

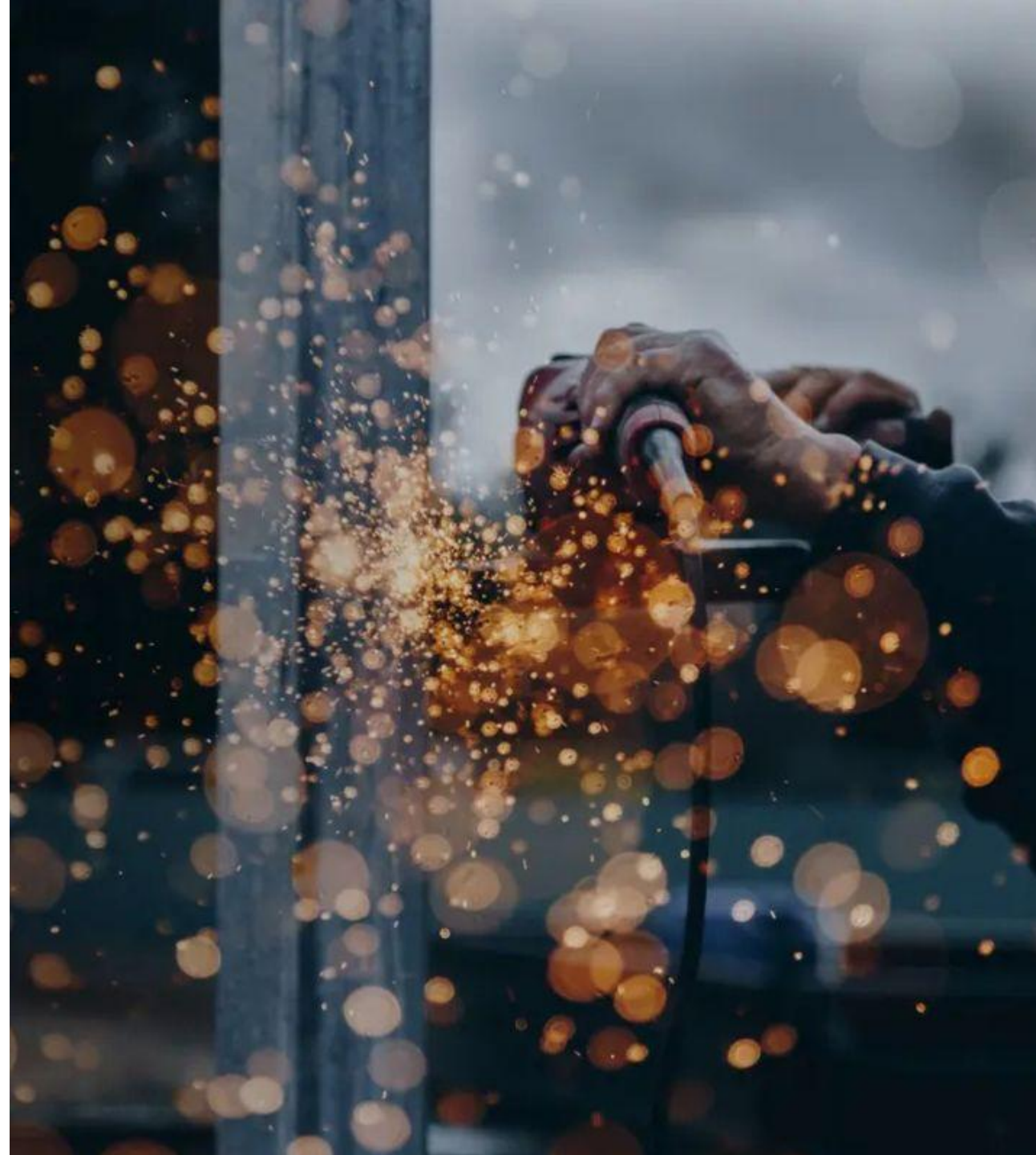
TEKOVA OYJ

28.10.2026 07.20 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Tulos kantaa, tilauskanta huolettaa

Tekovan Q3-liikevaihto jäi ennusteestamme, mutta liikevoitto ylitti sen selvästi, ja marginaali nousi arviomme mukaan omakehitteisten hankkeiden tukemana yli 10 %:iin. Tilauskanta ohentui 57 MEUR:oon, ja yhtiö totesi sen itsekkin kehittyneen odotettua heikommin. Laskimme liikevaihtoennusteitamme ohentuneen tilauskannan myötä, mutta tarkistimme kannattavuusennusteitamme hieman ylöspäin. Omakehitteisten hankkeiden kasvava osuus tukee arviomme mukaan katteita heikosta tilauskertymästä huolimatta. Laskemme tavoitehintamme 1,20 euroon (aik. 1,30 euroa) nostetun tuottovaatimuksen myötä. Osake on mielestämme kuitenkin edelleen halpa, ja noin 7 %:n osinkotuotto kantaa tuotto-odotusta, joten toistamme Lisää-suosituksemme.

Kannattavuus yllätti positiivisesti

Tekovan liikevaihto laski kolmannella neljänneksellä 24 % 23,9 MEUR:oon ja jäi ennusteestamme (26,9 MEUR). Laskua selitti odotetusti vertailukauden Mäntsälän datakeskusurakka, jonka vaikutus oli kuitenkin arvioitamme suurempi. Liikevoitto oli 2,5 MEUR (ennuste 2,1 MEUR), ja marginaali nousi 10,4 %:iin. Arviomme mukaan kannattavuutta tuki selvästi syyskuussa toimeenpantu lisälmen kiinteistökauppa.

Liiketoiminnan rahavirta kääntyi kolmannella kvartaalilla laskennallisesti noin 1 MEUR:n positiiviseksi, mutta tammi–syyskuussa se oli yhä -4,0 MEUR omakehitteisiin hankkeisiin sitoutuneen pääoman vuoksi. Yhtiö odottaa rahavirran olevan positiivinen neljännellä kvartaalilla, kun kaksi omakehitteistä hanketta luovutetaan.

