

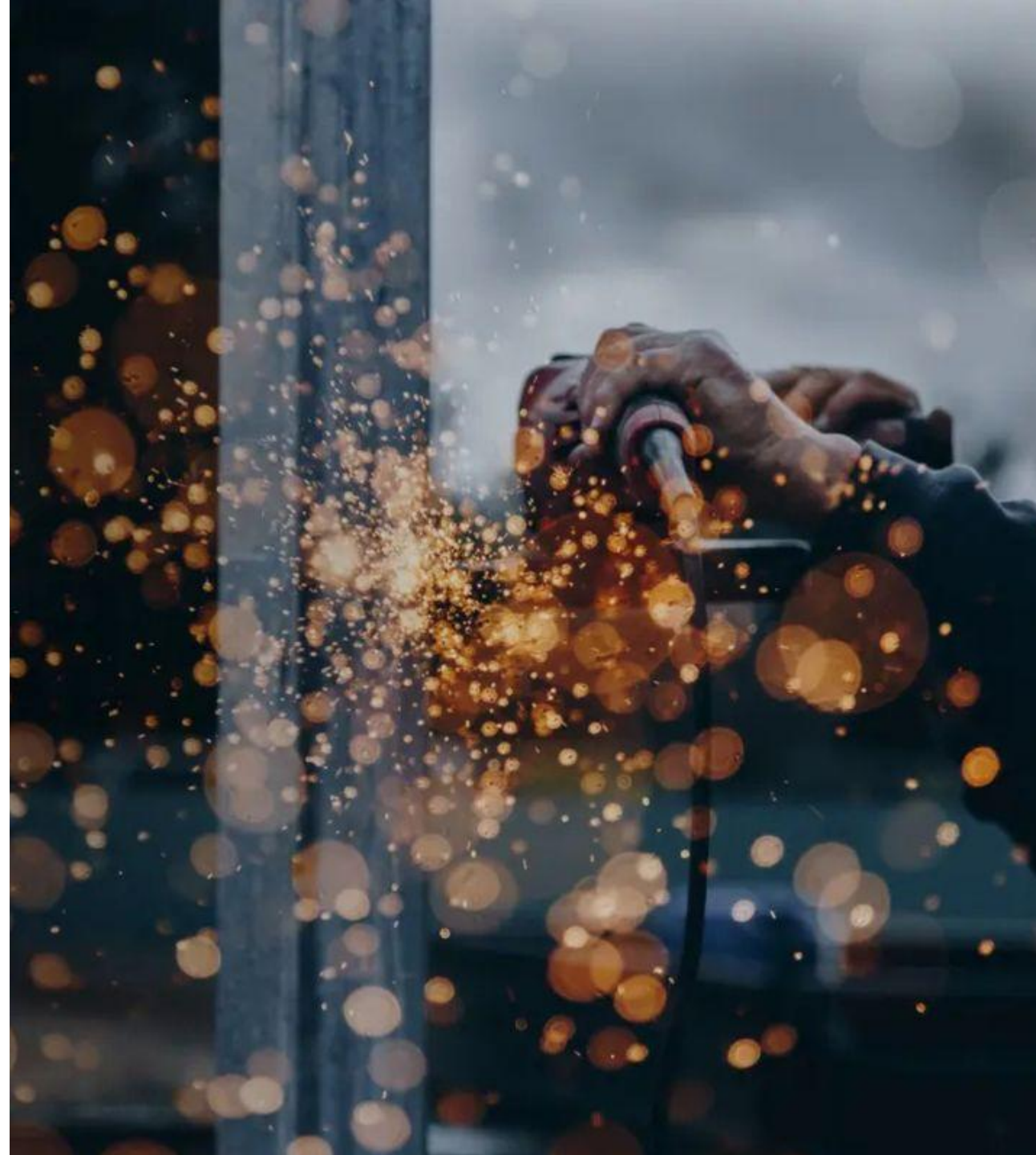
TEKOVA OYJ

13.02.2026 6.30 EET



Atte Jortikka
+358400543725
atte.jortikka@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Hengähdys vahvan kasvuvuoden jälkeen

Tekovan liikevaihto kasvoi Q4:llä vielä ennusteitamme vahvemmin yhtiön mittavan datakeskushankkeen edetessä odotuksiamme ripeämmin. Viime vuonna vauhdilla tuloutunutta tilauskantaa sekä yhtiön ohjeistusta peilaten olemme laskeneet ennusteitamme kuluvalle vuodelle. Muutoksista huolimatta arvostus säilyy yhä vaatimattomalla tasolla ja tuotto-odotus sitä myötä houkuttelevana. Vaatimattoman arvostuksen lisäksi tuotto-odotusta tukee vahva osinkotuotto. Ennustemuutosten myötä laskemme tavoitehinnan 1,50 euroon (aik 1,65 euroa), suosituksemme säilyy lisää-tasolla.

Liikevaihtoa kertyi odotuksiamme enemmän Q4:llä

Tekovan vuoden 2025 viimeinen neljännes oli operatiivisesti vahva. Q4-liikevaihto kasvoi 41,9 prosenttia 30,5 MEUR:oon, mikä ylitti selvästi 26,0 MEUR:n ennusteemme. Koko vuoden 2025 liikevaihto nousi 110,7 MEUR:oon, ollen lähellä ohjeistushaarukan (100–112,5 MEUR) ylälaitaa. Kasvun merkittävin ajuri oli Mäntsälän datakeskusurakka, jonka kokonaisarvo nousi tilikauden aikana alkuperäisestä 17,2 MEUR:sta yli 30 MEUR:oon.

