

GRK INFRA OYJ

14.07.2026 7.50 EEST



Atte Jortikka, Analyttikko
+358 40 054 3725
atte.jortikka@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Hyvän kierre jatkuu

GRK julkistaa Q2’26-tuloksensa tiistaina 28.7. klo 8.30. Yhtiö antoi KSBR-kaupan toteuduttua kuluvalle vuodelle uuden ohjeistuksen, joka yllätti meidät positiivisesti etenkin kannattavuuden osalta. Olemme tarkistaneet ennusteitamme ylöspäin sekä kuluvan vuoden että tulevien vuosien osalta. Lyhyellä aikavälillä yhtiötä tukevat vahva tilausvirta sekä epäorgaaninen kasvu. Lisäksi odotamme loppumarkkinoiden kehittyvän yhä suotuisasti tulevina vuosina. Ennustamamme merkittävä tuloskasvu laskee kertoimet viimeaikaisesta kurssinoususta huolimatta yhä houkuttelevalle tasolle. Ennustemuutosten myötä nostamme GRK:n tavoitehinnan 20,0 euroon (aik. 16,0 euroa). Suosituksemme säilyy lisää-tasolla.

Uusi ohjeistus yllätti positiivisesti

GRK arvioi nyt vuoden 2026 liikevaihdon asettuvan 820 – 1 020 MEUR:n tasolle ja oikaistun liikevoiton olevan 70–95 MEUR. Aiempi ohjeistus odotti 720–870 MEUR:n liikevaihtoa ja 45–60 MEUR:n oikaistua liikevoittoa. Ennen tiedotetta odotimme kuluvalta vuodelta 874 MEUR:n liikevaihtoa ja 61 MEUR:n oikaistua liikevoittoa sisältäen arvion ostetun liiketoiminnan vaikutuksesta. Täten uusi ohjeistus ylitti aiemmat odotuksemme selvästi. GRK perustelee sitä vahvalla tilauskannalla ja arviolla sen tuloutumisesta, uusien sopimusten kertymisellä vuoden 2026 aikana, kehitysvaiheessa olevien hankkeiden etenemisellä sekä KSBR:n liikevaihdon ja liikevoiton kasvun jatkumisella. Ohjeistushaarukan keskikohdalla (liikevaihto 920 MEUR, oik. liikevoitto 83 MEUR) oikaistu liikevoittomarginaali olisi noin 9,0 %. Taso on infrarakentajalle näkemyksemme mukaan korkea ja viestii kannattavan kasvun jatkumisesta sekä GRK:n että KSBR:n osalta. KSBR:n suhteellinen kannattavuus oli viime vuonna selvästi GRK:ta korkeammalla tasolla (EBIT-% 8,8 %).

Kasvu jatkuu ennusteissamme toisella vuosipuoliskolla

Ennustamme GRK:n liikevaihdon laskeneen Q2:lla vertailukaudesta, sillä Stegra-hankkeen työt painottuvat tänä vuonna vahvemmin toiselle vuosipuoliskolle. Koko vuoden osalta odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan 5 % 915 MEUR:oon (aik.

+0 %, 874 MEUR). Ennustetta tukevat viimeaikainen tilausvirta sekä aiempaa vahvempi kasvuodotuksemme KSBR:lle kuluvalle vuodelle. GRK tiedotti kvartaalin aikana muun muassa voittaneensa Vt 5:n parantamisurakan (68 MEUR) ja allekirjoittaneensa sopimuksen Vantaan ratikan itäosan toisesta toteutusvaiheesta (79 MEUR). Monivuotisten suurhankkeiden lisäksi uskomme markkinan olleen kvartaalilla suotuisa myös pienissä ja keskiuurissa tilauksissa.

Kasvuennusteita selvästi merkittävämmät tarkistukset kohdistuivat kuitenkin suhteelliseen kannattavuuteen. Q2:n odotetusta vaisummasta liikevaihdon kehityksestä huolimatta odotamme oik. liikevoiton saavuttavan lähes vertailukauden tason. Koko vuodelta odotamme yhtiön oikaistun liikevoiton yltävän noin 80 MEUR:n tasolle 8,7 %:n marginaalilla (aik. 61 MEUR ja 6,9 %). Kannattavuusennusteen nousua ajavat liikevaihdon kasvu sekä GRK:ta paremmalla kannattavuudella operoiva KSBR, joka konsolidoituu lukuihin heinäkuusta alkaen. Olemme tarkistaneet ennusteitamme ylöspäin myös tuleville vuosille. Ennustamme GRK:n kasvun kiihtyvän ensi vuonna epäorgaanisen kasvun tukemana. Yhtiö on myös onnistunut paikkaamaan uusilla tilauksilla sitä vajetta, jonka tänä vuonna päättyvä Stegra-hanke odotustemme mukaan jättää jälkeensä. Liikevaihdon kasvusta huolimatta ennustamme marginaalien maltillistuvan tulevina vuosina nykyiseltä mielestämme poikkeuksellisen vahvalta tasolta, joskin ne säilyvät ennusteissamme selvästi yhtiön tavoitetason yläpuolella (oik. liikevoittomarginaali >6 % yli ajan).

