

KREATE

09.02.2026 08.30 EET



Atte Jortikka
+358400543725
atte.jortikka@inderes.fi

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
YHTIÖRAPORTTI



Kasvulatu auki

Kreaten Q4-tulos oli kokonaisuudessaan erittäin vahva kannattavan kasvun jatkuessa. Odottamamme kasvupyrähdys toteutuu kuluvana vuonna ennakoitua vahvempana mikä on johtanut positiivisiin ennustemuutoksiin. Ennusteissamme seuraavan puolen vuoden aikana kehitysvaiheesta tilauskantaan kirjattavat laajat ja monivuotiset hankkeet tarjoavat näkymää myös pidemmälle tulevaisuuteen. Lisäksi infrarakentamisen markkinanäkymät ovat sekä Suomessa että Ruotsissa positiiviset ja yhtiön kilpailukyky näkemyksemme mukaan hyvä. Tämän vuoksi nojaamme arvostuksessamme nyt hieman pidemmän aikavälin näkymiin. Ennustetun tuloskasvun ansiosta arvostuskertoimet laskevat houkuttelevalle tasolle jo ensi vuonna. Nostamme tavoitehintamme 15,0 euroon (aik. 12,5 euroa) ja suosituksemme lisää-tasolle (aik. vähennä).

Vahva lopetus vuodelle

Kreaten Q4 jatkoi edellisellä kvartaalilla nähtyä vahvaa kehitystä kun liikevaihto kasvoi 25 % 94,6 MEUR:oon (ennuste 89,1 MEUR). Koko vuoden osalta liikevaihto nousi ohjeistushaarukan yläpuolelle 315,2 MEUR:oon. Liikevaihtoa tuki edelleen vahva tilauskanta joka vahvistui kvartaalilla edelleen noin 400 MEUR:n tasolle. Myös kannattavuus nousi vertailukaudesta niin absoluuttisesti kuin suhteellisesti kun Q4:n EBITA oli 3,9 MEUR (ennuste 3,8 MEUR). Kannattavuutta painoi kvartaalilla toteutettu SRV Infra (nyk. Kreate Rock) kauppa jonka negatiivinen tulosvaikutus oli noin 1 MEUR. Koko vuoden osalta EBITA asettui 10,2 MEUR:oon mutta kaupan negatiivinen tulosvaikutus huomioiden myös kannattavuus asettui karkeasti ohjeistushaarukan ylälaidan tasoon. Tuloslaskelman alariveillä ei ollut erityisempiä yllätyksiä ja kvartaalin nettotulos oli 2,6 MEUR, karkeasti 2,5 MEUR:n ennusteemme tasolla. Yhtiön hallitus ehdottaa yhtiökokoukselle, että osinkoa maksetaan 0,60 euroa osakkeelta. Ennustimme osinkoa maksettavaksi 0,51 euroa ja

nyt ehdotettava taso havainnollistaa yhtiön vahvaa taseasemaa toteutetusta yrityskaupasta huolimatta.

Kasvu konkretisoituu aiempia ennusteitamme vahvempana

Kreate ohjeistaa kuluvalla vuodelle liikevaihdon kasvavan 430-470 MEUR tasolle ja EBITA:n 15–18 MEUR:oon. Ennustetun kasvun taustalla ovat tutut ajurit mutta kannattava kasvu toteutuu aiempaa ennustettamme selvästi vahvempana. Olemme nostaneet ennusteitamme kuluvalla vuodelle selvästi. Odotamme liikevaihdon kasvavan nyt 445 MEUR:oon (aik. 392 MEUR) ja EBITA:n nousevan 16,3 MEUR:oon (aik. 15,1 MEUR). Päivitettyä ennustettamme tukee etenkin yhtiön vahva tilauskanta vuoteen lähdeittäessä. Lisäksi odotamme edelleen merkittävää tilauskertymää ensimmäisen vuosipuoliskon aikana hankkeista jotka ovat yhtiöllä kehitysvaiheessa. Kreate Rockin EBITA kipusi viime vuonna vahvalle 7,8 MEUR:n tasolle. Uskomme viime vuoden tulosta tukeneen useat suuret urakat, mikä tuki EBITA-marginaalin vahvistumista lähes 9 %:n tasolle. Tason toistuminen kuluvana vuonna on näkemyksemme mukaan epätodennäköistä. Kreate Rockin tilauskanta on kuitenkin edelleen vahvalla noin 80 MEUR:n tasolla.

Tuotto-odotus kääntyy jälleen riittäväksi

Kreaten osaketta hinnoitellaan 10x EV/EBIT ja 12x P/E kertoimilla perustuen päivitettyihin ennusteisiimme kuluvalla vuodelle. Suhteutettuna hyväksyttävään arvostukseemme (EV/EBIT & P/E: 10–12x) hinnoittelu vaikuttaa neutraalilta. Toisaalta vuoteen 2027 mennessä kertoimet putoavat ennusteissamme alle 10x tason. Yhtiön tilauskantaa, kehitysvaiheessa olevien hankkeiden massaa sekä useiden eri infrarakentamisen lajien positiivista markkinakuvaa peilaten otamme arvostuksessa tukea myös vuoden 2027 ennusteistamme. Vahvan tuloskasvunäkymän lisäksi yhtiön osake tarjoaa tulevana vuosina ennusteillamme noin 5 %:n osinkotuottoa joka tukee tuotto-odotusta yhä.

