

UNITED BANKERS

13.02.2025 20.00 EET



Sauli Vilén
358440258908
sauli.vilen@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Tulosennätyksen jälkeen tauko tulokasvuun

Tarkistamme UB:n tavoitehintamme 18,0 euroon (aik. 19,0e) ja toistamme vähennä-suosituksen. H2-raportti ei tarjonnut suurempia yllätyksiä ja odotetusti 2025 on tulokasvuussa välivuosi hurjan 2024 jälkeen. Arvostus on ennusteillamme neutraali ja emme näe osakekurssille ajureita ylöspäin ennen paluuta tulokasvu-uralle.

Hyvä lopetus erinomaiselle vuodelle

UB:n H2-liikevaihto ylitti hieman ennusteamme ja oli 29,1 MEUR (H2'24e: 27,8 MEUR). Ylitys tuli puhtaasti tuottosidonnaisista palkkioista, jotka olivat noin 2 MEUR ennustettamme korkeammat. Vastaavasti rahastojen hallinnointipalkkiot jäivät odotuksista kärkirahastojen vaisun myynnin myötä. Omaisuudenhoidon palkkiotaso oli selkeä positiivinen yllätys, kun taas strukturoitujen tuotteiden volyyymi sekä Pääomamarkkinapalvelut jäivät hyvin matalalle tasolle. Kokonaisuutena liikevaihto kehittyi H2:lla neutraalisti suhteessa odotuksiimme.

Liikevoitto oli 9,9 MEUR ja ylitti niin ikään ennusteamme. Tulosylitys selittyi luonnollisesti liikevaihdon ylityksellä ja kuluriveillä ei nähty oleellisia yllätyksiä. Osinko kasvoi odotuksiemme mukaisesti 0,10 eurolla 1,10 euroon. Voitonjakosuhde jäi matalaksi noin 70 %:iin yhtiön suosiossa tasaisesti kasvavaa osinkoa.

Kokonaisuutena vuosi 2024 oli UB:lle kaikilta osin erinomainen ja tulos on kirkkaasti sen historian paras. Uusmyynti veti kohtalaisesti vaikeassa markkinassa ja salkunhoidon osalta suoritus oli hyvä. Kauneusvirheenä yhtiöllä oli jälleen jatkuvien palkkioiden vaisu kannattavuus, ja tuottopalkkioista oikaistuna kannattavuus on edelleen reippaasti verrokkeja perässä.

Näkymissä ei yllätyksiä

UB:n ohjeistus oli täysin linjassa ennusteisiimme ja yhtiö odottaa operatiivisen liikevoiton jäävän selvästi alle 2024 tason. Tämä

selittyy täysin tuottopalkkioilla, jotka laskevat 2024 poikkeukselliselta tasolta. Muilta osin näkymät ovat mielestämme edelleen varsin hyvät. Markkinatilanne vaikuttaisi olevan piristymässä ja yhtiön tuotetarjonta on hyvässä iskussa. Keskeinen kysymys lyhyellä aikavälillä on mediakeskustelun vaikutus metsärahastojen uusmyyntiin, kiinteistörahastojen lunastusmäärät sekä tuottopalkkioiden taso.

Tulos laskee 2025 reippaasti, 2026 takaisin tulokasvuun

Olemme laskeneet 2025 ennusteitamme reippaasti, mutta muilta osin ennustemuutokset ovat jääneet pieniksi. 2025 UB:n tulos laskee reippaasti puhtaasti tuottopalkkioiden vetämänä. 2026 tuloksen pitäisi jälleen lähteä reippaaseen kasvuun ja 2024 ennätystulos saavutetaan 2027. Ennusteissamme yhtiön tulokasvua ajaa Varainhoidon hallinnoitavien varojen kasvu erityisesti strategisesti tärkeissä rahastoissa (NFF, Uusiutuva energia ja Metsä). Kiinteistörahastot alkavat hiljalleen tukea kasvua vuodesta 2026 eteenpäin, mutta myynnin taso on ennusteissamme aiempia vuosia vaatimattomampi. Jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuusparannushyppy antaa edelleen odottaa itseään, mutta emme edelleenkään näe syytä miksei tämä tunnusluku paranisi kasvun mukana tulevina vuosina. Tuottosidonnaisten palkkioiden odotamme lähivuosina jäävän vuosien 2022–2024 huipputasojen alapuolelle. Osinko kasvaa tasaisesti.

Arvostus on neutraali

UB:n arvostus (2025e P/E 17x 2026e 13x & osinko +6 %) on absoluuttisesti sekä suhteellisesti neutraali ja linjassa historiallisten hinnoittelukertoimien kanssa. Meidän onkin vaikea nähdä siinä nousuvaraa ennen kuin näemme tuloskuopan syvyyden ja toisaalta aikataulun tulokasvun käynnistymiselle. Lyhyen aikavälin tuotto-odotus nojaakin etenkin vahvaan +6 %:n osinkotuottoon.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

18,00 EUR

(aik. 19,00 EUR)

Osakekurssi:

17,90

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	62,1	54,3	61,0	68,0
kasvu-%	19 %	-13 %	12 %	11 %
EBIT oik.	23,4	15,5	19,6	23,7
EBIT-% oik.	37,6 %	28,6 %	32,2 %	34,8 %
Nettotulos	18,0	11,5	14,7	17,9
EPS (oik.)	1,65	1,04	1,33	1,62

