

SRV YHTIÖT OYJ

12.10.2026 08.15 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Vaatimustaso on noussut

SRV julkaisee Q3-raporttinsa torstaina 22.10.2026 klo 8.30. Ennustamme tuloksen lähteneen kvartaalilla selvään kasvuun datakeskusrakentamisen vetämänä. Myös tilauskanta kasvaa tuntuvasti, kun sinne kirjataan vuoteen 2032 asti tuloutuva Taysin suurhanke. Yhtiön näkymät ovat mielestämme parantuneet viime aikoina huomattavasti, joskin yli 50 %:n kurssinousu edellisen päivityksemme jälkeen on nostanut myös vaatimustasoa tuloskasvulle selvästi. Haemmekin Q3-tuloksesta konkreettista näyttöä tuloskäänteen toteutumisesta. Nostamme tavoitehinnan 9,7 euroon (aik. 7,0 euroa) ja laskemme suosituksen vähennä-tasolle (aik. lisää).

Tulos kääntyy odotuksissamme H2:lla selvään kasvuun

SRV täsmensi toisen kvartaalin tuloksen yhteydessä ohjeistustaan vuodelle 2026. Yhtiö odottaa nyt operatiivisen liikevoiton olevan välillä 10-20 MEUR. Liikevaihdon ohjeistus säilyi ennallaan, ja yhtiö arvioi sen ylittävän edelleen 800 MEUR:n tason. Emme ole tehneet merkittäviä muutoksia kuluvan vuoden ennusteisiimme. Odotamme edelleen yhtiön liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 20 % ja oikaistun liikevoiton asettuvan lähes 15 MEUR:n tasolle. H1:llä liikevaihto kasvoi kuitenkin vain 3 % ja oikaistu liikevoitto oli nollatasolla. Ennusteemme edellyttävät siten H2:lta selvää kasvun kiihtymistä, ja käytännössä koko vuoden tulos jää loppuvuoden varaan. Pidämme tätä kuitenkin kausiluonteisuuden myötä perusteltuna, jonka lisäksi ennustemallimme kasvun sekä tuloksen ajuri on H2:lla etenkin Lahden DayOnen datakeskushanke joka käynnistyi Q2:lle (valmiusaste 11 % 6/26).

Ennustamme hankeuutisia datakeskusten osalta lähitulevaisuudessa

Yhtiö tiedotti lokakuun alussa muuttavansa organisaatorakennettaan ja uudistavansa johtoryhmänsä kokoonpanoa tukeakseen yhtiön kasvumahdollisuuksia. Tehdyt

muutokset yhtiön organisaatorakenteeseen indikoivat mielestämme myös hankeputken olevan vahva, sillä omaa liiketoiminta-aluetta ja johtoryhmäpaikkaa tuskin perustettaisiin vain nykyisen kahden hankkeen varaan. Yhtiön johto myös kommentoi Q2-tuloksen yhteydessä keskustelewansa useasta datakeskushankkeen rakentamisesta. Datakeskusrakentamisen markkinan kokoa ja kasvua on toistaiseksi vaikea määrittää tarkasti. Omien ja muiden tahojen hahmotelmien perusteella arvioimme kuitenkin, että pelkän rakentamisen osalta puhutaan tulevina vuosina noin 1-4 miljardin euron vuotuisesta markkinasta. Arvioimme nykyisellään yhtiön markkinaosuuden jäävän alle 10 %:iin rakenteilla olevasta kapasiteetista mutta uskomme SRV:llä olevan hyvät mahdollisuudet nostaa osuuttaan markkinasta. Odotammekin yhtiön liikevaihdon kasvavan ensi vuonna edelleen noin miljardin euron kokoluokkaan, ja valtaosa kasvusta tulee ennusteissamme datakeskushankkeiden vetämästä toimitilarakentamisesta. Yli puolet ensi vuoden datakeskusliikevaihdosta tulee ennusteissamme nykyisistä DayOnen ja LUMI AI Factoryn urakoista, ja loppuosa nojaa uusiin hankkeisiin.

Tuotto-odotus nojaa vahvasti tuloskasvuun

Nojaamme SRV:n arvonnäilytyksessä vuosien 2027-2028 ennusteisiimme. Tavoitehintamme (9,7 euroa) arvostaa SRV:n noin 11x EV/EBIT sekä 12x P/E kertoimilla (2027-2028). Näemme arvostuksessa nousuvaraa, jos yhtiö saa uusia hankevoittoja ja pystyy todistamaan datakeskusrakentamisessa korkeamman kannattavuustason. Toisaalta jo nykyiset ennusteemme edellyttävät tuntuva tulosparannusta tulevina vuosina, mikä pitää ennusteriskin mielestämme koholla. Myös DCF-mallimme mukainen käypä arvo asettuu tavoitehintamme tasolle. Olemme laskeneet mallissa käyttämäämme tuottovaatimusta, sillä kasvanut tilauskanta parantaa lähivuosien liikevaihdon näkyvyyttä jonka lisäksi yhtiön tase on vahvistunut.

