

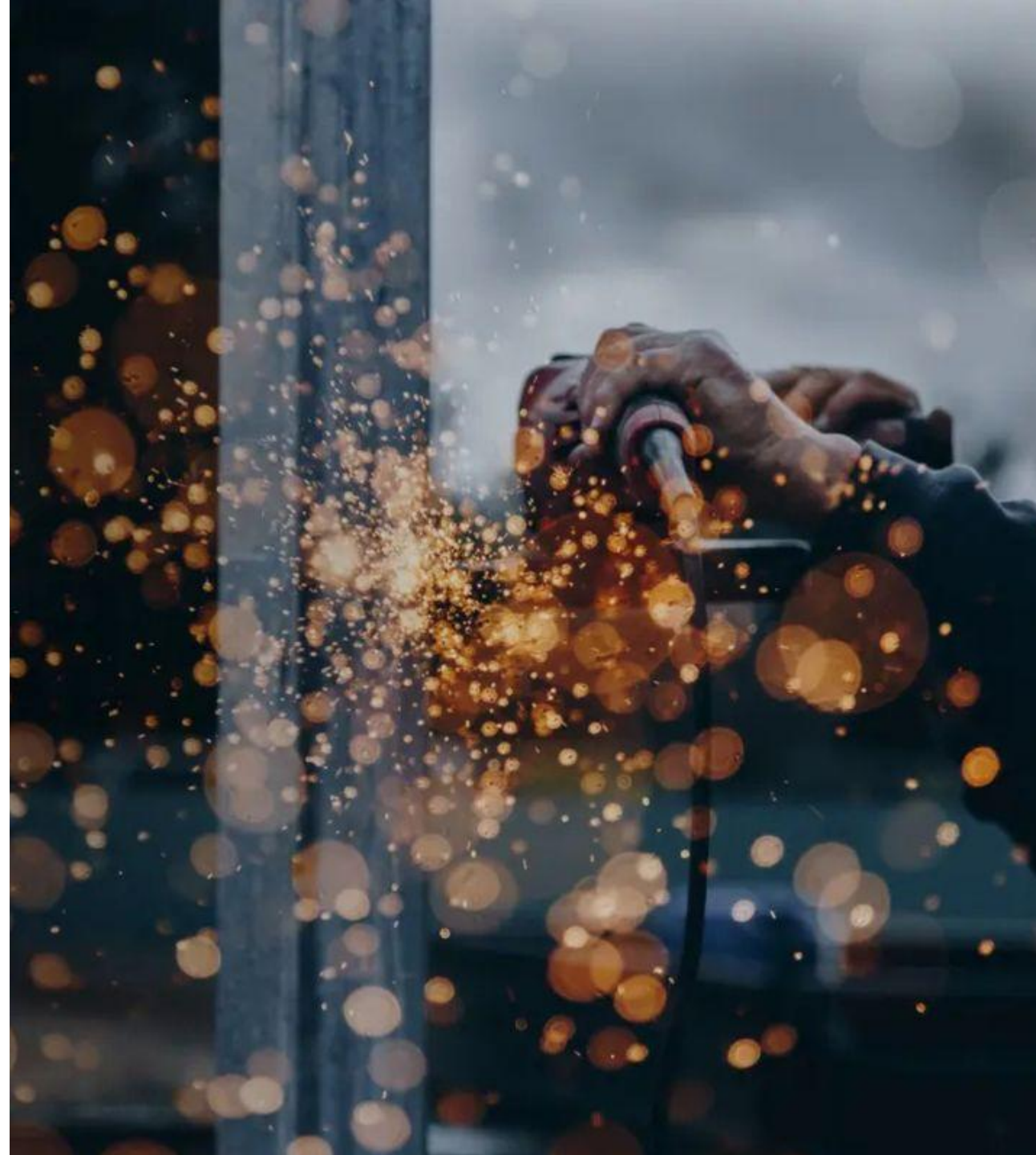
TEKOVA OYJ

23.07.2026 07.50 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Lyhyen aikavälin ajurit hukassa

Tekovan Q2-tulos ylitti ennusteemme operatiivisesti hienoisesti. Uskomme nykyisen verrattain vakaan tilauskannan tukevan yhtiön toisen vuosipuoliskon volyymitasoa, minkä myötä odotamme myös kannattavuuden pysyvän yhä hyvällä tasolla. Ennusteitamme mittavampi kasvu ensi vuonna vaatisi kuitenkin tilausten merkittävää piristymistä toisella vuosipuoliskolla, mihin emme nykyisen markkinakuvan valossa usko. Osakkeen hinnoittelu on yhä erittäin maltillinen, joskaan lyhyellä aikavälillä emme näe selviä katalyyttejä kertomien nousulle. Maltillisten ennustemuutosten myötä laskemme tavoitehintamme 1,4 euroon (aik. 1,5 euroa). Suosituksemme säilyy lisää-tasolla.

Pienoinen operatiivinen tulosylitys, EPS linjassa

Tekovan Q2-liikevaihto jatkoi kasvuaan noin 5 %:n tahdilla 26,2 MEUR:oon, mikä ylitti 24,2 MEUR:n ennusteemme. Uskomme liikevaihtoa vauhdittaneen vahvasta vertailukaudesta huolimatta yhtiön vahvalla tasolla pysynyt tilauskanta sekä neljän hankkeen luovutus kvartaalin aikana (Q2/25 3kpl). Vahvan liikevaihdon tukemana Tekovan liikevoitto asettui 2,4 MEUR:oon, ylittäen 2,3 MEUR:n odotuksemme. Liikevoittomarginaali asettui 9,3 %:iin ja jäi hienoisesti ennusteestamme (9,5 %) sekä selvemmin vahvasta vertailukaudesta (10,4 %). Kannattavuus on silti edelleen rakentamisen markkinassa erittäin vahvalla tasolla.

