

GRK INFRA OYJ

19.05.2026 08.20 EEST



Atte Jortikka, Analyttikko
+358400543725
atte.jortikka@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Pääomaa töihin

GRK tiedotti eilen ostavansa Keski-Suomen Betonirakenne Oy:n (KSBR). Yhtiön vahvan nettokassan huomioiden pidämme yrityskauppaa odotettuna ja yhtiön aiemmin viestimän kasvustrategian mukaisena siirtona. Ostettava yhtiö on erittäin kannattava, ja se kasvattaa GRK:n yksityisen sektorin asiakkuuksien osuutta vähentäen riippuvuutta julkisista hankkeista. Kauppa edellyttää vielä viranomaishyväksynnät, mutta olemme sisällyttäneet sen jo tässä vaiheessa ennusteisiimme. Viimeisimmän päivityksemme jälkeinen kurssinousu on kaventanut tuotto-odotusta, joka on kuitenkin mielestämme yhä riittävä. Laskemme suosituksen lisää-tasolle (aik. osta) ja nostamme tavoitehinnan 16,0 euroon (aik. 15,0).

Yrityskauppa osuu mielestämme GRK:n strategiaan hyvin

KSBR:n vuoden 2025 liikevaihto kasvoi voimakkaasti 63 % 124 MEUR:oon (2024: 76 MEUR) ja liikevoitto harppasi peräti 354 % 10,9 MEUR:oon (2024: 2,4 MEUR). Tämä vastaa infrarakentamisen sektorilla erittäin vahvaa 8,8 %:n liikevoittomarginaalia. Ostettava yhtiö on erikoistunut vaatimaan betonirakentamiseen, uusiutuvan energian hankkeisiin sekä teollisuusrakentamiseen. Yhtiö toimii Suomessa ja Ruotsissa. KSBR:n referenssit painottuvat selvästi yksityiseen sektoriin, joka arviomme mukaan muodostaa valtaosan yhtiön liikevaihdosta. Kauppa monipuolistaa GRK:n asiakaskuntaa ja tasapainottaa hankeportfoliota. Lisäksi kauppa vahvistaa GRK:n jalansijaa ja operatiivista kyvykkyyttä Ruotsissa, mikä on ollut yksi yhtiön keskeisistä maantieteellisistä kasvutavoitteista.

KSBR:n kehitys viimeisen viiden vuoden aikana on ollut vaihtelevaa. Liikevaihto ja kannattavuus kasvoivat ensin voimakkaasti vuosina 2020–2022, minkä jälkeen molemmat heikentyivät vuosina 2023–2024. Viime vuonna kasvu kiihtyi jälleen ja kannattavuus nousi erinomaiselle tasolle. Arvioimme, että vuosien 2023–2024 heikompaan kehitykseen vaikutti alalla laajemminkin nähty kustannusinflaatio. Lisäksi

käsityksemme mukaan maatuulivoiman rakentamisen huippu ajoittui karkeasti vuosiin 2021–2023, mikä on todennäköisesti tukenut myös KSBR:n volyymeja noina vuosina.

Kauppahinta vaikuttaa arviomme mukaan maltilliselta

Kaupan perushinta on 85,5 MEUR, josta 58,7 MEUR maksetaan käteisellä ja loput GRK:n uusilla osakkeilla. Lisäkauppahintojen myötä velaton enimmäiskauppahinta voi nousta noin 97,5 MEUR:oon. Kun huomioidaan KSBR:n taseessa oleva yli 20 MEUR:n nettokassa sekä peruskauppahinta, kaupan yritysarvo (EV) asettuu arviomme mukaan noin 65 MEUR:n tasolle. Suhteutettuna KSBR:n viime vuoden 10,9 MEUR:n liikevoittoon, kaupan EV/EBIT-kerroin on karkeasti 6x tuntumassa. Pidämme arvostusta maltillisena, kun huomioidaan ostettavan yhtiön korkea kannattavuus ja vuoden lopun vahva 110 MEUR:n tilauskanta. Olemme lisänneet kaupan ennusteisiimme. Toteutuessaan kauppa vaikuttaa GRK:n lukuihin 1.7.2026 alkaen. Päivitetyt ennusteemme ovat yhtiön nykyisen ohjeistuksen yläpuolella, ja uskomme yhtiön päivittävän ohjeistustaan kaupan toteutuessa. GRK:n tase pysyy ennusteissamme vahvasti nettokassaposiitivisena kaupan odotetusta toteutumisesta huolimatta, mikä mahdollistaa kasvun jatkossakin myös yritysostojen kautta.