P/E (oik.)	10,8	17,1	13,4	11,1
P/B	3,2	3,2	3,1	2,9
Osinkotuotto-%	6,2 %	6,4 %	6,7 %	7,0 %
EV/EBIT (oik.)	7,8	11,7	9,1	7,3
EV/EBITDA	7,0	10,0	8,1	6,6
EV/Liikevaihto	2,9	3,3	2,9	2,5

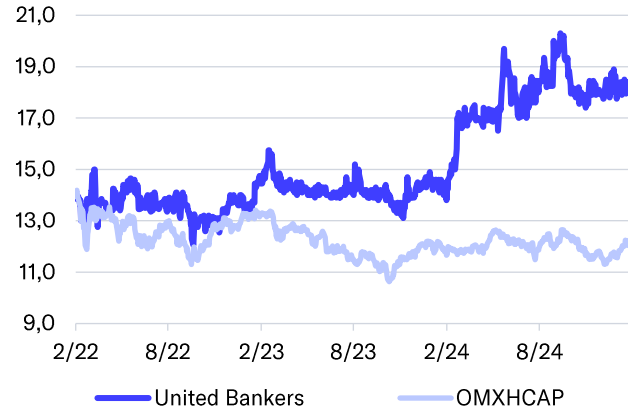
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

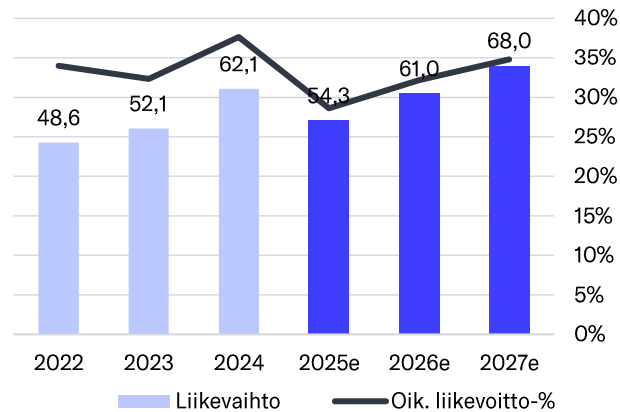
Yhtiö arvioi operatiivisen liikevoittonsa jäävän selvästi alle vuoden 2024 tason.

Osakekurssi



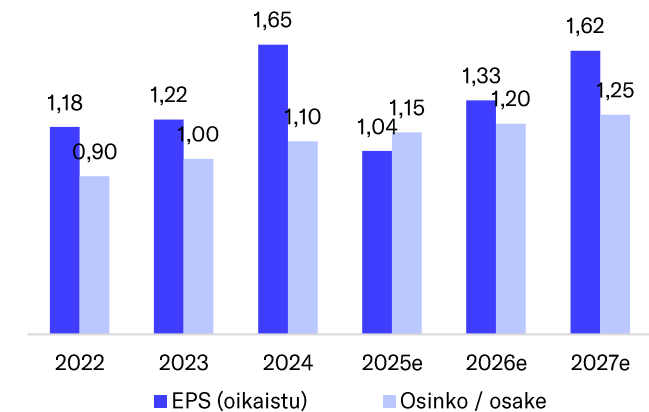
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

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

Riskitekijät

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

	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	17,9	17,9	17,9
Osakemäärä, milj. kpl	11,0	11,0	11,1
Markkina-arvo	197	197	197
Yritysarvo (EV)	181	178	172
P/E (oik.)	17,1	13,4	11,1
P/E	17,1	13,4	11,1
P/B	3,2	3,1	2,9
P/S	3,6	3,2	2,9
EV/Liikevaihto	3,3	2,9	2,5
EV/EBITDA	10,0	8,1	6,6
EV/EBIT (oik.)	11,7	9,1	7,3
Osinko/tulos (%)	110,2 %	90,1 %	77,4 %
Osinkotuotto-%	6,4 %	6,7 %	7,0 %

Lähde: Inderes

Hyvä lopetus erinomaiselle vuodelle

UB:n H2-liikevaihto ylitti hieman ennusteemme ja oli 29,1 MEUR (H2'24e: 27,8 MEUR). Ylitys tuli puhtaasti tuottosidonnaisista palkkioista, jotka olivat noin 2 MEUR ennustettamme korkeammat. Vastaavasti rahastojen hallinnointipalkkiot jäivät odotuksista FIGG:n odotettua matalamman viimeisen sulkemisen takia. Omaisuudenhoidon palkkiotaso oli selkeä positiivinen yllätys, kun taas strukturoitujen tuotteiden volyymi sekä Pääomamarkkinapalvelut jäivät hyvin matalalle tasolle. Kokonaisuutena liikevaihto kehittyi H2:lla neutraalisti suhteessa odotuksiimme.

Liikevoitto oli 9,9 MEUR ja ylitti niin ikään ennusteemme. Tulositylitys selittyi luonnollisesti liikevaihdon ylityksellä ja kuluriveillä ei nähty oleellisia yllätyksiä. Osinko kasvoi odotuksiemme mukaisesti 0,10 eurolla 1,10 euroon. Voitonjakosuhte jäi matalaksi noin 70 %:iin yhtiön suosiossa tasaisesti kasvavaa osinkoa.