Alemmilla riveillä nähtiin pieniä negatiivisia yllätyksiä. Nettorahoituskulut jäivät ennusteitamme korkeammiksi, ja tämän lisäksi vähemmistöosuudet ja verot rasittivat nettotulosta odotuksiamme enemmän. Näin ollen pienestä operatiivisesta tulosylityksestä huolimatta osakekohtainen tulos asettui sentilleen ennusteidemme tasolle 0,042 euroon. Kassavirta heikentyi ensimmäisellä vuosipuoliskolla selvästi vertailukaudesta. Kehitystä selittää yhtiön omakehitteisten hankkeiden kasvanut osuus, ja uskomme kassavirran normalisoituvan loppuvuoden aikana yhtiön luovuttaessa hankkeita asiakkailleen.

Ohjeistuksen alarajan osalta rima asetettu lähelle maantasia

Tekova toisti odotetusti kesäkuussa päivitetyn ohjeistuksensa, jonka mukaan liikevaihto on välillä 95-115 MEUR ja liikevoitto (EBIT) on välillä 7,5-11,0 MEUR. Emme ole tehneet merkittävämpiä päivityksiä kuluven vuoden ennusteisiimme tuloksen perusteella. Tekova solmi kvartaalin aikana sopimukset kuudesta uudesta toimitilahankkeesta, joiden yhteisarvo on noin 24 MEUR. Samalla yhtiö kertoi yhden Q1:n aikana sovitun noin 2 MEUR:n arvoisen hankkeen peruuntuneen. Kvartaalin lopussa tilauskanta päättyi 69 MEUR:oon, joka mielestämme tukee toisen vuosipuoliskon kehitystä hyvin.

Yhtiö sai viime vuoden toisella puoliskolla uusia urakkasopimuksia yhteensä noin 42 MEUR:n arvosta. Arvioimme yhtiöllä olevan tänä vuonna edelleen haastavasta markkinasta huolimatta mahdollisuudet kasvattaa uusien tilausten määrää vertailukaudesta. Ennustamaamme merkittävämpi kasvu vaatisi kuitenkin näkemyksemme mukaan piristyvää markkinaa, johon emme tässä vaiheessa usko. Tämän myötä odotamme yhä ensi vuoden liikevaihdon säilyvän karkeasti tämän vuoden tasolla. Olemme laskeneet hieman odotuksiamme tulevien vuosien suhteellisen kannattavuuden osalta, joskin ennusteissamme kannattavuus säilyy yhä hyvällä tasolla. Näkemyksemme mukaan korkeampi katetaso vaatisi tuekseen volyymikasvua sekä urakoinnin markkinatilanteen normalisoitumista.

Edelleen edullinen, mutta lyhyen aikavälin ajurit hukassa

Ennusteillamme Tekovaa hinnoitellaan P/E-kertoimella 7x ja EV/EBIT-kertoimella 3x tälle ja ensi vuodelle. Kertoimet ovat nähdäksemme yhä erittäin maltillisella tasolla, joskin emme näe lyhyellä aikavälillä selviä katalyyttejä arvostuskertomien nousulle. Mittavampi nousuvara nykytasoilta vaatisi mielestämme edelleen selvästi kiihtyvää tuloskasvua. Toisaalta osake tarjoaa ennusteillamme tuleville vuosille vahvan noin 7-8 %:n osinkotuoton.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

1,40 EUR

(aik. 1,50 EUR)

Osakekurssi:

1,22 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	110,7	109,2	110,5	113,8
kasvu-%	69 %	-1 %	1 %	3 %
EBIT oik.	10,3	9,4	9,7	10,4
EBIT-% oik.	9,3 %	8,6 %	8,8 %	9,1 %
Nettotulos	8,2	7,3	7,7	8,3
EPS (oik.)	0,19	0,17	0,18	0,19

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

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Tarkennus)

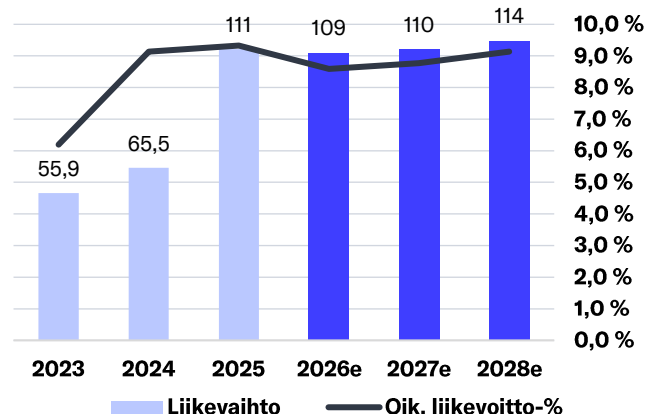
Vuonna 2026 liikevaihto on välillä 95-115 MEUR (2025: 111 MEUR) ja liikevoitto 7,5-11,0 MEUR:n välillä (2025: 10,3 MEUR).

Osakekurssi



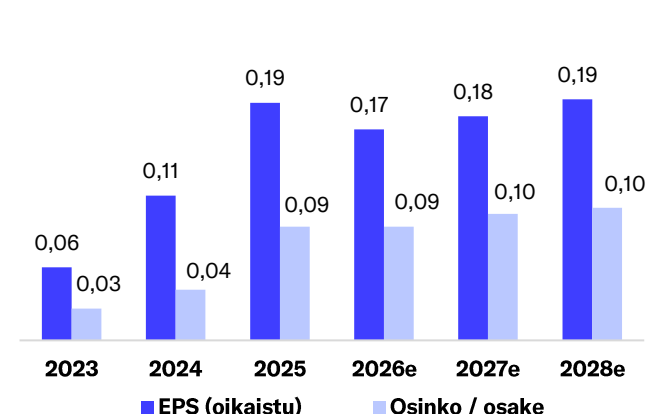
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Hankekehitys, tehokas rakentamisprosessi ja yksinkertaiset hankkeet mahdollistavat vahvan kannattavuuden
- Harkitut omaperusteiset hankkeet lisäävät tuottopotentialia
- Maltillisia investointeja vaativa liiketoiminta ja vahva taloudellinen tilanne
- Kevyen taseen vuoksi pääomien tuottopotentialia on hyvä