Tuotto-odotus yhä riittävä

Kaupan huomioivilla ennusteillamme GRK:ta hinnoitellaan noin 8x EV/EBIT-kertoimella vuosille 2026–2027. Viimeisimmän päivityksemme jälkeisestä kurssinoususta huolimatta osake hinnoitellaan alennuksella suhteessa arvioimaamme käyvän arvon haarukkaan (EV/EBIT 9–12x). Tämän ohella osake tarjoaa tuleville vuosille noin 4 %:n osinkotuoton, mikä nostaa kokonaistuotto-odotuksen mielestämme yhä riittäväksi tasolle. Myös päivitetty DCF-mallista johdettu käypä arvo (16,6 EUR) puoltaa positiivista suositusta.

Suositus

Lisää

(aik. Osta)

Tavoitehintaa:

16,00 EUR

(aik. 15,00 EUR)

Osakekurssi:

14,80 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	872,3	874,4	946,9	994,5
kasvu-%	20 %	0 %	8 %	5 %
EBIT oik.	58,2	60,6	62,2	65,8
EBIT-% oik.	6,7 %	6,9 %	6,6 %	6,6 %
Nettotulos	43,0	50,1	50,8	53,9
EPS (oik.)	1,17	1,18	1,19	1,26
P/E (oik.)	12,3	12,6	12,4	11,7
P/B	3,1	3,0	2,6	2,4
Osinkotuotto-%	3,7 %	3,8 %	4,2 %	4,6 %
EV/EBIT (oik.)	5,9	8,0	7,7	6,9
EV/EBITDA	4,7	6,2	5,9	5,4
EV/Liikevaihto	0,4	0,6	0,5	0,5

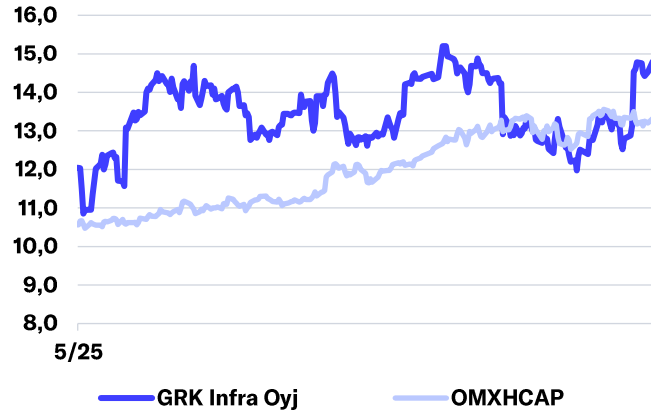
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

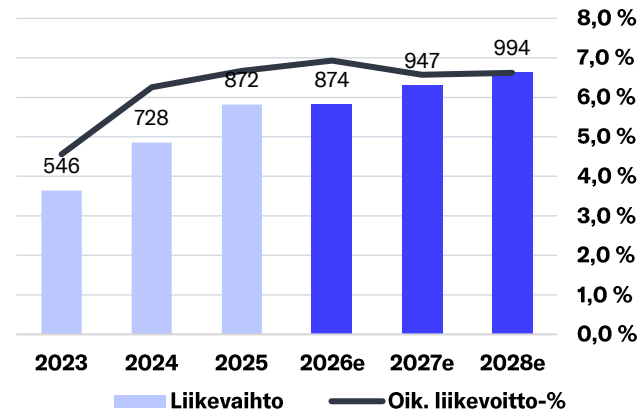
GRK arvioi, että sen liikevaihto vuonna 2026 on 720–870 miljoonaa euroa (vuonna 2025: 872,3 miljoonaa euroa) ja oikaistu liikevoitto on 45–60 miljoonaa euroa vuonna 2026 (vuonna 2025: 58,2 miljoonaa euroa).

Osakekurssi



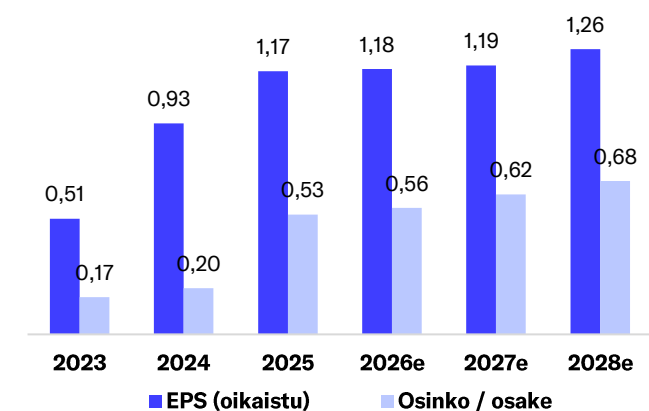
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

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

Riskitekijät

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

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	14,8	14,8	14,8
Osakemäärä, milj. kpl	42,6	42,6	42,6
Markkina-arvo	631	631	631
Yritysarvo (EV)	483	476	457
P/E (oik.)	12,6	12,4	11,7
P/E	12,6	12,4	11,7
P/B	3,0	2,6	2,4
P/S	0,7	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	6,2	5,9	5,4
EV/EBIT (oik.)	8,0	7,7	6,9
Osinko/tulos (%)	47,6 %	52,1 %	53,8 %
Osinkotuotto-%	3,8 %	4,2 %	4,6 %

