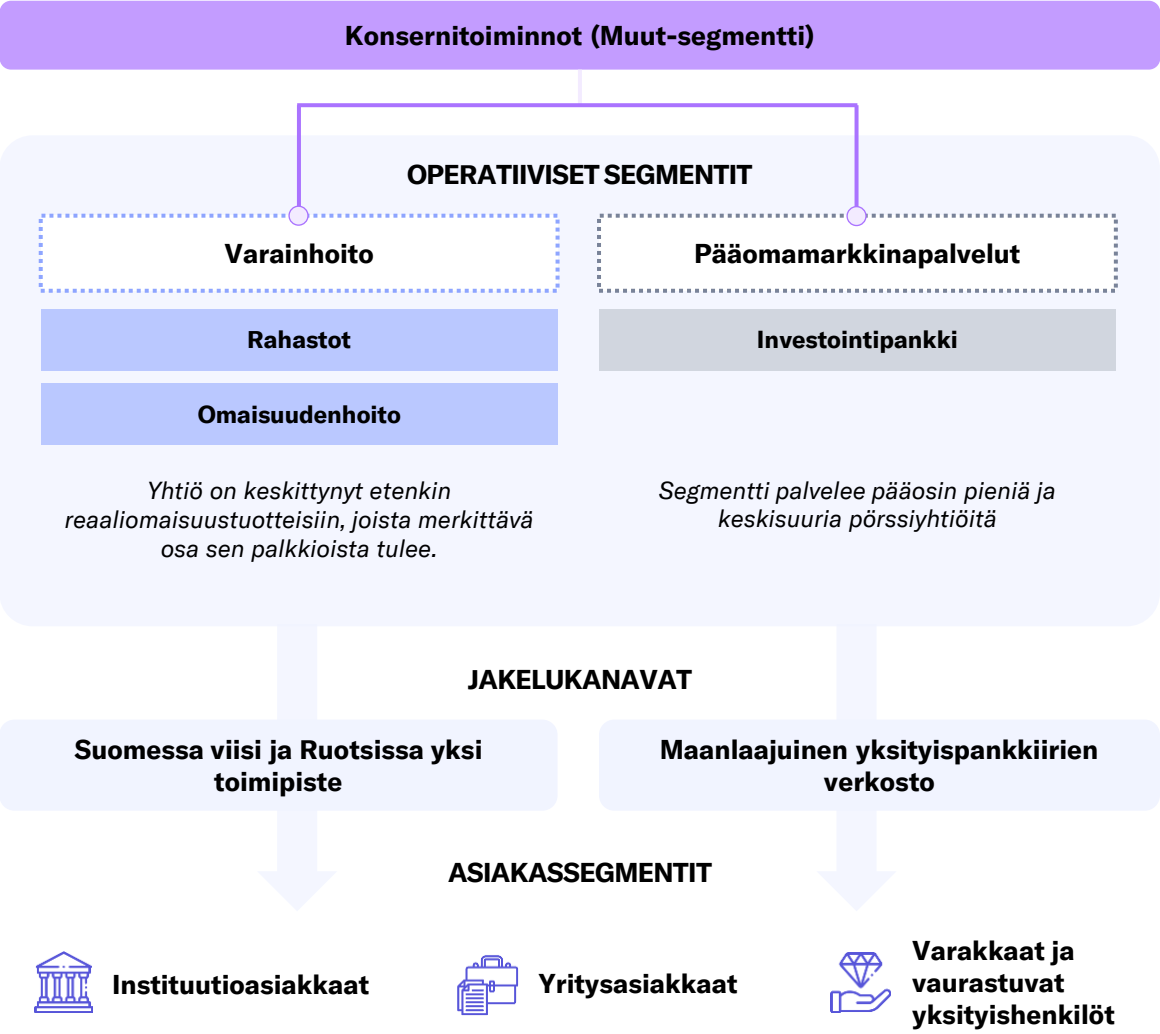
- Rahastopääomien ja jatkuvien palkkiotuottojen määrätietoinen kasvattaminen
- SPL-yrityskaupalla valtakunnalliseksi toimijaksi ja myyntivoiman merkittävä kasvu
- IT-investoinnit skaalautuvuuden mahdollistamiseksi
- Ruotsin investointipankin divestointi

2020-

- Tulos seuraavalle tasolle tuottopalkkioiden ja orgaanisen kasvun vetämänä
- Strategiana jatkuvien palkkiotuottojen kasvu ja jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuusparannus
- Varainhoitopalveluissa jalansija vahvistunut merkittävästi
- Varainhoidon asteittainen kansainvälistäminen
- IFRS-raportointiin ja päälistalle siirtyminen



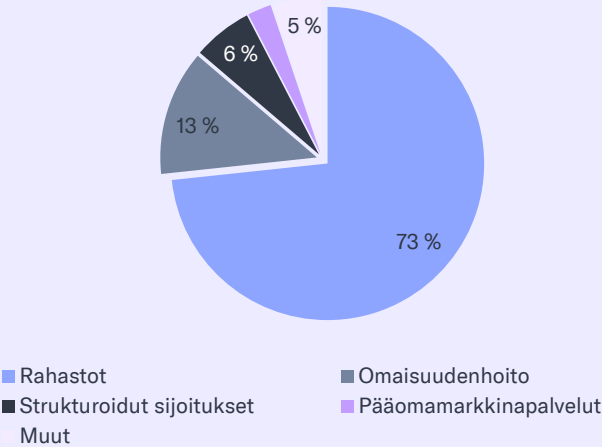
Yhtiökuvaus



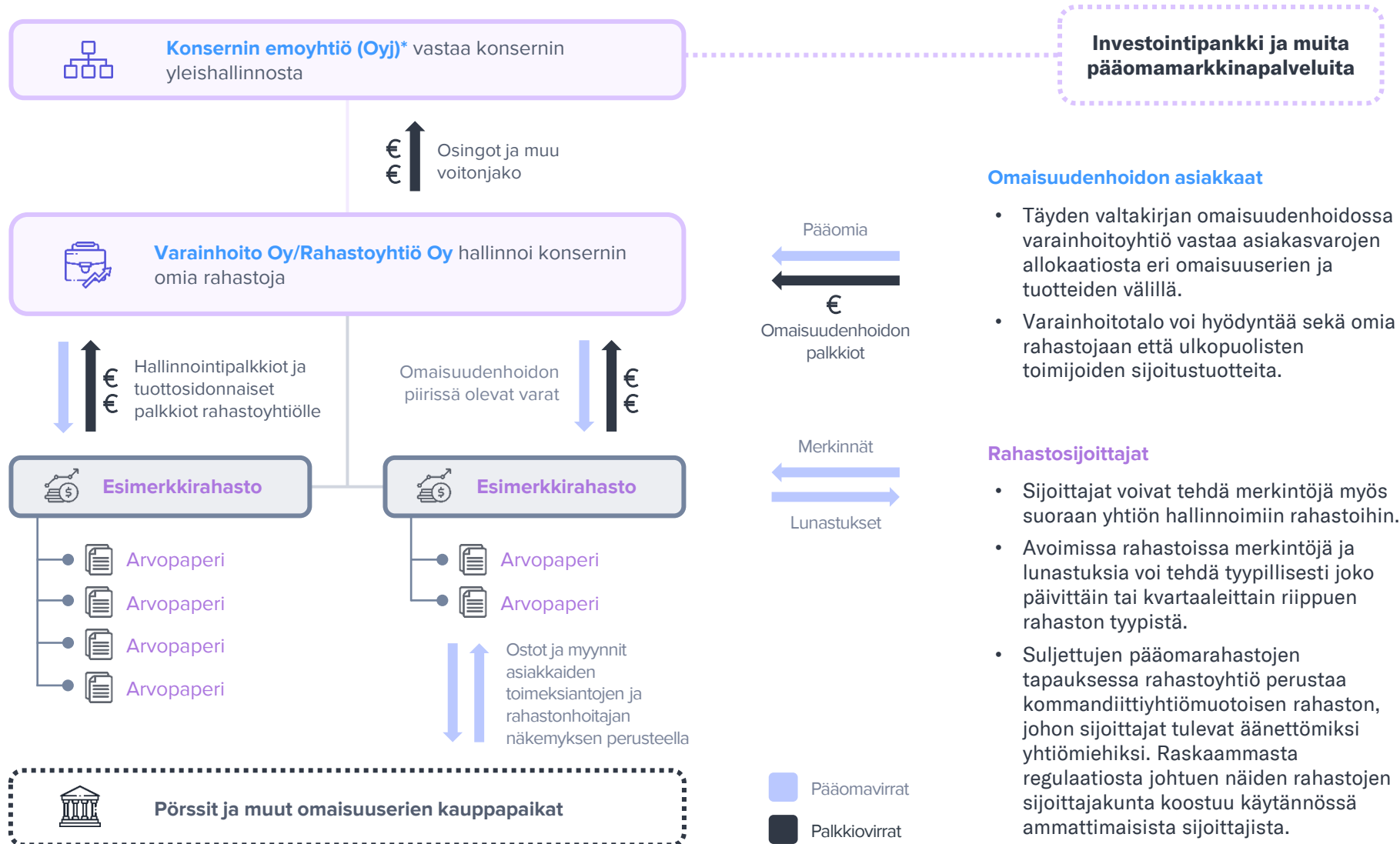
UB

-  Hallinnoitava varallisuus yhteensä 5,2 mrd. euroa (2025).
-  Reilu kolmannes AUMista sijoitettu reaaliomaisuustuotteisiin (listattu ja listaamaton).
-  Asiakaskunnassa yhtiö fokusoitunut etenkin varakkaisiin yksityishenkilöihin kotimaassa
-  Varainhoidon osuus konsernin liikevaihdesta yli 90 %. Varainhoito-segmentin sisällä rahastoliiketoiminta tuo selvästi suurimman osan palkkiotuotoista.

Liikevaihdon jakauma (2025)

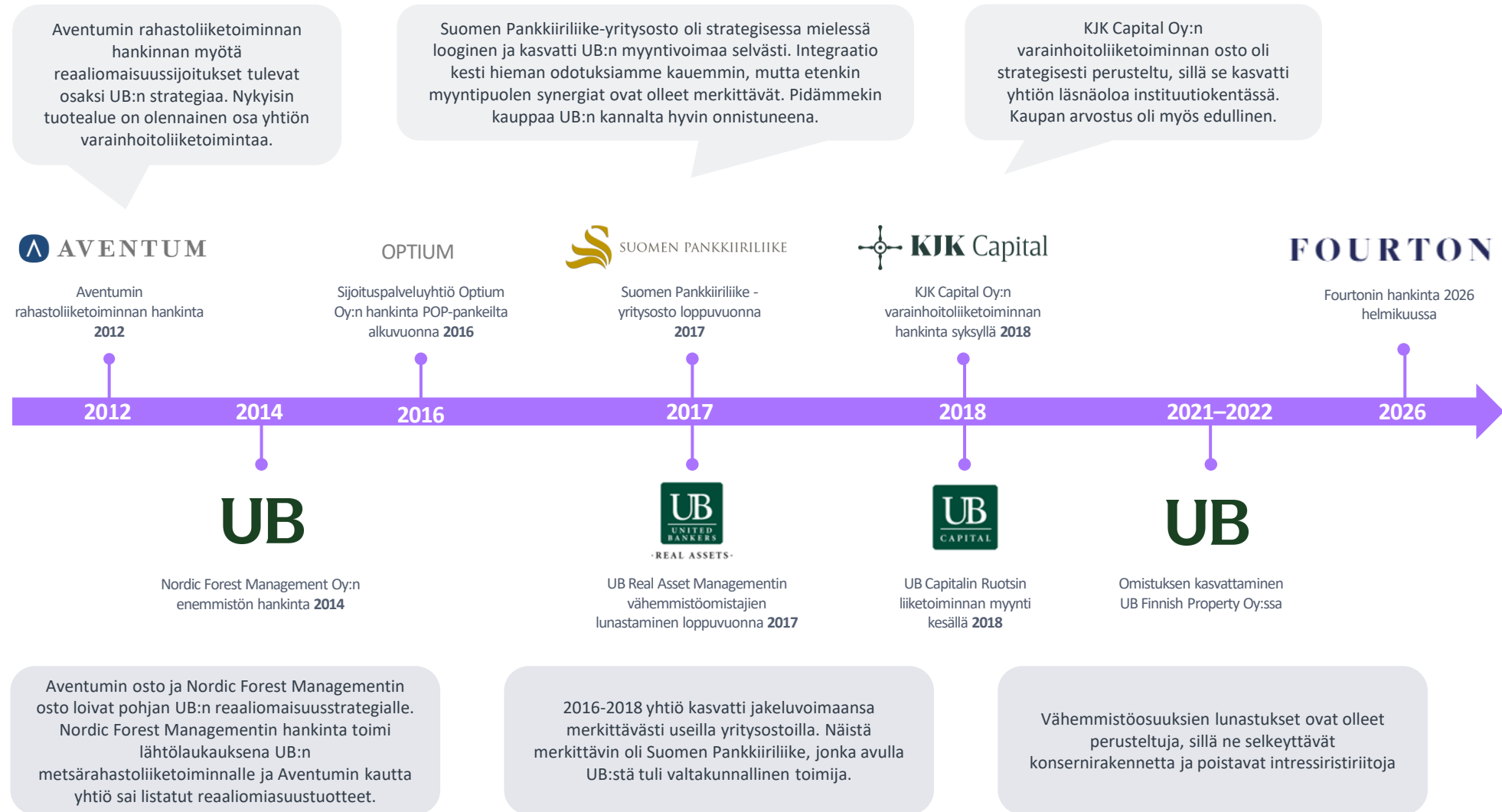


Varainhoidon liiketoimintamalli yksinkertaistettuna



*Huom: Kuvion on tarkoitus havainnollistaa tyypillistä varainhoitopalvelun liiketoimintamallia eikä se siten huomio esimerkiksi UB:n täsmällistä konsernirakennetta.

Yritysjärjestelyt



Omistusrakenne

Selkeät ankkuriomistajat

United Bankersin suurimmat omistajat ovat valtaosin yhtiön perustajia ja/tai avainhenkilöitä. Kolme suurinta omistajaa ovat Carl-Gustaf Von Troil (Ov Castor-invest Ab) ja Rasmus Finnilä (Jarafi Oy), sekä Suomen Pankkiiriliikkeen oston myötä mukaan tullut Antti Asunmaan osittain omistama yhtiö Amos Partners Oy. Lisäksi kymmenen suurimman omistajan joukossa on muita avainhenkilöitä mm. nykyinen hallituksen puheenjohtaja Patrick Anderson (Bockholmen Invest Ab) sekä omaisuudenhoidon vetäjä Jani Lehti (J. Lehti & Co Oy).

Yhtiö halutaan säilyttää itsenäisenä

Arviomme mukaan United Bankersin pääomistajien päätöksentekoa ohjaa ensisijaisesti omistaja-arvon kehitys pitkällä aikajänteellä. Näkemyksemme mukaan yhtiön pääomistajat arvostavat korkealle myös yhtiön itsenäisyyttä. Mikäli olemme tulkinneet oikeassa, rajaa tämä selvästi yhtiön yritysjärjestelytodennäköisyyksiä, sillä uskomme UB:n haluavan olla niissä selvästi kuskin paikalle. Esimerkiksi koko yhtiön myyntiä pidämme hyvin epätodennäköisenä.

Johdon, hallituksen ja työntekijöiden omistus erittäin korkealla tasolla

Johtoryhmällä sekä hallituksella on merkittäviä omistuksia UB:ssä, jotka olemme listanneet viereisessä taulukossa. Yhtä jäsentä lukuun ottamatta kaikilla johtoryhmäläisillä on merkittävät omistuosuudet yhtiössä, ja lisäksi johtoa on sitoutettu kannustinohjelmilla. Pidämme tätä luonnollisesti positiivisena, sillä se vahvistaa johdon ja osakkeenomistajien yhteisiä intressejä.

Henkilöstön omistus yhtiössä on myös laajaa. UB on järjestänyt 2019 ja 2024 laajat henkilöstö ja sidonnaisasiamiesannit, ja lisäksi avainhenkilöitä on sitoutettu myös osake- ja optiojärjestelmien kautta laajasti. Kokonaisuutena henkilöstö ja hallitus omistavatkin UB:stä noin 55 %, mikä on seuraamistamme sijoituspalveluyhtiöistä korkein taso.

UB on käynyt viime vuosina läpi asteittaista ”sukupolvenvaihdesta”, kun osa vanhoista avainhenkilöistä on jäänyt yhtiön toiminnasta sivuun, tai heidän roolit ovat pienentyneet. Uskomme tämän sukupolvenvaihdon jatkuvan myös tulevina vuosina mm. eläköitymisten kautta. Mielestämme UB:n olisikin ensiarvoisen tärkeää tukea tätä ”sukupolvenvaihtumista” avokätisillä sitouttamisohjelmilla (mm. henkilöstöannit sekä optio-ohjelmat), jotta myös uudet tekijät on sitoutettu yhtiön kehitykseen riittävän insentivein.

Suurimmat osakkeenomistajat 3/2026	Omistus-%
Oy Castor-invest Ab	11,6 %
Amos Partners Oy	10,2 %
Jarafi Oy	10,1 %
Bockholmen Invest Ab	5,0 %
J. Lehti & Co Oy	4,5 %
Olsio Tom Henrik Wilhelm	4,1 %
Jouhki Marina	3,5 %
Linder Corinne Sophie	2,6 %
Linder Cassandra Marie	2,6 %
Linder Christoffer Magnus	2,6 %

Johdon osakeomistukset	Osakkeet	Rooli
Patrick Anderson (Bockholmen Invest Ab)	552061	HPJ
Rasmus Finnilä (Jarafi Oy)	1111000	Hallitus
Lennart Robertsson Lennart (Interfagervik ab)	13360	Hallitus
Rainer Häggblom	114086	Hallitus
Tarja Pääkkönen	10342	Hallitus
Eero Suomela	10000	Hallitus
Elisabeth Dreijer Von Sydow (Seablite Ab)	2240	Hallitus
Jani Lehti (J. Lehti & Co Oy)	490500	Johto
Timo Ronkainen (Oy Ottiger Ab)	250118	Johto
Inka Noramaa	90771	Johto
John Ojanperä	73112	Toimitusjohtaja
Jukka Rasku	23929	Johto
Jarkko Saukkola	18132	Johto
Katri Nieminen	14875	Talousjohtaja
Perttu Purhonen	2000	Johto

Varainhoito 1/6

Varainhoito muodostaa konsernin ytimen

Varainhoito on United Bankersin ydinliiketoiminta vastaten käytännössä koko konsernin markkina-arvosta. Yhtiö on varainhoidossa profiloitunut reaaliomaisuussijoittamisen osajana, ja siellä etenkin metsäsijoittamisessa. Yhtiön tuotetarjonta kattaa lähes kaikki omaisuusluokat sekä palvelut sisältäen mm. rahastot, omaisuudenhoidon, strukturoidut sijoitukset sekä välityksen. Yhtiötä voidaan kutsua täyden palvelun varainhoitotaloksi. Yhtiö on Suomessa keski-suuri varainhoitaja ja se työllistää noin 190 ihmistä (sisältäen asiamiehet).

UB on nostanut profiiliaan kotimaisessa varainhoitokentässä merkittävästi viimeisen 10 vuoden aikana. Vielä 10 vuotta sitten, yhtiö oli varainhoitokentässä hyvin pieni tekijä, mutta on noussut relevantiksi haastajaksi, mistä osoituksena yhtiön viime vuosien menestys SFR:n instituutiotutkimuksessa (2025 keski-suurten yhtiöiden sarjan voitto). Myös yhtiön työnantajamielikuvaa on parantunut oleellisesti viime vuosina, mikä näkyy nimekkäinä rekrytointina.

Asiakassegmentit

United Bankers palvelee laajasti eri kohderyhmiä. Näkemyksemme mukaan yhtiön tärkein kohderyhmä ovat yksityisasiakkaat, ja arviomme mukaan merkittävä enemmistö hallinnointipalkkioista tulee juuri varakkailta yksityishenkilöiltä.

Private Banking –asiakkaille (sijoitettava varallisuus korkeintaan muutaman satatuhatta) UB tarjoaa pääasiassa omia tuotteitaan. Yhtiö palvelee asiakkaita myyntikonttorien sekä OmaUB-digialustan kautta.

Varakkaille yksityishenkilöille UB tarjoaa pääasiassa suoria sijoituksia ja täyden valtakirjan salkunhoitoa. Täyden

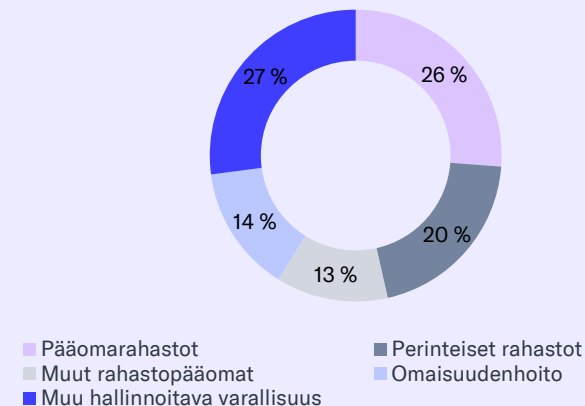
valtakirjan salkunhoidossa yhtiö hyödyntää reaaliomaisuuden osalta pääosin omia tuotteitaan ja perinteisissä omaisuuslajeissa yhtiö hyödyntää sekä omia rahastojaan että ulkopuolisten palveluntarjoajien ETF-rahastoja UB 360 –konseptillaan. Tämä on UB:n tärkein yksittäinen segmentti, ja täällä sen kilpailupositio on vahvistunut selvästi viime vuosien aikana vahvojen rekrytointien ja terävöitetyn palvelumallin myötä.

Erittäin varakkaat yksityishenkilöt (UHNW), on luonnollisesti yhtiön selvästi pienin asiakassegmentti, kun myös koko markkina on varsin rajallinen. Tämä segmentti on luonteeltaan jo hyvin lähellä instituutiovarainhoitoa, sillä asiakkaiden salkkukoot vastaavat instituutioita. UB on panostanut tämän segmentin palvelukokemukseen muun muassa vuonna 2018 perustetun Private Investment Office -palvelukonseptin avulla.

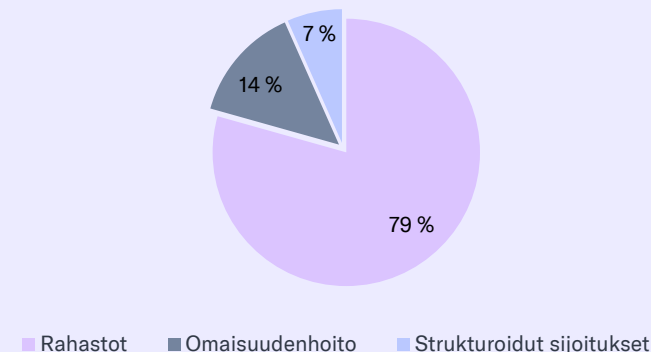
Instituutioasiakkaille UB tarjoaa pääasiassa pääomarahastoja sekä reaaliomaisuustuotteita. Myös instituutioiden kokonaisvaltaisessa varainhoidossa UB:n jalansija on parantunut viime vuosien aikana, joskin yhtiö on täällä edelleen selvästi haastajan asemassa.

Kansainvälinen myynti on ollut UB:n fokuksessa jo pidempään, ja yhtiöllä on Ruotsissa sivuliike. Kansainvälisille instituutioille yhtiö tarjoaa muiden kotimaisten varainhoitajien tapaan yksittäisiä keihäänkärkituotteita, UB:n tapauksessa lähinnä metsärahastoja. Yhtiö on käsityksemme mukaan onnistunut keräämään Ruotsista kohtuulliset määrät pääomaa sen metsärahastoihin. Keski-Eurooppa on ollut yhtiölle toinen selkeä panostuksen kohde viime vuosina, mutta sieltä tulokset ovat jääneet vielä laihoiksi. Uskomme, että yhtiö tulee jatkossa laajentamaan tuotetarjontaansa KV-puolella myös metsärahastojen ulkopuolelle.