Riskitekijät

- Toimiala on hyvin riippuvainen talouden suhdanteista ja on syklistä
- Projektiriskit ovat vahvasti läsnä liiketoiminnassa
- Kasvunhallinta kriittisessä osassa liiketoimintaa
- Täysi riippuvuus Suomen markkinoiden kehityksestä
- Aliurakoitsijoiden resurssit, saatavuus sekä hinta voivat toimia pullonkaulana
- Pääomamarkkinoiden muutokset vaikuttavat yhtiön kysyntään ja kiinteistöjen myyntimahdollisuuksiin

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	1,22	1,22	1,22
Osakemäärä, milj. kpl	43,7	43,7	43,7
Markkina-arvo	53	53	53
Yritysarvo (EV)	31	28	25
P/E (oik.)	7,3	6,9	6,4
P/B	2,8	2,4	2,0
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	3,2	2,8	2,3
EV/EBIT (oik.)	3,3	2,9	2,4
Osinko/tulos (%)	53,9 %	56,4 %	55,0 %
Osinkotuotto-%	7,4 %	8,2 %	8,6 %

Lähde: Inderes

Toisen kvartaalin tarina mukaili ensimmäistä

Liikevaihdon kehitys yllätti positiivisesti

Tekovan liikevaihto ylitti ennusteemme toisella kvartaalilla ja päättyi 26,2 MEUR:n tasolle (Q2/25 25,0 MEUR, +4,9 % v/v). Odotimme liikevaihdon laskevan lievästi vertailukaudesta ennusteemme ollessa 24,2 MEUR, mutta yhtiön Q1:n lopun 73 MEUR:n tilauskanta purkautui arvioitamme vauhdikkaammin kvartaalin aikana. Liikevaihtoa tuki myös vertailukautta suurempi valmistuneiden hankkeiden määrä (4 kpl vs. 3 kpl Q2/25). Yhtiön tilauskanta laski Q2:n lopussa 68,6 MEUR:iin ja jäi noin 12 % vertailukautta matalammaksi (Q2/25 78,4 MEUR). Yhtiö selittää laskua ennen kaikkea keväällä valmistuneella datakeskushankkeella, joka oli konsernin historian suurin yksittäinen urakka. Tilauskanta säilyi tästä huolimatta tukevalla tasolla. Uusia KVR-urakkasopimuksia yhtiö teki Q2:n aikana kuusi kappaletta yhteisarvoltaan noin 24 MEUR. Yhden aiemman hankkeen peruuntumisen myötä uusien tilausten nettovaikutus asettui 22 MEUR:oon, mikä

vastasi täysin odotuksiamme.

Suhteellinen kannattavuus jäi jälleen hieman ennusteistamme

Myös kannattavuus säilyi hyvällä tasolla, vaikka Q2:n liikevoittomarginaali (9,3 %) jäi vertailukauden korkeasta tasosta (10,4 %) sekä hieman ennusteestamme (9,5 %). Tästä huolimatta vahvan liikevaihdon myötä Q2-liikevoitto oli 2,4 MEUR, mikä ylitti 2,3 MEUR:n ennusteemme. Pääsyy hieman odotuksiamme heikompaan liikevoittomarginaaliin oli materiaalikustannusten ennakoitua korkeampi osuus liikevaihdosta. Uskomme tämän heijastelevan urakkamarkkinan kireää kilpailua ja siten aiempaa matalampia projektikatetasoja.

Pääomaa sitoutui yhä käyttöpääomaan

Yhtiön liiketoiminnan rahavirta oli Q2:llä noin -1,9 MEUR (Q2/25 noin +6,0 MEUR) pääasiassa käyttöpääoman sitoutumisen vuoksi. Pääomia sitoutui käsityksemme

mukaan etenkin yhtiön rakenteilla oleviin omakehitteisiin hankkeisiin. Kokonaisuudessaan yhtiöllä oli kvartaalin lopussa rahavaroja 10,4 MEUR, mikä on yhtiön kokoluokassa edelleen hyvä taso. Toisaalta liiketoimintamalli huomioiden pidämme merkittävän kassan roolia tärkeänä, minkä lisäksi yhtiön omakehitteiset hankkeet sitovat pääomia riippuen niiden toteutusmallista. Konsernilla ei ollut katsauskauden lopussa korollista velkaa, joskin konserniin yhdistelemättömillä kiinteistöyhtiöillä oli noin 8,0 MEUR omakehitteisten hankkeiden rahoitukseen käytettyä korollista velkaa, jossa emoyhtiö toimii takaajana.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q2'25 Vertailu	Q2'26 Toteutunut	Q2'26e Inderes	Erotus (%) Tot. vs. inderes	2026 Inderes
Liikevaihto	25,0	26,2	24,2	8 %	109
Käyttökate	2,6	2,5	2,4	5 %	9,6
Liikevoitto (oik.)	2,6	2,4	2,3	6 %	9,4
Liikevoitto	2,6	2,4	2,3	6 %	9,4
Tulos ennen veroja	2,7	2,4	2,4	3 %	9,5
EPS (oik.)	0,05	0,04	0,04	0 %	0,17
EPS (raportoitu)	0,05	0,04	0,04	0 %	0,17
Liikevaihdon kasvu-%	54,4 %	4,9 %	-3,1 %	8 %-yks.	-1,3 %
Liikevoitto-%	10,4 %	9,3 %	9,5 %	-0,2 %-yks.	8,6 %

Lähde: Inderes

Tekova Q2'26: Vahvaa perustekemistä



Tuloskasvu pysyy ennusteissamme tiukassa

Odotamme liikevaihdon yhä laskevan tänä vuonna

Tekova säilytti kesäkuussa tarkennetun tulosohjeistuksensa kuluvalle vuodelle ja odottaa 95-115 MEUR:n liikevaihtoa sekä 7,5-11,0 MEUR:n liikevoittoa. Ennusteemme säilyvät kuluvalle vuodelle karkeasti ennallaan. Odotamme yhä liikevaihdon kääntyvän toisella kvartaalilla laskuun ja koko vuoden liikevaihdon päätyvän 109 MEUR:oon. Odotamme toisen vuosipuoliskon liikevaihdon jäävän vertailukaudesta, sillä tilauskanta on supistunut odotustemme mukaisesti ja valmistuvia hankkeita on aiempaa vähemmän.