Lähde: Inderes

Kauppa alustavasti ennusteisiimme

Ennustemuutokset

- Ennustamme nyt kuluvalle vuodelle 874 MEUR:n liikevaihtoa (aik. 819 MEUR) ja 61 MEUR:n oik. liikevoittoa (aik. 56 MEUR). Ennusteemme ovat yhtiön nykyisen ohjeistuksen yläpuolella (liikevaihto 720-870 MEUR, oik. liikevoitto 45-60 MEUR) ja uskomme täten kaupan läpi mennessä yhtiön päivittävän ohjeistustaan.
- Olemme nostaneet ennusteitamme tuleville vuosille vastaavasti. Synergiaodotuksia emme ole toistaiseksi sisällyttäneet ennusteisiimme, sillä niiden kvantifiointi on tässä vaiheessa vaikeaa. Myyntisynergioiden ohella näemme kustannussynergiapotentiaalia esimerkiksi tukitoimintojen osalta, mutta käsittelemme tätä toistaiseksi pikemminkin positiivisena optiona. Myöskään GRK ei tiedotteessaan avannut mahdollisten synergioiden taloudellista kokoluokkaa.
- Huomioimme ennusteissamme myös kaupan kassavirtavaikutuksen sekä vaikutuksen yhtiön osakkeiden lukumäärään. Peruskauppahinta koostuu noin 59 MEUR:n käteisosasta sekä 1,7 miljoonasta GRK:n uudesta osakkeesta (joiden arvoksi on sovittu 16 EUR osakkeelta). Kauppahinta sisältää KSBR:n nettokassan joka on yli 20 MEUR.
- Yhtiön tase säilyy ennusteissamme reilusti nettokassan puolella. Emme ole tehneet muutoksia ennusteisiimme tulevien vuosien osingon osalta.

Operatiiviset tulosajurit 2026-2028

- Kaikissa yhtiön toimintamaissa (Suomi, Ruotsi, Viro) infrahankkeiden odotetaan vetävän lähivuosina rakentamisen kehitystä sekä julkisten että yksityisten hankkeiden ansiosta, mikä tukee toimialan kasvunäkymää. Lisäksi GRK:n kasvua tukee yhtiön hyvä kilpailukyky ja koon tuoma mahdollisuus osallistua laajalti erilaisiin hankkeisiin. Negatiivisella puolella kilpailutilanne hankkeista on kireää, mikä rajaa yksittäisen toimijan kannattavan kasvun mahdollisuuksia.
- Hyvistä fundamenteista johtuen odotamme GRK:lta vakaata yksinnumeroista kasvua Suomessa, kun taas Virossa markkinan ripeämpi kasvu ja GRK:n vahva asema ratahankkeissa johtaa ennusteissamme selvästi korkeampiin kasvulukemiin. Ruotsissa arvioimme viime vuoden jäävän lyhyellä aikavälillä huipuksi, sillä Stegra-projektin tänä vuonna viime vuotta alemmat volyymit jättävät liikevaihtoon kuopan, jota on lyhyellä aikavälillä haastava paikata. Positiivisten kysyntänäkymien sekä vahvan tilauskannan myötä uskomme kuitenkin Ruotsin liikevaihdon kääntyvän maltilliseen kasvuun jo ensi vuonna, minkä myötä myös konsernitasolla kasvu-uran pitäisi palautua. Nyt toteutuva KSBR-yritysosto nostaa ennusteitamme niin Suomen kuin Ruotsin liikevaihdon kasvun osalta.
- Ennusteissamme keskimääräinen liikevoittomarginaali on lähivuosina yli 6 %, mikä on toimialan keskimääräistä tasoa selvästi parempi. Tämä on mielestämme perusteltavissa yhtiön vahvoilla näytöillä muun muassa hinnoittelun sekä projektijohtamisen saralla.