Hallinnoitava varallisuus (2025)



Varainhoidon palkkiotuottojen jakauma (2025)



Varainhoito 2/6

Hallinnoitava varallisuus

Olemme jakaneet UB:n hallinnoitavan varallisuuden mallinnuksessamme 1) perinteisiin rahastoihin, 2) pääomarahastoihin, 3) muuhun rahastopääomaan, 4) omaisuudenhoidon alla olevaan hallinnoitavaan varallisuuteen sekä 5) muihin pääomiin. UB:n AUM ei sisällä tuplalaskentaa, ja yhtiö kirjaa aina pääomat ensisijaisesti rahastopääomaksi. Näin ollen, jos yhtiöllä esimerkiksi on täyden valtakirjan sopimuksen alla myös rahastoja, näkyy tämä rahastojen osuus rahastopääomissa.

Perinteiset rahastopääomat olivat 2025 lopussa noin 1050 MEUR, ja ne käsittävät UB Rahastoyhtiön rahastopääomat (pl. UB Metsä, UB Suomi Kiinteistöt- sekä UB Pohjoismaiset Liikekiinteistöt-rahastot). Arviomme mukaan UB:n perinteisistä sijoitusrahastoista saama keskimääräinen palkkiotaso on terve noin 0,6-0,8 %. Perinteiset rahastot ovat kasvaneet varsin hitaasti (5% p.a.), ja niiden nettomerkinnot ovat 2018-2025 välillä jääneet vaatimattomiksi, vaikka oikaisemme pois Vision ja Asilon siirtyneet pääomat. Arviomme mukaan tätä selittää yhtiön fokus vaihtoehtorahastoissa sekä omaisuudenhoidossa.

Pääomarahastojen hallinnoimat pääomat (NAV-perusteisesti) olivat 2025 lopussa noin 1350 MEUR, ja ne koostuvat 1) UB:n metsäomaisuuteen sijoittavista rahastoista (UB Nordic Forest Fund III & IV ja UB Metsä), 2) UB Uusiutuva Energia -rahastosta, 3) listaamattomien metsäteollisuusyritysten osakkeisiin sijoittavasta UB Forest Industry Green Growth -rahastosta sekä 4) kolmesta kiinteistörahastosta (UB Suomi Kiinteistöt, UB Pohjoismaiset Liikekiinteistöt, UB Asuntorahasto). Lisäksi yhtiö lanseerasi alkuvuodesta 2026 avoimen private equity rahaston. Pääomarahastot ovat UB:n hallinnoitavasta varallisuudesta ylivoimaisesti arvokkainta näiden houkuttelevasta palkkiorakenteesta johtuen, ja arviomme mukaan UB:n

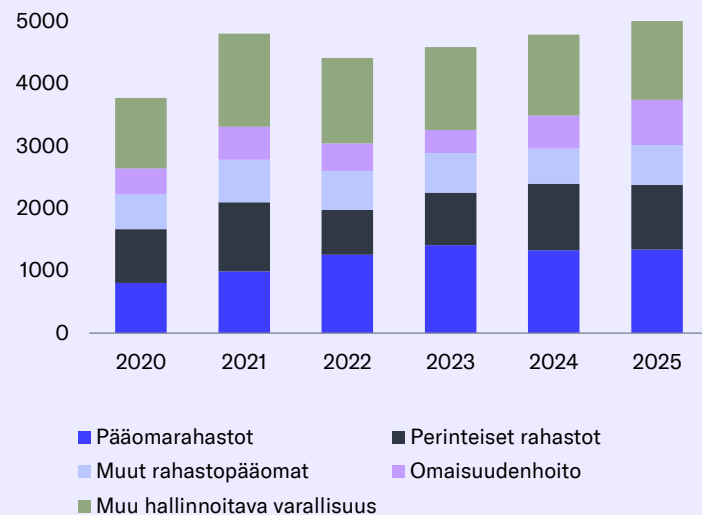
saama keskimääräinen palkkiotaso on vahvalla yli 1,0 %:n tasolla. Pääomarahastot ovat olleet UB:lle keskeinen kasvunmoottori, ja niiden keskimääräinen kasvu 2018-2025 välillä on ollut lähes 20 %/v. Suoritus on erittäin vahva, ja se heijastelee onnistunutta strategian toteutusta.

Muu rahastopääoma (2025: ~650 MEUR) koostuu KJK Capital-yritystoston mukana tulleesta hallinnoitavasta varallisuudesta sekä Omaisuudenhoidon tarjoamista kolmansien osapuolten rahastoista (mm. eQ). Tämän hallinnoitavan varallisuuden palkkiotaso on arviomme mukaan rahastopääomista heikoin, alle 0,5 %, sillä UB saa niistä pääosin vain jakelukatteen. UB ei aktiivisesti myy näitä tuotteita, ja hallinnoitavat varat ovatkin pysyneet viime vuodet paikallaan.

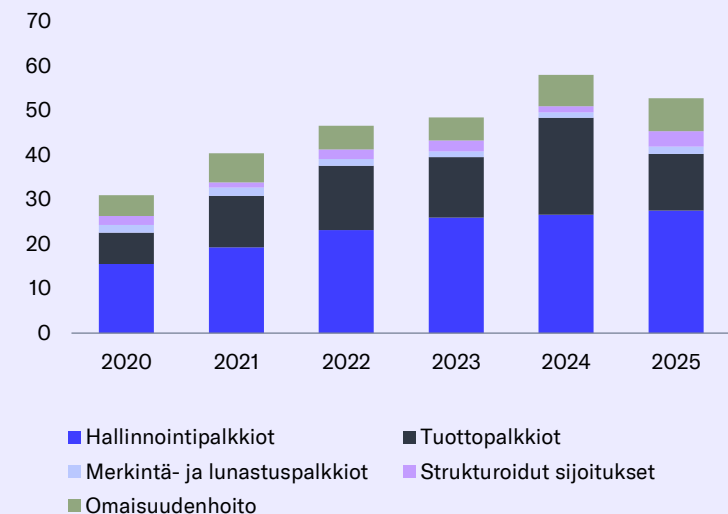
Omaisuudenhoidon alla olevat pääomat (2025: ~720 MEUR) koostuvat pääosin täyden valtakirjan varainhoidon piirissä olevista salkuista. Lisäksi erä sisältää myös vakuutusvaroja, joiden merkitys UB:lle on kuitenkin vähäinen. Arviomme mukaan UB:n omaisuudenhoidosta saama jatkuvien tuottojen palkkiotaso on keskimäärin noin 1 % ja se on kasvanut reippaasti viimeisen kahden vuoden aikana täyden valtakirjan myynnin erinomaisen vedon seurauksena. Huomautamme, että yhtiöllä on täyden valtakirjan alla yli miljardin euron varat, mutta osa näistä kirjautuu rahastopääomiin yhtiön AUM-laskennan mukaisesti.

Muut-erä (2025: ~1300 MEUR) koostuu käsityksemme mukaan pääosin asiakassäilytyksessä olevista osakkeista ja joukkolainoista sekä strukturoitujen sijoitustuotteiden positiioista. Näiden erien palkkiotuotot perustuvat transaktioihin, joten erän sisältämä pääoma ei käytännössä tuota lainkaan jatkuvaa tulovirtaa, ja kokonaisuutena palkkiotaso on matala. Nämä palkkiot näkyvät omaisuudenhoidon alla pl. strukturoidut sijoitukset.

Hallinnoitava varallisuus (MEUR)



Palkkiotuottojen jakauma (MEUR)



Varainhoito 3/6

Rahastot

Rahastot muodostavat valtaosan Varainhoito-liiketoiminnasta, ja rahastopalkkioiden osuus Varainhoidon kaikista palkkiotuotoista oli lähes 80 % vuonna 2025. Rahastojen palkkiotuotoista hallinnointipalkkioiden osuus oli noin 28 MEUR ja tuottosidonnaisten palkkioiden ~13 MEUR. Merkintä- ja lunastuspalkkioiden osuus oli noin 1 MEUR.

UB:n rahastotarjonta käsittää tällä hetkellä yhteensä 26 (22 avointa + 4 suljettua) rahastoa. Yhtiön rahastovalikoima pitää sisällään 1) perinteiset osake-, korko- ja yhdistelmärahastot, 2) listatut kiinteistö- ja infrarahastot, 3) listaamattomat kiinteistörahasot sekä 4) metsärahasot.

UB:n tavoitteena on ollut kasvattaa jatkuvaa kassavirtaa tuottavien rahastopääomien osuutta hallinnoitavasta varallisuudesta, ja yhtiön fokus onkin ollut erityisesti reaaliomaisuustuotteissa (mm. kiinteistö- ja metsärahasot). Vaikka rahastopääomat kokonaisuutena ovat kasvaneet alle 10 % vuodessa 2018-2025, on mix parantunut merkittävästi pääomarahastojen osuuden merkittävän kasvun myötä. Rahastojen hallinnointipalkkiot ovatkin kasvaneet samaan aikaan yli 15 %:lla vuodessa.

Rahastopääomien vahvan kasvun taustalla ovat olleet vahva pääomamarkkinakehitys, laajentuva tuotetarjonta, tuotteiden hyvät tuotot (etenkin metsässä) sekä myynnissä nähty selvä tasokorjaus. Myynnin tehokkuuteen vaikutti positiivisesti vuonna 2017 toteutettu SPL-yritysosto, joka vahvisti UB:n myyntikoneistoa. Viime vuosina UB:n rahastojen nettomyynti (huomioitu merkinnät ja lunastukset) on vaihdellut 50 MEUR:n ja reilu 300 MEUR:n välillä (5v keskiarvo ~200 MEUR), ja myynnin pääpaino on ollut instituutioasiakkaissa.

Tuottosidonnaiset palkkiot

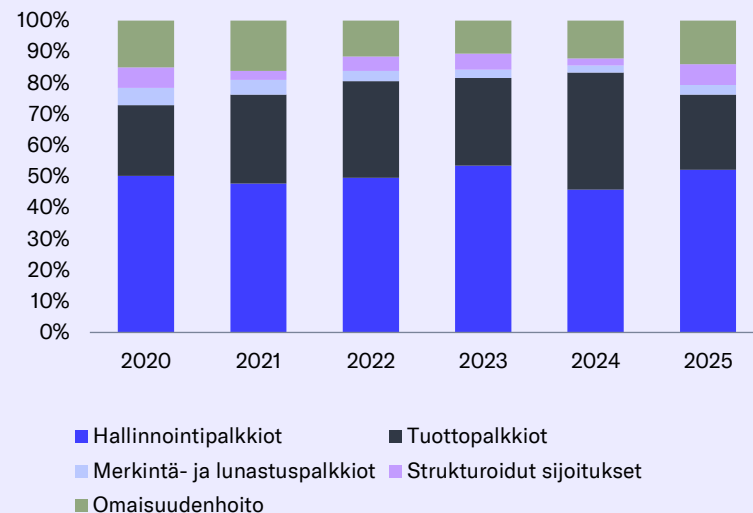
Tuottosidonnaiset palkkiot ovat merkittävässä roolissa UB:n tuloksessa. Viimeisen 5 vuoden aikana yhtiö on kirjannut tuottosidonnaisia palkkioita keskimäärin 15 MEUR:lla vuodessa. Tuottosidonnaiset palkkiot ovat tulleet pääosin metsärahasoista (suljetut ja avoin). Koska tuottopalkkiot tulevat vain yksittäisistä tuotteista, liittyy niihin luonnollisesti selkeää riskiä. Huomautamme kuitenkin, että avoimessa metsärahasotossa sekä Uusiutuvassa Energiassa on molemmissa käytössä kumulatiivisesti laskettava tuottopalkkio. Molemmat rahastot ovat kumulatiivisesti reippaasti aitakoron yläpuolella ja näin ollen molempien rahastojen tuottopalkkionäkymä on turvattu lähivuosille. Myös pidemmällä aikavälillä näkymä on laskentatavan johdosta vähintään kohtuullinen. Suljettujen metsärahasotjen osalta yhtiöllä on kirjattuna taseeseen noin 10 MEUR:lla tuottopalkkioita. Käsityksemme mukaan nämä liittyvät käytännössä täysin NFF 3-rahastoon, ja nämä palkkiot realisoituvat kassavirtana, kun rahasto aikanaan myydään.

Omaisuu denhoito

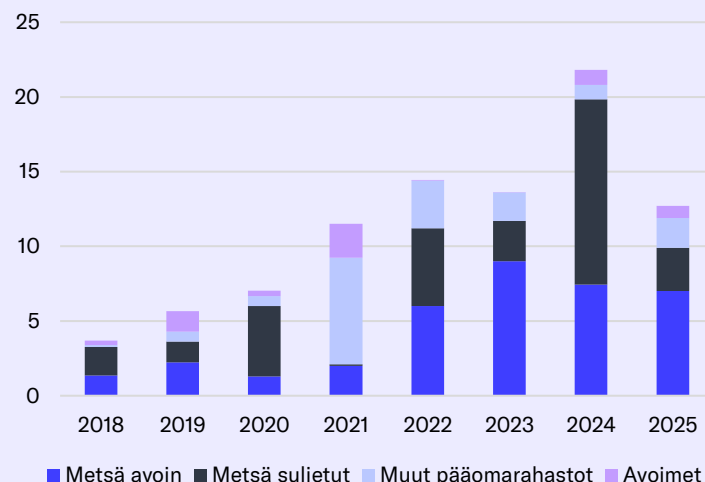
Omaisuu denhoidon palkkiotuotot vuonna 2025 olivat 7,4 MEUR eli noin 13 % Varainhoidon kaikista palkkiotuotoista. Omaisuu denhoidon liikevaihto koostuu pääosin täyden valtakirjan salkuista, ja se on kasvanut reippaasti viime vuosina. Käsityksemme mukaan enemmistö Omaisuu denhoidon palkkioista on luonteeltaan jatkuvaa.

UB:n omaisuu denhoitopalvelun ytimen muodostaa UB 360 – varainhoitokonsepti, jossa listattu markkina hoidetaan pääosin ETF:llä, ja salkkua täydennetään yhtiön omilla tuotteilla. Tapauksissa, joissa omaisuu denhoidon piirissä olevia varoja on sijoitettu UB:n omiin tuotteisiin, kirjataan omaisuu denhoidon palkkioihin vain varainhoidosta veloitetava palkkio. Alla olevista rahastoista perittävät palkkiot näkyvät rahastojen alla.

Palkkiotuottojen jakauma (MEUR)



Tuottosidonnaiset palkkiot (MEUR)



Varainhoito 4/6

OmaisuuDENhoidon myynti oli pitkään korkeintaan kohtalaista, mutta viime vuosien aikana yhtiö on saanut myynnin vetämään kunnolla. Taustalla on arviomme mukaan UB360-mallin hyvä track-record, yksityispankkiirien rekrytoinnit ja strategisen fokuksen lisääminen kohti varainhoitoa. OmaisuuDENhoidon liikevaihto onkin yhtiölle strategisesti vähintään yhtä tärkeää kuin rahastoista saatava liikevaihto, sillä se tarjoaa merkittävää myyntipotentiaalia myös tuotemyynnille pidemmällä aikavälillä.

Strukturoidut sijoitustuotteet

UB:n strukturoitujen tuotteiden tarjonta käsittää sekä osakepohjaiset että luottoriskisidonnaiset sijoitustuotteet. UB:n strukturoiduista sijoitustuotteista saamat palkkiotuotot olivat 3,5 MEUR vuonna 2025, mikä vastasi noin 6 % Varainhoidon kaikista palkkiotuotoista.

Strukturoidut tuotteet ovat siirtyneet UB:n strategiassa viimeisen 10v aikana selvään sivurooliin, ja nykyään niitä tehdään lähinnä silloin kun markkinatilanne tarjoaa houkuttelevia tilaisuuksia.

Myynti keskeinen ajuri osakekurssille

UB:n kannalta uusmyynti on yksittäinen tärkein mittari pitkän aikavälin menestyksen kannalta. UB raportoi itse tuotteidensa ja palvelujensa bruttomyyntiä, joka ei mielestämme anna erityisen hyvää kuvaa koko konsernin myynnistä. Bruttomyynti on viime vuodet pyörinyt varsin vakaana 500-600 MEUR:n tuntumassa, mutta todellisuudessa vuotuisten myyntisuoritusten ero on merkittävästi suurempi. Esimerkiksi 2021 noin 600 MEUR:n myynti johti jatkuvien palkkioiden merkittävään kasvuun, kun taas 2025 lähes vastaava myynti johti vain hyvin vaatimattomaan jatkuvien palkkioiden kasvuun.

Sijoittajien kannalta nettoluku olisi huomattavasti relevantimpi.

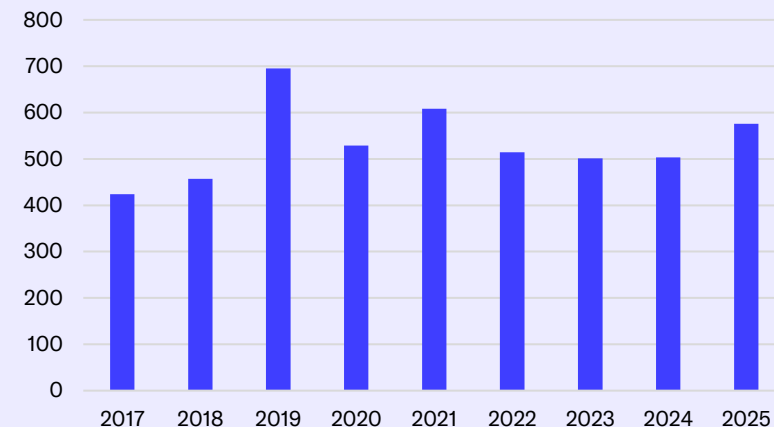
Yhtiön luvuista pystyy kuitenkin varsin selkeästi seuraamaan rahastojen sekä omaisuuDENhoidon nettomyyntiä, jotka ovat konsernin kannalta keskeiset kasvuajurit, niiden tuodessa leijonanosan yhtiön palkkioista. Näin ollen seuraamme mieluummin niiden myyntiä, sillä ne huomioivat myös myyntimixin.

UB:n myynti on historiassa ollut hyvin kotimaavetoista, ja yhtiö on saanut kansainvälistä (lähinnä ruotsalaista) pääomaa rajallisesti yksittäisiin tuotteisiin (etenkin metsään). UB:llä on kotimaassa maanlaajuinen myyntiverkosto. UB:lla on Suomessa myyntikonttorit viidellä paikkakunnalla, minkä lisäksi yhtiön jakeluverkostoa täydentävät myös yhteistyökumppaneiden (mm. POP-pankit) kanssa solmitut jakelusopimukset. POP-pankit toimivat pitkälti pienemmillä paikkakunnilla ja täydentävät siten hyvin UB:n omaa myyntiverkostoa. UB:llä on laskelmiemme mukaan Suomessa noin 50 myyjää, joista noin puolet toimii sidonnaisasiamiesmallilla. Lisäksi Ruotsissa yhtiöllä on kaksi myyjää. UB:n myynti on näkemyksemme mukaan vahvistunut merkittävästi viimevuosina johtuen hyvin onnistuneista rekrytoinneista. Yhtiön työnantajamielikuva on mielestämme parantunut oleellisesti suhteessa 5 tai 10v takaiseen, ja myös yhtiön palkkatasot ovat lähentyneet keskeisiä verrokkeja.

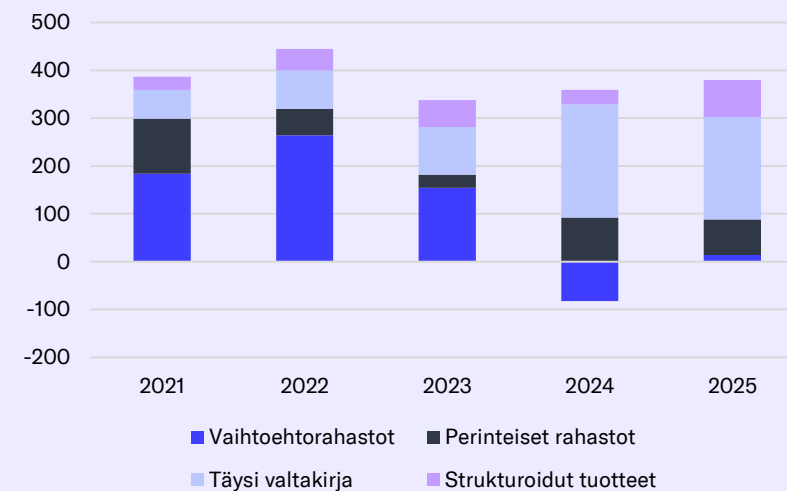
Uusmyynti laskenut selvästi huippuvuosista

Vaikka UB:n bruttomyyntinumerot eivät ole oleellisesti laskeneet, on yhtiön myynti todellisuudessa heikentynyt selvästi 2022 jälkeen korkojen nousun myötä. Korkojen nousu hyödytti pahoin vaihtoehtorahastojen myynnin, ja tämä on aiheuttanut selvän loven UB:n myyntiin. Täyden valtakirjan varainhoito on kasvanut hienosti, mutta se ei ole kyennyt paikkaamaan korkeakatteisten vaihtoehtotuotteiden laskua. Tämä näkyy hyvin yhtiön jatkuvien palkkioiden kasvussa, joka on hidastunut merkittävästi 2022 jälkeen.

UB:n raportoima bruttomyynti (MEUR)



Inderesin arvio nettomyyntistä (MEUR)*



*Vision ja Asilon poistuminen oikaistu numeroista, mutta metsärahastojen myynnit näkyvät nettomerkinnoissa miinuksena

Varainhoito 5/6

Uusmyynnin potentiaali

UB:n uusmyyntipotentiaalia arvioitaessa on myyntimix vähintään yhtä tärkeää kuin absoluuttinen euromäärä. Jatkuva kassavirta tuottava vaihtoehtoinen pääoma on monin verroin arvokkaampaa kuin kertapalkkiota tuottava strukturoitujen tuotteiden myynti.

Laskelmiemme mukaan UB:n pitäisi kyetä yli 500 MEUR:n nettomyyntiin jatkuviin kassavirtoihin perustuvissa tuotteissa. Pidemmällä aikavälillä potentiaalia on luonnollisesti enemmän, mutta se vaatii strategian onnistunutta toteuttamista, ja todennäköisesti läpimurtoa kv-markkinoilta.

Tärkein yksittäinen tuoteryhmä on luonnollisesti vaihtoehtorahastot eli ns. yhtiön keihäänkärkirahastot. Näihin laskemme avoimet kiinteistörahastot, metsärahasot (suljetut ja avoimet, PE-rahastot (avoin ja suljetut), FIGG ja Uusiutuva Energia. Näiden rahastojen potentiaalinen nettomyynti on näkemyksemme mukaan kestävästi yli 250 MEUR vuodessa, ilman suurempaa läpimurtoa KV-markkinalla. Yhtiö on yltänyt tälle tasolle vain kahdesti, vuosina 2019 ja 2022 kuumimpaan nollakorkaikaan. Huomautamme kuitenkin, että yhtiön tuotetarjonta on leventynyt näiden vuosien jälkeen, ja myös myyntivoima on kasvanut selvästi. Näin ollen näemmekin selvästi historiallista ja etenkin viime vuosien tasoa korkeamman tason kestävässä lähivuosina, kunhan vaihtoehtoisen markkinan vastatuuli helpottaa. Olemme jo aiemmin korostaneet, että yhtiön olisi ensiarvoisen tärkeä saada PE-rahastoille (avoin ja suljettu) positiivinen startti, sillä lyhyellä aikavälillä yhtiö kohtaa vastatuulta useissa tuoteryhmissä. Olemme sivupalkin taulukossa hahmotelleet eri vaihtoehtotuotteiden näkymiä pitkällä ja lyhyellä aikavälillä. Lyhyellä aikavälillä yhtiön uusmyynti on pitkälti Metsän sekä PE:n harteilla.

Arviomme mukaan täydessä valtakirjassa yhtiöllä on

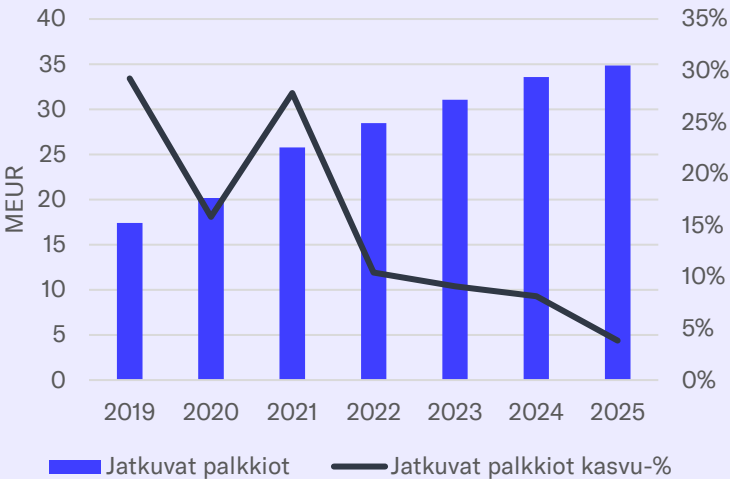
lähivuosina kaikki edellytykset myydä palvelua yli 200 MEUR:lla vuodessa, sillä viimeisen kahden vuoden aikana yhtiö on saanut täällä erinomaisen vauhdin päälle. Huomautamme, että viimeisen kahden vuoden myynti on saanut varmuudella tukea siitä, kun rekrytoidut pankkiirit ovat tuoneet asiakassalkkuja mukanaan kilpailijoilta.