Tilauskanta laski 57 MEUR:oon (Q2'26 69 MEUR). Kuten odotimme, Tuusulan Sulan omakehitteisen liikerakennuksen rakennustyöt ovat käynnissä, mutta hanke ei vielä näy tilauskannassa. Toimitusjohtajan viesti markkinasta oli aiempaa myönteisempi, ja uusien hankeaihioiden määrä on yhtiön mukaan kasvanut.

Omakehitteiset hankkeet tukevat tulostasoa myös jatkossa

Tekova toisti ohjeistuksensa, jonka mukaan vuoden 2026 liikevaihto on 95–115 MEUR ja liikevoitto 7,5–11,0 MEUR. Nostimme liikevoittoennusteemme 9,5 MEUR:oon (aik. 8,9 MEUR) pääosin kolmannen kvartaalin vahvan toteuman myötä. Lisäksi odotamme neljännellä kvartaalilla tuloutuvien omakehitteisten hankkeiden pitävän katteet korkealla. Liikevaihtoennusteemme laski 101 MEUR:oon (aik. 106 MEUR) kolmannen kvartaalin alituksen ja ohuemman tilauskannan myötä.

Laskimme ensi vuoden liikevaihtoennusteemme 99 MEUR:oon (aik. 101 MEUR). Ohut tilauskanta painaa volyymeja, mutta oletamme Tuusulan Sulan hankkeen tukevan ensi vuoden liikevaihtoa. Liikevoittoennusteemme nousi 8,2 MEUR:oon (aik. 7,8 MEUR). Kolmannen kvartaalin katekehitys oli odotuksiamme vahvempi, ja omakehitteisten hankkeiden kasvava osuus tukee arviomme mukaan kannattavuutta myös ensi vuonna joka pienentää matalampien volyymien odotettua vaikutusta tulokseen. Q4:n tilaukset ja Tuusulan hankkeen kirjautuminen tilauskantaan ovat ennusteidemme kannalta keskeisiä.

Osake on halpa, mutta tuloskasvu puuttuu

Päivitetyllä ennusteillamme Tekovan P/E-kerroin on vuosille 2026–2027 noin 6–7x ja EV/EBIT-kerroin noin 3x. Kertoimet ovat selvästi hyväksymämme haarukan (P/E 8–10x, EV/EBIT 6–8x) alapuolella. Nostimme kuitenkin tuottovaatimustamme riskittömän koron nousun myötä, mikä laskee tavoitehintamme 1,20 euroon (aik. 1,30 euroa). Tuotto-odotus nojaa noin 7 %:n osinkotuottoon sekä arvostuksen nousuvaraan, jos yhtiö pystyy osoittamaan tulostasonsa kestävyysennusteidemme mukaisesti. Kokonaistuotto-odotus ylittää mielestämme tuottovaatimuksen kohtuullisen selvästi, joten toistamme Lisää-suosituksemme. Näemme kuitenkin aitona riskinä, että tilauskehitys jää tulevina kvartaaleina odotuksistamme. Tämä painaisi ensi vuoden volyymeja ja toisi osakkeeseen lisää laskupainetta.

Suositus

Lisää
(aik. Lisää)

Tavoitehinta:

1,20 EUR
(aik. 1,30 EUR)

Osakekurssi:

1,04 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	110,7	100,9	99,2	104,2
kasvu-%	69 %	-9 %	-2 %	5 %
EBIT oik.	10,3	9,5	8,2	8,8
EBIT-% oik.	9,3 %	9,4 %	8,2 %	8,5 %
Nettotulos	8,2	7,4	6,6	7,1
EPS (oik.)	0,19	0,17	0,15	0,16

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

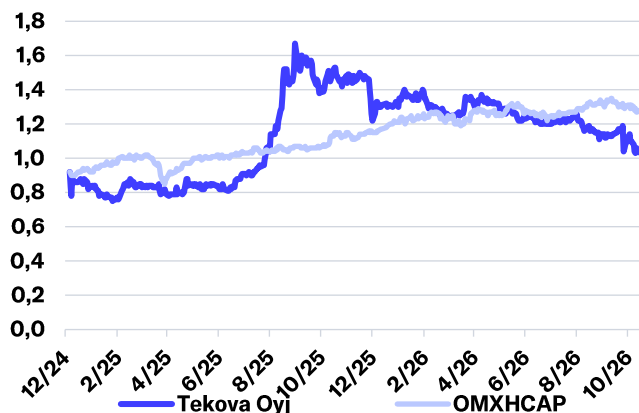
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

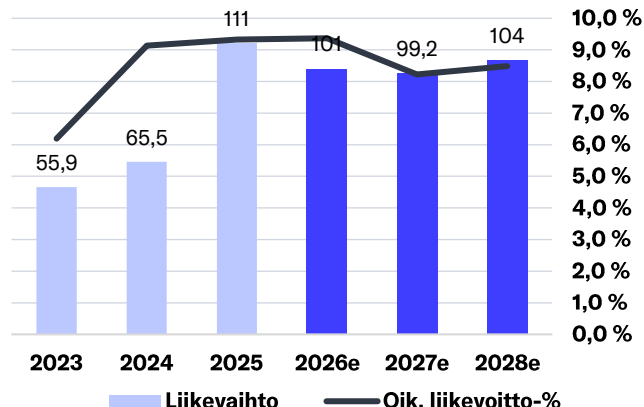
Vuonna 2026 liikevaihto on välillä 95-115 MEUR (2025: 111 MEUR) ja liikevoitto 7,5-11,0 MEUR:n välillä (2025: 10,3 MEUR).