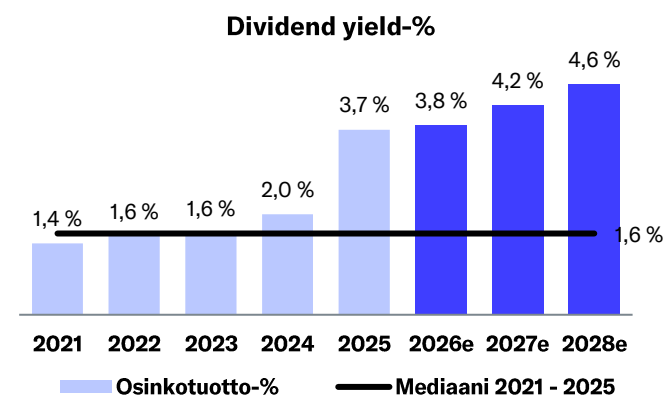
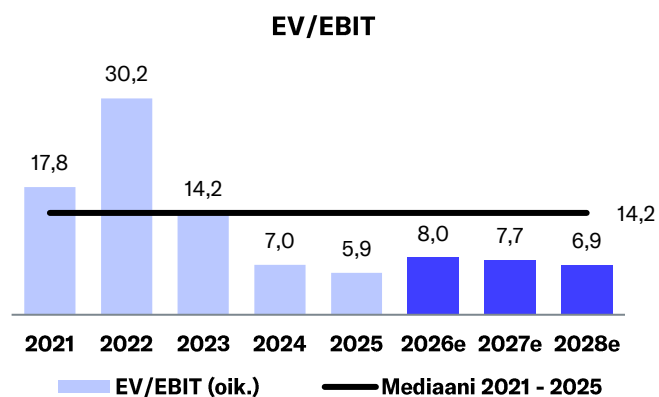
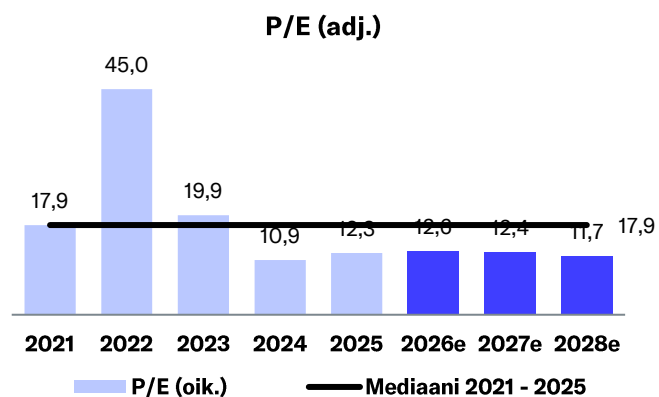
Ennustemuutokset	2026	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos	2028e	2028e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	819	874	7 %	835	947	13 %	864	994	15 %
Käyttökate	72,8	77,8	7 %	69,4	80,4	16 %	71,0	84,1	18 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	55,6	60,6	9 %	52,2	62,2	19 %	53,8	65,8	22 %
Liikevoitto	55,6	60,6	9 %	52,2	62,2	19 %	53,8	65,8	22 %
Tulos ennen veroja	56,8	61,8	9 %	52,1	61,9	19 %	53,9	65,7	22 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,12	1,18	5 %	1,04	1,19	14 %	1,08	1,26	17 %
Osakekohtainen osinko	0,56	0,56	0 %	0,62	0,62	0 %	0,68	0,68	0 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	10,2	10,2	10,2	10,2	14,3	14,8	14,8	14,8	14,8
Osakemäärä, milj. kpl	39,8	41,2	40,7	39,9	41,0	42,6	42,6	42,6	42,6
Markkina-arvo	405	419	414	406	587	631	631	631	631
Yritysarvo (EV)	403	414	354	317	341	483	476	457	443
P/E (oik.)	17,9	45,0	19,9	10,9	12,3	12,6	12,4	11,7	12,1
P/E	19,5	60,0	20,6	11,0	13,7	12,6	12,4	11,7	12,1
P/B	5,3	5,4	4,7	3,4	3,1	3,0	2,6	2,4	2,2
P/S	0,9	0,9	0,8	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,9	0,9	0,6	0,4	0,4	0,6	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	19,5	17,0	9,4	5,2	4,7	6,2	5,9	5,4	5,3
EV/EBIT (oik.)	17,8	30,2	14,2	7,0	5,9	8,0	7,7	6,9	6,9
Osinko/tulos (%)	27,9 %	94,4 %	33,3 %	22,1 %	50,5 %	47,6 %	52,1 %	53,8 %	75,0 %
Osinkotuotto-%	1,4 %	1,6 %	1,6 %	2,0 %	3,7 %	3,8 %	4,2 %	4,6 %	6,2 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
			2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
YIT	571	1313	19,0	12,1	13,9	10,1	0,7	0,6	39,1	13,4		0,7	0,8
Veidekke	2177	1781	9,7	9,0	6,2	5,9	0,4	0,4	15,2	14,2	6,4	6,8	6,4
NCC	1745	2027	10,8	9,7	6,5	6,0	0,4	0,4	11,6	10,3	5,4	6,0	2,1
Peab	2383	3277	11,9	11,1	7,8	7,4	0,6	0,6	11,2	10,4	4,6	5,0	1,4
Skanska	9313	8206	11,0	9,9	8,4	7,8	0,5	0,5	14,5	13,2	4,2	4,4	1,6
SRV	92	229	20,5	11,7	14,0	13,1	0,3	0,3	54,0	10,6	1,7	2,5	0,8
Strabag	10691	7138	6,3	5,8	4,0	3,7	0,4	0,3	13,2	12,3	3,2	3,4	1,7
Koninklijke Heijmans N.V.	2377	2319	10,9	9,7	8,1	7,4	0,8	0,7	14,7	13,0	3,4	3,8	3,7
NRC Group	122	192	9,7	8,1	5,4	4,4	0,3	0,3	13,1	9,1		5,1	0,7
Kreate	158	204	9,9	9,1	6,4	6,0	0,4	0,4	12,5	10,2	5,1	5,4	2,9
NYAB	386	364	9,9	8,7	8,3	7,5	0,6	0,6	13,5	10,8	2,8	3,7	1,7
GRK Infra Oyj (Inderes)	631	483	8,0	7,7	6,2	5,9	0,6	0,5	12,6	12,4	3,8	4,2	3,0
Keskiarvo			11,8	9,5	8,1	7,2	0,5	0,5	19,3	11,6	4,1	4,3	2,2
Mediaani			10,8	9,7	7,8	7,4	0,4	0,4	13,5	10,8	4,2	4,4	1,7
Erotus-% vrt. mediaani			-26 %	-21 %	-20 %	-20 %	32 %	26 %	-7 %	15 %	-9 %	-5 %	70 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	728	174	232	257	209	872	112	212	287	264	874	947	994	1024
Suomi	395	78,5	122	142	101	444	74,0	106	128	108	416	564	587	605
Ruotsi	274	82,1	91,8	91,0	81,2	346	27,0	89,4	129	119	364	265	283	292
Viro	72,1	16,3	21,6	30,6	32,6	101	12,7	19,7	34,1	41,3	108	130	136	140
Muut toiminnot ja eliminoinnit	-12,4	-2,6	-3,2	-6,5	-6,2	-18,4	-1,8	-3,2	-4,3	-4,0	-13,2	-12,0	-12,0	-12,4
Konserni (oikaistu EBIT)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Oikaisuerät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	60,9	11,9	19,7	26,9	13,9	72,4	10,5	16,1	28,3	22,9	77,8	80,4	84,1	83,9
Poistot ja arvonalennukset	-15,7	-3,8	-4,0	-4,2	-7,0	-18,9	-4,6	-4,1	-4,3	-4,3	-17,2	-18,2	-18,2	-19,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	45,6	8,7	16,5	23,4	9,7	58,2	5,9	12,0	24,0	18,6	60,6	62,2	65,8	64,5
Liikevoitto	45,2	8,1	15,7	22,8	6,9	53,5	5,9	12,0	24,0	18,6	60,6	62,2	65,8	64,5
Konserni (oikaistu EBIT)	45,6	8,7	16,5	23,4	9,7	58,2	5,9	12,0	24,0	18,6	60,6	62,5	66,1	0,0
Oikaisuerät	-0,4	-0,6	-0,7	-0,6	-2,8	-4,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,3	0,0
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettorahoituskulut	0,6	-1,3	1,4	0,4	-1,2	-0,8	1,6	-0,1	-0,1	-0,1	1,2	-0,3	-0,1	-1,1
Tulos ennen veroja	45,8	6,7	17,1	23,2	5,7	52,7	7,5	11,9	23,9	18,5	61,8	61,9	65,7	63,5
Verot	-8,9	-1,3	-3,7	-3,9	-0,8	-9,7	-1,4	-2,3	-4,5	-3,5	-11,7	-11,1	-11,8	-11,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	36,9	5,4	13,4	19,3	4,9	43,0	6,1	9,7	19,4	15,0	50,1	50,8	53,9	52,1
EPS (oikaistu)	0,93	0,15	0,35	0,49	0,19	1,17	0,14	0,23	0,45	0,35	1,18	1,19	1,26	1,22
EPS (raportoitu)	0,93	0,13	0,33	0,47	0,12	1,05	0,14	0,23	0,45	0,35	1,18	1,19	1,26	1,22