Suositus

Vähennä

(aik. Lisää)

Tavoitehint:

9,70 EUR

(aik. 7,00 EUR)

Osakekurssi:

9,10 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	706	848	991	1072
kasvu-%	-5 %	20 %	17 %	8 %
EBIT oik.	6,8	14,6	25,9	30,6
EBIT-% oik.	1,0 %	1,7 %	2,6 %	2,9 %
Nettotulos	15,5	5,8	14,1	17,4
EPS (oik.)	-0,44	0,18	0,70	0,90

P/E (oik.)	neg.	50,0	13,1	10,2
P/B (oik.)	0,7	1,4	1,3	1,2
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	1,6 %	2,2 %
EV/EBIT (oik.)	27,0	19,5	11,1	9,8
EV/EBITDA	5,5	14,6	9,0	7,9
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3	0,3

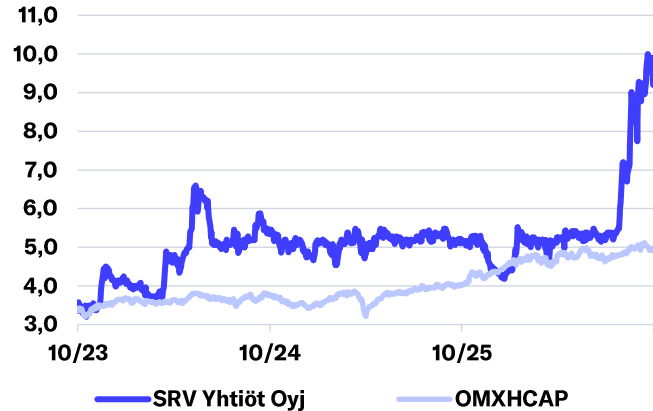
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

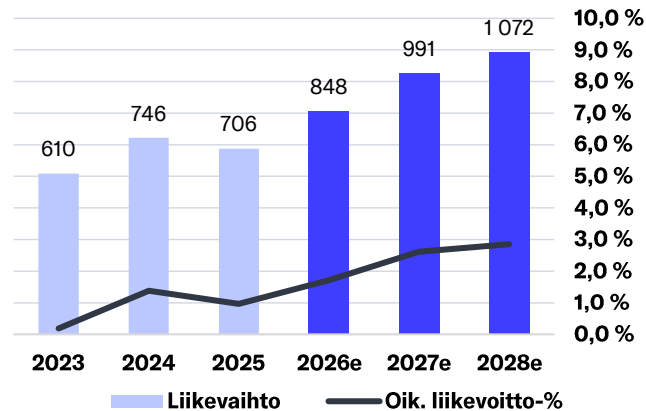
Vuoden 2026 liikevaihdon arvioidaan ylittävän 800 MEUR (vuonna 2025: 705,6 MEUR) ja operatiivisen liikevoiton arvioidaan olevan välillä 10-20 MEUR (operatiivinen liikevoitto vuonna 2025: 6,8 MEUR).

Osakekurssi



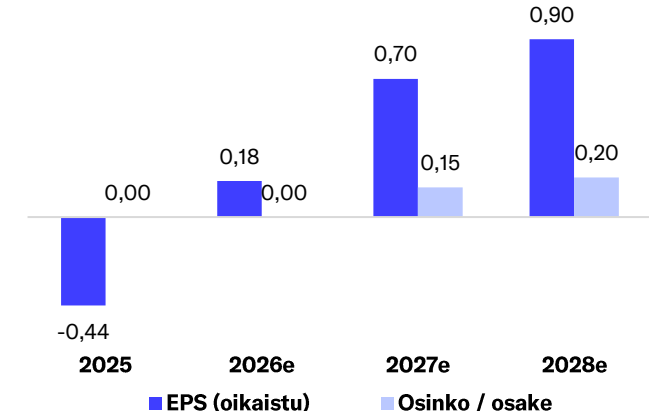
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Tuloskasvu kiihtyvän datakeskusrakentamisen vetämänä
- Projektien hallinnan parantuminen
- Pääoman käytön tehostuminen
- Syklisen markkinan käänne parempaan
- Strateginen keskittyminen pääkaupunkiseudulle ja kasvukeskuksiin

Riskitekijät

- Datakeskusinvestointien jäähtyminen
- Markkinoiden suhdanneriskit
- Asuntomarkkinoiden ja yksityisen toimitilamarkkinan heikon markkinatilanteen pitkittyminen yhä
- Kustannusten hallinnassa epäonnistuminen
- Projektihaasteiden uusiutuminen

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	9,10	9,10	9,10
Markkina-arvo	154	154	154
Yritysarvo (EV)	283	287	299
P/E (oik.)	50,0	13,1	10,2
P/B (oik.)	1,4	1,3	1,2
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	14,6	9,0	7,9
EV/EBIT (oik.)	19,5	11,1	9,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	18,1 %	19,5 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,6 %	2,2 %

Lähde: Inderes

Nykyisen hankekannan lisäksi näkymät ovat vahvat

Uskomme datakeskusrakentamisen tukevan tulostasoa aiempaa vahvemmin

- Ennustemme kuluvalle vuodelle asettuvat yhtiön ohjeistushaarukan keskivaiheille. Kasvu nojaa toimitilarakentamiseen, jossa DayOnen datakeskusurakan tuloutus kiihtyy loppuvuonna.
- Odotamme liikevaihdon jatkavan kasvua ensi vuonna ja ylittävän miljardin euron rajan vuonna 2028. Kannattavuuden ennustamme kohenevan asteittain noin kolmen prosentin liikevoittomarginaaliin. Ennustamamme vahva kasvu tulee lähes kokonaan toimitilarakentamisesta.
- Asuntorakentamisen osalta olemme laskeneet ennusteitamme edelleen heikon markkinatilanteen vuoksi. Odotuksiamme selvempi elpyminen vuosien 2027-2028 aikana aiheuttaisi nousupainetta etenkin marginaaliennusteillemme.
- Ennustamme sekä suuret että pienet urakat uusien tilausten kautta. Nimettyjen hankkeiden (mm. Laakson yhteissairaala, Tampereen yliopistollisen sairaalan uudistamisohjelma) lisäksi ennusteisiin sisältyy vuosittain uusia suuria toimitilatilauksia.
- Ensi vuoden ennustemme sisältävät yhden merkittävän tai kaksi pienempää uutta datakeskushanketta. Valtaosa ensi vuoden datakeskusliikevaihdosta tulee kuitenkin jo käynnissä olevista DayOnen ja LUMI AI Factoryn urakoista. Datakeskusten osuus toimitilarakentamisesta nousee noin kolmannekseen.