Uusmyynti sujui H2:lla kohtuullisesti.

Keihäänkärkirahastojen myynti oli vaisua ja etenkin FIGG:n lopullinen sulkeminen 114 MEUR:n kokoisena oli selkeä pettymys, kun huomioidaan ensimmäisen sulkemisen olleen jo yli 100 EUR. Metsärahastoissa myynti oli kohtalaista. Kiinteistörahastojen myynti on markkinan heikkoudesta johtuen erittäin vaikeaa. Yhtiön avoimet kiinteistörahastot ovat kuitenkin välttyneet pahemmalta lunastusaallolta ja Asuntorahaston lanseeraus (AUM 20 MEUR) loppuvuodesta on mielestämme erinomainen osoitus yhtiön myyntikyvykkyydestä. Myynnin valopilkuna oli täyden valtakirjan varainhoito, jonka myyntivolyyymi kohosi koko vuoden osalta 237 MEUR:oon.

2024 oli erinomainen vuosi

Kokonaisuutena vuosi 2024 oli UB:lle kaikilta osin erinomainen ja tulos on kirkkaasti sen historian paras. Uusmyynti veti kohtalaisesti vaikeassa markkinassa ja salkunhoidon osalta suoritus oli hyvä. Kauneusvirheenä yhtiöllä oli jälleen jatkuvien palkkioiden vaisu kannattavuus,

ja tuottopalkkioista oikaistuna kannattavuus on edelleen reippaasti verrokkeja perässä.

Näkymissä ei yllätyksiä

UB:n ohjeistus oli täysin linjassa ennusteisiimme ja yhtiö odottaa operatiivisen liikevoiton jäävän selvästi alle vuoden 2024 tason. Tämä selittyy täysin tuottopalkkioilla, jotka laskevat 2024 poikkeukselliselta tasolta. Muilta osin näkymät ovat mielestämme edelleen varsin hyvät. Markkinatilanne vaikuttaisi olevan piristymässä ja yhtiön tuotetarjonta on hyvässä iskussa. Keskeinen kysymys lyhyellä aikavälillä on mediakeskustelun vaikutus metsärahastojen uusmyyntiin, kiinteistörahastojen lunastusmäärät sekä tuottopalkkioiden taso.

Ennustetaulukko	H2'23	H2'24	H2'24e	H2'24e	Konsensus		Erotus (%)	2024
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	27,4	29,1	27,8				5 %	62,1
Liikevoitto (oik.)	9,9	9,9	9,0				10 %	23,4
EPS (oik.)	0,73	0,70	0,60				17 %	1,65
Osinko/osake	1,00	1,10	1,10				0	1,10
Liikevaihdon kasvu-%	8,8 %	6,1 %	1,4 %				4,7 %-yks.	19,2 %
Liikevoitto-% (oik.)	36,0 %	33,9 %	32,4 %				1,5 %-yks.	37,6 %

Lähde: Inderes

United Bankers H2'24: Vuoden arvosanaksi 9+



2025 ennusteet laskeneet selvästi

Ennustemuutokset

- Olemme laskeneet reippaasti vuoden 2025 ennusteitamme. Taustalla on FIGG:n selvästi odotuksia pienemmäksi jäänyt kokoluokka sekä laskeneet uusmyyntiennusteet kiinteistörahastoissa. Tämä on laskenut merkittävästi hallinnointipalkkioennustettamme. Omaisuudenhoidon osalta ennusteemme ovat nousseet selvästi vahvan täyden valtakirjan varainhoidon myynnin ansiosta ja tämä kompensoi osaltaan hallinnointipalkkioiden laskua. Muilta osin ennustemuutokset ovat jääneet selvästi pienemmiksi.
- 2026 osalta ennustemuutokset ovat konsernitasolla pieniä. Keskeinen muutos alla olevissa numeroissa on omaisuudenhoidon selvästi aiempaa isompi liikevaihto ja vastaavasti rahastojen hallinnointipalkkioiden aiempaa matalampi taso.
- Osinkoennusteemme ovat pysyneet ennallaan. Arviomme edelleen UB:n suosivan osingon vakaata kasvua ja näin ollen voitonjako voi huonompana vuonna olla 100% tai yli ja vastaavasti hyvänä vuonna matala (esim. 2024).

Operatiiviset tulosajurit

- Ennusteissamme yhtiön tuloskasvua ajaa Varainhoidon hallinnoitavien varojen kasvu erityisesti strategisesti tärkeissä rahastoissa (NFF, Uusiutuva energia ja Metsä). Kiinteistörahastot alkavat hiljalleen tukea kasvua vuodesta 2026 eteenpäin, mutta myynnin taso on ennusteissamme aiempia vuosia vaatimattomampi. Vahvan uusmyynnin seurauksena hallinnointipalkkiot kasvavat ennusteissamme vuositasolla keskimäärin yli 10 % vuosina 2025–2028 kasvun kiihtyessä periodin loppua kohden. Aiemmasta poiketen myös omaisuudenhoito ottaa osaa kasvuun aiempaa vahvemmin.
- Jatkuviin tuottoihin perustuva kannattavuusparannushyppy antaa edelleen odottaa itseään, mutta emme edelleenkään näe syytä miksei tämä tunnusluku paranisi kasvun mukana tulevina vuosina.
- Tuottosidonnaisten palkkioiden odotamme lähivuosina jäävän vuosien 2022–2024 huipputasojen alapuolelle, mikä hautaa alleen hallinnointipalkkioiden reippaan kasvun. Odotamme kuitenkin tuottosidonnaisten palkkioiden olevan hyvällä tasolla myös tulevina vuosina.
- 2025 UB:n tulos laskee reippaasti puhtaasti tuottopalkkioiden vetämänä. 2026 tuloksen pitäisi jälleen lähteä reippaaseen kasvuun ja 2024 ennätystulos saavutetaan 2027.