Tuloskasvu laskee kertoimet edelleen houkuttelevalle tasolle

Viimeaikaisesta vahvasta kurssinoususta huolimatta näemme osakkeen tuotto-riskisuhteen edelleen hyvänä. Päivitetyillä ennusteillamme GRK:ta hinnoitellaan noin 7x oik. EV/EBIT- ja 11x P/E-kertoimilla vuosille 2026-2027 (käyvän arvon haarukka 9-12x EV/EBIT, 11x–14x P/E). Houkuttelevan hinnoittelun sekä noin 4 %:n osinkotuoton muodostama tuotto-odotus ylittää tuottovaatimuksemme yhä selvästi.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

20,00 EUR

(aik. 16,00 EUR)

Osakekurssi:

17,38 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	872,3	915,1	1005,1	1043,6
kasvu-%	20 %	5 %	10 %	4 %
EBIT oik.	58,2	79,9	82,2	83,3
EBIT-% oik.	6,7 %	8,7 %	8,2 %	8,0 %
Nettotulos	43,0	63,3	64,0	65,9
EPS (oik.)	1,17	1,55	1,59	1,61

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

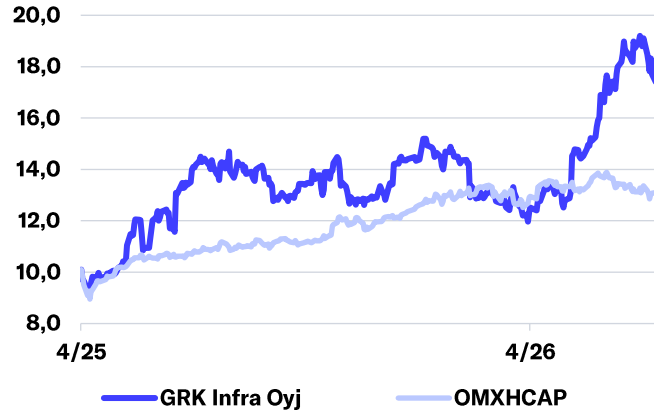
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

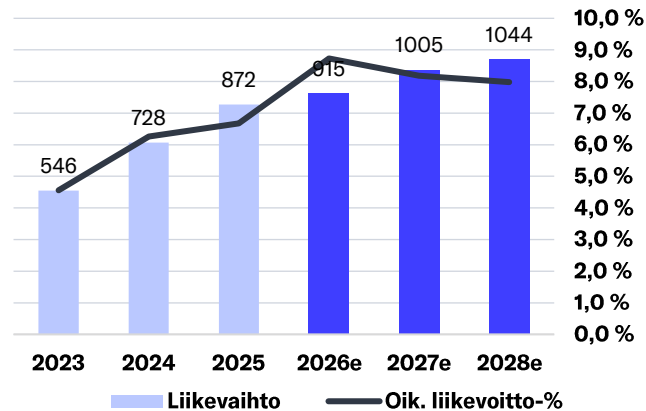
GRK arvioi, että sen liikevaihto vuonna 2026 on 820–1020 miljoonaa euroa (vuonna 2025: 872,3 miljoonaa euroa) ja oikaistu liikevoitto on 70–95 miljoonaa euroa vuonna 2026 (vuonna 2025: 58,2 miljoonaa euroa).

Osakekurssi



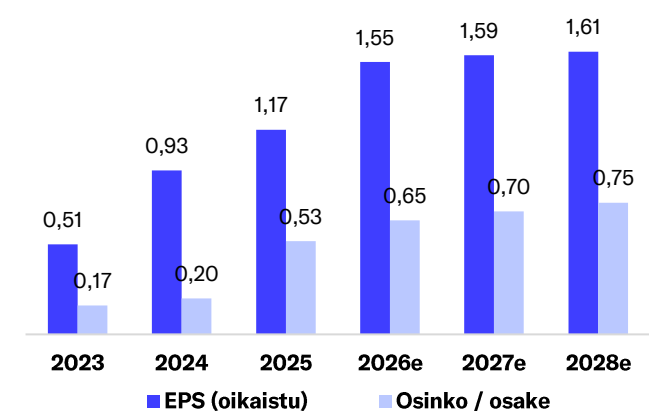
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Orgaaninen kasvu vahvuuksien turvin
- Epäorgaaninen laajentuminen Etelä-Ruotsiin ja infrarakentamisen uusiin segmentteihin
- Pääomakevyt liiketoimintamalli ja pehmeiden vahvuuksien mahdollistama toimialan kärkipään kannattavuus
- Julkisen sektorin ajama melko ennustettava ja osin vastasyklinen kysyntä

Riskitekijät

- Projekteihin liittyvät kannattavuusriskit
- Kilpailun kiristyminen
- Yksittäisten asiakkaiden ja projektien suuri painoarvo
- Suomessa käynnissä olevan kilpailunrajoitustutkinnan seuraamukset