Myös kannattavuus säilyi hyvällä tasolla, vaikka Q4:n liikevoittomarginaali (8,2 %) jäi vertailukauden tasosta sekä ennusteestamme. Tästä huolimatta vahvan liikevaihdon kasvun myötä Q4-liikevoitto oli 2,5 MEUR, mikä ylitti 2,3 MEUR:n ennusteemme. Yhtiön kommenttien mukaan projektien hallinta ja laatu ovat säilyneet korkeina, mikä tuki yhä kannattavuutta. Tekovan hallitus ehdottaa tilikaudelta 2025 maksettavaksi osinkoa 0,09 euroa osakkeelta. Ehdotus ylitti 0,08 euron ennusteemme hienoisesti.

Neljännän kvartaalin KVR-urakkasopimusten määrä jäi vertailukaudesta haasteellisen markkinatilanteen ja ajoituksen vuoksi. Yhtiö ennakoii kuitenkin kaupallisesti vahvaa alkua vuodelle 2026. Tilauskanta laski vuodentakaisesta 2 %.

Ohjeistuksessa liikkumavaraa

Tekova ohjeistaa tilikaudelle 2026 90-115 MEUR:n liikevaihtoa sekä 6,5-11,0 MEUR:n liikevoittoa. Vuodelle annettu ohjeistushaarukka on laaja. Pidämme kannattavuusohjeistuksen alalaitaa varovaisena, mutta toisaalta myös ohjeistuksen yläpää edellyttäisi nykytiedon valossa poikkeuksellisen vahvaa suoritusta.

Käsityksemme mukaan pääsyy odotuksiamme vahvempaan liikevaihtoon neljännellä kvartaalilla oli yhä vahvasti liikevaihtoa tulouttanut datakeskusurakka Mäntsälässä. Yhtiö kommentoi urakan yli 30 MEUR:n arvosta valtaosan tuloutuneen vuoden aikana. Tämän myötä kuluvan vuoden ennusteisiimme kohdistuu laskupainetta, koska odotimme hankkeen vielä tukevan liikevaihtoa ensimmäisellä vuosipuoliskolla. Lisäksi olemme laskeneet suhteellisen kannattavuuden ennustettamme kuluvalle ja tuleville vuosille. Uskomme tänä vuonna valmistuvien omakehitteisten hankkeiden tukevan kannattavuutta. Urakkamarkkina säilynee kuitenkin haastavana, mikä painaa yhtiön volyyymi- ja katetasoja.

Arvostus ei vaadi ihmeitä

Negatiivisista ennustemuutoksista huolimatta osakkeen hinnoittelu vaikuttaa näkemyksemme mukaan edelleen houkuttelevalta. Vuoden 2026 ennusteellamme Tekovan osake arvostetaan P/E kertoimella 8x, kun taas merkittävän nettokassan huomioiva EV/EBIT-kerroin on puolestaan noin 4x. Nojaten kuluvan vuoden ennusteeseen sekä hyväksyttävään arvostukseemme (P/E: 8–10x, EV/EBIT: 6–8x), osakkeessa on yhä nousuvaraa. Kuitenkin mittavampi nousuvara nykytasoilta vaatisi näkemyksemme mukaan odotuksiamme vahvemmin kiihtyvää tuloskasvua. Toisaalta noin 7 %:n osinkotuotto tukee myös osakkeen tuotto-odotusta lähivuosina.

Suositus

Lisää
(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

1,50 EUR
(aik. 1,65 EUR)

Osakekurssi:

1,35 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	110,7	101,7	109,0	112,2
kasvu-%	69 %	-8 %	7 %	3 %
EBIT oik.	10,3	9,0	9,8	10,5
EBIT-% oik.	9,3 %	8,8 %	9,0 %	9,4 %
Nettotulos	8,2	7,2	8,1	8,7
EPS (oik.)	0,19	0,16	0,18	0,20

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

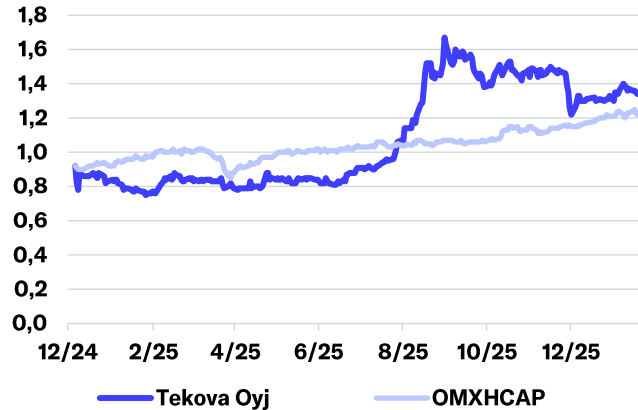
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

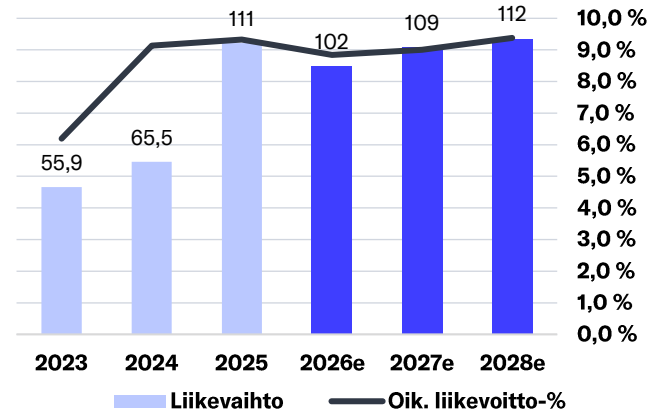
Vuonna 2026 liikevaihto on välillä 90-115 MEUR (2025: 111 MEUR) ja liikevoitto 6,5-11,0 MEUR:n välillä (2025: 10,3 MEUR).