Suositus

Lisää

(aik. Vähennä)

Tavoitehinta:

15,00 EUR

(aik. 12,50 EUR)

Osakekurssi:

14,00 EUR

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2025	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	315,2	445,0	490,9	521,2
kasvu-%	14 %	41 %	10 %	6 %
EBITA	10,2	16,3	19,7	22,3
EBITA-%	3,2 %	3,7 %	4,0 %	4,3 %
Nettotulos	6,3	10,4	12,7	14,8
EPS (oik.)	0,71	1,17	1,42	1,67
P/E (oik.)	17,6	12,0	9,8	8,4
P/B	2,5	2,5	2,2	1,9
Osinkotuotto-%	4,8 %	4,6 %	5,0 %	5,7 %
EV/EBIT (oik.)	14,9	10,3	8,4	7,2
EV/EBITDA	8,3	6,6	5,8	5,2
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,3	0,3

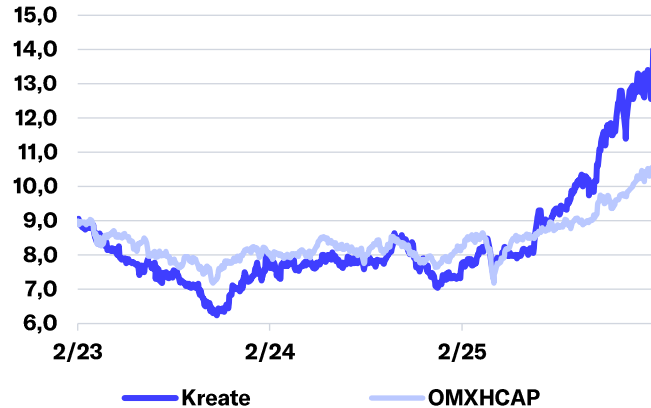
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Uusi ohjeistus)

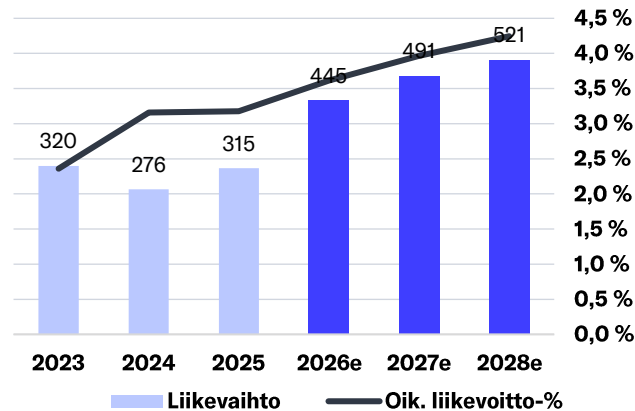
Kreate arvioi, että sen liikevaihto vuonna 2026 kasvaa ja on 430–470 MEUR (2025: 315 MEUR) ja sen EBITA kasvaa ja on 15–18 MEUR (2025: 10,2 MEUR).

Osakekurssi



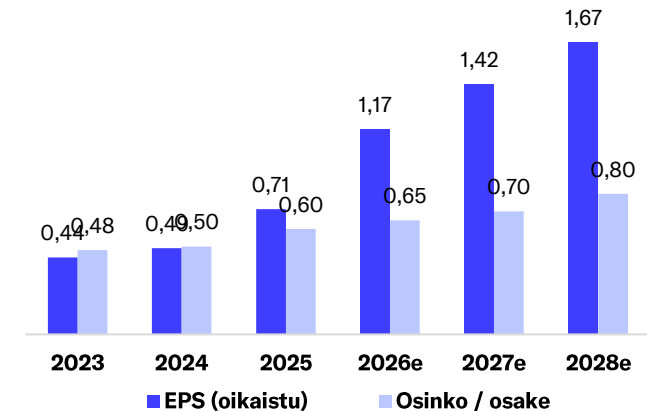
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

Arvoajurit

- Markkinoita vahvempi kasvu keskipitkällä aikavälillä
- Kannattavuudessa selkeä parannusvara
- Vahva pääoman tuottopotentiali
- Vaativien hankkeiden erikoisosaamisella kilpailuetua
- Ruotsin liiketoiminnan kasvupotentiaali

Riskitekijät

- Toimiala on osin riippuvainen suhdanteista etenkin yksityisellä puolella
- Julkisten investointien tyrehtyminen
- Kasvun hallitseminen etenkin Ruotsissa
- Yrityssostojen onnistuminen

Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	14,0	14,0	14,0
Markkina-arvo	125	125	125
Yritysarvo (EV)	165	164	160
P/E (oik.)	12,0	9,8	8,4
P/B	2,5	2,2	1,9
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	6,6	5,8	5,2
EV/EBIT (oik.)	10,3	8,4	7,2
Osinko/tulos (%)	55,7 %	49,2 %	48,0 %
Osinkotuotto-%	4,6 %	5,0 %	5,7 %

Lähde: Inderes

Kaiken kaikkiaan vahva lopetus vuodelle

Liikevaihto kasvoi yli odotustemme

Kreaten liikevaihto kasvoi vuoden viimeisellä neljänneksellä 25,3 % ja oli 94,6 MEUR (Q4/2024: 75,5 MEUR). Kasvu oli erittäin vahvaa ja ylitti hieman odotuksemme. Kasvua tuli Ruotsin liiketoiminta joka kasvoi jopa 77 % vertailukaudesta. Liiketoiminnoittain Taitorakentamisessa liikevaihto kasvoi erityisen vahvasti noin 43 %:lla 66,1 MEUR:oon kun taas Väylärakentamisessa liikevaihto laski hieman 26,6 MEUR:oon (noin – 5%). Ruotsin liikevaihto sisältyy Taitorakentamiseen ja täten tuki liikevaihdon selvää kasvua. Koko vuoden osalta yhtiön liikevaihto kipusi 315,2 MEUR:oon joka oli yli vuodelle asetetun liikevaihdon ohjeistushaarukan. Yhtiön tilauskanta nousi vuoden lopussa ennätysmäiselle 400,8 MEUR:n tasolle (2024: 176,6 MEUR). Tilauskannan mittavaa 127 %:n kasvua selittävät sekä loppuvuoden merkittävät urakkavoitot että SRV Infra -yrityskauppa, joka toi tilauskantaan noin 80 MEUR. Yhtiö on laskelmiemme mukaan voittanut myös hankkeita, jotka eivät näy

julkistetuissa tilauksissa mutta kirjataan suoraan tilauskantaan. Tällaisia ovat esimerkiksi datakeskus- ja puolustukseen liittyvät hankkeet.