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	17,4	17,4	17,4
Osakemäärä, milj. kpl	42,8	42,8	42,8
Markkina-arvo	743	743	743
Yritysarvo (EV)	597	580	552
P/E (oik.)	11,2	10,9	10,8
P/E	11,7	11,6	11,3
P/B	2,9	2,6	2,3
P/S	0,8	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA	6,2	5,8	5,4
EV/EBIT (oik.)	7,5	7,1	6,6
Osinko/tulos (%)	43,9 %	46,8 %	48,7 %
Osinkotuotto-%	3,7 %	4,0 %	4,3 %

Lähde: Inderes

Q2-ennusteet

Ennustetaulukko	Q2'25	Q2'26	Q2'26e	Q2'26e	2026
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Inderes
Liikevaihto	232		220	210	915
Käyttökate	19,7		19,2	17,3	96,8
Liikevoitto (oik.)	16,5		15,1	12,5	79,7
Liikevoitto	15,7		15,1	12,5	75,7
Tulos ennen veroja	17,1		15,0	12,5	76,9
EPS (oik.)	0,35		0,28	0,24	1,55
EPS (raportoitu)	0,33		0,28	0,24	
Liikevaihdon kasvu-%	27,2 %		-5,3 %	-9,4 %	4,9 %
Liikevoitto-% (oik.)	7,1 %		6,9 %	6,0 %	8,7 %

Lähde: Inderes & Modular Finance (konsensus)

Ennustemme nousivat selvästi tuleville vuosille

Ennustemuutokset

- Ennustamme GRK:n Q2-liikevaihdon laskevan 220 MEUR:oon (aik. 212 MEUR, Q2'25: 232 MEUR). Laskun taustalla on odotustemme mukaisesti Ruotsin Stegra-projektin volyymien pieneneminen vertailukauden tasoilta. Odotamme edelleen liikevaihdon painottuvan toiselle vuosipuoliskolle ja ennustamme nyt kuluvalle vuodelle 915 MEUR:n liikevaihtoa (aik. 874 MEUR).
- Kannattavuuden osalta ennustamme Q2:lle 15,1 MEUR:n oik. liikevoittoa (aik. 12,0 MEUR, Q2'25 15,7 MEUR). Ohjeistuksen päivityksen yhteydessä GRK kommunikoi erityisesti kannattavuuden pysyneen hyvällä tasolla myös ensimmäisen neljänneksen jälkeen. Koko vuoden osalta odotamme nyt 79,9 MEUR:n oik. liikevoittoa (aik. 60,6 MEUR). Kannattavuusennusteen nousua ajavat liikevaihdon kasvu sekä GRK:ta paremmalla kannattavuudella operoiva KSBR, joka konsolidoituu lukuihin heinäkuusta alkaen.
- GRK tiedotti myös, että oikaistusta liikevoitosta jätetään jatkossa (1.7.2026 alkaen, poistojen vaikutus 0,3 MEUR alkuvuonna 2026) pois aineettomien hyödykkeiden poistot, jotka perustuvat yrityshankintojen hankintamenon allokointiin (PPA). Olemme tarkistaneet ennusteitamme PPA-poistojen osalta, päivitämme ennusteitamme yhtiön julkistaessa muutoksesta lisätietoja tulosjulkistuksen yhteydessä.
- Yhtiön tase säilyy ennusteissamme selvästi nettokassaposiitiivisena KSBR-kaupan jälkeenkin. Olemme nostaneet osinkoennusteitamme vahvan taseen ja nousseen tulosennustemme tukemana. Arvioimme yritysostojen säilyvän kuitenkin edelleen osana yhtiön pääoman allokointivaihtoehtoja, mikä voi toteutuessaan rajoittaa voitonjaon ennusteitamme maltillisemmaksi.

Operatiiviset tulosajurit 2026-2028

- Kaikissa yhtiön toimintamaissa (Suomi, Ruotsi, Viro) infrahankkeiden odotetaan vetävän lähivuosina rakentamisen kehitystä sekä julkisten että yksityisten hankkeiden ansiosta, mikä tukee toimialan kasvunäkymää. Lisäksi GRK:n kasvua tukee yhtiön hyvä kilpailukyky ja koon tuoma mahdollisuus osallistua laajalti erilaisiin hankkeisiin. Negatiivisella puolella kilpailutilanne hankkeista on kireää, mikä rajaa yksittäisen toimijan kannattavan kasvun mahdollisuuksia.
- Positiivisten markkinanäkymien, vahvan tilausvirran sekä epäorgaanisen kasvun myötä odotamme liikevaihdon jatkavan kasvua myös ensi vuonna. Ruotsin liiketoiminnan kannalta merkittävä Stegra-projektin suunnitellusti tänä vuonna päättyvät työt jättävät liikevaihtoon kuopan, jota on lyhyellä aikavälillä haastava paikata. Yhtiö on kuitenkin onnistunut korvaavien projektien voittamisessa erinomaisesti, ja Ruotsin tilauskanta nousi alkuvuonna ennätystasolle.
- Ennusteissamme oikaistu liikevoittomarginaali on keskimäärin noin 8 % 2026-2028, mikä ylittää sekä toimialan tyypillisen tason että yhtiön pitkän aikavälin tavoitteen (oikaistu liikevoittomarginaali yli 6 % yli ajan). Ennustamme marginaalin normalisoituvan pitkällä aikavälillä lähemmäs 6 %:n tasoa. Lisäksi odotamme yhtiön saavuttavan jo ensi vuonna yli 950 MEUR:n liikevaihdon, jota se tavoittelee vuoteen 2028 mennessä.

