

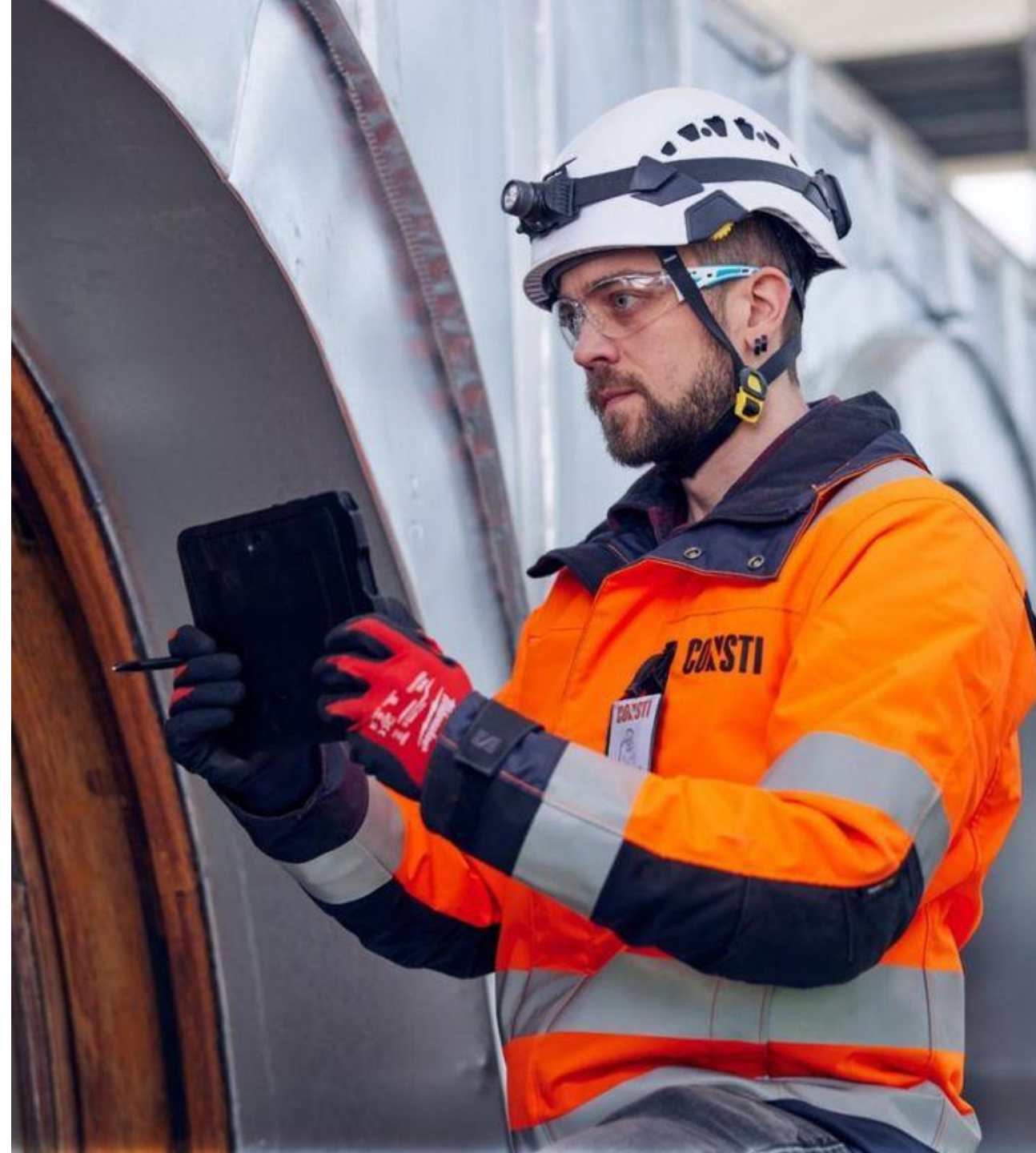
CONSTI

30.04.2026 08.05 EEST



Atte Jortikka, Analyttikko
+358400543725
atte.jortikka@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Tilaukanta antaa selkänjojaa

Constin tulos oli hieman odotuksiamme parempi kausiluonteisesti yhtiön hiljaisimmalla kvartaalilla. Toimintaympäristössä on yhä rutkasti epävarmuutta mutta uskomme yhtiön vahvan tilaukannan sekä palveluliiketoiminnan käänteen tukevan Constin liikevaihtoa ja tulosta. Yleisesti heikko rakentamisen markkinatilanne pitää todennäköisesti kuitenkin korjausrakentamisessa kilpailutilanteen kireänä mikä rajoittaa suhteellisen kannattavuuden merkittävämpää kohenemista lyhyellä aikavälillä. Maltillisten positiivisten ennustemuutosten myötä tarkistamme tavoitehinnan takaisin 12,5 euroon (aik. 12,0 euroa), suosituksemme säilyy lisää-tasolla.

Raportin positiivisin anti liittyi palveluliiketoiminnan käänteeeseen

Constin Q1-liikevaihto säilyi käytännössä vertailukauden tasolla ja oli 65,7 MEUR, mikä jäi hienoisesti 66,4 MEUR:n ennusteestamme. Liikevaihto kasvoi Julkiset- ja Talotekniikka-toimialoilla, kun taas Taloyhtiöt- ja Yritykset-toimialoilla se supistui. Odotimme Talotekniikka-toimialan liikevaihdon laskevan, joten toteutunut kehitys oli selvästi odotuksiamme vahvempaa. Taloyhtiöt-toimialalla puolestaan odotimme yhä lievää kasvua, joten kehitys vastaavasti alitti odotuksemme. Constin liikevoitto nousi vertailukaudesta 0,2 MEUR:oon (Q1'25: -0,1 MEUR), mikä ylitti nollatulosta odottaneen ennusteemme. Tulosta tuki raportin mukaan palveluliiketoiminnan vertailukautta parempi kannattavuus sekä yleinen kustannuskuri. Toisaalta haastava markkinatilanne painaa vieläkin kannattavuutta ja Constin organisaatio on yhä yliresursoitu tarjoustoimintaan.