Kasvu tuki kannattavuutta

Neljänneksen EBITA oli 3,9 MEUR (Q4/2024: 2,8 MEUR), mikä vastaa 4,1 %:n EBITA-marginaalia. Vaikka kannattavuus oli raportoidullakin tuloksella hyvällä tasolla, tulosta painoi vuoden lopussa toteutettuun SRV Infra Oy:n yrityskauppaan liittyvät 1,0 MEUR:n kertaluontoiset kulut. Ilman näitä kuluja kannattavuus olisi ollut vieläkin vahvempi ja yltänyt koko vuoden osalta hieman yli annetun ohjeistushaarukan ylälaidan.

Myös kassavirta erittäin vahva

Kreaten operatiivinen vapaa kassavirta nousi huomattavasti Q4'25:llä 21,9 MEUR:oon vertailukauden 3,9 MEUR:sta. Tämä parannus johtui pääasiassa käyttöpääoman vapautumisesta kvartaalin aikana. Vaikka kasvu on merkittävä, näkemyksemme mukaan kyseessä on puhtaasti

ajoituksellinen ilmiö. Kreaten projektivetoiselle liiketoimintamallille on tyypillistä kassavirran heilunta kvartaalien välillä eikä nykyistä käyttöpääoman tasoa tule pitää kestäväenä pitkän aikavälin tasona yhtiölle.

Kreate Rock erittäin kannattava tilikaudella 2025

Kreate julkaisi lukuja viime vuoden lopussa ostamansa SRV Infran (nyk. Kreate Rock) osalta. Yhtiön tilauskanta oli vuoden lopussa vahvalla lähes 80 MEUR:n tasolla. Vuonna 2025 yhtiö saavutti 88,5 MEUR:n liikevaihdon sekä 7,8 MEUR:n EBITA (FAS) tason. SRV Infran liikevaihto oli vuonna 2024 noin 52 MEUR:n tasolla, täten kasvua kertyi noin 70 %. Lisäksi yhtiö EBITA-kannattavuus, noin 8,8%, on alaan nähden erittäin korkealla tasolla. Kaupan yritysarvoa peilaten vuoden 2025 tulokseen EV/EBITA kerroin asettuu noin 4x tasolle. Vuosi 2025 oli kuitenkin yhtiölle poikkeuksellisen vahva, eikä vastaavan suhteellisen kannattavuustason toistuminen ole todennäköistä. Kaupan jälkeen Kreaten pro forma -velkaantumisaste (nettovelka/käyttökate) on 1,3.

Ennustetaulukko MEUR / EUR	Q4'24	Q4'25	Q4'25e	Q4'25e	Konsensus		2025
	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Toteutunut
Liikevaihto	75,5	94,6	89,1				315
EBITA	2,8	3,9	3,8				10,2
Liikevoitto	2,8	3,9	3,8				10,0
Tulos ennen veroja	2,0	3,5	3,2				8,4
EPS (raportoitu)	0,20	0,26	0,28				0,71
Osinko/osake	0,50	0,60	0,51				0,60
Liikevaihdon kasvu-%	-5,9 %		18,1 %				14,4 %
EBITA-%	3,7 %	4,1 %	4,3 %				3,2 %

Lähde: Inderes

Kreate Q4'25: Korkea tilauskanta tukena vahvalle kasvulle



Nostimme ennusteitamme tuleville vuosille

Ennustemuutokset

- Kreate arvioi, että sen liikevaihto vuonna 2026 kasvaa ja on 430–470 MEUR (2025: 315 MEUR) ja sen EBITA kasvaa ja on 15–18 MEUR (2025: 10,2 MEUR).
- Kuluvan vuoden ennustemuutostemme taustalla on odotuksiamme vahvempi ohjeistus vuodelle. Päivitetty ennustemme on liikevaihdon osalta hieman ennustehaarukan keskiväliä alemmalla tasolla 445 MEUR:ssa.
- Kasvua tukevat ennusteissamme viime vuotta selvästi korkeampi tilauskanta vuoden lopussa sekä odotettavissa olevat uudet tilaukset. Arvioimme kehitysvaiheessa olevista hankkeista siirtyvän merkittävä määrä tilauskantaan kuluvan vuoden aikana. Kreate näkee useiden infrarakentamisen osa-alueiden kysynnän säilyvän vahvana tai parantuvan. Uskomme yhtiön voittavan edelleen merkittäviä hankkeita kuluvana vuonna sekä julkisilta että yksityisiltä asiakkailta.
- Liikevaihdon kasvun myötä ennustamme myös suhteellisen kannattavuuden nousevan 2026
- Olemme nostaneet ennusteitamme osingon osalta peilaten vahvistuvaa tuloskasvu näkymää.