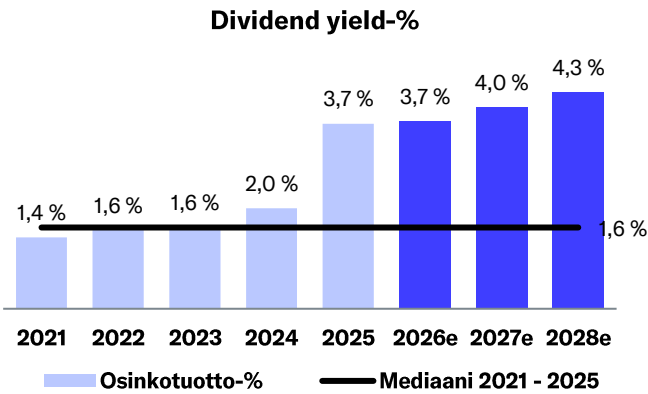
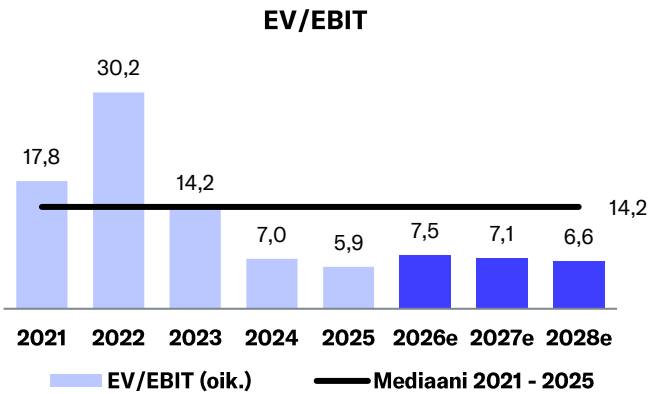
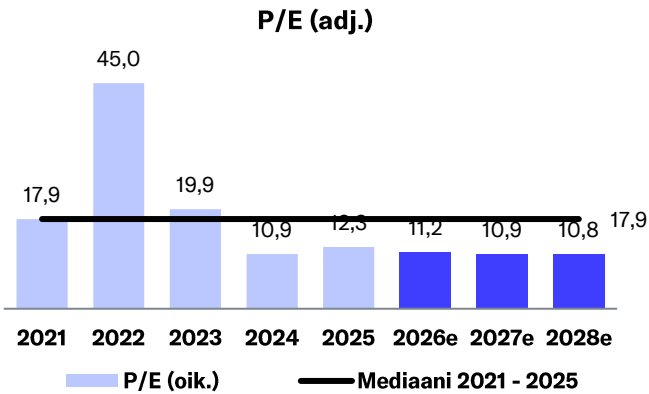
Ennustemuutokset	2026	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	874	915	5 %	947	1005	6 %	994	1044	5 %
Käyttökate	77,8	97,0	25 %	80,4	100	25 %	84,1	101	21 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	60,6	79,9	32 %	62,2	82,2	32 %	65,8	83,3	27 %
Liikevoitto	60,6	76,9	27 %	62,2	78,2	26 %	65,8	80,3	22 %
Tulos ennen veroja	61,8	78,1	26 %	61,9	78,0	26 %	65,7	80,3	22 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,18	1,55	32 %	1,19	1,59	33 %	1,26	1,61	27 %
Osakekohtainen osinko	0,56	0,65	16 %	0,62	0,70	13 %	0,68	0,75	10 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	10,2	10,2	10,2	10,2	14,3	17,4	17,4	17,4	17,4
Osakemäärä, milj. kpl	39,8	41,2	40,7	39,9	41,0	42,8	42,8	42,8	42,8
Markkina-arvo	405	419	414	406	587	743	743	743	743
Yritysarvo (EV)	403	414	354	317	341	597	580	552	525
P/E (oik.)	17,9	45,0	19,9	10,9	12,3	11,2	10,9	10,8	11,1
P/E	19,5	60,0	20,6	11,0	13,7	11,7	11,6	11,3	11,7
P/B	5,3	5,4	4,7	3,4	3,1	2,9	2,6	2,3	2,1
P/S	0,9	0,9	0,8	0,6	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,9	0,9	0,6	0,4	0,4	0,7	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	19,5	17,0	9,4	5,2	4,7	6,2	5,8	5,4	5,2
EV/EBIT (oik.)	17,8	30,2	14,2	7,0	5,9	7,5	7,1	6,6	6,4
Osinko/tulos (%)	27,9 %	94,4 %	33,3 %	22,1 %	50,5 %	43,9 %	46,8 %	48,7 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	1,4 %	1,6 %	1,6 %	2,0 %	3,7 %	3,7 %	4,0 %	4,3 %	4,3 %