Suhteellinen kannattavuus jäi jälleen ennusteistamme toisella kvartaalilla hieman. Odotamme yhtiön liikevoiton päätyvän tänä vuonna 9,4 MEUR:n tasolle, joka on linjassa päivitetyn ohjeistushaarukan keskikohtaan. Näkemyksemme mukaan haarukan alalaita vaatisi toteutuakseen merkittävästi odotuksiamme hitaammin käynnistyviä hankkeita (esim. Tuusulan liikerakennushanke)

tai projektiriskien realisoitumista yksittäisissä hankkeissa.

Laskimme tulevien vuosien kannattavuusennusteitamme hieman

Odotamme Tekovan liikevaihdon säilyvän ensi vuonna karkeasti nykyisellä tasolla. Vahvempi kasvu vaatisi näkemyksemme mukaan markkinan merkittävämpää piristymistä tai yksittäisiä isompia projektilähtöjä. Markkinalta vetoapua saadaan odottaa vielä tovi. Lisäksi emme ennusta yhtiölle lyhyellä aikavälillä suuria, nykyistä datakeskushanketta vastaavia yksittäisiä hankevoittoja. Vaikka esimerkiksi datakeskusrakentaminen käy Suomessa vilkkaana, uskomme useiden hankkeiden kokoluokan olevan yhtiön mukavuusalueen ulkopuolella. Toisaalta yksittäinenkin uusi datakeskushanke voisi mittakaavansa ansiosta vaikuttaa yhtiön volyymitasoon merkittävästi, emmekä sulje sellaisen mahdollisuutta pois etenkään hieman pidemmällä aikavälillä.

Olemme laskeneet hieman suhteellisen kannattavuuden ennusteitamme tuleville vuosille. Korkeampi katetaso vaatisi mielestämme tukea myös volyymikasvusta. Toisaalta katetaso säilyy ennusteissamme yhä varsin hyvällä tasolla, mitä tukee yhtiön keveä ja pääosin muuttuva kulurakenne, vakioituihin konsepteihin ja hiottuun rakennusprosessiin nojaava toimintamalli sekä omaan hankekehitykseen perustuvien kohteiden kasvava osuus.

Osingon osalta olemme säilyttäneet ennusteemme ennallaan. Osingonjakopolitiikan mukaan yhtiö pyrkii maksamaan osinkoa 40-60% tilikauden tuloksesta liiketoiminnan pääomatarpeet huomioiden. Ennustejaksolla osingonjakosuhde säilyy hieman yli 50 %:n tasolla.

Ennustemuutokset	2026	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	108	109	1 %	112	110	-1 %	115	114	-1 %
Käyttökate	9,5	9,6	1 %	10,2	9,8	-4 %	11,0	10,5	-4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,3	9,4	1 %	10,0	9,7	-4 %	10,8	10,4	-3 %
Liikevoitto	9,3	9,4	1 %	10,0	9,7	-4 %	10,8	10,4	-3 %
Tulos ennen veroja	9,5	9,5	0 %	10,3	9,8	-5 %	11,0	10,5	-5 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,17	0,17	-1 %	0,19	0,18	-6 %	0,20	0,19	-6 %
Osakekohtainen osinko	0,09	0,09	0 %	0,10	0,10	0 %	0,10	0,10	0 %

Lähde: Inderes

Tekova, Webcast, Q2'26



Toisaalta hinnoittelu ei paljoa vaadi

Absoluuttiset kertoimet edelleen matalalla tasolla

Kuluvan ja ensi vuoden ennusteillamme Tekovan osake arvostetaan P/E-kertoimella 7x ja vastaava EV/EBIT-kerroin on puolestaan 3x. Nojaten vuosien 2026–2027 ennusteisiin sekä hyväksyttävään arvostukseemme (P/E: 8–10x, EV/EBIT: 6–8x), osakkeessa on nähdäksemme selvää nousuvaraa. EV-pohjaisissa kertoimissa tulee tosin ottaa huomioon, että osa yhtiön kassasta on saatuja ennakoita hankkeista ja vähemmistöosuudet eivät heijastu liikevoittoon. Vähemmistöt ovat olleet tosin hyvin pieni osa yhtiön tuloksesta. Olemme kuitenkin ottaneet nämä tekijät huomioon Tekovalle hyväksytyissä arvostustasoissa ja P/E-kertoimen selvästi suuremmasta painosta arvonmäärittämisessämme. Toisaalta P/E-kerroin ei myöskään huomio yhtiön massiivista nettokassaa.

Arvostuksen nousuvaran lisäksi nykyinen noin 7-8 %:n osinkotuotto tukee myös osakkeen tuotto-odotusta lähivuosina. Tekovan liiketoiminnan syklinen luonne huomioiden korostamme kuitenkin osingon olevan pidemmällä tähtäimellä riippuvainen yhtiön tulokunnosta. Näin ollen mahdolliset haasteet kannattavuudessa tai kassavirrassa voivat laskea osinkoa, vaikka näitä ei olekaan tällä hetkellä näköpiirissä.