Operatiiviset tulosajurit 2026-2028

- Mittavien ja monivuotisten hankkeiden siirtyminen toteutukseen seuraavan puolen vuoden aikana
- Inframarkkinan kasvu jatkuu, lisäksi yhtiön fokusalueilla laajoissa taitorakentamisen hankkeissa kasvu markkinan yleistä kasvua vahvempaa
- Henkilöstökustannuspaineiden maltillistuminen
- Volyymien nousun tuoma tulosvipu
- Ruotsin kasvuihastointien realisoituminen
- Kilpailupaineen helpotus muun uudisrakentamisen asteittain palautuessa

Ennustemuutokset	2025	2025	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Inderes	Toteutunut	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	310	315	2 %	392	445	14 %	432	491	14 %
EBITA	10,1	10,2	1 %	15,1	16,3	8 %	17,9	19,7	10 %
Liikevoitto	10,0	10,0	0 %	15,1	16,1	6 %	17,9	19,5	9 %
Tulos ennen veroja	8,2	8,4	2 %	11,5	13,0	13 %	14,3	16,3	14 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,73	0,71	-3 %	1,02	1,17	14 %	1,28	1,42	11 %
Osakekohtainen osinko	0,51	0,60	18 %	0,52	0,65	25 %	0,64	0,70	9 %

Lähde: Inderes

Kreate, Q4'25 (in English)



Tuotto-odotus kääntyy riittäväksi

Arvostus kääntyy houkuttelevaksi tuloskasvun kautta

Ennusteissamme yhtiön kannattavuus nousee kuluvana vuonna selvästi niin absoluuttisesti kuin suhteellisesti. Ennustettu tuloskasvu laskee arvostuksen tälle vuodelle neutraalille tasolle (26e: EV/EBIT: 10x, P/E: 12x) suhteessa hyväksymäämme arvostushaarukkaan (EV/EBIT: 10-12x, P/E: 10-13x). Vuoteen 2027 katsoessa kertoimet laskevat jo houkuttelevalle tasolle (EV/EBIT 8x, P/E 9x).

Liiketoimintamallin normaalisti vahvan kassavirran ja vähäisen investointitarpeen mahdollistama n. 5 %:n osinkotuotto tukee myös osakkeen tuotto-odotusta lähivuosina. Kreate on ilmaissut halunsa jakaa kasvavaa osinkoa ja mielestämme yhtiöllä on siihen mahdollisuudet, vaikka osinko/tulos-% nouseekin lähiaikoina yli 50 %:n. Yhtiöllä on lisäksi kasvuinvestointeja varten rahoituskapasiteettia joskin emme odota yhtiön tekevän mittavia yritysostoja lähitulevaisuudessa.

Verrokkeihin nähden alennuksella arvostettu

Kreatelle on saatavilla verrokkiryhmä toimialan pohjoismaisista listatuista yhtiöistä. Verrokkien arvostustaso on korkea vuoden 2025 numeroilla tulosten jäädessä useilla vaatimattomalle tasolle. Vuodelle 2026 arvostus laskee koko ryhmällä maltillisemmaksi (2026e mediaani EV/EBIT: 11x, P/E: 13x) vastaten paremmin sektorin pitkän aikavälin hyväksyttävää arvostustasoa. Verrokkeihin nähden Kreatea hinnoitellaan alennuksella.

Näkemyksemme mukaan Kreaten pääomantuotto sekä ennustettu tuloskasvu huomioiden alennus ei ole oikeutettu ja hyväksymme tällä hetkellä verrokkien tasoisen arvostuksen Kreatelle. Selkeistä eroista yhtiöiden

liiketoimintamalleissa johtuen emme kuitenkaan anna suhteelliselle arvostukselle merkittävää painoarvoa arvonmäärittämissämme.

DCF-malli tukee tavoitehintaamme

Huomioimme arvonmäärittämissä myös rahavirtamallin (DCF). Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu keskipitkän aikavälin vahvemman kasvun jälkeen terminaalijaksolla 1,5 %:n tasolle ja liikevoittomarginaali 3,8 %:iin liikevaihdosta. Tämä on alle yhtiön yli 5 %:n EBITA-marginaalin tavoitetasoon. Emme pidä ennustetason nostamista tavoitetasolle perusteltuna ennen konkreettisia näyttöjä viime aikoja korkeammasta ja tavoitteiden mukaisesta kannattavuudesta. Olemme laskeneet pitkän aikavälin investointitarpeita heijastellen yhtiön pääomatehokasta liiketoimintamallia.

DCF-mallin mukainen Kreaten osakkeen arvo on noin 16,2 euroa, tukien positiivista suositustamme. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 9,5% ja oman pääoman kustannus on 11,0%.

