

NESTE

03.02.2026 08.30 EET



Petri Gostowski
+358 40 821 5982
petri.gostowski@inderes.fi

YHTIÖRAPORTTI



Öljytuotteet pönkittävät loppuvuoden tulostasoa

Neste julkistaa tilinpäätöksensä torstaina noin klo 09.00. Olemme kohottaneet lyhyen tähtäimen ennusteitamme korkeita fossiilisten tuotteiden marginaaleja heijastellen, kun taas pidemmän tähtäimen ennusteita kohotti Uusiutuvien tuotteiden myyntimarginaalin ennusteiden nousu. Tätä kokonaiskuvaa mukaillen nostamme tavoitehintamme 22,0 euroon (aik. 18,0 euroa), mutta tasapainoista arvostuskuvaa peilaten toistamme vähennä-suosituksemme.

Öljytuotteiden marginaalit korkealla tasolla Q4:llä

Päivitetystä ennusteestamme odotamme Nesteen yltäneen Q4'25:llä 504 MEUR:n vertailukelpoiseen käyttökatteeseen (aik. 417 MEUR), mikä on valtava parannus suhteessa heikkoon vertailukauteen ja on linjassa hajanaisen konsensuksen ennusteen kanssa. Ennusteissa tulospaannus muodostuu sekä Uusiutuvista tuotteista että Öljytuotteista. Uusiutuvien tuotteiden myyntimäärien ennustamme kohonneen 8 % reiluun 1 Mtonniin, mutta merkittävämpi tulosajuri on myyntimarginaalin tuntuva nousu vaisulta vertailukauden tasolta (Q4'25e 440 \$/tonni vs. 242 \$/tonni). Absoluuttisesti Uusiutuvien tuotteiden myyntimarginaali ei kuitenkaan ole historiaan peilattuna erityisen hyvä ja arviomme mukaan mm. huoltoseisokkien ansiosta Neste ei ole pystynyt merkittävästi hyötymään houkuttelevasta markkinatilanteesta Q4:llä. Öljytuotteissa kokonaiskuva on samanlainen ja ennustamme sen kokonaisjalostusmarginaalin kohonneen kohtuulliselta vertailukauden tasolta huomattavasti vahvojen tuotemarginaalien ajamana. Nesteen rahoitusasema on edelleen tiukka (Q3'25 nettovelka/käyttökate 4,4x), mutta ennustamme yhtiön maksavan edellisvuoden tasoisen 0,20 euron osingon viime vuodelta.

Näkymissä ristivetoa vuodelle 2026

Neste ohjeisti viime vuonna myyntimääriä, eikä lainkaan voimakkaasti heiluneita pääsegmenttien marginaaleja. Enempi

konkretiaa olisi toivottavaa suhteessa aiempaan väljään ohjeistukseen, mutta tämän tarjoaminen on haastavaa ailahtelevassa markkinatilanteessa. Porvoon huoltoseisokin vuoksi Öljytuotteiden myyntimäärien odotetaan laskevan kuluvana vuonna. Tämä yhdessä muiden tavanomaisten huoltoseisokkien kanssa pitää Uusiutuvien tuotteiden myyntimäärien kasvun maltillisena (2026e Inderes + 8 %), vaikkakin markkinakasvu tukee kysyntää. Keskeisin muuttuja on Uusiutuvien tuotteiden myyntimarginaali ja sen osalta uusiutuvan dieselin markkinanäkymä on nyt vahva. Tätä tukee tarjontarajoitteisuus Euroopassa, minkä ansiosta markkinahinta nousi H2'25:llä ja on säilynyt korkealla. Tämän tulisi heijastua vuosisopimuksien marginaaleihin, minkä ansiosta Uusiutuvilta tuotteilta odotetaan voimakasta tuloskasvua vuonna 2026. Olemme tätä markkinakehitystä mukaillen korottaneet segmentin ennusteitamme ja vuosien 2026-2027 käyttökäteen ennusteemme kohosivat 4-8 %. Uusiutuvien tuotteiden tulospotentialin parantuminen on ensiarvoisen tärkeää yhtiön velkaantuneisuus ja lähivuosien investointitaso (ts. vapaan kassavirran kehitys) huomioiden.

Arvostuskuva on tasapainoinen

Arvioimme Nesteen suurimman arvoajurin eli Uusiutuvat tuotteet -segmentin arvostustasoa osien summa -laskelmassa, jonka perusteella Uusiutuvia tuotteita hinnoitellaan noin 10x EV/EBIT-kertoimella suhteessa ennustamaamme vuoden 2028 tulostasoon nähden. Tämä tulospotentiali nojaa oletukseen terveestä markkinatilanteesta ja lähihistoriaa korkeammasta myyntimarginaalista. Siten mielestämme nykyinen arvostus sisältää odotuksia kestävästi lähihistoriaa paremmasta kysynnän ja tarjonnan tasapainosta uusiutuvien tuotteiden markkinalla. Tämä on mielestämme perusteltua, mutta samaan aikaan nykytasolta houkutteleva tuotto-odotus edellyttäisi marginaali-odotuksien venyttämistä turhan korkeiksi meidän makuun.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

Tavoitehintaa:

22,00 EUR

(aik. 18,00 EUR)

Osakekurssi:

21,35 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	20635	18821	19867	23694
kasvu-%	-10 %	-9 %	6 %	19 %
EBIT oik.	273	672	1131	1485
EBIT-% oik.	1,3 %	3,6 %	5,7 %	6,3 %
Nettotulos	-95	232	839	1154
EPS (oik.)	0,17	0,52	1,09	1,50
P/E (oik.)	72,7	41,3	19,5	14,2
P/B	1,3	2,2	2,0	1,8
Osinkotuotto-%	1,6 %	0,9 %	0,9 %	1,2 %
EV/EBIT (oik.)	49,5	30,7	17,9	13,0
EV/EBITDA	13,4	14,8	9,7	7,8
EV/Liikevaihto	0,7	1,1	1,0	0,8