Osakekurssi



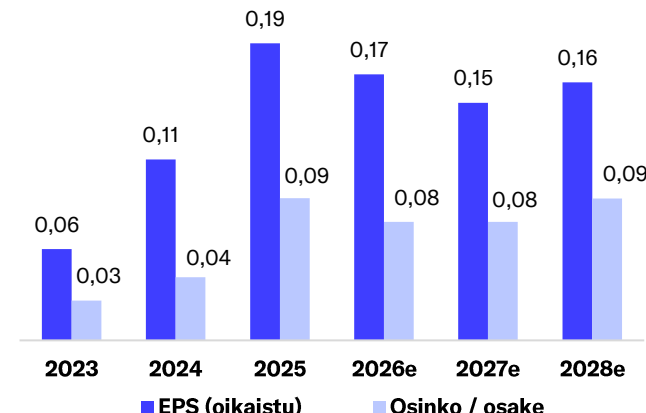
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Hankekehitys, tehokas rakentamisprosessi ja yksinkertaiset hankkeet mahdollistavat vahvan kannattavuuden
- Omakehitteiset hankkeet nostavat hankekohtaista tuottopotentialia
- Maltillisia investointeja vaativa liiketoiminta ja vahva taloudellinen tilanne
- Kevyen taseen vuoksi pääomien tuottopotentiali 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	1,04	1,04	1,04
Osakemäärä, milj. kpl	43,7	43,7	43,7
Markkina-arvo	45	45	45
Yritysarvo (EV)	26	24	21
P/E (oik.)	6,2	6,9	6,4
P/B	2,4	2,0	1,7
P/S	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	2,7	2,9	2,3
EV/EBIT (oik.)	2,7	3,0	2,4
Osinko/tulos (%)	44,5 %	49,9 %	55,0 %
Osinkotuotto-%	7,2 %	7,2 %	8,6 %

Lähde: Inderes

Hankeportfolion muutos näkyi kannattavuudessa Q3:lla

Liikevaihto laski odotuksiamme enemmän

Tekovan liikevaihto laski 24 % 23,9 MEUR:oon (Q3'25 31,4 MEUR) ja jäi ennusteestamme (26,9 MEUR). Vertailukauden liikevaihtoa kasvatti voimakkaasti Mäntsälän datakeskuksen laajennus. Tammi–syyskuussa yhtiö luovutti asiakkaille 19 hanketta (12), joten hankkeiden määrä on kasvanut, mutta niiden keskikoko on käsityksemme mukaan aiempaa selvästi pienempi.

Hankemix tuki marginaalin yli 10 %:iin

Liikevoitto oli 2,5 MEUR (Q3'25 2,6 MEUR) ja ylitti ennusteemme (2,1 MEUR). Marginaali nousi 10,4 %:iin (ennuste 8,0 %). Materiaalien ja palveluiden osuus liikevaihdosta laski 80 %:iin (ennuste 84 %), mikä kertoo arviomme mukaan omakehitteisten hankkeiden korkeammasta katteesta (sis. kehityskate). Yhtiö ei kuitenkaan eritellyt lisälmen kaupan vaikutusta tulokseen. Alariveillä ei tullut suurempia yllätyksiä ja osakekohtainen

tulos oli 0,045 euroa (ennuste 0,039 euroa).

Katsauskauden jälkeen Tekova sopi aliurakoitsijan kanssa päättäneeseen hankkeeseen liittyneen riidan. Yhtiön johdon mukaan sovinnon tulosvaikutus näkyi jo tuloslaskelmalla kokonaisuudessaan.

Tilaukanta ohentui odotetusti

Tilaukanta laski 57 MEUR:oon (Q2'26 69 MEUR, Q3'25 78 MEUR). Kvartaalin noin 11 MEUR:n tilauuskertymä oli jo tiedossa, ja tilaukanta jäi hieman laskennallista arviotamme (noin 53 MEUR) korkeammalle ennustettua matalamman liikevaihdon vuoksi. Tuusulan Sulan omakehitteisen hankkeen alustavat rakennustyöt ovat käynnissä, mutta Tekova kirjaa sen tilaukantaan vasta kiinteistökaupan myötä. Arviomme mukaan hanke on kokoluokaltaan 10–20 MEUR, joten sen ajoitus on merkittävä tekijä Q4:n tilauuskertymässä.

Omakehitteiset hankkeet sitovat kassaa

Tammi–syyskuun liiketoiminnan rahavirta oli -4,0 MEUR (1,4 MEUR), ja rahavarat laskivat 11,4 MEUR:oon (31.12.2025 17,8 MEUR), kun rakenteilla olevat omakehitteiset hankkeet sitoivat pääomaa. Yhdistelemättömien kiinteistöyhtiöiden korollinen velka nousi 11,1 MEUR:oon (30.6.2026 8,0 MEUR). Yhtiö odottaa rahavirran kääntyvän positiiviseksi neljännellä kvartaalilla, kun kaksi omakehitteistä hanketta luovutetaan. Omavaraisuusaste oli 57 %, joten tase on mielestämme vahva.

eee	Q3'25	Q3'26	Q3'26e	Erotus (%)	2026
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Tot. vs. inderes	Inderes
Liikevaihto	31,4	23,9	26,9	-11 %	101
Käyttökate	2,7	2,5	2,2	15 %	9,6
Liikevoitto (oik.)	2,6	2,5	2,1	15 %	9,5
Liikevoitto	2,6	2,5	2,1	15 %	9,5
Tulos ennen veroja	2,7	2,6	2,2	16 %	9,6
EPS (oik.)	0,05	0,05	0,04	16 %	0,17
EPS (raportoitu)	0,05	0,05	0,04	16 %	0,17
Liikevaihdon kasvu-%	96,9 %	-23,9 %	-14,4 %	-9,5 %-yks.	-8,8 %
Liikevoitto-%	8,3 %	10,4 %	8,0 %	2,4 %-yks.	9,4 %

Lähde: Inderes

Tekova Q3'26: Kannattavuus vahvalla tasolla



Nostimme suhteellisen kannattavuuden ennusteitamme tälle ja tuleville vuosille

Ohjeistuksen alaraja on tuloksen osalta jo käytännössä saavutettu

Tekova toisti ohjeistuksensa, jonka mukaan vuoden 2026 liikevaihto on 95–115 MEUR ja liikevoitto 7,5–11,0 MEUR. Tammi–syyskuun toteumien perusteella ohjeistus edellyttää viimeiseltä neljännekseltä noin 17–37 MEUR:n liikevaihtoa ja 0,1–3,6 MEUR:n liikevoittoa. Haarukat ovat siis yhä laajat vaikka vuotta on vain yksi kvartaali jäljellä.