Osakekurssi



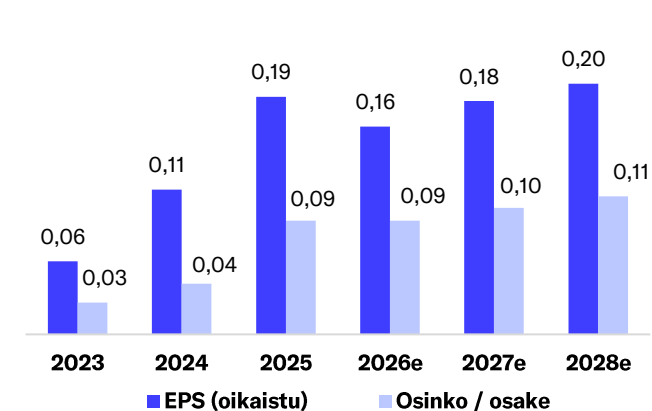
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Liiketoiminnan vahva lyhyen aikavälin kasvu tilauskannan ja suotuisten trendien avulla
- 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 tuottopotentialiaali 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	1,35	1,35	1,35
Osakemäärä, milj. kpl	43,7	43,7	43,7
Markkina-arvo	59	59	59
Yritysarvo (EV)	36	33	29
P/E (oik.)	8,2	7,3	6,8
P/B	3,1	2,6	2,2
P/S	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	3,9	3,3	2,7
EV/EBIT (oik.)	4,0	3,3	2,8
Osinko/tulos (%)	54,8 %	54,2 %	55,0 %
Osinkotuotto-%	6,7 %	7,4 %	8,1 %

Lähde: Inderes

Liikevaihtoa kertyi odotuksiamme vahvemmin Q4:llä

Datakeskushanke liikevaihdon ylityksen taustalla

Tekovan vuoden 2025 viimeinen neljännes oli operatiivisesti erittäin vahva. Q4-liikevaihto kasvoi 41,9 prosenttia 30,5 MEUR:oon, mikä ylitti selvästi 26,0 MEUR:n ennusteemme. Koko vuoden 2025 liikevaihto nousi 110,7 MEUR:oon, ollen lähellä ohjeistushaarukan (100–112,5 MEUR) ylälaitaa. Kasvun merkittävin ajuri oli Mäntsälän datakeskusurakka, jonka kokonaisarvo nousi tilikauden aikana alkuperäisestä 17,2 MEUR:sta yli 30 MEUR:oon.

Yhtiön tilauskanta oli Q4:n lopussa edelleen hyvällä tasolla 68 MEUR:ssa, jääden vertailukaudesta noin 2%. Yhtiö teki KVR-urakkasopimuksia yhteensä 4 kappaletta kokonaisarvoltaan 18,8 MEUR, joka on merkittävä tiputus vertailukaudesta (32,4 MEUR). Toisaalta yhtiö kertoi, että tilausten ajoituksella oli vaikutusta tilauskertymään ja osa tilauksista on siirtynyt kuluvan vuoden alkuun.

Kannattavuus yhä hyvällä tasolla

Myös kannattavuus säilyi hyvällä tasolla, vaikka Q4:n liikevoittomarginaali (8,2 %) jäi vertailukauden tasosta (9,4 %) sekä ennusteestamme (9,0%). Tästä huolimatta vahvan liikevaihdon kasvun myötä Q4-liikevoitto oli 2,5 MEUR, mikä ylitti 2,3 MEUR:n ennusteemme. Yhtiön kommenttien mukaan projektien hallinta ja laatu ovat säilyneet korkeina, joka tuki kannattavuutta. Lisäksi eittämättä volyymitaso on tukenut myös kannattavuustasoa. Tuloslaskelman alariveillä ei ollut yllätyksiä, joskin yhtiön veroaste oli hieman ennusteitamme matalampi.

Tekovan hallitus ehdottaa tilikaudelta 2025 maksettavaksi osinkoa 0,09 euroa osakkeelta. Ehdotus ylitti 0,08 euron ennusteemme hieman. Osinko on tarkoitus maksaa kahdessa erässä kevään ja syksyn 2026 aikana. Ehdotettu osinko vastaa noin 48 prosentin osingonjakosuhdetta, mikä on linjassa yhtiön päivitetyn 40–60 prosentin osingonjakopolitiikan kanssa.

Tase väkivahva

Koko vuoden 2025 osalta yhtiön liiketoiminnan rahavirta oli 2,4 MEUR jääden vuoden 2024 5,9 MEUR:n tasosta pääasiassa käyttöpääoman sitoutumisen vuoksi. Toisaalta yhtiön investointien rahavirta oli 2,3 MEUR positiivinen vertailukauden -2,4 MEUR:n tasoon. Taustalla oli konsernin omistaman kiinteistöosakeyhtiön myynti toisella kvartaalilla. Kokonaisuudessaan yhtiöllä oli tilikauden lopussa rahavaroja 17,8 MEUR, mikä on yhtiön kokoluokassa erittäin korkea taso. Toisaalta liiketoimintamalli huomioiden pidämme merkittävän kassan roolia tärkeänä, jonka lisäksi yhtiön omakehitteiset hankkeet sitovat jonkin verran pääomaa.