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	59,5	62,1	4 %	60,1	54,3	-10 %	61,9	61,0	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	21,5	23,4	9 %	19,5	15,5	-20 %	19,2	19,6	2 %
Liikevoitto	21,5	23,4	9 %	19,5	15,5	-20 %	19,2	19,6	2 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,48	1,65	12 %	1,34	1,04	-22 %	1,31	1,33	2 %
Osakekohtainen osinko	1,10	1,10	0 %	1,15	1,15	0 %	1,20	1,20	0 %

Lähde: Inderes

Arvostus on neutraali

Olemme tarkastelleet UB:n arvonmäärittystä kassavirtamallin (DCF) sekä arvostuskertoimien kautta. Keskeiset arvonmäärittysmenetelmämme indikoivat osakkeen olevan varsin neutraalisti arvostettu viimeaikaisen kurssinousun seurauksena. Eri menetelmät ovat myös kaikki varsin hyvin linjassa 18,0 euron (aik. 19,0e) tavoitehintamme kanssa.

Tuotto-odotus jää nykykurssilla niukaksi

Kuluvan vuoden ennusteillamme UB:n P/E-luku (~17x) on korkea. 2026 ripeän tuloskasvun myötä kerroin neutralisoituu 13x tasolle. UB:tä on viimeisen viiden vuoden ajan hinnoiteltu keskimäärän P/E-kertoimella 14x. Mielestämme taso on järkevä ja perusteltavissa yhtiön matalalla investointitarpeella, tuloksen kasvunäkymällä sekä nykyisellä riskitasolla.

Näemmekin osakkeen arvostuksen olevan nykytasolla neutraali ja meidän on vaikea nähdä siinä nousuvaraa ennen kuin näemme tuloskuopan syvyyden ja toisaalta aikataulun tuloskasvun käynnistymiselle. Lyhyen aikavälin tuotto-odotus nojaakin etenkin vahvaan +6 %:n osinkotuottoon. Sijoittajan on myös hyvä huomioda, että tuottosidonnaisten palkkioiden määrä on ennusteissamme varsin korkea (~20 % liiketoiminnan tuotoista), mikä muodostaa osakkeen keskeisen ennusteriskin.

Suhteessa verrokkeihin UB on 2025 kertoimilla preemiolla ja vastaavasti 2026 kertoimilla varsin hyvin linjassa. Tämä tukee niin ikään näkemystämme osakkeen oikeasta hinnoittelusta.

Kassavirtamalli tukee näkemystämme

DCF-mallimme mukainen arvo UB:lle on noin 20e. Huomautamme, että malli odottaa UB:ltä nopeaa elpymistä 2025 tuloskuopasta ja vahvaa tuloskasvua tästä eteenpäin. Mielestämme DCF-malli antaa oikean kuvan yhtiön potentiaalista, kun lyhyen aikavälin epävarmuus on selätetty. Sovellamme UB:lle 10 %:n oman pääoman tuottovaatimusta, joka on kohtalaisen hyvin linjassa yhtiön keskeisten verrokkien kanssa. Yhtiön kohdalla tuottovaatimusta nostavat erityisesti tuottosidonnaisiin palkkioihin liittyvät ennusteriskit. Näin ollen myös nykyistä matalampi taso olisi perusteltavissa, mikäli UB kykenee todistamaan nykyisen tulostason olevan kestäväällä pohjalla ja siirtämään tuloksen painopisteen vielä voimakkaammin jatkuviin tuottoihin.