Operatiiviset tulosajurit 2026-2030

- Toimitilarakentamisen liikevaihto pysyy korkealla tasolla nykyisen tilauskannan sekä jo voitettujen, mutta tilauskantaan vielä kirjaamattomien hankkeiden myötä. Kokoluokaltaan pienempien urakoiden volyymien odotamme pysyvän suunnilleen nykytasolla joka kuvaa yksityisen toimitilarakentamisen yleisesti vielä haastavaa markkinatilannetta.
- Datakeskusurakat tuloutuvat nopeasti, joten ne tukevat liikevaihtoa jo merkittävästi lähivuosina. Katepotentiaali on tyypillisesti esimerkiksi allianssihankkeita selvästi korkeampi, mutta yksittäisten suurten urakoiden paino lisää myös ennusteiden heiluntaa.
- Markkinan elpyessä vähitellen omakehitteisten ja omaperusteisten hankkeiden volyymit kasvavat. Ennustamme omaperusteisen asuntotuotannon kasvavan nykyiseltä matalalta tasolta vuoteen 2028 mennessä, mutta osuus liikevaihdosta jää silti selvästi yhtiön tavoitteesta.
- Yhtiö tavoittelee vuosina 2029–2030 vähintään 50 miljoonan euron operatiivista liikevoittoa sekä yli 900 MEUR:n liikevaihtoa. Ennustamme liikevaihtotavoitteen ylittyvän jo 2027, mutta kannattavuudessa ennustemme jäävät tavoitetasosta hieman, sillä kasvu painottuu matalakatteisempaan toimitilaurakointiin ja asuntomarkkinan elpyminen on maltillista.

Ennustemuutokset	2026	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	848	848	0 %	988	991	0 %	1036	1072	3 %
Käyttökate	19,4	19,4	0 %	29,9	31,9	7 %	34,4	37,7	10 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	14,6	14,6	0 %	23,9	25,9	9 %	27,3	30,6	12 %
Liikevoitto	14,6	14,6	0 %	23,9	25,9	9 %	27,3	30,6	12 %
Tulos ennen veroja	7,2	7,2	0 %	15,1	17,1	14 %	17,8	21,3	19 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,18	0,18	0 %	0,60	0,70	17 %	0,73	0,90	23 %
Osakekohtainen osinko	0,00	0,00		0,15	0,15	0 %	0,20	0,20	0 %

Lähde: Inderes

Tuotto-odotus nojaa yhä vahvemmin tulokasvuun

Katsomme arvostuksessa tulevaan

Kuluvan vuoden ennusteillamme osake arvostetaan noin 19x oikaistulla EV/EBIT-kertoimella ja 50x P/E-kertoimella. Arvostus on kuluvana vuonna näkemyksemme mukaan korkea, sillä tulostasoa jää ennusteissamme yhä selvästi alle yhtiön potentiaalin. Arvostuksessa tulee kuitenkin katsoa tulevaan. Ennustamamme tulokasvun myötä EV/EBIT-kerroin laskee noin 11x tasolle ensi vuonna ja alle 10x vuonna 2028, ja P/E-kerroin painuu samalla noin 13x tasolta 10x tasolle. Tavoitehinnallamme (9,7 euroa) SRV hinnoitellaan ensi vuoden ennusteillamme noin 11x EV/EBIT- ja 14x P/E-kertoimilla ja vuoden 2028 ennusteilla noin 10–11x kertoimilla, eli vuosien 2027–2028 keskiarvona noin 11x EV/EBIT ja 12x P/E. Tämä vastaa yhtiölle ja sektorille hyväksymäämme neutraalia arvostustasoa (EV/EBIT 10–12x, P/E 10–13x). Tavoitehintamme painottaa ensi vuoden ennusteita, sillä pidemmän aikavälin tulokasvuun kohdistuu vielä epävarmuutta. Mikäli yhtiö pystyy todistamaan tuloksentelekykyensä, osaketta voidaan vahvan datakeskusrakentamisen näkymän tukemana alkaa hinnoitella yhä vahvemmin vuoden 2028 ennusteiden perusteella, mikä tarjoaisi osakkeelle lisää nousuvaraa.

Verrokkeihin hinnoittelu vaikuttaa ensi vuodelle neutraalilta

Yhtiölle on saatavissa kohtuullisen hyvä verrokkiryhmä. Toimialojen (esim. infra vs. asunto) erilaiset markkinatilanteet heikentävät kuitenkin lyhyellä tähtäimellä suhteellisen arvostuksen käyttökelpoisuutta. Verrokkiryhmän historiallinen arvostustaso on ollut 10–12x EV/EBIT ja 10–13x P/E, mikä edustaa näkemyksemme mukaan myös neutraalia pitkän aikavälin arvostusta

sektorille. Verrokkien arvostustaso vuoden 2026 ennusteilla on jo jokseenkin korkea (2026e mediaani EV/EBIT noin 12x ja P/E noin 15x). Verrokkeihin nähden SRV on arvostettu kuluvalle vuodelle selvällä preemiolla yhtiön tulostason ollessa alhainen. Vuoden 2027 ennusteillamme SRV hinnoitellaan karkeasti verrokkiryhmänsä tasolla (mediaani EV/EBIT noin 11x ja P/E noin 12x), eli suhteellinen arvostus ei enää rasita osaketta ensi vuoden lukujen valossa. Verrokkiyhtiöiden liiketoimintamallien eroavaisuuksien vuoksi pidämme arvonmäärityksessämme verrokkien painoarvoa matalana.