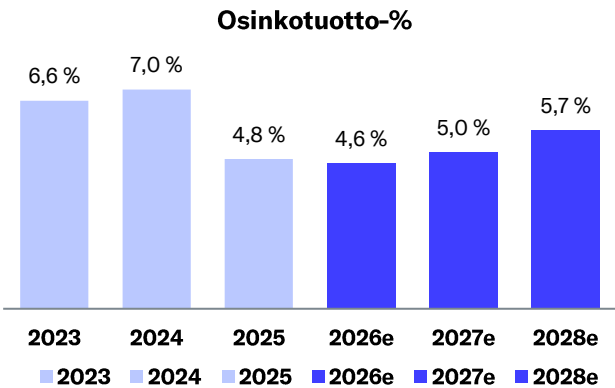
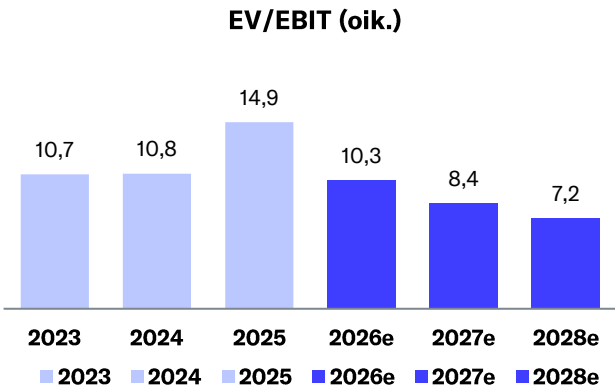
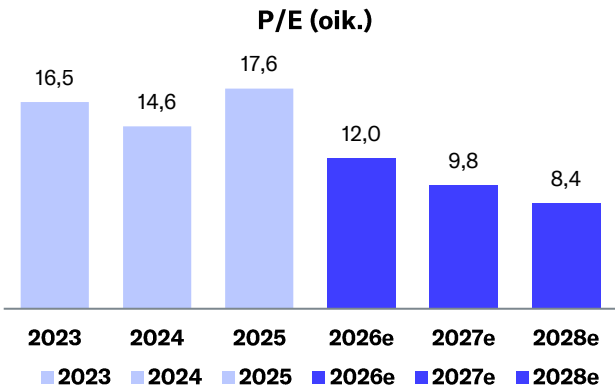
Arvostustaso	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	14,0	14,0	14,0
Markkina-arvo	125	125	125
Yritysarvo (EV)	165	164	160
P/E (oik.)	12,0	9,8	8,4
P/B	2,5	2,2	1,9
EV/Liikevaihto	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	6,6	5,8	5,2
EV/EBIT (oik.)	10,3	8,4	7,2
Osinko/tulos (%)	55,7 %	49,2 %	48,0 %
Osinkotuotto-%	4,6 %	5,0 %	5,7 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Osakekurssi	11,4	8,09	7,22	7,14	12,6	14,0	14,0	14,0	14,0
Markkina-arvo	99	73	64	64	112	125	125	125	125
Yritysarvo (EV)	120	106	81	94	149	165	164	160	153
P/E (oik.)	12,6	12,7	16,5	14,6	17,6	12,0	9,8	8,4	7,7
P/B	2,4	1,7	1,5	1,5	2,5	2,5	2,2	1,9	1,7
EV/Liikevaihto	0,5	0,4	0,3	0,3	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	8,4	7,8	5,8	6,1	8,3	6,6	5,8	5,2	4,7
EV/EBIT (oik.)	11,6	12,3	10,7	10,8	14,9	10,3	8,4	7,2	6,5
Osinko/tulos (%)	56,4 %	72,4 %	109,7 %	102,0 %	84,1 %	55,7 %	49,2 %	48,0 %	55,0 %
Osinkotuotto-%	4,0 %	5,7 %	6,6 %	7,0 %	4,8 %	4,6 %	5,0 %	5,7 %	7,2 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö	MEUR	MEUR	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e	2027e	2026e
YIT Oyj	692	1592	18,3	13,9	14,3	11,5	0,8	0,8	43,8	15,9	0,3		0,9
NRC Group ASA	132	215	10,3	11,7	5,6	5,1	0,3	0,3	13,0	9,5		4,7	0,8
Veidekke ASA	2126	1913	11,2	10,7	7,0	6,8	0,5	0,5	16,3	15,6	5,8	6,2	5,6
Sdiptech AB (publ)	615	615	7,2	6,6	5,2	4,8	1,2	1,2	12,6	11,2			1,4
Ncc AB	2142	2364	11,8	10,9	7,6	7,2	0,4	0,4	13,2	12,0	4,5	4,8	2,5
Peab AB	2835	3634	12,8	11,7	8,4	7,9	0,6	0,6	12,8	11,6	4,0	4,3	1,6
Skanska AB	10721	9860	11,8	11,0	9,3	8,8	0,6	0,5	15,0	14,1	3,6	4,0	1,7
SRV Yhtiot Oyj	89	215	22,6	12,3	16,5	9,8	0,3	0,3	9,0	7,1		2,5	0,8
GRK Infra	588	394	7,3	7,3	5,6	5,6	0,5	0,5	13,6	13,4	3,9	4,0	2,8
Consti Oyj	97	99	9,0	7,1	7,1	5,6	0,3	0,3	12,9	8,8	6,1	6,7	2,0
Kreate (Inderes)	125	165	10,3	8,4	6,6	5,8	0,4	0,3	12,0	9,8	4,6	5,0	2,5
Keskiarvo			11,5	9,8	8,0	6,9	0,6	0,5	15,7	12,0	3,6	4,4	2,1
Mediaani			10,8	10,2	7,0	6,2	0,5	0,5	13,4	11,8	3,9	4,2	1,7
Erotus-% vrt. mediaani			-4 %	-17 %	-6 %	-7 %	-24 %	-30 %	-10 %	-17 %	20 %	20 %	43 %

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2023	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihto	320,0	275,5	52,4	73,5	94,7	94,6	315,2	72,8	109	133	130	445,0	490,9	521,2	536,8
Suomi	298	243	44,9	64,5	79,1	76,4	264,9	63,0	95,7	110	105	372,8	410,1	434,7	447,7
Ruotsi	22,5	32,9	7,5	9,0	15,6	18,2	50,3	9,8	13,6	23,4	25,5	72,2	80,8	86,5	89,1
Käyttökate	14,0	15,3	1,7	4,0	6,0	6,3	17,9	1,8	6,0	8,2	9,0	24,9	28,4	31,1	32,6
Poistot ja arvonalennukset	-6,4	-6,6	-1,7	-1,8	-2,0	-2,4	-7,9	-1,6	-2,2	-2,7	-2,4	-8,9	-8,9	-8,9	-9,0
EBITA	8,8	7,8	0,1	2,2	4,0	3,9	10,2	0,3	3,8	5,6	6,6	16,3	19,7	22,3	23,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,6	8,7	0,0	2,2	4,0	3,9	10,0	0,2	3,8	5,5	6,6	16,1	19,5	22,1	23,6
Liikevoitto	7,6	8,7	0,0	2,2	4,0	3,9	10,0	0,2	3,8	5,5	6,6	16,1	19,5	22,1	23,6
Nettorahoituskulut	-2,9	-2,8	0,0	-0,8	-0,4	-0,4	-1,6	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8	-3,1	-3,2	-3,1	-2,9
Tulos ennen veroja	4,7	5,9	0,0	1,4	3,5	3,5	8,4	-0,6	3,1	4,7	5,8	13,0	16,3	19,0	20,8
Verot	-0,7	-1,3	0,2	-0,4	-0,6	-0,9	-1,7	0,1	-0,6	-0,9	-1,2	-2,6	-3,3	-3,8	-4,2
Vähemmistöosuudet	-0,2	-0,2	-0,1	0,2	-0,2	-0,2	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,4	-0,4
Nettotulos	3,8	4,4	0,1	1,2	2,7	2,4	6,3	-0,5	2,5	3,8	4,6	10,4	12,7	14,8	16,2
EPS (oikaistu)	0,44	0,49	0,01	0,14	0,30	0,26	0,71	-0,05	0,28	0,42	0,52	1,17	1,42	1,67	1,82
EPS (raportoitu)	0,44	0,49	0,01	0,14	0,30	0,26	0,71	-0,05	0,28	0,42	0,52	1,17	1,42	1,67	1,82