Ennustetaulukko	Q4'24	Q4'25	Q4'25e	Q4'25e	Konsensus		Erotus (%)	2025
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. inderes	Toteuma
Liikevaihto	21,5	30,5	26,0				17 %	111
Liikevoitto (oik.)	2,0	2,5	2,3				7 %	10,3
Liikevoitto	2,0	2,5	2,3				7 %	10,3
Tulos ennen veroja	2,0	2,6	2,4				7 %	10,5
EPS (raportoitu)	0,04	0,05	0,04				10 %	
Osinko/osake	0,04	0,09	0,08				13 %	0,09
Liikevaihdon kasvu-%	45,5 %	41,9 %	21,2 %				20,7 %-yks.	68,9 %
Liikevoitto-%	9,4 %	8,2 %	9,0 %				-0,8 %-yks.	9,3 %

Lähde: Inderes

Tekova Q4'25: Hyvin menee mutta menkööt



Ennusteiden kunnianhimoa askel taaksepäin

Osa kuluvalle vuodelle ennustamastamme liikevaihdosta toteutui jo viime vuonna

Tekova antoi tilinpäätösraportin yhteydessä ohjeistuksen kuluvalle vuodelle. Tekova ohjeistaa tilikaudelle 2026 90-115 MEUR:n liikevaihtoa sekä 6,5-11,0 MEUR:n liikevoittoa. Aiempi ennustemme liikevaihdon osalta oli 111 MEUR:ssa ja liikevoitto 10,5 MEUR:ssa. Olemme laskeneet arvioitamme kuluvalle vuodelle. Olimme odottaneet yhtiön datakeskushankkeen tulouttavan liikevaihtoa yhä ensimmäisellä vuosipuoliskolla. Uskomme yhtiön kommenttien perusteella erittäin merkittävän osan tuloutuneen jo viime vuonna, mikä laskee ennustettamme etenkin ensimmäisen vuosipuoliskon osalta. Olemme lisäksi alentaneet kannattavuusennustettamme laskevan volyymin sekä toisen vuosipuoliskon odotuksiamme heikomman suhteellisen kannattavuuden vuoksi. Ennustemuutosten jälkeen odotamme nyt vuoden 2026 liikevoitoksi 9,0 MEUR.

Laskimme ennusteita myös tuleville vuosille

Tarkistimme myös tulevien vuosien liikevaihto sekä kannattavuusennusteitamme alaspäin. Odotamme Tekovan palaavan maltilliseen liikevaihdon kasvuun ensi vuonna. Vahvempi kasvu vaatisi näkemyksemme mukaan markkinan merkittävämpää piristymistä tai yksittäisiä isompia projektilähtöjä. Markkinalta vetoapua saadaan odottaa vielä tovi. Lisäksi emme ennusta yhtiölle suuria, nykyistä datakeskushanketta vastaavia yksittäisiä hankevoittoja. Vaikka esimerkiksi datakeskusrakentaminen käy Suomessa vilkkaana, uskomme useiden hankkeiden kokoluokan olevan yhtiön mukavuusalueen ulkopuolella.

Arviomme mukaan rakentamisen aktiviteetin laajemmin piristyessä materiaalikustannukset nousevat, kiinteät kulut kasvavat yhtiön kokoluokan kasvaessa ja projektikatteet hieman heikkenevät, mitkä puolestaan painavat suhteellista kannattavuustasoa ennusteissamme tuleville vuosille. Toisaalta omakehitteisten hankkeiden kasvava määrä

kuitenkin tukee kannattavuuden kehitystä lähivuosina, mikä vähentää kustannuspaineiden vaikutusta kannattavuuteen. Tämän myötä odotamme myös yhtiön suhteellisen kannattavuuden parantuvan tulevien vuosien aikana hieman kuluvana vuonna ennustetulta tasolta.

Osingon osalta olemme säilyttäneet ennustemme ennallaan huolimatta hieman ennustamaamme korkeammasta osingonjakoehdotuksesta. Osingonjakopolitiikan mukaan yhtiö pyrkii maksamaan osinkoa 40-60% tilikauden tuloksesta liiketoiminnan pääomatarpeet huomioiden. Ennustemme osingonjakosuhteeksi vuosille 2026-2027 on noin 55 %:n tasolla.

Ennustemuutokset	2025	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Inderes	Toteutunut	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	106	111	4 %	111	102	-8 %	113	109	-4 %
Käyttökate	10,3	10,5	2 %	10,6	9,2	-13 %	11,1	10,0	-10 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	10,2	10,3	2 %	10,5	9,0	-14 %	10,9	9,8	-10 %
Liikevoitto	10,2	10,3	2 %	10,5	9,0	-14 %	10,9	9,8	-10 %
Tulos ennen veroja	10,3	10,5	2 %	10,7	9,2	-14 %	11,1	10,1	-10 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,18	0,19	3 %	0,19	0,16	-14 %	0,20	0,18	-10 %
Osakekohtainen osinko	0,08	0,09	13 %	0,09	0,09	6 %	0,10	0,10	0 %

Lähde: Inderes

Tekova, Webcast, Q4'25



Arvostus ei paljoa vaadi

Absoluuttiset kertoimet edelleen matalalla tasolla

Kuluvan ja ensi vuoden ennusteillamme Tekovan osake arvostetaan P/E-kertoimella 8x ja vastaava EV/EBIT-kerroin on puolestaan 4x. Nojaten vuosien 2026–2027 ennusteisiin sekä hyväksyttävään arvostukseemme (P/E: 8–10x, EV/EBIT: 6–8x), osakkeessa on nähdäksemme edelleen 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 suuremmasta painosta arvonmäärityksessämme. Toisaalta P/E-kerroin ei myöskään huomio yhtiön massiivista nettokassaa.