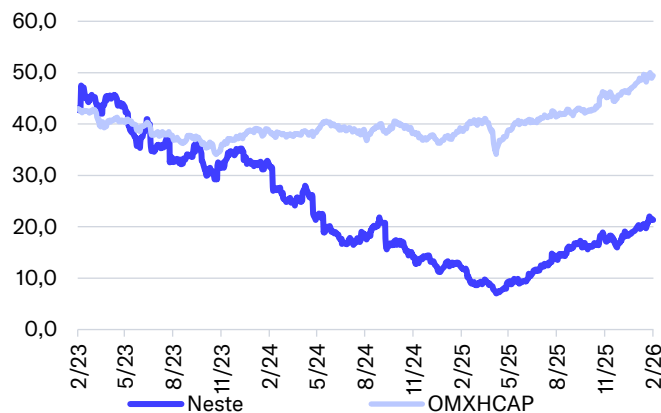
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

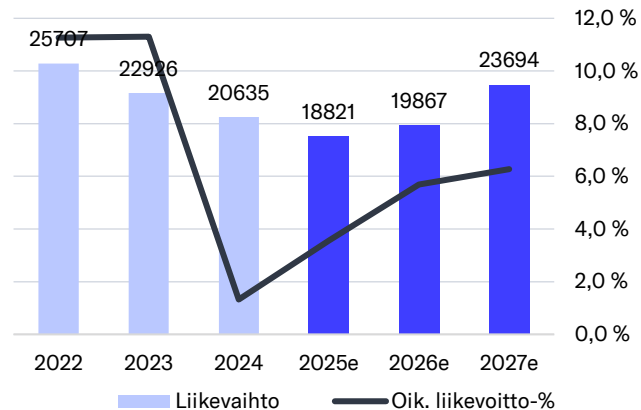
Uusiutuvien tuotteiden ja Öljytuotteiden myyntimäärän odotetaan vuonna 2025 olevan korkeammalla tasolla kuin vuonna 2024.

Osakekurssi



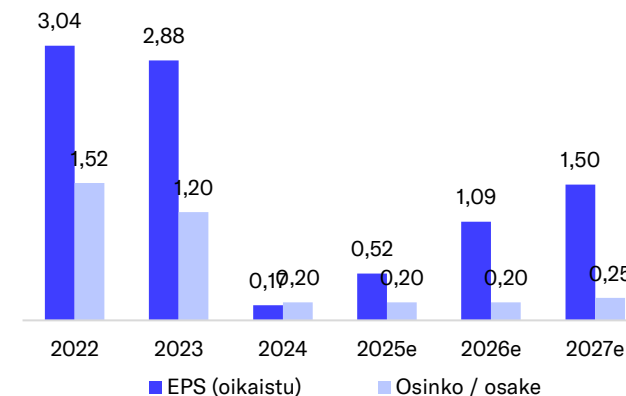
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Vahva markkina-asema kaikissa liiketoiminnoissa
- Uusiutuvien tuotteiden tuotantokapasiteetin kasvuinvestointien arvonluontipotentiaali
- Uusiutuvien tuotteiden markkinoiden pitkän aikavälin kasvunäkymä, jonka odotamme tervehdyttävän segmentin marginaalin
- Tehokkuus Öljytuotteissa, joka tukee sen marginaalia

Riskitekijät

- Uusiutuvien tuotteiden ylitarjontaan liittyvät riskit
- Uusiutuvien tuotteiden pitkän aikavälin myyntimarginaalin taso
- Öljypohjaisten polttoaineiden heikko pitkän tähtäimen kysyntäkuva
- Sääntelyyn liittyvät riskit (+/-)
- Kohonnut velkaantuneisuus

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	21,35	21,35	21,35
Osakemäärä, milj. kpl	768,2	768,2	768,2
Markkina-arvo	16401	16401	16401
Yritysarvo (EV)	20617	20269	19377
P/E (oik.)	41,3	19,5	14,2
P/E	70,7	19,5	14,2
P/B	2,2	2,0	1,8
P/S	0,9	0,8	0,7
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	0,8
EV/EBITDA	14,8	9,7	7,8
EV/EBIT (oik.)	30,7	17,9	13,0
Osinko/tulos (%)	66,2 %	18,3 %	16,6 %
Osinkotuotto-%	0,9 %	0,9 %	1,2 %

Lähde: Inderes

Öljytuotteiden marginaalit korkealla tasolla Q4:llä

Tulos kasvaa merkittävästi vertailukaudelta

Ennustamme Nesteen Q4-tuloksen kohonneen varsin heikolta vertailukauden tasolta selvästi. Tuloksen ajureina toimivat sekä Uusiutuvien tuotteiden että Öljytuotteiden tuntuva tulosparannus eritoten marginaalin nousun ajamana.

Markkinatilanne ei heijastu tulokseen täysimääräisesti

Ennustamme Uusiutuvien tuotteiden myyntimäärien kohonneen vertailukaudesta 8 % ja asettuneen noin 1 Mtonniin. Myyntimäärien kasvua rajoittaa H2'25:llä ajoittuneet huoltoseisokit, jonka ansiosta arvioimme yhtiön olleen tarjontarajoitteinen uusiutuvassa dieselissä vahvasta markkinatilanteesta huolimatta. Tätä Euroopan uusiutuvan dieselin markkinan tarjontarajoittuneisuutta ja hyvää kysyntänäkymää peilaten markkinahinnat nousivat selvästi vuoden 2025 jälkipuoliskolla. Nesteen kyky hyötyä tästä markkinatilanteesta on kuitenkin ollut rajallinen em.

tarjontarajoittuneisuutta mukaillen ja vuosisopimuksien sitoessa myyntimääriä. Siten ennustamamme 440 \$/tonni myyntimarginaali (konsensus Q4'25e 461 \$/tonni) on selvästi spot-markkinalta saatavissa ollutta marginaalitasoa matalampi ja peilaa vuosisopimuksien matalampaa katetasoa ja myös huoltoseisokkien vaikutuksia marginaaleihin. Absoluuttisesti myyntimarginaalin taso ei kuitenkaan ole häävi, mikä selvästä tuloskasvusta huolimatta pitää Uusiutuvien tuotteiden tulostason välttävänä.