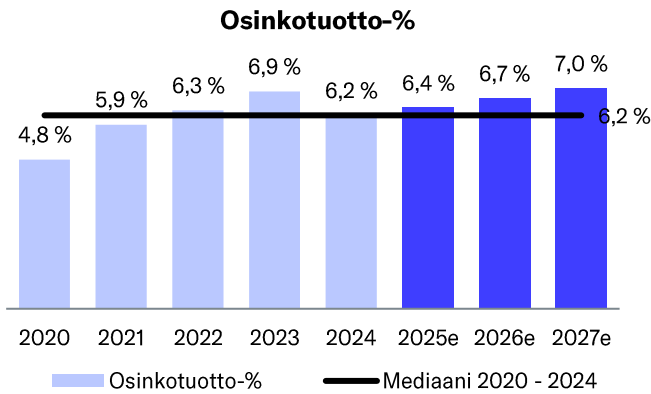
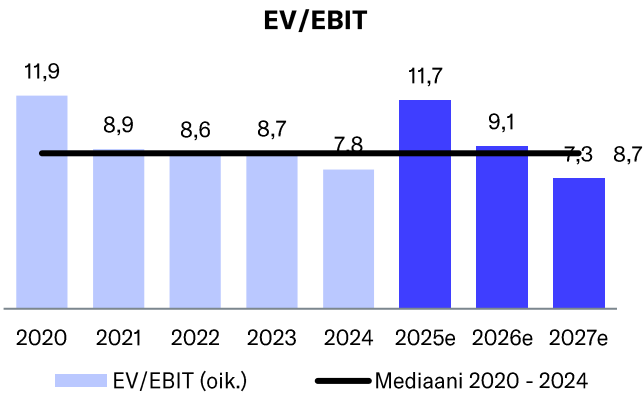
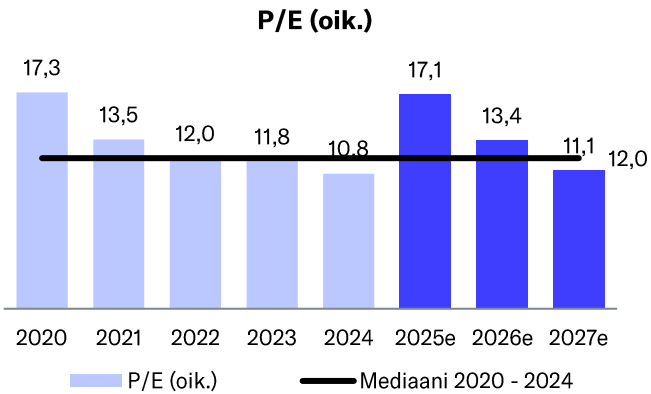
	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	17,9	17,9	17,9
Osakemäärä, milj. kpl	11,0	11,0	11,1
Markkina-arvo	197	197	197
Yritysarvo (EV)	181	178	172
P/E (oik.)	17,1	13,4	11,1
P/E	17,1	13,4	11,1
P/B	3,2	3,1	2,9
P/S	3,6	3,2	2,9
EV/Liikevaihto	3,3	2,9	2,5
EV/EBITDA	10,0	8,1	6,6
EV/EBIT (oik.)	11,7	9,1	7,3
Osinko/tulos (%)	110,2 %	90,1 %	77,4 %
Osinkotuotto-%	6,4 %	6,7 %	7,0 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	10,7	13,6	14,2	14,4	17,8	17,9	17,9	17,9	17,9
Osakemäärä, milj. kpl	10,4	10,4	10,6	10,8	10,9	11,0	11,0	11,1	11,1
Markkina-arvo	112	141	151	155	195	197	197	197	197
Yritysarvo (EV)	102	129	142	147	182	181	178	172	163
P/E (oik.)	17,3	13,5	12,0	11,8	10,8	17,1	13,4	11,1	9,2
P/E	17,9	13,7	12,0	11,7	10,8	17,1	13,4	11,1	9,2
P/B	2,9	3,2	3,2	3,0	3,2	3,2	3,1	2,9	2,6
P/S	3,3	3,2	3,1	3,0	3,1	3,6	3,2	2,9	2,6
EV/Liikevaihto	3,0	2,9	2,9	2,8	2,9	3,3	2,9	2,5	2,2
EV/EBITDA	10,2	8,1	7,7	7,6	7,0	10,0	8,1	6,6	5,2
EV/EBIT (oik.)	11,9	8,9	8,6	8,7	7,8	11,7	9,1	7,3	5,7
Osinko/tulos (%)	85,4 %	80,3 %	76,4 %	81,1 %	66,7 %	110,2 %	90,1 %	77,4 %	85,0 %
Osinkotuotto-%	4,8 %	5,9 %	6,3 %	6,9 %	6,2 %	6,4 %	6,7 %	7,0 %	9,4 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e
Alexandria	97	90	8,6	8,0	7,1	6,7	1,9	1,8	12,4	11,8	6,9	7,0	2,8
Aktia	722								8,0	8,4	8,5	8,7	1,0
CapMan	334	324	10,1	8,3	9,6	7,9	4,9	4,5	16,3	12,8	7,5	7,8	1,7
eQ	470	434	12,2	9,6	11,8	9,3	6,5	5,4	16,6	13,4	6,3	7,7	5,9
Evli	518	519	12,0	10,7	11,0	9,9	4,8	4,5	16,1	14,3	6,2	6,3	3,4
Taaleri	219	195	6,1	6,5	6,0	6,4	3,1	3,2	10,2	9,2	5,9	6,6	1,0
Titanium	84	71	8,8	9,2	8,0	8,3	3,3	3,2	13,0	13,5	7,9	7,7	5,1
United Bankers (Inderes)	197	178	11,7	9,1	10,0	8,1	3,3	2,9	17,1	13,4	6,4	6,7	3,2
Keskiarvo			9,6	8,7	8,9	8,1	4,1	3,8	13,2	11,9	7,0	7,4	3,0
Mediaani			9,4	8,7	8,8	8,1	4,0	3,8	13,0	12,8	6,9	7,7	2,8
Erotus-% vrt. mediaani			24 %	4 %	14 %	0 %	-17 %	-24 %	32 %	5 %	-7 %	-13 %	16 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25e	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	52,1	33,0	29,1	62,1	26,1	28,2	54,3	61,0	68,0	74,7
Käyttökate	19,2	14,7	11,4	26,1	8,0	10,0	18,0	21,8	26,1	31,2
Poistot ja arvonalennukset	-2,2	-1,2	-1,5	-2,7	-1,2	-1,3	-2,5	-2,2	-2,4	-2,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	16,9	13,5	9,9	23,4	6,8	8,7	15,5	19,6	23,7	28,5
Liikevoitto	17,0	13,5	9,9	23,4	6,8	8,7	15,5	19,6	23,7	28,5
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	17,0	13,5	9,9	23,4	6,8	8,7	15,5	19,6	23,7	28,5
Verot	-3,1	-3,0	-2,0	-4,9	-1,4	-1,8	-3,3	-4,1	-5,0	-6,0
Vähemmistöosuudet	-0,5	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-0,5	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Nettotulos	13,3	10,3	7,7	18,0	5,1	6,4	11,5	14,7	17,9	21,7
EPS (oikaistu)	1,22	0,96	0,71	1,65	0,46	0,58	1,04	1,33	1,62	1,95
EPS (raportoitu)	1,23	0,96	0,71	1,65	0,46	0,58	1,04	1,33	1,62	1,95