Tunnusluvut	2023	2024	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	2025	Q1'26e	Q2'26e	Q3'26e	Q4'26e	2026e	2027e	2028e	2029e
Liikevaihdon kasvu-%	16,8 %	-13,9 %	-3,7 %	8,1 %	22,0 %	25,3 %	14,4 %	38,8 %	48,7 %	40,3 %	37,5 %	41,2 %	10,3 %	6,2 %	3,0 %
Oikaistun EBITA:n kasvu-%	-16,9 %	-10,5 %	-90,9 %	-7,6 %	35,0 %	69,6 %	30,4 %	153,7 %	74,8 %	38,9 %	69,4 %	59,4 %	20,9 %	13,5 %	6,7 %
Oikaistu EBITA-%	2,7 %	2,8 %	0,2 %	3,0 %	4,2 %	4,1 %	3,2 %	0,3 %	3,5 %	4,2 %	5,1 %	3,7 %	4,0 %	4,3 %	4,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,4 %	3,2 %	0,0 %	3,0 %	4,2 %	4,1 %	3,2 %	0,3 %	3,5 %	4,2 %	5,0 %	3,6 %	4,0 %	4,2 %	4,4 %

Vastaavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Pysyvät vastaavat	75,8	110	110	110	110
Liikearvo	40,4	63,3	63,3	63,3	63,3
Aineettomat hyödykkeet	0,3	0,2	0,1	0,0	-0,1
Käyttöomaisuus	23,5	34,1	34,3	34,4	34,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	10,5	11,4	11,4	11,4	11,4
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Laskennalliset verosaamiset	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Vaihtuvat vastaavat	55,6	77,4	89,3	101	110
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3
Myyntisaamiset	44,1	58,4	71,2	81,0	88,6
Likvidit varat	10,8	18,7	17,8	19,6	20,8
Taseen loppusumma	131	188	200	211	220

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Oma pääoma	43,6	45,6	50,6	57,5	66,1
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	25,2	27,1	32,1	39,0	47,6
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	18,0	17,7	17,7	17,7	17,7
Vähemmistöosuus	0,3	0,7	0,7	0,7	0,7
Pitkäaikaiset velat	34,5	48,8	50,6	51,2	49,0
Laskennalliset verovelat	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6
Varaukset	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Korolliset velat	29,8	43,9	45,7	46,3	44,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	53,3	93,3	98,3	103	105
Korolliset velat	10,9	10,7	11,3	11,4	10,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	42,1	82,3	86,8	90,8	93,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Taseen loppusumma	131	188	200	211	220

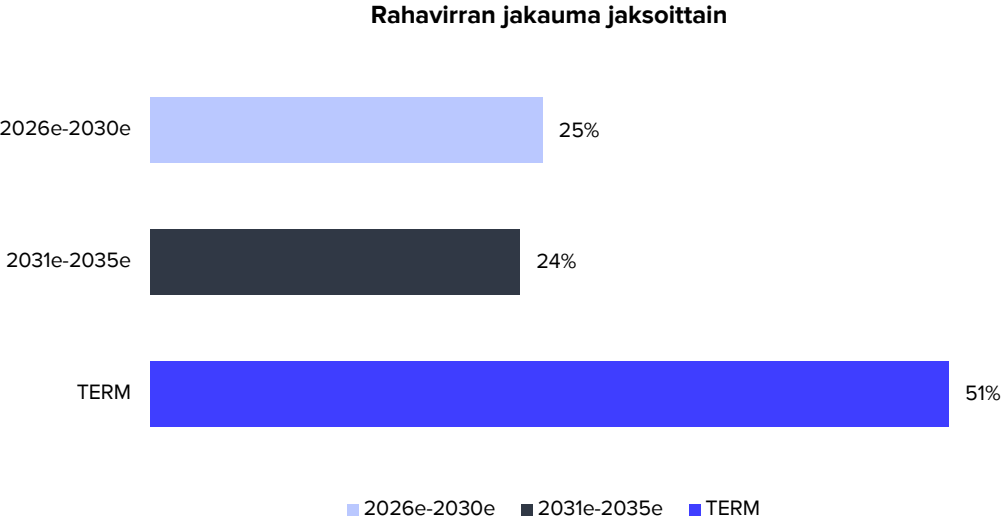
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	14,4 %	41,2 %	10,3 %	6,2 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	3,2 %	3,6 %	4,0 %	4,2 %	4,4 %	4,2 %	4,0 %	4,0 %	3,8 %	3,8 %	3,8 %	3,8 %
Liikevoitto	10,0	16,1	19,5	22,1	23,6	23,0	22,3	22,8	22,0	22,3	22,6	
+ Kokonaispoistot	7,9	8,9	8,9	8,9	9,0	9,0	9,0	9,2	9,4	9,5	9,7	
- Maksetut verot	-1,5	-2,6	-3,3	-3,8	-4,2	-4,1	-4,0	-4,2	-4,1	-4,2	-4,3	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	26,3	-8,3	-5,8	-4,6	-2,5	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	42,4	13,4	18,7	22,0	25,3	27,5	27,0	27,5	27,0	27,4	27,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-41,4	-8,9	-8,9	-9,0	-9,0	-9,0	-9,6	-9,8	-9,8	-10,0	-9,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,0	4,5	9,8	13,1	16,3	18,4	17,3	17,7	17,2	17,4	18,1	
+/- Muut	3,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	4,6	4,5	9,8	13,1	16,3	18,4	17,3	17,7	17,2	17,4	18,1	229
Diskontattu vapaa kassavirta		4,1	8,3	10,0	11,5	11,8	10,1	9,4	8,4	7,8	7,4	93,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		182	178	169	159	148	136	126	117	108	100	93,0
Velaton arvo DCF		182										
- Korolliset velat		-54,6										
+ Rahavarat		18,7										
-Vähemmistöosuus		-1,7										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		144										
Oman pääoman arvo DCF per osake		16,2										