Myös Öljytuotteissa marginaalit ovat olleet korkeat

Öljytuotteiden marginaalinäkymä Q4'25:n osalta on niin ikään vahva, sillä vuoden viimeisinä kuukausina sekä bensan että fossiilisen dieselin tuotemarginaalit nousivat korkealle tasolle. Siten ennustamme Öljytuotteiden jalostusmarginaalin kohonneen pidemmän aikavälin keskimääräistä tasoa selvästi korkeammalle 20 \$/bbl tasolle Q4'25:llä. Tämä karkeasti kaksinkertaistaa

segmentin tuloksen vertailukaudesta, jolloin marginaalitaso oli normaalimpi.

MEUR / EUR	Q4'24 Vertailu	Q4'25 Toteutunut	Q4'25e Inderes	Q4'25e Konsensus	Konsensus		2025e Inderes
					Alin	Ylin	
Liikevaihto	5568		4658	4789	3812	- -	18821
Käyttökate (oik.)	168		504	511	251	- 663	1587
Tulos ennen veroja	-160		151	-	- - -		281
EPS (oik.)	-0,13		0,17	0,26	0,07	- 0,42	0,52
Osinko/osake	0,20		0,20	0,20	0,19	- 0,40	0,20
Liikevaihdon kasvu-%	-11,7 %		-16,3 %	-14,0 %	-31,5 %	-	-8,8 %
EBITDA-% (oik.)	3,0 %		10,8 %	10,7 %	6,6 %	-	8,4 %

Lähde: Inderes & Vara Research
(konsensus, 22 ennustetta)

Ennusteissa nousupainetta

Q4’25:lle ennustenostoja erityisesti Öljytuotteissa

Kohotimme raportin yhteydessä Q4’25:n ennusteitamme tuntuvasti. Tämän taustalla vaikutti erityisesti tekemämme jalostusmarginaalin nostot Öljytuotteissa hyvin vahvoja bensiinin ja dieselin tuotemarginaaleja mukaillen. Vuoden lopun jälkeen molemmat tuotemarginaalit ovat kuitenkin olleet jyrkässä laskussa ja erityisesti bensiinin tuotemarginaali on valunut jopa vaisulle tasolle muistuttaen markkinan ailahtelevuudesta.

Lähivuosien ennusteissa nousupainetta Uusiutuvien tuotteiden ajamana

Vuosien 2026-2027 ennusteemme kohosivat vertailukelpoisen käyttökateen tasolla 8 % ja 4 %. Näiden ennustemuutoksien pääasiallisena ajurina toimi tekemämme ennustenosto Uusiutuvien tuotteiden myyntimarginaalin. Viime vuoden jälkimmäisellä puoliskolla nähty tieliikenteen uusiutuvan dieselin hinnan nousu on

kantanut ja arviomme mukaan se peilaa markkinan tarjontarajoittuneisuutta. Tätä tilannetta vahvistaa markkinan hyvä kasvunäkymä, kun RED III soveltaminen kiristää päästöjen vähennystavoitteita ja johtaa uusiutuvan dieselin kysynnän kasvuun.

Isossa kuvassa kysynnän kasvunäkymä on Yhdysvalloissa edelleen kasvava, mutta markkinan ylitarjontatilanne on haastava. Tästä huolimatta viime aikoina uusiutuvan dieselin markkinahinnat ja muun muassa LCFS-krediittien hinnat ovat olleet selvällä nousu-uralla parantaen markkinatilannetta. Kaiken kaikkiaan Uusiutuvien tuotteiden markkinanäkymä ja lähtökohdat tulokasvulle vuonna 2026 ovat selvästi aiempaa paremmat. Samaan aikaan on muistettava, että markkina on kuitenkin hyvin dynaaminen ja markkinatilanne voi elää nopeastikin. Tältä jonkin asteista suojaa tuo oletettavasti Neste kuluvalle vuodelle solmimat vuosisopimukset, joiden osalta odotamme lisäkommentteja Q4-raportoinnin yhteydessä.

Öljytuotteiden vuoden 2026 kehitystä tulee varjostamaan Porvoon huoltoseisokki, joka edellyttää tuotannon alasajoa jälleen kesän korvilla ja tulee leikkaamaan selvästi sen myyntimääriä tänä vuonna.

Vuoden 2026 näkymät

Ennusteissamme odotamme Nesteen Uusiutuvien tuotteiden myyntimäärien kasvavan vuonna 2026 8 % ja myyntimarginaalin asettuvan 564 \$/tonni tasolle. Öljytuotteiden volyymin odotamme sen sijaan laskevan 12 % ja jalostusmarginaalin olevan karkeasti edellisvuoden tasolla (2026e 13,8 \$/bbl). Näille odotuksille haemme katetta tilinpäätöksen yhteydessä, vaikkakaan emme olisi yllättyneitä jos Neste tyytyisi myös tänä vuonna ohjeistamaan myyntimääriä vain sanallisesti ja ei ottaisi tarkemmin kantaa odotuksiinsa marginaaliensa osalta.

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	18720	18821	1 %	19597	19867	1 %	23215	23694	2 %
Käyttökate	1310	1397	7 %	1951	2098	8 %	2368	2472	4 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	585	672	15 %	983	1131	15 %	1381	1485	8 %
Liikevoitto	395	482	22 %	983	1131	15 %	1381	1485	8 %
Tulos ennen veroja	194	281	44 %	836	987	18 %	1248	1357	9 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,42	0,52	23 %	0,93	1,09	18 %	1,38	1,50	9 %
Osakekohtainen osinko	0,20	0,20	0 %	0,20	0,20	0 %	0,25	0,25	0 %

Lähde: Inderes

Arvostuskuva on tasapainoinen

Tulospohjainen arvostus on korkea lähivuosille

Ennusteidemme mukaiset vuosien 2025-2026 P/E-kertoimet ovat 41x ja 20x, kun taas vastaavat EV/EBITDA-kertoimet ovat 15x ja 10x. Siten tulospohjainen arvostus on absoluuttisesti varsin korkea.