Perinteisten rahastojen uusmyynti on 2017-2025 ollut vaisuhkoa. Tätä selittää pääosin yhtiön fokus vaihtoehtoiisiin sijoitustuotteisiin. Myös yksittäisten rahastojen siirtymiset pois yhtiön hallinnasta (Visio sekä Asilo) painaa numeroita, vaikka niiden palkkiovaikutus onkin pienempi. Uskomme uusmyyntipotentiaalissa olevan selvästi historiallista tasoa korkeampi, ja tätä tukee tuotetarjonnan laajentaminen 2025 aikana (Fourton yrityskauppa ja Megatrendit -rahasto). Arviomme mukaan yhtiöllä pitäisi olla kaikki edellytykset myydä omia rahastoja noin 100 MEUR:lla vuodessa, mutta se vaatii arviomme mukaan organisaatiolta aiempaa enemmän panostuksia tähän.

Hahmottelemallamme potentiaalilla UB:n vuotuinen jatkuvien palkkioiden kasvu olisi 5-6 MEUR:n tuntumassa, joka tarkoittaisi puolestaan noin 15 %:n jatkuvien palkkioiden kasvua vuodessa. Luonnollisesti reipas uusmyynti kasvattaisi myös tuottopalkkioiden potentiaalia, sillä valtaosassa vaihtoehtorahastoja on merkittävät tuottopalkkiokomponentit mukana.

Kokonaisuutena näemme UB:llä merkittävää kasvupotentiaalia kotimaisessa varainhoitokentässä, ja sen kokoluokka ei rajoita kasvua. Yhtiöllä on merkittävää kasvupotentiaalia jo sen ydinkohderyhmässä, mutta myös instituutioissa sekä kv-markkinoilla. Kysymys onkin mielestämme ennen kaikkea yhtiön kyvystä saada sen myyntikone jälleen pyörimään sen potentiaalisen mukaisella tasolla. Luonnollisesti tässä auttaa myös vaihtoehtorahastojen markkinatilanteen elpyminen.

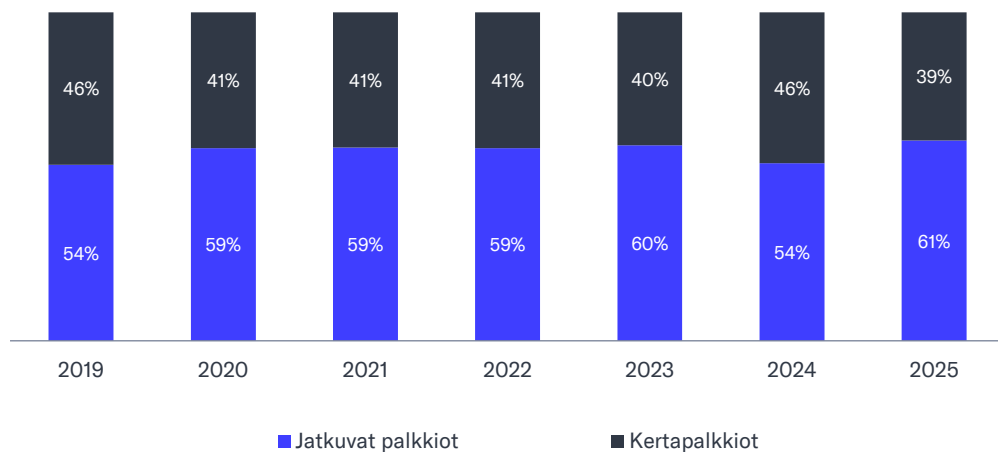
Jatkuvien palkkioiden kasvu



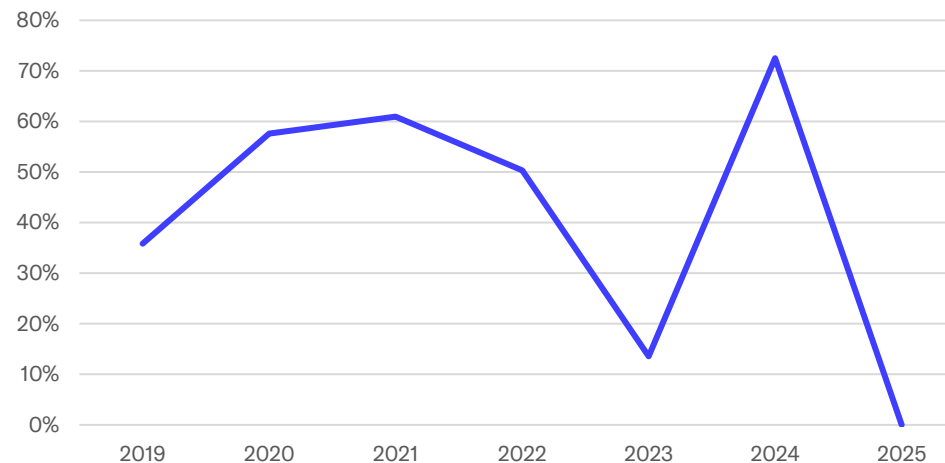
Rahastojen myyntinäköymät	Lyhyt aikaväli	Pitkä aikaväli
Kiinteistörahastot	1	3
Metsä	3	5
Uusiutuva Energia	2	4
FIGG	1	3
PE	3	4
Skaala 1-5 (1 hyvin heikko, 5 erittäin vahva)		
Inderes arvio		

Varainhoidon yleiskuva

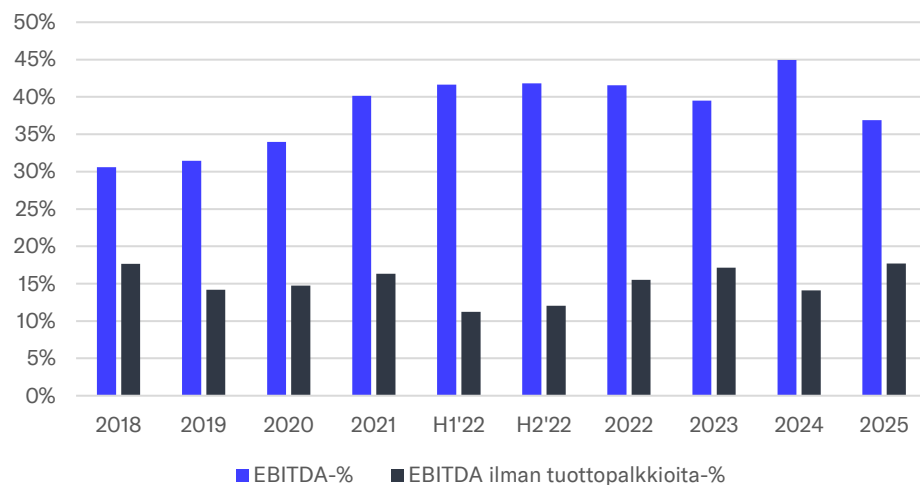
Palkkioiden jakauman kehitys



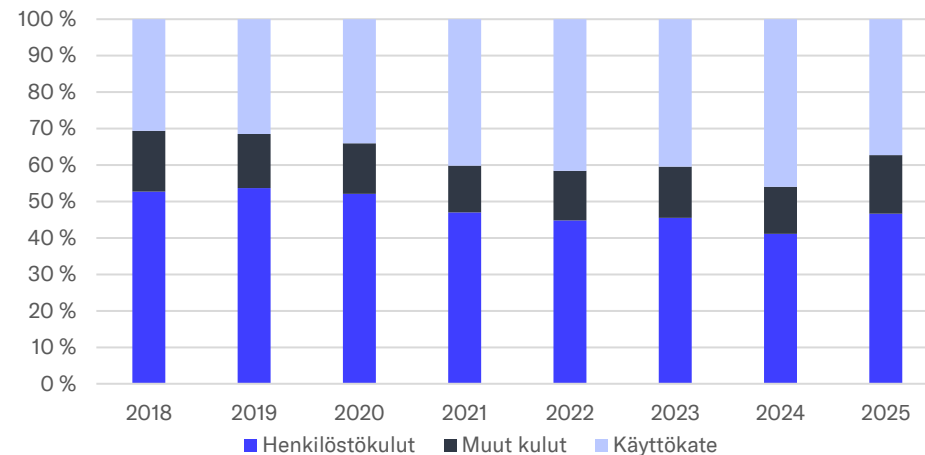
Varainhoidon tulosvipu (2025 tulokasvu negatiivinen)



Varainhoidon kannattavuus-%



Varainhoidon kulurakenne



Varainhoito 6/6

Varainhoidon kulurakenne

Varainhoidon kulurakenne on toimialalle tyypillisesti varsin kiinteä ja merkittävimmän kuluerän muodostavat henkilöstökulut. UB:n palveluksessa oli 2025 lopussa 165 työntekijää ja 26 sidonnaisasiamiestä. Yhtiö ei avaa henkilöstön jakaumaa segmenteittäin, mutta arviomme mukaan merkittävä enemmistö (+150 + kaikki asiamiehet) työskentelee Varainhoidossa.

Vuonna 2025 Varainhoidon henkilöstökulut olivat yhteensä noin 20,1 MEUR, ja arviomme mukaan keskimääräinen henkilöstökulu on noin 130 TEUR/vuosi. Taso on lievästi alle keskeisten verrokkien, mitä selittää arviomme mukaan työntekijöiden jakauma (enemmän henkilökuntaa tukifunktioissa) sekä korkea henkilöstöomistus (konsernitason vertailu s. 15-16).

Varainhoidon muut kulut koostuvat pääasiassa sidonnaisasiamiehille ja muille jakelukumppaneille maksettavista palkkiokuluista (2025: 5,1 MEUR), hallintokuluista (2025: 8,7 MEUR) ja poistoista. Poistot yhtiö raportoi vain konsernitason, ja niiden määrä oli vuonna 2025 noin 3,1 MEUR. Mikäli nämä jyvitetäisiin operatiivisille segmenteille (Varainhoito ja Pääomamarkkinapalvelut) liikevaihdon suhteessa, Varainhoidon poistotaso olisi noin 3,0 MEUR. Yhtiön vuosipoistot ovat suhteellisen korkeat aineettomien hyödykkeiden korkeasta määrästä johtuen. Aineettomien hyödykkeiden korkean poistomassan taustalla ovat historiassa toteutetuista yritysjärjestelyistä syntyneet asiakassuhteiden poistot (PPA-poistot) ja IT-järjestelmien poistot.

UB Varainhoidon kannattavuus (2025: EBITDA-% 37 %) on ollut säilynyt 35-40 %:n tuntumassa 2020-2025 välillä. Taso on mielestämme jo varsin hyvä, vaikka näemmekin siinä edelleen selvää parantamispotentiaalia. Varainhoitajien

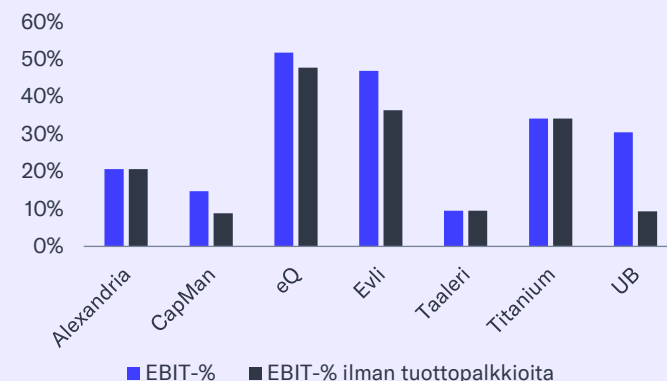
kanssa vertailukelpoista liikevoittolukua voidaan taas haarukoida allokoimalla konsernikuluja ja poistoja suunnilleen liikevaihdon suhteessa. Näin laskettu liikevoittomarginaali on viime vuosina liikkunut 30-35 %:ssa.

Keskeinen haaste kannattavuudessa liittyy edelleen tuottosidonnaisiin palkkioihin. Vaikka UB on onnistunut kasvattamaan jatkuvien tuottojen osuutta viime vuosina selvästi, näyttelevät tuottosidonnaiset palkkiot yhtiön kannattavuudessa edelleen merkittävää roolia. Oikaisemalla tuottosidonnaiset palkkiot pois tuloksesta olisi Varainhoidon liikevoittomarginaali vain ~10 %. Vaikka laskelma ei olekaan täysin johdonmukainen bonusten joustamattomuuden osalta, on jatkuvan liiketoiminnan kannattavuus silti edelleen varsin vaisulla tasolla. Jatkuviin tuottoihin pohjautuvan kannattavuustason parannus onkin Varainhoidon arvon kehityksen kannalta täysin keskiössä.

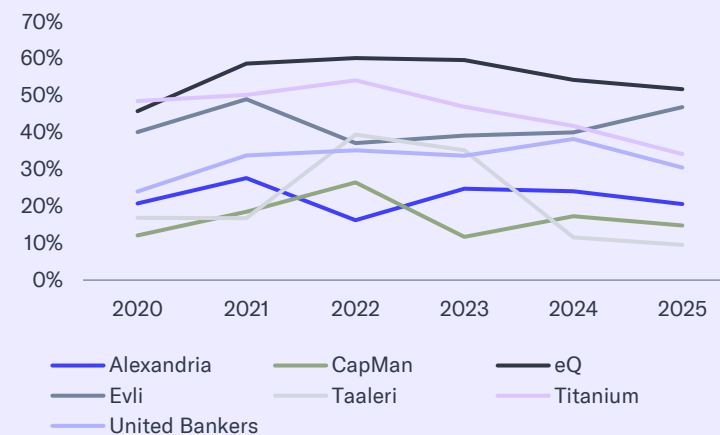
Skaalautuvuudessa vielä potentiaalia

Liiketoiminnan tulosvipu on kiinteästä kulurakenteesta johtuen merkittävä, mikä on heijastunut Varainhoidon viime vuosien lukuihin: vuodesta 2018 vuoteen 2024 asti Varainhoidon liikevaihdon kasvusta noin 50 % on valunut läpi käyttökatteeseen. Taso on mielestämme kohtuullinen, mutta kalpenee sektorin kärkiyhtiöille selvästi, missä tulosvivut ovat olleet 70-100 %:n välillä jatkuvasti. Yhtiön kiinteät kulut ovat kasvaneet jatkuvasti, kun yhtiö on laajentanut tuotetarjontansa ja kasvattanut myyntivoimaansa. Yhtiöllä pitäisikin olla edellytykset nostaa Varainhoitonsa kannattavuus vielä selvästi nykytasolta, etenkin mikäli tuottopalkkiot säilyvät korkealla tasolla. Tämä korkeampi tulosvipu on mielestämme realismia parin vuoden tähtäimellä, kun yhtiön myynti kiihtyy nykyisestä ja nyt tehtävät kasvuinvestoinnit on tehty.

Varainhoitoliiketoimintojen kannattavuudet (2025e)*



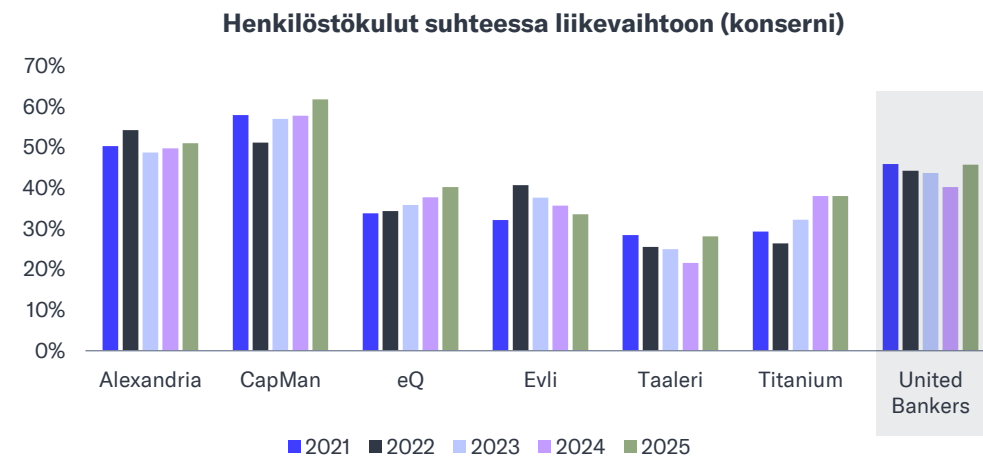
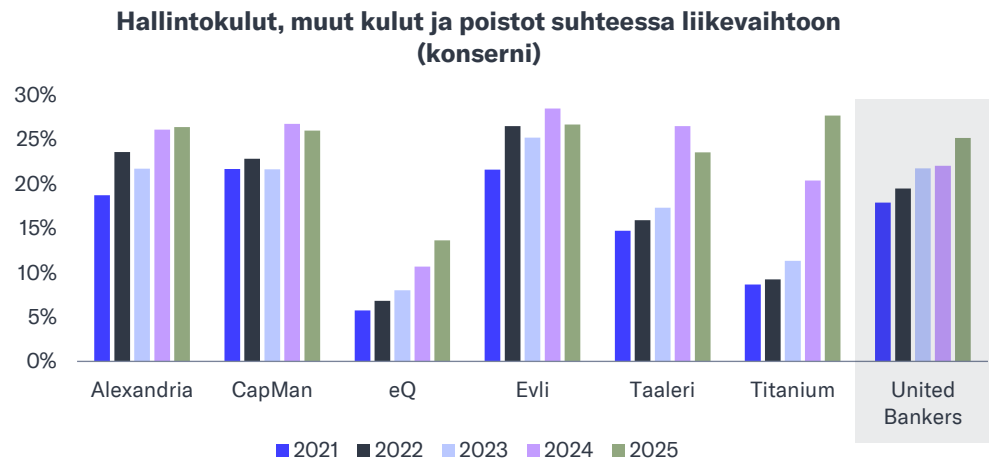
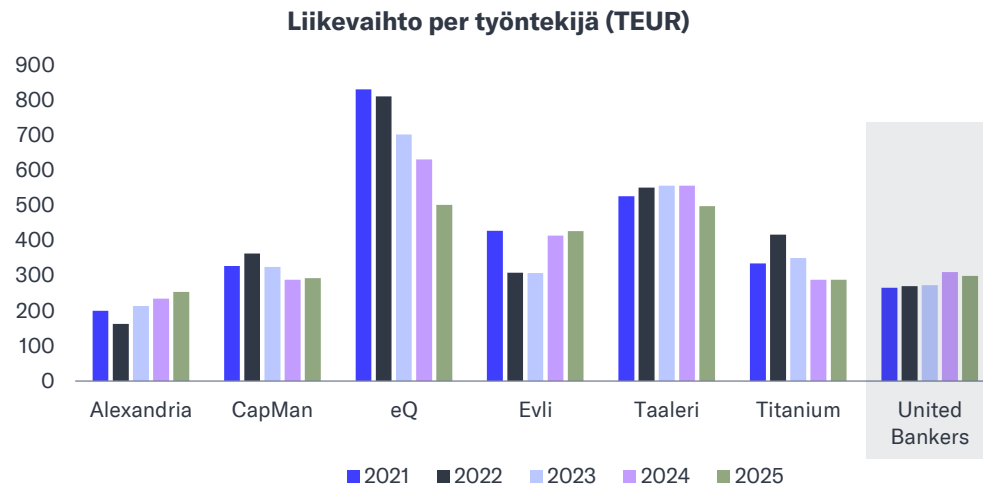
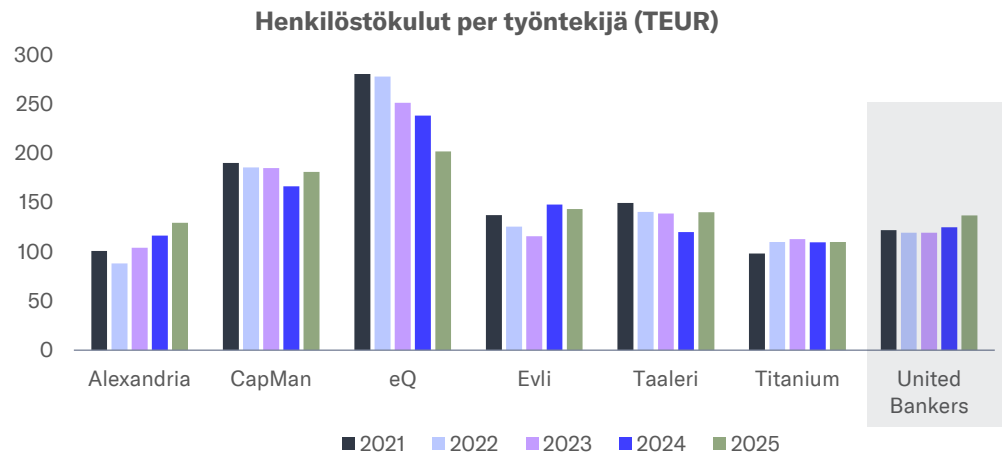
Varainhoitoliiketoimintojen EBIT-%



*Inderesin huomiot:

- UB:n Varainhoidon kannattavuus rasiattu konsernikuluilla sekä poistoilla
- Titanium, CapMan & Alexandria konsernitason ilman liikearvo sekä PPA-poistoja
- CapManilla huomioita konsernikulut
- eQ:n Varainhoitoa rasiattu konsernikuluilla
- Evlin kannattavuus huomioi konsernin allokaatiot
- Taalerin kannattavuus rasiattu konsernin kuluilla. Taalerilla tuottopalkkioiksi laskettu myös Pääomarahastojen sijoitustuotot

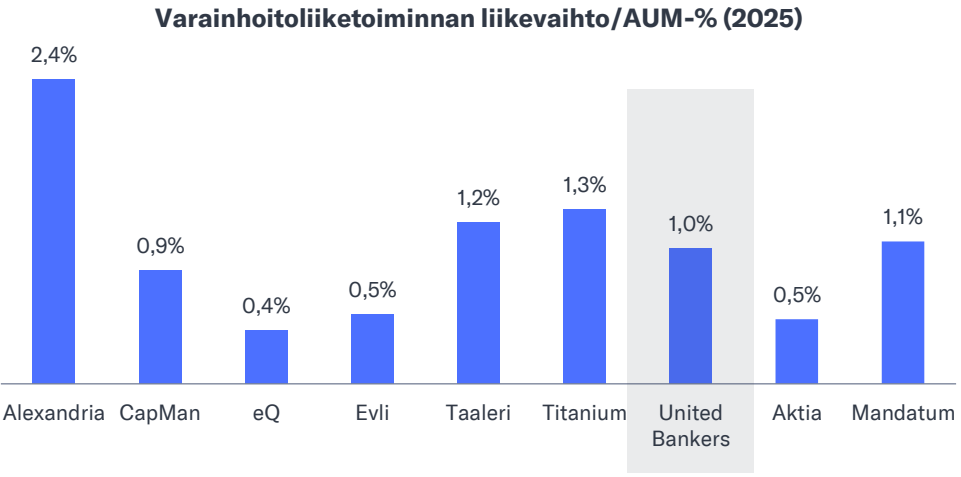
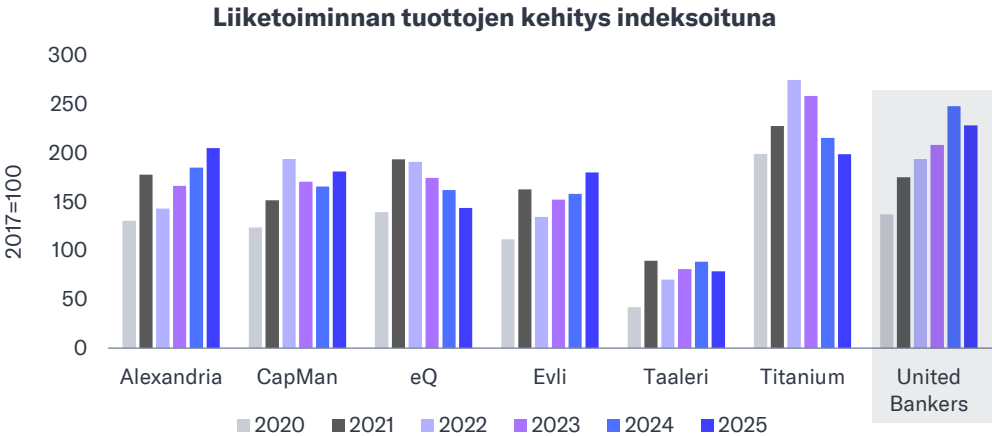
UB suhteessa listattuihin varainhoitajiin 1/2