Arvostuksen nousuvaran lisäksi nykyinen noin 7 %: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 noin 40 %: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 arvonmäärityksessä 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 (aik. 7,0 %). 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 sykliä pidämme tiettyä konservatismia parametrien kanssa perusteltuna.

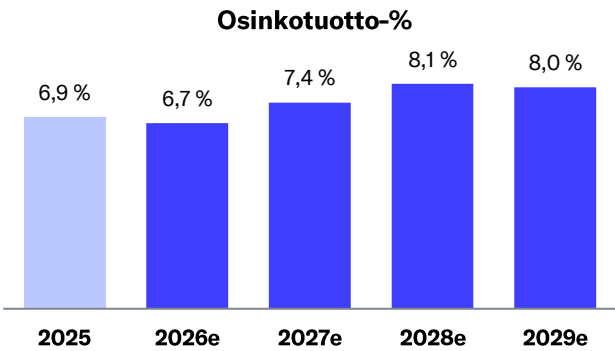
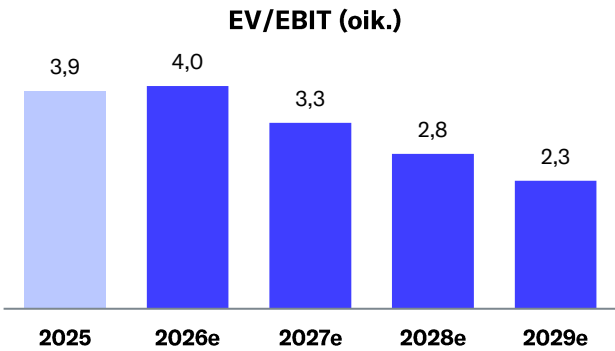
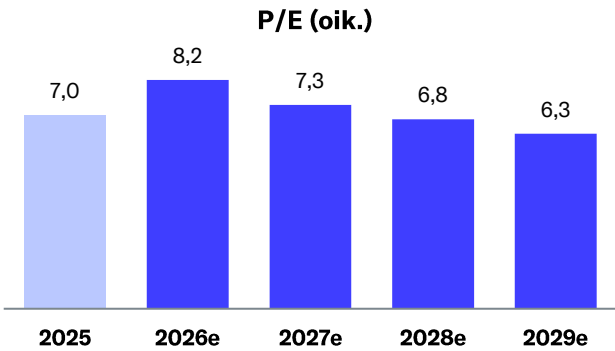
Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	1,35	1,35	1,35
Osakemäärä, milj. kpl	43,7	43,7	43,7
Markkina-arvo	59	59	59
Yritysarvo (EV)	36	33	29
P/E (oik.)	8,2	7,3	6,8
P/B	3,1	2,6	2,2
P/S	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	3,9	3,3	2,7
EV/EBIT (oik.)	4,0	3,3	2,8
Osinko/tulos (%)	54,8 %	54,2 %	55,0 %
Osinkotuotto-%	6,7 %	7,4 %	8,1 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi					1,31	1,35	1,35	1,35	1,35
Osakemäärä, milj. kpl					43,7	43,7	43,7	43,7	43,7
Markkina-arvo					57	59	59	59	59
Yritysarvo (EV)					40	36	33	29	26
P/E (oik.)					7,0	8,2	7,3	6,8	6,3
P/B					3,7	3,1	2,6	2,2	1,9
P/S					0,5	0,6	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA					3,8	3,9	3,3	2,7	2,3
EV/EBIT (oik.)					3,9	4,0	3,3	2,8	2,3
Osinko/tulos (%)					47,9 %	54,8 %	54,2 %	55,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%				4,5 %	6,9 %	6,7 %	7,4 %	8,1 %	8,0 %