Tunnusluvut	2023	H1'24	H2'24	2024	H1'25e	H2'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	7,4 %	33,5 %	6,2 %	19,2 %	-20,9 %	-3,3 %	-12,7 %	12,4 %	11,4 %	9,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	2,2 %	93,2 %	-0,1 %	38,6 %	-49,7 %	-11,5 %	-33,6 %	26,4 %	20,6 %	20,5 %
Käyttökate-%	36,8 %	44,6 %	39,1 %	42,0 %	30,6 %	35,6 %	33,2 %	35,8 %	38,4 %	41,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	32,3 %	40,9 %	33,9 %	37,6 %	26,0 %	31,0 %	28,6 %	32,2 %	34,8 %	38,2 %
Nettotulos-%	25,5 %	31,2 %	26,6 %	29,0 %	19,4 %	22,7 %	21,1 %	24,1 %	26,3 %	29,1 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	32,8	47,0	47,6	48,5	49,3
Liikearvo	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6
Aineettomat hyödykkeet	6,1	6,6	7,3	8,1	8,7
Käyttöomaisuus	2,9	2,1	1,9	2,0	2,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	8,2	22,8	22,8	22,8	22,8
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	43,3	41,5	39,3	42,7	48,7
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	32,7	26,3	21,3	21,3	21,3
Myyntisaamiset	1,2	1,8	1,6	1,8	2,0
Likvidit varat	9,4	13,3	16,4	19,5	25,3
Taseen loppusumma	76,1	88,5	86,9	91,1	98,0

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	51,6	61,4	61,7	64,5	70,0
Osakepääoma	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Kertyneet voittovarot	22,8	35,3	34,8	36,8	41,5
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	22,9	20,3	20,3	20,3	20,3
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,4	0,3	1,1	1,9	2,7
Pitkäaikaiset velat	3,0	1,8	1,8	1,8	1,8
Laskennalliset verovelat	3,0	1,8	1,8	1,8	1,8
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	21,5	25,2	23,4	24,8	26,2
Korolliset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	8,1	12,6	10,9	12,2	13,6
Muut lyhytaikaiset velat	13,5	12,6	12,6	12,6	12,6
Taseen loppusumma	76,1	88,4	86,9	91,1	98,0

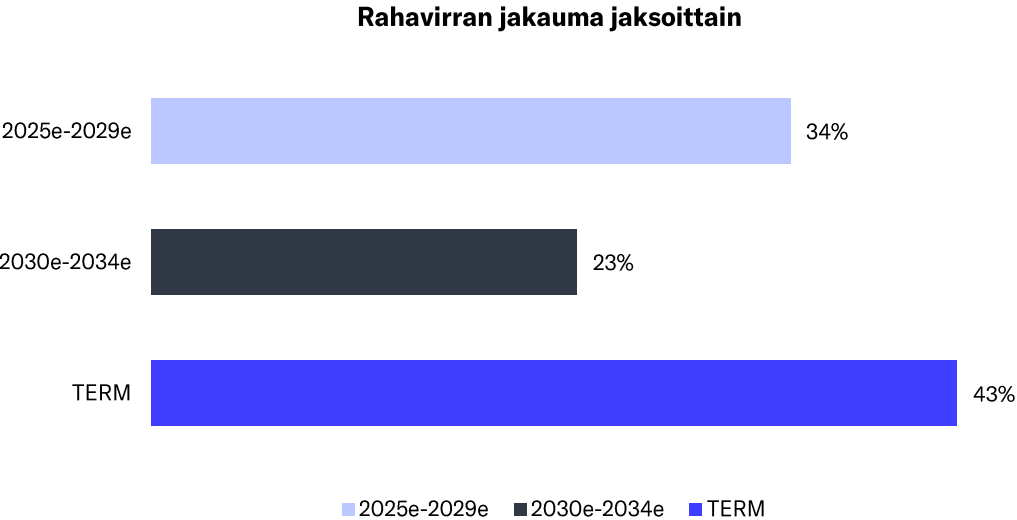
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	19,2 %	-12,7 %	12,4 %	11,4 %	9,8 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	37,6 %	28,6 %	32,2 %	34,8 %	38,2 %	34,0 %	33,0 %	32,0 %	30,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %
Liikevoitto	23,4	15,5	19,6	23,7	28,5	26,1	26,1	26,1	25,2	25,1	25,7	
+ Kokonaispoistot	2,7	2,5	2,2	2,4	2,6	2,8	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4	
- Maksetut verot	-6,2	-3,3	-4,1	-5,0	-6,0	-5,5	-5,5	-5,5	-5,3	-5,3	-5,4	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	9,4	3,5	1,1	1,2	1,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	
Operatiivinen kassavirta	29,4	18,2	18,9	22,3	26,3	23,8	24,0	24,1	23,5	23,5	24,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-16,9	-3,1	-3,1	-3,3	-3,3	-3,5	-3,5	-3,6	-3,6	-3,7	-7,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	12,4	15,2	15,7	19,1	23,0	20,4	20,5	20,6	19,9	19,9	16,6	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	12,4	15,2	15,7	19,1	23,0	20,4	20,5	20,6	19,9	19,9	16,6	227
Diskontattu vapaa kassavirta		14,0	13,2	14,5	15,9	12,8	11,7	10,7	9,4	8,5	6,5	88,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		206	192	179	164	148	135	124	113	104	95,1	88,6
Velaton arvo DCF		206										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		13,3										
-Vähemmistöosuus		-0,8										
-Osinko/pääomapalautus		5,4										
Oman pääoman arvo DCF		224										
Oman pääoman arvo DCF per osake		20,4										