Tilaukanta korkealla, joskin se jakautuu aiempaa vahvemmin tuleville vuosille

Consti toisti odotetusti ohjeistuksensa vuodelle 2026. Vaikka ensimmäinen kvartaali toteutui hieman arviotamme vahvempana, säilytämme koko vuoden ennusteemme

käytännössä ennallaan ja odotamme liikevoiton asettuvan yhä 10,3 MEUR:oon. Odotamme Constin liikevaihdon kasvavan tänä vuonna noin 4 %. Yhtiön tilaukanta nousi kvartaalin lopussa vahvalle 319 MEUR:n tasolle (Q1/25 246 MEUR). Tilaukanta vahvasti erityisesti Valtioneuvoston linnan hanke joka jakautuu useammalle vuodelle. Consti odottaakin loppuvuoden aikana tilaukannasta realisoituvan liikevaihdoksi sekä suhteellisesti että absoluuttisesti vertailukautta pienempi osuus. Jotta yhtiö pystyy kasvamaan tänä vuonna, tilaukertymän on kehityttävä tulevilla kvartaaleilla vertailukausia suotuisemmin.

Yhtiön vahvan tilaukannan ja kehitysvaiheen hankkeiden myötä olemme nostaneet ensi vuoden kasvuennusteitamme hieman. Korjausrakentamisen markkinakasvu jäänee kuitenkin vaatimattomaksi, sillä Rakennusteollisuus RT ennustaa 0,5 %:n vuosikasvua tälle ja ensi vuodelle. Uudisrakentamisen vaiheet näkymät etenkin asuntorakentamisessa pitää lisäksi kilpailutilanteen korjausrakentamisessa kireänä. Odotammekin Constin suhteellisen kannattavuuden paranevan merkittävämmiin vasta vuodesta 2028 eteenpäin. Mahdollisena positiivisena ajurina näemme korjausrakentamiselle hallituksen kehysriihessä allokoimat tukitoimet jotka voivat tukea markkinan kehitystä keskipitkällä aikavälillä. Toimien vaikutusten arviointi on tässä vaiheessa kuitenkin vielä ennenaikaista.

Tuotto-odotus edelleen riittävällä tasolla

Kuluvan vuoden ennusteillamme Constin arvostuskertoimet ovat 9x EV/EBIT ja 12x P/E. Vastaavat kertoimet ensi vuodelle putoavat 7x ja 10x tasoille. Pääomakevyyden liiketoimintamallin myötä odotamme osinkotuoton pysyvän vahvalla noin 6-7 % tasolla lähivuosina, mikä tukee myös tuotto-odotusta. Positiivista suositusta tukee myös pidemmän aikavälin potentiaalia heijastava DCF-mallin mukainen käypä arvo (13,5 euroa). Näemme kuitenkin edelleen osakkeen mittavamman nousupotentiaalin olevan tuloskasvun piristymisen takana.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

12,50 EUR

(aik. 12,00 EUR)

Osakekurssi:

11,60 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	336	351	382	398
kasvu-%	3 %	4 %	9 %	4 %
EBIT oik.	9,4	10,3	12,4	14,7
EBIT-% oik.	2,8 %	2,9 %	3,2 %	3,7 %
Nettotulos	6,8	7,5	9,4	11,4
EPS (oik.)	0,86	0,95	1,18	1,43
P/E (oik.)	12,4	12,3	9,8	8,1
P/B	1,9	2,0	1,8	1,7
Osinkotuotto-%	6,8 %	6,4 %	6,6 %	6,8 %
EV/EBIT (oik.)	8,5	8,9	7,0	5,7
EV/EBITDA	6,1	6,6	5,2	4,3
EV/Liikevaihto	0,2	0,3	0,2	0,2

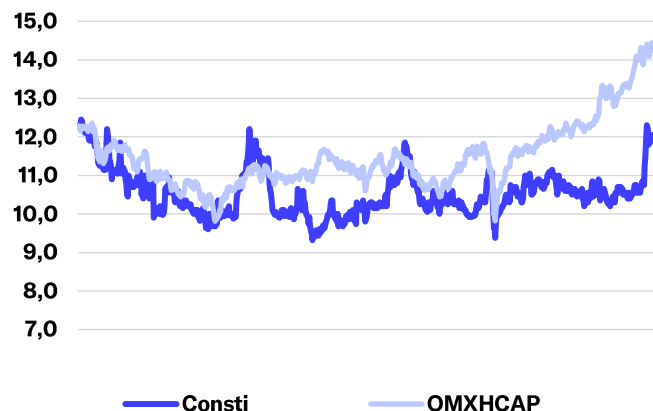
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

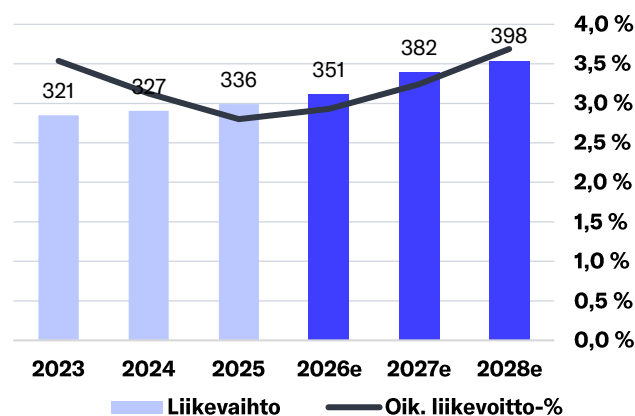
Consti arvioi, että sen koko vuoden 2026 liiketulos on 8-11 MEUR (2025: 9,4 MEUR).