Lähde: Inderes



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

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	126	163	9,8	8,3	6,1	5,7	0,4	0,3	16,2	9,6	5,1	5,4	2,5
YIT	646	1438	17,4	12,9	13,3	10,4	0,8	0,7	46,4	17,6	0,4		0,9
SRV	89	214	22,6	12,3	16,5	9,7	0,3	0,3	74,6	13,2		2,5	0,7
Consti	97	92	9,2	7,1	6,6	5,3	0,3	0,3	13,5	8,9	6,1	6,2	2,1
Nyab	405	407	10,4	9,5	9,0	8,5	0,7	0,6	14,2	11,4	2,6	3,5	1,8
Lapwall	57	68	12,4	8,5	9,1	5,9	1,3	1,0	13,9	9,2	5,4	7,3	3,0
Ncc	2063	2287	11,3	10,5	7,2	6,9	0,4	0,4	12,6	11,5	4,8	5,2	2,4
Skanska	10591	9361	11,8	10,8	8,6	8,2	0,5	0,5	15,1	13,7	3,7	3,9	1,7
Peab	2862	3668	12,8	11,7	8,4	7,9	0,6	0,6	12,8	11,6	4,0	4,3	1,6
Tekova Oyj (Inderes)	59	36	4,0	3,3	3,9	3,3	0,4	0,3	8,2	7,3	6,7	7,4	3,1
Keskiarvo			12,7	10,1	9,4	7,6	0,6	0,5	23,0	11,8	4,0	4,8	1,9
Mediaani			11,5	10,0	8,8	7,9	0,5	0,5	14,0	11,4	4,4	4,7	1,8
Erotus-% vrt. mediaani			-65 %	-67 %	-56 %	-58 %	-26 %	-33 %	-41 %	-36 %	53 %	56 %	72 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022 (18kk)	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	65,5	23,7	25,0	31,4	30,5	111	25,4	23,5	27,6	25,2	102	109	112	114
Käyttökate	6,1	2,7	2,6	2,7	2,6	10,5	2,5	2,3	2,2	2,2	9,2	10,0	10,7	11,3
Poistot ja arvonalennukset	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,0	2,6	2,6	2,6	2,5	10,3	2,4	2,3	2,2	2,1	9,0	9,8	10,5	11,1
Liikevoitto	6,0	2,6	2,6	2,6	2,5	10,3	2,4	2,3	2,2	2,1	9,0	9,8	10,5	11,1
Nettorahoituskulut	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
Tulos ennen veroja	6,2	2,6	2,7	2,7	2,6	10,5	2,5	2,3	2,2	2,2	9,2	10,1	10,8	11,4
Verot	-1,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-2,1	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-1,8	-1,8	-1,9	-2,1
Vähemmistöosuudet	0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	0,0
Nettotulos	5,0	2,0	2,1	2,1	2,0	8,2	1,9	1,8	1,7	1,7	7,2	8,1	8,7	9,4
EPS (oikaistu)	0,11	0,05	0,05	0,05	0,05	0,19	0,04	0,04	0,04	0,04	0,16	0,18	0,20	0,21
EPS (raportoitu)	0,11	0,05	0,05	0,05	0,05	0,19	0,04	0,04	0,04	0,04	0,16	0,18	0,20	0,21

Tunnusluvut	2022 (18kk)	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	17,1 %	54,1 %	97,1 %	96,9 %	42,0 %	68,9 %	6,9 %	-6,0 %	-12,3 %	-17,1 %	-8,1 %	7,2 %	3,0 %	2,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	72,6 %	82,0 %	106,5 %	105,0 %	24,3 %	72,5 %	-7,9 %	-12,8 %	-16,5 %	-14,5 %	-12,9 %	9,1 %	7,3 %	5,5 %
Käyttökate-%	9,2 %	11,2 %	10,5 %	8,5 %	8,4 %	9,5 %	9,7 %	9,8 %	8,1 %	8,7 %	9,0 %	9,2 %	9,5 %	9,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,1 %	11,0 %	10,4 %	8,3 %	8,2 %	9,3 %	9,5 %	9,6 %	7,9 %	8,5 %	8,8 %	9,0 %	9,4 %	9,7 %
Nettotulos-%	7,6 %	8,5 %	8,4 %	6,5 %	6,7 %	7,4 %	7,6 %	7,7 %	6,3 %	6,8 %	7,1 %	7,4 %	7,7 %	8,2 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	4,9	1,7	2,5	3,4	4,2
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,4	0,3	0,1	0,1	0,0
Käyttöomaisuus	3,8	1,4	2,4	3,3	4,2
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	39,0	43,1	46,9
Vaihto-omaisuus	3,3	3,0	2,8	3,0	3,1
Muut lyhytaikaiset varat	3,6	0,3	0,3	0,3	0,3
Myyntisaamiset	5,4	14,9	11,2	12,0	12,3
Likvidit varat	14,9	17,8	24,8	27,9	31,2
Taseen loppusumma	32,1	37,7	41,6	46,4	51,1

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	9,2	15,7	19,0	23,1	27,4
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	7,6	14,1	17,3	21,5	25,8
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	21,2	21,9	22,2
Korolliset velat	0,0	0,0	0,5	0,5	0,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	13,5	10,6	10,2	10,9	11,2
Muut lyhytaikaiset velat	8,7	10,5	10,5	10,5	10,5
Taseen loppusumma	32,1	37,7	41,6	46,4	51,1