Kaiken kaikkiaan absoluuttisten tulospohjaisten arvostuskertoimien kautta tarkasteltuna emme näe nykarvostusta houkuttelevan tuotto/riski-suhteeltaan. Nesteen liiketoimintojen erilaisten pitkän aikavälin näkymien vuoksi konsernitason arvostuskertoimet eivät kuitenkaan ole mielestämme paras mittatikku arvostukselle.

Uusiutuvien arvossa näkyy odotukset tuloskasvusta

Olemme haarukoineet markkinoiden Uusiutuville tuotteille antamaa arvoa osien summa -laskelmalla, jossa olemme arvottaneet Öljytuotteet sen verrokkiryhmän perusteella ja Marketing & Services liiketoiminnan vähittäiskaupan alan kertoimilla. Kun vähennämme yhtiön nykyisestä yritysarvosta (20,6 miljardia) Öljytuotteiden arvon (2,6 miljardia), Marketing & Servicesin arvon (1,4 miljardia) ja muun muassa konsernikuluja sisältävän Muut raportointikokonaisuuden arvon (~ -550 MEUR) jää kokonaisuuden yritysarvoksi noin 17 miljardia. Tämä antaa karkean kuvan siitä, miten markkina arvottaa Uusiutuvat tuotteet segmentin tällä hetkellä.

17 miljardin yritysarvo vastaa 10x EV/EBIT-kerrointa meidän vuoden 2028 Uusiutuvien tuotteiden ennusteella. Tämä kuvaa arvioimaamme tulospotentiaalia, kun Rotterdamin laajennus on täydessä lentokorkeudessa ja yhtiö pystyy ulosmittaamaan siitä odotettavan volyymikasvun. Vuoden 2028 tulospotentiaaliin vaikuttaa luonnollisesti merkittävästi

yhtiön tällöin saavuttama myyntimarginaali. Koska markkina kärsii edelleen ylitarjonnasta, on pitkän aikavälin marginaalitason haarukoiminen hyvin haastavaa. Meidän ennusteemme pohjaa 585 \$/tonni myyntimarginaaliin vuonna 2028, mikä on arviomme mukaan terve taso, mutta kaukana huippuvuosista (2023: 863 \$/tonni).

Nähdäksemme 10x EV/EBIT-kerroin on Uusiutuville tuotteille yli ajan maltillinen taso, mutta mielestämme viime vuosien markkinatilanne (ts. marginaalin ailahtelu) on kohottanut liiketoiminnan tuottovaadetta. Siten esimerkiksi vuosien 2021-2023 arvostustasot Uusiutuville tuotteille (EV/EBIT 15-18x) eivät mielestämme ole perusteltavissa. Uusiutuvien tuotteiden kaltaisen laadukkaan mutta pääomavaltaisen liiketoiminnan perusteltu arvostustaso voisi mielestämme olla noin 12-15x EV/EBIT-kerroin. Tälle tasolla arvostuksen nousun korjaantuminen ei kuitenkaan tarjoa mielestämme riittävän houkuttelevaa vuotuista tuotto-odotusta nykyiseltä lähtötasolta. Siten mielestämme nykyisellä kurssitasolla houkutteleva tuotto-odotus edellyttää, että pitkän aikavälin marginaalitaso olisi ennustamaamme korkeampi. Kun huomioidaan edelleen vallitseva globaali ylitarjonta ja tarjonnan kasvupotentiaali, ei merkittävästi korkeampaan pitkän aikavälin marginaalitasoon tukeutuminen ole mielestämme houkutteleva strategia. Tätä taustaa vasten pidämme osakkeen nykyistä tuotto-riskisuhdetta heikkona.

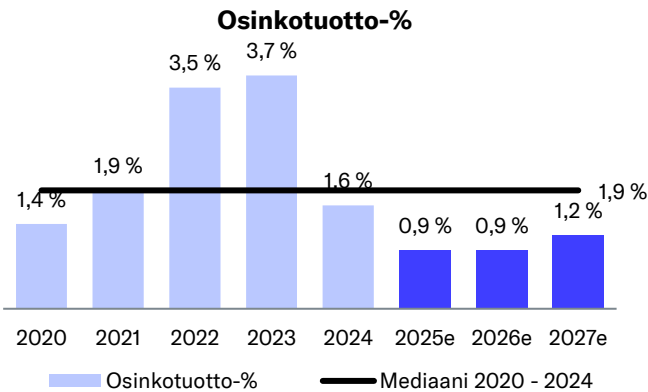
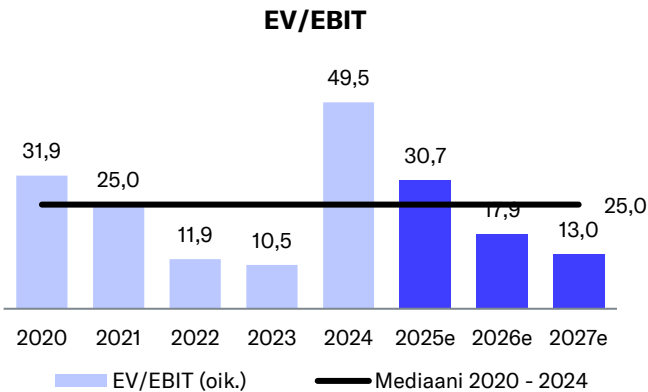
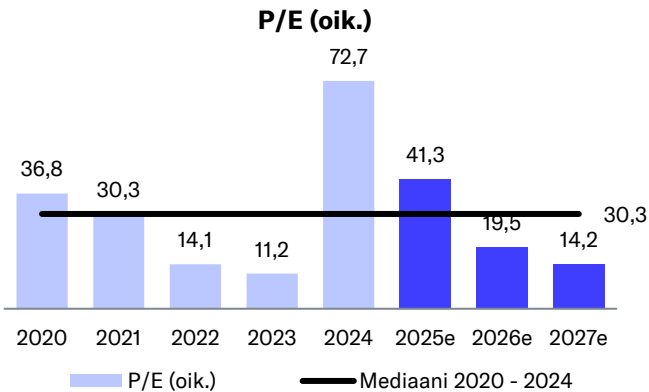
Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	21,35	21,35	21,35
Osakemäärä, milj. kpl	768,2	768,2	768,2
Markkina-arvo	16401	16401	16401
Yritysarvo (EV)	20617	20269	19377
P/E (oik.)	41,3	19,5	14,2
P/E	70,7	19,5	14,2
P/B	2,2	2,0	1,8
P/S	0,9	0,8	0,7
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	0,8
EV/EBITDA	14,8	9,7	7,8
EV/EBIT (oik.)	30,7	17,9	13,0
Osinko/tulos (%)	66,2 %	18,3 %	16,6 %
Osinkotuotto-%	0,9 %	0,9 %	1,2 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	59,2	43,4	43,02	32,21	12,13	21,4	21,4	21,4	21,4
Osakemäärä, milj. kpl	768	768	768	768	768	768	768	768	768
Markkina-arvo	45425	33299	33043	24744	9318	16401	16401	16401	16401
Yritysarvo (EV)	45212	33494	34407	27237	13511	20617	20269	19377	17959
P/E (oik.)	36,8	30,3	14,1	11,2	72,7	41,3	19,5	14,2	9,8
P/E	63,8	18,8	17,5	17,3	neg.	70,7	19,5	14,2	9,8
P/B	7,7	4,8	4,0	2,9	1,3	2,2	2,0	1,8	1,5
P/S	3,9	2,2	1,3	1,1	0,5	0,9	0,8	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	3,8	2,2	1,3	1,2	0,7	1,1	1,0	0,8	0,7
EV/EBITDA	30,0	12,8	11,3	10,7	13,4	14,8	9,7	7,8	5,7
EV/EBIT (oik.)	31,9	25,0	11,9	10,5	49,5	30,7	17,9	13,0	8,6
Osinko/tulos (%)	86 %	36 %	62 %	64 %	neg.	66 %	18 %	17 %	14 %
Osinkotuotto-%	1,4 %	1,9 %	3,5 %	3,7 %	1,6 %	0,9 %	0,9 %	1,2 %	1,4 %