Osakekurssi



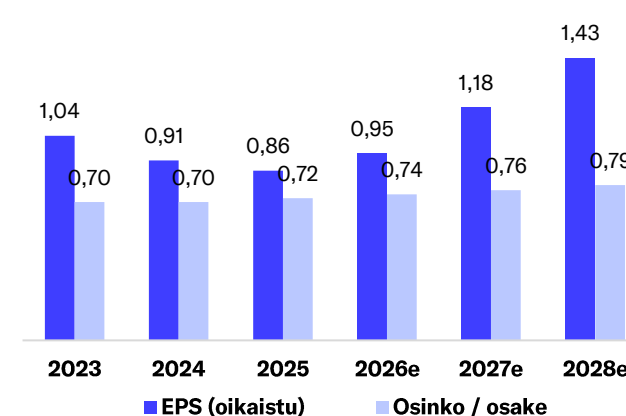
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Korjausrakentamisen vakaat pitkän aikavälin kasvunäkymät ja sitä tukevat trendit
- Kannattavuuden vahvistaminen edelleen päivitetyn strategian mukaisesti
- Kasvun ja tehokkaan organisaatio- ja kulurakenteen mahdollistama tuloskasvu
- Uudisrakentamiseen ja muuhun rakentamiseen arvoketjuun osallistuminen
- Markkina-aseman vahvistaminen niin rakentamisen kuin talotekniikan osalta

Riskitekijät

- Suidanteen heikkouden ja kilpailun kireyden jatkuminen
- Kapasiteetin käyttöasteen vaihtelut
- Materiaalin ja työn kustannuspaineet
- Henkilöstön vaihtuvuus
- Kilpailuaseman muutokset
- Projektiriskit ja merkittävien projektiongelmien uusiutuminen

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	11,6	11,6	11,6
Markkina-arvo	92	92	92
Yritysarvo (EV)	91	87	84
P/E (oik.)	12,3	9,8	8,1
P/B	2,0	1,8	1,7
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	6,6	5,2	4,3
EV/EBIT (oik.)	8,9	7,0	5,7
Osinko/tulos (%)	78,2 %	64,4 %	55,0 %
Osinkotuotto-%	6,4 %	6,6 %	6,8 %

Lähde: Inderes

Tulos ylitti ennustemme kausiluonteisesti hiljaisella kvartaalilla

Liikevaihto karkeasti linjassa, joskin toimialoitain oli hajontaa

Constin liikevaihto oli vuodentakaisella tasolla 65,7 MEUR:ssa (Q1/25 65,6 MEUR). Taso vastasi karkeasti 66,4 MEUR:n ennustettamme. Liikevaihdon kehitystä vetivät yhtiön Julkiset- ja Talotekniikka-toimialat, jotka kasvoivat vertailukaudesta 10 % ja 11 %. Toisaalta Taloyhtiöt- sekä Yritykset-toimialoilla liikevaihdot supistuivat 12 % ja 6 % vuodentakaisesta tasosta. Odotimme Talotekniikka-toimialan liikevaihdon laskevan, joten toteutunut kehitys oli selvästi odotuksiamme vahvempaa. Taloyhtiöt-toimialalla puolestaan odotimme yhä lievää kasvua, joten kehitys vastaavasti alitti odotuksemme.

Kannattavuus oli odotuksiamme parempi

Constin liiketulos oli Q1:llä 0,2 MEUR (Q4'24: 3,6 MEUR) eli 0,3 % liikevaihdosta. Tulos ylitti näin ollen 0 MEUR:n ennustemme hienoisesti. Constin mukaan projektit

etenivät jälleen kvartaalilla pääosin suunnitellusti. Toisaalta saavutettavissa olevat projektitetasot säilyvät paineessa kireän kilpailutilanteen vuoksi. Etenkin uudisasuntorakentamisen jarruttaminen on luonut lisäkilpailua korjauskentässä, ja yhtiö joutuu tätä kautta ylliresurssoimaan omaa henkilöstöään tarjoustoimintaan.

Tilaukanta katsauskauden lopussa erittäin vahvalla tasolla

Constin uusien tilausten määrä nousi Q1:llä 167 MEUR:oon, mikä on selvä nousu vertailukaudesta 60 MEUR:sta. Huomioitavaa kuitenkin on, että yhtiö kirjasi Valtioneuvoston linnan hankkeen peruskorjauksen, noin 112 MEUR:n osuuden kvartaalin aikana tilaukantaan. Täten Valtioneuvoston linnan hanke muodosti tilauksista valtaosan ja suurhanke huomioimatta tilaukset laskivat vertailukaudesta hieman. Yhtiö on jatkanut kurinalaista tarjoustoimintaa. Lisäksi markkinalla kilpailutilanne on pysynyt kireänä mikä osaltaan vaikuttaa tilaukertymään.

Kassavirta oli vertailukautta heikompi

Constin vapaa kassavirta oli Q1:llä -6,0 MEUR (Q1'25 -0,5 MEUR) käytännössä täysin käyttöpääomamuutosten myötä. Käsityksemme mukaan kassavirtaa rasittivat muutokset hankeportfolion rahoitusasemassa. Projektiluonteiselle liiketoiminnalle tyypilliseen tapaan Constin käyttöpääoma ja sitä kautta kassavirta heilahtelevat kvartaalien välillä, eikä yksittäisen neljänneksen lukemista kannata tehdä liian pitkälle meneviä johtopäätöksiä.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q1'25 Vertailu	Q1'26 Toteutunut	Q1'26e Inderes	Q1'26e Konsensus	Erotus (%) Tot. vs. inderes	2026 Inderes
Liikevaihto	65,6	65,7	66,4		-1 %	351
Käyttökate	0,8	1,1	0,9		20 %	13,9
Liikevoitto (oik.)	-0,1	0,2	0,0		629 %	10,3
Liikevoitto	-0,1	0,2	0,0		629 %	10,3
Tulos ennen veroja	-0,4	0,1	-0,2		128 %	9,4
EPS (oik.)	-0,04	0,01	-0,02		149 %	0,95
EPS (raportoitu)	-0,04	0,01	-0,02		149 %	0,95
Liikevaihdon kasvu-%	0,1 %	0,1 %	1,2 %		-1,1 %-yks.	4,3 %
Liikevoitto-%	-0,2 %	0,3 %	0,0 %		0,3 %-yks.	2,9 %