Raaseporin kiinteistökauppa toteutui 1.10., ja neljännellä kvartaalilla valmistuu ja luovutetaan yhtiön mukaan kaksi omakehitteistä hanketta. Raaseporin lisäksi näistä toinen on käsityksemme mukaan Kuopion hanke. Nostimme valmistumisen myötä Q4:n liikevoittoennusteemme 2,0 MEUR:oon (aik. 1,8 MEUR), mikä vastaa 8,7 %:n marginaalia (aik. 7,0 %). Ohuen tilauskannan myötä laskimme Q4:n liikevaihtoennusteemme 23 MEUR:oon (aik. 25 MEUR) ja tilausennusteemme 21 MEUR:oon (aik. 27 MEUR).

Koko vuoden liikevaihtoennusteemme laski 101 MEUR:oon (aik. 106 MEUR) ja liikevoittoennusteemme nousi 9,5 MEUR:oon (aik. 8,9 MEUR). Ennusteemme asettuvat siten liikevaihdon osalta haarukan alapuoliskolle ja liikevoiton osalta hieman sen keskikohdan yläpuolelle.

Volyyymiennusteet alas, kannattavuusennusteet ylös

Syyskuun lopun 57 MEUR:n tilauskannasta merkittävä osa tuloutuu jo neljännellä kvartaalilla, joten ensi vuoden liikevaihdosta valtaosa edellyttää vielä allekirjoittamattomia hankkeita. Oletamme Tuusulan Sulan hankkeen kirjautuvan tilauskantaan lähikvartaaleina ja tuloutuvan pääosin ensi vuonna, joten ensi vuoden liikevaihtoennusteemme laski vain 99 MEUR:oon (aik. 101 MEUR). Vuoden 2028 ennusteemme laski 104 MEUR:oon (aik. 108 MEUR).

Nostimme sen sijaan kannattavuusennusteitamme. Ensi vuoden liikevoittoennusteemme nousi 8,2 MEUR:oon (aik. 7,8 MEUR), ja marginaaliennusteemme nousi 8,2 %:iin (aik.

7,7 %). Muutos heijastaa kolmannen kvartaalin odotuksiamme vahvempaa katekehitystä sekä omakehitteisten hankkeiden kasvavaa osuutta, joka tasoittaa urakkamarkkinan kilpailun vaikutusta aiempia odotuksiamme vahvemmin. Ennusteemme on silti selvästi kuluven vuoden tasoa matalampi, sillä odotamme kilpailun pitävän projektikatteet paineessa. Johdon aiempaa myönteisempi viesti markkinasta ja hankeaihioiden kasvu ovat lupaavia, mutta aihoiden muuttuminen tilauksiksi vie aikaa.

Omakehitteisten hankkeiden kasvava osuus tasoittaa arviomme mukaan kannattavuutta, mutta tekee tuloksesta samalla aiempaa riippuvaisemman yksittäisten kiinteistökauppojen ajoituksesta. Perhon noin 50 MW:n datakeskushanke ei sisälly ennusteisiimme, sillä operaattorisopimus puuttuu ja rakentaminen ajoittuisi alustavasti vuosille 2027–2029. Käsittelemme hanketta tässä vaiheessa positiivisena optiona.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2026 Vanha	2026e Uusi	Muutos %	2027e Vanha	2027e Uusi	Muutos %	2028e Vanha	2028e Uusi	Muutos %
Liikevaihto	106	101	-5 %	101	99,2	-2 %	108	104	-4 %
Käyttökate	9,0	9,6	6 %	8,1	8,5	4 %	8,9	9,2	3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,9	9,5	7 %	7,8	8,2	4 %	8,6	8,8	3 %
Liikevoitto	8,9	9,5	7 %	7,8	8,2	4 %	8,6	8,8	3 %
Tulos ennen veroja	9,0	9,6	7 %	7,9	8,3	5 %	8,7	9,0	4 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,16	0,17	7 %	0,14	0,15	5 %	0,16	0,16	4 %
Osakekohtainen osinko	0,08	0,08	0 %	0,08	0,08	0 %	0,09	0,09	0 %

Lähde: Inderes

Tekova, Webcast, Q3'26



Hinnoittelu puoltaa yhä positiivista näkemystä

Kertoimet ovat matalat

Arvostamme Tekovaa ensisijaisesti P/E-kertoimella, sillä vähemmistöosuudet, ennakoilla varustettu kassa ja taseen ulkopuoliset takausvastuut heikentävät EV-pohjaisten kertoimien vertailukelpoisuutta. Päivitetyillä ennusteillamme Tekovan P/E-kerroin on vuodelle 2026 noin 6x ja vuodelle 2027 noin 7x. Kertoimet ovat selvästi hyväksymämme 8–10x haarukan alapuolella. EV/EBIT-kerroin on vuosille 2026–2027 noin 3x, eli selvästi hyväksymämme 6–8x haarukan alapuolella.

Nostimme riskittömän koron oletuksemme 3,0 %:iin (aik. 2,5 %), mikä nostaa oman pääoman kustannuksen noin 12 %:iin. Korkeampi tuottovaatimus painaa hyväksyttävät kertoimet haarukan alapäähän, ja laskimme tavoitehintamme 1,20 euroon (aik. 1,30 euroa). Tavoitehintamme vastaa ensi vuoden ennusteellamme noin 8x P/E-kerrointa, mikä on hyväksymämme haarukan alarajalla. Pidämme haarukan alapäätä perusteltuna, sillä odotamme ensi vuoden liikevaihdon ja tuloksen laskevan ohentuneen tilauskannan myötä.