Lähde: Inderes



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

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
YIT	574	1316	19,3	12,6	14,2	10,3	0,7	0,7	65,1	15,7		0,4	0,8
Veidekke	2288	1904	10,7	10,0	6,9	6,6	0,5	0,4	16,4	15,3	6,0	6,3	6,9
NCC	1654	1935	10,5	9,3	6,6	6,1	0,4	0,4	11,0	9,8	5,8	6,3	2,0
Peab	2389	3279	12,1	11,3	7,9	7,5	0,6	0,6	11,4	10,5	4,6	5,0	1,4
Skanska	9656	8556	11,4	10,4	8,7	8,2	0,5	0,5	14,7	13,8	4,1	4,3	1,6
SRV	89	226	20,3	11,3	13,9	8,7	0,3	0,2	52,4	10,3		3,1	0,8
Strabag	10183	6630	5,7	5,1	3,7	3,4	0,3	0,3	12,2	11,1	3,3	3,5	1,6
Koninklijke Heijmans N.V.	2751	2693	12,4	10,9	9,4	8,4	0,9	0,8	16,4	14,4	3,0	3,5	4,2
NRC Group	128	209	11,5	9,2	5,9	5,2	0,3	0,3	15,2	10,4		4,7	0,8
Kreate	239	284	12,1	10,9	7,9	7,3	0,5	0,5	14,3	12,8	3,7	3,9	4,2
NYAB	399	378	10,2	9,0	8,6	7,8	0,6	0,6	14,0	11,2	2,7	3,6	1,8
GRK Infra Oyj (Inderes)	743	597	7,5	7,1	6,2	5,8	0,7	0,6	11,2	10,9	3,7	4,0	2,9
Keskiarvo			12,4	10,0	8,5	7,2	0,5	0,5	22,1	12,3	4,1	4,0	2,4
Mediaani			11,5	10,4	7,9	7,5	0,5	0,5	14,7	11,2	3,9	3,9	1,6
Erotus-% vrt. mediaani			-35 %	-32 %	-22 %	-23 %	42 %	28 %	-24 %	-2 %	-4 %	4 %	79 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	728	174	232	257	209	872	112	220	306	277	915	1005	1044	1075
Suomi	395	78,5	122	142	101	444	74,0	119	153	130	476	546	568	585
Ruotsi	274	82,1	91,8	91,0	81,2	346	27,0	83,4	123	108	341	358	369	380
Viro	72,1	16,3	21,6	30,6	32,6	101	12,7	20,4	35,2	43,3	112	117	123	127
Muut toiminnot ja eliminoinnit	-12,4	-2,6	-3,2	-6,5	-6,2	-18,4	-1,8	-3,3	-4,6	-4,2	-13,8	-16,0	-16,0	-16,5
Konserni (oikaistu EBIT)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Oikaisuerät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	60,9	11,9	19,7	26,9	13,9	72,4	10,5	19,2	37,8	29,5	97,0	100	101	101
Poistot ja arvonalennukset	-15,7	-3,8	-4,0	-4,2	-7,0	-18,9	-4,6	-4,1	-5,7	-5,7	-20,1	-22,0	-21,0	-23,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	45,6	8,7	16,5	23,4	9,7	58,2	5,9	15,1	33,6	25,3	79,9	82,2	83,3	81,8
Liikevoitto	45,2	8,1	15,7	22,8	6,9	53,5	5,9	15,1	32,1	23,8	76,9	78,2	80,3	78,5
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	0,6	-1,3	1,4	0,4	-1,2	-0,8	1,6	-0,1	-0,1	-0,1	1,2	-0,2	0,0	-0,8
Tulos ennen veroja	45,8	6,7	17,1	23,2	5,7	52,7	7,5	15,0	31,9	23,7	78,1	78,0	80,3	77,6
Verot	-8,9	-1,3	-3,7	-3,9	-0,8	-9,7	-1,4	-2,8	-6,1	-4,5	-14,8	-14,0	-14,5	-14,0
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	36,9	5,4	13,4	19,3	4,9	43,0	6,1	12,2	25,9	19,2	63,3	64,0	65,9	63,7
EPS (oikaistu)	0,93	0,15	0,35	0,49	0,19	1,17	0,14	0,28	0,64	0,48	1,55	1,59	1,61	1,57
EPS (raportoitu)	0,93	0,13	0,33	0,47	0,12	1,05	0,14	0,28	0,60	0,45	1,48	1,50	1,54	1,49