Lähde: Inderes

Maltillisia positiivisia ennustemuutoksia tuleville vuosille

Ennustemuutokset

- Consti toisti odotetusti ohjeistuksensa kuluvalle vuodelle ja arvioi, että sen koko vuoden 2026 liiketulos on 8-11 MEUR (2025: 9,4 MEUR).
- Korjausrakentamisen markkinan volyymin odotetaan jäävän kuluvana vuonna laajalti viime vuoden tasolle. Korjausrakentamiselta RT ennustaa vuonna 2026 0,5 % volyymikasvua kun taas yhtiön julkaisema Euroconstructin ennuste viittaa volyymin jäävän vuonna 2026 viime vuoden tasolle. Yleisesti heikon markkinatilanteen myötä kilpailu rakentamisen ja talotekniikan markkinassa on jatkunut kireänä. Yhtiö ei odota merkittävää muutosta parempaan rakentamisen kysyntänäkymissä ensimmäisen vuosipuoliskon aikana. Näkymä vastaa odotuksiamme hyvin, joskaan emme odota markkinassa merkittävää pirstymistä myöskään loppuvuoden aikana.
- Emme odota pääosin kysyntälähtöisen kannattavuuspaineen hellittävän tänä vuonna merkittävästi. Odotamme suhteellisen kannattavuuden olevan karkeasti viime vuoden tasolla. Liikevoittoaennusteemme kuluvalle vuodelle on yhä ohjeistushaarukan keskiväliä hieman korkeammalla tasolla. Uskomme nykyisen hankekannan kehitysvaiheen projektien etenemisen toteutukseen sekä Valtioneuvoston linnan aikataulun vaikuttavan kuluvaan vuoden liikevaihtoon ja tulostasoon merkittävästi.
- Yhtiön vahvan tilauskannan kehityksen ja kehitysvaiheessa olevien hankkeiden massan myötä olemme nostaneet liikevaihto- ja tulosennusteitamme maltillisesti vuosille 2027-28.

Operatiiviset tulosajurit

- Yleinen rakentamisen markkinan pirstyminen helpottaa kilpailutilannetta rakentamisen ja talotekniikan markkinoilla.
- Kysynnän palautuessa yhtiön palveluliiketoiminnan organisaation käyttöaste nousee ja siten kannattavuus paranee. Consti paransi palveluliiketoimintansa kannattavuutta jo ensimmäisellä kvartaalilla vertailukauteen nähden, joskin arvioimme, ettei kannattavuus ole vielä saavuttanut täyttä potentiaaliaan.
- Volyymien noustessa uskomme yhtiöllä olevan lisäksi yleisesti tulosvipua. Arvioimme mukaan Consti pystyy nykyisellä organisaatio- ja kulurakenteella tekemään korkeampia volyymeja, mikä on yksi tärkeimmistä tekijöistä Constin kannattavuuden paranemisen taustalla pidemmän aikavälin ennusteissamme.
- Arvioimme, että kannattavuuden paranemista edesauttaa myös tilauskannan katerakenteen parantuminen sitä mukaa, kun markkinoilla on tarjolla enemmän valinnanvaraa kohteiden suhteen. Lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä Constin hankekanta painottuu aiempaa vahvemmin matalariskisiin allianssihankkeisiin.

Ennustemuutokset	2026	2026	Ero	2027e	2027e	Ero	2028e	2028e	Ero
MEUR / EUR	Vanha	Inderes	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	351	351	0 %	376	382	2 %	392	398	2 %
Käyttökate	13,9	13,9	0 %	16,4	16,6	2 %	19,0	19,3	2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	10,3	10,3	0 %	12,1	12,4	2 %	14,4	14,7	2 %
Liikevoitto	10,3	10,3	0 %	12,1	12,4	2 %	14,4	14,7	2 %
Tulos ennen veroja	9,4	9,4	1 %	11,1	11,4	3 %	13,5	13,9	3 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,94	0,95	1 %	1,14	1,18	3 %	1,39	1,43	3 %
Osakekohtainen osinko	0,74	0,74	0 %	0,76	0,76	0 %	0,77	0,77	0 %

Lähde: Inderes

Osinko tukee tuotto-odotusta

Kuluvan vuoden arvostus kerroin pohjaisesti neutraali

Kuluvan vuoden ennusteillamme Constin osake arvostetaan EV/EBIT-kertoimella noin 9x ja vastaava P/E-kerroin on 12x. Arvostuskertoimet asettuvat karkeasti linjaan edellisen viiden vuoden mediaanitasojen kanssa (2021–2025 EV/EBIT: ~9x, P/E: ~12x). Emme kuitenkaan pidä historiallisten kertoimien mukaista arvostustasoa nykyisessä markkinaympäristössä täysin perusteltuna, sillä tuottovaateisiin vaikuttava korkotaso on vaihdellut poikkeuksellisen voimakkaasti tarkastelujaksolla. Lisäksi markkinakäänteen ajoituksen epävarmuus sekä toimintaympäristön riskit huomioiden tuottovaateen tulee olla arviomme mukaan korkeampi, mikä rajoittaa lähivuosien arvostuskertoimien nousuvaraa. Toisaalta liiketoimintamallin vahvan kassavirran mahdollistama noin 6-7 %:n osinkotuotto tukee osakkeen tuotto-odotusta lähivuosina.

Constia hinnoitellaan alennuksella verrokkeihin nähden

Constin verrokkien arvostustaso vuodelle 2026 katsottaessa on mielestämme joukon laatuun nähden yhä korkea (2026e mediaani EV/EBIT: ~12x, P/E ~13x). Kertoimien käyttökelpoisuutta heikentää osan yhtiöiden alhaiset tulosennusteet ja niin ikään korkeat kertoimet. Arviomme mukaan etenkin uudisrakentajien kertoimet ovat erityisesti kuluvana vuonna selvästi yli normaalin tason. Historiallisesti Consti on arvostettu verrokkejaan matalammalle tasolle, mitä selittävät erityisesti verrokkien suurempi koko markkina-arvolla ja liikevaihdolla mitattuna, hajautuneempi liiketoimintarakenne, osittain paremmat kannattavuudet sekä suurempi jatkuvaluonteisen palveluliiketoiminnan osuus. Lisäksi Constin historialliset

kannattavuushaasteet ovat painaneet markkinoiden luottamusta yhtiöön. Verrokkien alhaisen tulostason vuoksi korkeat kertoimet eivät mielestämme kuitenkaan heijasta tällä hetkellä täysin Constin arvoa, sillä Constin tulos ei haastavasta markkinatilanteesta huolimatta ole erityisen heikolla tasolla. Näin ollen pidämme arvonmäärityksessämme verrokkien painoarvoa matalana.

DCF-malli antaa vihreää valoa

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallille (DCF) myös painoarvoa. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaaliyksiköillä 1,5 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali 3 %:iin liikevaihdosta. Tämä on alle yhtiön yli 5 %:n EBIT-marginaalin tavoitetason. Emme pidä ennustetason nostamista tavoitetasolle perusteltuna ennen konkreettisia näyttöjä viime aikoja korkeammasta ja tavoitteiden mukaisesta kannattavuudesta. Käyttämämme tuottovaatimus (WACC) on 9,8 %, joka vastaa mielestämme sekä seurannassamme olevien yhtiöiden keskimääräistä tasoa että Constin riskiprofiilia suhteessa koko seurantajoukon yhtiöihin. Oman pääoman kustannus Constilla on 11,4 %. DCF-mallin mukainen Constin osakkeen arvo on noin 13,5 euroa, joka on hieman nykykurssia sekä tavoitehintaa ylempänä.