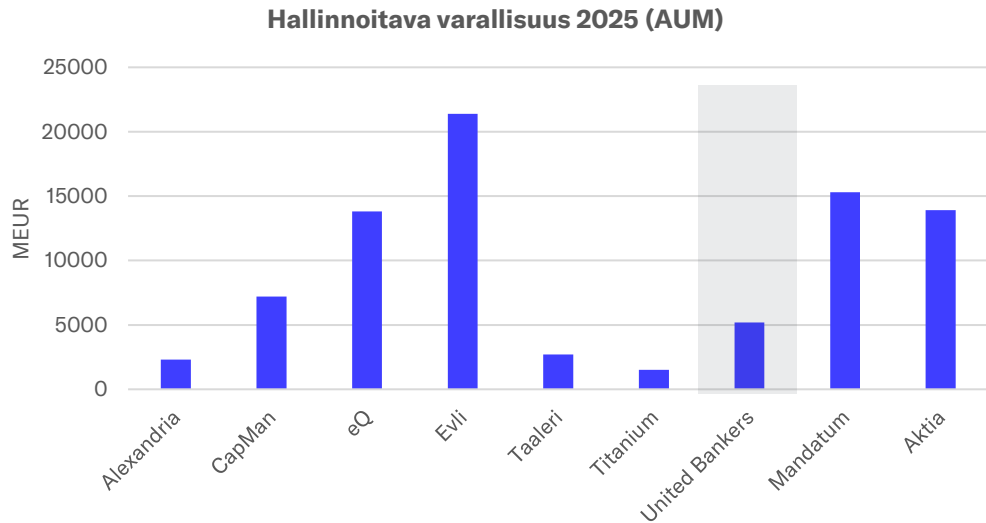
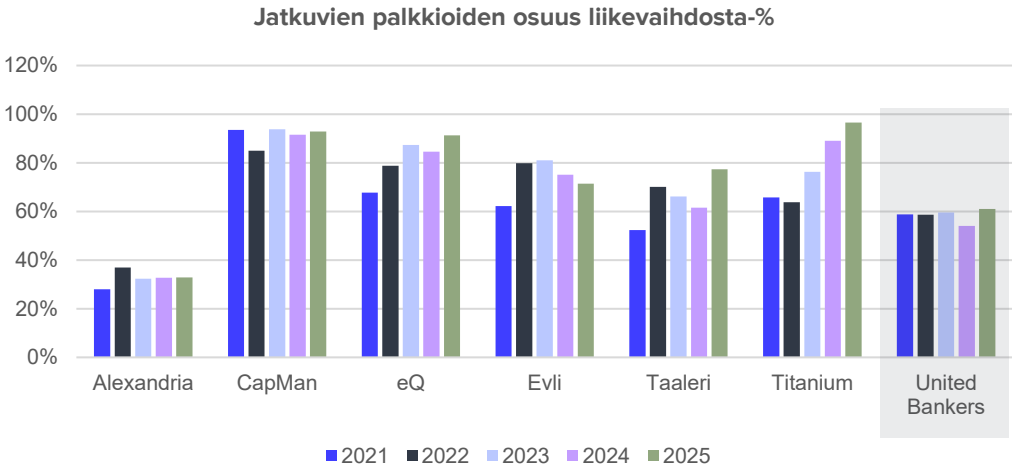
Inderesin huomiot:

- Kaikki konsernitason numeroita
- Liikevaihto per työntekijä laskettu keskimääräisellä henkilöstömäärällä
- Asiamiehet laskettu henkilöstöön ja henkilöstökuuluihin mukaan
- Taalerin 2021 luvuista oikaistu pois myyty Varainhoitoliiketoiminta

UB suhteessa listattuihin varainhoitajiin 2/2



* Taalerilta mukana vain Pääomarahastot



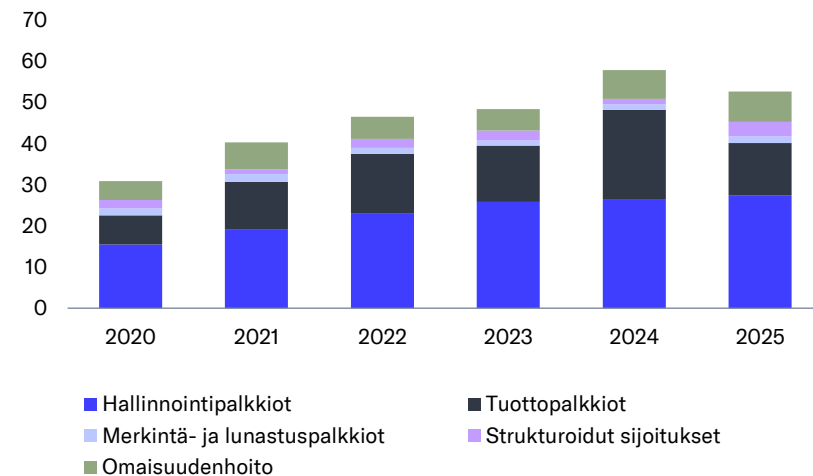
Varainhoidon tulosenusteet

Varainhoito (MEUR)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Rahastot	40,8	49,6	41,8	43,8	47,6	53,5	58,6
Hallinnointipalkkiot	25,9	26,6	27,5	30,2	33,9	39,4	44,4
Tuottopalkkiot	13,6	21,8	12,7	12,0	12,0	12,0	12,0
Merkintä & lunastus	1,3	1,3	1,6	1,5	1,7	2,0	2,2
Omaisuu denhoito	5,2	7,0	7,4	8,9	11,4	13,0	14,3
Strukturoidut sijoitukset	2,5	1,3	3,5	3,2	2,7	2,7	2,7
Liikevaihto yhteensä	50,6	60,6	54,5	57,4	63,3	70,7	77,1
Liikevaihdon kasvu-%	8 %	20 %	-10 %	5 %	10 %	12 %	9 %
Palkkiokulut	-4,8	-5,2	-5,1	-5,5	-6,1	-6,6	-7,0
Muu kulut yhteensä	-24,6	-26,8	-28,8	-30,8	-32,8	-35,0	-37,3
EBITDA	20,0	27,2	20,1	20,6	23,9	28,6	32,4
EBITDA-%	39,5 %	44,9 %	36,9 %	35,9 %	37,8 %	40,5 %	42,0 %
EBITDA ilman tuottopalkkioita	6,3	5,5	7,4	8,6	11,9	16,6	20,4
EBITDA-% ilman tuottopalkkioita	12,5 %	9,1 %	13,6 %	15,0 %	18,8 %	23,5 %	26,4 %
Hallinnoitava varallisuus	4585	4787	5135	5756	6406	7105	7807
Pääomarahastot	1409	1326	1340	1511	1792	2120	2452
Perinteiset rahastot	845	1070	1035	1285	1435	1585	1735
Muut rahastopääomat	635	564	640	640	640	640	640
Omaisuu denhoito	367	529	724	924	1144	1364	1584
Muu hallinnoitava varallisuus	1330	1298	1396	1396	1396	1396	1396
AUM kasvu v/v	4 %	4 %	7 %	12 %	11 %	11 %	10 %
Rahastojen palkkiotuotot/rahasto-AUM (%)	1,41 %	1,68 %	1,39 %	1,27 %	1,23 %	1,23 %	1,21 %
Hallinnointipalkkiot/rahasto-AUM (%)	0,90 %	0,90 %	0,91 %	0,88 %	0,88 %	0,91 %	0,92 %
Rahastojen hall. palk. & OH kasvu -%	9 %	8 %	4 %	12 %	16 %	16 %	12 %

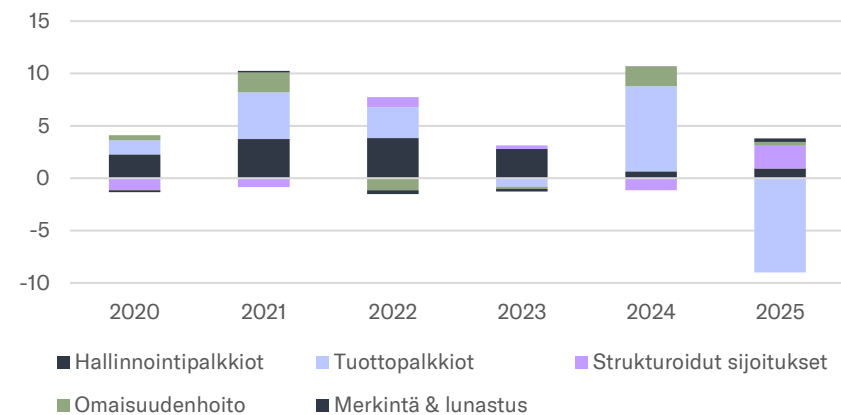
Perinteiset rahastot = UB rahastoyhtiön AUM pl. UB Metsä, UB Suomi Kiinteisöt ja UB Pohjoismaiset Liikekiinteisöt-rahastot

Pääomarahastot = NFF-rahastot, Lainarahasto ja UB Metsä, UB Suomi Kiinteisöt, UB Pohjoismaiset Liikekiinteisöt, UB Uusiutuva Energia ja FIGG

Palkkiotuottojen jakauma (MEUR)



Liikevaihdon kasvun jakauma (MEUR)



Investointipankki ja Muut-segmentti

Varainhoitoa tukeva toiminta

UB:n Corporate Finance -liiketoiminta on keskittynyt mm. oman ja vieraan pääoman ehtoihin rahoitusjärjestelyihin ja listautumispalveluihin. Näiden lisäksi yhtiö toimii muun muassa hyväksyttynä neuvonantajana First Northissa listatuille yhtiöille. 2025 UB Corporate Finance liittyi osaksi Clairfield International verkostoon, joka tarjoaa sille laajemmat kansainväliset kontaktit palvella sen asiakkaita. Investointipankin rooli on näkemyksemme mukaan muuta konsernia tukeva, sillä se täydentää varainhoidon palvelutarjontaa asiakkaan näkökulmasta. Lisäksi se tekee keskimäärin tervettä kannattavuutta, eikä sen merkittävä tulosvolatiliteetti heiluta konsernin numeroita sen pienestä koosta johtuen.

Pääomamarkkinapalveluiden kulurakenne on varsin kiinteä, ja arviomme mukaan segmentti tekee nollatulosta 1,0–1,5 MEUR:n liikevaihdolla. Tämän jälkeen kannattavuus skaalautuu varsin hyvin, vaikka henkilöstölle maksettavat bonukset kasvavatkin jonkin verran tuloksen mukana.

Vuosina 2018–2025 segmentin liikevaihto on vaihdellut 0,7–5,5 MEUR:n välillä. Historialliset numerot kuitenkin sisältävät sittemmin lopetetun joukkorahoituskanava UB Rahoituksen liiketoimintaa sekä myöhemmin Varainhoidon alle siirretyn välityksen. Arviomme mukaan näiden vaikutus liikevaihtoon on noin 1,5 MEUR, joten neuvonantopalveluiden normaali liikevaihto pyörii arviomme mukaan jonkin verran alle 3 MEUR:n, mikä on myös arviomme mukaan historiallinen keskiarvo. Tässä liikevaihtoluokassa segmentin liiketoiminta on varsin kannattavaa, mutta tämän merkitys konsernitason lukuihin on segmentin suhteellisesti pienestä koosta johtuen matala. Arviomme mukaan UB:llä ei ole myöskään oleellista

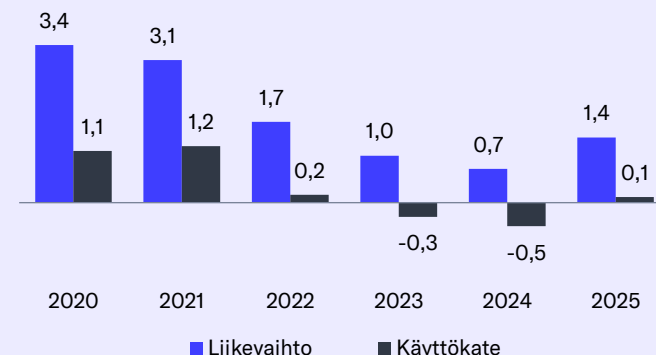
halua segmentin kasvattamiseen nykyisestä kokoluokasta johtuen tuloksen volatiliteetista sekä konsernin strategisesta fokuksesta varainhoitoon.

Pääomamarkkinat-segmentin käyttökate on puolestaan vaihdellut viime vuosina -0,5–1,2 MEUR:n välillä, heiluen rajusti liikevaihdon mukana. Myös tässä on syytä huomioida UB Rahoituksen vaikutus, sillä arviomme mukaan liiketoiminta on ollut tappiollista. Laskelmiemme mukaan 2018-2025 välillä UB Rahoituksesta oikaistu tulos on keskimäärin ollut jonkin verran alle 1 MEUR.

Muut-segmentti

Muut-segmentin alla UB kirjaa liikevaihdoksi konsernin sijoitussalkun tuotot. Yhtiöllä oli 2025 lopussa 22 MEUR:n sijoitussalkku pääosin sen omiin rahastoihin sijoitettuna. Tästä noin puolet on suljetuissa tai erikoissijoitusrahastoissa, kun taas toinen puoli on käsityksemme mukaan pääosin matalan riskin tuotteissa, eli korkorahastoissa. Sijoitussalkun normaali tuottotaso on arviomme mukaan noin 5 %. Muut-segmentin operatiiviset kulut ovat viime vuosina olleet noin 1,5 MEUR per vuosi ja ne koostuvat lähinnä konsernin ylimmän johdon palkitsemista. Muut-segmentti tekeekin lähivuosina hieman alle 1 MEUR:n tappiota.

Pääomamarkkinapalveluiden ennusteet (MEUR)



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

UB aloitti liiketoimintansa arvopaperinvälitystä harjoittavana pankkiiriliikkeenä, mutta finanssikriisin jälkeen yhtiö teki merkittävän strategisen päätöksen keskittyä yhä selvemmin varainhoitoon ja erityisesti reaaliomaisuustuotteisiin. Strategiavalinta on osoittautunut oikeaksi, sillä välitystoiminta on Suomessa ajautunut rakenteellisiin ongelmiin ja vanhan liiketoimintamallin edellytykset ovat kadonneet. Samalla UB:stä on tullut merkittävä toimija Suomen varainhoitokentässä.



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

UB:n taloudelliset tavoitteet (asetettu helmikuussa 2023)



Kasvu

Tavoitteena kasvattaa hallinnoitavien asiakasvarojen määrä yli 10 mrd. euroon vuoteen 2028 mennessä



UB:n hallinnoitavan varallisuuden kasvutavoite on äärimmäisen kunnianhimoinen, ja pidämme AUM:n tuplaamista kolmessa vuodessa epärealistisena ilman merkittäviä yrityskauppoja. Uskomme yhtiön siirtävän tavoitteensa seuraavan strategiapäivityksen yhteydessä muutamalla vuodella eteenpäin.

Vaikka nykyisen tavoite onkin nykyisen strategiakauden puitteissa hyvin haastava, on se pidemmällä aikavälillä realistinen ja yhtiö on matkalla tähän suuntaan. Ilman yrityskauppoja tavoite on mahdollista saavuttaa ensi vuosikymmenen alkupuolella, ja yrityskaupoilla tätä nopeammin.



Kannattavuus

Tavoitteena nostaa operatiivinen liikevoittoprosentti yli 40 %:iin vuoteen 2028 mennessä.



Yli 40 %:n kannattavuustavoitetta pidämme yhtiölle realistisena, mutta tätäkin tärkeämpää on tuloksen jakauman kohentuminen. Yhtiön kannattavuus nojaa tällä hetkellä liian paljon tuottopalkkioihin, ja tuottopalkkioista oikaistu kannattavuus on vaisu.

Omissa ennusteissamme odotamme yhtiön olevan lähellä kannattavuustavoitettaan 2029, vaikka AUM onkin siitä vielä kaukana. Samalla tuloksen painopiste on siirtynyt aiempaa enemmän jatkuviin palkkioihin.



Voitonjako

Tavoitteena jakaa vuosittain osinkoa vähintään 70 % osakekohtaisesta tuloksesta tai kassavirrasta.



Tavoite on mielestämme varsin konservatiivinen liiketoiminnan vaatimattomat investointitarpeet huomioiden. Odotamme UB:n jatkavan lähivuodet varsin avokätistä voitonjakopolitiikkaansa ja ennustamme todellisen osingonjakosuhteen asettuvan lähemmäs 100 %:n tasoa.

Vaikka UB ei virallisesti ole sanonut pyrkivänsä kasvavaan osinkoon, on osingon tasainen kasvattaminen mielestämme selkeästi yhtiön tavoitteena. Uskomme yhtiön pyrkivän pitämään osinkonsa vakaassa kasvussa tulevana vuosina. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että hyvinä vuosina voitonjako on matalampi ja heikompina vuosina osinkoa voidaan tarvittaessa tukea vahvalla taseella.

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Yrityskaupat osana tulevaisuutta

UB on historiassa ollut hyvinkin aktiivinen toimija yrityskauppamarkkinoilla. Nykyisen liiketoiminnan kivijalasta merkittävä osa on rakennettu yrityskaupoilla, joista tärkeimmät ovat olleet: Aventum 2012 (listatut reaaliomaisuusrahastot), Nordic Forest Management 2014 (metsärahastoliiketoiminta) ja Suomen Pankkiiriliike 2017 (valtakunnallinen myyntiverkosto). Lisäksi yhtiö on toteuttanut nipun pienempiä järjestelyjä. Yhtiöllä oli yrityskaupoissa poikkeuksellisen pitkä hiljaisempi kausi, kun yhtiö on fokusoitunut orgaaniseen kasvuun ja nykyisen myyntipotentiaalin ulosmittaamiseen. Tämä kausi kuitenkin katkesi alkuvuodesta 2026, kun se osti Fourtonin.

Yritysjärjestelyissä on tutka päällä

Uskomme UB:n etsivän aktiivisesti yritysostomahdollisuuksia ja olevan avoin erilaisille vaihtoehdoille ja yhtiö on avoimesti kertonut yrityskauppojen olevan osa sen strategiaa. Myös 10 miljardin AUM:n kasvutavoite vaatii toteutuakseen yrityskauppoja. Mielestämme tämä on loogista, sillä yhtiö on hyvässä kehitysvaiheessa, eikä mahdollinen suurempikaan integraatio horjuttaisi nykyistä kehitystä.

Huomautamme, että UB:n ei ole pakko tehdä mitään järjestelyjä, sillä yhtiöllä on jo olemassa kaikki tarvittavat palikat voimakkaaseen orgaaniseen kasvuun. Yrityskaupat tarjoavat kuitenkin kiinnostavan väylän arvonluontiin.

Mielestämme ylivoimaisesti todennäköisin vaihtoehto yrityskaupoissa on, että UB jatkaa pienempien toimijoiden ostoja. Esimerkkinä tästä on 2026 alussa toteutettu Fourton hankinta, missä UB täydensi rahastovalikoimaansa

muutamalla täsmätuotteella. Näihin järjestelyihin liittyy hyvin vähän riskiä ja ne tarjoavat skaalautumispotentiaalia. Huomautamme kuitenkin, että näillä pienillä ostoilla on vaikea luoda UB:n kannalta merkittävää arvoa, sillä niiden kokoluokka jää väistämättä pieneksi.

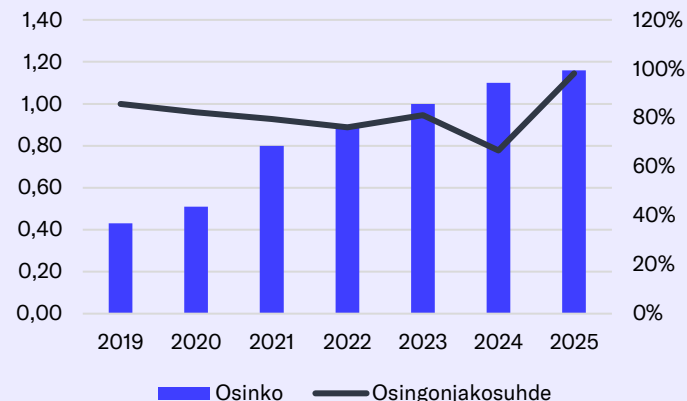
Emme myöskään poissulje vaihtoehtoa siitä, että UB toteuttaisi tulevana vuosina suuremman, esimerkiksi SPL-kokoluokan järjestelyn Suomessa (silloin SPL sai noin 10 % UB:n osakkeista). Haasteena tässä on järkevien kohteiden puute kotimaassa. UB ei mielestämme varsinaisesti tarvitse lisää jakeluvoimaa (pl. jalansijan vahvistus instituutioissa), ja näin ollen todennäköiset ostokohteet olisivat tuotetaloja, todennäköisesti vaihtoehtoihin tuotteisiin keskittyviä.

Yksi varsin looginen vaihtoehto on mielestämme se, että yhtiö laajentaisi vahvemmin kansainvälistä toimintaansa. Käytännössä tämä tarkoittaisi jonkun pienen varainhoitajan ostamista toisesta Pohjoismaasta. Mielestämme vahvempi läsnäolo Pohjoismaissa olisi strategian kannalta jopa erittäin toivottavaa ja onnistunut yrityskauppa voisi vauhdittaa tätä kehitystä merkittävästi. Luonnollisesti kansainvälisiin järjestelyihin liittyy selvästi enemmän riskiä kuin kotimaassa.

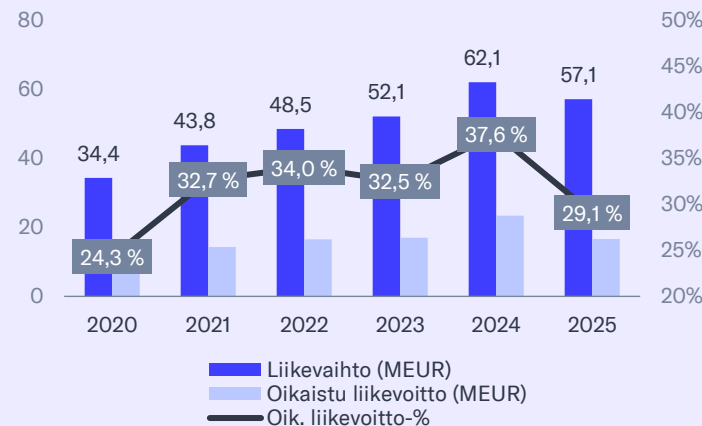
Suurempia järjestelyjä (esim. tasapäinen fuusio) emme pidä todennäköisenä. Tulkintamme mukaan yhtiön omistajat haluavat pitää yhtiön itsenäisenä, ja säilyttää kontrollin yhtiöstä.

Koska näemme UB:llä useita vaihtoehtoja yrityskauppoihin ja olemme varsin vakuuttuneita yhtiön omasta kiinnostuksesta tutkia eri vaihtoehtoja, pidämme varsin todennäköisenä, että tulemme näkemään UB:ltä yritysjärjestelyitä tulevana vuosina.