DCF-mallin käypä arvo tavoitehintamme tasolla

Annamme arvonmäärityksessämme rahavirtamallille (DCF) myös painoarvoa. Ennustemallissamme liikevaihdon kasvu tasaantuu terminaalijaksolla kahteen prosenttiin keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen. Liikevoittomarginaalin odotamme asettuvan kolmeen prosenttiin liikevaihdosta (2010–2025 keskimäärin alle 1 %). Tämä alittaa selvästi yhtiön vuosien 2029–2030 taloudellisista tavoitteista johdetun noin 5,5 prosentin marginaalitason. Käytämme DCF-mallissa nyt 9,3 prosentin tuottovaatimusta (WACC) ja 10,6 prosentin oman pääoman kustannusta. Ennustejakson jälkeinen terminaalijakso (2036 alkaen) kattaa noin 61 % kassavirtamallin arvosta, mikä on arviomme mukaan vielä kohtuullinen osuus. Noin 373 MEUR terminaaliarvo (165 MEUR diskontattuna nykyhetkeen) vastaa noin 9,2x EV/EBIT-kerrointa (2035e). DCF-mallin mukainen osakkeen arvo on noin 9,8 euroa, joka asettuu tavoitehintamme tasolle.

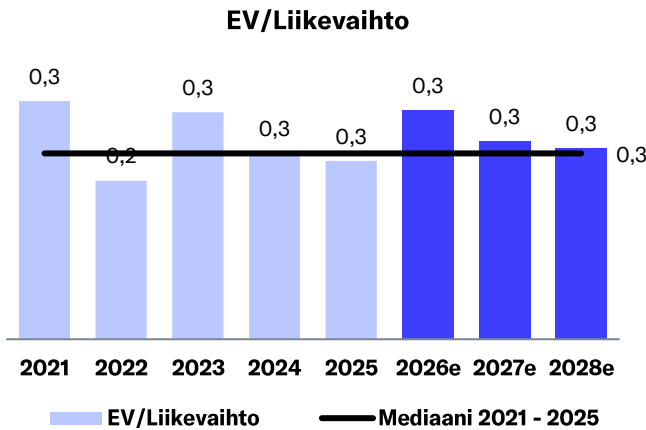
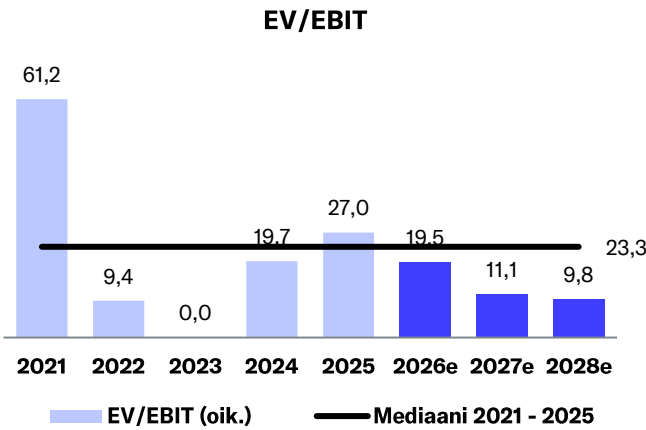
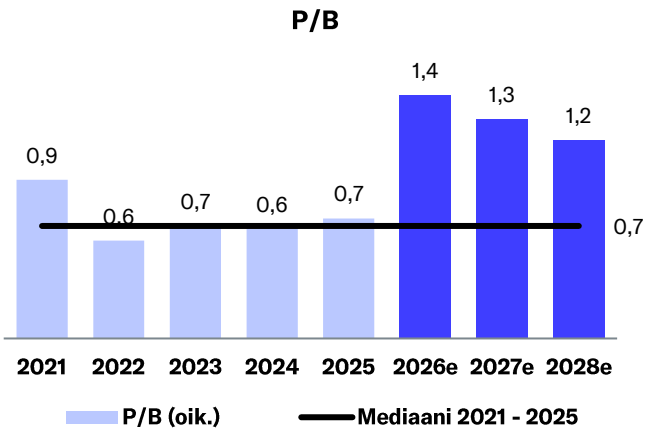
Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	9,10	9,10	9,10
Markkina-arvo	154	154	154
Yritysarvo (EV)	283	287	299
P/E (oik.)	50,0	13,1	10,2
P/B (oik.)	1,4	1,3	1,2
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	14,6	9,0	7,9
EV/EBIT (oik.)	19,5	11,1	9,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	18,1 %	19,5 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,6 %	2,2 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	21,2	3,80	4,08	4,28	4,96	9,10	9,10	9,10	9,10
Markkina-arvo	139	65	69	73	84	154	154	154	154
Yritysarvo (EV)	324	178	202	202	184	283	287	299	305
P/E (oik.)	neg.	6,5	neg.	56,8	neg.	50,0	13,1	10,2	6,3
P/B (oik.)	0,9	0,6	0,7	0,6	0,7	1,4	1,3	1,2	1,0
EV/Liikevaihto	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	69,7	neg.	neg.	9,8	5,5	14,6	9,0	7,9	6,3
EV/EBIT (oik.)	61,2	9,4	>100	19,7	27,0	19,5	11,1	9,8	7,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	18,1 %	19,5 %	35,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,6 %	2,2 %	5,6 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Bonava	246	645	9,2	7,1	0,8	0,7	14,3	5,9			0,4
Consti	89	90	9,5	7,2	0,3	0,3	12,4	9,2	6,6	6,7	1,9
Kreate	368	422	12,2	11,0	0,6	0,6	15,5	13,5	3,6	4,0	5,9
YIT	956	1726	23,3	14,6	0,9	0,8	274,7	20,6		0,4	1,5
JM AB	632	1808	40,7	26,2	1,8	1,6	27,0	14,1	2,2	4,0	0,9
Skanska	9890	8622	11,6	10,6	0,5	0,5	15,5	14,2	4,1	4,2	1,7
NCC	1556	1962	11,2	10,9	0,4	0,4	11,5	10,9	6,0	6,6	2,0
Peab	2361	3410	12,6	11,5	0,6	0,6	11,6	10,5	4,4	4,8	1,5
SRV Yhtiöt Oyj (Inderes)	154	283	19,5	11,1	0,3	0,3	50,0	13,1	0,0	1,6	1,4
Keskiarvo			16,3	12,4	0,7	0,7	47,8	12,3	4,5	4,4	2,0
Mediaani			11,9	10,9	0,6	0,6	14,9	12,2	4,2	4,2	1,6
Erotus-% vrt. mediaani			64 %	1 %	-45 %	-50 %	237 %	7 %	-100 %	-61 %	-10 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	610	746	161	169	160	216	706	141	200	236	271	848	991	1072	1158
Käyttökate	-1,1	20,7	1,9	2,2	2,9	26,3	33,4	0,8	1,6	8,7	8,3	19,4	31,9	37,7	48,3
Poistot ja arvonalennukset	-5,7	-8,7	-1,2	-1,5	-1,6	-1,5	-5,8	-1,1	-1,2	-1,3	-1,3	-4,8	-6,0	-7,1	-7,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,1	10,3	1,1	0,8	1,3	3,6	6,8	-0,3	0,4	7,5	7,0	14,6	25,9	30,6	40,5
Liikevoitto	-6,8	12,0	0,7	0,7	1,3	24,8	27,5	-0,3	0,4	7,5	7,0	14,6	25,9	30,6	40,5
Nettorahoituskulut	-9,0	-6,3	-1,2	-2,0	-2,9	-1,9	-8,1	-1,8	-1,7	-2,3	-1,5	-7,4	-8,8	-9,3	-10,7
Tulos ennen veroja	-15,7	5,7	-0,5	-1,3	-1,6	22,8	19,4	-2,2	-1,4	5,2	5,5	7,2	17,1	21,3	29,9
Verot	0,6	-0,4	0,3	0,5	0,5	-5,2	-3,9	0,6	0,1	-1,0	-1,1	-1,4	-3,1	-3,8	-5,4
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	0,0
Nettotulos	-15,1	5,3	-0,2	-0,8	-1,1	17,6	15,5	-1,6	-1,3	4,2	4,4	5,8	14,1	17,4	24,5
EPS (oikaistu)	-0,42	0,08	-0,03	-0,06	-0,11	-0,25	-0,44	-0,15	-0,11	0,21	0,23	0,18	0,70	0,90	1,44
EPS (raportoitu)	-0,89	0,18	-0,05	-0,06	-0,11	0,99	0,77	-0,15	-0,11	0,21	0,23	0,18	0,70	0,90	1,44