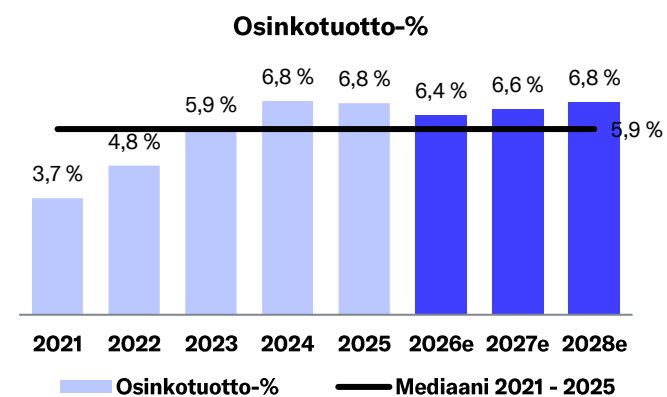
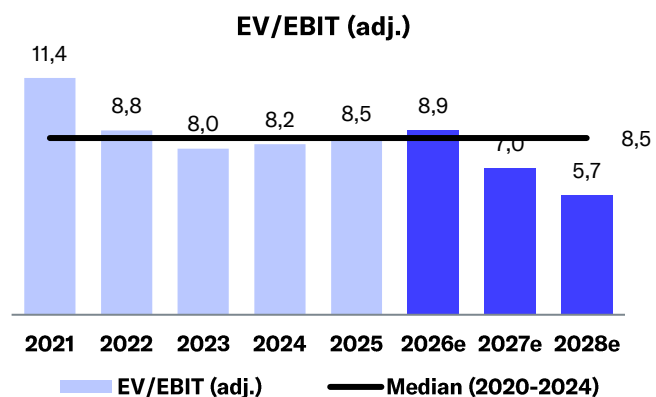
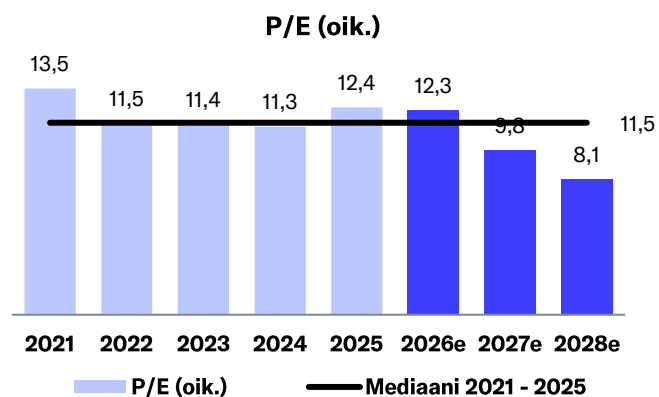
Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	11,6	11,6	11,6
Markkina-arvo	92	92	92
Yritysarvo (EV)	91	87	84
P/E (oik.)	12,3	9,8	8,1
P/B	2,0	1,8	1,7
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	6,6	5,2	4,3
EV/EBIT (oik.)	8,9	7,0	5,7
Osinko/tulos (%)	78,2 %	64,4 %	55,0 %
Osinkotuotto-%	6,4 %	6,6 %	6,8 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	12,1	12,6	11,8	10,3	10,7	11,6	11,6	11,6	11,6
Markkina-arvo	94	97	91	81	85	92	92	92	92
Yritysarvo (EV)	108	101	90	83	80	91	87	84	77
P/E (oik.)	13,5	11,5	11,4	11,3	12,4	12,3	9,8	8,1	7,1
P/B	2,9	2,7	2,2	1,8	1,9	2,0	1,8	1,7	1,5
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	11,7	6,8	5,7	5,8	6,1	6,6	5,2	4,3	3,6
EV/EBIT (oik.)	11,4	8,8	8,0	8,2	8,5	8,9	7,0	5,7	4,7
Osinko/tulos (%)	96,4 %	54,7 %	60,1 %	76,9 %	83,9 %	78,2 %	64,4 %	55,0 %	55,0 %
Osinkotuotto-%	3,7 %	4,8 %	5,9 %	6,8 %	6,8 %	6,4 %	6,6 %	6,8 %	7,7 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
YIT Oyj	570	1362	19,7	12,6	14,4	10,4	0,7	0,7	44,6	13,4		0,7	0,8
SRV Yhtiot Oyj	89	192	18,3	9,4	12,0	10,7	0,2	0,2	1048,0	15,2	-	2,6	-
Kreate Oyj	160	197	9,6	8,8	6,2	5,8	0,4	0,4	12,7	10,4	5,0	5,3	3,0
Peab AB	2412	3195	11,5	10,5	7,5	7,1	0,6	0,5	11,2	10,1	4,6	5,0	1,4
NCC AB	1846	2063	10,7	9,8	6,5	6,0	0,4	0,4	12,0	10,7	5,1	5,6	2,2
Instalco AB	937	1269	15,3	12,7	9,6	8,5	1,0	0,9	15,8	12,7	2,0	2,5	2,8
Bravida Holding AB	1766	2010	12,3	11,0	9,0	8,3	0,8	0,7	14,3	12,7	4,3	4,5	2,0
Fasadgruppen Group AB	161	342	9,4	6,7	6,1	5,3	0,7	0,7	7,6	4,1			0,6
Iss A/S	5385	7274	12,2	11,5	9,0	8,5	0,6	0,6	12,4	11,1	1,7	1,9	3,6
Luotea Oyj	378	375	7,6	7,2	5,9	5,6	0,5	0,5	2,8	2,5	21,3	21,9	0,7
Consti (Inderes)	92	91	8,9	7,0	6,6	5,2	0,3	0,2	12,3	9,8	6,4	6,6	2,0
Keskiarvo			12,7	10,0	8,6	7,6	0,6	0,5	118,2	10,3	6,3	5,6	1,9
Mediaani			11,9	10,2	8,2	7,7	0,6	0,6	12,5	10,9	4,6	4,5	2,0
Erotus-% vrt. mediaani			-25 %	-31 %	-20 %	-32 %	-56 %	-60 %	-2 %	-10 %	40 %	45 %	-1 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	321	327	65,6	84,8	90,8	95,0	336	65,7	85,6	95,0	104	351	382	398	408
Käyttökate	15,9	14,3	0,8	3,4	4,1	4,8	13,0	1,1	2,8	4,7	5,3	13,9	16,6	19,3	21,2
Poistot ja arvonalennukset	-3,6	-4,1	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,6	-4,2	-4,6	-4,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	11,3	10,2	-0,1	2,5	3,1	3,9	9,4	0,2	1,9	3,8	4,4	10,3	12,4	14,7	16,3
Liikevoitto	12,3	10,2	-0,1	2,5	3,1	3,9	9,4	0,2	1,9	3,8	4,4	10,3	12,4	14,7	16,3
Nettorahoituskulut	-1,0	-1,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,9	-0,8	-0,6
Tulos ennen veroja	11,4	9,2	-0,4	2,2	3,0	3,7	8,5	0,1	1,7	3,5	4,1	9,4	11,4	13,9	15,7
Verot	-2,4	-2,0	0,1	-0,4	-0,6	-0,7	-1,7	0,0	-0,3	-0,7	-0,8	-1,9	-2,1	-2,5	-2,8
Nettotulos	9,0	7,2	-0,3	1,8	2,4	3,0	6,8	0,0	1,3	2,8	3,3	7,5	9,4	11,4	12,9
EPS (oikaistu)	1,17	0,91	-0,04	0,23	0,30	0,37	0,86	0,01	0,17	0,36	0,42	0,95	1,18	1,43	1,62
EPS (raportoitu)	1,17	0,91	-0,04	0,23	0,30	0,37	0,86	0,01	0,17	0,36	0,42	0,95	1,18	1,43	1,62