Tunnusluvut	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	33,4 %	61,2 %	-314,3 %	0,0 %	-71,4 %	19,8 %	-35,9 %	-8,6 %	11,3 %	26,6 %	0,2 %	8,3 %	5,0 %	3,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	83,0 %				-78,7 %	27,7 %	-31,9 %	-26,9 %	2,9 %	91,6 %	4,1 %	2,7 %	5,8 %	####
Käyttökate-%	8,4 %	6,8 %	8,5 %	10,5 %	6,7 %	8,3 %	9,4 %	7,6 %	9,9 %	8,7 %	8,9 %	8,5 %	8,5 %	8,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	6,3 %	5,0 %	7,1 %	9,1 %	4,7 %	6,7 %	5,3 %	5,7 %	8,4 %	7,1 %	6,9 %	6,6 %	6,6 %	6,3 %
Nettotulos-%	5,1 %	3,1 %	5,8 %	7,5 %	2,3 %	4,9 %	5,5 %	4,6 %	6,8 %	5,7 %	5,7 %	5,4 %	5,4 %	5,1 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	91,9	102	145	154	164
Liikearvo	0,7	1,3	1,3	1,3	1,3
Aineettomat hyödykkeet	0,5	1,2	2,1	3,1	4,1
Käyttöomaisuus	84,5	95,5	137	145	154
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	4,7	1,5	1,5	1,5	1,5
Laskennalliset verosaamiset	1,4	2,7	2,7	2,7	2,7
Vaihtuvat vastaavat	243	419	293	319	347
Vaihto-omaisuus	6,7	8,7	8,7	9,5	9,9
Muut lyhytaikaiset varat	47,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Myyntisaamiset	62,0	126	96,2	114	119
Likvidit varat	127	284	188	196	218
Taseen loppusumma	334	521	438	473	511