Lähde: Inderes



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

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2025e
			2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	
Total SA	134933	164850	8,4	7,8	5,3	4,8	1,0	0,9	10,8	9,4	5,5	5,8	1,3
ENI SPA	54206	73133	8,5	7,4	4,5	4,1	0,9	0,9	11,2	9,5	6,3	6,5	1,1
Koc Holding AS	10180	15505	5,0	4,3	3,9	2,8	0,3	0,2	9,0	5,7	3,0	4,4	0,6
TURKIYE PETROL RAFINERILERI AS	9116	7649	7,6	6,7	5,8	5,1	0,4	0,4	9,5	9,1	8,0	9,1	1,2
MOL PLC	8457	9617	6,2	6,5	3,2	3,3	0,4	0,4	7,6	7,7	7,0	6,8	0,7
EQUINOR ASA	57541	64438	3,3	3,2	2,3	2,2	0,8	0,8	10,1	9,3	5,9	6,2	1,6
VALERO ENERGY CORP	46515	51501	13,5	12,7	7,6	7,7	0,6	0,5	15	14,4	2,6	2,7	2,2
HELLENIC PETROLEUM SA	2772	5360	9,9	12,0	5,9	6,5	0,5	0,5	8,6	10,6	6,3	5,1	1,0
POLSKI KONCERN NAFTOWY ORLEN SA	29791	32201	6,1	6,8	3,6	3,7	0,6	0,5	8,9	10,2	5,6	4,9	0,8
Neste (Inderes)	16401	20617	30,7	17,9	14,8	9,7	1,1	1,0	41,3	19,5	0,9	0,9	2,2
Keskiarvo			7,6	7,5	4,7	4,5	0,6	0,6	10,1	9,6	5,6	5,7	1,1
Mediaani			7,6	6,8	4,5	4,1	0,6	0,5	9,5	9,4	5,9	5,8	1,1
Erotus-% vrt. mediaani			304 %	165 %	227 %	136 %	99 %	92 %	334 %	107 %	-84 %	-84 %	106 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	22926	4801	4642	5624	5568	20635	5017	4511	4534	4759	18821	19867	23694	27581
Öljytuotteet	13285	2669	2436	3400	3324	11829	2936	2198	2167	2291	9592	8586	11378	12113
Uusiutuvat tuotteet	8466	1766	1852	1823	1880	7321	1746	1915	1965	2058	7683	9611	10766	13763
Marketing & Services	5168	1234	1165	1180	1108	4687	1054	1042	1068	1085	4249	4270	4300	4450
Muut	100	18	24	44	39	125	47	41	37	25	150	100,0	100,0	105
Eliminoinnit	-4094	-887	-834	-822	-783	-3326	-765	-686	-702	-700	-2853	-2700	-2850	-2850
Käyttökate	2548	442	119	301	144	1005	200	246	447	504	1397	2098	2472	3135
Poistot ja arvonalennukset	-866	-242	-237	-247	-254	-980	-224	-229	-231	-231	-915	-967	-987	-1047
Liikevoitto ilman kertaeriä	2592	309	3	47	-85	273	-15	113	301	273	672	1131	1485	2088
Liikevoitto	1682	200	-119	54	-110	25	-25	18	216	273	482	1131	1485	2088
Öljytuotteet	1127	203	-9	54	63	311	8	-27	167	222	371	273	373	406
Uusiutuvat tuotteet	1426	94	5	-37	-136	-75	-19	30	31	47	89	822	1084	1654
Marketing & Services	85	16	16	24	17	73	10	26	27	15	78	82	76	78
Muut	-48	-4	-13	0	-25	-42	-24	-16	-10	-11	-61	-46	-48	-50
Eliminoinnit	2	0	4	5	-3	6	0	5	0	0	5	0	0	0
Käyvän arvon muutokset	-910	-109	-121	7	-25	-248	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettorahoituskulut	-86	-11	-50	-27	-50	-138	-32	-70	-64	-35	-201	-144	-128	-110
Tulos ennen veroja	1596	189	-169	27	-160	-113	-57	-52	152	238	281	987	1357	1978
Verot	-160	-27	24	-4	26	19	17	16	-46	-36	-49	-148	-204	-297
Vähemmistöosuudet	-3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettotulos	1433	162	-144	23	-135	-95	-40	-36	106	202	232	839	1154	1681
EPS (oikaistu)	2,88	0,33	-0,05	0,02	-0,13	0,17	-0,04	0,06	0,23	0,26	0,52	1,09	1,50	2,19
EPS (raportoitu)	1,86	0,21	-0,19	0,03	-0,18	-0,12	-0,05	-0,05	0,14	0,26	0,30	1,09	1,50	2,19