Tuotto-odotusta tukee ennustamamme noin 7 %:n osinkotuotto, joka on yhtiön osingonjakopolitiikan (40–60 % tuloksesta) mukainen. Noin 12 %:n tuottovaatimuksen myötä tuotto-odotus ei kuitenkaan voi nojata pelkästään osinkoon, vaan se edellyttää myös kertoimien nousua. Arviomme mukaan matalat kertoimet tarjoavat tähän riittävästi nousuvaraa.

Arvostuksen nousuvaran purkautuminen edellyttää mielestämme näyttöä siitä, että tulostaso kestää ohentuneesta tilauskannasta huolimatta. Tämän vuoksi tulevien kvartaalien tilauskertymä on osakkeen kannalta keskeinen.

Hinnoitellaan selkeällä alennuksella verrokkeihin

Tekovalle on saatavilla hyvä verrokkiryhmä toimialan pohjoismaisista listatuista yhtiöistä, mutta näkemyksemme mukaan parhaita verrokkeja ovat suomalaiset rakennusyhtiöt samaisen markkinan myötä. Verrokkien arvostustaso on mielestämme verrattain neutraali (2026e mediaani EV/EBIT ~13x ja P/E ~15x, 2027e ~10x ja ~12x). Tekova on arvostettu noin 40 %:n alennuksella verrokkiryhmän vuoden 2027 mediaaniin P/E-kertoimeen nähden. Ottaen kuitenkin huomioon Tekovan kehitys- ja laajentumisvaihe, lyhyt historia sekä riskisyys, yhtiölle tulisi mielestämme hyväksyä selkeä alennus (~20–40 %) verrokkeihin nähden. Nykyinen alennus on tämän haarukan yläpäässä, joten arvostuksessa olisi tämäkin huomioiden maltillista nousuvaraa.

DCF tukee myös suositusta

Annamme arvonmäärittäksessämme painoarvoa myös rahavirtamallille. Ennustemallissamme liikevaihdon kasvu tasaantuu terminaalijaksolla 1,5 %:iin, ja liikevoittomarginaalin odotamme asettuvan 5,5 %:iin liikevaihdosta (2019–2025 keskimäärin noin 7 %). Olemme nostaneet DCF-mallin tuottovaatimusta (WACC) 11,8 %:iin (aik. 11,3 %) ja oman pääoman kustannusta 12,2 %:iin (aik. 11,7 %). Korotus heijastaa riskittömän koron oletuksemme nostoa 3,0 %:iin (aik. 2,5 %). Tuottovaatimuksen korkeaa tasoa selittävät rakentamisen syklisyys, heikko tulostäkyvyys sekä osakkeen vähäinen vaihto. Ennustejakson jälkeinen terminaalijakso (2036 alkaen) kattaa noin 32 % kassavirtamallin arvosta. Noin 50 MEUR:n terminaaliarvo (18 MEUR diskontattuna nykyhetkeen) vastaa noin 8x EV/EBIT-kerrointa (2035e). DCF-mallin mukainen osakkeen arvo on noin 1,6 euroa, mikä ylittää tavoitehintamme ja nykykurssin selvästi. DCF-arvo kuvastaa osakkeen potentiaalia, mikäli Tekova pystyy säilyttämään kannattavuutensa ennusteidemme mukaisella tasolla.

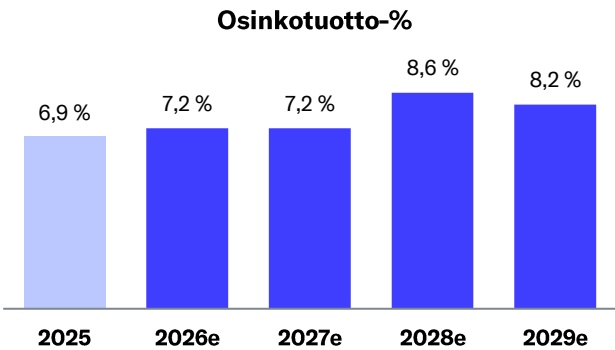
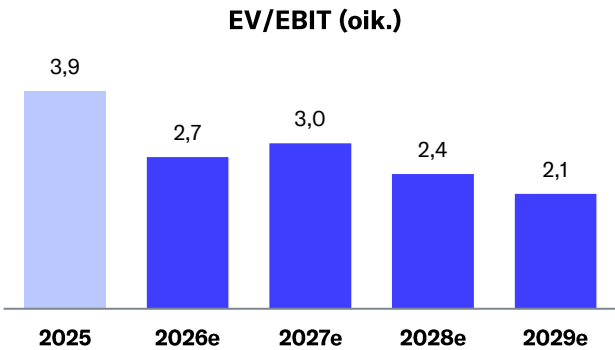
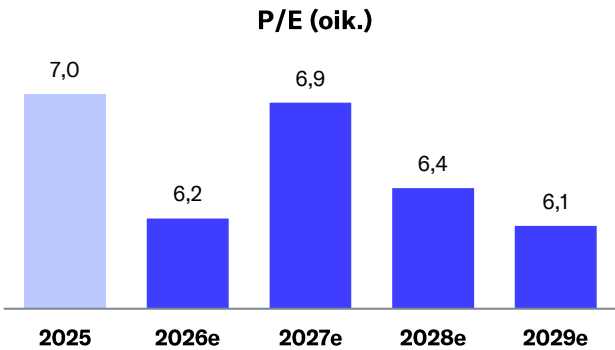
Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	1,04	1,04	1,04
Osakemäärä, milj. kpl	43,7	43,7	43,7
Markkina-arvo	45	45	45
Yritysarvo (EV)	26	24	21
P/E (oik.)	6,2	6,9	6,4
P/B	2,4	2,0	1,7
P/S	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	2,7	2,9	2,3
EV/EBIT (oik.)	2,7	3,0	2,4
Osinko/tulos (%)	44,5 %	49,9 %	55,0 %
Osinkotuotto-%	7,2 %	7,2 %	8,6 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi					1,31	1,04	1,04	1,04	1,04
Osakemäärä, milj. kpl					43,7	43,7	43,7	43,7	43,7
Markkina-arvo					57	45	45	45	45
Yritysarvo (EV)					40	26	24	21	19
P/E (oik.)					7,0	6,2	6,9	6,4	6,1
P/B					3,7	2,4	2,0	1,7	1,5
P/S					0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA					3,8	2,7	2,9	2,3	2,0
EV/EBIT (oik.)					3,9	2,7	3,0	2,4	2,1
Osinko/tulos (%)					47,9 %	44,5 %	49,9 %	55,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%				4,5 %	6,9 %	7,2 %	7,2 %	8,6 %	8,2 %