Hinnoitellaan myös alennuksella suhteessa verrokkeihin

Tekovalle on saatavilla hyvä verrokkiryhmä toimialan pohjoismaisista listatuista yhtiöistä, mutta nähdäksemme parhaita verrokkeja ovat suomalaiset rakennusyhtiöt samaisen markkinan myötä. Tekovan verrokkien arvostustaso vuodelle 2026 katsottaessa on mielestämme verrattain neutraali (2026e mediaani EV/EBIT: ~11x, P/E: ~14x). Tekova on arvostettu jopa lähes 50 %:n alennuksella

verrokkiryhmän vuoden 2026 mediaaniin P/E kertoimeen nähden. Ottaen kuitenkin huomioon Tekovan kehitys- ja laajentumisvaihe, lyhyt historia sekä riskisyys, yhtiölle tulisi mielestämme hyväksyä selkeä alennus (~10– 30 %) verrokkeihin nähden. Arvostuksessa olisi kuitenkin tämänkin huomioiden nousuvaraa.

DCF-mallin mukainen arvo tukee suositustamme

Annamme arvonmäärittäksessä myös rahavirtamallille (DCF) painoarvoa. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 1,5 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali 6,0 %:iin liikevaihdosta. Tämä on linjassa yhtiön lyhyen historian kanssa, mutta nykyisen kannattavuustason alapuolella. Olemme käyttäneet DCF-mallissa 10,8 %:n tuottovaatimusta (WACC) ja oman pääoman kustannus Tekovalla on 11,2 %, mikä kuvaa yhtiön verrokkiryhmää korkeampaa riskitasoa. DCF-mallin mukainen Tekovan osakkeen arvo on noin 1,8 euroa, joka on nykykurssia korkeammalla tasolla tukien hyvin suositustamme. Mikäli yhtiö onnistuisi pitämään kannattavuutensa odotuksiamme paremmalla tasolla, voisivat DCF-mallin kannattavuusoletukset nousta ja samalla myös riskitaso (WACC-%) madaltua. Tällä voisi olla selvästi korottava vaikutus DCF-mallin arvoon kahden vaikuttavan tekijän muutoksen myötä. Ajallisesti lyhyillä näytöillä yli syklien pidämme tiettyä konservatismia parametrien kanssa perusteltuna.

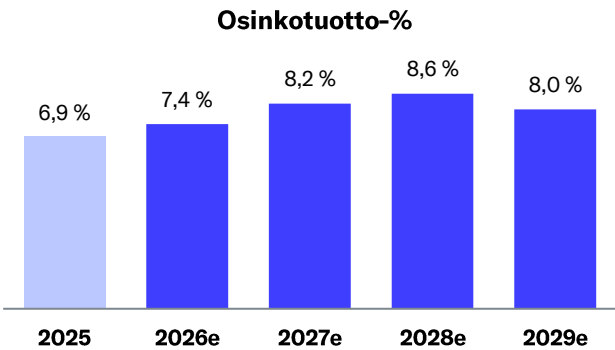
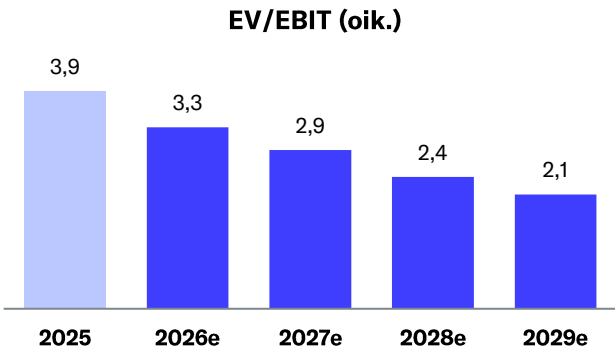
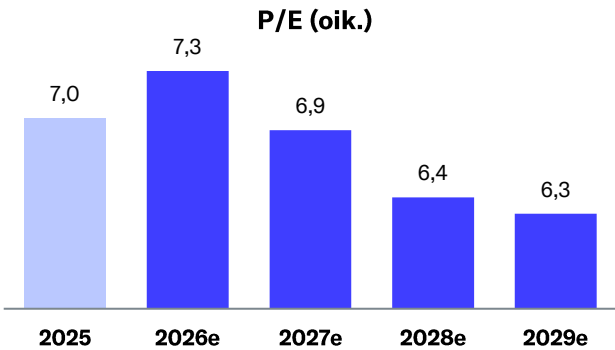
Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	1,22	1,22	1,22
Osakemäärä, milj. kpl	43,7	43,7	43,7
Markkina-arvo	53	53	53
Yritysarvo (EV)	31	28	25
P/E (oik.)	7,3	6,9	6,4
P/B	2,8	2,4	2,0
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	3,2	2,8	2,3
EV/EBIT (oik.)	3,3	2,9	2,4
Osinko/tulos (%)	53,9 %	56,4 %	55,0 %
Osinkotuotto-%	7,4 %	8,2 %	8,6 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi					1,31	1,22	1,22	1,22	1,22
Osakemäärä, milj. kpl					43,7	43,7	43,7	43,7	43,7
Markkina-arvo					57	53	53	53	53
Yritysarvo (EV)					40	31	28	25	22
P/E (oik.)					7,0	7,3	6,9	6,4	6,3
P/B					3,7	2,8	2,4	2,0	1,7
P/S					0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA					3,8	3,2	2,8	2,3	2,0
EV/EBIT (oik.)					3,9	3,3	2,9	2,4	2,1
Osinko/tulos (%)					47,9 %	53,9 %	56,4 %	55,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%				4,5 %	6,9 %	7,4 %	8,2 %	8,6 %	8,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
Kreate	259	304	11,0	10,1	7,6	7,1	0,5	0,5	13,7	12,3	3,9	4,1	4,3
YIT	609	1351	18,5	12,9	14,6	10,6	0,7	0,7	65,6	16,4		0,4	0,9
SRV	91	228	20,5	11,4	14,0	8,8	0,3	0,3	53,8	10,6		3,0	0,8
Consti	90	91	9,6	7,3	7,0	5,7	0,3	0,3	12,6	9,3	6,5	6,7	1,9
Nyab	397	376	10,2	9,0	8,5	7,8	0,6	0,6	13,9	11,1	1,8	3,6	1,8
Lapwall	61	72	16,6	9,2	10,2	6,5	1,4	1,1	19,0	10,0	3,8	6,7	3,2
Ncc	1529	1940	11,0	9,6	6,8	6,2	0,4	0,4	11,0	9,4	6,3	6,8	1,9
Skanska	9919	8635	11,3	10,4	8,7	8,2	0,5	0,5	15,0	14,1	4,0	4,2	1,7
Peab	2472	3534	12,8	12,0	8,5	8,0	0,6	0,6	11,7	10,8	4,4	4,8	1,5
Tekova Oyj (Inderes)	53	31	3,3	2,9	3,2	2,8	0,3	0,2	7,3	6,9	7,4	8,2	2,8
Keskiarvo			13,0	10,0	9,4	7,7	0,6	0,5	22,8	11,5	4,4	4,5	2,0
Mediaani			11,2	9,8	8,5	7,8	0,5	0,5	13,8	11,0	4,0	4,2	1,8
Erotus-% vrt. mediaani			-71 %	-71 %	-62 %	-64 %	-43 %	-48 %	-47 %	-37 %	84 %	95 %	57 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	23,7	25,0	31,4	30,5	111	27,7	26,2	26,9	28,4	109	110	114	116
Käyttökate	2,7	2,6	2,7	2,6	10,5	2,6	2,5	2,2	2,3	9,6	9,8	10,5	10,7
Poistot ja arvonalennukset	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,6	2,6	2,6	2,5	10,3	2,5	2,4	2,1	2,3	9,4	9,7	10,4	10,6
Liikevoitto	2,6	2,6	2,6	2,5	10,3	2,5	2,4	2,1	2,3	9,4	9,7	10,4	10,6
Nettorahoituskulut	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Tulos ennen veroja	2,6	2,7	2,7	2,6	10,5	2,6	2,4	2,2	2,3	9,5	9,8	10,5	10,7
Verot	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-2,1	-0,5	-0,5	-0,4	-0,5	-2,0	-1,8	-1,9	-1,9
Vähemmistöosuudet	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Nettotulos	2,0	2,1	2,1	2,0	8,2	2,0	1,8	1,7	1,8	7,3	7,7	8,3	8,5
EPS (oikaistu)	0,05	0,05	0,05	0,05	0,19	0,05	0,04	0,04	0,04	0,17	0,18	0,19	0,19
EPS (raportoitu)	0,05	0,05	0,05	0,05	0,19	0,05	0,04	0,04	0,04	0,17	0,18	0,19	0,19