Tunnusluvut	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	-10,8 %	-9,4 %	-13,2 %	-5,8 %	-11,7 %	-10,0 %	4,5 %	-2,8 %	-19,4 %	-14,5 %	-8,8 %	5,6 %	19,3 %	16,4 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-10,6 %	-52,6 %	-99,6 %	-94,4 %	-115,7 %	-89,5 %	-104,8 %	4412,0 %	545,7 %	-420,3 %	146,0 %	68,4 %	31,3 %	40,6 %
Käyttökate-%	11,1 %	9,2 %	2,6 %	5,3 %	2,6 %	4,9 %	4,0 %	5,5 %	9,9 %	10,6 %	7,4 %	10,6 %	10,4 %	11,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	11,3 %	6,4 %	0,1 %	0,8 %	-1,5 %	1,3 %	-0,3 %	2,5 %	6,6 %	5,7 %	3,6 %	5,7 %	6,3 %	7,6 %
Nettotulos-%	6,2 %	3,4 %	-3,1 %	0,4 %	-2,4 %	-0,5 %	-0,8 %	-0,8 %	2,3 %	4,2 %	1,2 %	4,2 %	4,9 %	6,1 %

Lähde: Inderes

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	8858	10026	10121	10314	9912
Liikearvo	496	514	514	514	514
Aineettomat hyödykkeet	185	164	174	184	194
Käyttöomaisuus	7786	8872	8957	9140	8728
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	58	53	53	53	53
Muut sijoitukset	54	40	40	40	40
Muut pitkäaikaiset varat	152	161	161	161	161
Laskennalliset verosaamiset	127	222	222	222	222
Vaihtuvat vastaavat	7125	5555	5245	5547	6631
Vaihto-omaisuus	3366	2898	2729	2901	3507
Muut lyhytaikaiset varat	271	163	163	163	163
Myyntisaamiset	1913	1539	1600	1689	2014
Likvidit varat	1575	955	753	795	948
Taseen loppusumma	15983	15581	15366	15861	16543

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	8463	7417	7495	8181	9181
Osakepääoma	40	40	40	40	40
Kertyneet voittovarot	8423	7377	7455	8141	9141
Oman pääoman ehtoiset lainat	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	0	0	0	0	0
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	4132	4954	5060	4754	4015
Laskennalliset verovelat	317	335	335	335	335
Varaukset	187	144	144	144	144
Korolliset velat	3487	4362	4468	4162	3424
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	141	113	113	113	113
Lyhytaikaiset velat	3388	3211	2811	2926	3347
Korolliset velat	581	786	500	500	500
Lyhytaikaiset korottomat velat	2580	2185	2070	2185	2606
Muut lyhytaikaiset velat	227	241	241	241	241
Taseen loppusumma	15983	15581	15366	15861	16543

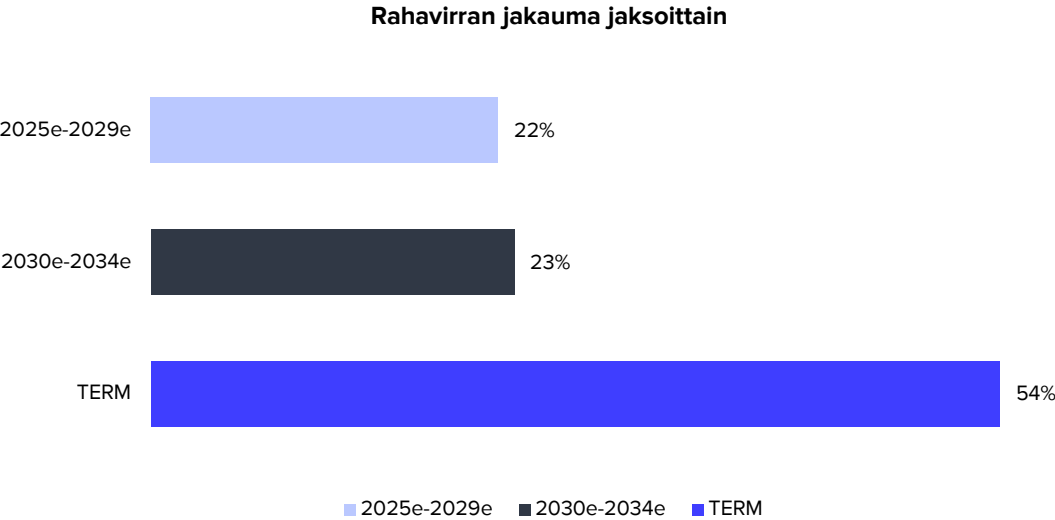
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-10,0 %	-8,8 %	5,6 %	19,3 %	16,4 %	5,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	0,1 %	2,6 %	5,7 %	6,3 %	7,6 %	7,5 %	7,5 %	7,0 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %
Liikevoitto	25,0	482	1131	1485	2088	2172	2215	2109	1998	2038	2078	
+ Kokonaispoistot	980	915	967	987	1047	1073	778	684	679	675	672	
- Maksetut verot	-59	-49	-148	-204	-297	-310	-317	-301	-285	-291	-396	
- verot rahoituskuluista	-23	-35	-22	-19	-17	-16	-16	-16	-16	-16	-21	
+ verot rahoitustuotoista	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	
- Käyttöpääoman muutos	568	-6	-145	-510	-533	-172	-72	-74	-75	-77	-78	
Operatiivinen kassavirta	1492	1307	1783	1739	2289	2747	2588	2403	2301	2330	2256	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-72	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoinvestoinnit	-2058	-1010	-1160	-585	-585	-600	-605	-630	-640	-645	-696	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-637,6	297	623	1154	1704	2147	1983	1773	1661	1685	1560	
+/- Muut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	-638	297	623	1154	1704	2147	1983	1773	1661	1685	1560	24220
Diskontattu vapaa kassavirta		299	578	987	1341	1557	1325	1091	941	879	750	11642
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		21390	21091	20513	19526	18185	16628	15303	14213	13271	12392	11642
Velaton arvo DCF		21390										
- Korolliset velat		-5148										
+ Rahavarat		955										
-Vähemmistöosuus		0										
-Osinko/pääomapalautus		-154										
Oman pääoman arvo DCF		17044										
Oman pääoman arvo DCF per osake		22,2										