Osinko per osake kehitys



Liikevaihto- ja kannattavuuskehitys



Sijoitusprofiili

1 Varainhoidossa erinomaiset kasvunäkymät

2 Kannattavuudessa edelleen skaalautumispotentiaalia

3 Tuottosidonnaisten palkkioiden rooli tuloksessa merkittävä

4 Vahva tuloskehitys ja taseasema mahdollistavat kasvavan osingon maksamisen

5 Henkilöstö ja hallitus omistaa merkittävän osuuden yhtiöstä

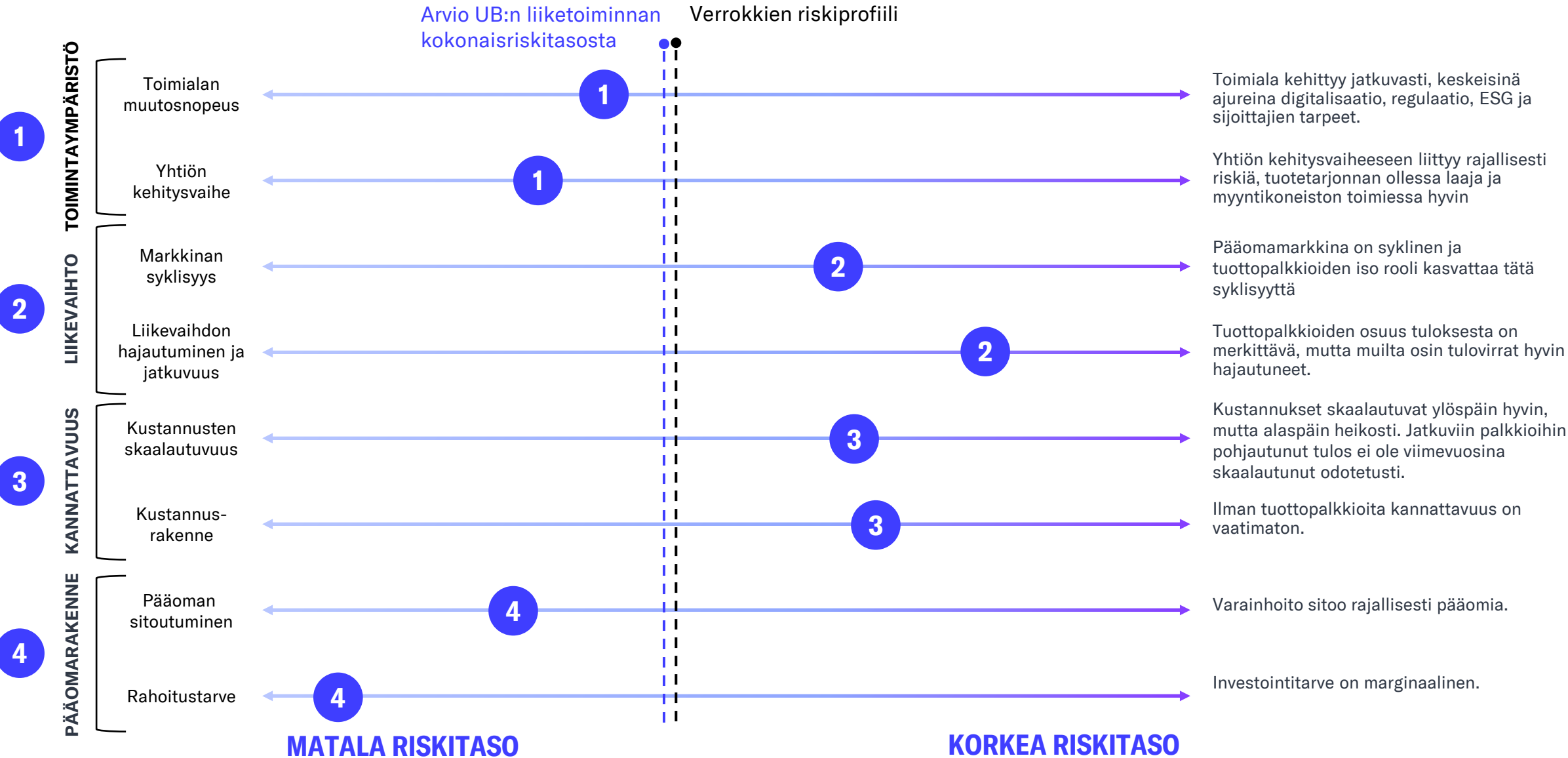
Potentiaali

- Kasvu Suomen varainhoidossa
- Läpimurto kansainvälisessä myynnissä
- Kannattavuuden skaalautuminen
- Jatkuviin tuottoihin pohjautuvan kannattavuuden parantuminen
- Tuottopalkkiot
- Yritysjärjestelyt

Riskit

- Tuottopalkkioiden osuus tuloksesta on merkittävä
- Markkinariskit ja tuloksen volatiliteetti
- Rahastojen tuottokehitys, etenkin vaihtoehtoisissa

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala – Varainhoitomarkkina 1/5

Varainhoitomarkkina kasvaa heikosta talouskehityksestä huolimatta

Varainhoitomarkkina on Suomessa verrattain nuori ja esimerkiksi ensimmäiset sijoitusrahastot perustettiin vasta 1980-luvun lopulla. Viimeisen kolmen vuosikymmenen aikana varainhoitoliiketoiminta on kasvanut ripeästi kansantalouden kasvun ja kansalaisten vaurastumisen myötä. Historiallisesti suomalaisten kotitalouksien varallisuudesta valtaosa on ollut sidottuna asuntoihin, ja asunto on edelleen kotitalouksien ylivoimaisesti suurin varallisuuserä, vaikka muut sijoitusmuodot ovatkin yleistyneet. Pääomamarkkinoiden nuori ikä näkyy Suomessa myös siten, että kotitalouksien asuntojen ulkopuolisesta sijoitusvarallisuudesta huomattava osa on edelleen pankkien käyttötileillä.

Suomen omaisuudenhoitomarkkinan koko oli arviomme mukaan hallinnoitavilla varoilla mitattuna vuoden 2024 lopussa noin 250 miljardia euroa. Tästä 250 miljardista noin puolet on sijoitettu kotimaisiin sijoitusrahastoihin ja loput on konsultatiivisen tai täyden valtakirjan omaisuudenhoidon piirissä. Lisäksi suomalaisissa vaihtoehtoisissa rahastoissa oli vuoden 2024 lopussa yhteensä noin 45 mrd. euroa pääomia. Kokonaisuudessaan arvioimme suomalaisen varainhoitomarkkinan liikevaihdoksi noin 2 mrd. euroa. Arviomme sisältää omaisuudenhoidon sekä rahastojen pääomien lisäksi oletuksia eri tuotteiden ja palveluiden keskimääräisistä palkkiotasosta.

Vuodesta 2005 alkaen markkina on kasvanut selvästi yleistä taloutta nopeammin, keskimäärin noin 5 % vuodessa. Viimeisen vuosikymmenen aikana kasvu on kiihtynyt, ja arviomme mukaan keskimääräinen vuosikasvu oli vuosina 2014–2024 noin 10 %. Kasvua on selittänyt osin varallisuusarvojen kasvu ja osin uuden pääoman virtaaminen omaisuudenhoidon piiriin. Omaisuusluokista vaihtoehtoiset tuotteet (alla vaihtoehtorahastot ja erikoissijoitusrahastot) ovat olleet selkeä voittaja ja niiden

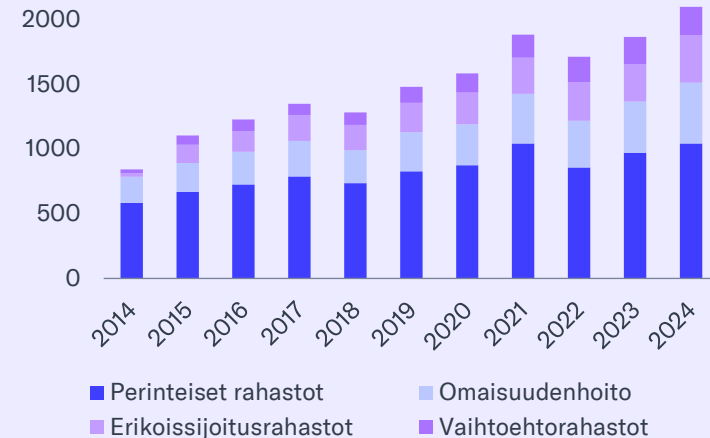
osuus on kasvanut selvästi. Korkeiden palkkiorakenteiden johdosta niiden vaikutus toimialan yhtiöille on kasvanut merkittäväksi ja tukenut viimeisen vuosikymmenen kasvua. Vaikka korkotason nousu yhdessä nopeasti kasvaneiden allokaatioiden kanssa on hillinnyt vaihtoehtoisten tuotteiden suosiota, on näistä tullut pysyvä osa sijoittajien allokaatioita. Myös yhä useammalla sijoittajalla on pääsy näiden asiakkaaksi, sillä aiemmin listaamattomiin kohteisiin sijoittaminen on ollut lähinnä suursijoittajien etuoikeus.

Pitkän aikavälin näkymä on hyvä

Pitkällä aikavälillä Suomen omaisuudenhoitomarkkina tulee arviomme mukaan saamaan merkittävää tukea rakenteellisesta muutoksesta, kun suurten ikäluokkien keräämä varallisuus alkaa siirtyä seuraavalle aiempaa pienemmille sukupolville perintöjen kautta. Tämä varallisuuden äkillinen kasvu tulee arviomme mukaan väistämättä johtamaan varainhoitomarkkinan kasvuun, kun yhä useampi ihminen kiinnostuu sijoittamisesta, ja toisaalta muuttuu sijoituspalveluyritysten kannalta kiinnostavaksi asiakkaaksi. Myös huolet eläkejärjestelmän kestävydestä tulevat luomaan rakenteellista kiinnostusta pitkän aikavälin sijoitustoiminnalle ja varallisuuden omatoimiselle kerryttämiseksi. Etenkin nuorten keskuudessa luottamus eläkejärjestelmään on heikentynyt (EVA), ja näkemyksemme mukaan tämä on yksi keskeisiä ajureita Suomessa viimeisen 15 vuoden aikana nähdyn sijoittamisen ja säästämisen suosion kasvun taustalla.

Huomautamme, että kyseessä on hyvin pitkistä trendeistä ja nämä vaikutukset tulevat näkyviin asteittain. Mielestämme tästä käynnissä olevasta rakenteellisesta muutoksesta on tarjolla paljon todistusaineistoa ja esimerkiksi rahasto-omistajien määrä, arvo-osuustilien lukumäärä tai rahastopääomat ovat jokainen kaikkien aikojen ennätystasolla. Myös yhä useampi varainhoitaja (mm. Aktia ja Alexandria) on alkanut panostaa tähän ”seuraavan sukupolven” kohderyhmään.

Kotimaisen varainhoitomarkkinan liikevaihdon kehitys (MEUR)



Lähde: Inderesin arvio

Esimerkkejä suomalaisista varainhoitajista

Aktia ALEXANDRIA

MANDATUM CapMan

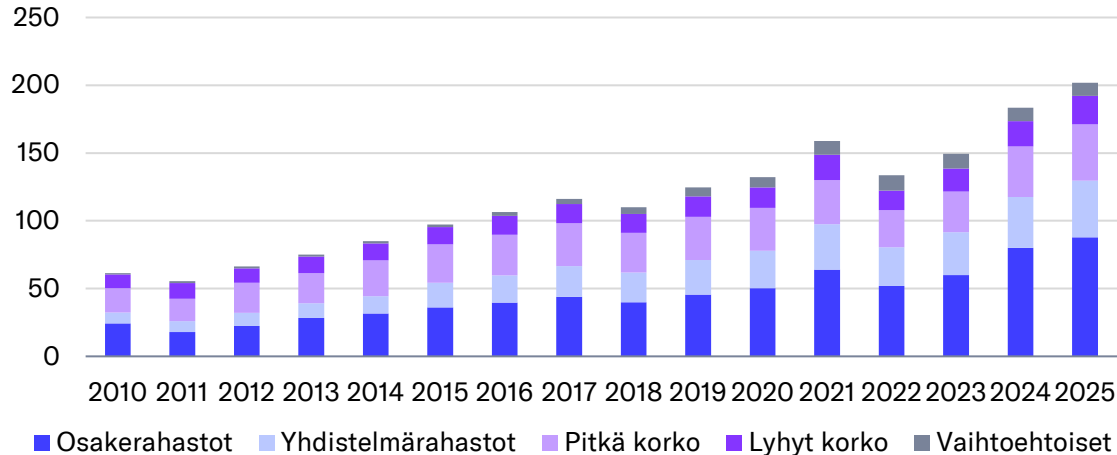
OP eQ Nordea

TITANIUM UB

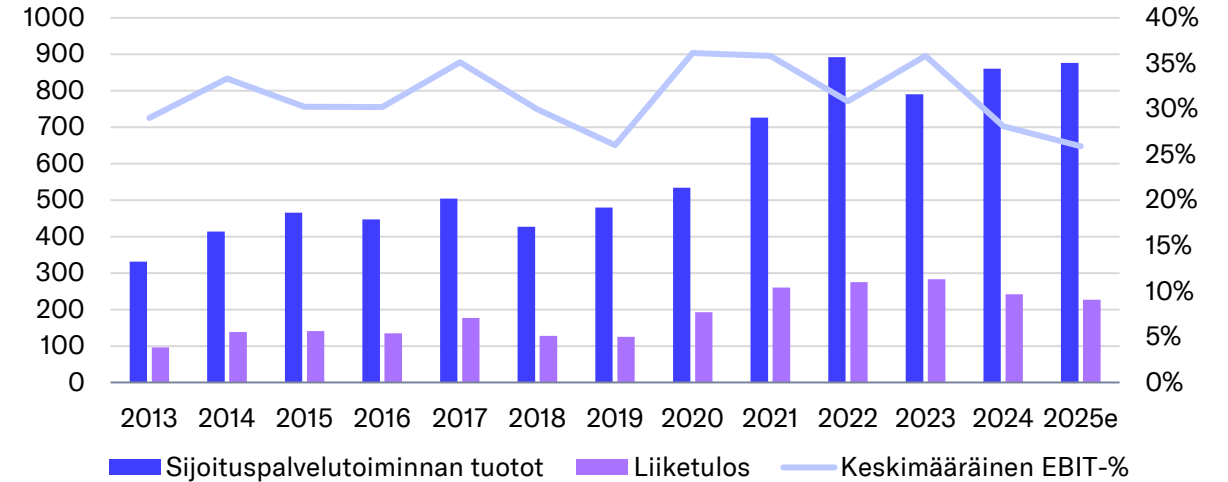
EVLI TAALERI

Toimiala – Varainhoitomarkkina 2/5

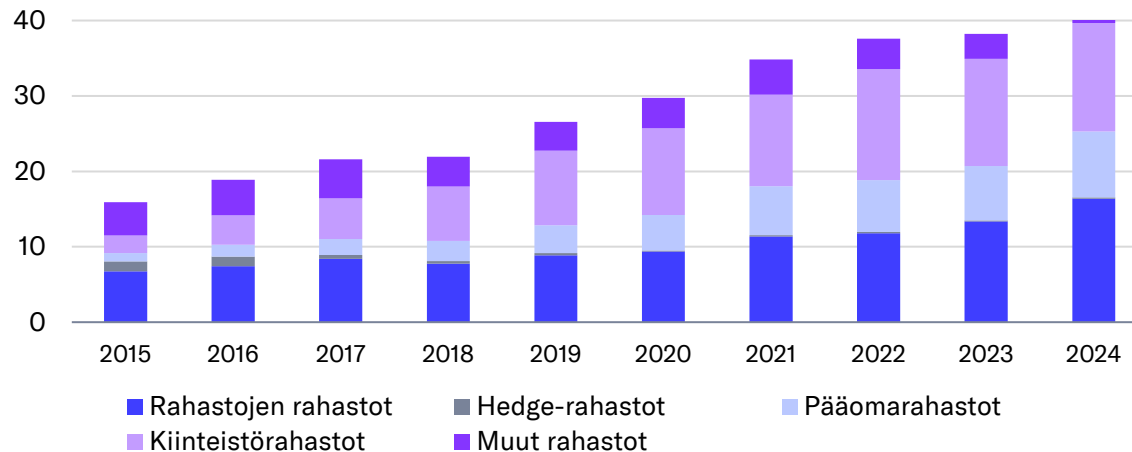
Suomalaisten sijoitusrahastojen pääomat (mrd. euroa)



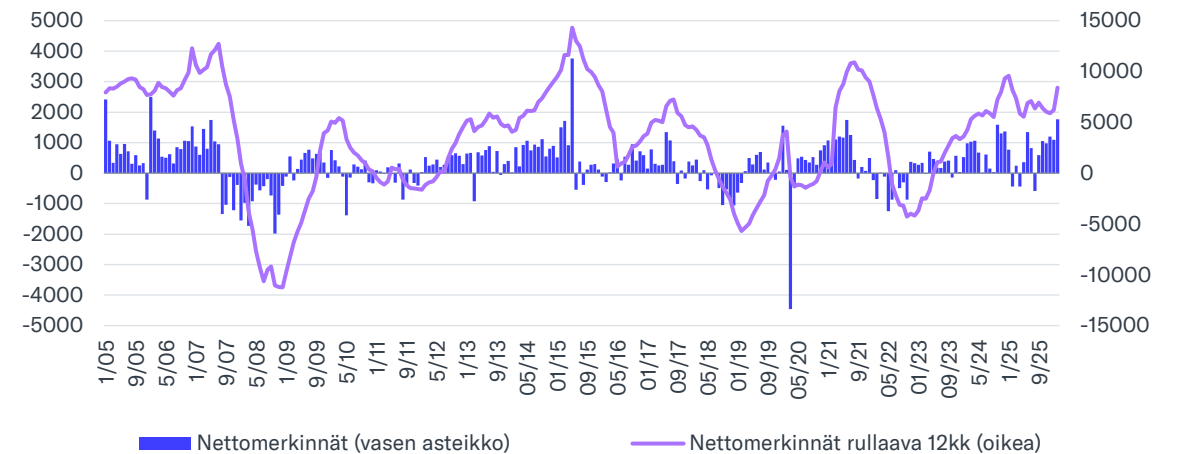
Suomalaisten sijoituspalveluyritysten kehitys



Kotimaisten vaihtoehtorahastojen ja erikoissijoitusrahastojen pääomat (mrd. euroa)



Kotimaisten sijoitusrahastojen nettomerkinnot (MEUR)



Toimiala – Varainhoitomarkkina 3/5

Varainhoitomarkkinalla on vahvoja kasvuajureita

Pankkitoiminnasta poiketen varainhoidon voi mielestämme olettaa kasvavan yleistä bruttokansantuotetta nopeammin. Varainhoitomarkkinan kasvuyhtälössä on mielestämme neljä keskeistä vaikuttavaa voimaa:

- 1) Olemassa oleva varallisuus, joka kasvaa arviomme mukaan keskimäärin noin 3–5 % vuodessa.
- 2) Uudet säästöt, jotka ovat nykyisellä säästämisasteella 3 % BKT:sta. Oletamme, että kotitalouksien uusista säästöistä noin kolmannes päätyy varainhoidon piiriin (+1 % AUMista). Lisäksi yritysten ja muiden toimijoiden säästöjä päätyy varainhoidon piiriin. Kokonaisuudessaan uudet säästöt tukevat laskelmissamme hallinnoitavien varojen kasvua 1–2 % vuodessa.
- 3) Se osuus nykyisistä säästöistä, joka siirtyy muista omaisuusluokista (kuten asunnoista tai pankkitileiltä) varainhoidon piiriin, kun suuret ja varakkaamat ikäluokat siirtävät omaisuuttaan sijoitusalttiimmille perillisilleen. Kyseisen erän arviointi on erittäin vaikeaa, mutta uskomme tämänkin olevan varainhoitosektoria tukeva kehityskulku. Laskelmissamme olemme olettaneet tämän positiiviseksi vuosivaikutukseksi noin 1 % hallinnoitavista varoista.
- 4) Muutos hallinnoitavien varojen palkkiotasoissa. Arviomme mukaan erityisesti perinteisten sijoitusrahastojen palkkiotasoissa on yhä painetta alaspäin, sillä kansainvälisesti vertailtuna nämä ovat Suomessa trendinomaisesta laskusta huolimatta yhä varsin korkeita. Lisäksi passiivisten tuotteiden suosion kasvu on pääosin pois suomalaisten varainhoitajien pussista, sillä näitä tarjoavat edullisesti lähinnä valtavat

kansainväliset rahastotalot. Huomattava osa uudesta passiivisiin tuotteisiin sijoitettavasta varallisuudesta tulee toki varainhoitajien kautta (omaisuudenhoitosopimukset), mutta palkkiotaso näissä on hyvin vaatimaton. Vaihtoehtoisten tuotteiden näkymä taas on selvästi parempi, sillä nämä vaativat aina rahastoyhtiön neuvottelemaan sijoituksista ja hallinnoimaan omistuksia. Arviomme mukaan palkkiotason laskun negatiivinen vaikutus AUMin on noin 1 % per vuosi.

Näihin oletuksiin perustuen arvioimme varainhoitomarkkinan hallinnoitavien asiakasvarojen kasvavan 5–8 % vuodessa ja palkkiotuottojen kasvavan noin 4–7 % vuodessa. Lisäksi kansainvälinen myynti tarjoaa kilpailukykyisille tuotetaloille (mm. Mandatum, Evli, Aktia, eQ, CapMan, Taaleri) potentiaalia kasvaa kotimaan markkinaa nopeammin. Pitkällä aikavälillä siis uskomme, että varainhoitomarkkinalla on Suomessa hyvät edellytykset jatkaa noin 5 %:n vuosikasvuun, joten kyseessä on edelleen selkeää kasvua.

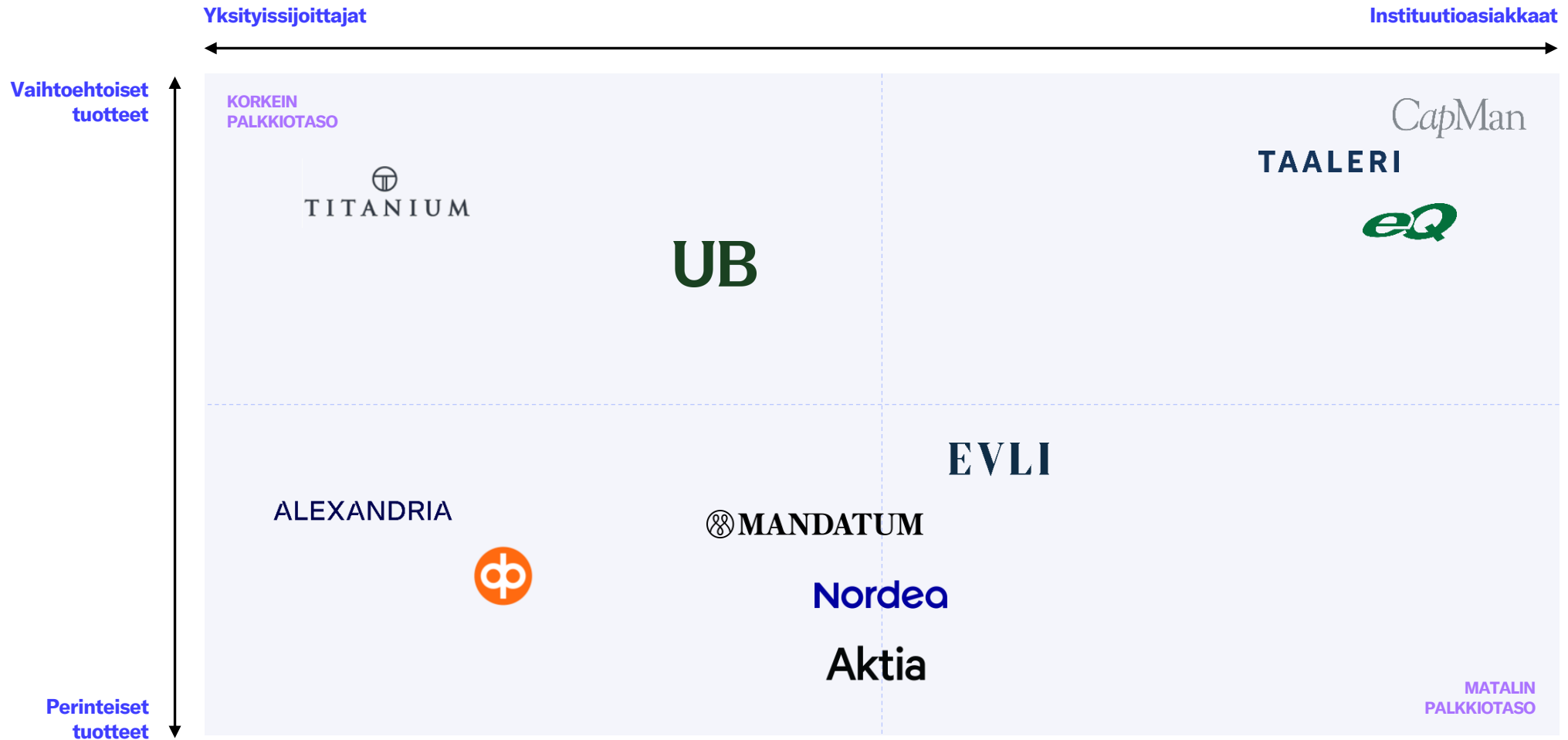
Kasvunopeuden hahmottelussa on syytä huomioida, että mikäli säästämisaste pysyy ennallaan, laskevat nettomerkinnot hiljalleen suhteessa olemassa olevaan varallisuuteen ilman selkeää talouskasvua. Varallisuusarvojen voi nimittäin olettaa kasvavan jatkuvasti kohtalaisen vakain kasvuprosentein, kun taas euromääräiset uudet sijoitukset pysyvät ilman talouskasvua suunnilleen ennallaan. Toisin sanoen, talouskasvun pitäisi olla vähintään yhtä suurta kuin varallisuusarvojen kasvu, jotta nettomerkinnot suhde pääomiin pysyisi ennallaan tai kasvaisi. Toki säästämisasteen kasvu voisi kumota tämän vaikutusta.