Tunnusluvut	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	54,1 %	97,1 %	96,9 %	42,0 %	68,9 %	16,7 %	4,9 %	-14,4 %	-6,8 %	-1,3 %	1,1 %	3,0 %	2,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	82,0 %	106,5 %	105,0 %	24,3 %	72,5 %	-3,4 %	-5,9 %	-17,5 %	-9,8 %	-9,1 %	3,3 %	7,4 %	1,6 %
Käyttökate-%	11,2 %	10,5 %	8,5 %	8,4 %	9,5 %	9,3 %	9,4 %	8,2 %	8,2 %	8,7 %	8,9 %	9,2 %	9,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	11,0 %	10,4 %	8,3 %	8,2 %	9,3 %	9,1 %	9,3 %	8,0 %	8,0 %	8,6 %	8,8 %	9,1 %	9,1 %
Nettotulos-%	8,5 %	8,4 %	6,5 %	6,7 %	7,4 %	7,2 %	7,0 %	6,3 %	6,3 %	6,7 %	7,0 %	7,3 %	7,3 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	4,9	1,7	0,6	1,5	2,4
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,4	0,3	0,2	0,1	0,0
Käyttöomaisuus	3,8	1,4	0,4	1,4	2,3
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	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	27,2	36,0	41,9	44,9	48,3
Vaihto-omaisuus	3,3	3,0	3,0	3,0	3,1
Muut lyhytaikaiset varat	3,6	0,3	0,3	0,3	0,3
Myyntisaamiset	5,4	14,9	14,2	14,4	14,8
Likvidit varat	14,9	17,8	24,4	27,3	30,2
Taseen loppusumma	32,1	37,7	42,4	46,4	50,7

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	9,2	15,7	19,1	22,9	26,9
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	7,6	14,1	17,5	21,3	25,2
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	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Vähemmistöosuus	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Pitkäaikaiset velat	0,8	0,9	1,4	1,4	1,4
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9
Korolliset velat	0,0	0,0	0,5	0,5	0,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	22,1	21,1	21,9	22,0	22,4
Korolliset velat	0,0	0,0	0,5	0,5	0,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	13,5	10,6	10,9	11,0	11,4
Muut lyhytaikaiset velat	8,7	10,5	10,5	10,5	10,5
Taseen loppusumma	32,1	37,7	42,4	46,4	50,7