Tunnusluvut	2023	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	-20,8 %	22,3 %	-3,4 %	-9,4 %	-13,0 %	3,2 %	-5,4 %	-12,9 %	18,3 %	48,0 %	25,8 %	20,2 %	16,9 %	8,2 %	8,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		803,5 %	-12,7 %	-45,5 %	-71,4 %	20,9 %	-33,8 %	-130,9 %	-56,0 %	476,2 %	96,5 %	113,4 %	78,2 %	18,0 %	32,5 %
Käyttökate-%	-0,2 %	2,8 %	1,2 %	1,3 %	1,8 %	12,2 %	4,7 %	0,5 %	0,8 %	3,7 %	3,1 %	2,3 %	3,2 %	3,5 %	4,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	0,2 %	1,4 %	0,7 %	0,5 %	0,8 %	1,7 %	1,0 %	-0,2 %	0,2 %	3,2 %	2,6 %	1,7 %	2,6 %	2,9 %	3,5 %
Nettotulos-%	-2,5 %	0,7 %	-0,1 %	-0,5 %	-0,7 %	8,2 %	2,2 %	-1,1 %	-0,6 %	1,8 %	1,6 %	0,7 %	1,4 %	1,6 %	2,1 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	60,6	61,1	61,7	65,0	66,9
Liikearvo	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Aineettomat hyödykkeet	0,5	1,9	2,0	2,1	2,2
Käyttöomaisuus	9,8	13,6	12,7	15,9	17,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	3,1	1,5	1,5	1,5	1,5
Muut sijoitukset	7,1	6,3	6,3	6,3	6,3
Muut pitkäaikaiset varat	1,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Laskennalliset verosaamiset	36,9	33,6	35,0	35,0	35,0
Vaihtuvat vastaavat	390	437	432	476	531
Vaihto-omaisuus	255	281	314	337	375
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	94,3	52,1	67,8	89,2	102
Likvidit varat	40,5	104	50,9	49,6	53,6
Taseen loppusumma	451	498	494	541	598