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	119	190	213	240	267
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	81,0	116	145	172	199
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	38,2	73,7	68,2	68,2	68,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	30,5	32,4	37,8	37,8	39,8
Laskennalliset verovelat	3,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Varaukset	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Korolliset velat	24,6	23,6	29,0	29,0	31,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,6	1,4	1,4	1,4	1,4
Lyhytaikaiset velat	185	298	187	195	204
Korolliset velat	14,0	14,1	11,0	12,0	13,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	108	99,4	109	118	124
Muut lyhytaikaiset velat	62,4	185	66,5	64,7	66,5
Taseen loppusumma	334	521	438	473	511

DCF-laskelma

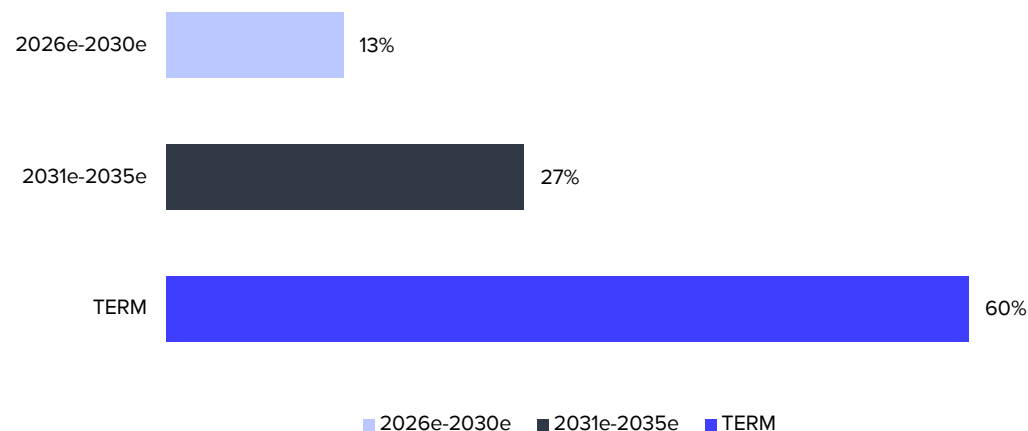
DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	19,8 %	0,2 %	8,3 %	5,0 %	3,0 %	1,0 %	1,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	6,1 %	6,9 %	6,6 %	6,6 %	6,3 %	6,0 %	5,9 %	5,5 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Liikevoitto	53,5	60,6	62,2	65,8	64,5	62,1	61,6	58,6	54,4	55,4	56,6	
+ Kokonaispoistot	18,9	17,2	18,2	18,2	19,4	28,2	28,0	27,4	27,0	26,6	26,4	
- Maksetut verot	-8,9	-11,7	-11,1	-11,8	-11,4	-11,0	-11,0	-10,4	-9,7	-9,9	-10,1	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	
- Käyttöpääoman muutos	94,6	-78,6	-11,0	1,6	0,5	0,6	1,2	1,2	1,2	1,2	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	158	-12,2	58,2	73,8	72,8	79,7	79,7	76,7	72,8	73,3	72,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-28,0	-59,8	-27,2	-28,3	-28,3	-25,4	-25,5	-25,5	-25,6	-25,7	-27,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	131	-72,1	31,0	45,5	44,5	54,3	54,3	51,1	47,2	47,7	45,6	
+/- Muut	27,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	158	-72,1	31,0	45,5	44,5	54,3	54,3	51,1	47,2	47,7	45,6	665
Diskontattu vapaa kassavirta		-68,3	27,0	36,3	32,6	36,5	33,5	28,9	24,5	22,7	19,9	291
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		484	552	525	489	456	420	387	358	333	310	291
Velaton arvo DCF		484										
- Korolliset velat		-37,6										
+ Rahavarat		284										
+ Osakkuusyhtiöt		0,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-21,7										
Oman pääoman arvo DCF		708										
Oman pääoman arvo DCF per osake		16,6										

Pääoman kustannus (WACC)