Pääoman kustannus (WACC)

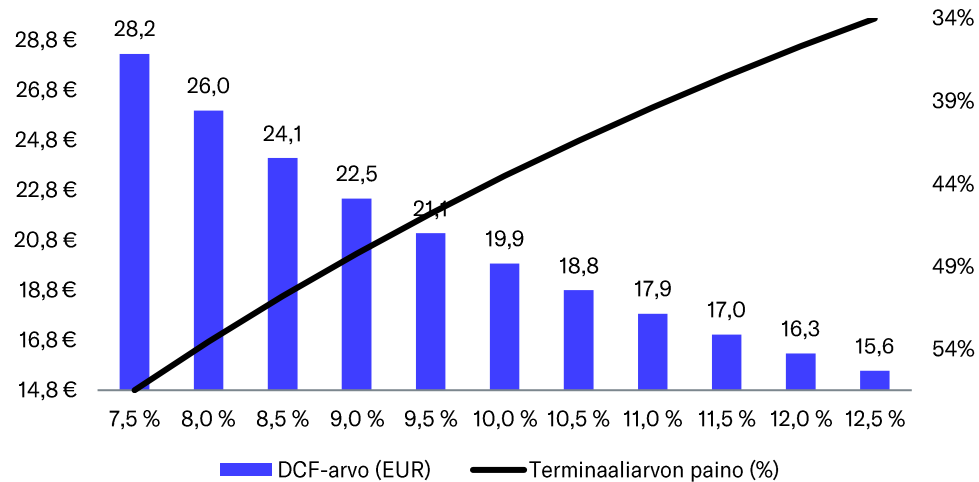
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,80 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,0 %

Lähde: Inderes

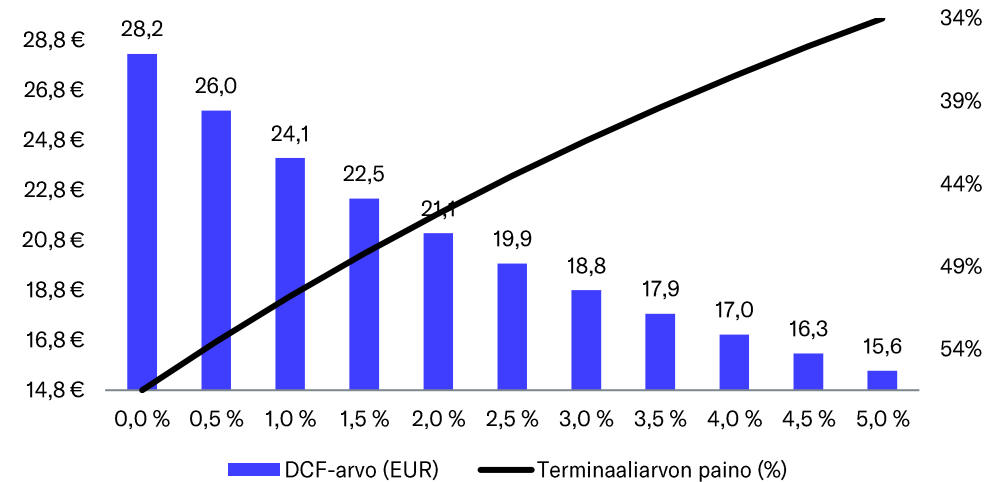


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

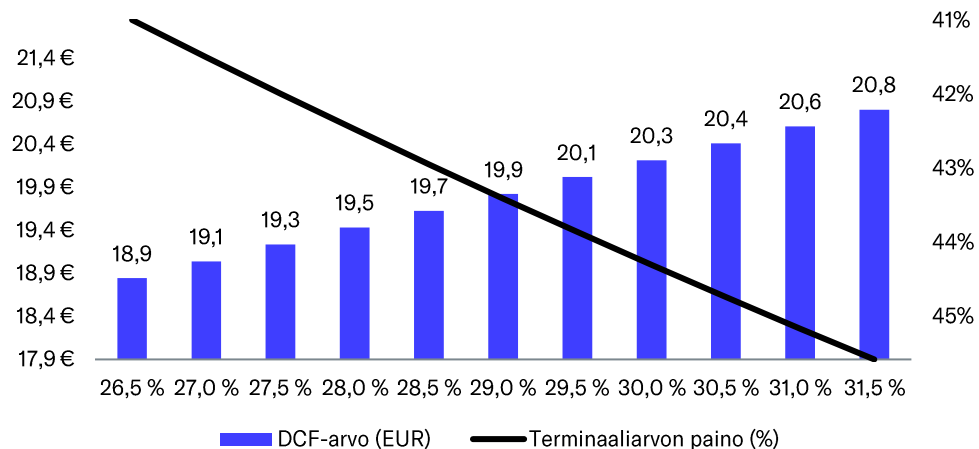
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