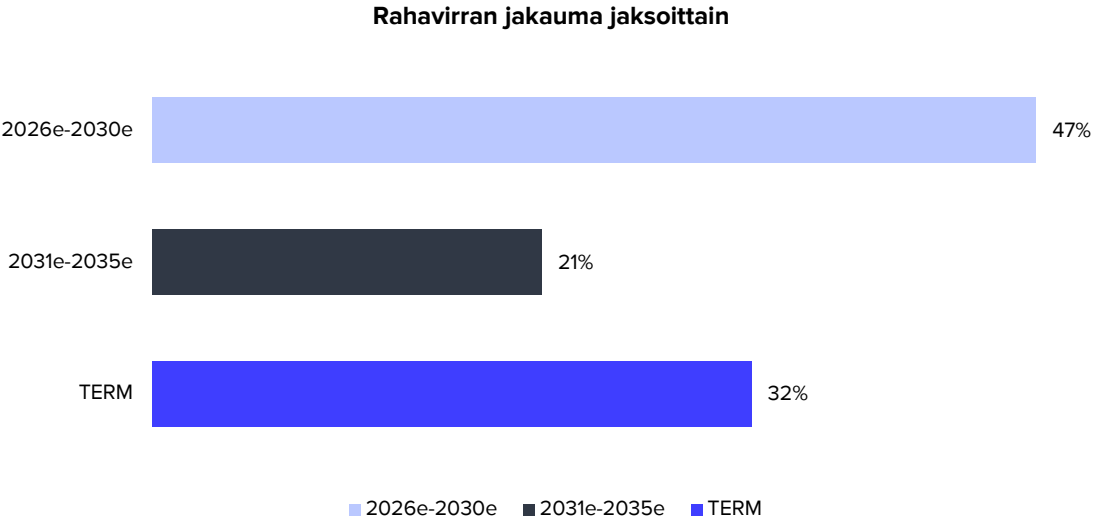
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	68,9 %	-1,3 %	1,1 %	3,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	9,3 %	8,6 %	8,8 %	9,1 %	9,1 %	8,5 %	8,0 %	7,5 %	7,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Liikevoitto	10,3	9,4	9,7	10,4	10,6	10,0	9,6	9,1	8,6	7,5	7,6	
+ Kokonaispoistot	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	
- Maksetut verot	-2,1	-2,0	-1,8	-1,9	-1,9	-1,8	-1,8	-1,7	-1,6	-1,4	-1,4	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	-7,0	1,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	2,3	8,8	8,0	8,4	8,7	8,3	8,0	7,6	7,3	6,5	6,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	2,3	1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	4,7	9,8	7,0	7,4	7,7	6,8	6,5	6,1	5,8	5,0	5,1	
+/- 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	4,7	9,8	7,0	7,4	7,7	6,8	6,5	6,1	5,8	5,0	5,1	55,1
Diskontattu vapaa kassavirta		9,3	6,0	5,8	5,4	4,3	3,7	3,2	2,7	2,1	1,9	20,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		65,2	55,9	49,9	44,1	38,7	34,4	30,8	27,6	24,9	22,8	20,9
Velaton arvo DCF		65,2										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		17,8										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		-0,7										
-Osinko/pääomapalautus		-3,9										
Oman pääoman arvo DCF		78,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,8										

Pääoman kustannus (WACC)

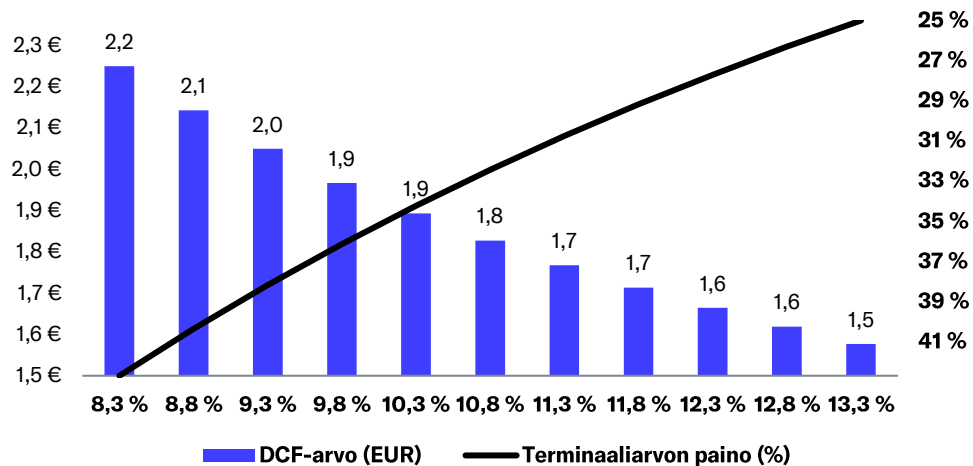
Vero-% (WACC)	18,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,75 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,8 %

Lähde: Inderes

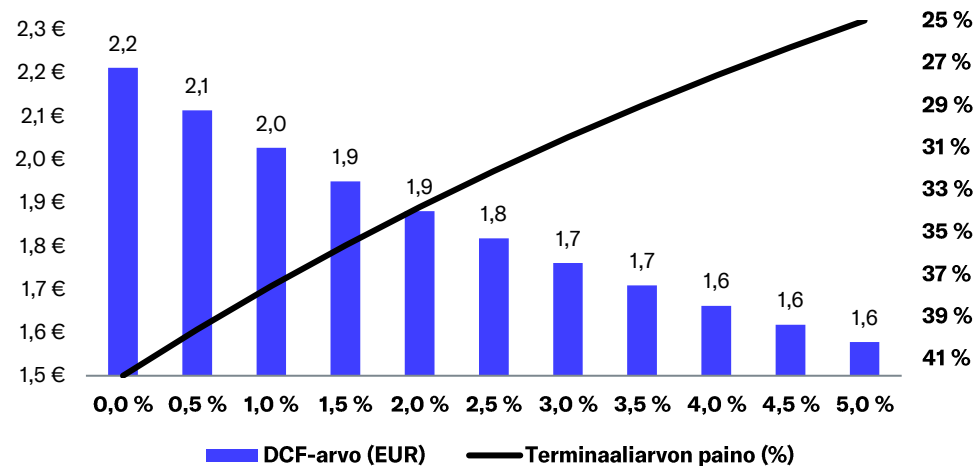


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

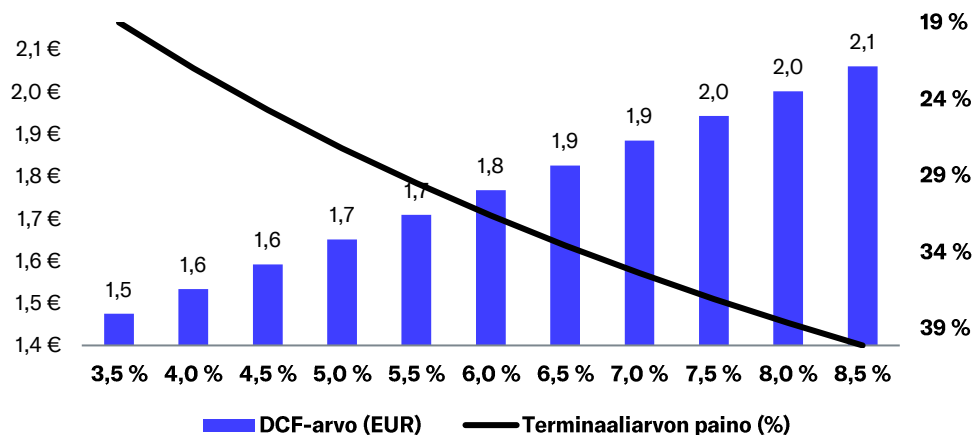
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