Tunnusluvut	2023	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	5,0 %	1,9 %	0,1 %	2,3 %	5,6 %	2,9 %	2,9 %	0,1 %	1,0 %	4,5 %	10,0 %	4,3 %	9,0 %	4,2 %	2,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-	-10,0 %	-160,3 %	-17,4 %	-6,5 %	7,9 %	-7,8 %	-276,7 %	-23,2 %	20,3 %	11,3 %	9,2 %	20,5 %	18,6 %	11,2 %
Käyttökate-%	5,0 %	4,4 %	1,2 %	4,0 %	4,5 %	5,1 %	3,9 %	1,7 %	3,3 %	4,9 %	5,0 %	4,0 %	4,4 %	4,9 %	5,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,5 %	3,1 %	-0,2 %	2,9 %	3,5 %	4,1 %	2,8 %	0,3 %	2,2 %	4,0 %	4,2 %	2,9 %	3,2 %	3,7 %	4,0 %
Nettotulos-%	2,8 %	2,2 %	-0,4 %	2,1 %	2,6 %	3,1 %	2,0 %	0,1 %	1,6 %	3,0 %	3,2 %	2,1 %	2,5 %	2,9 %	3,2 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	57,6	56,6	58,0	58,8	59,3
Liikearvo	49,4	49,4	49,4	49,4	49,4
Aineettomat hyödykkeet	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3
Aineelliset hyödykkeet	7,8	6,9	8,3	9,1	9,5
Muut sijoitukset	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Vaihtuvat vastaavat	59,5	60,3	67,7	73,8	78,9
Vaihto-omaisuus	0,7	0,5	0,5	0,6	0,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset ja muut saamiset	44,7	40,7	47,3	51,6	55,8
Likvidit varat	14,2	19,0	19,8	21,6	22,5
Taseen loppusumma	117	117	126	133	138

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	43,7	45,2	47,0	50,5	55,8
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	16,0	15,6	17,4	20,9	26,2
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	27,6	29,5	29,5	29,5	29,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	11,7	9,5	9,3	8,3	7,1
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	11,7	9,5	9,3	8,3	7,1
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	61,8	62,2	69,4	73,8	75,4
Korolliset velat	5,2	4,5	9,3	8,3	7,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	54,0	55,1	57,4	62,6	65,2
Muut lyhytaikaiset velat	2,7	2,6	2,7	2,9	3,0
Taseen loppusumma	117	117	126	133	138

DCF-laskelma

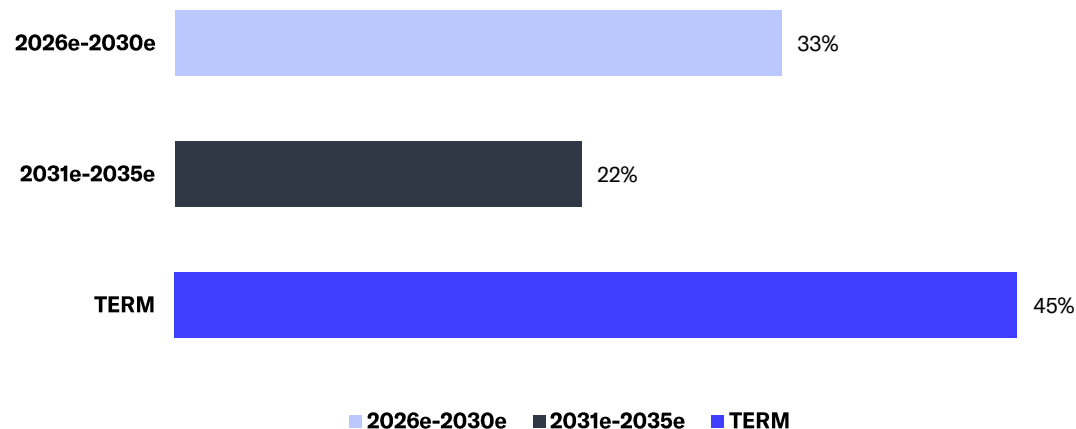
DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	2,9 %	4,3 %	9,0 %	4,2 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	2,8 %	2,9 %	3,2 %	3,7 %	4,0 %	3,5 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Liikevoitto	9,4	10,3	12,4	14,7	16,3	14,6	12,8	13,0	13,2	13,4	13,6	
+ Kokonaispoistot	3,6	3,6	4,2	4,6	4,9	5,0	5,2	5,3	5,4	5,5	5,6	
- Maksetut verot	-1,7	-1,9	-2,1	-2,5	-2,8	-2,6	-2,2	-2,3	-2,4	-2,4	-2,4	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	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	5,1	-4,1	1,1	-1,4	0,3	-1,3	-3,2	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	16,3	7,7	15,5	15,2	18,6	15,8	12,5	16,1	16,3	16,6	16,9	
+ 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	-2,7	-5,0	-5,1	-5,2	-5,3	-5,4	-5,5	-5,6	-5,7	-5,8	-6,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	13,6	2,7	10,5	10,1	13,3	10,4	7,0	10,5	10,7	10,8	10,0	
+/- 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	13,6	2,7	10,5	10,1	13,3	10,4	7,0	10,5	10,7	10,8	10,0	122
Diskontattu vapaa kassavirta		2,5	8,9	7,9	9,4	6,7	4,1	5,6	5,2	4,8	4,0	49,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		108	106	97,0	89,2	79,7	73,0	68,9	63,3	58,1	53,3	49,2
Velaton arvo DCF		108										
- Korolliset velat		-14,1										
+ Rahavarat		19,0										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-5,7										
Oman pääoman arvo DCF		108										
Oman pääoman arvo DCF per osake		13,5										

Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	18,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,75 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,8 %

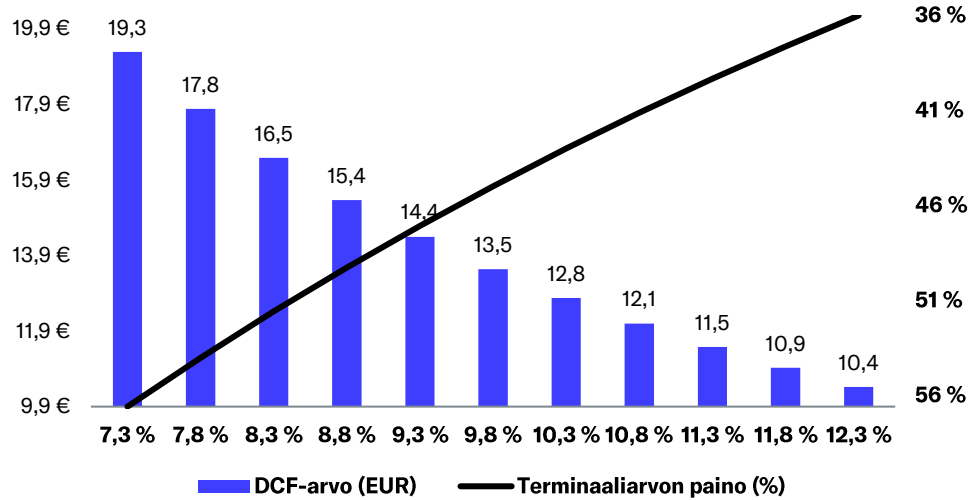
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