Pääoman kustannus (WACC)

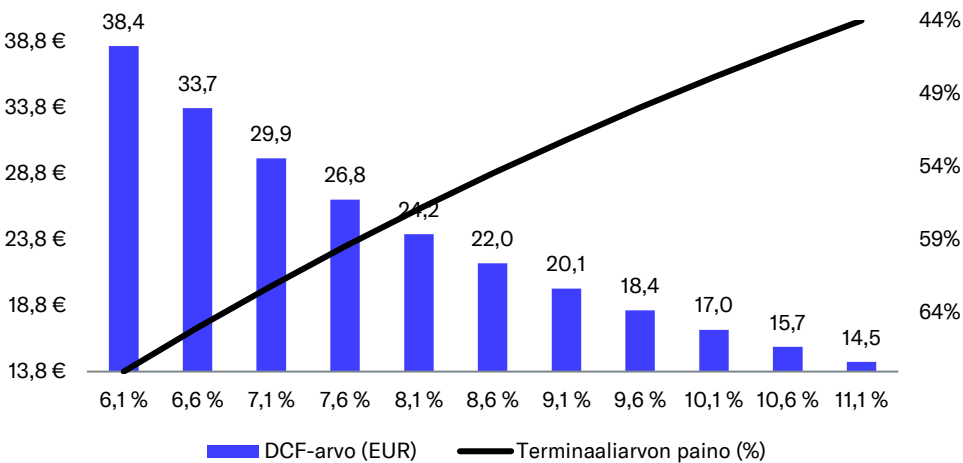
Vero-% (WACC)	15,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,55
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,6 %

Lähde: Inderes

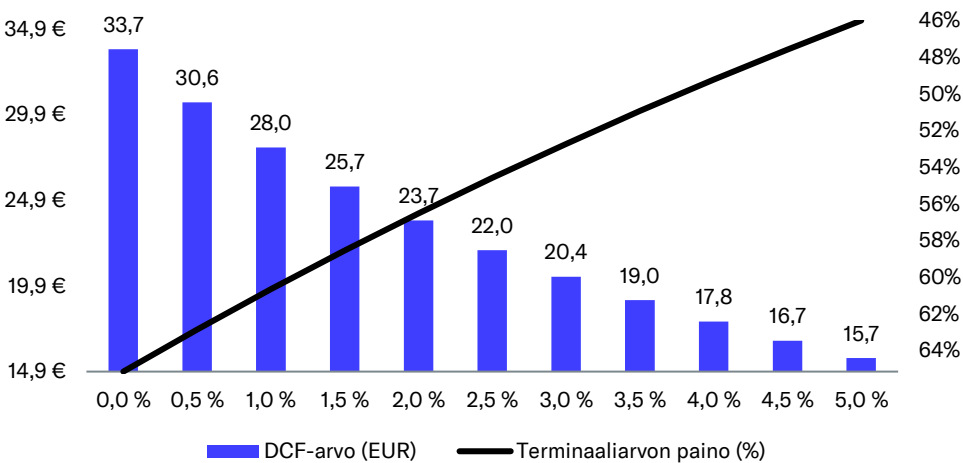


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

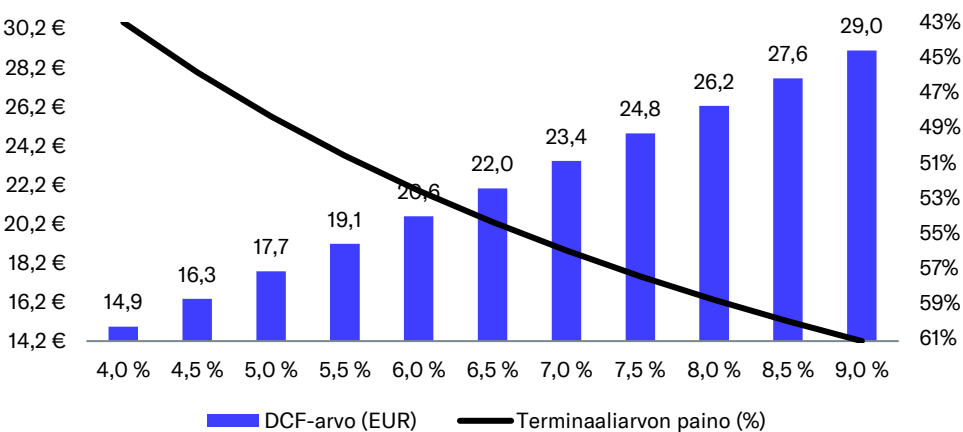
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