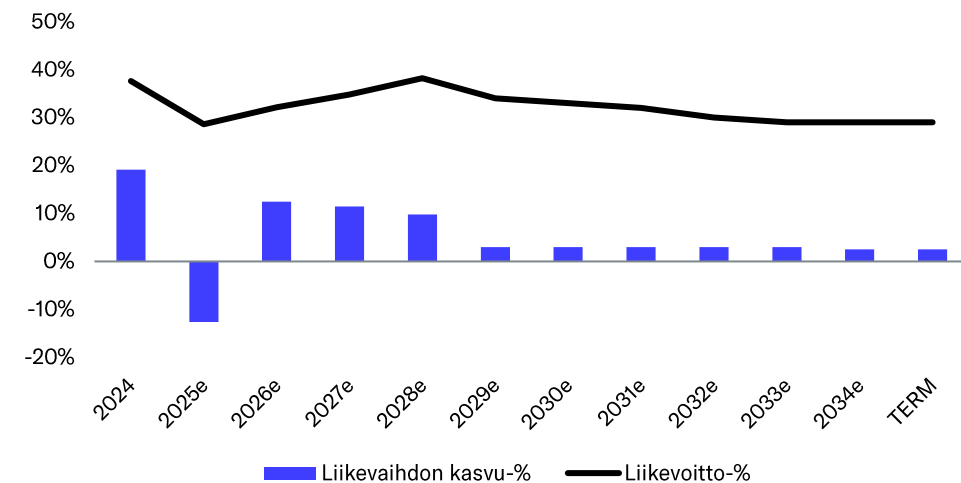
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	48,6	52,1	62,1	54,3	61,0	EPS (raportoitu)	1,18	1,23	1,65	1,04	1,33
Käyttökate	18,4	19,2	26,1	18,0	21,8	EPS (oikaistu)	1,18	1,22	1,65	1,04	1,33
Liikevoitto	16,5	17,0	23,4	15,5	19,6	Operat. kassavirta / osake	0,74	1,22	2,69	1,66	1,71
Voitto ennen veroja	16,5	17,0	23,4	15,5	19,6	Vapaa kassavirta / osake	0,53	0,94	1,14	1,38	1,43
Nettovoitto	12,5	13,3	18,0	11,5	14,7	Omapääoma / osake	4,50	4,75	5,59	5,51	5,68
Kertaluontoiset erät	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,90	1,00	1,10	1,15	1,20
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	71,6	76,1	88,5	86,9	91,1	Liikevaihdon kasvu-%	11 %	7 %	19 %	-13 %	12 %
Oma pääoma	48,1	51,6	61,4	61,7	64,5	Käyttökatteen kasvu-%	16 %	4 %	36 %	-31 %	21 %
Liikearvo	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	14 %	2 %	39 %	-34 %	26 %
Nettovelat	-9,5	-9,4	-13,3	-16,4	-19,5	EPS oik. kasvu-%	17 %	4 %	35 %	-37 %	28 %
						Käyttökate-%	37,9 %	36,8 %	42,0 %	33,2 %	35,8 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Oik. Liikevoitto-%	34,0 %	32,3 %	37,6 %	28,6 %	32,2 %
Käyttökate	18,4	19,2	26,1	18,0	21,8	Liikevoitto-%	34,0 %	32,5 %	37,6 %	28,6 %	32,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-8,1	-3,4	9,4	3,5	1,1	ROE-%	27,5 %	26,9 %	32,1 %	18,8 %	23,9 %
Operatiivinen kassavirta	7,8	13,2	29,4	18,2	18,9	ROI-%	35,0 %	34,1 %	41,4 %	25,2 %	31,1 %
Investoinnit	-2,3	-3,0	-16,9	-3,1	-3,1	Omavaraisuusaste	67,1 %	67,8 %	69,4 %	71,0 %	70,8 %
Vapaa kassavirta	5,6	10,2	12,4	15,2	15,7	Nettovelkaantumisaste	-19,8 %	-18,1 %	-21,6 %	-26,6 %	-30,2 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	2,9	2,8	2,9	3,3	2,9						
EV/EBITDA	7,7	7,6	7,0	10,0	8,1						
EV/EBIT (oik.)	8,6	8,7	7,8	11,7	9,1						
P/E (oik.)	12,0	11,8	10,8	17,1	13,4						
P/B	3,2	3,0	3,2	3,2	3,1						
Osinkotuotto-%	6,3 %	6,9 %	6,2 %	6,4 %	6,7 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöstensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitusuusituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva

Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko

Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaisia ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

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

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

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



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

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

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

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**