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

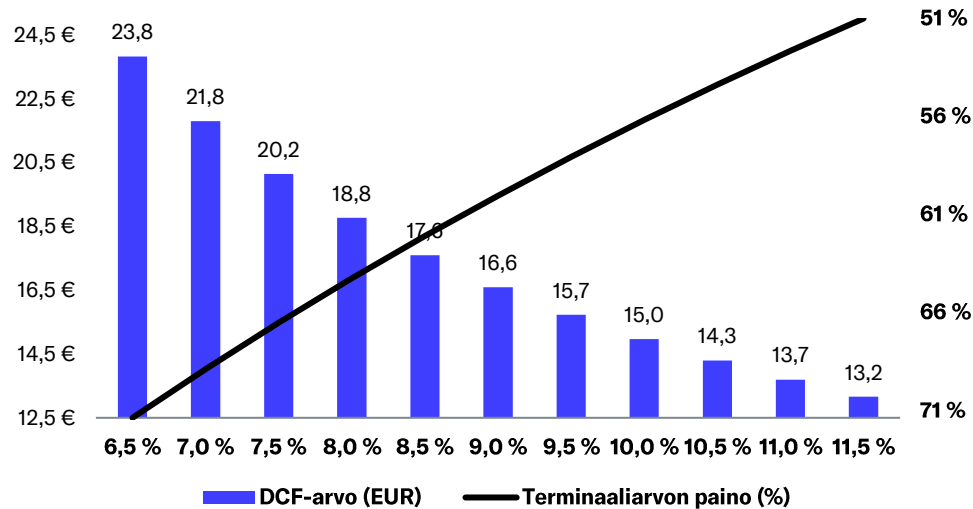
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

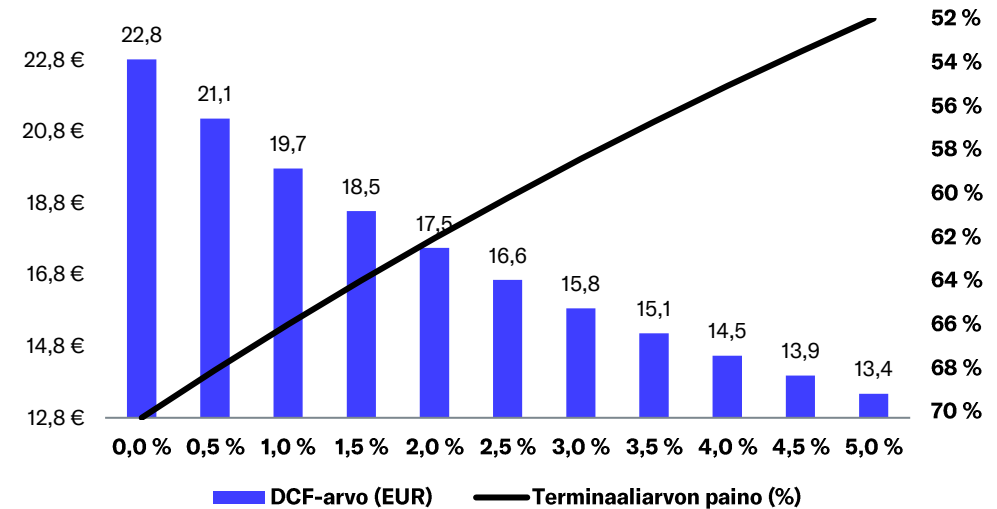


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

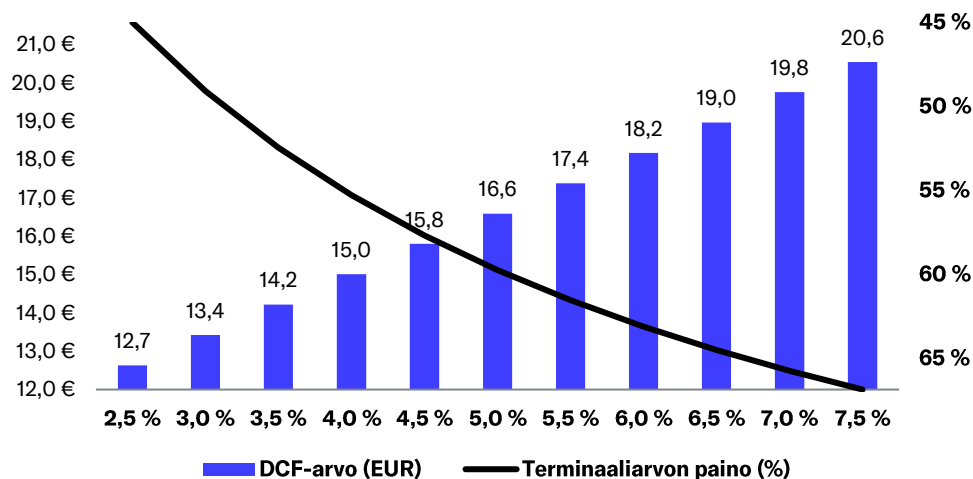
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