Pääoman kustannus (WACC)

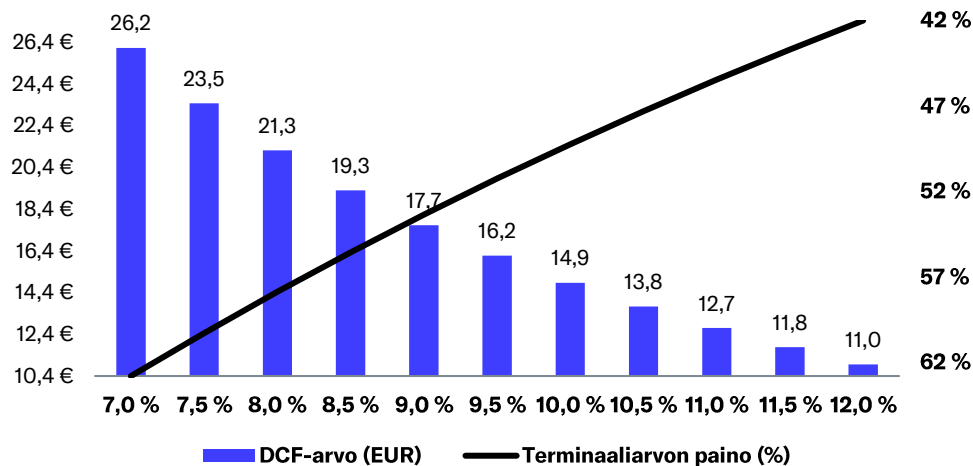
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,5 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,40 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,5 %

Lähde: Inderes

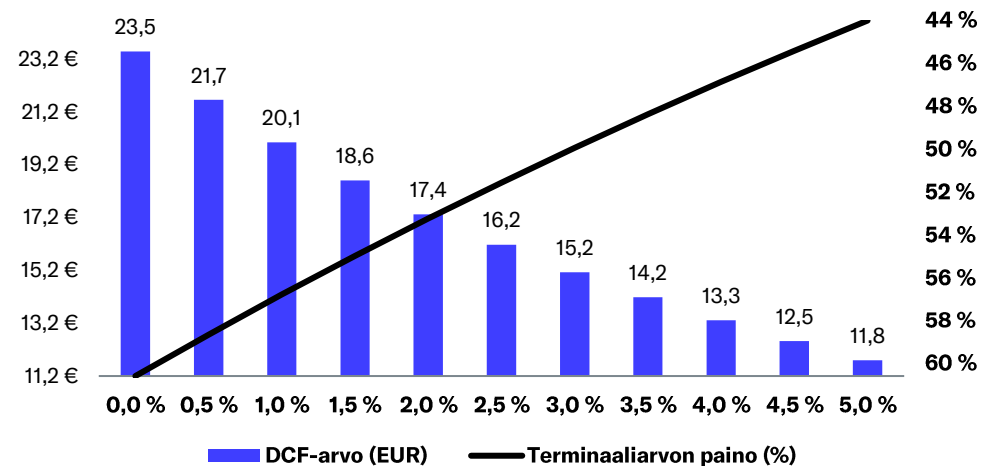


DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

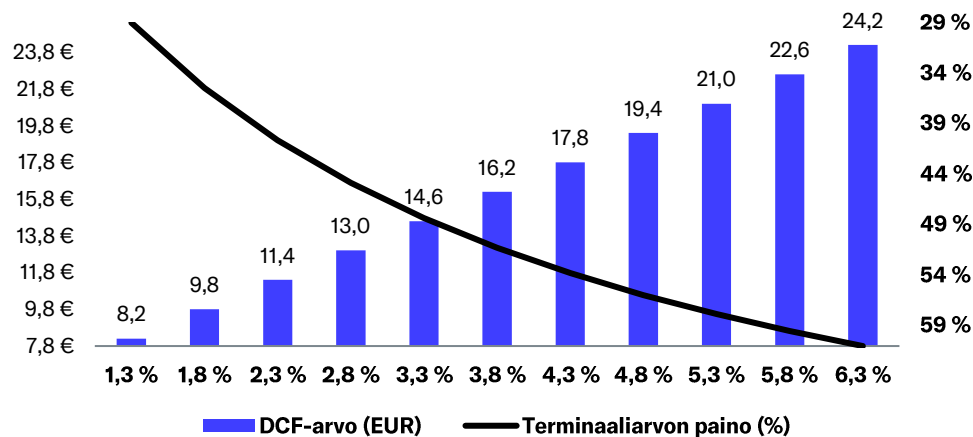
DCF-arvon herkkyyys muutoksille WACC-%:ssa