Lähde: Inderes

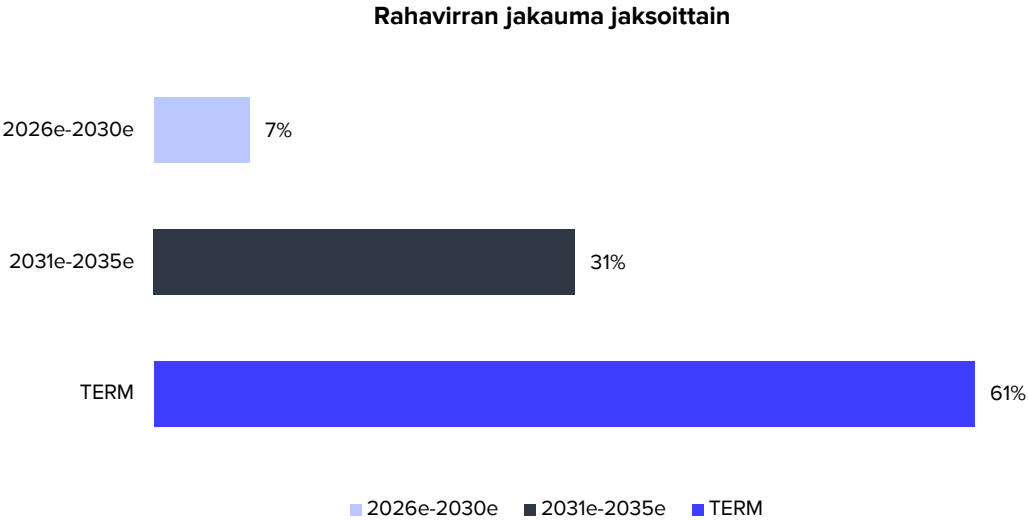
Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	147	166	130	142	155
Osakepääoma	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Kertyneet voittovarot	-193,3	-186,7	-198,3	-186,5	-173,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	33,5	46,0	22,0	22,0	22,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	304	304	304	304	304
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	147	166	174	176	191
Laskennalliset verovelat	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Varaukset	10,0	8,3	8,3	8,3	8,3
Korolliset velat	134	148	156	159	174
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	3,1	9,2	9,2	9,2	9,2
Lyhytaikaiset velat	157	166	190	222	252
Korolliset velat	2,8	12,3	1,8	3,2	4,4
Lyhytaikaiset korottomat velat	146	148	182	213	241
Muut lyhytaikaiset velat	7,5	5,9	5,9	5,9	5,9
Taseen loppusumma	451	498	494	541	598

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-5,4 %	20,2 %	16,9 %	8,2 %	8,0 %	5,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	3,9 %	1,7 %	2,6 %	2,9 %	3,5 %	4,0 %	4,5 %	4,0 %	4,0 %	3,5 %	3,0 %	3,0 %
Liikevoitto	27,5	14,6	25,9	30,6	40,5	48,6	56,4	51,1	52,1	46,5	40,7	
+ Kokonaispoistot	5,8	4,8	6,0	7,1	7,8	8,5	9,0	9,5	9,9	10,6	10,8	
- Maksetut verot	-0,6	-2,8	-3,1	-3,8	-5,4	-6,7	-8,1	-7,2	-7,5	-6,5	-5,5	
- verot rahoituskuluista	-1,7	-1,5	-1,6	-1,7	-1,9	-2,1	-2,1	-2,0	-1,9	-1,9	-1,8	
+ 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	16,5	-14,0	-13,8	-22,9	-24,7	-19,1	-14,7	-5,9	-6,0	-6,1	-6,2	
Operatiivinen kassavirta	25,5	1,1	13,4	9,4	16,4	29,2	40,6	45,5	46,7	42,6	37,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	21,3	-4,0	-9,2	-9,1	-9,9	-10,2	-10,4	-10,7	-11,5	-11,2	-11,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	51,2	-2,9	4,2	0,3	6,5	19,1	30,2	34,8	35,1	31,4	26,7	
+/- 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	51,2	-2,9	4,2	0,3	6,5	19,1	30,2	34,8	35,1	31,4	26,7	373
Diskontattu vapaa kassavirta		-2,8	3,8	0,2	4,9	13,1	19,0	20,0	18,5	15,1	11,8	165
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		268	271	267	267	262	249	230	210	191	176	165
Velaton arvo DCF		268										
- Korolliset velat		-206,6										
+ Rahavarat		104										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		165										
Oman pääoman arvo DCF per osake		9,8										

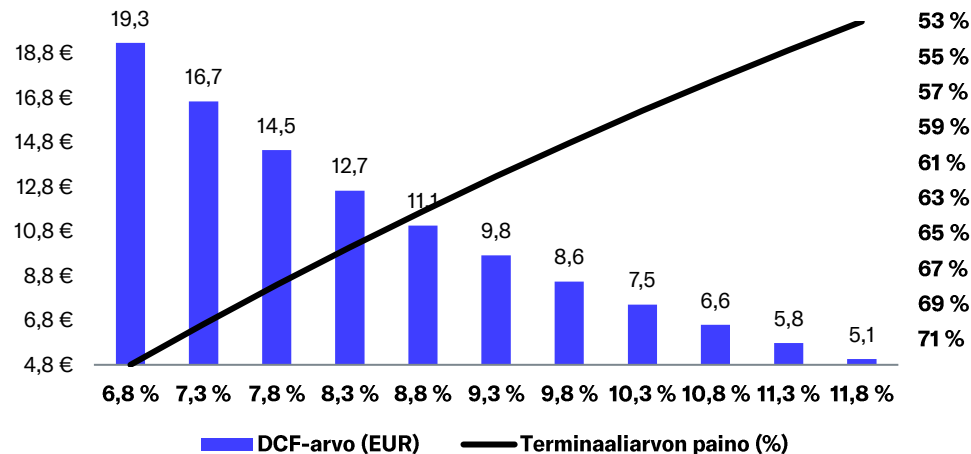
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	10,6 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,3 %