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	333	387	11,1	9,9	8,1	7,3	0,6	0,5	14,3	12,2	3,9	4,5	5,3
YIT	979	1749	24,1	14,5	19,8	12,3	0,9	0,8	281,3	20,3		0,4	1,5
SRV	136	207	15,5	8,1	13,0	6,9	0,3	0,2	38,2	10,6		2,2	1,2
Consti	82	83	9,2	7,2	6,6	5,5	0,3	0,2	12,0	9,3	7,2	7,4	1,7
Nyab	513	501	12,4	10,7	10,6	9,3	0,8	0,7	14,4	13,1	2,1	2,8	2,2
Lapwall	71	82	16,6	9,3	11,8	7,2	1,5	1,2	19,9	10,4	3,4	6,7	3,5
Ncc	1612	2021	13,0	11,1	7,7	7,0	0,4	0,4	12,1	10,4	5,8	6,4	2,1
Skanska	10322	9046	12,2	11,1	9,2	8,5	0,6	0,5	16,0	14,8	3,9	4,1	1,8
Peab	2500	3555	13,0	11,9	8,6	8,1	0,6	0,6	12,1	11,0	4,2	4,5	1,5
GRK	1093	931	11,5	10,0	8,5	7,9	1,0	0,9	14,7	14,1	2,7	2,8	4,4
Tekova Oyj (Inderes)	45	26	2,7	3,0	2,7	2,9	0,3	0,2	6,2	6,9	7,2	7,2	2,4
Keskiarvo			13,9	10,4	10,4	8,0	0,7	0,6	43,5	12,6	4,1	4,2	2,5
Mediaani			12,7	10,3	8,9	7,6	0,6	0,6	14,5	11,6	3,9	4,3	1,9
Erotus-% vrt. mediaani			-78 %	-71 %	-70 %	-62 %	-57 %	-56 %	-58 %	-40 %	85 %	69 %	25 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	23,7	25,0	31,4	30,5	111	27,7	26,2	23,9	23,0	101	99,2	104	108
Käyttökate	2,7	2,6	2,7	2,6	10,5	2,6	2,5	2,5	2,1	9,6	8,5	9,2	9,5
Poistot ja arvonalennukset	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,6	2,6	2,6	2,5	10,3	2,5	2,4	2,5	2,0	9,5	8,2	8,8	9,2
Liikevoitto	2,6	2,6	2,6	2,5	10,3	2,5	2,4	2,5	2,0	9,5	8,2	8,8	9,2
Nettorahoituskulut	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Tulos ennen veroja	2,6	2,7	2,7	2,6	10,5	2,6	2,4	2,6	2,1	9,6	8,3	9,0	9,4
Verot	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-2,1	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-2,0	-1,5	-1,6	-1,7
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	2,0	1,6	7,4	6,6	7,1	7,4
EPS (oikaistu)	0,05	0,05	0,05	0,05	0,19	0,05	0,04	0,04	0,04	0,17	0,15	0,16	0,17
EPS (raportoitu)	0,05	0,05	0,05	0,05	0,19	0,05	0,04	0,0449	0,04	0,17	0,15	0,16	0,17

Tunnusluvut	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	54,1 %	97,1 %	96,9 %	42,0 %	68,9 %	16,7 %	4,9 %	-23,9 %	-24,5 %	-8,8 %	-1,6 %	5,0 %	3,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	82,0 %	106,5 %	105,0 %	24,3 %	72,5 %	-3,4 %	-5,9 %	-4,8 %	-20,1 %	-8,4 %	-13,6 %	8,4 %	3,6 %
Käyttökate-%	11,2 %	10,5 %	8,5 %	8,4 %	9,5 %	9,3 %	9,4 %	10,5 %	8,9 %	9,5 %	8,5 %	8,8 %	8,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	11,0 %	10,4 %	8,3 %	8,2 %	9,3 %	9,1 %	9,3 %	10,4 %	8,7 %	9,4 %	8,2 %	8,5 %	8,5 %
Nettotulos-%	8,5 %	8,4 %	6,5 %	6,7 %	7,4 %	7,2 %	7,0 %	8,2 %	6,9 %	7,3 %	6,6 %	6,8 %	6,9 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	4,9	1,7	1,9	1,9	1,9
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,4	0,3	0,5	0,5	0,6
Käyttöomaisuus	3,8	1,4	1,4	1,3	1,3
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	39,0	42,1	46,5
Vaihto-omaisuus	3,3	3,0	2,7	2,7	2,8
Muut lyhytaikaiset varat	3,6	0,3	2,7	4,6	5,5
Myyntisaamiset	5,4	14,9	13,1	12,9	13,5
Likvidit varat	14,9	17,8	20,5	21,9	24,6
Taseen loppusumma	32,1	37,7	40,9	44,0	48,4