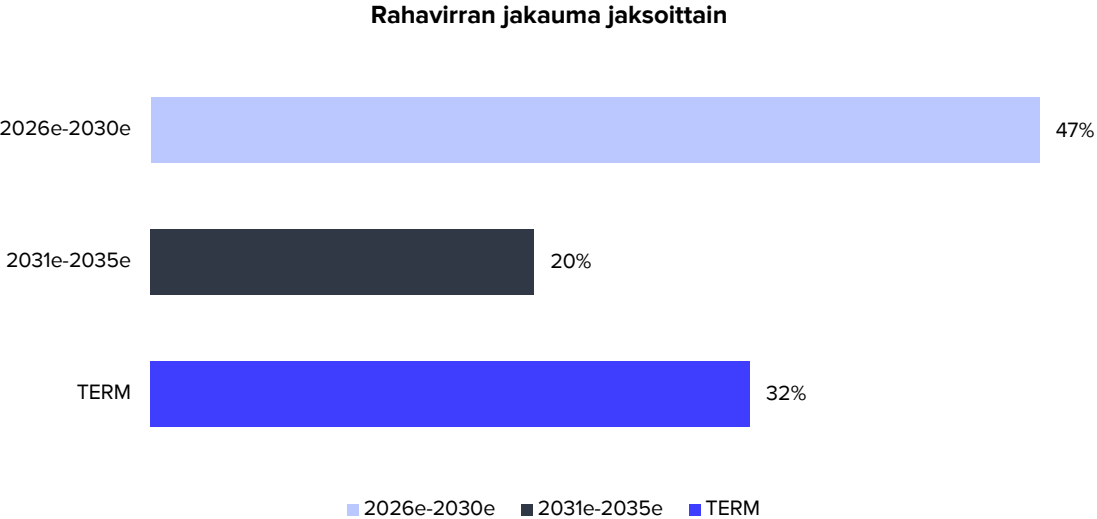
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	68,9 %	-8,1 %	7,2 %	3,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	9,3 %	8,8 %	9,0 %	9,4 %	9,7 %	8,5 %	8,0 %	7,5 %	7,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Liikevoitto	10,3	9,0	9,8	10,5	11,1	9,9	9,4	9,0	8,5	7,4	7,5	
+ Kokonaispoistot	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	
- Maksetut verot	-2,1	-1,8	-1,8	-1,9	-2,1	-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	3,6	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	2,3	11,0	8,0	8,7	9,2	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	10,0	7,0	7,7	8,2	6,8	6,5	6,1	5,8	5,0	5,2	
+/- 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	10,0	7,0	7,7	8,2	6,8	6,5	6,1	5,8	5,0	5,2	56,2
Diskontattu vapaa kassavirta		9,1	5,7	5,7	5,5	4,1	3,5	3,0	2,6	2,0	1,9	20,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		63,5	54,4	48,7	43,0	37,5	33,4	29,8	26,8	24,2	22,2	20,4
Velaton arvo DCF		63,5										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		17,8										
-Vähemmistöosuus		-0,8										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		80,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,8										

Pääoman kustannus (WACC)

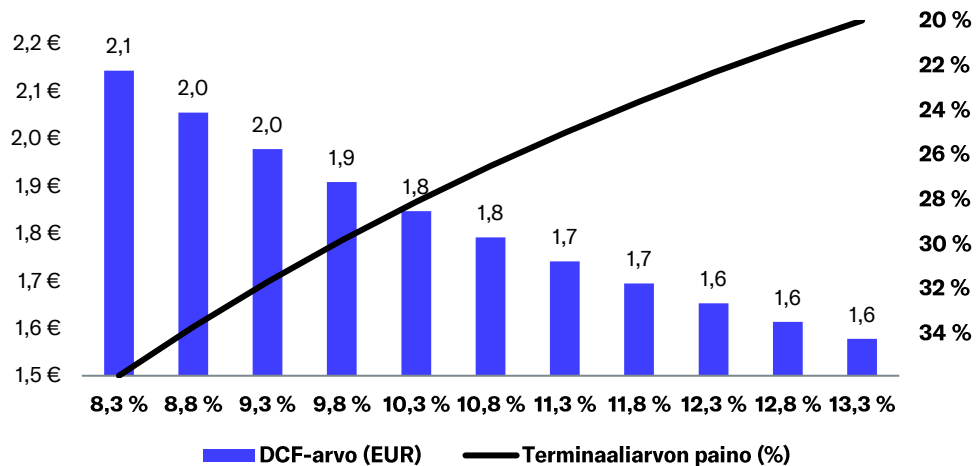
Vero-% (WACC)	18,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,75 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,8 %