Tunnusluvut	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	33,4 %					19,8 %	-35,9 %	-5,3 %	19,0 %	32,9 %	4,9 %	9,8 %	3,8 %	3,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	83,0 %					27,7 %	-31,9 %	-8,1 %	43,7 %	160,2 %	37,3 %	2,9 %	1,3 %	####
Käyttökate-%	8,4 %	6,8 %	8,5 %	10,5 %	6,7 %	8,3 %	9,4 %	8,8 %	12,3 %	10,6 %	10,6 %	10,0 %	9,7 %	9,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	6,3 %	5,0 %	7,1 %	9,1 %	4,7 %	6,7 %	5,3 %	6,9 %	11,0 %	9,1 %	8,7 %	8,2 %	8,0 %	7,6 %
Nettotulos-%	5,1 %	3,1 %	5,8 %	7,5 %	2,3 %	4,9 %	5,5 %	5,5 %	8,4 %	6,9 %	6,9 %	6,4 %	6,3 %	5,9 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	91,9	102	190	197	207
Liikearvo	0,7	1,3	53,3	53,3	53,3
Aineettomat hyödykkeet	0,5	1,2	24,3	21,5	19,7
Käyttöomaisuus	84,5	95,5	108	118	129
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	4,7	1,5	1,5	1,5	1,5
Laskennalliset verosaamiset	1,4	2,7	2,7	2,7	2,7
Vaihtuvat vastaavat	243	419	296	335	371
Vaihto-omaisuus	6,7	8,7	9,2	10,1	10,4
Muut lyhytaikaiset varat	47,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Myyntisaamiset	62,0	126	101	121	125
Likvidit varat	127	284	186	204	235
Taseen loppusumma	334	521	487	532	578
Lähde: Inderes					

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	119	190	253	289	325
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	81,0	116	158	194	230
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	38,2	73,7	95,0	95,0	95,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	30,5	32,4	37,8	37,8	39,8
Laskennalliset verovelat	3,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Varaukset	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Korolliset velat	24,6	23,6	29,0	29,0	31,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,6	1,4	1,4	1,4	1,4
Lyhytaikaiset velat	185	298	196	205	213
Korolliset velat	14,0	14,1	11,0	12,0	13,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	108	99,4	114	126	130
Muut lyhytaikaiset velat	62,4	185	70,3	67,6	69,5
Taseen loppusumma	334	521	487	532	578

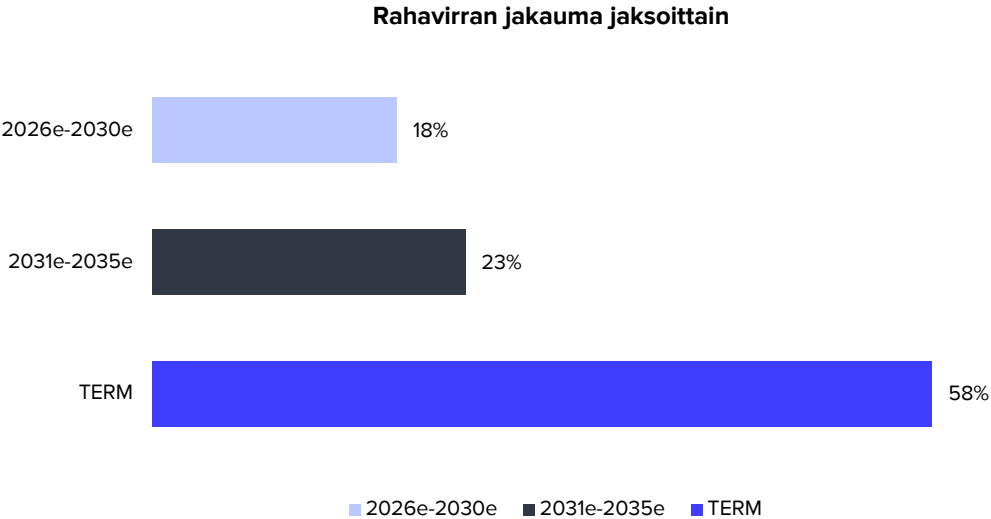
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	19,8 %	4,9 %	9,8 %	3,8 %	3,0 %	1,0 %	1,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	6,1 %	8,4 %	7,8 %	7,7 %	7,3 %	6,5 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Liikevoitto	53,5	76,9	78,2	80,3	78,5	70,6	65,8	67,1	68,4	69,8	71,2	
+ Kokonaispoistot	18,9	20,1	22,0	21,0	23,0	26,4	26,3	25,8	25,3	25,0	24,6	
- Maksetut verot	-8,9	-14,8	-14,0	-14,5	-14,0	-12,6	-11,8	-12,0	-12,3	-12,6	-12,8	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	
- Käyttöpääoman muutos	94,6	-74,6	-12,3	1,7	0,5	0,6	1,3	1,2	1,3	1,3	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	158	7,8	73,8	88,6	87,8	84,9	81,5	82,1	82,7	83,5	82,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-28,0	-108,1	-29,2	-30,3	-28,3	-25,4	-25,5	-25,5	-25,6	-25,7	-24,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	131	-100,3	44,6	58,3	59,5	59,5	56,1	56,5	57,1	57,8	58,3	
+/- Muut	27,0	45,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	158	-55,2	44,6	58,3	59,5	59,5	56,1	56,5	57,1	57,8	58,3	851
Diskontattu vapaa kassavirta		-53,1	39,3	47,1	44,1	40,5	35,0	32,4	30,0	27,9	25,8	377
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		646	699	659	612	568	528	493	460	430	402	377