Lähde: Inderes

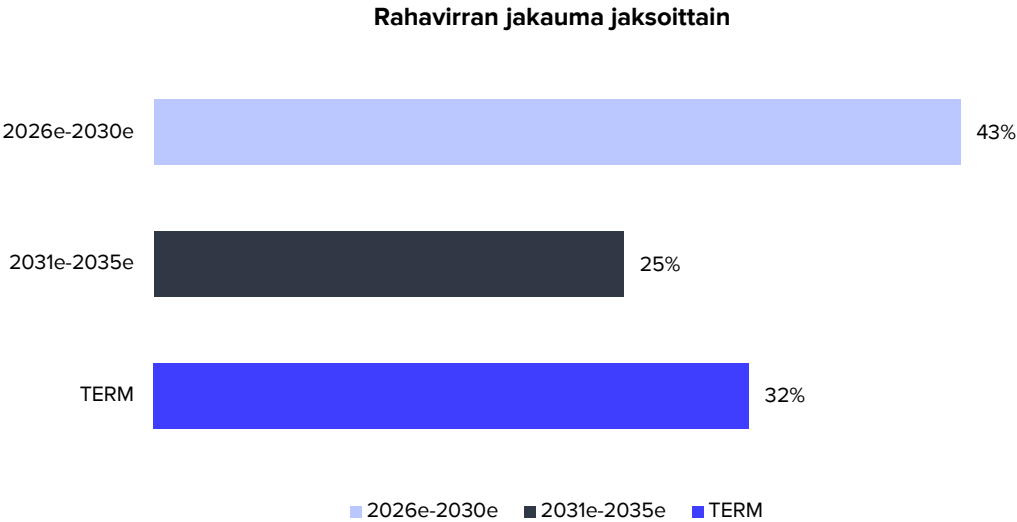
Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	9,2	15,7	19,2	22,5	26,3
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	7,6	14,1	17,5	20,8	24,7
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Vähemmistöosuus	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Pitkäaikaiset velat	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0
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	0,1	0,1	0,1
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	20,7	20,5	21,0
Korolliset velat	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	13,5	10,6	10,1	9,9	10,4
Muut lyhytaikaiset velat	8,7	10,5	10,5	10,5	10,5
Taseen loppusumma	32,1	37,7	40,9	44,0	48,4

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	68,9 %	-8,8 %	-1,6 %	5,0 %	3,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	9,3 %	9,4 %	8,2 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,0 %	7,5 %	7,0 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %
Liikevoitto	10,3	9,5	8,2	8,8	9,2	9,3	8,9	8,5	8,0	6,4	6,5	
+ Kokonaispoistot	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	
- Maksetut verot	-2,1	-2,0	-1,5	-1,6	-1,7	-1,7	-1,6	-1,6	-1,5	-1,2	-1,2	
- 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	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	-7,0	-0,8	-1,8	-1,2	-1,1	-0,9	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	2,3	6,9	5,1	6,4	6,8	7,1	7,4	7,1	6,7	5,4	5,5	
+ 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	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	4,7	6,6	4,8	6,1	6,5	6,8	7,1	6,8	6,4	5,1	5,0	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	4,7	6,6	4,8	6,1	6,5	6,8	7,1	6,8	6,4	5,1	5,0	49,9
Diskontattu vapaa kassavirta		6,5	4,2	4,8	4,6	4,3	4,0	3,4	2,9	2,0	1,8	18,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		56,5	50,0	45,8	41,0	36,4	32,1	28,1	24,7	21,8	19,8	18,0
Velaton arvo DCF		56,5										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		17,8										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		-0,6										
-Osinko/pääomapalautus		-3,9										
Oman pääoman arvo DCF		69,7										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,6										

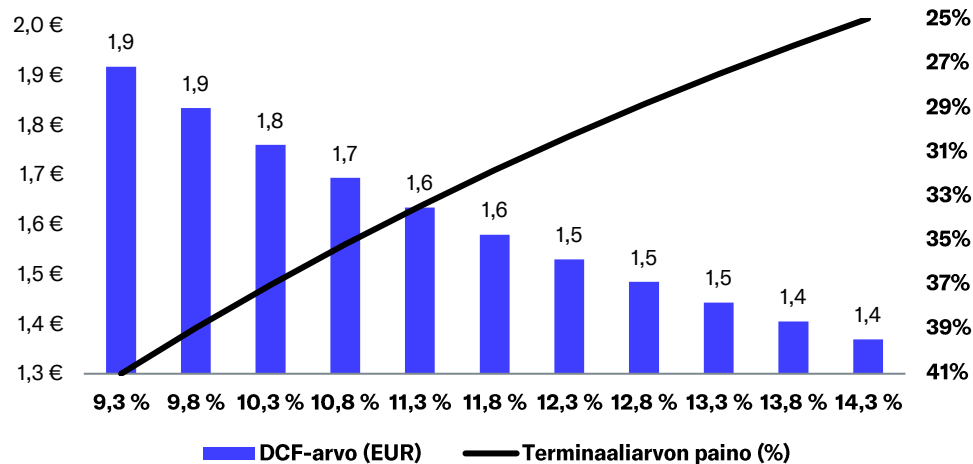
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	18,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	3,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	12,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	11,8 %