Varainhoitomarkkinan ajurit



Toimiala – Varainhoitomarkkina 4/5

Suomen varainhoitomarkkinan rakenne asiakaskoon ja tuotekohtaisen asemoitumisen perusteella



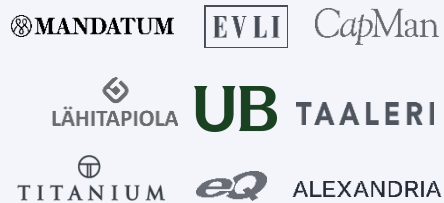
Toimiala – Varainhoitomarkkina 5/5

Varainhoitomarkkinan kilpailukenttä

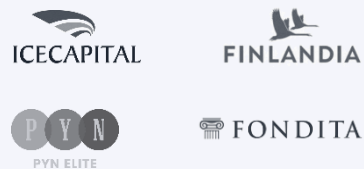
Pankit



Keskisuuret sijoituspalveluyhtiöt



Pienet sijoituspalveluyhtiöt



Konsolidaatioajurit

Trendit

Digitalisaatio
Korkotuottojen paluu
Vastuullisuus (ESG)

Regulaatio
Vaihtoehtoiset omaisuusluokat

Myyntisynergiat

Tuote- ja palvelutarjonnan laajentaminen
Kasvava jakeluvoima
Hallinnoitavien pääomien kasvu

Kustannussynergiat

IT-kulut
Hallintokulut
Henkilöstökulut

Konsolidaatiolle on olemassa selvät ajurit ja konsolidaatiokehitys tulee näkemyksemme mukaan jatkumaan aktiivisena

Toteutuneita järjestelyjä



Taloudellinen tilanne

Tase on yksinkertainen ja selkeä

UB:n tase on sijoittajan näkökulmasta yksinkertainen, eikä kasvu sido toimialalle tyypilliseen tapaan merkittäviä pääomia. Huomattava aineettoman omaisuuden määrä (~25 % taseesta) kasvattaa kuitenkin taseen kokoa. Aineeton omaisuus koostuu liikearvosta sekä pääosin yrityskauppoihin liittyvästä aineettomasta omaisuudesta (UB siirtyi vuonna 2019 IFRS-kirjanpitoon eikä enää poista liikearvoa).

Toinen tasetta kasvattava erä ovat yhtiön välitystoimintaan liittyvät arvopaperit. Sijoittajien on hyvä huomata, että UB ei ota näillä arvopapereilla itse mitään riskiä, vaan ne näkyvät UB:n taseessa vain kirjanpitoteknisistä syistä. Näiden erien määrä vaihtelee huomattavasti, ja 2025 lopussa ne olivat 18 MEUR.

Kolmas merkittävä erä on yhtiön oma sijoitussalkku. 2025 lopussa yhtiöllä oli 22 MEUR:lla sijoituksia omiin rahastoihin. Tästä summasta noin 10 MEUR on suljetuissa sekä erikoissijoitusrahastoissa (mm. FIGG, Asuntorahasto ja avoimet kiinteistörahastot), ja pääoma on sidottu näissä pidemmäksi aikaa kiinni. Toinen puolikas on puolestaan pääosin matalan riskin tuotteissa eli käsityksemme mukaan korkorahastoissa. Pidämme näinkin suurta sijoitussalkkua kyseenalaisena, sillä isoilta osin näillä pääomilla ei ole linkkiä yhtiön operatiiviseen toimintaan. Ainoana poikkeuksena ovat tietyt suljetut rahastot, joihin UB:n pitää managerina tehdä pieni sijoitus myös itse myyntiä tukeakseen.

Aineellisia hyödykkeitä yhtiön taseessa on toimialalle tyypillisesti erittäin vähän eli vain 4 MEUR, ja tästä valtaosa on IFRS 16 -standardin mukaista taseen vuokrasopimusvelkaa.

Likvidejä varoja ja velkakirjasijoituksia taseessa oli 2025 lopussa yhteensä noin 6 MEUR. Lisäksi UB on kirjannut

suljetuista metsärahastoista yli 10 MEUR:n tuottopalkkiovaraukset. Nämä palkkiot realisoituvat, kun yhtiö aikanaan irtaantuu NFF3 –rahastostaan.

Omaa pääomaa yhtiöllä oli 2025 lopussa noin 62 MEUR, ja korollista velkaa ei ole. Muut velat (25 MEUR) koostuvat tavanomaisista liiketoiminnan pyörittämiseen liittyvistä käyttöpääoman eristä.

Taseessa on reilusti puskuria

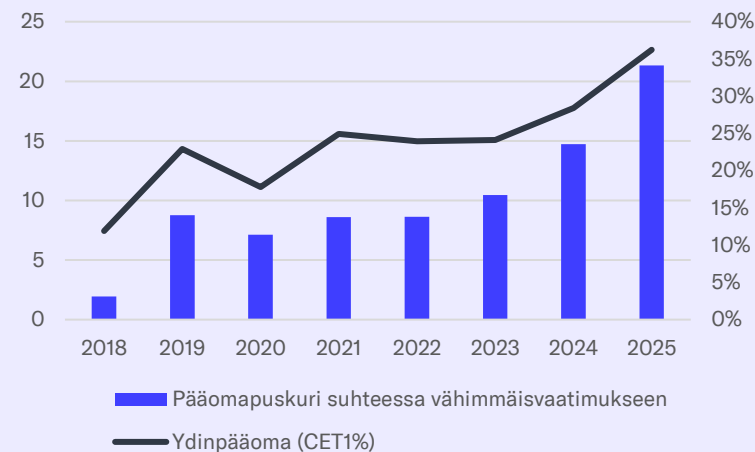
Yhtiön omavaraisuusaste oli 2025 lopussa 63 % ja CET1-vakavaraisuus 36 % (viranomaisvaatimus 8 %), joka ylitti yhtiön oman 13 %:n tavoitteen reilusti. Ylimääräistä pääomaa taseessa on vakavaraisuustavoitteeseen nähden noin 15 MEUR. Arviomme mukaan yhtiö haluaa kuitenkin säilyttää taseessaan liikkumavaraa muun muassa yritysjärjestelyjen varalta.

Tase alkaa kuitenkin olla erittäin vahva yrityskauppoja silmällä pitäen ja emme näe järkevänä puskurin kasvattamista nykytasolta. Näin ollen pidämmekin järkevänä ja jopa todennäköisenä, että yhtiö purkaisi jossain vaiheessa ylivahvaa tasettaan kertaluontoisella voitonjaolla. Perusosingon osalta yhtiö halunnee jatkaa tasaisesti kasvavalla tiellä.

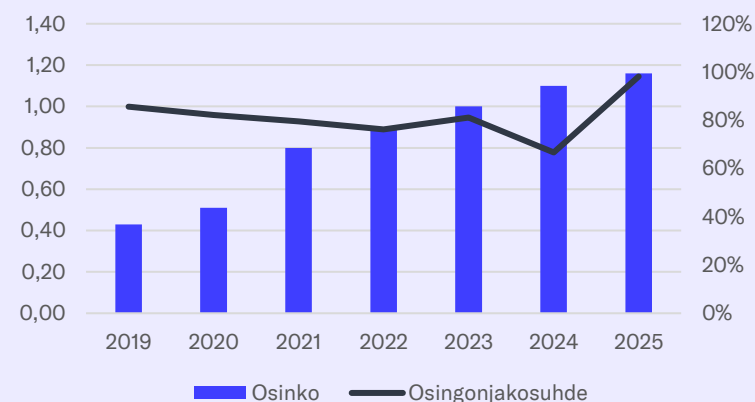
Yritysjärjestelyt mahdollisia myös jatkossa

Nykyinen tase tarjoaa yhtiölle jonkin verran liikkumavaraa ja laskelmiemme mukaan UB kykenisi nykytaseellaan toteuttamaan ainakin noin 15 MEUR:n yritysoston ilman, että yhtiö vaarantaisi taloudellista asemaansa tai joutuisi käyttämään omaa osakettaan maksuvälineenä. Tätä suuremmissa kaupoissa oman osakkeen käyttö olisi lähtökohtaisesti vaatimuksena, mikä on myös loogista, sillä oma osake on hyvä tapa sitouttaa vastapuolen avainhenkilöt.

Vakavaraisuuden kehitys



Osinko per osake kehitys



Ennusteet 1/4

Ennusteiden taustat

Suomen pääomamarkkinat piristyivät merkittävästi vuonna 2025, ja Helsingin pörssi on seurannut maailmanlaajuista nousumarkkinaa. Myös kiinteistösektorilla alkaa pohja olla näkyvissä, mikä tukee sijoittajien sentimenttiä. Näemmekin selvät edellytykset varainhoitomarkkinan kasvun kiihtymiselle seuraavan 12kk aikana. Pitkän aikavälin näkymät ovat hyvät vahvojen rakenteellisten kasvuajurien ansiosta.

Korkojen noustua jälleen relevantiksi omaisuusluokaksi markkina on normalisoitunut, mikä on hillinnyt vaihtoehtoisten sijoitusten aiempaa ylikuumenemista. Vaikka vaihtoehtoiset tuotteet ovat keskeinen osa sijoitussalkkua, korkojen nousu kiristää kilpailua ja korostaa tuotteiden laatua. Korkojen merkitys UB:lle on hyvin rajallinen, ja näin ollen korkojen nousu on painanut UB:n lyhyen aikavälin kasvunäkymiä vaihtoehtoisten tuotteiden heikentyneen kysynnän johdosta.

Ennustemuutokset ja yhteenveto

Olemme tehneet ennusteisiimme paljon pieniä muutoksia, mutta konsernitasolla muutokset ovat jääneet pieniksi.

Tuottopalkkioiden osalta luottamuksemme ennusteitamme kohtaan on kuitenkin noussut, sillä laskelmiemme mukaan sekä UB Metsä että UB Uusiutuva Energia ovat tuottopalkkioiden laskentatapansa johdosta käytännössä taattuja tuottamaan vahvoja tuottopalkkioita lähivuosina. Lisäksi myös suljetun NFF 3-rahaston pitäisi tehdä hyviä tuottopalkkioita lähivuosina, sillä rahasto on kirjannut korkeista varovaisuusperiaatteista huolimatta jo +10 MEUR:n tuottopalkkiot, jotka realisoituvat lopulta irtaantumisen yhteydessä. Pitkällä aikavälillä tuottopalkkioihin liittyy luonnollisesti edelleen merkittävää epävarmuutta, sillä ne tulevat vain yksittäisistä tuotteista.

Kokonaisuutena odotamme yhtiön uusmyynnin kääntyvän selvään kasvuun 2026 aikana, ja tämän kasvun kiihtyvän

lähivuosina. Kasvun moottorina toimivat vaihtoehtorahastot sekä Omaisuudenhoito. Suurin epävarmuus ennusteissa liittyy lyhyellä aikavälillä vaihtoehtorahastojen kysyntään. 2026 tuloskasvu antaa vielä odottaa itseään, mutta 2027 alkaen se kiihtyy merkittävästi. Kokonaisuutena ennustamme 2025-29 ~15 %:n EPS kasvua per vuosi.

Tuloksen mix paranee ennusteissamme selvästi ja jatkuvien palkkioiden osuus nousee nykyisestä noin 60 %:sta yli 70 %:iin 2029. Myös tuottopalkkioiden osuus yhtiön tuloksesta laskee nykyisestä lähes 80 %:sta noin 40 %:iin. Tämä on erittäin tärkeää, sillä se parantaa yhtiön ennustettavuutta ja laskee riskiprofiilia. Sijoittajien on syytä huomata, että ennusteemme jatkuvien ja ei-jatkuvien tuottojen jakaumasta poikkeavat hieman UB:n omasta raportoinnista. UB käsittelee omassa raportoinnissa tuottosidonnaiset palkkiot jatkuvina palkkioina, kun taas omat tulkintamme käsittelevät nämä kertatuottoina.

Ennustemuutokset	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	60,7	61,4	1 %	67,0	67,1	0 %	73,3	74,4	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	17,4	17,7	2 %	20,9	20,9	0 %	26,6	25,8	-3 %
Liikevoitto	17,4	17,7	2 %	20,9	20,9	0 %	26,6	25,8	-3 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,19	1,19	0 %	1,46	1,45	-1 %	1,87	1,79	-4 %
Osakekohtainen osinko	1,20	1,20	0 %	1,25	1,30	4 %	1,35	1,45	7 %

Lähde: Inderes



Ennusteet 2/4

2026 tulos polkee paikallaan

UB on ohjeistanut operatiivisen liikevoittonsa asettuvan lähelle tai kasvavan vuodesta 2025. Näkemyksemme mukaan keskeinen epävarmuus ennusteissa liittyy tuottopalkkioihin. Vaikka tuottopalkkiota on varmuudella tulossa vähintään kohtuullinen määrä, riippuu tarkka määrä totta kai kärkirahastojen kehityksestä.

UB lähtee vuoteen erinomaisista lähtökohdista. Hallinnoitavat varat ovat ennätyskorkealla, sentimentti on parantunut selvästi ja yhtiön myyntikone on vahvistunut selvästi viime vuosina.

Vaihtoehtorahastojen osalta odotamme uusmyynnin piristyvän 2026 aikana, kun pahimmat kysyntähaasteet alkavat helpottaa (kasvavat irtaantumiset, ylliallokaatioiden purkautuminen yms.). Kiinteistörahastojen osalta haasteet kuitenkin jatkuvat Suomessa ja 2026 vaihtoehtorahastojen kasvu onkin metsärahausten sekä uusien PE-tuotteiden harteilla. Täyden valtakirjan varainhoidon myynti jatkaa vahvaa kehitystään. Myös Fourtonin hankinta tukee perinteisten rahastopalkkioiden kasvua. Kokonaisuutena ennustamme jatkuvien palkkioiden kasvavan 11 %:lla. Tuottopalkkiot säilyvät suunnilleen vertailukauden vahvalla tasolla ja investointipankin pitäisi parantaa juoksuaan markkinan piristymisen myötä. Konsernin liikevaihdon ennustamme kasvavan noin 8 %:lla. Tuloskasvu jää kuitenkin vaisuksi, sillä yhtiö tekee suunniteltuja kasvuinvestointeja. Käytännössä nämä investoinnit tarkoittavat rekrytointeja liittyen uusiin tuotteisiin sekä myyntihenkilöstöön. Uskomme yhtiön kasvattavan panostuksiaan etenkin KV-myyntiin, ja tässä toivottavaa olisi paikallisen läsnäolon lisääminen, sillä nykyinen agenttimalli ei ole tuonut toivottavia tuloksia.

Liikevoittomarginaali on 2025 tasolla lievästi alle 30 %:ssa.

Taso on mielestämme kohtuullinen, mutta on selvää, että UB:llä on edellytykset selvästi tätä korkeampaan tasoon.

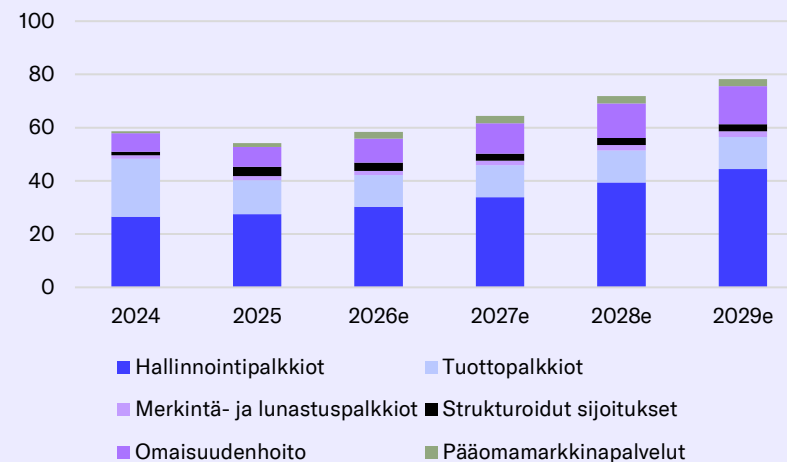
Vaikka osinkoennusteemme on alle 2026 EPS-ennusteemme, pidämme käytännössä varmana, että yhtiö korottaa osinkoaan. Yhtiö haluaa varmasti pitää osinkonsa kasvussa ja tarvittaessa tukea sitä vahvalla taseellaan. Tähän yhtiöllä on hyvät edellytykset taseen reippaasta liikkumavarasta johtuen. Mielestämme osingon leikkaus yhden heikomman vuoden perusteella olisi jopa hölmöä, sillä samalla se katkaisisi yhtiön jo kahdeksan vuotta jatkaneen osingon kasvuputken.

2027 tulos lähtee merkittävään kasvuun

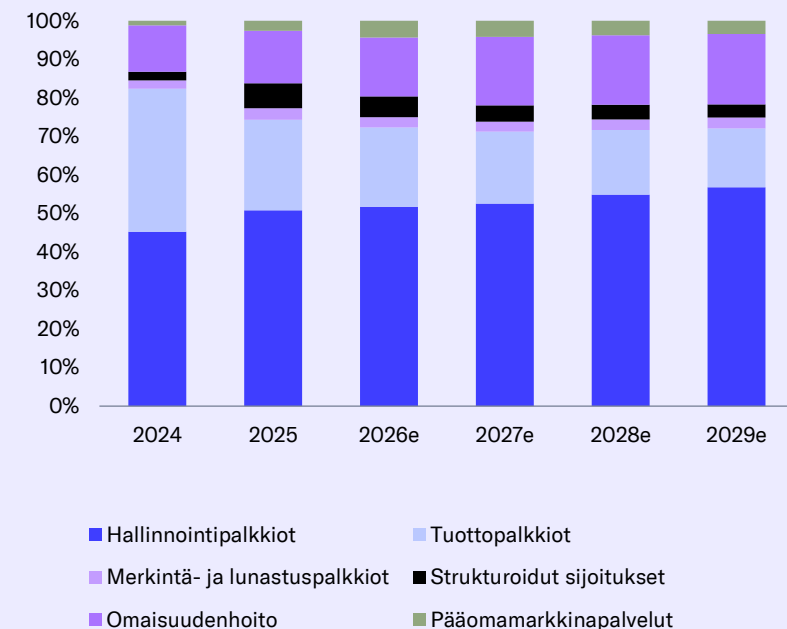
2027 ennustamme UB:n liikevaihdon lähtevän selvästi vahvempaan kasvuun. Keskeinen ajuri tässä on vaihtoehtorahastojen H2'26 alkaen piristynyt myynti, mikä alkaa näkyä numeroissa yhä vahvemmin. Ennustamme keihäänkärkirahastojen nettomerkintöjen nousevan yli 200 MEUR:oon, joka on mielestämme jo erinomainen taso. Myös täyden valtakirjan varainhoito jatkaa vahvaa kehitystään. Tuottopalkkiot säilyvät 2026 vahvalla tasolla, ja ne tulevat pääosin metsärahaustoista. Konsernin liikevaihto kasvaa kokonaisuutena noin 10 %:lla, ja se tulee käytännössä täysin jatkuvista palkkioista. Tulosvipu alkaa lyödä läpi kunnolla 2027 liikevaihdon kasvun kiihtyessä ja ennustamme tuloksen kasvavan yli 20 %:lla. Tulosvipu on yli 50 %, joka on linjassa yhtiön historiallisten tasojen kanssa. Korkeampi tulosvipu on mielestämme realistinen, mikäli liikevaihto kasvaa odotuksia nopeammin.

Reippaamman tuloskasvun myötä yhtiöllä olisi varaa reippaampaankin osingon korotukseen, mutta odotamme osingon nousevan maltillisesti 1,30 euroon.

Palkkioiden kehitys (MEUR)



Palkkiotuottojen jakauma (MEUR)



Ennusteet 3/4

2028 alkaen uusmyynti määrittää kasvun kulmakertoimen

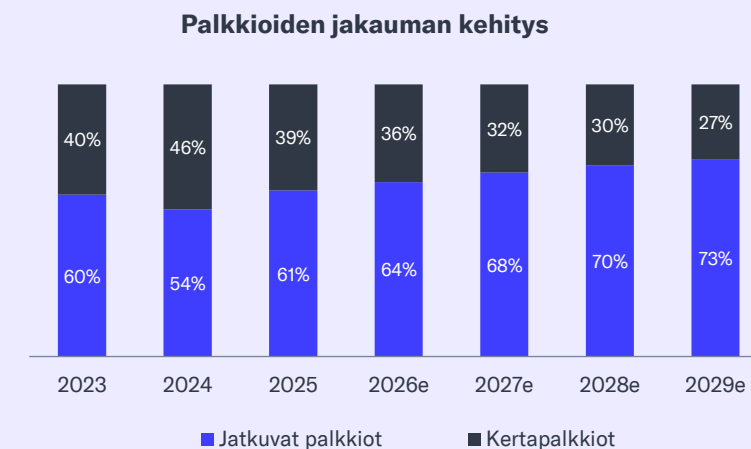
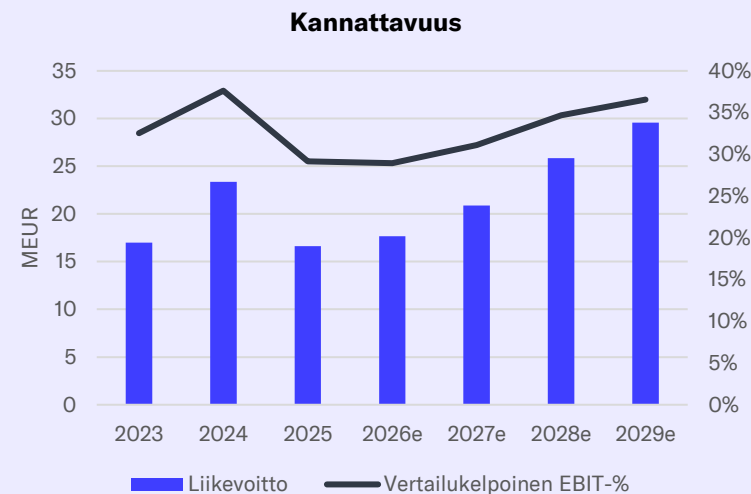
2028 alkaen keskeinen kysymys UB:n tulosenennusteissa on vaihtoehtorahastojen myyntivolyymi sekä tuottopalkkiot. Vaihtoehtorahastojen osalta ennusteemme odottavat vahvaa 200-250 MEUR:n vuosittaista nettomyyntiä, ja yhtiö on yltänyt tänne vain yksittäisinä vuosina historiassa. Mielestämme selvästi tätä korkeampi taso vaatisi todennäköisesti selkeää läpimurtoa kansainvälisillä markkinoilla tai vaihtoehtojen kysyntätilanteen merkittävää parantumista. Täyden valtakirjan varainhoito jatkaa vahvaa kasvuaan, ja tähän liittyy vain vähän riskiä.

Tuottopalkkioiden osalta odotamme tason olevan linjassa edellisvuosien kanssa. Ennustettavuus heikkenee kuitenkin vuosi vuodelta, sillä tuottopalkkiot tulevat vain muutamasta rahastosta. Huomautamme, että ennustamme UB:n irtautuvan NFF3 -rahastosta 2028, mutta odotamme sen kykenevän rullaamaan pääomat seuraavaan suljettuun metsärahastoon lähes täysimääräisesti. NFF3:sta tullaan varmuudella kirjaamaan isot tuottopalkkiot, mutta ennustamme niiden realisoituvan tasaisesti lähivuosien aikana yhden isomman kertatuoton sijaan. Kokonaisuutena pidämme yli 10 MEUR/v tasolla säilyviä tuottopalkkioita yhtiöltä vahvana suorituksena.