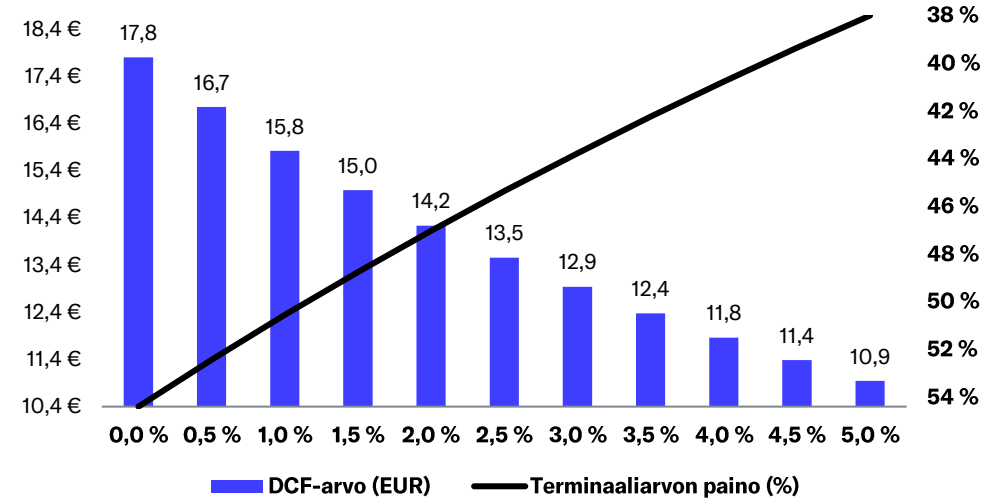


DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

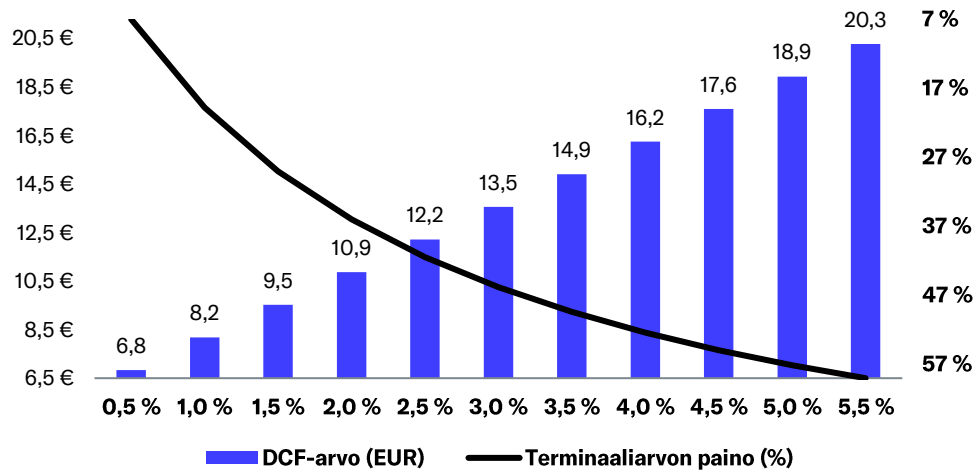
DCF-arvon herkkyysskalkelmat WACC-%:ssa



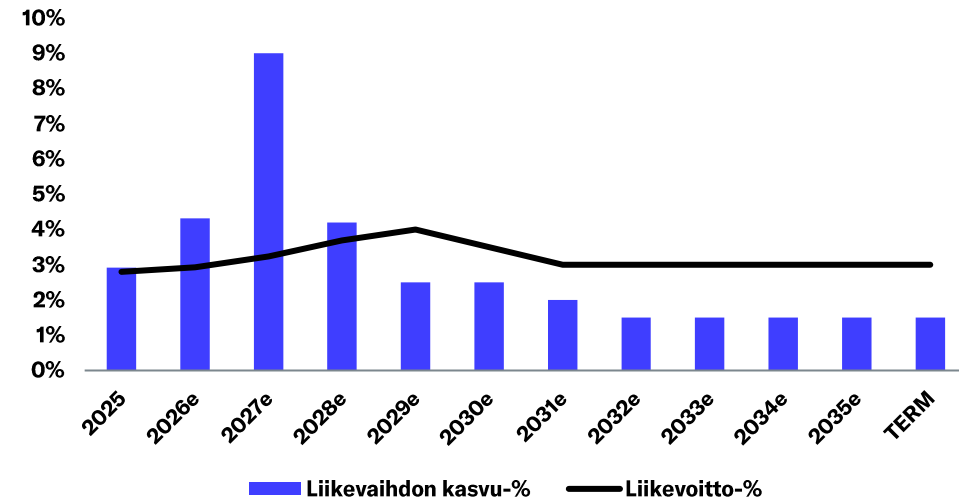
DCF-arvon herkkyysskalkelmat riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyysskalkelmat 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	320,6	326,7	336,2	350,7	382,3
Käyttökate	15,9	14,3	13,0	13,9	16,6
Liikevoitto	12,3	10,2	9,4	10,3	12,4
Voitto ennen veroja	11,4	9,2	8,5	9,4	11,4
Nettovoitto	9,0	7,2	6,8	7,5	9,4
Kertaluontoiset erät	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	121,3	117,2	116,9	125,8	132,7
Oma pääoma	41,1	43,7	45,2	47,0	50,5
Liikearvo	49,4	49,4	49,4	49,4	49,4
Nettovelat	-0,9	2,7	-4,9	-1,2	-5,0

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	15,9	14,3	13,0	13,9	16,6
Nettokäyttöpääoman muutos	1,0	-7,5	5,1	-4,1	1,1
Operatiivinen kassavirta	14,5	4,5	16,3	7,7	15,5
Investoinnit	-4,9	-2,7	-2,7	-5,0	-5,1
Vapaa kassavirta	9,7	1,8	13,6	2,7	10,5

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

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	1,17	0,91	0,86	0,95	1,18
EPS (oikaistu)	1,04	0,91	0,86	0,95	1,18
Operat. Kassavirta / osake	1,88	0,58	2,05	0,96	1,95
Operat. Vapaa kassavirta / osake	1,25	0,23	1,71	0,34	1,31
Omapääoma / osake	5,31	5,55	5,68	5,91	6,35
Osinko / osake	0,70	0,70	0,72	0,74	0,76

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	5 %	2 %	3 %	4 %	9 %
Käyttökatteen kasvu-%	7 %	-10 %	-9 %	7 %	20 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-1 %	-10 %	-8 %	9 %	20 %
EPS oik. kasvu-%	-6 %	-12 %	-6 %	10 %	25 %
Käyttökate-%	5,0 %	4,4 %	3,9 %	4,0 %	4,4 %
Oik. Liikevoitto-%	3,5 %	3,1 %	2,8 %	2,9 %	3,2 %
Liikevoitto-%	3,9 %	3,1 %	2,8 %	2,9 %	3,2 %
ROE-%	23,3 %	16,9 %	15,4 %	16,3 %	19,2 %
ROI-%	20,2 %	16,8 %	15,7 %	16,5 %	18,7 %
Omavaraisuusaste	38,6 %	41,3 %	43,0 %	41,3 %	42,0 %
Nettovelkaantumisaste	-2,3 %	6,1 %	-10,9 %	-2,5 %	-9,9 %
Nettovelka/käyttökate	-0,1	0,2	-0,4	-0,1	-0,3
EBITDA/nettorahoituskulut	16,3	13,5	14,7	15,9	17,6

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 esittäjensä 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 neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä 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 arvonmäärittämissuunnitelmia: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämissuunnitelmat 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 suosituksen 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 yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteinen 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.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
23/11/2020	Lisää	10,70 €	9,70 €
07/02/2021	Lisää	13,00 €	11,70 €
03/05/2021	Lisää	13,50 €	13,05 €
14/06/2021	Lisää	13,50 €	12,15 €
25/07/2021	Lisää	14,00 €	13,00 €
28/10/2021	Osta	15,00 €	12,95 €
21/01/2022	Osta	15,00 €	12,10 €
06/02/2022	Lisää	13,50 €	11,95 €
02/05/2022	Osta	13,00 €	9,80 €
24/07/2022	Osta	13,00 €	9,96 €
28/10/2022	Osta	12,50 €	9,14 €
13/01/2023	Osta	13,00 €	10,70 €
06/02/2023	Lisää	14,20 €	12,30 €
28/04/2023	Lisää	14,20 €	11,85 €
24/07/2023	Osta	14,20 €	10,25 €
23/10/2023	Osta	13,80 €	9,76 €
30/10/2023	Osta	13,80 €	10,35 €
21/12/2023	Osta	14,00 €	11,35 €
05/02/2024	Lisää	12,50 €	11,30 €
26/04/2024	Lisää	11,00 €	9,32 €
22/07/2024	Lisää	11,50 €	10,30 €
28/10/2024	Vähennä	11,75 €	11,35 €
22/01/2025	Vähennä	11,00 €	10,60 €
10/02/2025	Vähennä	10,50 €	10,15 €
03/03/2025	Lisää	11,00 €	9,94 €
27/04/2025	Lisää	11,00 €	10,20 €
20/07/2025	Lisää	11,75 €	10,80 €
<i>Analyytikko vaihtuu</i>			
27/10/2025	Lisää	11,00 €	10,35 €
29/01/2026	Vähennä	12,50 €	12,20 €
09/02/2026	Vähennä	12,50 €	12,05 €
21/04/2026	Lisää	12,00 €	11,10 €
30/04/2026	Lisää	12,50 €	11,60 €



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](https://www.inderes.fi)

[inderes.se](https://www.inderes.se)

**inde
res.**