Lähde: Inderes

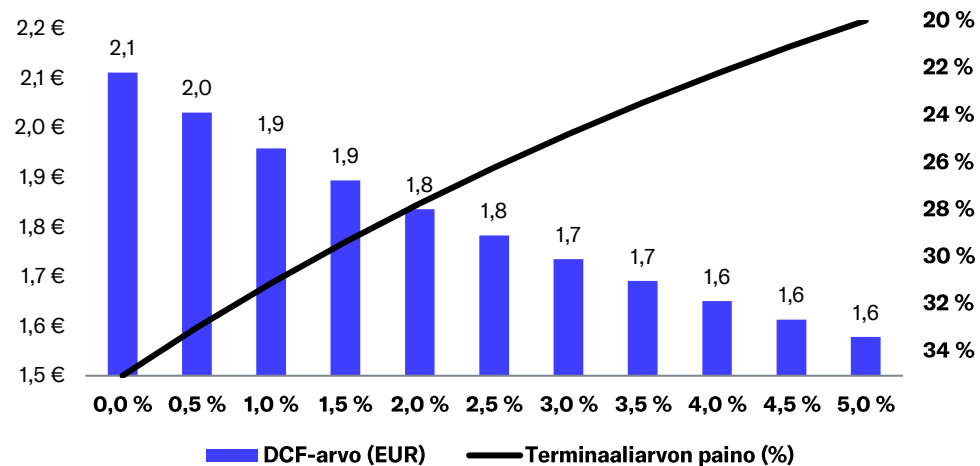


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

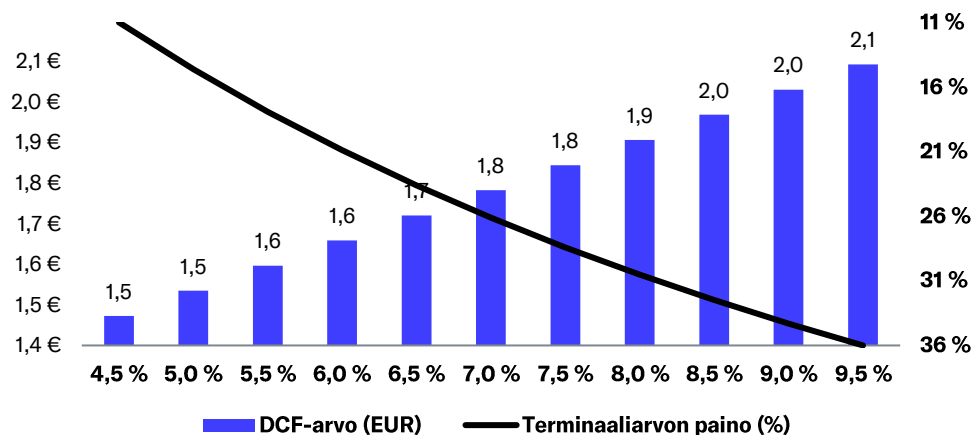
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



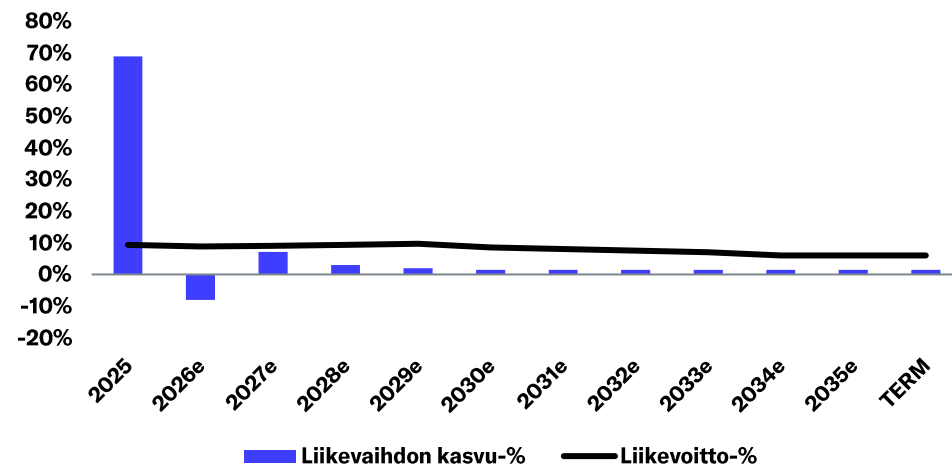
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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	101,7	109,0	EPS (raportoitu)	0,06	0,11	0,19	0,16	0,18
Käyttökate	3,5	6,1	10,5	9,2	10,0	EPS (oikaistu)	0,06	0,11	0,19	0,16	0,18
Liikevoitto	3,5	6,0	10,3	9,0	9,8	Operat. Kassavirta / osake	0,26	0,12	0,05	0,25	0,18
Voitto ennen veroja	3,5	6,2	10,5	9,2	10,1	Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,21	0,07	0,11	0,23	0,16
Nettovoitto	2,5	5,0	8,2	7,2	8,1	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	41,6	46,4	Liikevaihdon kasvu-%	-55 %	17 %	69 %	-8 %	7 %
Oma pääoma	4,9	9,2	15,7	19,0	23,1	Käyttökatteen kasvu-%	201 %	74 %	74 %	-13 %	9 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	206 %	73 %	73 %	-13 %	9 %
Nettovelat	-12,4	-14,9	-17,8	-23,8	-26,9	EPS oik. kasvu-%	294 %	98 %	64 %	-13 %	12 %
						Käyttökate-%	6,2 %	9,2 %	9,5 %	9,0 %	9,2 %
Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e	Oik. Liikevoitto-%	6,2 %	9,1 %	9,3 %	8,8 %	9,0 %
Käyttökate	3,5	6,1	10,5	9,2	10,0	Liikevoitto-%	6,2 %	9,1 %	9,3 %	8,8 %	9,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	8,5	0,3	-7,0	3,6	-0,3	ROE-%	69,6 %	73,0 %	67,0 %	42,0 %	38,8 %
Operatiivinen kassavirta	11,3	5,1	2,3	11,0	8,0	ROI-%	92,3 %	84,5 %	82,7 %	51,5 %	45,7 %
Investoinnit	-1,9	-2,3	2,3	-1,0	-1,0	Omavaraisuusaste	28,9 %	38,6 %	54,6 %	65,1 %	68,7 %
Vapaa kassavirta	9,2	3,0	4,7	10,0	7,0	Nettovelkaantumisaste	-251,6 %	-161,5 %	-112,8 %	-125,4 %	-116,2 %
Arvostuskertoimet	2023	2024	2025	2026e	2027e						
EV/Liikevaihto	neg.	0,4	0,4	0,4	0,3						
EV/EBITDA	neg.	4,0	3,8	3,9	3,3						
EV/EBIT (oik.)	neg.	4,1	3,9	4,0	3,3						
P/E (oik.)	0,0	7,7	7,0	8,2	7,3						
P/B	0,0	4,3	3,7	3,1	2,6						
Osinkotuotto-%		4,5 %	6,9 %	6,7 %	7,4 %						

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 tulevista. 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 arvonmäärittämismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämismenetelmät 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 €



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.**