Hahmottelemallamme potentiaalilla UB:n vuotuinen jatkuvien palkkioiden kasvu olisi 5-6 MEUR:n tuntumassa, joka tarkoittaisi puolestaan noin 15 %:n jatkuvien palkkioiden kasvua vuodessa. Korkean tulosvivun (~60 %) ansiosta tämä tarkoittaa noin 4 MEUR:n vuotuista tuloskasvua, mikä vastaavasti tarkoittaa konsernitasolla ~15 %:n vuotuista tuloskasvua. Liikevoittomarginaali nousee ennusteissamme 37 %:iin 2029.

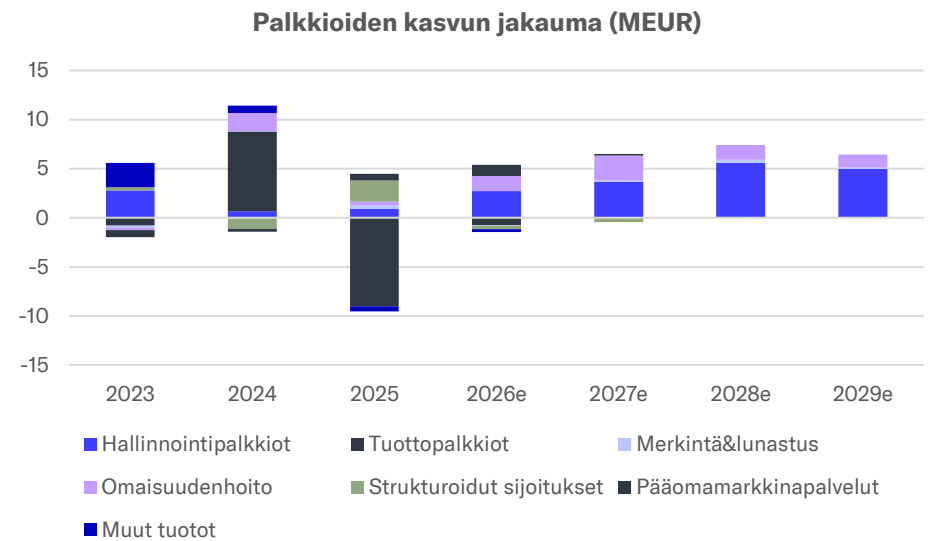
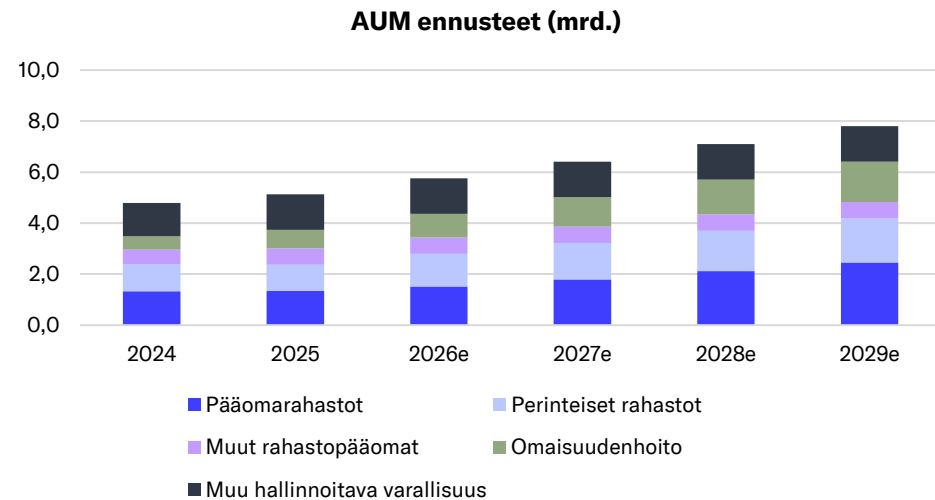
Osinko pysyy tasaisella kasvu-uralla ja pidämme hyvin

mahdollisena, että yhtiö jakaa 2028 tuloksestaan lisäosinkoa, kun NFF3-rahaston tuottopalkkiosaamiset purkautuvat ja paisuttavat kassaa.



Ennusteet 4/4

MEUR	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Palkkiotuotot	49,4	58,7	54,1	58,4	64,4	71,8	78,3
Rahastot	40,8	49,6	41,8	43,8	47,6	53,5	58,6
Hallinnointipalkkiot	25,9	26,6	27,5	30,2	33,9	39,4	44,4
Tuottopalkkiot	13,6	21,8	12,7	12,0	12,0	12,0	12,0
Merkintä&lunastus	1,3	1,3	1,6	1,5	1,7	2,0	2,2
Omaisuu denhoito	5,2	7,0	7,4	8,9	11,4	13,0	14,3
Strukturoidut sijoitukset	2,5	1,3	3,5	3,2	2,7	2,7	2,7
Pääomamarkkinapalvelut	1,0	0,7	1,4	2,5	2,7	2,7	2,7
Muut tuotot	2,7	3,5	2,9	2,6	2,6	2,6	2,6
Sijoituspalvelutoiminnan tuotot	52,2	62,1	57,1	61,0	67,1	74,5	80,9
Palkkiokulut	-4,8	-5,2	-5,1	-5,6	-6,1	-6,7	-7,1
Nettopalkkiotuotot	47,3	56,9	52,0	55,4	60,9	67,8	73,8
Henkilöstökulut	-19,0	-21,0	-22,2	-24,5	-26,1	-27,9	-29,7
Muut kulut	-11,4	-12,5	-13,2	-13,3	-13,9	-14,1	-14,6
Liikevoitto	17,0	23,4	16,6	17,7	20,9	25,8	29,6
Kertaerät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertailukelpoinen EBIT-%	32,6 %	37,6 %	29,2 %	28,9 %	31,1 %	34,7 %	36,6 %
Henkilöstökulut/työntekijä (tEUR)	-119	-130	-135	-142	-148	-153	-159
Henkilöstömäärä (FTE)	160	161	165	172	177	182	187
Hallinnoitava varallisuus (MEUR)	4585	4787	5135	5756	6406	7105	7807
Pääomarahastot	1409	1326	1340	1511	1792	2120	2452
Perinteiset rahastot	845	1070	1035	1285	1435	1585	1735
Muut rahastopääomat	635	564	640	640	640	640	640
Omaisuu denhoito	367	529	724	924	1144	1364	1584
Muu hallinnoitava varallisuus	1330	1298	1396	1396	1396	1396	1396



Arvonmääritys 1/4

Yhteenveto arvostuksesta

UB:lle on tarjolla erinomainen verrokkiryhmä Helsingin pörssistä. Nämä kotimaiset sijoituspalveluyhtiöt kilpailevat samoilla markkinoilla, samankaltaisilla tuotteilla, samoista asiakkaista sekä samoista osaajista. Näin ollen tämä verrokkiryhmä tarjoaa mielestämme erittäin hyvän pohjan UB:n käypää arvoa haarukoitaessa. Verrokkiryhmään perustuvan arvostuksen lisäksi olemme tarkastelleet UB:n arvostusta hyväksyttävien arvostuskertoimien, kassavirtamallin sekä hallinnoitavien pääomien arvon kautta.

UB:n osake on lentänyt vaakalentoa viimeiset kaksi vuotta, eli sen saman ajan, kun yhtiön hallinnointipalkkioiden kasvu on hidastunut oleellisesti myynnin mixin heikentymisen johdosta. Mielestämme tämä alleviivaa hyvin sitä, miten keskeistä uusmyynnin veto on UB:n osakekurssille.

UB:n sijoittajatarina on parantunut merkittävästi viimevuosien aikana. Yhtiön positio kotimaisessa varainhoitokentässä on kiistatta parantunut, ja yhtiöstä on kuoriutunut laadukas varainhoitotalo. Koska yhtiö on kiistatta parempi yhtiö kuin esimerkiksi 5 tai 10 vuotta sitten, voitaisi sitä perustellusti hinnoitella historiallisia tasoja korkeammilla kertoimilla. Sijoittajatarinan keskeisenä haasteena on kuitenkin tuottopalkkioiden merkittävä osuus tuloksesta, mikä painaa hyväksyttävää arvostustasoa.

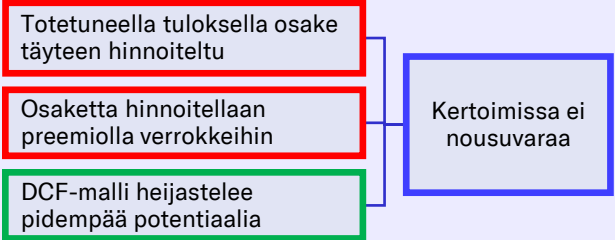
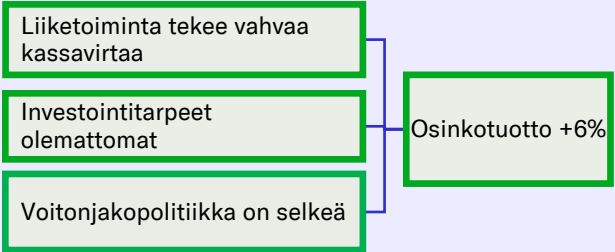
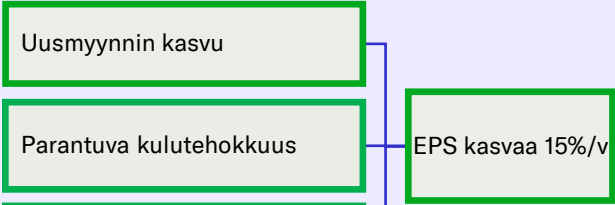
Eri arvonmääritysmenetelmämme antavat hyvin samankaltaisia tuloksia. Lyhyellä aikavälillä osake vaikuttaa oikein hinnoitellulta, ja kertoimissa on vaikea nähdä nousuvaraa. Vastaavasti pidemmällä aikavälillä osakkeessa on merkittävää potentiaalia niin tuloskasvun kuin hyväksyttävän arvostustason nousun myötä. Ennusteidemme toteutuessa on osakkeen +3v tuotto-odotus mielestämme erittäin hyvä.

Kuitenkin huomautamme, että ennusteesimme odottavat yhtiöltä merkittävää tuloskasvua lähivuosilta, ja tähän yltääkseen pitää yhtiön uusmyynnin nousta seuraavalle tasolle. Lisäksi tuottopalkkioiden pitää kestää nykyisellä erinomaisella tasolla. Näin ollen rima alkaa olla jo varsin korkealla, etenkin kun arvostuskertoimet ovat hiipineet ylöspäin ja toteutuneella tuloksella osaketta hinnoitellaan reippaasti yli sen historiallisten tasojen.

Lyhyellä aikavälillä meidän onkin vaikea nähdä osakkeessa ajureita ylöspäin, sillä reippaampi tuloskasvu antaa vielä toistaiseksi odottaa itseään.

Osaketuoton ajurit 2025-2029e

Positiivien Neutraali Negatiivinen



Osakkeen tuotto-odotus 10-15 % per vuosi, mutta tuotto on hyvin takapainotteinen

Arvonmääritys 2/4

Absoluuttiset arvostuskertoimet

UB on historiallisesti hinnoiteltu 13-14x P/E-kertoimilla, mikä on linjassa verrokkiryhmän pitkän aikavälin tasojen kanssa (graafit sivulla 39). Keskeinen UB:n arvostusta painava tekijä on luonnollisesti sen tuloksen heikko mix. Tulos on edelleen hyvin riippuvainen yksittäisten rahastojen tuottopalkkioista, ja tästä oikaistuna tulos on vaatimaton. Vaikka lyhyen aikavälin näkyvyys näihin tuottopalkkioihin onkin hyvä, on pidemmän aikavälin epävarmuus huomattava. Tämä painaa yhtiön hyväksyttävää arvostustasoa selvästi. Vaikka UB onkin yhtiönä parantunut selvästi viimeisen 5v aikana, on tuottopalkkioiden osuus tuloksesta säilynyt erittäin korkealla. Näin pidämmekin yhtiön hyväksyttävänä arvostustasona suunnilleen sen historiallisia tasoja. Mikäli yhtiön tuloksen mix paranisi ja tuottopalkkioihin liittyvä riski laskisi, nousisi hyväksyttävä arvostus välittömästi ja mielestämme yhtiölle voisi hyväksyä helposti 15-16x P/E-kertoimen.

2025-2026 tulosestimaattiemme UB:n tulosperustainen arvostus on noin 15-17x, mikä on tuloksen heikko mix huomioon ottaen korkeahko taso UB:lle. Mielestämme onkin selvää, että nykyisissä kertoimissa ei ole nousuvaraa, ja osakkeenomistajien tuoton pitää tulla tuloskasvusta. Tulokasvun käynnistyessä kertoimet painuvat nopeasti hyvinkin houkutteleviksi, ja muutaman vuoden eteenpäin katsova arvostustaso onkin jo hyvin edullinen.

Verrokkiryhmä

Suhteellista arvostusta haarukoidessa painotamme P/E-kertoimia ja osinkotuottoa. EV-pohjaiset kertoimet eivät toimi hyvin monille verrokeille (mm. vähemmistöjen tulososuudet, erot taserakenteissa yms.), emmekä pidä niiden käyttöä järkevänä.

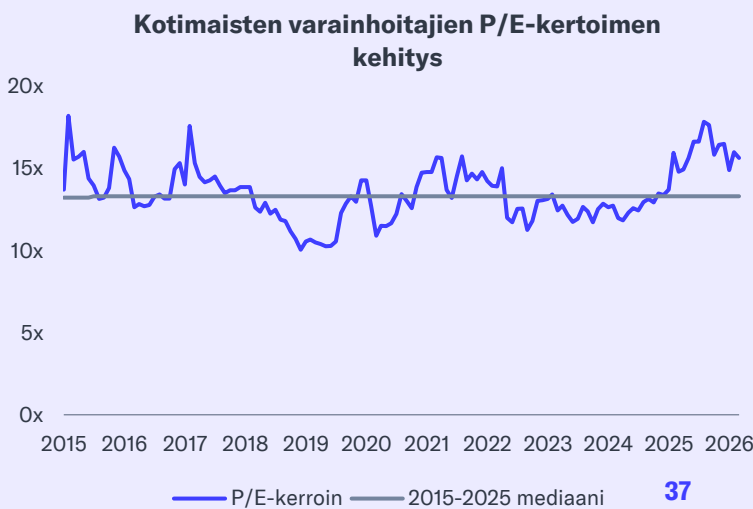
Tällä hetkellä UB:tä hinnoitellaan tulosperustaisesti 2026 osalta preemiolla ja 2027 osalta neutraalisti suhteessa verrokkiryhmään. Meidän on nykytilanteessa vaikea keksiä

syitä miksi UB ansaitsisi verrokkiryhmää korkeammat tai alhaisemmat arvostuskertoimet, ja pidämmekin verrokkien kanssa linjassa olevaa arvostustasoa hyvänä lähtökohtana. Tämä tukee niin ikään näkemystämme osakkeen oikeasta hinnoittelusta. Luonnollisesti, mikäli tulokseen liittyvä riskitaso laskisi, voitaisi UB:lle mielestämme perustella historiallisia tasoja korkeampi arvostus, sillä yhtiö on kiistatta monella tapaa merkittävästi parempi yhtiö, kun esimerkiksi 10 vuotta sitten.

Kokonaisuutena absoluuttiset kertoimet puhuvat samaa kieltä kuin verrokkiarvostus. Osake on tällä hetkellä oikein hinnoiteltu, ja kertoimissa on vaikea nähdä nousuvaraa.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2026e
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	
Alexandria	118	104	7,4	7,1	1,8	1,7	11,6	11,1	8,0	8,4	3,0
Aktia	930						11,3	10,4	6,5	7,1	1,4
CapMan	323	338	9,2	6,7	4,6	3,8	12,0	9,8	7,1	7,7	1,6
eQ	438	409	11,9	11,4	5,9	5,6	16,2	15,3	6,2	6,7	5,8
Evli	634	605	10,7	9,9	4,7	4,5	15,7	14,2	5,5	5,9	3,7
Taaleri	204	158	4,8	4,7	2,6	2,3	9,0	8,5	5,6	6,1	0,9
Titanium	77	64	10,7	14,0	3,2	3,3	15,6	19,5	6,1	5,0	5,1
Mandatum	3354	3218	18,1	18,3	17,7	17,8	23,5	21,5	12,8	8,6	3,9
United Bankers (Inderes)	222	216	12,4	10,4	3,6	3,2	16,7	13,8	6,0	6,5	3,6
Keskiarvo			10,4	10,3	5,8	5,6	14,4	13,8	7,2	6,9	3,2
Mediaani			10,7	9,9	4,6	3,8	13,8	12,7	6,3	6,9	3,4
Erotus-% vrt. mediaani			17 %	5 %	-22 %	-15 %	21 %	9 %	-5 %	-6 %	6 %

Lähde: Refinitiv / Inderes



Arvonmääritys 3/4

DCF-malli

DCF-malli toimii UB:lle hyvin, sillä yhtiön liiketoiminta on pitkällä aikavälillä hyvin ennustettavaa, investointitarpeet ovat olemattomat ja tase on kevyt. Ennusteemme odottavat UB:ltä merkittävää tuloskasvua 2029 asti, jonka jälkeen tuloskasvu tasaantuu varovaisuusperiaatteidemme mukaisesti. Oikaistu liikevoittomarginaali laskee asteittain 2029 37 %:sta 31 %:iin terminaalijaksolla. Mielestämme varovaisuus tässä on perusteltua, sillä ilman tuottopalkkioita on nykyinen kannattavuus kaukana 31 %:sta. Vastaavasti kasvustrategian onnistuessa UB:llä on kaikki edellytykset yltää kestävästi selvästi tätä korkeampiinkin tasoihin.

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 tästä eteenpäin. Sovellamme UB:lle 10,0 %:n tuottovaatimusta (WACC), mikä on linjassa verrokkiryhmän keskiarvon (9,9 %) kanssa. Myös tuottovaatimuksessa heijastuu tuottopalkkioiden nostama riskiprofiili ja mikäli tuloksen mix olisi parempi, voisi WACC olla helposti alhaisempi. Jos tuottovaatimus olisi 0,5-1,0 % alhaisempi, arvo olisi 25-27 euroa.

Kokonaisuutena DCF-malli antaa mielestämme oikean kuvan yhtiön potentiaalista, mutta huomautamme samalla että nykyinen tulostaso on reippaasti alle tämän potentiaalin.

Hallinnoitavan varallisuuden arvo

Viimeisenä arvostusmenetelmänä olemme käyttäneet UB:n hallinnoitavaa varallisuutta (AUM). AUM:n arvo vaihtelee merkittävästi riippuen sen tuottamasta palkkiotasosta ja pääomien pysyvyyteen liittyvästä riskistä. Karkeana yleistyksenä valtaosa AUM:sta hinnoitellaan 1–5 %:n

arvoiseksi, mikä on linjassa historiallisten yrityskauppojen kanssa. Olemme käyttäneet poikkeuksellisesti vuoden lopun pääomia, mikä huomioi osittain kiinteistörahojen tulevia lunastuksia.

Perinteisissä sijoitusrahastoissa ja muissa rahastoissa (2025: ~1700 MEUR) olemme soveltaneet 2 %:n arvokerrointa. Yhtiön omien rahastojen palkkiotasot ovat terveet, mutta Muut rahastopääomat ovat palkkiorakenteeltaan heikompia, ja tämä painaa hyväksyttävää kerrointa.

Pääomarahastot: (2025: ~1340 MEUR) olemme hinnoitelleet 7 %:n kertoimella, joka on korkeimmasta päästä verrokkiyhtiöiden pääomarahastoista. Taso on korkea, mutta rahastojen vahva palkkiotaso sekä huomattava tuottopalkkiopotentiali nostaa tätä. Pääomarahastot ovatkin ylivoimaisesti UB:n arvokkain osa.

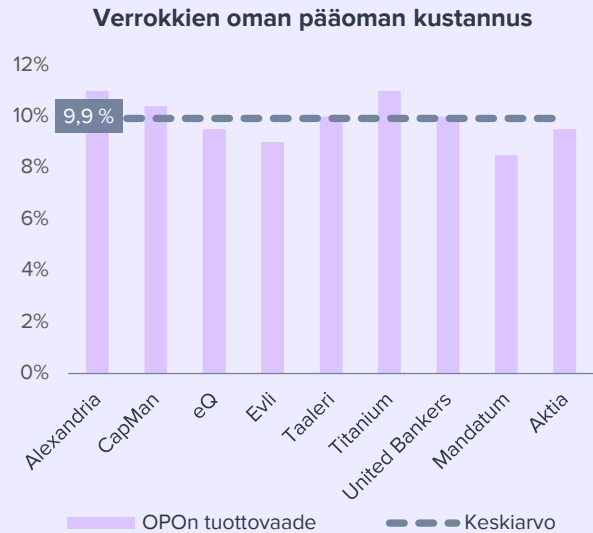
OmaisuuDENhoito (2025: ~740 MEUR) olemme hinnoitelleet 4 %:n kertoimella. Taso heijastelee OmaisuuDENhoidosta saatavaa vahvaa palkkiorakennetta ja korkeaa pysyvyyttä.

Muut hallinnoitavat pääomat (2025: ~1400 MEUR) olemme hinnoitelleet matalalla 0,5 %:n tasolla, sillä ne tuottavat vain rajallista ei-jatkuvaa palkkiota.

Kokonaisuutena laskelmamme antaa UB:n AUM-pohjaiseksi arvoksi noin 170 MEUR. Investointipankki ja konsernikulut karkeasti netottavat toisensa. Taseen sijoitussalkku (22 MEUR) sekä metsän tuottopalkkiot huomioiva käteinen (16 MEUR) huomioiden olisi UB:n AUM-pohjainen arvo noin 200-210 MEUR, eli 18-19 euroa. Mielestämme AUM-pohjainen hinta tukeekin näkemystämme osakkeen oikeasta hinnoittelusta.