Velaton arvo DCF	646
- Korolliset velat	-37,6
+ Rahavarat	284
+ Osakkuusyhtiöt	0,0
-Vähemmistöosuus	0,0
-Osinko/pääomapalautus	-21,7
Oman pääoman arvo DCF	870
Oman pääoman arvo DCF per osake	20,3

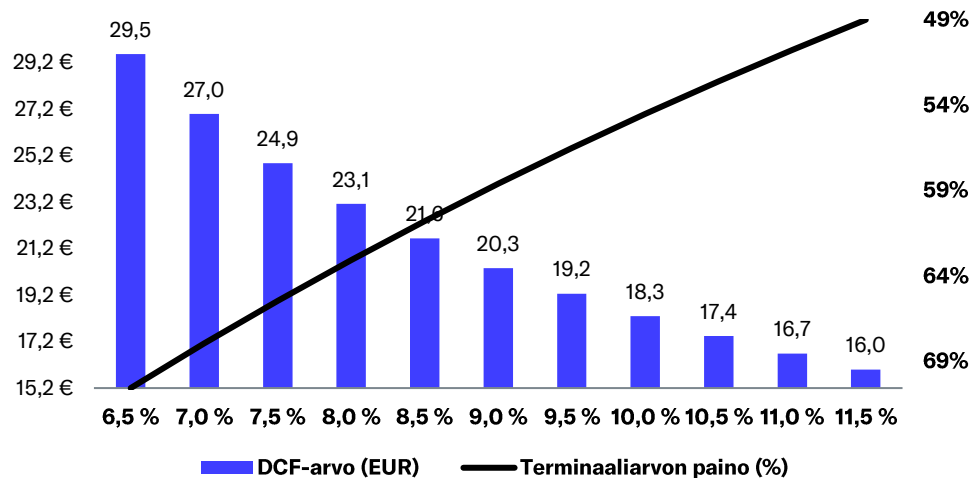
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	18,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,0 %

Lähde: Inderes

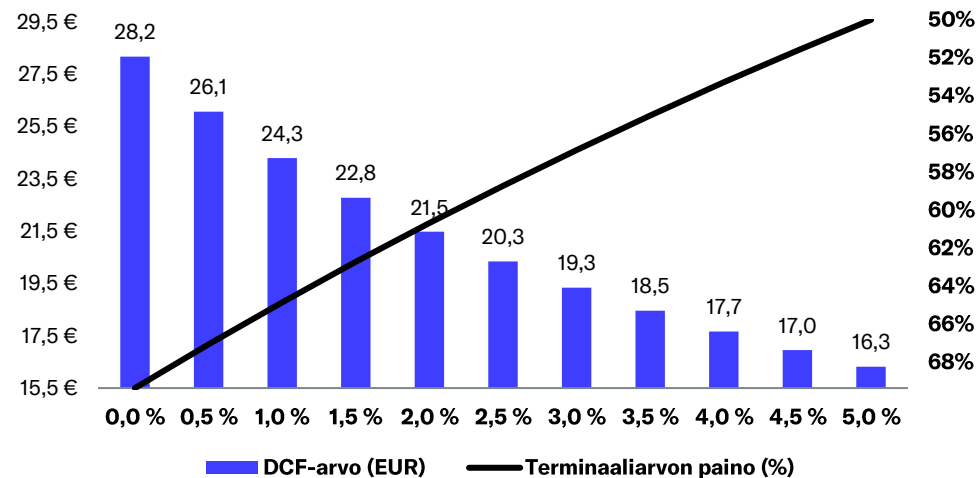


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

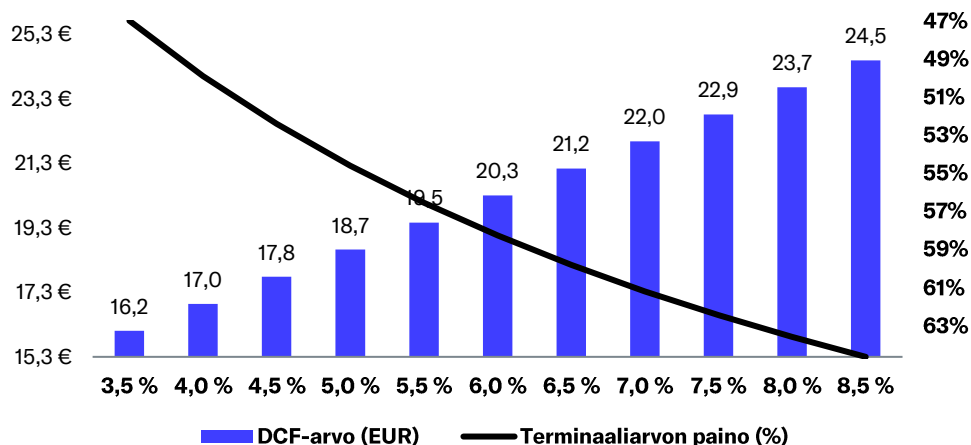
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