Lähde: Inderes

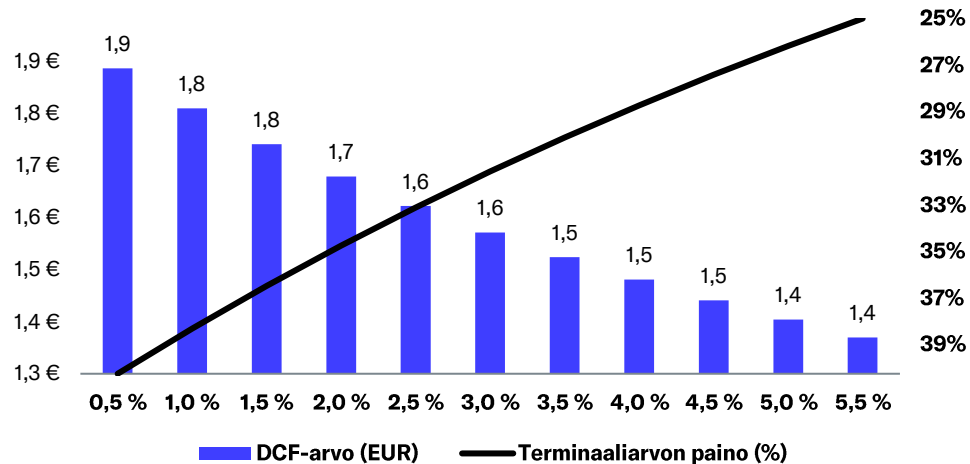


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

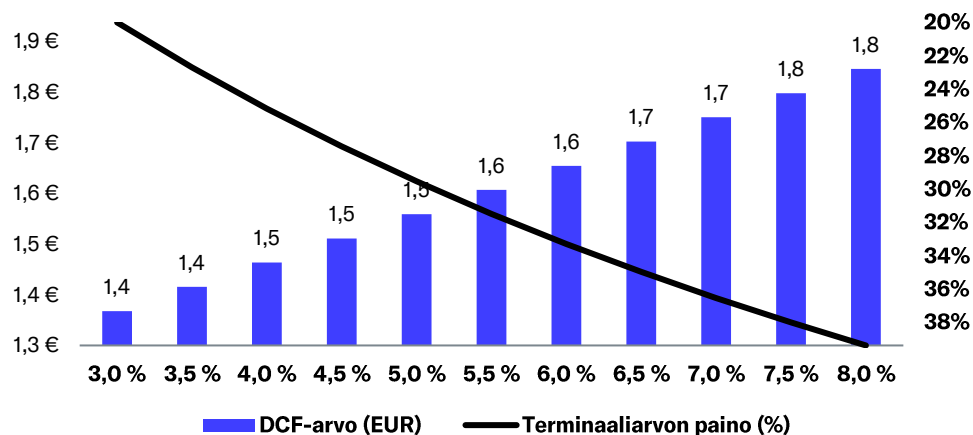
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



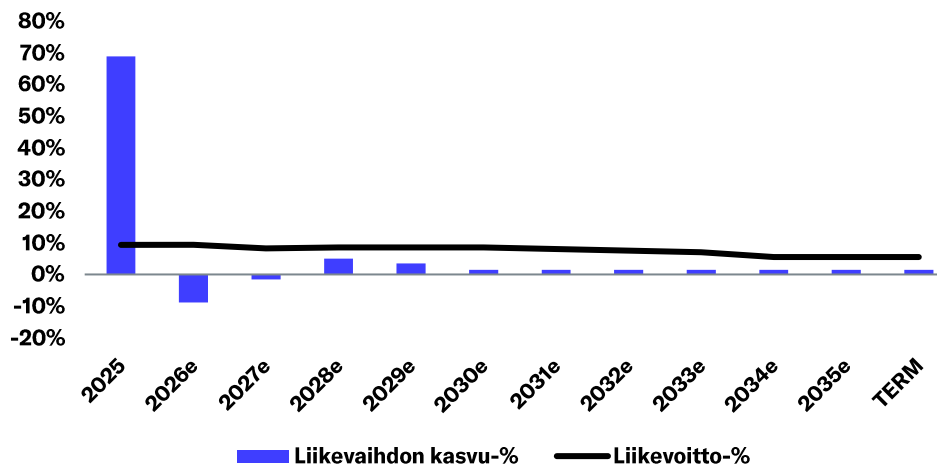
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	55,9	65,5	110,7	100,9	99,2
Käyttökate	3,5	6,1	10,5	9,6	8,5
Liikevoitto	3,5	6,0	10,3	9,5	8,2
Voitto ennen veroja	3,5	6,2	10,5	9,6	8,3
Nettovoitto	2,5	5,0	8,2	7,4	6,6
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	23,3	32,1	37,7	40,9	44,0
Oma pääoma	4,9	9,2	15,7	19,2	22,5
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettovelat	-12,4	-14,9	-17,8	-20,3	-21,7

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	3,5	6,1	10,5	9,6	8,5
Nettokäyttöpääoman muutos	8,5	0,3	-7,0	-0,8	-1,8
Operatiivinen kassavirta	11,3	5,1	2,3	6,9	5,1
Investoinnit	-1,9	-2,3	2,3	-0,3	-0,3
Vapaa kassavirta	9,2	3,0	4,7	6,6	4,8

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

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	0,06	0,11	0,19	0,17	0,15
EPS (oikaistu)	0,06	0,11	0,19	0,17	0,15
Operat. Kassavirta / osake	0,26	0,12	0,05	0,16	0,12
Operat. Vapaa kassavirta / osake	0,21	0,07	0,11	0,15	0,11
Omapääoma / osake	0,11	0,21	0,35	0,43	0,51
Osinko / osake	0,03	0,04	0,09	0,08	0,08

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-55 %	17 %	69 %	-9 %	-2 %
Käyttökatteen kasvu-%	201 %	74 %	74 %	-9 %	-12 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	206 %	73 %	73 %	-8 %	-14 %
EPS oik. kasvu-%	294 %	98 %	64 %	-10 %	-11 %
Käyttökate-%	6,2 %	9,2 %	9,5 %	9,5 %	8,5 %
Oik. Liikevoitto-%	6,2 %	9,1 %	9,3 %	9,4 %	8,2 %
Liikevoitto-%	6,2 %	9,1 %	9,3 %	9,4 %	8,2 %
ROE-%	69,6 %	73,0 %	67,0 %	42,8 %	32,0 %
ROI-%	92,3 %	84,5 %	82,7 %	54,9 %	39,8 %
Omavaraisuusaste	28,9 %	38,6 %	54,6 %	62,6 %	66,4 %
Nettovelkaantumisaste	-251,6 %	-161,5 %	-112,8 %	-105,8 %	-96,7 %
Nettovelka/käyttökate	-3,6	-2,5	-1,7	-2,1	-2,6
EBITDA/nettorahoituskulut	-330,9	-26,1	-55,9	-59,0	-54,2

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae 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 laatiineilla 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 €
14/10/2026	Lisää	1,30 €	1,11 €
28/10/2026	Lisää	1,20 €	1,04 €



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.**