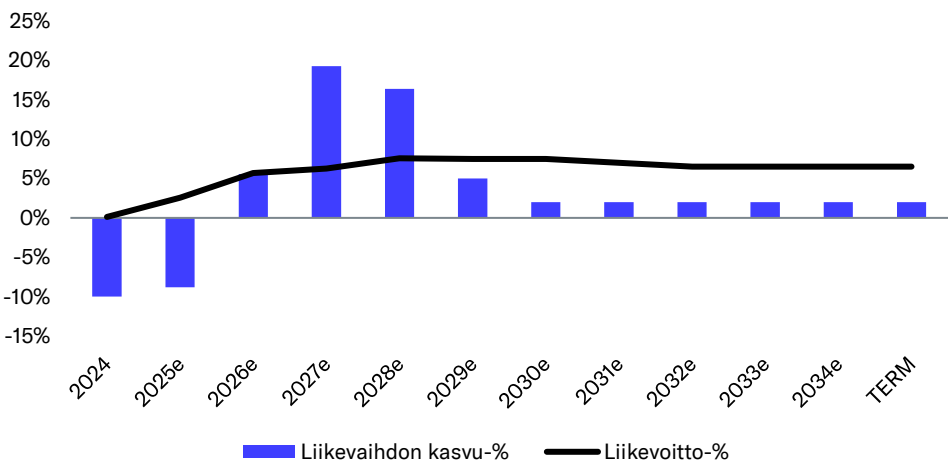
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	25707	22926	20635	18821	19867	EPS (raportoitu)	2,46	1,86	-0,12	0,30	1,09
Käyttökate	3047	2548	1005	1397	2098	EPS (oikaistu)	3,04	2,88	0,17	0,52	1,09
Liikevoitto	2409	1682	25	482	1131	Operat. Kassavirta / osake	2,16	3,28	1,94	1,70	2,32
Voitto ennen veroja	2278	1596	-113	281	987	Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,66	0,29	-0,83	0,39	0,81
Nettovoitto	1887	1433	-95	232	839	Omapääoma / osake	10,83	11,02	9,65	9,76	10,65
Kertaluontoiset erät	-489	-910	-248	-190	0	Osinko / osake	1,52	1,20	0,20	0,20	0,20
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	14917	15983	15581	15366	15861	Liikevaihdon kasvu-%	70 %	-11 %	-10 %	-9 %	6 %
Oma pääoma	8327	8463	7417	7495	8181	Käyttökatteen kasvu-%	17 %	-16 %	-61 %	39 %	50 %
Liikearvo	0	496	514	514	514	Liikevoiton oik. kasvu-%	116 %	-11 %	-89 %	146 %	68 %
Nettovelat	1344	2493	4193	4215	3868	EPS oik. kasvu-%	112 %	-5 %	-94 %	210 %	111 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Käyttökate-%	11,9 %	11,1 %	4,9 %	7,4 %	10,6 %
Käyttökate	3047	2548	1005	1397	2098	Oik. Liikevoitto-%	11,3 %	11,3 %	1,3 %	3,6 %	5,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-990	224	568	-6	-145	Liikevoitto-%	9,4 %	7,3 %	0,1 %	2,6 %	5,7 %
Operatiivinen kassavirta	1660	2516	1492	1307	1783	ROE-%	24,7 %	17,1 %	-1,2 %	3,1 %	10,7 %
Investoinnit	-2142	-2247	-2058	-1010	-1160	ROI-%	24,5 %	14,3 %	0,2 %	3,9 %	8,9 %
Vapaa kassavirta	-508	223	-638	297	623	Omavaraisuusaste	56,3 %	53,0 %	47,6 %	48,8 %	51,6 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e	Nettovelkaantumisaste	16,1 %	29,5 %	56,5 %	56,2 %	47,3 %
EV/Liikevaihto	1,3	1,2	0,7	1,1	1,0						
EV/EBITDA	11,3	10,7	13,4	14,8	9,7						
EV/EBIT (oik.)	11,9	10,5	49,5	30,7	17,9						
P/E (oik.)	14,1	11,2	72,7	41,3	19,5						
P/B	4,0	2,9	1,3	2,2	2,0						
Osinkotuotto-%	3,5 %	3,7 %	1,6 %	0,9 %	0,9 %						
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 suositus myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitus-suosituksia 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 arvonmäärittämis menetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämis menetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
------	---

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

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

Inderesin tutkimusta 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/>

Suositushistoria (>12 kk)			
Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
20.1.2020	Lisää	36,00 €	33,83 €
10.2.2020	Vähennä	38,00 €	39,53 €
13.3.2020	Lisää	32,00 €	28,77 €
27.4.2020	Lisää	32,00 €	29,61 €
27.5.2020	Vähennä	35,00 €	35,86 €
24.7.2020	Vähennä	40,00 €	41,42 €
1.10.2020	Lisää	50,00 €	44,97 €
26.10.2020	Vähennä	50,00 €	49,00 €
8.2.2021	Vähennä	50,00 €	55,20 €
20.4.2021	Vähennä	50,00 €	50,56 €
30.4.2021	Vähennä	50,00 €	52,04 €
28.7.2021	Vähennä	50,00 €	52,18 €
28.10.2021	Vähennä	50,00 €	48,94 €
27.12.2021	Lisää	50,00 €	43,71 €
11.2.2022	Lisää	44,00 €	38,43 €
3.3.2022	Osta	44,00 €	36,07 €
2.5.2022	Lisää	44,00 €	41,20 €
21.6.2022	Vähennä	44,00 €	43,06 €
29.7.2022	Vähennä	46,00 €	48,68 €
25.10.2022	Vähennä	48,00 €	47,10 €
28.10.2022	Vähennä	48,00 €	45,46 €
9.2.2023	Vähennä	50,00 €	47,50 €
24.4.2023	Lisää	48,00 €	43,77 €
2.5.2023	Lisää	48,00 €	43,94 €
28.7.2023	Lisää	39,00 €	32,57 €
27.10.2023	Lisää	37,00 €	31,90 €
9.2.2024	Osta	35,00 €	27,74 €
25.4.2024	Osta	30,00 €	22,49 €
15.5.2024	Lisää	21,50 €	18,88 €
26.7.2024	Lisää	21,00 €	18,12 €
12.9.2024	Lisää	19,00 €	16,06 €
25.10.2024	Lisää	17,50 €	14,39 €
11.11.2024	Lisää	15,50 €	12,83 €
17.2.2025	Vähennä	11,50 €	10,47 €
28.4.2025	Vähennä	9,00 €	7,98 €
30.4.2025	Vähennä	9,00 €	8,90 €
25.7.2025	Vähennä	14,00 €	14,82 €
28.10.2025	Vähennä	18,00 €	18,40 €
30.10.2025	Vähennä	18,00 €	18,92 €
3.2.2026	Vähennä	22,00 €	21,35 €



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.**