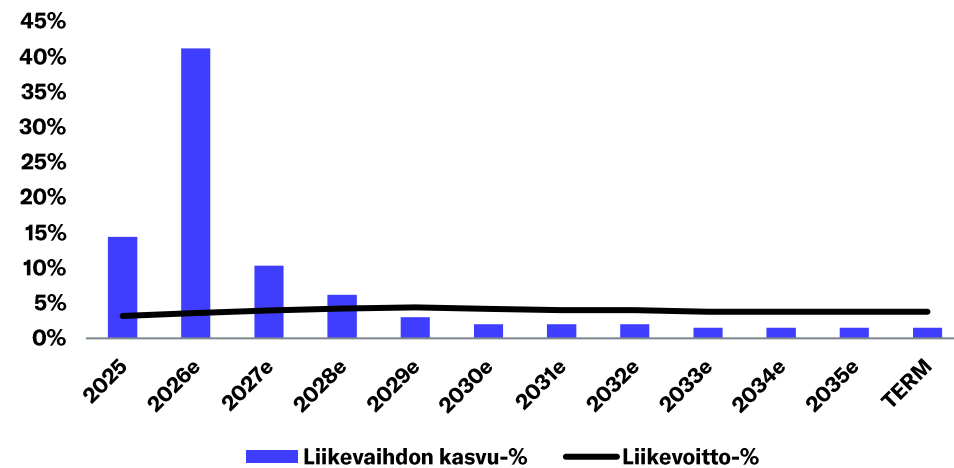
DCF-arvon herkkyyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihto	275,5	315,2	445,0	490,9
Käyttökate	15,3	17,9	24,9	28,4
Liikevoitto	8,7	10,0	16,1	19,5
Voitto ennen veroja	5,9	8,4	13,0	16,3
Nettovoitto	4,4	6,3	10,4	12,7
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2024	2025	2026e	2027e
Taseen loppusumma	131,4	187,6	199,6	211,2
Oma pääoma	43,6	45,6	50,6	57,5
Liikearvo	40,4	63,3	63,3	63,3
Nettovelat	29,9	35,9	39,2	38,1

Kassavirta	2024	2025	2026e	2027e
Käyttökate	15,3	17,9	24,9	28,4
Nettokäyttöpääoman muutos	-13,9	26,3	-8,3	-5,8
Operatiivinen kassavirta	-0,6	42,4	13,4	18,7
Investoinnit	-6,9	-41,4	-8,9	-8,9
Vapaa kassavirta	-7,3	4,6	4,5	9,8

Arvostuskertoimet	2024	2025	2026e	2027e
EV/Liikevaihto	0,3	0,5	0,4	0,3
EV/EBITDA	6,1	8,3	6,6	5,8
EV/EBIT (oik.)	10,8	14,9	10,3	8,4
P/E (oik.)	14,6	17,6	12,0	9,8
P/B	1,5	2,5	2,5	2,2
Osinkotuotto-%	7,0 %	4,8 %	4,6 %	5,0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2024	2025	2026e	2027e
EPS (raportoitu)	0,49	0,71	1,17	1,42
EPS (oikaistu)	0,49	0,71	1,17	1,42
Operat. Kassavirta / osake	-0,07	4,77	1,51	2,11
Operat. Vapaa kassavirta / osake	-0,82	0,52	0,50	1,10
Omapääoma / osake	4,87	5,05	5,61	6,39
Osinko / osake	0,50	0,60	0,65	0,70

Kasvu ja kannattavuus	2024	2025	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	-14 %	14 %	41 %	10 %
Käyttökatteen kasvu-%	9 %	17 %	39 %	14 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	15 %	15 %	60 %	21 %
EPS oik. kasvu-%	12 %	46 %	64 %	22 %
Käyttökate-%	5,5 %	5,7 %	5,6 %	5,8 %
Oik. Liikevoitto-%	3,2 %	3,2 %	3,6 %	4,0 %
Liikevoitto-%	3,2 %	3,2 %	3,6 %	4,0 %
ROE-%	10,1 %	14,4 %	21,9 %	23,7 %
ROI-%	10,4 %	10,9 %	15,5 %	17,5 %
Omavaraisuusaste	33,2 %	24,3 %	25,4 %	27,2 %
Nettovelkaantumisaste	68,6 %	78,8 %	77,5 %	66,3 %

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 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 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 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
22/11/2021	Osta	13,00 €	10,75 €
24/11/2021	Osta	13,00 €	11,45 €
27/01/2022	Lisää	13,00 €	11,75 €
27/04/2022	Osta	12,00 €	9,00 €
28/07/2022	Osta	12,00 €	8,80 €
04/10/2022	Osta	11,00 €	8,02 €
27/10/2022	Osta	11,00 €	8,45 €
21/11/2022	Lisää	10,50 €	8,92 €
12/01/2023	Lisää	10,50 €	9,05 €
01/02/2023	Lisää	10,50 €	9,30 €
02/05/2023	Lisää	9,00 €	7,94 €
12/07/2023	Vähennä	7,90 €	7,58 €
20/07/2023	Lisää	7,90 €	7,44 €
26/10/2023	Lisää	7,00 €	6,32 €
28/11/2023	Lisää	7,30 €	6,84 €
01/02/2024	Lisää	8,50 €	7,94 €
29/04/2024	Lisää	8,50 €	7,80 €
17/07/2024	Lisää	8,50 €	7,82 €
01/10/2024	Lisää	9,00 €	8,36 €
28/10/2024	Vähennä	8,80 €	8,36 €
13/01/2025	Lisää	8,00 €	7,30 €
06/02/2025	Lisää	8,00 €	7,50 €
25/04/2025	Lisää	8,60 €	7,92 €
15/07/2025	Lisää	9,20 €	8,78 €
06/10/2025	Vähennä	9,40 €	10,20 €
Analyytikko vaihtuu			
23/10/2025	Vähennä	10,50 €	10,65 €
29/10/2025	Vähennä	11,00 €	11,05 €
09/01/2026	Vähennä	12,50 €	13,30 €
09/02/2026	Lisää	15,00 €	14,00 €



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.**