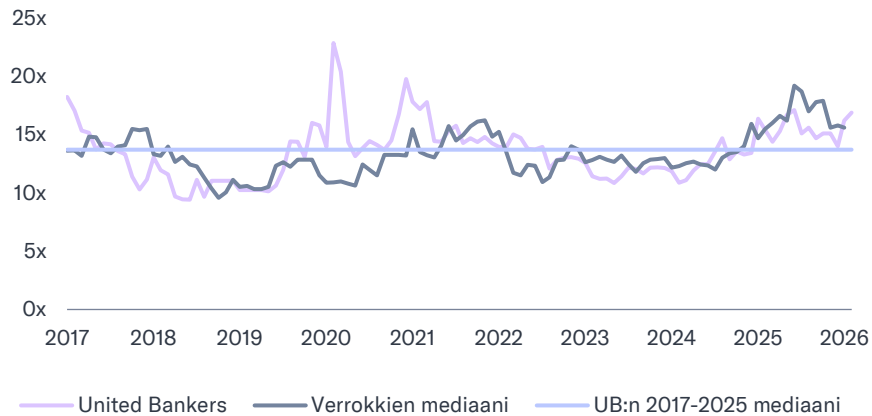
	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	19,5	19,5	19,5
Osakemäärä, milj. kpl	11,0	11,1	11,2
Markkina-arvo	215	217	219
Yritysarvo (EV)	215	212	206
P/E (oik.)	16,4	13,5	10,9
P/E	16,4	13,5	10,9
P/B	3,5	3,4	3,1
P/S	3,5	3,2	2,9
EV/Liikevaihto	3,5	3,2	2,8
EV/EBITDA	10,4	8,9	7,1
EV/EBIT (oik.)	12,2	10,2	8,0
Osinko/tulos (%)	100,8 %	89,9 %	81,2 %
Osinkotuotto-%	6,2 %	6,7 %	7,4 %

Lähde: Inderes

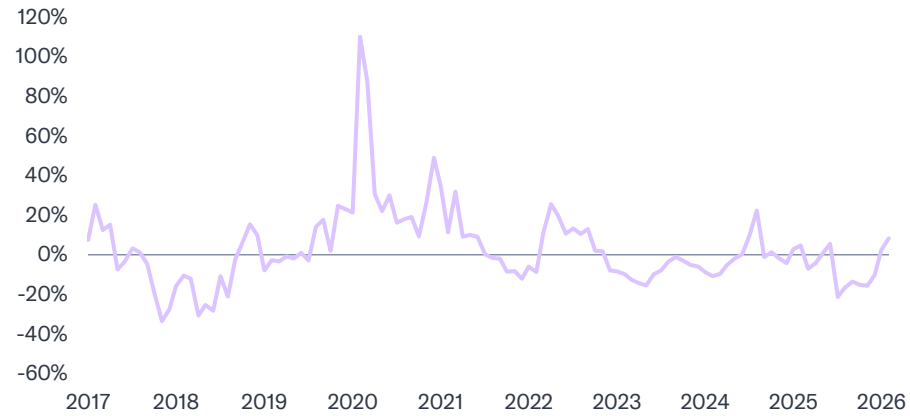


Arvonmääritys 4/4

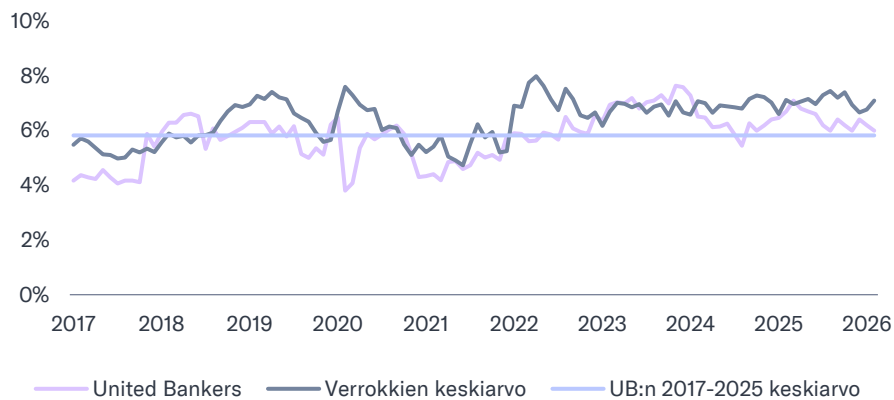
United Bankersin ja verrokkien P/E-kerroin



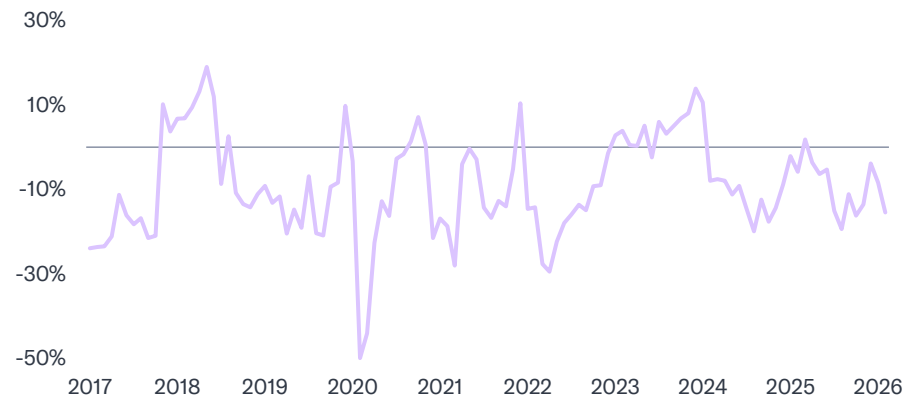
United Bankersin P/E-kerroin vs. verrokkien mediaani



United Bankersin ja verrokkien osinkotuotto-%



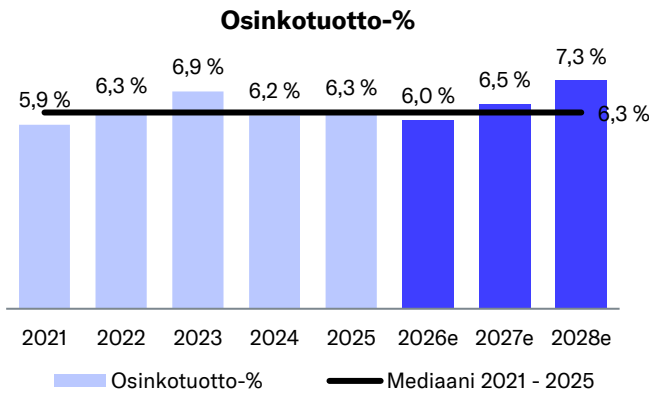
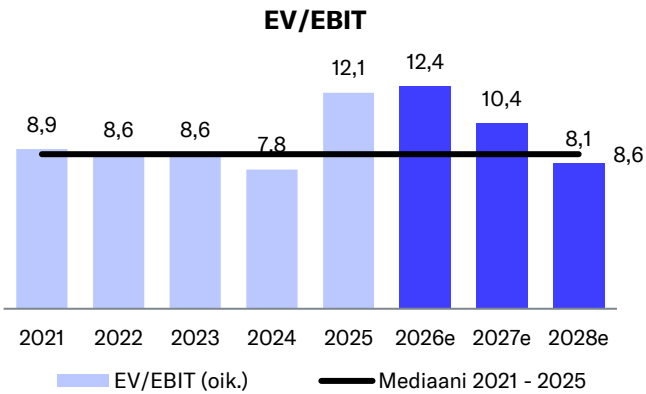
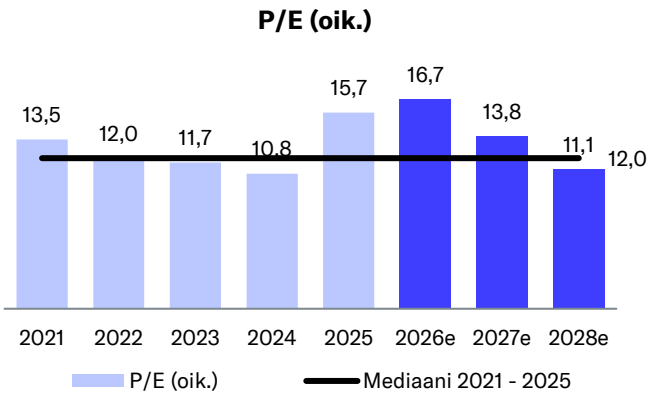
United Bankersin osinkotuotto-% vs. verrokkien keskiarvo



Arvostustaulukko

	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	13,6	14,2	14,4	17,8	18,5	19,9	19,9	19,9	19,9
Osakemäärä, milj. kpl	10,4	10,6	10,8	10,9	10,9	11,0	11,1	11,2	11,3
Markkina-arvo	141	151	155	195	202	220	222	224	226
Yritysarvo (EV)	129	142	147	182	201	220	216	210	204
P/E (oik.)	13,5	12,0	11,7	10,8	15,7	16,7	13,8	11,1	9,8
P/E	13,7	12,0	11,7	10,8	15,7	16,7	13,8	11,1	9,8
P/B	3,2	3,2	3,0	3,2	3,3	3,6	3,4	3,2	2,9
P/S	3,2	3,1	3,0	3,1	3,5	3,6	3,3	3,0	2,8
EV/Liikevaihto	2,9	2,9	2,8	2,9	3,5	3,6	3,2	2,8	2,5
EV/EBITDA	8,1	7,7	7,6	7,0	10,2	10,6	9,1	7,3	6,3
EV/EBIT (oik.)	8,9	8,6	8,6	7,8	12,1	12,4	10,4	8,1	6,9
Osinko/tulos (%)	80,3 %	76,4 %	81,1 %	66,7 %	98,1 %	100,8 %	89,9 %	81,2 %	85,0 %
Osinkotuotto-%	5,9 %	6,3 %	6,9 %	6,2 %	6,3 %	6,0 %	6,5 %	7,3 %	8,7 %

Lähde: Inderes



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

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Alexandria	118	104	7,4	7,1	6,4	6,0	1,8	1,7	11,6	11,1	8,0	8,4	3,0
Aktia	930								11,3	10,4	6,5	7,1	1,4
CapMan	323	338	9,2	6,7	9,0	6,6	4,6	3,8	12,0	9,8	7,1	7,7	1,6
eQ	438	409	11,9	11,4	11,5	11,0	5,9	5,6	16,2	15,3	6,2	6,7	5,8
Evli	634	605	10,7	9,9	10,1	9,4	4,7	4,5	15,7	14,2	5,5	5,9	3,7
Taaleri	204	158	4,8	4,7	4,7	4,6	2,6	2,3	9,0	8,5	5,6	6,1	0,9
Titanium	77	64	10,7	14,0	9,7	12,2	3,2	3,3	15,6	19,5	6,1	5,0	5,1
Mandatum	3354	3218	18,1	18,3	18,1	18,3	17,7	17,8	23,5	21,5	12,8	8,6	3,9
United Bankers (Inderes)	222	216	12,4	10,4	10,6	9,1	3,6	3,2	16,7	13,8	6,0	6,5	3,6
Keskiarvo			10,4	10,3	9,9	9,7	5,8	5,6	14,4	13,8	7,2	6,9	3,2
Mediaani			10,7	9,9	9,7	9,4	4,6	3,8	13,8	12,7	6,3	6,9	3,4
Erotus-% vrt. mediaani			17 %	5 %	10 %	-3 %	-22 %	-15 %	21 %	9 %	-5 %	-6 %	6 %

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	29,9	31,5	61,4	67,1	74,4	80,8
Käyttökate	26,1	10,3	9,3	19,6	9,9	10,7	20,7	23,7	28,8	32,2
Poistot ja arvonalennukset	-2,7	-1,5	-1,5	-3,0	-1,5	-1,5	-3,0	-2,9	-3,0	-2,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	23,4	8,8	7,8	16,6	8,4	9,2	17,7	20,9	25,8	29,6
Liikevoitto	23,4	8,8	7,8	16,6	8,4	9,2	17,7	20,9	25,8	29,6
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	8,4	9,2	17,7	20,9	25,8	29,6
Verot	-4,9	-1,8	-1,7	-3,5	-1,8	-1,9	-3,7	-4,0	-4,9	-5,6
Vähemmistöosuudet	-0,4	-0,2	0,0	-0,2	-0,4	-0,4	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9
Nettotulos	18,0	6,8	6,1	12,9	6,3	6,9	13,1	16,1	20,1	23,1
EPS (oikaistu)	1,64	0,62	0,56	1,18	0,57	0,62	1,19	1,45	1,79	2,03
EPS (raportoitu)	1,65	0,62	0,56	1,18	0,57	0,62	1,19	1,45	1,79	2,03

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 %	3,0 %	12,1 %	7,5 %	9,2 %	11,0 %	8,6 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	37,8 %	-34,8 %	-20,6 %	-28,8 %	-4,4 %	17,9 %	6,1 %	18,3 %	23,8 %	14,4 %
Käyttökate-%	42,0 %	35,5 %	33,2 %	34,4 %	33,1 %	34,1 %	33,6 %	35,4 %	38,7 %	39,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	37,6 %	30,3 %	27,9 %	29,1 %	28,1 %	29,3 %	28,7 %	31,1 %	34,7 %	36,6 %
Nettotulos-%	29,0 %	23,5 %	21,7 %	22,6 %	20,9 %	21,9 %	21,4 %	24,0 %	27,0 %	28,5 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	47,0	47,0	50,0	49,3	48,8
Liikearvo	15,6	15,6	18,6	18,6	18,6
Aineettomat hyödykkeet	6,6	5,3	5,2	4,3	3,5
Käyttöomaisuus	2,1	3,7	3,8	4,1	4,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	22,8	22,3	22,3	22,3	22,3
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	41,5	51,6	49,1	44,1	50,4
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	26,3	43,9	35,0	30,0	30,0
Myyntisaamiset	1,8	1,4	1,8	2,0	2,2
Likvidit varat	13,3	6,4	12,3	12,1	18,2
Taseen loppusumma	88,5	98,6	99,1	93,4	99,2

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	61,4	61,7	63,0	66,6	73,1
Osakepääoma	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Kertyneet voittovarot	35,3	35,5	36,0	38,8	44,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	20,3	20,4	20,4	20,4	20,4
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,3	0,3	1,1	1,9	2,8
Pitkäaikaiset velat	1,8	2,3	2,3	2,3	2,3
Laskennalliset verovelat	1,8	2,3	2,3	2,3	2,3
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	25,2	34,6	33,8	24,5	23,8
Korolliset velat	0,0	0,0	7,2	1,9	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	12,6	9,5	10,4	11,4	12,7
Muut lyhytaikaiset velat	12,6	25,0	16,2	11,2	11,2
Taseen loppusumma	88,4	98,6	99,1	93,4	99,2

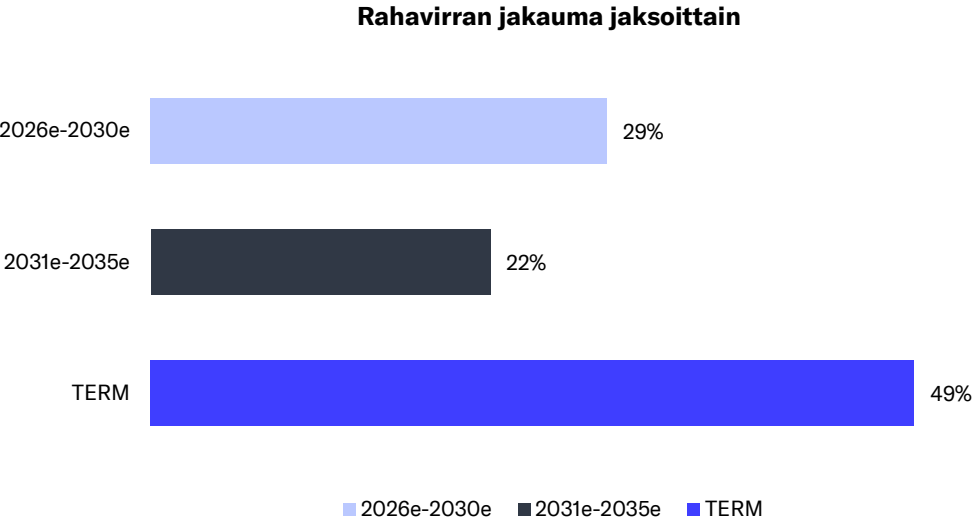
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-8,0 %	7,5 %	9,2 %	11,0 %	8,6 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	29,1 %	28,7 %	31,1 %	34,7 %	36,6 %	35,0 %	34,0 %	33,0 %	32,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %
Liikevoitto	16,6	17,7	20,9	25,8	29,6	29,1	29,2	29,2	29,1	29,1	29,8	
+ Kokonaispoistot	3,0	3,0	2,9	3,0	2,6	2,6	2,6	2,8	2,9	3,1	3,3	
- Maksetut verot	-3,0	-3,7	-4,0	-4,9	-5,6	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-5,7	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-7,6	0,4	0,8	1,0	0,9	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	
Operatiivinen kassavirta	9,0	17,4	20,6	24,9	27,5	26,5	26,6	26,7	26,9	27,0	27,7	
+ 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	-3,0	-6,0	-2,2	-2,5	-2,7	-2,9	-3,1	-3,3	-3,5	-3,7	-4,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	6,0	11,4	18,3	22,5	24,8	23,6	23,5	23,4	23,4	23,3	23,5	
+/- Muut	-6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	0,0	11,4	18,3	22,5	24,8	23,6	23,5	23,4	23,4	23,3	23,5	321
Diskontattu vapaa kassavirta		10,6	15,4	17,2	17,2	14,9	13,5	12,2	11,1	10,1	9,2	126
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		258	247	232	214	197	182	169	157	145	135	126
Velaton arvo DCF		258										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		6,4										
-Vähemmistöosuus		-5,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		259										
Oman pääoman arvo DCF per osake		23,5										

Pääoman kustannus (WACC)

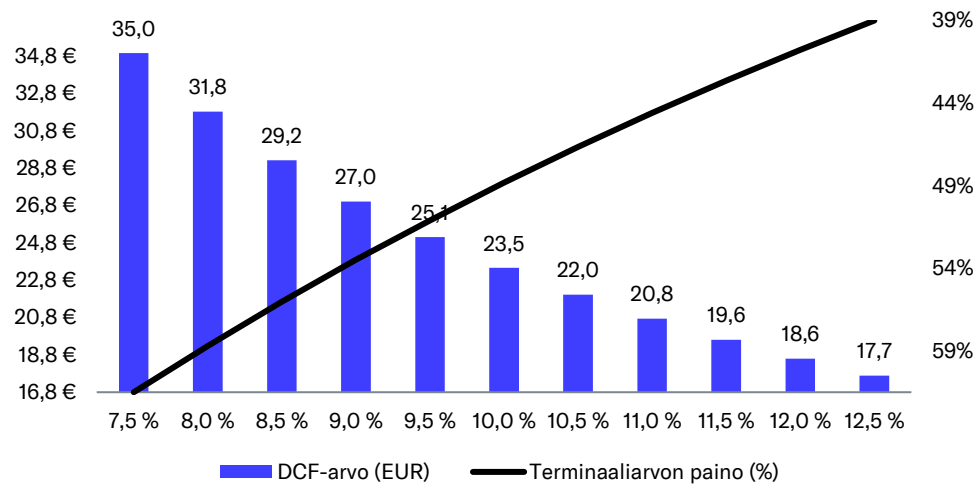
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,80 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,0 %

Lähde: Inderes

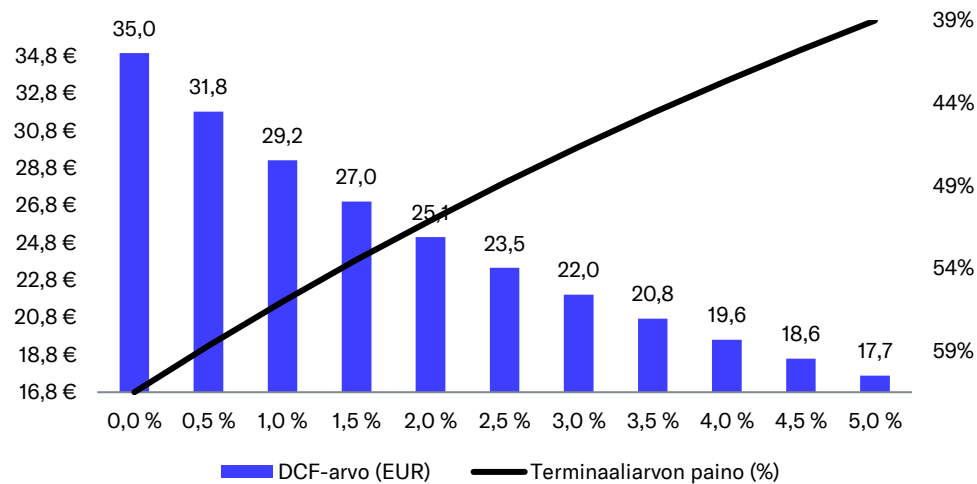


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

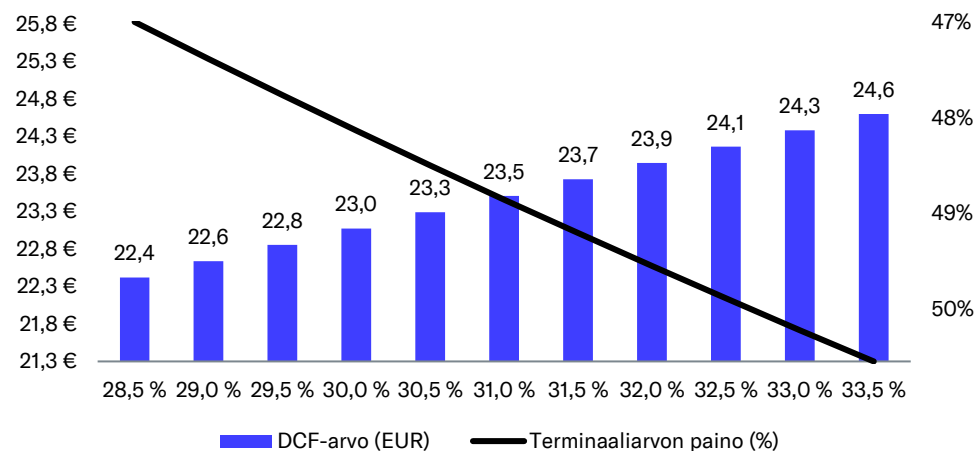
DCF-arvon herkkyyys muutoksille WACC-%:ssa



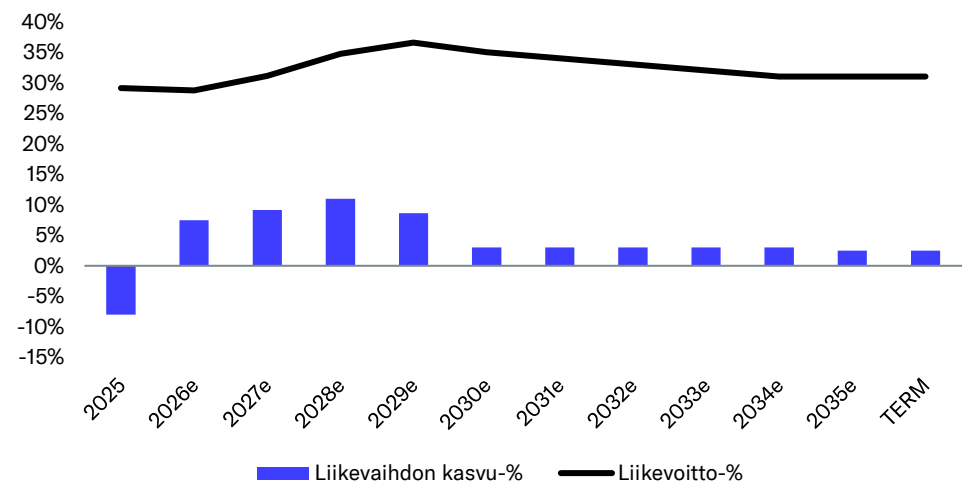
DCF-arvon herkkyyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	52,1	62,1	57,2	61,4	67,1
Käyttökate	19,2	26,1	19,6	20,7	23,7
Liikevoitto	17,0	23,4	16,6	17,7	20,9
Voitto ennen veroja	17,0	23,4	16,6	17,7	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	98,6	99,1	93,4
Oma pääoma	51,6	61,4	61,7	63,0	66,6
Liikearvo	15,6	15,6	15,6	18,6	18,6
Nettovelat	-9,4	-13,3	-6,4	-5,1	-10,2

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	19,2	26,1	19,6	20,7	23,7
Nettokäyttöpääoman muutos	-3,4	9,4	-7,6	0,4	0,8
Operatiivinen kassavirta	13,2	29,4	9,0	17,4	20,6
Investoinnit	-3,0	-16,9	-3,0	-6,0	-2,2
Vapaa kassavirta	10,2	12,4	0,0	11,4	18,3

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	2,8	2,9	3,5	3,6	3,2
EV/EBITDA	7,6	7,0	10,2	10,6	9,1
EV/EBIT (oik.)	8,6	7,8	12,1	12,4	10,4
P/E (oik.)	11,7	10,8	15,7	16,7	13,8
P/B	3,0	3,2	3,3	3,6	3,4
Osinkotuotto-%	6,9 %	6,2 %	6,3 %	6,0 %	6,5 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	1,23	1,65	1,18	1,19	1,45
EPS (oikaistu)	1,23	1,65	1,18	1,19	1,45
Operat. Kassavirta / osake	1,22	2,69	0,82	1,57	1,85
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,94	1,14	0,00	1,03	1,65
Omapääoma / osake	4,75	5,59	5,61	5,60	5,81
Osinko / osake	1,00	1,10	1,16	1,20	1,30

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	7 %	19 %	-8 %	7 %	9 %
Käyttökatteen kasvu-%	4 %	36 %	-25 %	5 %	15 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	3 %	38 %	-29 %	6 %	18 %
EPS oik. kasvu-%	4 %	34 %	-28 %	1 %	21 %
Käyttökate-%	36,8 %	42,0 %	34,4 %	33,6 %	35,4 %
Oik. Liikevoitto-%	32,5 %	37,6 %	29,1 %	28,7 %	31,1 %
Liikevoitto-%	32,5 %	37,6 %	29,1 %	28,7 %	31,1 %
ROE-%	26,9 %	32,1 %	21,1 %	21,3 %	25,5 %
ROI-%	34,1 %	41,4 %	27,0 %	26,8 %	30,1 %
Omavaraisuusaste	67,8 %	69,4 %	62,6 %	63,5 %	71,3 %
Nettovelkaantumisaste	-18,1 %	-21,6 %	-10,3 %	-8,1 %	-15,3 %

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 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 sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia 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 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 laativeen 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 €
16.3.2026	Vähennä	19,00 €	19,90 €



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.**