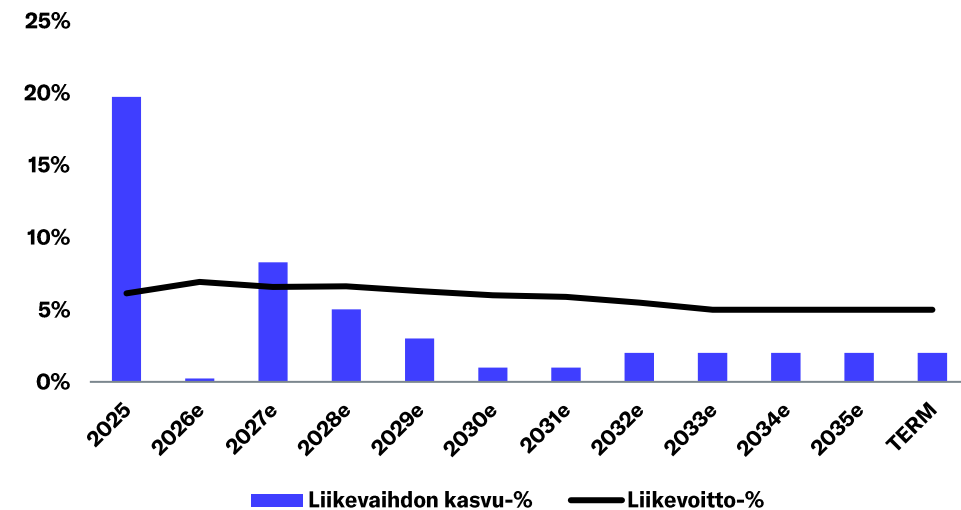
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	546,2	728,4	872,3	874,4	946,9
Käyttökate	37,7	60,9	72,4	77,8	80,4
Liikevoitto	24,2	45,2	53,5	60,6	62,2
Voitto ennen veroja	24,3	45,8	52,7	61,8	61,9
Nettovoitto	20,2	36,9	43,0	50,1	50,8
Kertaluontoiset erät	-0,7	-0,4	-4,7	0,0	0,0

Tase	2023	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	280,3	334,5	520,8	437,7	472,8
Oma pääoma	88,9	119,3	190,1	213,1	240,0
Liikearvo	0,7	0,7	1,3	1,3	1,3
Nettovelat	-59,9	-88,0	-246,1	-147,8	-154,7

Kassavirta	2023	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	37,7	60,9	72,4	77,8	80,4
Nettokäyttöpääoman muutos	45,9	3,6	94,6	-78,6	-11,0
Operatiivinen kassavirta	79,5	56,9	158,0	-12,2	58,2
Investoinnit	-17,0	-21,7	-28,0	-59,8	-27,2
Vapaa kassavirta	63,3	34,1	157,8	-72,1	31,0

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

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2023	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	0,49	0,93	1,05	1,18	1,19
EPS (oikaistu)	0,51	0,93	1,17	1,18	1,19
Operat. Kassavirta / osake	1,95	1,43	3,86	-0,29	1,37
Operat. Vapaa kassavirta / osake	1,55	0,86	3,85	-1,69	0,73
Omapääoma / osake	2,18	2,99	4,64	5,00	5,63
Osinko / osake	0,17	0,20	0,53	0,56	0,62

Kasvu ja kannattavuus	2023	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	21 %	33 %	20 %	0 %	8 %
Käyttökateen kasvu-%	55 %	61 %	19 %	7 %	3 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	82 %	83 %	28 %	4 %	3 %
EPS oik. kasvu-%	127 %	82 %	25 %	1 %	1 %
Käyttökate-%	6,9 %	8,4 %	8,3 %	8,9 %	8,5 %
Oik. Liikevoitto-%	4,6 %	6,3 %	6,7 %	6,9 %	6,6 %
Liikevoitto-%	4,4 %	6,2 %	6,1 %	6,9 %	6,6 %
ROE-%	24,3 %	35,4 %	27,8 %	24,9 %	22,4 %
ROI-%	20,0 %	31,8 %	27,7 %	26,2 %	24,0 %
Omavaraisuusaste	39,9 %	42,9 %	55,0 %	56,6 %	58,1 %
Nettovelkaantumisaste	-67,4 %	-73,8 %	-129,4 %	-69,4 %	-64,5 %
Nettovelka/käyttökate	-1,6	-1,4	-3,4	-1,9	-1,9
EBITDA/nettorahoituskulut	-554,9	-97,5	95,4	-63,1	284,9

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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 esittäjensä 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 neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä 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 sijoitusuusituksia 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 arvonmäärittämissä menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämissä menetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva

Lisää Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta 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 laatinen 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.

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
28/05/2025	Lisää	13,00 €	10,95 €
01/08/2025	Vähennä	14,00 €	14,69 €
11/09/2025	Lisää	14,00 €	12,93 €
22/10/2025	Lisää	14,50 €	13,64 €
31/10/2025	Lisää	14,50 €	13,36 €
13/02/2026	Lisää	14,50 €	12,91 €
05/05/2026	Osta	15,00 €	13,14 €
19/05/2026	Lisää	16,00 €	14,80 €



TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

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

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

Inderes Oyj

Porkkalankatu 5
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Inderes Ab

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

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)

[inderes.se](https://www.inderes.se)

**inde
res.**