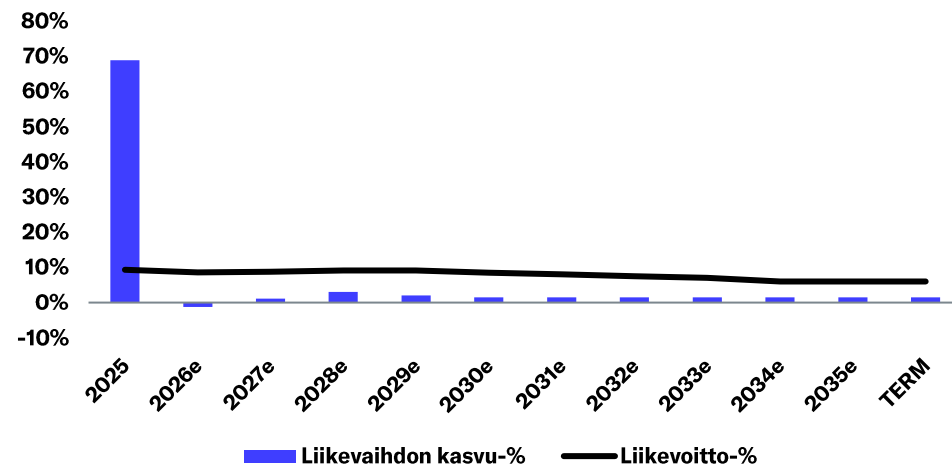
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e	Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	55,9	65,5	110,7	109,2	110,5	EPS (raportoitu)	0,06	0,11	0,19	0,17	0,18
Käyttökate	3,5	6,1	10,5	9,6	9,8	EPS (oikaistu)	0,06	0,11	0,19	0,17	0,18
Liikevoitto	3,5	6,0	10,3	9,4	9,7	Operat. Kassavirta / osake	0,26	0,12	0,05	0,20	0,18
Voitto ennen veroja	3,5	6,2	10,5	9,5	9,8	Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,21	0,07	0,11	0,22	0,16
Nettovoitto	2,5	5,0	8,2	7,3	7,7	Omapääoma / osake	0,11	0,21	0,35	0,43	0,52
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,03	0,04	0,09	0,09	0,10
Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e	Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	23,3	32,1	37,7	42,4	46,4	Liikevaihdon kasvu-%	-55 %	17 %	69 %	-1 %	1 %
Oma pääoma	4,9	9,2	15,7	19,1	22,9	Käyttökatteen kasvu-%	201 %	74 %	74 %	-9 %	2 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	206 %	73 %	73 %	-9 %	3 %
Nettovelat	-12,4	-14,9	-17,8	-23,4	-26,3	EPS oik. kasvu-%	294 %	98 %	64 %	-11 %	6 %
						Käyttökate-%	6,2 %	9,2 %	9,5 %	8,7 %	8,9 %
Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e	Oik. Liikevoitto-%	6,2 %	9,1 %	9,3 %	8,6 %	8,8 %
Käyttökate	3,5	6,1	10,5	9,6	9,8	Liikevoitto-%	6,2 %	9,1 %	9,3 %	8,6 %	8,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	8,5	0,3	-7,0	1,1	-0,1	ROE-%	69,6 %	73,0 %	67,0 %	42,5 %	37,3 %
Operatiivinen kassavirta	11,3	5,1	2,3	8,8	8,0	ROI-%	92,3 %	84,5 %	82,7 %	53,5 %	45,2 %
Investoinnit	-1,9	-2,3	2,3	1,0	-1,0	Omavaraisuusaste	28,9 %	38,6 %	54,6 %	63,2 %	67,2 %
Vapaa kassavirta	9,2	3,0	4,7	9,8	7,0	Nettovelkaantumisaste	-251,6 %	-161,5 %	-112,8 %	-122,7 %	-114,7 %
						Nettovelka/käyttökate	-3,6	-2,5	-1,7	-2,5	-2,7
Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e	EBITDA/nettorahoituskulut	-330,9	-26,1	-55,9	-69,7	-88,4
EV/Liikevaihto	neg.	0,4	0,4	0,3	0,2						
EV/EBITDA	neg.	4,0	3,8	3,2	2,8						
EV/EBIT (oik.)	neg.	4,1	3,9	3,3	2,9						
P/E (oik.)	0,0	7,7	7,0	7,3	6,9						
P/B	0,0	4,3	3,7	2,8	2,4						
Osinkotuotto-%		4,5 %	6,9 %	7,4 %	8,2 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin 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
18/12/2024	Vähennä	0,95 €	0,92 €
07/02/2025	Osta	0,95 €	0,75 €
28/02/2025	Lisää	1,00 €	0,90 €
06/05/2025	Lisää	1,05 €	0,88 €
06/08/2025	Osta	1,15 €	0,96 €
08/08/2025	Osta	1,20 €	1,02 €
12/09/2025	Vähennä	1,55 €	1,67 €
16/10/2025	Lisää	1,65 €	1,40 €
31/10/2025	Lisää	1,65 €	1,48 €
03/02/2026	Lisää	1,65 €	1,38 €
13/02/2026	Lisää	1,50 €	1,35 €
24/04/2026	Lisää	1,50 €	1,35 €
23/07/2026	Lisää	1,40 €	1,22 €



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.**