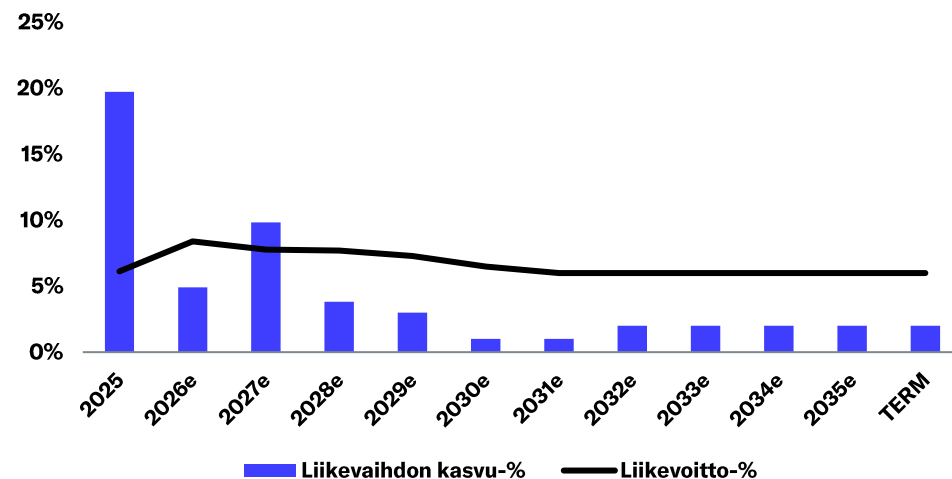
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	546,2	728,4	872,3	915,1	1005,1
Käyttökate	37,7	60,9	72,4	97,0	100,2
Liikevoitto	24,2	45,2	53,5	76,9	78,2
Voitto ennen veroja	24,3	45,8	52,7	78,1	78,0
Nettovoitto	20,2	36,9	43,0	63,3	64,0
Kertaluontoiset erät	-0,7	-0,4	-4,7	-3,0	-4,0

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	280,3	334,5	520,8	486,6	532,3
Oma pääoma	88,9	119,3	190,1	253,0	289,2
Liikearvo	0,7	0,7	1,3	53,3	53,3
Nettovelat	-59,9	-88,0	-246,1	-146,3	-163,0

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	37,7	60,9	72,4	97,0	100,2
Nettokäyttöpääoman muutos	45,9	3,6	94,6	-74,6	-12,3
Operatiivinen kassavirta	79,5	56,9	158,0	7,8	73,8
Investoinnit	-17,0	-21,7	-28,0	-108,1	-29,2
Vapaa kassavirta	63,3	34,1	157,8	-55,2	44,6

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	0,6	0,4	0,4	0,7	0,6
EV/EBITDA	9,4	5,2	4,7	6,2	5,8
EV/EBIT (oik.)	14,2	7,0	5,9	7,5	7,1
P/E (oik.)	19,9	10,9	12,3	11,2	10,9
P/B	4,7	3,4	3,1	2,9	2,6
Osinkotuotto-%	1,6 %	2,0 %	3,7 %	3,7 %	4,0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	0,49	0,93	1,05	1,48	1,50
EPS (oikaistu)	0,51	0,93	1,17	1,55	1,59
Operat. Kassavirta / osake	1,95	1,43	3,86	0,18	1,73
Operat. Vapaa kassavirta / osake	1,55	0,86	3,85	-1,29	1,04
Omapääoma / osake	2,18	2,99	4,64	5,92	6,76
Osinko / osake	0,17	0,20	0,53	0,65	0,70

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	21 %	33 %	20 %	5 %	10 %
Käyttökateen kasvu-%	55 %	61 %	19 %	34 %	3 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	82 %	83 %	28 %	37 %	3 %
EPS oik. kasvu-%	127 %	82 %	25 %	33 %	2 %
Käyttökate-%	6,9 %	8,4 %	8,3 %	10,6 %	10,0 %
Oik. Liikevoitto-%	4,6 %	6,3 %	6,7 %	8,7 %	8,2 %
Liikevoitto-%	4,4 %	6,2 %	6,1 %	8,4 %	7,8 %
ROE-%	24,3 %	35,4 %	27,8 %	28,6 %	23,6 %
ROI-%	20,0 %	31,8 %	27,7 %	30,4 %	25,7 %
Omavaraisuusaste	39,9 %	42,9 %	55,0 %	60,1 %	61,6 %
Nettovelkaantumisaste	-67,4 %	-73,8 %	-129,4 %	-57,8 %	-56,3 %
Nettovelka/käyttökate	-1,6	-1,4	-3,4	-1,5	-1,6
EBITDA/nettorahoituskulut	-554,9	-97,5	95,4	-78,7	403,2

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 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 laatineen 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
28/05/2025	Lisää	13,00 €	10,95 €
01/08/2025	Vähennä	14,00 €	14,69 €
11/09/2025	Lisää	14,00 €	12,93 €
22/10/2025	Lisää	14,50 €	13,64 €
31/10/2025	Lisää	14,50 €	13,36 €
13/02/2026	Lisää	14,50 €	12,91 €
05/05/2026	Osta	15,00 €	13,14 €
19/05/2026	Lisää	16,00 €	14,80 €
14/07/2026	Lisää	20,00 €	17,44 €



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.**