Lähde: Inderes

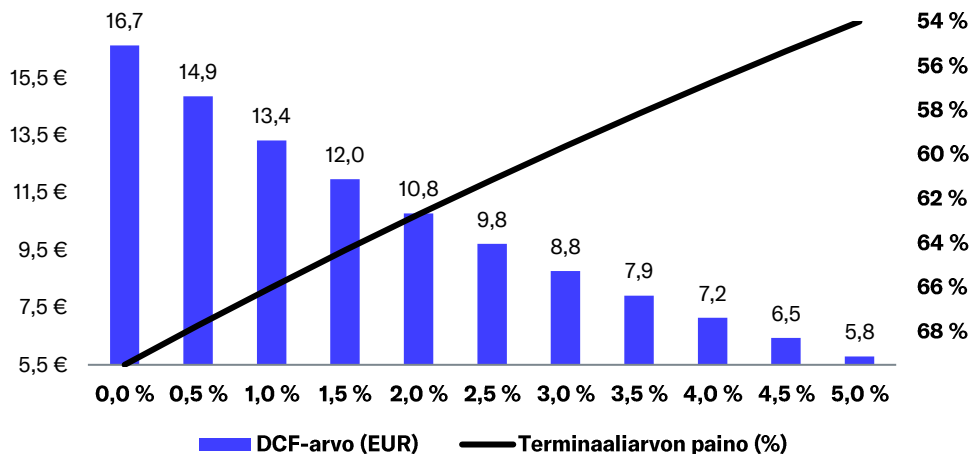


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

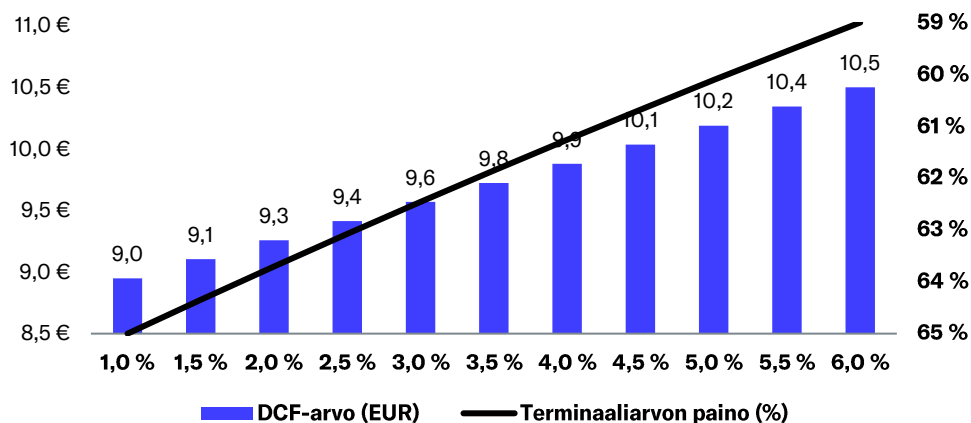
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



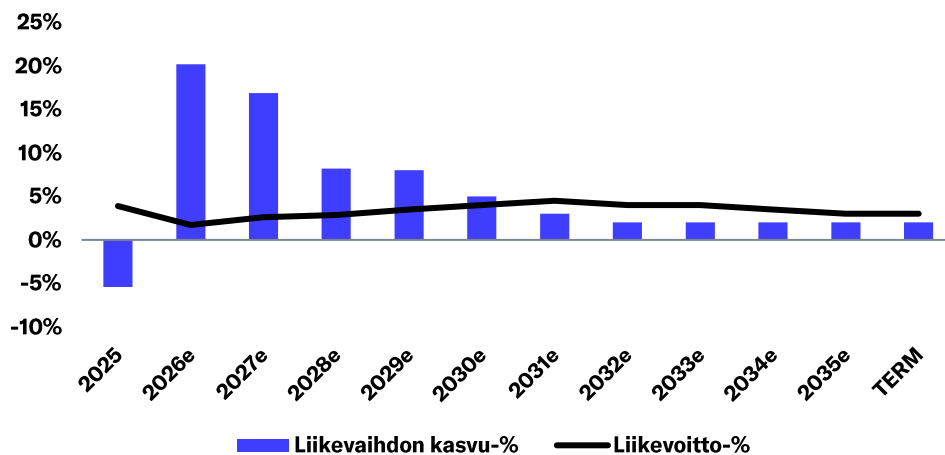
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	610,0	745,9	705,6	848,0	991,0
Käyttökate	-1,1	20,7	33,4	19,4	31,9
Liikevoitto	-6,8	12,0	27,5	14,6	25,9
Voitto ennen veroja	-15,7	5,7	19,4	7,2	17,1
Nettovoitto	-15,1	5,3	15,5	5,8	14,1
Kertaluontoiset erät	-7,9	1,7	20,7	0,0	0,0

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	438,6	450,8	498,1	494,2	540,6
Oma pääoma	138,8	146,8	166,0	130,4	142,2
Liikearvo	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Nettovelat	99,5	96,3	56,8	107,0	112,3

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	-1,1	20,7	33,4	19,4	31,9
Nettokäyttöpääoman muutos	-11,6	-14,9	16,5	-14,0	-13,8
Operatiivinen kassavirta	-12,6	4,8	25,5	1,1	13,4
Investoinnit	1,3	1,1	21,3	-4,0	-9,2
Vapaa kassavirta	-6,3	5,5	51,2	-2,9	4,2

Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	neg.	9,8	5,5	14,6	9,0
EV/EBIT (oik.)	>100	19,7	27,0	19,5	11,1
P/E (oik.)	neg.	56,8	neg.	50,0	13,1
P/B	0,7	0,6	0,7	1,4	1,3
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,6 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	-0,89	0,18	0,77	0,18	0,70
EPS (oikaistu)	-0,42	0,08	-0,44	0,18	0,70
Operat. Kassavirta / osake	-0,74	0,29	1,50	0,07	0,79
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,37	0,32	3,02	-0,17	0,25
Omapääoma / osake	8,17	8,65	9,77	7,69	8,39
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-21 %	22 %	-5 %	20 %	17 %
Käyttökatteen kasvu-%	99 %	2048 %	62 %	-42 %	65 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-94 %	804 %	-34 %	113 %	78 %
EPS oik. kasvu-%	-173 %	118 %	-690 %	141 %	283 %
Käyttökate-%	-0,2 %	2,8 %	4,7 %	2,3 %	3,2 %
Oik. Liikevoitto-%	0,2 %	1,4 %	1,0 %	1,7 %	2,6 %
Liikevoitto-%	-1,1 %	1,6 %	3,9 %	1,7 %	2,6 %
ROE-%	-10,6 %	3,7 %	9,9 %	3,9 %	10,3 %
ROI-%	-2,5 %	4,3 %	9,0 %	4,7 %	8,8 %
Omavaraisuusaste	40,7 %	41,8 %	41,6 %	33,1 %	32,3 %
Nettovelkaantumisaste	71,7 %	65,6 %	34,2 %	82,1 %	79,0 %
Nettovelka/käyttökate	-93,8	4,7	1,7	5,5	3,5
EBITDA/nettorahoituskulut	-0,1	3,3	4,1	2,6	3,6

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 esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikautsausten 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 arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät 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 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 analyttikon 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
03/04/2019	Vähennä	70,00 €	69,60 €
24/04/2019	Vähennä	70,00 €	69,20 €
29/04/2019	Vähennä	68,00 €	70,80 €
17/05/2019	Vähennä	68,00 €	67,60 €
18/07/2019	Vähennä	64,00 €	67,60 €
11/10/2019	Vähennä	56,00 €	55,20 €
18/10/2019	Vähennä	50,00 €	52,00 €
01/11/2019	Vähennä	50,00 €	52,40 €
07/02/2020	Vähennä	50,00 €	52,00 €
07/04/2020	Vähennä	34,00 €	35,28 €
30/04/2020	Vähennä	42,00 €	43,20 €
25/05/2020	Vähennä	26,00 €	32,40 €
22/07/2020	Lisää	24,00 €	21,80 €
30/10/2020	Vähennä	23,20 €	22,08 €
16/11/2020	Vähennä	23,20 €	22,80 €
05/02/2021	Vähennä	23,20 €	22,40 €
30/04/2021	Vähennä	28,00 €	28,00 €
22/07/2021	Vähennä	28,00 €	26,80 €
08/10/2021	Lisää	25,20 €	23,20 €
29/10/2021	Vähennä	22,00 €	22,80 €
14/12/2021	Vähennä	20,00 €	20,00 €
04/02/2022	Vähennä	20,00 €	20,00 €
09/03/2022	Vähennä	16,00 €	16,00 €
29/04/2022	Vähennä	14,00 €	15,20 €
01/08/2022	Vähennä	8,40 €	11,60 €
22/07/2022	Lisää	5,20 €	4,77 €
28/10/2022	Lisää	4,60 €	4,03 €
31/01/2023	Lisää	4,60 €	4,20 €
03/02/2023	Vähennä	4,40 €	4,20 €
27/03/2023	Lisää	4,00 €	3,50 €
28/04/2023	Vähennä	4,00 €	3,90 €
21/07/2023	Vähennä	4,00 €	3,85 €
20/10/2023	Vähennä	3,20 €	3,30 €
27/10/2023	Lisää	3,70 €	3,33 €
22/11/2023	Lisää	4,00 €	3,70 €
02/02/2024	Vähennä	4,00 €	3,99 €
19/03/2024	Lisää	4,00 €	3,71 €
26/04/2024	Vähennä	4,90 €	4,70 €
18/07/2024	Vähennä	5,00 €	5,20 €
25/10/2024	Vähennä	5,00 €	5,38 €
07/02/2025	Vähennä	4,90 €	4,99 €
02/05/2025	Vähennä	5,00 €	5,24 €
11/08/2025	Vähennä	4,90 €	5,20 €
24/10/2025	Vähennä	4,90 €	5,06 €
29/10/2025	Vähennä	5,00 €	5,20 €
20/01/2026	Vähennä	5,00 €	4,96 €
12/02/2026	Vähennä	5,00 €	5,22 €
02/04/2026	Vähennä	5,20 €	5,16 €
24/04/2026	Vähennä	5,20 €	5,42 €
08/05/2026	Vähennä	5,20 €	5,40 €
07/08/2026	Lisää	7,00 €	6,00 €
09/10/2026	Vähennä	9,70 €	9,10 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderes demokratisoi sijoittajatiedon yhdistämällä sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Sijoittajille olemme luotetun tiedon analyysipalvelu ja yhteisö, ja pörssiyhtiöille olemme laadukkaan sijoittajaviestinnän kumppani. Yli 500 pörssiyhtiötä Euroopassa hyödyntää sijoittajaviestinnän tuotteitamme ja osakeanalyysipalveluitamme tarjotakseen parempaa sijoittajaviestintää omistajilleen.

Tavoitteemme on olla finanssialan sijoittajalähtöisin yhtiö. Inderes on perustettu vuonna 2009 sijoittajien toimesta, sijoittajia varten. Nasdaq First North -listattuna yhtiönä ymmärrämme asiakkaidemme arjen.

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

inderes.se

**inde
res.**